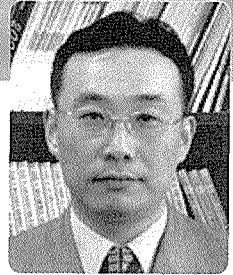


지금 이 유가와 환율급등에 대비할 때다

글·윤원철 | 한양대학교 경제금융학부 교수



들어가는 말

국내 5대 정유사의 경영실적이 발표될 때마다 자주 등장하는 단어로써 국제유가 급등, 환차손 발생, 혹은 금리인상 등이 있다. 물론, 정유사의 매출실적에 직접적으로 영향을 미치는 주요 변수로는 국내 경기와 수출실적일 것이다. 그럼에도 불구하고 유가, 환율, 금리의 급등락은 정유사의 이윤에 직접적인 영향을 미칠 뿐 아니라 최종 소비자가격에도 그대로 반영되어 소비자의 희비를 엇갈리게 하는 역할을 한다.

이미 우리나라는 석유소비 세계 6위, 석유수입 세계 4위, 정제능력 세계 5위라는 에너지 대국으로서 위상을 나타내고 있다. 이러한 시점에서 필자는 국내 정유업체가 석유제품가격에 직접적인 영향을 미치는 유가, 환율, 금리의 급등에 대비하여 사전에 위험관리전략을 수립하는 것이 필요하다는 점을 논의하고자 한다. 국제 에너지시장의 가격변동에 대비한 위험관리전략의 필요성은 비단 국내 정유업체 뿐 아니라 에너지를 원료로 사용하거나 제품으로 판매하는 국내 기업 모두에게 적용된다고 볼 수 있다. 본고에서는 위험관리의 구체적인 전략으로서 선물계약이나 옵션계약 등 파생상품을 활용한 헤징(hedging)의 유용성을 설명하고, 역설적으로 들릴지 모르나 지금과 같은 '3저 상황'(저유가, 저환율, 저금리)이야말로 정유사의 입장에서 적극적으로 헤징을 고려해야 할 시점이라고 강조하고자 한다.

과연 '가격에측' 은 가능한가?

정유업체가 직면하게 되는 가격변동 위험으로는 유가, 환율, 그리고 금리의 예기치 않은 급등락을 들 수 있다. 일반적으로 국내 유가는 바로 전달의 국제 원유가격, 국제 석유제품가격, 그리고 환율의 변동에 영향을 받게 된다. 이는 원유도입시 소요되는 수송기간 등이 감안되기 때문이다. 대체로 국제 유가가 배럴당 1달러 상승하면 국내 유가는 리터당 13원 가량의 제품원가 인상요인이 발생하고, 달러당 원화환율이 10원 상승하면 리터당 2원 가량의 인상요인이 발생한다.

먼저, 정유사의 원유구매 과정을 간략히 살펴보자. 국내 정유사들의 원유구매는 크게 기간계약(term contract) 형태의 장기계약과 현물계약(spot contract)에 의해 이루어진다. 장기계약의 경우 산유국이 설정하는 정부공시가격(GSP)을 기준으로 원유거래가 이루어지는데, 도입물량과 기간만 계약으로 확정 짓고 가격은 선적월별로 정해진다. (실제 가격은 현물가격을 일정부분 반영하는 선에서 산유국이 정한 공식에 따라 결정된다.) 국내 도입 원유의 70% 이상이 사우디, 쿠웨이트, 이란 등 중동지역에서 들어오고 있다. 우리나라 남부 해안지역의 정유공장에서 출발하여 중동의 페르시아만에서 원유를 수송한다고

일반적으로 국내 유가는 바로 전달의 국제 원유가격, 국제 석유제품가격, 그리고 환율의 변동에 영향을 받게 된다. 이는 원유도입시 소요되는 수송기간 등이 감안되기 때문이다. 대체로 국제 유가가 배럴당 1달러 상승하면 국내 유가는 리터당 13원 가량의 제품원가 인상요인이 발생하고, 달러당 원화환율이 10원 상승하면 리터당 2원 가량의 인상요인이 발생한다.

가정할 경우, 통상 45일이 소요된다. 여기서, 석유제품의 생산계획 시점을 감안하고 원유 도착 이후 주유소 판매시점까지 고려하면 2개월 이상의 원유가격 변동위험에 노출되어 있다고 할 수 있다. 물론, 원유수송을 위해 필요한 선박운임료의 변동위험도 무시할 수 없다.

