

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 수석연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

2 보 전진을 위한 1 보 후퇴

- 제한될 상승세, 그러나 중국 부양 의지가 지지할 하단
- 구리 펀더멘털을 앞서가는 시장 정서
- 알루미늄 공급 우려와 원난성 알루미늄 제련소 생산 재개
- 뉴칼레도니아 소요 사태로 니켈 가격 급등
- 다시 돌아온 인도네시아 공급 압력
- 중국 코발트 비축과 그 영향
- 높아진 중국 전기차 시장 긴장

원유

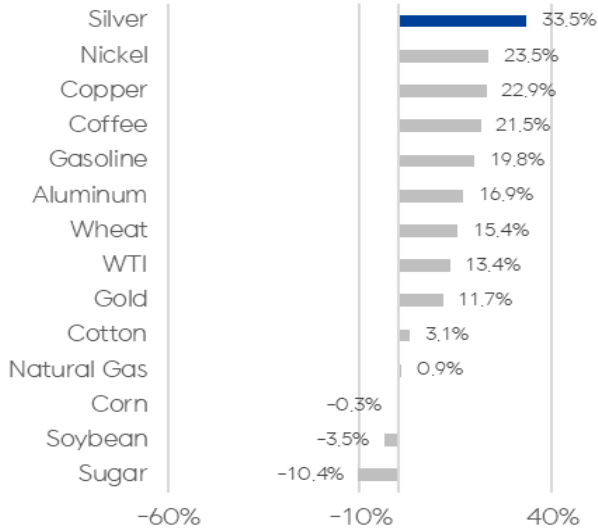
6 월 회의에 쏠린 시선

- 220만bpd 자발적 추가 감산의 향방
- 남 좋은 일 시키는 OPEC?
- 비OPEC 국가들의 빠른 증산
- 면제국들이라는 변수
- 계륜 같은 UAE의 존재
- 사우디, 뚜렷한 묘수의 부재
- 여전히 물음표인 러시아
- 그래도 감산 연장 기대가 높은 이유

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

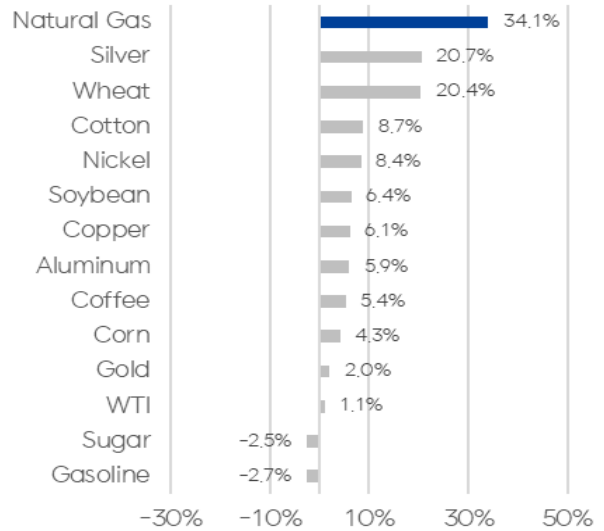
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 5/28 종가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

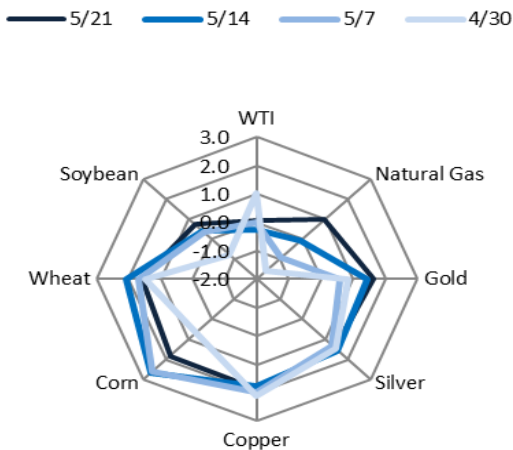
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

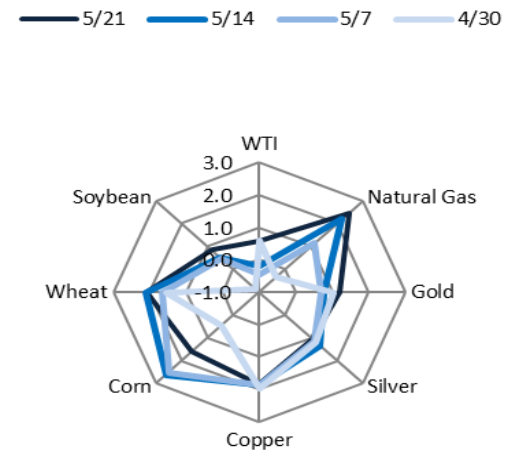
Commodities CFTC 포지션 분석

차트3. Non-Commercial 포지션 Z-score



출처 : CFTC, 삼성선물

차트4. Managed Money 포지션 Z-score



출처 : CFTC, 삼성선물

* Z Score: 기준일 값과 6개월 평균의 차이 값을 6개월 표준편차로 나눈 값. Z-Score 기준 0보다 크면 과매수 0보다 작으면 과매도 구간에 진입했음을 의미

Base Metal

5월 동향

높아진 연준 금리 인하 기대와 중국 부양책, 투기적 매수세에 5월 비철 상승

5월 비철은 CPI와 비농업 고용의 예상치 하회로 연준의 금리 인하 기대가 높아졌고, 중국의 지표 호조/부양책 발표에 4월의 상승세를 이어갔다. 월 중반부터는 Comex 구리 숏스퀴즈에 따른 강한 투기적 매수세가 동반되면서 랠리에 힘이 실렸으나 월 말 과매수 신호를 보였던 품목 위주로 급등에 따른 단기 조정에 돌입했다.

5월 가격 등락률 (2024. 05. 01 ~ 2024. 05. 28)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률	+6.1%	+5.9%	+7.6%	+7.5%	+8.4%	+10.9%

6월 전망

제한될 상승세, 그러나 중국 정부의 부양 의지가 지지할 하단

제한될 6월 상승세

6월 비철은 미국 금리 인하 경로 불확실성이 지속되고, 과열된 투기적 수요가 진정되면서 상승세가 제한될 것으로 전망한다. 그와 더불어 높아지는 미중 및 양안 갈등 또한 비철 가격의 조정요인으로 작용할 수 있다. 다만 중국 정부가 5월에 쏟아낸 부동산 부양책에 대한 기대감은 하단을 지지할 것으로 보인다.

지속되는 금리 경로 불확실성

연준 인사들의 매파적 발언과 더불어 FOMC 회의록에서 추가 인상 시사는 5월 중순 이후부터 시장을 긴장케 하는 요인이었다. 시장은 연준의 정책 대응이 금리를 현재 수준으로 유지하는 것 이상으로 나아가지 않을 것으로 예상했지만 연준 회의록에는 금리의 인상 가능성에 대한 의견도 포함되었고, 투자 심리는 크게 위축되었다. S&P Global PMI 등 경제 지표마저 건조한 흐름을 보이면서 금리 경로 불확실성은 높아진 모습이다.

높아지는 미중 및 양안 갈등

미국과 중국의 총성 없는 전쟁은 점점 더 치열해지고 있다. 미국은 중국에 관세 폭탄을 퍼부으며 압박했고, 중국은 록히드 마틴 등 미국 군수 기업 12곳의 중국 내 자산을 동결하며 맞불 제재에 들어갔다. 양안 갈등 또한 심각해지면서 비철 가격을 위협하고 있다. 중국은 라이칭더 대만 총통 취임식이 진행된 지 사흘 만에 대만을 사실상 포위하는 대규모 군사 훈련에 들어갔고, 대만도 군 병력을 투입해 대응에 나서면서 긴장이 고조되는 상황이다.

중국 부동산 경기의 바닥 통과 기대감이 지지할 하단

5월 중국 정부는 부동산 시장 안정과 건축 자재 수요에 대한 신뢰도 제고를 목적으로 주택 매수 제한 해제, 주택 담보대출 금리 인하, 계약금 인하, 정부 주택 매입 등 다양한 경기 부양책을 도입했다. 정책 효과 여부는 지켜봐야겠지만 일단 정부가 부동산 경기 부양 의지를 드러냈다는 점에서 긍정적이며, 부동산 경기의 바닥 통과 기대감은 한동안 지속될 것으로 판단한다.

개별 비철금속 전망

I. Copper

5월 전기동 동향 및 6월 전망

높은 투기적 수요로 4월에 이어 큰 폭으로 상승한 5월 전기동

5월 전기동 가격은 미국 Comex 거래소에서 숏스퀴즈와 높은 투기적 수요로 4월에 이어 큰 폭 상승했다. 다만 월 말에는 금리 인하 경로가 불확실해지고, 중국 수요 우려가 심화되면서 3개월여만에 최대 주간 손실을 기록했다.

단기적으로 조정 가능성이 있는 6월 전기동

6월 전기동은 예고되었던 중국 제련소에서 감산이 실행되지 않았고, 높은 가격으로 중국 구리 수요 또한 지지부진한 상황이기에 역대 최고점에 도달한 현재 가격에 단기적으로 조정 가능성이 있을 것으로 보인다.

펀더멘털을 앞서가는 시장 정서

실제 펀더멘털과는 동떨어진 최근의 랠리

최근 구리 랠리는 부분적으로 투기적 수요, 즉 실제 펀더멘털보다 공급 차질 전망 및 미래 수요 증가 기대에 따른 가격 상승과 그에 따른 매도 포지션을 커버하기 위한 움직임에 의해 주도되었다. 시장 정서가 펀더멘털(=강한 수요 및 현장에서 체감되는 공급 부족의 부재)을 앞서가면서 중국 구리 다운스트림 산업은 상당한 어려움에 처한 모습이다.

실질적인 감산에 들어가지 않은 중국 제련소

전기동 부족이 체감되지 않는 이유는 중국 제련소가 아직까지 생산 감축에 나서지 않았다는 데 있다. 4월 중국 전기동 생산량은 전년 동월 대비 9.2% 증가한 113.6만 톤으로 집계되었다. 이는 3월 말 주요 제련소들의 감산 합의에도 불구하고 실질적인 감산이 이루어지지 않고 있다는 뜻이다.

계속해서 생산할 이유가 있는 중국 제련소

즉, 중국의 제련 능력이 과잉 상태에 도달했음에도 구리 제련소들은 계속해서 생산을 지속하는 상황이다. 이는 개별 기업의 경우 수익성이 유지되는 한 마진을 희생해 시장 점유율을 방어하는 것을 선호하고, 지방 정부 역시 경제 성장 목표 달성과 고용 수준 유지를 위해 제련소 생산 지속을 지지하기 때문이다.

위축된 중국 실물 구리 소비

중국 구리 실물 소비 또한 위축되면서 펀더멘털 우려를 낳고 있다. 3월 이후 중국 미판매 구리 선재 재고는 50만 톤 이상 축적되었고(BNP Paribas), 중국 구리봉 생산업체의 거의 3분의 2가 판매 둔화로 생산을 줄이거나 중단했다(Mysteel Global). 중국 미가공 구리 수입량은 전월 대비 7.6% 감소한 438,000 톤(3월 474,000 톤)을 기록하기도 했는데, 이는 급등한 가격으로 인해 최종 수요자들이 구매를 자제한 결과다.

양산항 프리미엄 디스카운트 지속

중국으로 수입되는 구리 수요를 반영하는 양산항 프리미엄 또한 디스카운트가 계속되고 있다. 3월 60달러에서 5월 -20달러로 하락한, 이와 같은 프리미엄은 다운스트림 수요가 부진하고 재고가 소진되지 않고 있음을 방증한다. 실제로 중국 SHFE 거래소의 전기동 재고는 계절적인 성수기에 진입했음에도 30만 톤을 돌파하며 암울한 수요 신호를 나타냈다.

인도네시아 구리 정광 수출 연장은 타이트한 구리 수급 전망을 완화시키는 요인

게다가 6월부터 중단될 것으로 예상되었던 인도네시아의 구리 정광 수출이 연장된 점도 타이트한 구리 수급 전망을 완화시키는 요인이다. 인도네시아 정부는 제련소를 건설 중인 광산 회사인 Freeport Indonesia와 Amman Mineral에 대한 수출 허가를 연장할

방침이다. 그 중에서 Freeport사는 6월부터 Grasberg 광산에서 최대 90만 톤(전세계 생산량의 4%)의 구리 정광을 수출할 예정이다.

**구리 정광 수출 금지 정책의
예외가 된 Freeport
Indonesia와 Amman
Mineral**

2023년 6월부터 구리 정광 수출 금지 정책을 펼치고 있는 인도네시아는 제련소를 건설 중인 업체 등 허가된 광산 회사에 한해 2024년 5월까지 구리 정광을 수출할 수 있도록 예외를 두었다. Freeport Indonesia와 Amman Mineral은 신규 제련소가 가동되더라도 아직까지 광산에서 나오는 모든 정광을 흡수할 정도의 생산 능력을 보유하고 있지 않으며, 제련소를 최대 용량으로 가동하기 위해서 수개월이 필요하다는 이유로 6월 이후에도 구리 정광 수출을 계속할 수 있도록 요청했고, 협상에 성공한 것으로 보인다.

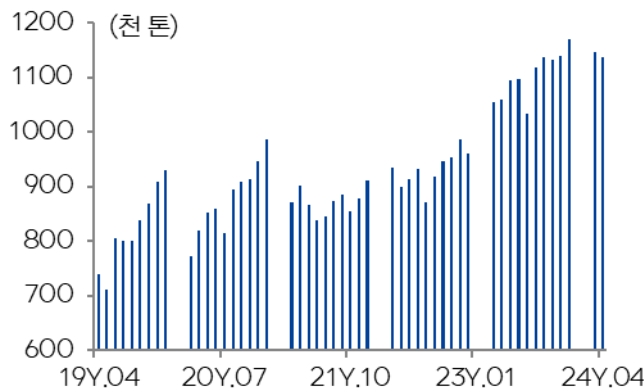
**시장 친화적 대통령 당선
또한 공급 우려 완화**

마지막으로 올해 구리 랠리의 신호탄이 되었던 Cobre Panama 광산이 위치한 파나마의 대통령 선거에서 시장 친화적 대통령이 당선된 점도 공급 우려를 일부 완화시킨다. 과반 이상 다수당이 부재한 의회 여건상 광산 문제 해결이 쉽지는 않을 것으로 보이지만 적어도 새로 선출된 Mulino 대통령은 중단된 Cobre Panama 광산 소유주인 First Quantum Minerals와의 대화에 열려 있는 것으로 보인다.

**그러나 1년 내 광산 운영
재개는 쉽지 않은 모양새**

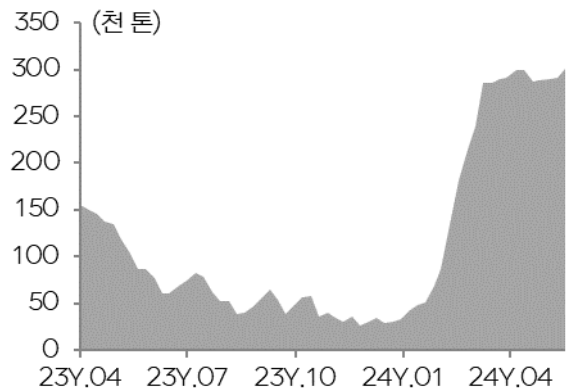
대통령 당선자는 FQM사가 파나마를 상대로 제기한 중재 절차를 중단하지 않을 시 논의에 나서지 않겠다고 밝혔는데, 거꾸로 보면 이는 중재 절차가 중단될 시 협의 가능성을 고려해볼 수 있다고 해석된다. 다만 논의가 시작되더라도 해결해야 할 문제(ex 국민 반대)가 산적해 있어 본격적인 광산 가동에는 최소 1년 이상이 걸려 올해 안에 운영 재개는 어려울 것으로 보인다.

차트 1. 중국 월별 전기동 생산량



출처: 중국 국가통계국, Bloomberg

차트 2. 중국 SHFE 거래소 재고



출처: SHFE, Bloomberg

II. Aluminum

5월 알루미늄 동향 및 6월 전망

**여타 비철 대비 상승이
제한된 5월 알루미늄**

5월 알루미늄은 알루미늄이나 공급 차질 우려가 있었음에도 에너지 가격 하락으로 유럽 알루미늄 생산량이 회복되기 시작하면서 여타 비철 대비 상승이 제한되었다. 그와 더불어 LME 등록 창고의 재고 증가 추세가 지속된 점 또한 가격에 하방 압력을 가했다. 다만

LME 창고의 알루미늄 재고 급증은 실제 수급보다는 임대 거래를 목적으로 한 인도로 판단되며 추가적인 가격 영향은 제한될 것이다.

**알루미늄 생산 능력 증가가
상쇄할 원재료 공급 우려**

6월 알루미늄은 하락 압력이 소폭 우세할 전망이다. **보크사이트 및 알루미나 등 원재료 공급 우려가 지속되고 있음에도 전세계 알루미늄 생산 능력 증가가 이를 상쇄할 것**이며, 5월에 제시된 중국 부동산 지원책은 알루미늄 수요 기대를 개선하는 대표적 재료이지만 정책 효과가 즉시 나타나기에는 이른 측면이 있다.

**알루미나 공급 우려에
16개월만의 최대 상승폭
기록**

알루미나 공급 우려와 원난성 알루미늄 제련소 생산 재개

5월 21일 알루미늄은 장중 5.1% 오르면서 하루 상승폭으로 16개월만의 최대치를 기록했다. 이는 Rio Tinto사가 천재지변 등을 원인으로 한 제3자에 대한 불가항력(Force Majeure)을 선언하면서 알루미나 공급 우려가 부각됐기 때문이다. 3월 초 퀸스랜드 가스 파이프라인 사고 이후 알루미나 정유소의 가스 공급이 심각한 영향을 받았고, 2024년 하반기까지 공장은 낮은 용량으로 운영될 것으로 전해졌다. 2024년 초 Alcoa사가 호주 Kwinana 정유 공장을 폐쇄해 알루미나 생산량이 약 90만 톤 감소한 상황에서 또다른 알루미나 공급 문제가 불거지자 시장이 큰 위협을 느낀 것으로 보인다.

**중국 보크사이트 광산 폐쇄도
알루미나 공급 우려 더하는
요인**

중국 보크사이트 공급이 부족한 점도 알루미나 수급 우려를 더하는 요인이다. 중국 산시성과 허난성의 보크사이트 생산 능력은 2023년 폐쇄 이후 아직 재개되지 않아 여전히 낮은 수준이다. 2024년 4월 산시성과 허난성의 월간 보크사이트 생산량은 118만 톤과 40만 톤으로 전년 동기 대비 38% 감소했고, 보크사이트 생산량 감소로 2024년 첫 4개월 동안 산시성과 허난성 알루미늄 정제 시설 평균 가동률 역시 69.4%와 62.2%에 불과했다(SMM사 추산).

**그에 반해 알루미늄 생산
능력은 지속적으로 늘어나는
상황**

그에 반해 중국 알루미늄 생산능력은 지속적으로 증가하며 알루미나 수급 우려를 일부 상쇄하는 요인으로 작용한다. 4월 중국 알루미늄 생산이 전년 동월 대비 7.2% 증가한 358만 톤으로 집계된 데 이어 대표적인 알루미늄 산지인 원난성에 있는 기업들은 5월 현재 85% 이상의 가동률을 달성했다. 우기(5~10월)가 시작되면서 수력 발전 차질 문제가 해소되어 중국 알루미늄 생산능력은 5월 말까지 약 4,290만 톤(SMM사 추산)에 달할 것으로 예상되는데, 그에 따라 공급 압력도 점차 부각될 것으로 보인다.

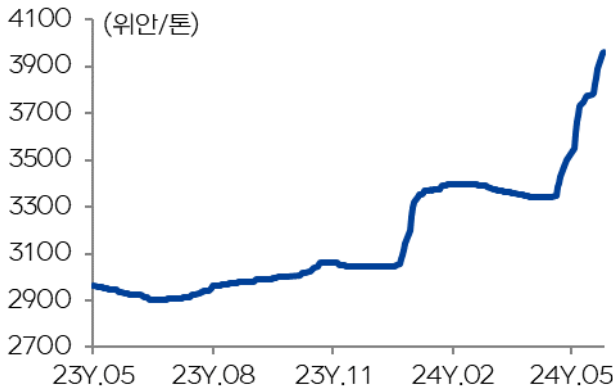
**유럽 알루미늄 생산 회복
또한 가격 조정 가능성
높이는 요인**

그와 더불어 에너지 비용 하락으로 유럽의 알루미늄 생산량이 회복되는 점도 가격 조정 가능성을 높인다. 유럽 알루미늄 부문은 러시아의 우크라이나 침공으로 촉발된 에너지 위기 동안 가장 많은 영향을 받은 산업 중 하나다. 알루미늄은 아연과 더불어 비철 중 가장 에너지 집약적인 금속(알루미늄 생산에 필요한 전력은 구리의 40배 가량)으로, 에너지 위기 동안 전력 가격이 급등하면서 제련소의 전력 비용이 알루미늄 판매 수익보다 5배 이상 높았고 그 때문에 유럽 생산 능력의 절반 이상이 가동 중단된 바 있다.

**판매 수익의 4분의 1
가량으로 떨어진 유럽
알루미늄 생산 비용**

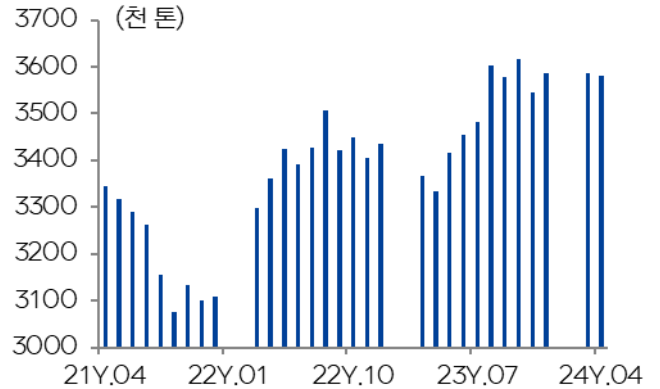
이제 알루미늄 생산 비용은 판매 수익의 4분의 1(Bloomberg 추산)로 떨어졌고, 유럽 알루미늄 제련소들은 운영을 재개하고 있다. 일례로 지난 2년 동안 독일과 프랑스에서 50% 미만의 용량으로 공장을 운영해 온 Trimet은 최근 연간 54만 톤의 생산량을 목표로 2025년 중반까지 최대 용량으로 늘릴 계획이라고 밝혔는데, 생산을 재개하는 이 같은 제련소들이 늘어날수록 알루미늄 가격은 하락 압력에 노출될 가능성이 높아진다.

차트 3. 중국 알루미늄 가격



출처: Bloomberg

차트 4. 중국 월별 알루미늄 생산량



출처: Bloomberg

III. Nickel

5월 니켈 동향 및 6월 전망

중국 데이터 개선과 정부 지원책, 공급 우려에 상승한 5월 니켈

5월 니켈은 중국 데이터 개선과 정부 지원책, 공급 우려에 상승했다. 4월 중국 수입과 수출은 전월과 예상치에 비해 큰 폭으로 회복되었고, 산업 지표는 예상치를 상회했다. 5월 들어 부양책도 집중적으로 제시되었는데, 주요 도시 주택 구매 제한이 완화되고, 특별 국채 발행 등이 발표되면서 경기가 반등할 것이라는 기대가 모였다. 추가적으로 5월 중순에는 세계 3위 생산국인 뉴칼레도니아의 시민 불안으로 공급 제한 우려가 심화되었고, 가격은 9개월 만의 최고치(21,750달러)로 치솟았다.

6월 니켈은 공급 불안 진정되며 단기적으로 조정 받을 것으로 예상

6월 니켈 가격은 **뉴칼레도니아발 공급 불안이 진정되고 인도네시아 채굴이 정상화되면서 단기적으로 조정** 받을 것으로 예상된다. 그럼에도 중국 부동산 부양책과 이구환신 정책에 따른 STS, 전기차향 수요 증가 기대는 하단을 지지할 전망이다.

세계 3위 니켈 생산국인 뉴칼레도니아의 유혈 사태에 가격 급등

뉴칼레도니아 소요 사태로 니켈 가격 급등

5월 13일부터 뉴칼레도니아에서 유혈 소요 사태가 발생해 니켈 가격이 급등했다. 세계 3위의 니켈 생산국인 뉴칼레도니아는 아직까지 프랑스령으로 남아있는 해외 영토 중 하나로, 이번에 프랑스 정부가 뉴칼레도니아에 10년 이상 거주한 주민들에게 선거 인단 자격을 부여하자는 내용의 개헌안을 통과시키면서 소요 사태가 발생했다. 이 사태로 최소 7명이 사망하고 수백명이 부상당했으며, 16일부터 프랑스 정부가 12일간의 비상사태를 선포하면서 해당 기간 동안 시민들에 대한 가택 구금과 이동 제한이 실행되었다.