원유의 구입은 규모가 크기 때문에 일정기간 구입대금의 지불을 유예받는 외상구매 형태로 이루어진다. 이러한 유전스금융(usance financing)은 원유 판매업자가 제공하는 공급자유전스와 구매자가 은행으로부터 달러화를 차입하고 변제할 때까지 사용하는 은행유전스로 구분된다. 이렇게 원유구입시 유전스를 사용하는 것은 석유정제업의 자금 1회전 기간이 타 산업에 비해 상대적으로 길어 국제적 관례인 유전스금융으로 막대한 원유구입에 소요되는 자금 부담을 해소할 수 있기 때문이다. 정유사는 원유구매 시점에 달러화로 구매한 원유가격에 그 시점의 환율을 곱하여 원화를 기준으로 원유매입가를 계산하고, 유전스가 지난 시점에서 원화로 달러를 매입하여 차입금을 지급하게 된다. 따라서, 유전스 사용기간 중 환율이 변동하였을 경우 환율변동폭 만큼 원화를 기준으로 한 원유매입원가는 영향을 받게 된다.

이 경우 유전스 사용기간이 통상 30일 정도의 단기로서 변제시점이 제품 출고시점에 근접할 경우 환율 변동에 따른 원유매입원가 변동분을 제품가격에 일부 반영할 수 있다. 그러나, 유전스 사용기간이 장기일 때에는 제품가격이 결정되어 판매된 이후 변제시점이 도래하므로 환율변동분을 제품원가에 반영시킬 수 없게 된다. 따라서, 정유사가 환율변동에 따른 손익을 입게 되는데, 환율상승시(원화까지 하락시) 환

차손, 반대의 경우 환차익이 발생한다. 결국, 환율은 석유제품가격과 정유사의 손익에 중요한 요인으로 작용한다. 여기에, 유전스금융에 적용되는 금리를 변동부로 차입하였다면 금리변동에 따른 위험도 고려해야 한다.

위험관리의 필요성을 인식하기 위해서는 국내 정유업체가 직면하게 되는 위험요소들을 과연 예측할 수 있는가에 대한 논의가 필요하다. 그런데, 이들 유가, 환율, 금리 등은 시장에서 결정되는 것으로, 경제학에서 말하듯이 시장이 효율적이라면 누구도 이를 예측할 수 없다. 세계적인 석유전문가인 페샤라키 박사의 말을 빌리면, “유가를 예측한다는 것은 모자를 던져 옷걸이에 거는 것과 같다”라고 하였다. 던진 모자가 옷걸이의 어디에 걸리지는 아무도 모른다는 의미이다.

그렇다면, 국내외 우수한 기관들이 그럴 듯 하게 발표하는 가격전망이라는 것이 무엇을 의미하는지를 제대로 이해할 필요가 있다. 예측이란 현재시점에서 활용 가능한 각종 경제변수의 정보를 활용하여 (경우에 따라서는 필요한 전제조건에 근거하여) 미래 특정시점을 확률적으로 묘사하는 것이다. 그런데, 경제변수라는 것이 시간이 지나도 불변하는 것이 아니라 항상 변하기 마련이기 때문에 현재시점을 지나면 새로운 정보를 반영하지 않는 이상 미래 예측시점을 제대로 묘사할 수 없게 된다. 또한, 시간흐름에 따라 전제조건이 달라지면 예측결과도 변하게 된다. 결과적으로, 현재시점에서의 가격전망은 새로운 정보와 변경된 전제조건을 반영하지 않는 이상 정확할 수 없다. 현재시점에서 1개월 혹은 6개월 이후의 전망치가 해당시점의 가격과 실제로 같게 되는 것은 우연의 일치에 불과하다.

변동하는 가격을 고정시킬 방법은?

만약 유가, 환율, 금리 등 이들 가격변수를 예측하는 것이 불가능하다면, 혹은 제대로 예측할 자신이 없다면 어떻게 할 것인가? 다행히도, 가격변동위험에 대비하여 소위 헤징이라 불리는 위험관리기법을 활용할 수 있다. 이미 우리나라도 주가지수 선물과 옵션계약 등을 비롯하여 다수의 파생상품을 거래하고 있는데, 이들 파생상품은 단순히 주식투자와 같은 채테크수단일 뿐 아니라 파생상품의 대상인 현물자산의 가격변동을 회피하기 위한 도구로서 활용할 수 있다.