소요 사태 발생 이유는 기본적으로 독립을 향한 갈망 때문

뉴칼레도니아에서 이와 같은 소요 사태가 발생한 이유는 원주민들이 프랑스로부터 독립을 희망하기 때문이다. 뉴칼레도니아에 니켈 자원이 많다는 것을 인식한 프랑스는 1800년대 후반부터 이민자들의 수를 늘려왔고, 프랑스인들이 원주민보다 많아지는 것을 우려한 민족주의 세력들은 1982년부터 격렬한 독립 투쟁을 시작해왔다. 이후 독립을 목표로 한 유혈 사태가 빈번하게 일어났는데, 1998년 누메아 합의로 실시한 주민투표가 통과되어 프랑스는 뉴칼레도니아의 완전한 자치권을 보장해주기 시작했다. 그 이후 한시적인 평화(?)

시기가 도래했고, 2014년부터는 뉴칼레도니아가 프랑스로부터의 독립을 언제든지 결정할 수 있는 권리 또한 가지게 되었다.

1998년 누메아 합의 이후 치러진 세번의 주민 투표에서 부결된 독립안

1998년 누메아 합의 내용은 크게 두 가지다. 첫번째는 1998년 이전부터 뉴칼레도니아에 살던 프랑스인에게만 투표권을 주는 것이며, 두번째로 뉴칼레도니아의 자치권을 보장하지만 20년 뒤에는 2년마다 실시하는 3회의 주민투표를 통해 독립 여부를 결정하는 것이다. 2018년 합의 내용대로 1차 주민투표를 실시한 결과 56.9%의 반대로 독립안이 부결되었다. 2020년 치러진 2차 주민투표에서는 53.2%의 반대로 부결되었고, 2021년 치러진 3차 주민투표에서는 독립파들이 코로나19를 이유로 연기를 요청했으나 그대로 진행되면서 원주민들이 보이콧에 들어갔고 96.4%의 압도적인 반대표로 부결되었다.

독립 부결의 이유는 반대자의 대부분이 프랑스 이주민이기 때문

원주민들의 대다수가 독립을 희망함에도 주민투표에서 번번히 독립이 부결된 이유는 반대에 투표한 사람들의 대부분이 프랑스 이주민들이라는 점에 있다. 현재 뉴칼레도니아 인구의 40%만이 원주민인 카나크족이며, 나머지는 프랑스와 기타 이주민들로 구성되어 있다. 그래서 원주민들은 비원주민 유권자 확대에 상당히 예민한 상황인데, 2024년 5월 프랑스 의회에서 누메아 협정이 불합리하다는 이유로 뉴칼레도니아에서 10년 이상 거주한 사람들에게 투표권을 줄 수 있도록 헌법을 개정하면서 이번 소요 사태의 불씨가 지펴지게 되었다.

친독립 성향의 원주민들은 프랑스인의 투표권 확대에 반대하고 나섬

기존 뉴칼레도니아 지방 선거 투표는 원주민인 카나크족에게 더 많은 대표성을 부여하기 위해 1998년 이전 현지에 거주했던 프랑스인과 자녀에게만 허용되었으나 이제는 현재 거주중인 프랑스 시민권자들에게도 투표권이 확대된 것이다. 친독립 성향의 원주민들은 외부에서 유입된 이들로 인해 원주민 입지가 좁아지고 친프랑스 정치인들에게 이익이 될 수 있다는 이유로 이를 반대하고 나섰으며, 5월 말 현재까지도 소요 사태가 진정이 되지 않는 상황이다.

뉴칼레도니아 니켈 산업이 어려움에 처한 점도 시위의 원인 중 하나

한편 직간접적으로 뉴칼레도니아 인력의 4분의 1을 고용하는 니켈 산업이 심각한 어려움에 처한 것도 이번 시위를 촉발시키는 원인이 되었다. 인도네시아 공급 급증으로 지난해 니켈 가격이 급락한 가운데 뉴칼레도니아의 에너지 및 인건비는 인도네시아보다 훨씬 높기 때문에 니켈 공장은 모두 적자 상태에 놓인 상황이다. 현재 뉴칼레도니아의 3개 니켈 공장인 Koniambo와 Doniambo, Goro 모두 수익 창출에 어려움을 겪고 있는데 특히 지난 2월 Glencore가 뉴칼레도니아에 있는 수익성 없는 Koniambo 니켈 광산 및 가공 공장 운영을 중단하기로 결정하면서 특히 독립을 지지하는 성향이 강한 북부 지역 사회가 더욱 긴장되었고, 프랑스에 반대하는 여론이 강해진 것으로 보인다.

다만 추가적인 가격 영향은 제한될 것으로 전망

이번 뉴칼레도니아 시위는 니켈 가격에 상승 압력으로 작용하기는 했으나, (이미 낮은 수준으로 가동되고 있던) 뉴칼레도니아의 공급 중단만으로는 향후 니켈 수급 전망이 크게 바뀌지 않기 때문에 추가적인 가격 영향은 제한되었다. 다만 이번 시위와 별개로 장기적으로 뉴칼레도니아의 공급 위험은 상존하는 상황인데, 높은 생산 비용으로 인해 인도네시아나 필리핀 등의 저비용 채굴 국가와 맞붙기에는 경쟁력이 낮기 때문이다. 또한 뉴칼레도니아의 불안정한 정치적 상황과 독립을 열망하는 분위기는 앞으로도 니켈 공급에 불안 요소로 작용할 것으로 보이며, 뉴칼레도니아가 전세계 니켈 생산량의 6%를 차지하는 만큼 계속해서 관심을 가질 필요가 있을 것으로 보인다.

다시 돌아온 인도네시아 鎳 공급 압력

인도네시아 鎳 공급 불안은 정상화되는 수준

RKAB(니켈 채굴 라이선스) 승인 지연으로 높아지던 인도네시아 鎳 공급 불안은 정상화되는 수준이다. 최근 인도네시아 에너지광물자원부는 2억 2,070만 톤에 달하는 204개의 RKAB를 승인한 것으로 알려졌다. 신청된 RKAB의 90% 이상이 승인 완료되었기 때문에 그동안 인도네시아 제련소에서 목격되었던 니켈 원광 부족 현상은 점차 개선될 것으로 예상된다. 참고로 현재 RKAB 승인 규모인 2만 2천 톤은 지난해 인도네시아 니켈 총 생산량(1억 7,560만 톤)을 상회하는 수준이다.

LME는 최초의 인도네시아 니켈 브랜드 승인

그와 더불어 최근 LME가 최초의 인도네시아 니켈 브랜드를 승인한 점도 공급 압력을 더하는 요인이다. 저품질 니켈이 주로 채굴되는 인도네시아는 그동안 LME에서 거래되는 고순도 정련 니켈을 생산하지 못했으나 이번에 LME 거래 가능 브랜드를 공급하기 시작하면서 시장에 가해지는 공급 압력도 높아질 것으로 보인다.

인도네시아 니켈 브랜드 승인은 LME 유동성을 높이는 데 기여할 전망

신규 니켈 브랜드 생산업체인 PT CNGR Ding Xing의 생산 능력은 5만 톤으로, 향후 LME 창고의 재고 유동성을 더욱 높이는 데 기여할 전망이다. 2022년 니켈 숏스퀴즈 사건 이후 시장 유동성을 살리기 위해 LME가 니켈 브랜드 승인 대기 시간을 단축하면서 창고 재고는 점점 늘어나고 있으며, 실제로 니켈 재고는 지난 12개월 동안 2배 이상 증가해 2022년 2월 이후 최고치(84,042톤)를 기록하기도 했다.

STS·EV向 수요 개선 기대

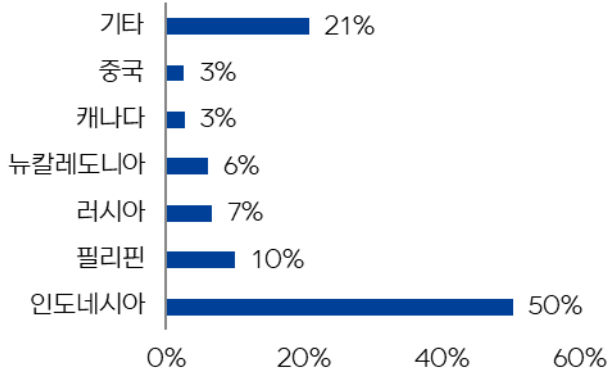
중국 부동산 경기 부양 노력에 지지받은 5월 니켈 가격

중국의 부동산 경기 부양 노력은 5월 니켈 가격에 지지력을 제공하는 주된 요인이었다. 쓰촨성의 성도인 청두와 동부 대도시인 항저우가 중국 지방도시 최초로 주택 구입 제한을 해제했고 1선 도시인 상하이도 이에 동참하면서 투자 심리가 일부 회복되었다. 그와 더불어 1조 위안의 초장기 특별 국채 발행, 주택 대출 이자율 하한 폐지, 계약금 비율 하향 조정, 수백만 호의 미분양 주택 매입 지원 등 중국 정부의 부양책 발표가 상승 압력으로 작용했다. 침체의 규모가 압도적이고, 중국 부동산 부진은 만성화된 상태이기에 이번 조치만으로는 문제를 해결할 수 없다는 평가도 있지만 전방위적인 노력이 투입되고 있는 만큼 점진적으로 수요 개선 효과가 나타날 것으로 판단한다.

이구환신에 거는 전기차 수요 희망

한편 전기차 성장 속도 회복은 여전히 지연되고 있다 미국과 유럽의 성장세는 두각을 나타내고 있지만 1~4월 BEV 판매 성장률은 6%에 그쳤다. 다만 4월에 발표된 승용차 이구환신 정책(소비재의 신제품 교체 지원 정책)이 중국 전기차 판매량을 지지할 것으로 예상되는 점이 긍정적이다. 이구환신은 올 연말까지 구형 자동차를 순수 전기차와 하이브리드로 바꿀 경우 최대 1만 위안(한화 약 190만 원)의 보조금 혜택을 주는 정책으로, 여기에 완성차 브랜드들은 추가 인센티브를 더해 판매 활성화에 힘을 더하고 있다.

차트 5. 국가별 니켈 채굴량



출처: WBMS, Nickel Workbook

차트 6. 뉴칼레도니아 니켈 공장

Nickel plants in New Caledonia



출처: Nikkei Asia

Platinum Group Metal & Battery Metal

5월 동향

팔라듐을 상회한 5월 백금 가격

5월 들어 백금 가격은 팔라듐 가격 이상으로 올랐다. 10년래 가장 많은 수준의 백금 부족이 예상되고 하이브리드 자동차 수요가 낙관적인 점이 가격을 지지했다. 플러그인 하이브리드 자동차의 경우 내연기관 자동차보다 더 많은 PGM 금속을 필요로 하기 때문에 배터리 전기차 전환 지연 및 하이브리드 판매 호조는 백금족 가격 상승 재료로 작용한다. 전기차 전문 매체 클린테크니카에 따르면 4월 중국 자동차 판매는 160만 대 규모였는데, 이 중 하이브리드 차량은 70만 대를 차지하면서 배터리 전기차의 점유율인 26%를 넘어서는 44%의 점유율을 기록했다.

중국 정부의 배터리 업계 혁신 주문에 반등한 5월 리튬

5월 배터리 금속 가격은 크게 변동하지 않았다. 전기차 시장이 지지부진한 흐름을 보이면서 가격 회복세가 둔화된 것이다. 다만 최근 중국 정부가 리튬 배터리 업계 혁신을 주문하면서 리튬 가격은 소폭 반등하는 모습이다. 중국 정부는 리튬 제조기업에 단순히 생산 능력만을 확대하는 프로젝트는 축소하고 기술 혁신에 집중하라고 지시했는데, 이는 리튬 생산의 급속한 확대가 업계의 이익을 훼손하고 국제사회에서 과잉 생산능력에 대한 비판으로 이어진 것을 감안한 조치다.

5월 가격 등락률 (2024. 05.01 ~ 2024. 05. 28)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	+11.7%	+4.1%	-0.6%	+2.5%	-1.4%

6월 전망

팔라듐/로듐 부족 완화와 대비되는 백금 전망

2024년 팔라듐/로듐 부족 전망 완화

자동차 촉매제 제조사 Johnson Matthey 에 따르면 2024 년 팔라듐 부족분은 2023 년 102 만 온스에서 35 만 8000 온스로 줄어들 것으로 보인다. 이는 자동차 부문의 팔라듐 수요가 7% 감소한 결과다. 로듐 시장 부족 또한 자동차 부문 소비 감소에 따라 전년도 125만 온스에 비해 6.5만 온스로 완화될 전망이다.

2024년 플래티넘 부족 전망 심화

그에 반해 2024 년 백금 부족분은 지난해의 51 만 온스에 비해 늘어난 60 만 온스로 예상된다. 백금의 1차 공급은 약 568만 온스로 전년 대비 2% 감소하는 반면 수요는 모든 부문에서 어느 정도 견고하게 유지될 것으로 예상되기 때문이다. 가격 하락으로 백금 공장들이 유지 관리에 들어가고 남아공 전력 부족으로 운영 중단이 빈번하다는 점이 1차 공급을 억제하고, 폐차되는 자동차 수가 기대에 미치지 못해 2차 공급도 줄어들 것으로 보인다. 남아공의 불안정한 정치, 경제, 전력 상황을 고려할 때 올해 공급 중단이 발생할 가능성이 매우 높은 상황이다.

예상보다 더딘 전기차 보급

또한 전세계 전기차 산업은 큰 폭의 성장을 이루기는 했지만 BEV 보급이 이전에 생각했던 것보다 더디기 때문에 2024 년 백금의 자동차 부문 수요는 크게 감소하지 않을 것으로 보인다. 산업 부문 수요 역시 꾸준히 유지되어 지정학적, 경제적 역풍에도 불구하고 역사적 최고치에 가까우며 특히 중국의 화학제품과 유리 부문에서 백금 수요가 높을 전망이다.

여전히 열려 있는 6월 PGM 상승 가능성

이를 종합했을 때 6 월 백금족 금속에는 추가적인 상승 가능성이 있는 것으로 판단한다. 하이브리드 생산 증가로 전기차 도입 압력이 상쇄되면서 자동차 촉매 수요가 꾸준하고, 광산 폐쇄가 견인한 공급 부족 전망이 우위를 점하고 있다. 다만 연준의 금리 경로가 아직까지 불확실하다는 점은 상단을 제한할 수 있다. 5월 FOMC 이후 파월의 견해와 연준 인사들의 입장이 대조되고 있기에 금리 인하 지연을 배제할 수 없는 상황이다.

제한된 리튬 하락세, 그러나 가격 회복에는 시간이 걸릴 수도

리튬 가격 하락세는 소강 상태이지만 전기차 시장은 여전히 어려운 상황

리튬 가격 하락세는 소강 상태로 접어든 모습이지만 전기차 시장은 여전히 어려운 상황이다. 미국 Ford의 1분기 전기차 대당 손실액은 10만 달러를 넘었고, 올해 최대 55억 달러의 EV 손실이 예상된다. 전기차 부문 손실이 확대되자 Ford 는 배터리 구동 모델 지출을 120 억 달러 줄이는 한편 배터리 공급 업체에서의 주문 축소/새로운 EV 출시 연기/기존 전기차 가격을 인하/계획된 배터리 공장 건설을 연기 및 축소하는 등 EV 전략 축소에 나서고 있다고 알려졌다.

중국의 전기차 제조업체가 공급업체에 비용 지불하는 데 걸리는 시간도 늘어남

중국 상황도 그렇게 좋지만은 않다. 중국의 일부 전기차 제조업체가 공급업체에 비용을 지불하는 데 걸리는 시간도 늘어난 것으로 나타났는데, 이는 중국 전기차 시장에 스트레스가 가해지고 있음을 드러내는 증거다. Nio 의 지급 영수증 정산에는 평균적으로 197 일이 걸렸지만 최근 데이터에 따르면 약 295 일이 소요되었으며, 또다른 EV 제조업체인 Xpeng Inc는 과거 179일에서 최근 221일이 걸렸다고 전해진다.

전기차 업황 반등 지연되며 리튬 가격 회복도 제한

이처럼 전기차 업황이 크게 반등하지 못하면서 리튬 가격 회복에도 시간이 걸리는 모습이다. 낮은 가격으로 인해 광산 공급이 삭감되어 리튬 가격은 저점을 찍었지만 전기차에 대한 소비자 수요가 아직 성숙 단계에 이르지 못해 큰 폭의 상승세는 제한될 전망이다. 다만 점차 리튬 수급이 균형에 이르는 수순을 밟고 있고, 장기적으로도 EV 채택 증가로 수요 확대가 예상되기에 향후 리튬 가격은 6~12 개월 동안 점진적으로 상승할 것으로 예상된다.

중국 정부 코발트 비축과 그 영향

기록적인 수준의 코발트 비축 준비하는 중국 정부

중국 정부가 기록적인 수준의 코발트 비축에 나서면서 하락 가도가 이어지던 코발트 가격에도 회복 가능성이 보이고 있다. 현재 중국 국가식량비축국은 역대 최대 규모인 15,000 톤의 정제 코발트 비축을 준비하고 있다. 지난해 중국의 코발트 비축 물량이 8,700 톤(2015년 2200 톤, 2016년 2800 톤, 2020년 5000 톤, 2022년 1300 톤, 2023년 8700 톤)에 불과했던 것에 비해 이번 매입량이 기록적인 수준인 것은 최근의 코발트 가격 급락에 근거한 결정으로 보인다.

코발트 가격은 2019년 이후 최저 수준까지 떨어진 상태

다른 금속 채굴의 부산물인 코발트 가격은 콩고와 인도네시아에서의 니켈/구리 생산 급증에 힘입어 2019년 이후 최저 수준까지 떨어진 상태다. 이와 같은 가격 급락에도 코발트 1위 생산기업인 CMOC는 올해 생산을 늘릴 것이라고 공표했고(지난해 55,526 톤→올해 6만 톤), 실제로 1분기 생산량(25,200 톤)이 전년 동기 대비 392% 증가하면서 전세계 코발트 시장의 초과 공급폭이 확대될 것이라는 우려가 있었다.

중국 정부 매입으로 줄어든 코발트 잉여분

이번에 중국 정부가 1만 5000 톤 규모의 코발트를 확보한다면 올해 코발트 잉여분은 2만 톤 안팎(Reuters 추산)으로 줄어든 것으로 보이며, 이는 6월 코발트 가격에 상승 압력으로 작용할 전망이다. 참고로 2023년 전세계 코발트 초과 공급 폭은 약 14,200 톤(BMI 추산)이다.

높아진 중국 전기차 시장 긴장

8월 1일부터 중국 전기차 4배 관세 부과 시작

미국의 중국 전기차에 대한 4배 관세 부과가 8월 1일부터 시작될 예정이다. 이달 초 바이든 대통령은 중국 자동차 제조사들의 덤핑을 방지하기 위해 일부 전기차 수입품 관세를 25%에서 100%로 4배 인상했다. 리튬 이온 배터리와 배터리 부품 관세 또한 기존 7.5%에서 25%로 인상되었고, 기타 핵심 광물 관세는 기존 0%에서 25%로 상향 조정되었다.

다만 이는 실용적이기보다는 상징적인 조치

다만 바이든의 관세 인상은 실용적 이라기보다는 트럼프 전 대통령을 의식한 상징적인 조치에 가깝다. 현재 중국 전기차 제조업체들은 트럼프 행정부가 부과한 기존 관세로 미국으로 수출을 크게 기피하고 있기 때문이다. 실제로 미국에서 판매되는 전기차 중 중국 브랜드 비중은 2%(2023년 기준)에 불과하기 때문에 관세 인상이 중국에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

중국산 전기차 견제에 나서는 유럽과 반격하는 중국

유럽도 중국산 전기차 견제에 나서고 있다. 유럽연합의 규제 기관인 유럽연합 집행위원회는 지난해 9월부터 시작된 중국 자동차 제조업체에 대한 중국의 보조금에 대한 조사를 마친 후 6월 5일 결정을 발표할 예정이다. 이에 중국은 서방 자동차 회사에 타격을 입히는

식으로 반격하고 있다. 대형 엔진(2.5 리터 이상)을 장착한 수입차에 한해 최대 25%(현재 15%) 관세 부과를 추진하는 것이다. 이 경우 유럽 자동차 제조사들은 미국에 비해 중국 시장에 대한 의존도가 높아 보복 조치에 취약하기에 문제시된다. 중국 관세가 인상될 경우 가장 큰 영향을 받을 것으로 예상되는 유럽 자동차 제조업체는 메르세데스 벤츠 그룹과 BMW 등이다.

국제에너지기구, 배터리 광물 부족 위험 경고

IEA는 배터리 광물 부족 위험 경고

국제에너지기구(IEA)는 '2024 글로벌 주요 광물 전망'을 통해 에너지 전환에 필수적인 광물의 가격 급락으로 투자 부족이 야기되고, 그로 인해 미래에 공급 부족 위험이 발생할 수 있다는 점을 지적했다. 이는 금속의 공급 과잉이 지속되지 않을 것이며, 청정 에너지 기술에 대한 광물 수요가 2030년까지 2배 증가할 것으로 예상했기 때문이다.

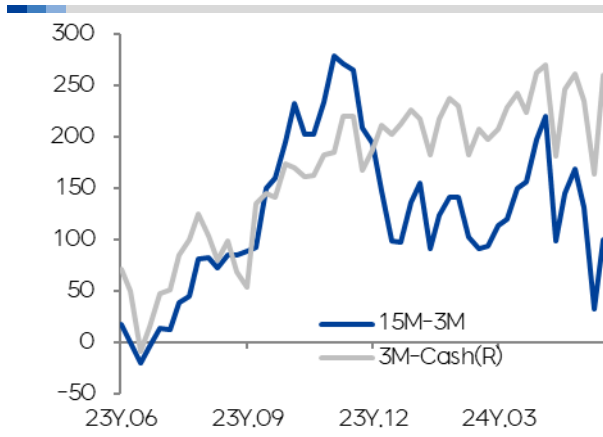
낮은 광물 가격은 투자 위축을 부르는 요인

전기차와 풍력 터빈, 태양광 패널 등 청정 에너지 제품 제조에 사용되는 주요 광물 가격은 과잉 생산으로 인해 코로나 19 이전 수준으로 떨어졌고, 리튬과 코발트 니켈 등 배터리 광물도 하락세를 겪고 있다. 이는 소비자들에게는 희소식이지만 핵심 광물업체들의 투자 위축을 부를 것으로 우려된다. 실제로 2023년에는 관련 광산 프로젝트에 대한 투자가 10% 증가하고, 탐사 프로젝트 비용이 15% 증가해 나름대로 견조한 성장률을 보였지만 이는 2022 년보다 낮은 수준이며, 현재 발표된 프로젝트의 총 생산 능력은 2035년까지 구리 수요의 70%, 리튬 수요의 50%에 불과하다.

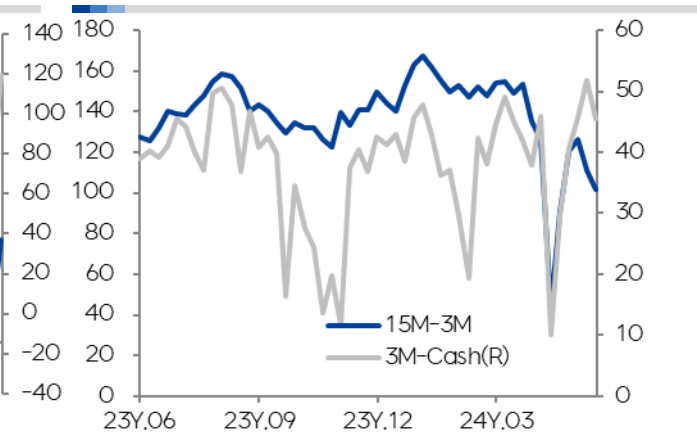
배터리 광물 수급 위험 요인은 공급이 일부 국가에 집중되어 있다는 것

IEA 는 또한 핵심 광물 수급을 둘러싼 위험 요인 가운데 하나로 공급이 일부 국가에 집중되어 있는 점을 꼽았다. 리튬과 니켈, 코발트, 희토류 공급 증가분의 최대 75%가 2030년까지 중국을 비롯한 소수 국가에 의존하게 될 것으로 전망했고, 특히 흑연의 경우 공급 증가 거의 대부분인 95%가 중국의 확대분이 될 것으로 예상했다. 이와 같은 광물 공급의 소수 집중은 공급망을 변동 요인에 더 취약하게 만들어 에너지 전환 속도를 위협하게 될 것으로 보인다.