여기서, 헤징이란 ‘현물시장에서 회피하기를 원하는 가격변동에 대하여 파생상품시장에서 오히려 이익이 되는 방향으로 계약을 사전에 체결하는 행위’라고 정의할 수 있다. 가령 정유사가 1,000배럴의 원유를 구매하고, 구매대금을 유전스를 통해 차입하였다면 상환시점에서 달러를 매입해야 한다. 물론, 변동부로 차입할 경우 이자도 지급해야 하고, 원유 수송을 위한 선박운임도 지불해야 한다. 이 경우, 선물 계약을 활용하여 헤징한다면 원유, 환율, 금리, 그리고 운임지수를 대상으로 하는 선물시장에서 각각 필요한 수량만큼 매입포지션을 취하면 된다. 이로써, 우리가 우려하는 가격변동 상황, 즉 유가, 환율, 금리, 그리고 선박운임 등이 상승할 경우 현물시장에서는 손실이 발생하지만 이들 가격상승으로 인해 각 선물시장의 포지션에서는 이익이 발생한다. 결국, 선물시장의 이익으로 현물시장의 손실분을 보전하면, 결과적으로 헤징을 실행하는 시점의 현물가격과 거의 비슷한 수준으로 가격을 고정시킬 수 있다.

이렇듯, 헤징 자체는 단순한 개념인데, 실제 이러한 헤징을 실행하는 데는 선물계약을 활용하는 경우 이외에도 옵션계약, 스왑계약, 그리고 이들을 복합적으로 구성한 다양한 형태의 합성계약을 활용할 수 있다. 또한, 각 위험요소들, 즉 유가, 환율, 금리, 선박운임의 가격변동을 개별적으로 헤징할 수 있지만, 이들을 하나의 파생계약으로 묶은 포트폴리오보험(portfolio insurance)을 설계할 수도 있다. 이와 관련하여, 1998년 초반 IMF 위기 당시 저유가/원화절하 상황에서 유가하락의 이득분보다 원화절하로 인한 환차손이 상대적으로 컸기 때문에 결국 원유수입액의 달러화 표시 원화 부담이 증가하였다는 사실을 상기할 필요가 있다. 만약에 정유사가 비용 측면 뿐 아니라 석유제품가격의 하락이 우려된다면 석유제품에 대해서도 적절한 헤징방안을 강구하여 실질적으로 정제이윤의 폭을 고정시킬 수 있다.

실제 파생상품을 얼마만큼 어떻게 계약할 것인지에 대해서는 전문가의 지식과 경험이 필요하다. 그럼에도 불구하고, 지금까지 설명에서 알 수 있듯이 헤징이란 투자와는 달리 가격예측이 전혀 필요 없다는 점과 헤징을 실행하는 시점의 현물가격이 정유사의 이윤을 확보하는데 있어 적정인지 여부만을 판단하면 된다는 사실을 인식해야 한다. 결국, 이러한 헤징을 통한 위험관리는 정유사의 입장에서는 너무도 당연한 보험행위로 볼 수 있다. 왜냐하면 헤징을 통하여 유가, 환율, 금리, 선박운임 등의 가격변동위험에 대한 우려 없이 석유정제업 본연의 업무에만 전념할 수 있기 때문이다. 물론, 이러한 보험계약은 불행한 일이 닥치고 나서 체결하는 것이 아니라 사전에 미리 들어두어야 한다는 점은 일반적인 보험의 경우와 마찬가지로이다.

정유사의 전향적 자세를 기대하며

이러한 헤징의 유용성에도 불구하고, 국내 5대 정유사들은 파생상품을 활용한 위험관리에 대해 소극적인 태도를 보이는 듯 하다. 정유사들이 나름대로의 이유가 있겠지만, 소비자 입장에서는 이러한 관행을 부정적으로 볼 수 있다. 어쩌면 국내 정유사들이 지금과 같은 무한경쟁의 환경에서도 예전의 관습에 얽매어 있으며, 이는 결국 암묵적 동조의 형태로 파생상품시장의 참여를 자제하는 것으로 판단된다. 어느 누구도 헤징을 통해 원유 구매비용의 등락을 안정화시키려고 나머지 동료 정유사들을 배반하려 들지 않는 것이다. 만약 이들 중 특정 정유사가 파생상품시장을 통하여 헤징에 적극적으로 나설 경우, 나머지 정유사들도 똑같이 참여해야만 할 것이고, 이럴 경우 국내 정유업체의 '피나는' 경쟁을 다시금 유발시킬 수 있기 때문에, 먼저 나서서 이러한 고생을 시도하려 않을 것이다.

현재 우리나라의 정유업계는 유가, 환율, 금리 등 모든 비용측면에서 아쉬울 것이 없는 상황이다. 하지만, 매번 반복하듯이 우리가 원치 않는 돌발상황이 발생할 수 있으며, 중요한 것은 누구도 이러한 상황을 예측할 수 없다는 사실이다. 마치 '폭풍속의 고요' 처럼 보이는 지금이야말로 정유사의 입장에서 적극적으로 헤징을 고려해야 하는 시점일 것이다. ☯