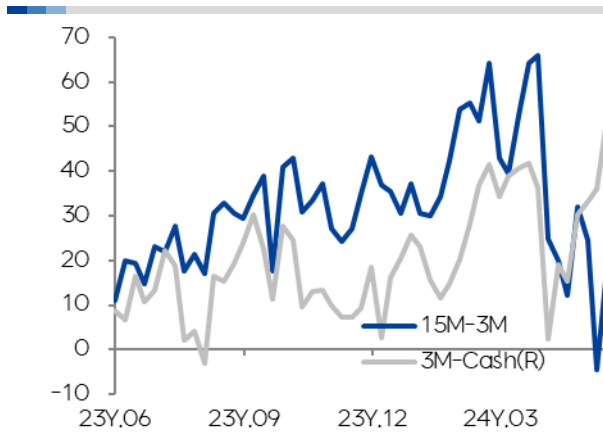
Copper Time Spread



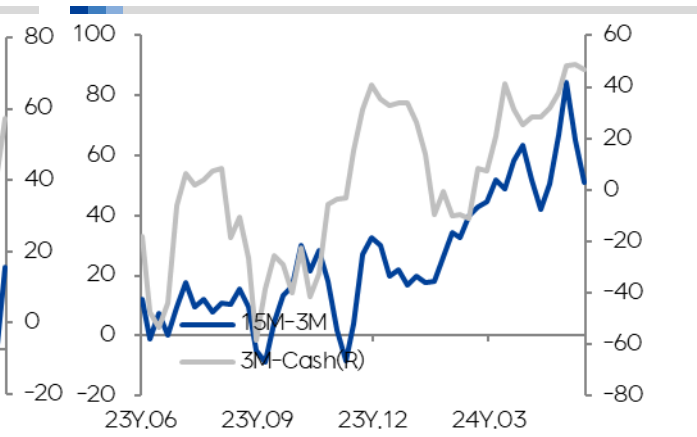
Aluminum Time Spread



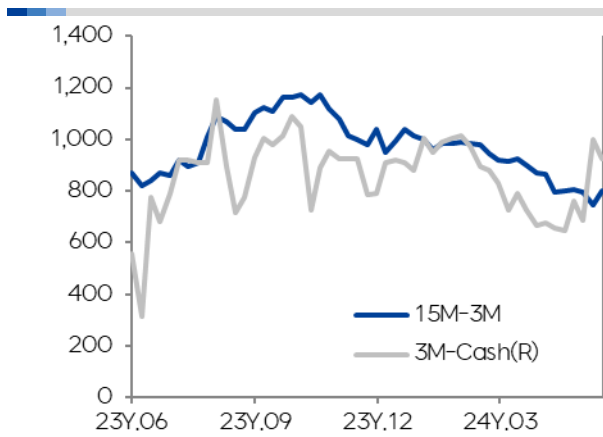
Zinc Time Spread



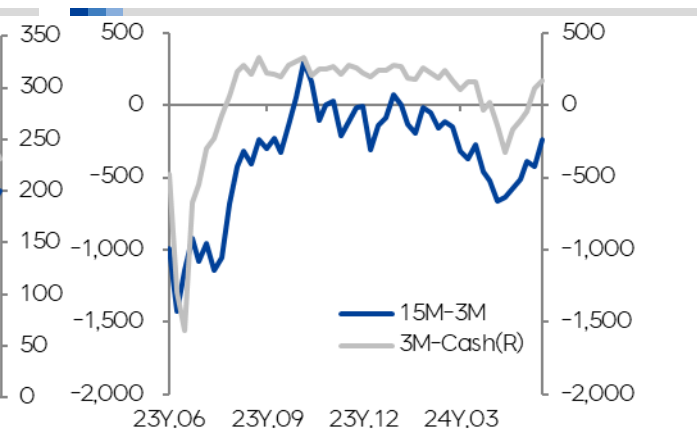
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



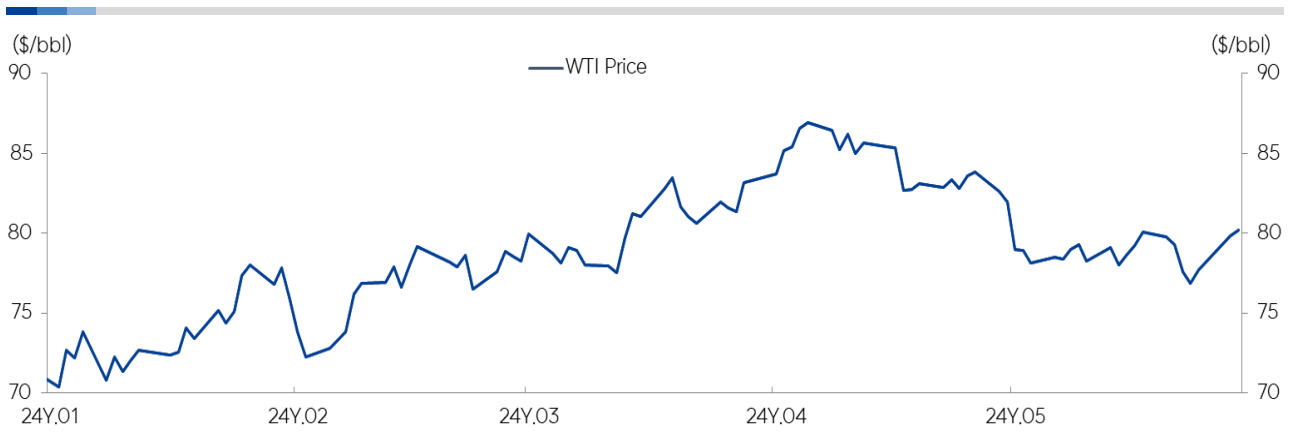
Crude Oil

5월 동향: 휴전 협상 기대와 지정학적 리스크

지지부진한 휴전 협상, 제한된 유가 움직임

WTI(6월)는 월초 이스라엘과 하마스간 휴전 협상 기대가 한때 부각되기도 했으나 중재자인 이집트의 일방적인 중재안 변경으로 협상이 결렬되며 이스라엘의 라파 지역 공습이 재개되면서 지지됐다. 이후 OPEC+ 회의를 앞두고 러시아와 이라크가 증산 가능성을 시사해 유가가 조정받기도 했지만 이후 감산 연장 지지발언을 통해 빠르게 이슈가 수습됐고 미국 재고 감소세가 두드러짐에 따라 유가는 상승 압력을 받았다. 이란 대통령이 헬기 추락으로 사망했지만 사고사인이 판명되고 최고 종교지도자의 빠른 수습으로 추가적인 지정학적 리스크 부각은 제한되었으며 6월28일 대통령 보궐선거를 예고했다. 미국 정부가 사상 처음으로 가솔린 전략비축물량 100만 배럴 방출을 결정해 대선을 앞둔 바이든 정부의 에너지 물가 안정 노력이 돋보였으나 규모가 크지 않아 영향력은 제한적이었다. 연준의 연내 금리 인하 딜레이 가능성이 부각되고 이스라엘과 하마스간의 휴전 협상 재개 보도까지 더해지며 유가는 한때 \$75를 위협했다. 이후 시장은 6월2일 예정된 OPEC+ 회의에서 자발적 추가감산 연장 기대를 높이며 유가가 지지됐다.

차트1. 5월 유가 동향: \$70 후반 전후 제한된 움직임



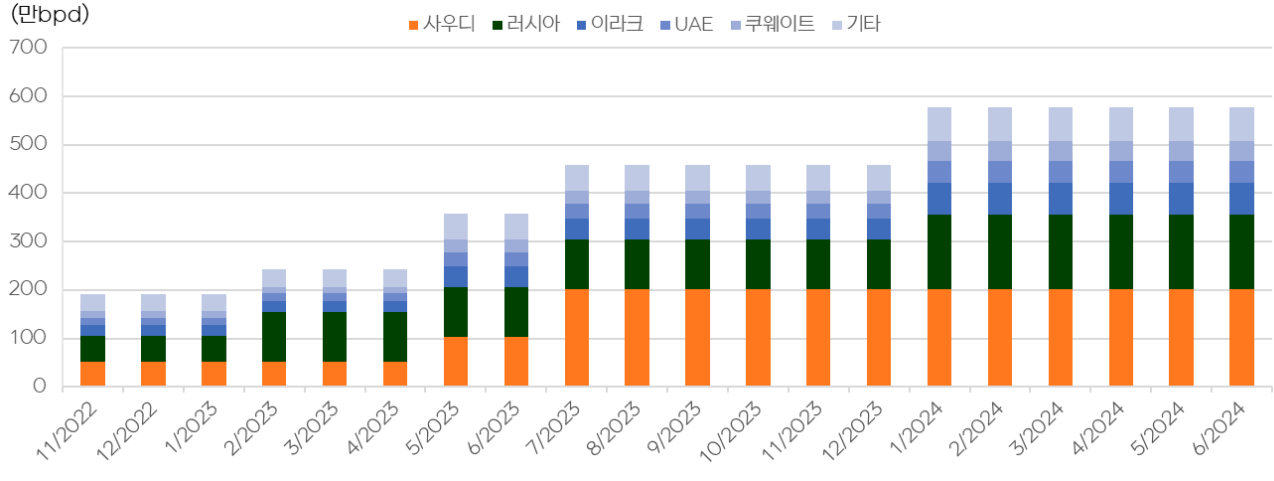
출처: Bloomberg

6월 OPEC+ 회의에 쏠린 시선

주목받는 6월 OPEC+ 회의

OPEC+의 총 감산량은 현재 586만bpd다. OPEC+는 코로나 직후 유가 방어를 위해 역대 최대 규모 감산인 970만bpd에 합의한 이후 매월 40만bpd 수준의 감산 되돌림(증산)을 진행해 오다가 \$90 방어 유지를 위해 2022년 10월부터 감산을 재개했다. 2022년 10월 OPEC+의 200만bpd 만장일치 감산 합의 이후 2023년 4월(JMMC, 166만bpd)과 2023년 11월(OPEC+ 정례회의, 220만bpd) 두 번에 걸친 자발적 추가 감산은 유가 하락을 방어하는데 큰 역할을 해왔다. 시장은 6월2일 열리는 OPEC+ 회의에 주목하고 있다. 금년들어 처음 열리는 OPEC+ 정례 감산 회의인데다, 주요 생산국인 Angola의 탈퇴(2024년 1월), 6월 종료 예정인 220만bpd 자발적 추가 감산 연장 여부가 유가에 상당한 영향력을 줄 수 있기 때문이다. 또한 최근 수요 부진과 연내 금리 인하 기대 감소로 유가가 \$80 위에서 쉽사리 안착하지 못하고 있는 상황에서 열리는 회의인 만큼 시장이 거는 기대도 상당히 크다.

차트2. OPEC+ 감산 스케줄 차트



출처: 삼성선물 정리

차트3. OPEC+ 감산 스케줄표

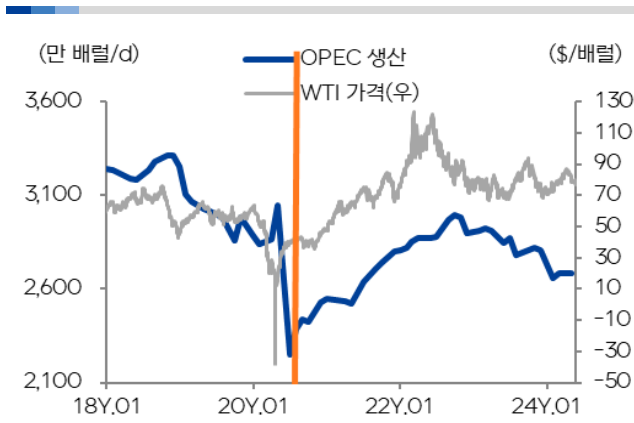
	회차	회의	합의 내용	당시 유가	감산량(만bpd)	목표생산(만bpd)	감산(%)	적용일
6/1/2024	37th	OPEC+						
4/3/2024		JMMC	유지	89.35		3,800		
2/1/2024		JMMC	유지	78.7		3,800		
1/1/2024				양골라 탈퇴				
11/30/2023	36th	OPEC+	신규 감산 합의(자발)	82.83	220	3,800	5.5	1/1/2024
10/4/2023		JMMC	유지	85.81		4,020		
8/4/2023		JMMC	유지	86.24		4,020		
6/4/2023	35th	OPEC+	유지	76.71		4,020		1/1/2024
4/3/2023		JMMC	신규 감산 합의(자발)	84.93	166	4,020	4.0	5/1/2023
2/1/2023		JMMC	유지	82.84		4,186		
12/4/2022	34th	OPEC+	유지	82.68		4,186		
10/5/2022	33rd	OPEC+	신규 감산 합의	93.37	200	4,186	4.6	11/1/2022
9/5/2022	32nd	OPEC+	신규 감산 합의	95.74	10	4,386	0.2	10/1/2022
8/3/2022	31st	OPEC+	감산 완화	96.78	-10	4,396	-0.2	9/1/2022
6/30/2022	30th	OPEC+	감산 완화	114.81	-65	4,386	-1.5	8/1/2022
6/2/2022	29th	OPEC+	감산 완화	117.61	-65	4,321	-1.5	7/1/2022
5/5/2022	28th	OPEC+	감산 완화	110.9	-43	4,256	-1.0	6/1/2022
3/31/2022	27th	OPEC+	감산 완화	107.91	-40	4,213	-1.0	5/1/2022
3/2/2022	26th	OPEC+	감산 완화	112.93	-40	4,170	-1.0	4/1/2022
2/2/2022	25th	OPEC+	감산 완화	89.47	-40	4,130	-1.0	3/1/2022
1/4/2022	24th	OPEC+	감산 완화	80	-40	4,090	-1.0	2/1/2022
12/2/2021	23rd	OPEC+	감산 완화	69.67	-40	4,050	-1.0	1/1/2022
11/4/2021	22nd	OPEC+	감산 완화	80.54	-40	4,010	-1.0	12/1/2021
10/4/2021	21st	OPEC+	감산 완화	81.26	-40	3,970	-1.0	11/1/2021
9/1/2021	20th	OPEC+	감산 완화	71.59	-40	3,930	-1.0	10/1/2021
7/18/2021	19th	OPEC+	감산 완화	68.62	-40	3,890	-1.0	8/1/2021

출처: 삼성선물 정리

220만bpd 자발적 추가 감산의 향방

앞서 언급된 200만bpd 감산과 166만bpd 자발적 추가 감산은 금년 말까지 이미 예정되어 있기 때문에 이번 회의는 가장 최근에 합의한 220만bpd 추가 감산(6월 종료 예정) 연장 여부에 초점이 맞춰져 있다. 애초에 '자발적' 이라는 표현이 나온 이유는 원래 OPEC+ 감산 합의가 만장일치로 이루어지나 제대로 된 합의가 이루어지지 않아 일부 여력이 있는 국가들만 자발적 추가 감산에 참여했기 때문이다. 합의된 220만bpd 자발적 추가 감산 내용을 살펴보면 사우디 총 100만bpd, 러시아 50만bpd(생산과 수출 합쳐서), 이라크 22.3만bpd, UAE 16.3만bpd, 쿠웨이트 1.35만bpd, 카자흐스탄 8.2만bpd, 알제리아 5.1만bpd, 오만 4.2만bpd다. 문제는 만장일치 합의가 이루어지더라도 법적으로 제재 근거가 없는데, 자발적인 추가 감산을 원활하게 이행하지 않는다고 해도 딱히 압박 할 도구가 부재하다는 점이다. 또한 한 국가가 단독으로 자발적 추가 감산을 종료한다고 하더라도 정치적인 압박은 줄지언정 막을 방법도 없다. 이렇다 보니 시장도 감산 연장 가능성을 높게 보고 있지만 여전히 안심하지 못하는 이유기도 하다. 이번 회의를 앞두고 OPEC+의 불안 요소들은 계속해서 OPEC의 결속력을 흔들고 있다.

차트4. OPEC+ 감산과 유가 흐름



출처: Bloomberg, 삼성선물

차트5. 낮아지는 OPEC의 생산 비중



출처: OPEC

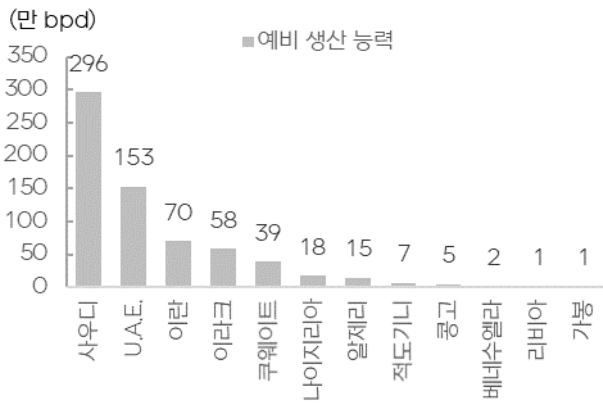
OPEC도 알고 있는 감산 종료에 대한 우려

OPEC+의 감산이 분명 유가 지지에 도움을 주는 요소인 점은 부정하기 어렵다. 하지만 문제는 감산을 지속하면 할수록 OPEC의 시장 점유율이 줄어든다는 것이다. 그들이 감산을 종료하는 순간, 그리고 증산을 하는 기점부터 유가는 강한 하방 압력에 노출되기 때문에 OPEC 입장에서 강한 유가 상승 모멘텀이 확인되지 않는 한 설부르게 대규모 감산 완화는 쉽지 않다. 특히 지금처럼 수요가 뚜렷하게 확인되지 않고 연준의 인하 기대도 낮아진 시점에서는 더욱 감산을 되돌리기 어렵다. 일종의 자충수인 셈이다.

남 좋은일 시키는 OPEC?

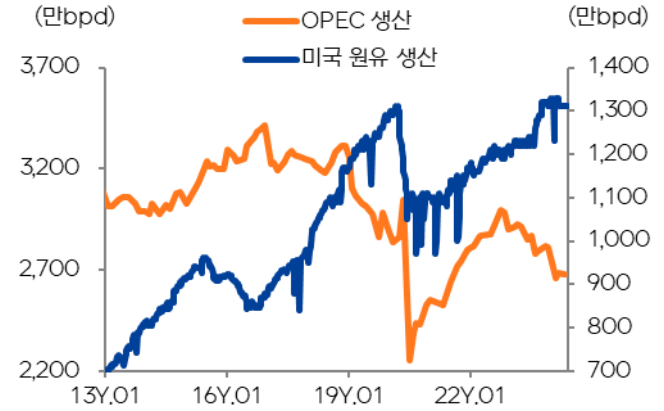
사우디의 잉여 생산능력은 약 300만bpd, UAE는 150만bpd 가량이다. 그리고 나머지 주요 생산국인 이란, 이라크, 쿠웨이트 세 곳의 합이 150만bpd이다. 물론 잉여 생산 능력이 전부 증산으로 이루어지기는 어려우나 데이터만 보면 약 600만bpd 생산능력이 감산 유지를 위해 쉬고 있는 중이다. 하지만 이들의 노력에도 유가의 상승 모멘텀은 제한되었고 비OPEC의 배만 불러주고 있는 모양새다.

차트6. OPEC의 예비 생산 능력



출처: OPEC, 삼성선물

차트7. OPEC에게는 너무 거슬리는 미국의 증산

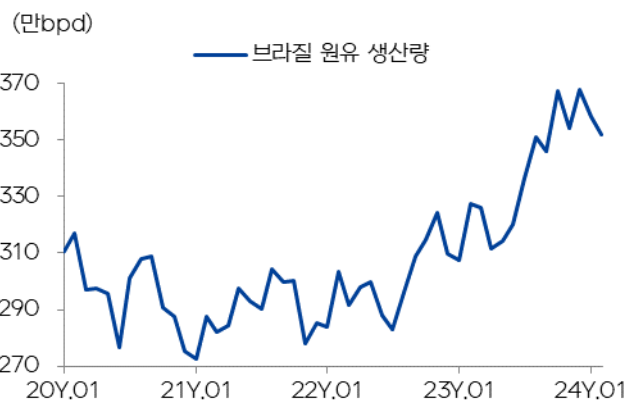


출처: OPEC, 삼성선물

비OPEC 국가들의 빠른 증산

OPEC이 본격적으로 감산을 시작한 2020년부터 작년까지 가장 많은 증산을 한 국가는 미국이다. 미국은 퍼미안 지역을 중심으로 미완공 유정들의 빠른 완공 유정 전환을 통해 약300만bpd 증산을 이뤄냈고 12월 생산량은 1,330만bpd로 역대 최대치를 기록했다. 그 뒤를 이은 국가가 브라질(+80만bpd)과 신에 가이아나(+60만bpd)다. 브라질은 심해 유전 개발에 집중하며 최근 원유 생산량이 350만bpd 수준으로 작년 대비 20%가량 높은 수준을 유지하고 있다. 브라질은 2029년까지 하루 540만bpd 생산을 목표(세계 4위 산유국)로 2026년까지 약 \$60억 규모의 원유 생산 관련 투자를 준비 중이며 올해 생산 목표량도 초과 달성할 전망이다. **참고로 심해 유전의 원유 생산 비용은 배럴당 \$35 수준**이다. 또한 신에로 떠오른 가이아나의 증산 속도는 신규 생산국인 점을 감안했을 때 투자나 생산성 측면에서 매우 가파르게 증가 중이다. **매년 20만bpd 수준의 꾸준한 증산**을 보인다. 지금까지 발견된 수익성이 검증된 유정 capa만해도 130만bpd 수준이며 지금도 Exxon Mobile과 Chevron 등 주요 메이저 석유업체들의 막대한 자금 투입으로 생산성있는 유정들이 활발하게 개발 중에 있다. 이들 비OPEC국가들의 꾸준한 증산은 OPEC의 감산 의지를 크게 훼손하고 있다.

차트8. 작년부턴 급증한 브라질 원유 생산량



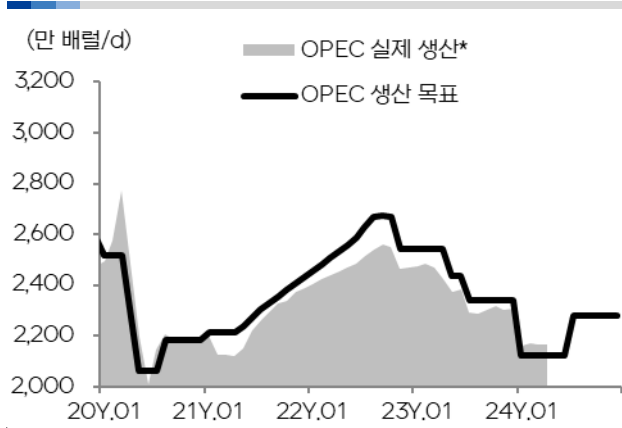
출처: Bloomberg

차트9. 빠르게 주요 생산국으로 떠오른 가이아나



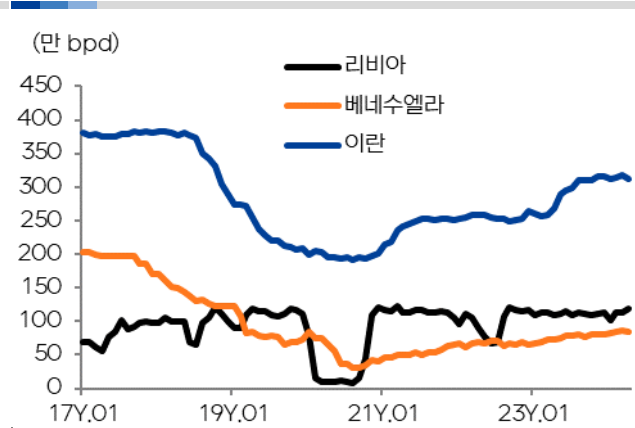
출처: BNEF

차트10. OPEC 생산 목표와 실제 생산



출처: 삼성선물 *면제국(리비아, 베네수엘라, 이란) 생산량 제외

차트11. OPEC 면제국들의 증산

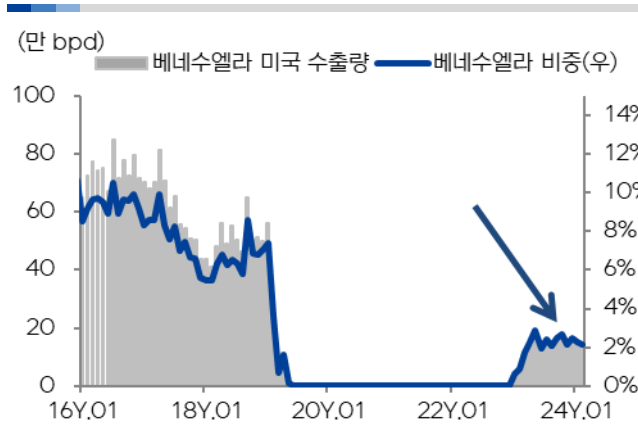


출처: OPEC, 삼성선물

면제국들이라는 변수

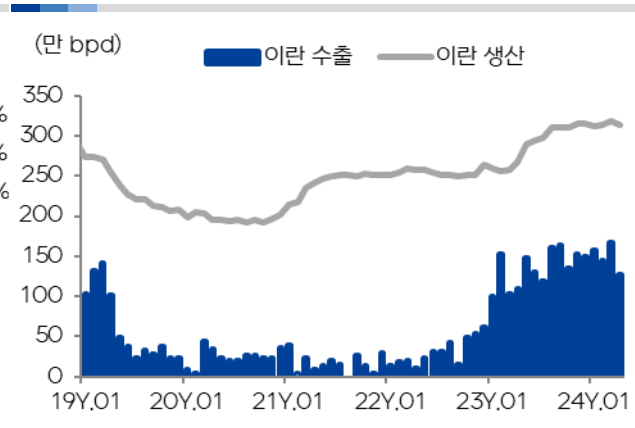
또다른 이슈는 **면제국들의 활발한 증산**이다. 현재 OPEC+의 면제국들은 이란, 베네수엘라, 그리고 리비아다. **이들이 OPEC+내에서 면제국으로 지정된 이유는 부득이하게 미국의 제재로 이미 비자발적으로 대규모 감산을 하고 있거나(이란, 베네수엘라) 아니면 치안 불안으로 일년에 수십 차례 이상 하루 100만 배럴 가량의 공급 차질이 발생해 자체적으로 생산 목표나 감산 목표를 잡기 어렵기 때문(리비아)이다. 다른 OPEC+국가들이 열심히 감산을 하고 있는 동안, 이들은 열심히 증산을 해왔다.** 이란은 미국과 스물딜 합의를 통해 생산량을 지난 4년간 100만bpd나 끌어올렸고, 베네수엘라도 미국의 수출입 제재 완화로 약 50만bpd 가량의 증산에 성공했다. 빈번한 공급 차질 이슈가 발생하는 리비아는 논외로 놓더라도, **이란과 베네수엘라 두 국가가 OPEC+ 감산 기간 동안 증산한 규모는 150만bpd에 달한다. 이는 현재 진행 중인 OPEC+의 총 감산 586만bpd의 25%나 된다.** 눈에 보이지도 않고 크게 언급되지는 않지만 다른 감산국가들이 크게 불만을 갖고 있는 부분이다.

차트12. 미국의 도움으로 살아난 베네수엘라



출처: 삼성선물

차트13. 미국과의 스물딜로 숨통 트인 이란

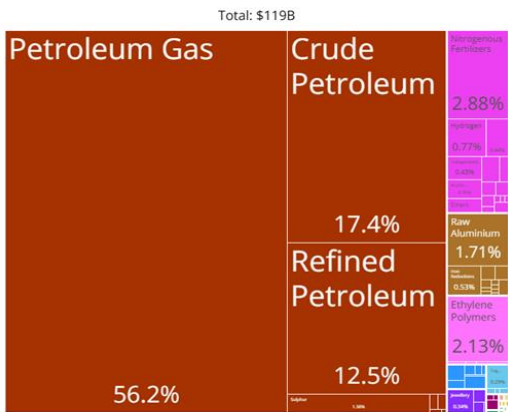


출처: 삼성선물

OPEC을 탈퇴한 국가들은
나름 잘살고 있다

카타르(원유 생산량 55만bpd)는 2019년 1월에 OPEC을 탈퇴했다. 카타르는 애초에 원유가 수출의 메인 품목이 아니다. 전체 수출 비중의 17%에 불과하다. 전체 수출에서 60%를 차지하는 천연가스 가격 급등으로 경제 상황도 크게 개선됐다. 그리고 **한중일 아시아들과의 천연가스 장기계약으로 안정적인 수입이 보장**되어 있다. **에콰도르(원유 생산량 50만bpd)는 2020년 1월에 OPEC을 탈퇴**했다. 재정난이 지속됨에 따라 OPEC의 규제를 벗어나기 위해 탈퇴했다. 에콰도르는 과거에도 증산을 이유로 1992년 탈퇴했다가 2007년 한차례 복귀한 선례가 있다. 원유 생산량도 50만bpd 수준으로 존재감이 크게 없었고 전체 원유 수출에서 차지하는 비중이 30% 수준에 불과했기 때문에 시장에 큰 영향을 주지 못했다. 다만 **탈퇴한 에콰도르에게 OPEC 차원에서의 불이익이 없었고 탈퇴 이후 원유 생산량도 늘었고 경제 성장률도 꾸준히 개선**됐다.

차트14. 압도적인 카타르의 가스 수출 비중



출처: EIC

2022년 카타르 품목별 수출 비중

차트15. 앙골라 원유 생산량



출처: OPEC

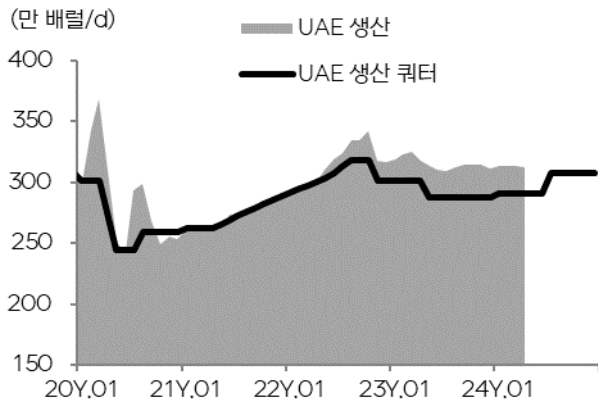
아프리카 2위 생산국인
앙골라의 탈퇴

앙골라는 OPEC+를 금년 1월부터 공식 탈퇴했다. 아프리카 대륙에서 두번째로 많은 원유를 생산(120만bpd 수준)하는 국가(1위 나이지리아, 3위 알제리, 4위 리비아)다. 앙골라 에너지 장관은 “그 조직(OPEC)에 남아 있어도 아무것도 얻지 못하기 때문에 자국의 이익을 위해 결정했다”며 OPEC 탈퇴를 선언했다. 작년 6월 열린 OPEC+ 대면 회의에서, 맹주국인 사우디와 아프리카 국가들(앙골라, 나이지리아)간의 생산 목표 이견차로 앙골라 대표가 고성을 지르며 회의장을 이탈하면서 OPEC 내 불신과 감산 의지 하락에 대한 우려가 커졌던 바 있다. **앙골라의 탈퇴는 시장에 상당한 충격을 안겨줬다. 앞의 두 국가와는 달리 원유 수출 의존도가 70% 이상으로 매우 높은 아프리카 주요 산유국이 탈퇴**를 한 것이다.

실보다 득이 많은 탈퇴?

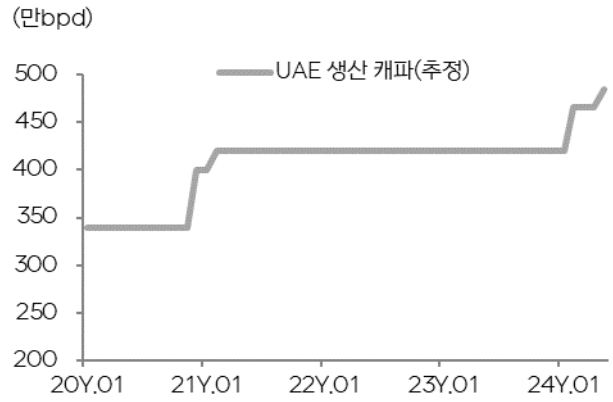
이들 국가들은 탈퇴 이후에도 큰 어려움 없이 오히려 간접적인 감산 효과를 누리며 자율적으로 눈치보지 않고 생산을 관리하며 자국 이익에 최선을 다하고 있다. 특히 에콰도르나 앙골라는 탈퇴 이후에도 딱히 제재를 받지 않았고 탈퇴 이후 자유로운 증산을 통한 수익 극대화를 꾀하는 이들 국가들을 보면서 감산을 위해 노력하던 OPEC+ 국가들은 많은 생각이 들것이다.

차트16. UAE 생산과 생산쿼터



출처: 삼성선물

차트17. UAE의 생산 캐파 추정치



출처: 삼성선물

계륵 같은 UAE의 존재

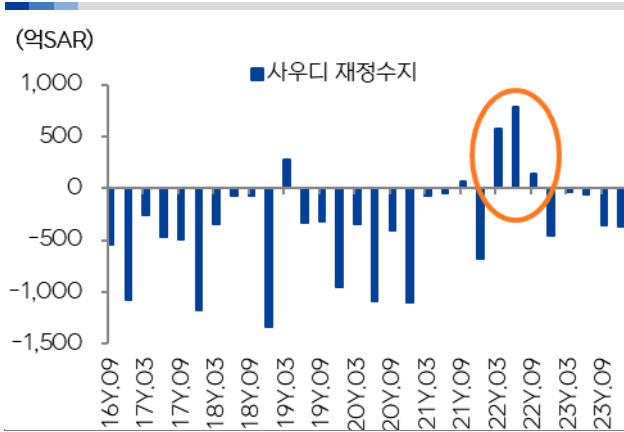
UAE는 OPEC+내 모든 국가들 중 유일하게 금년 1월부터 감산의 기준이 되는 Base Production을 20만bpd 증산했다. 모든 국가들이 허리띠를 조여 감산과 '자발적' 추가 감산을 통해 586만bpd를 감산하고 있는 이 시점에서 UAE은 곳곳하게 자신만의 페이스대로 협상을 주도해왔다. 이것이 가능했던 이유는 유가에 목을 매야하는 OPEC의 대부분 국가들이 수출에서 원유가 차지하는 비중이 평균 80%가 넘는데 반해 일찌감치 1970년부터 경제 다변화를 시작한 UAE의 수출 비중에서 원유가 차지하는 비중이 25%에 불과하기 때문이다. 그럼에도 UAE는 OPEC내 3위 생산국이기까지 하다. 이렇다보니 제대로된 협상 자체가 불가하다. UAE는 코로나 외중에도 꾸준히 원유 생산 시설에 투자해왔고 그 결과 코로나 직후 역대 최대 규모의 감산을 진행할 당시보다 생산 캐파가 현재 약 150만bpd 이상 증가했다고 주장했다. 감산은 참여하겠지만 열심히는 안할 것이고 캐파를 늘리겠다는 UAE의 으름장에도 다른 국가들은 강하게 반박할 수 없는 상황이다. 그래도 주요 생산국인 UAE가 표면적으로라도 감산에 참여하고 있는 것이 감산을 통한 유가 지지에 유리하기 때문이다. 이런 UAE가 굳이 월초 원유 생산 캐파를 기존 465만bpd에서 485만bpd로 늘리고 2027년 예정된 500만bpd 캐파 달성 목표를 2026년으로 앞당기는 등 6월 중요 회의를 앞두고 계속해서 다른 국가들을 자극하고 있다. 하지만 최근까지의 거침없는 행보들을 감안했을 때 회의를 앞둔 전략적 행보이기보다는 장기적인 관점에서 이득이 되는 실제 증산쪽에 더욱 무게가 실린듯하다. UAE 국영기업인 ADNOC은 향후 증산 목표 달성을 위해 \$1,500억 규모의 대규모 지출 스케줄을 발표하기도 했다.

사우디, 뚜렷한 묘수의 부재

그동안 감산을 주도해왔던 사우디도 과거와 같은 막강한 리더쉽을 발휘할 수 있는 역량이 현재는 부족한 상황이다. 최근까지 사우디 정부는 재정적자 지속으로 경제적 어려움을 겪어왔다. 작년 기준 사우디의 재정균형유가(Fiscal Breakeven oil price)는 \$93 수준이었고 금년도 \$90 후반대를 예상(IMF)하고 있다. 다만 기타 지출 등을 감안하면 실제 재정 흑자 유지를 위해서는 최소 \$100 이상은 되어야 가능하다. 그동안 사우디는 OPEC+내에서 감산을 주도하며 가격을 지지해왔다. 다른 나라들보다 평균 100만bpd 이상의 추가 감산을 통해 전체 생산 캐파의 80% 수준까지 생산량을 낮춰 유지 중이다. 그 과정에서 수출과 원유 관련 수입 감소는 불가피하다. 감산 노력만큼의 성과(가격 상승)가

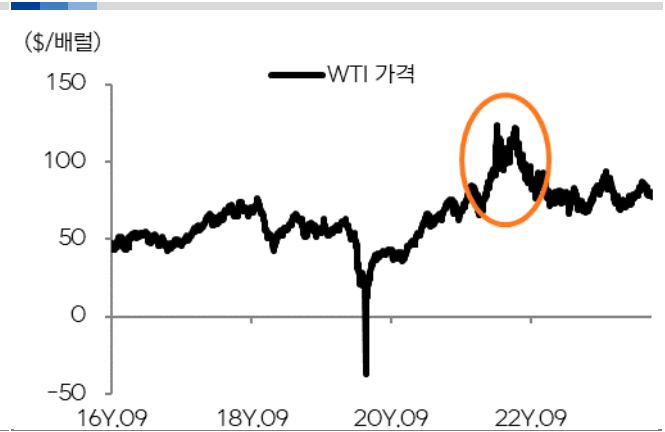
없다면 혼자 노력하기보다는 하락 압력을 최소화하기 위해 점진적 감산 완화 전략을 택할 가능성도 배제하기 어렵다. \$100이 넘었던 2022년을 제외하고는 23년부터 GDP대비 2% 전후 재정 적자를 기록, 지금 추세라면 2030년까지 최소 2%대의 재정 적자가 이어질 전망이다.

차트18. 사우디 재정 흑자 시기



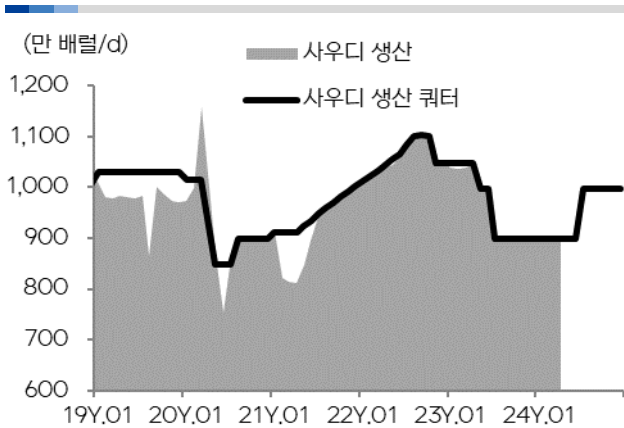
출처: Bloomberg, 삼성선물

차트19. 유가 \$100 상회 당시를 제외하면 전무한 수준



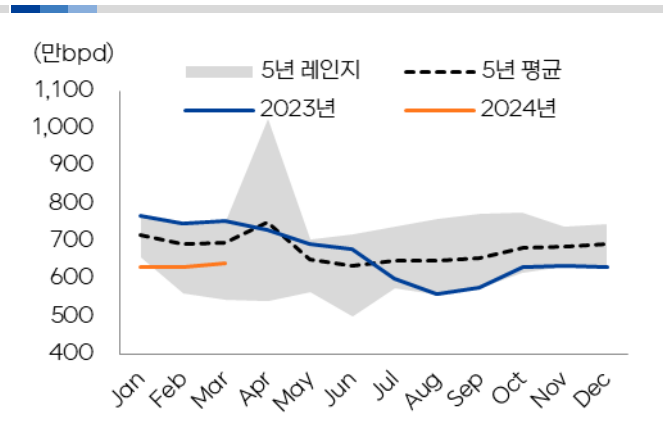
출처: Bloomberg, 삼성선물

차트20. 사우디 생산과 생산 쿼터



출처: OPEC, 삼성선물

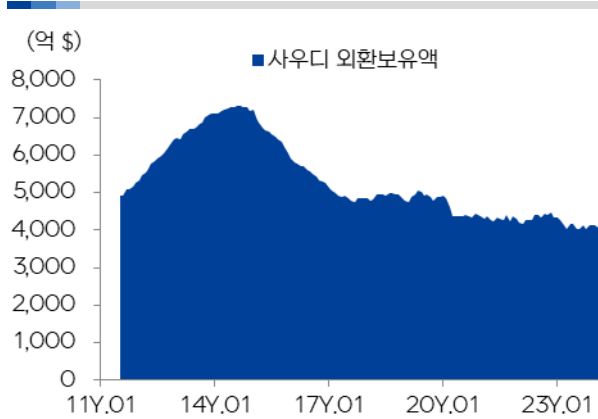
차트21. 사우디 원유 수출 감소



출처: JODI, 삼성선물

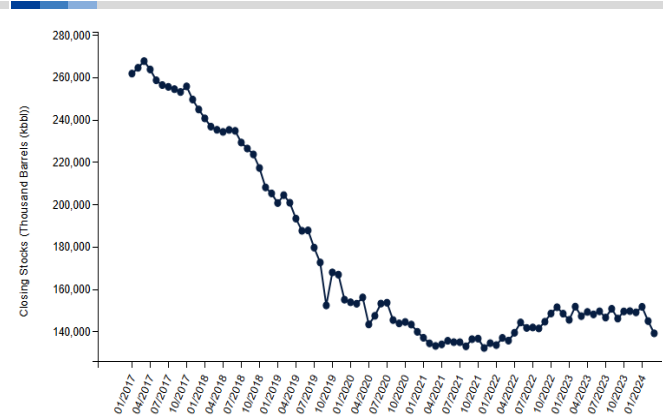
다만 아직 외환 보유액의 급격한 소진이 없고 원유 재고도 코로나 당시보다 여전히 높은 수준이며, 아랍코 지분 추가 성장을 계획 중인 점 등을 미루어 봤을 때, 사우디가 감산 유지 가능성을 여전히 높이는 요인으로 작용할 것이다. 지분 매각은 총 \$100억~200억 규모로 6월 초부터 사우디 리야드 증시에서 점진적으로 이루어질 예정이며 우호적인 매각 가격을 위해서라도 사우디가 굳이 감산을 풀어 유가에 하방 압력을 가중시킬 가능성은 높지 않다고 판단된다.

차트22. 사우디 외환보유액 급감 보이지 않아



출처: IMF

차트23. 사우디 원유 재고, 코로나 직후보다 여전히 높은 수준

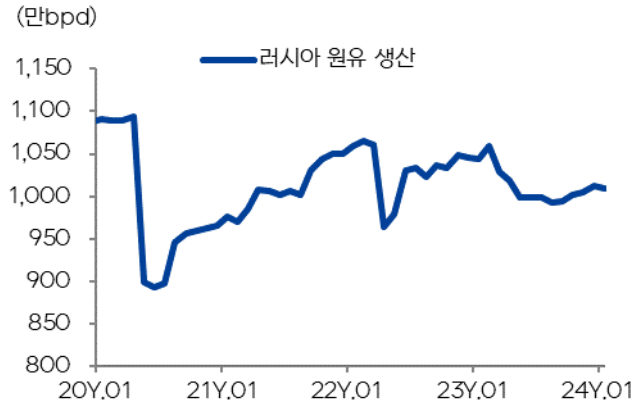


출처: 사우디 정부

여전히 물음표인 러시아

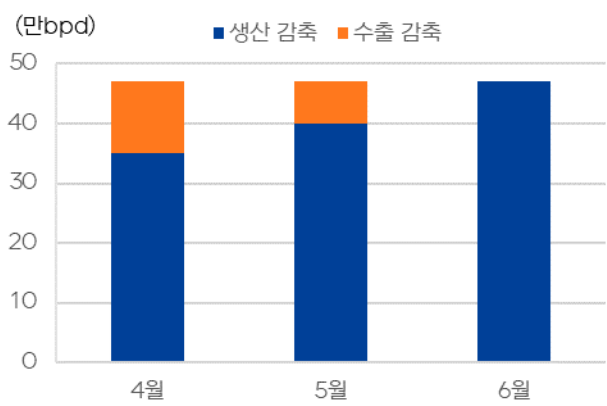
OPEC+내 또 다른 맹주국인 러시아의 정확한 생산량은 러시아 외에는 아무도 모른다. 러시아는 우크라이나 전쟁이 시작된 이후부터 전략상의 이유로 정식 생산 데이터를 공개하지 않았다. 그리고 약 70만bpd에 달하는 컨덴세이트 생산은 역대급 감산을 단행했던 2020년 당시부터 아예 비공식 생산데이터에서 제외된 상태다. 지난번 OPEC+ 정례회의 때도 러시아의 불명확한 생산 데이터에 대해 사우디가 강하게 비난했던 바 있다. 한발 더 나아가 러시아는 OPEC+ 내에서 유일하게 자발적 추가 감산을 생산과 수출로 함께 책정하고 있다. 4월에는 35만bpd 생산 감축과 12.1만bpd 수출 감축, 5월은 40만bpd 생산 감축과 7.1만bpd 수출 감축, 6월은 47.1만bpd 생산 감축을 약속한 바 있다. 들쭉날쭉하는 부정확한 데이터에 감산 기준도 가변적으로 변경되는 터라 OPEC+내 다른 어떤 국가도 러시아가 얼마나 제대로 감산을 이행하고 있는지 알 방도가 없다. OPEC+국들 입장에서는 이런 러시아라도 OPEC+내에서 비 OPEC 맹주국으로써 나름의 공조를 보여주는 편이 유가 하단을 지지하는데 유리하다. 6월 OPEC+ 회의를 앞두고 러시아는 4월 과잉 생산에 대한 보상을 진행할 것이라며 결속력을 다지는 모습이다. 러시아 에너지부는 “약간의” 과잉 생산은 대규모 감산 과정에서의 기술적 문제라며 러시아는 여전히 OPEC+의 자발적 추가 감산에 적극 협조하고 있다고 강조했다. 하지만 수주전 러시아 노박 부총리가 필요하다면 OPEC+의 증산도 고려 중이라는 발언을 한 바가 있는 만큼 시장에 러시아의 적극적인 감산 지지 가능성에 대한 의구심은 여전히 남아있다.

차트24. 러시아 원유 생산 추정치



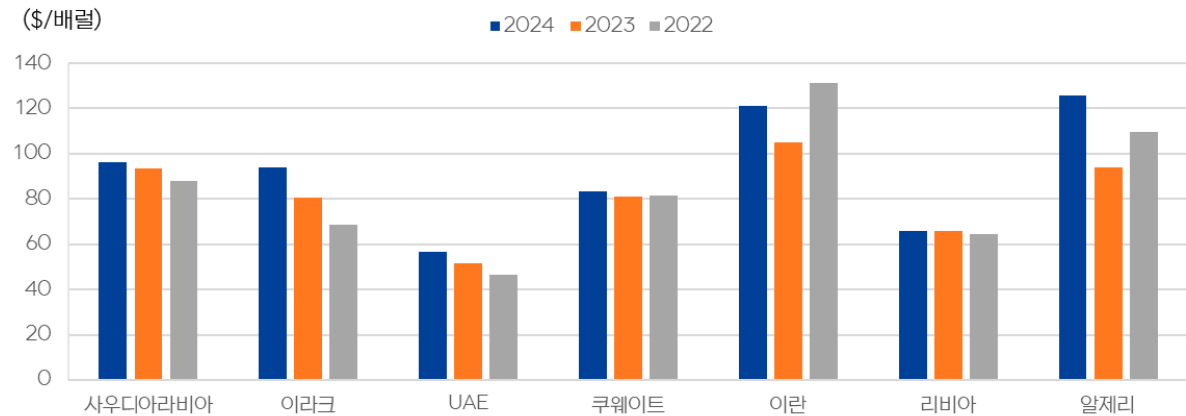
출처: DOE

차트25. 러시아 생산과 수출 감축 스케줄



출처: 삼성선물 정리

차트26. IMF 추정 주요 중동 생산국들의 재정균형 유가



출처: *새시라스

IMF

삼성선물

결론: 3분기 혹은 연말까지의 자발적 추가 감산 연장

6월 유가, 완만한 지지력 유지할 것

OPEC+ 국가들에게 있어서 감산은, 감산을 하지 않았을 때의 예상가격 대비 감산 비중과 비슷하거나 혹은 그 이상의 효과가 기대될 때 완만하게 합의가 이루어진다. OPEC+ 감산의 결속력은 감산을 하고 있음에도 수요가 감소해 유가가 조정받을때, 가장 흔들린다. 더욱이 주요 생산국들 대부분의 재정균형유가(Fiscal Break Even Price)인 \$90 이상이 되지 않는 상황에서, 미국을 비롯한 비OPEC+ 국가들의 앞미운 증산과 면제국들의 증산을 마냥 보고만 있는 것이 쉽지만은 않을 것이다. 다만 문제는 OPEC+가 현재 그나마 수요 둔화에 따른 유가 하방 압력을 가까스로 막고있는 감산을 풀었을 때 따라올 후폭풍이 더 두렵다는 점이다. 이들의 원유 의존도가 너무 높다. 과거 수차례 치킨게임으로 가장 피해를 본 국가들은 원유 의존도가 80%대로 높았던 중동국가들이다. 참고로 2022년 기준 러시아 수출 의존도는 25%(코로나 이전 30%), 미국은 6%에 불과하다. 그렇기 때문에, 대부분의 OPEC+ 국가들은 울며 겨자먹기로 현수준을 유지하는 것 외에는 뚜렷한 방법이 보이지

않을 것이다. 또한 최근 갑자기 6월 OPEC+ 정례회의가 대면 회의가 아닌 온라인 컨퍼런스콜로 전환된 점을 감안했을 때 시장을 놀래킬 만한 새로운 의사결정이 이루어질 가능성은 높지 않다. 6월 OPEC+ 회의에서 220만bpd 자발적 추가 감산을 3분기까지 혹은 더 나아가서 연말까지 연장하는 선에서 합의될 가능성이 높다고 판단된다. 6월 유가는 하단 지지력 유지하며 완만한 상승세를 이어갈 전망이다.

Natural Gas

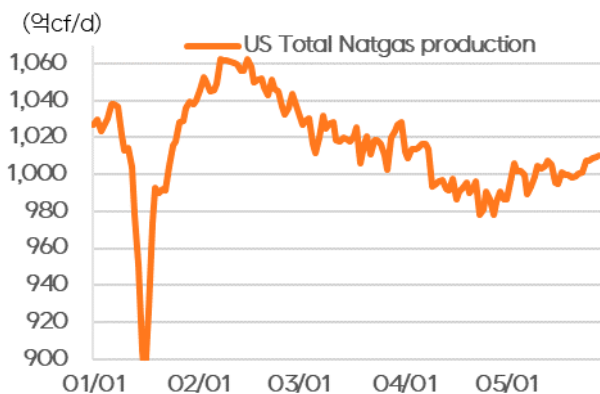
한때 \$3/MMBtu 돌파 시도

천연가스(7월)는 주초 여름철 냉방 수요 개선 기대와 LNG 수출량 수요 증가, 미국내 생산 감소 영향 등에 힘입어 \$2 초반에서 \$3 초반까지 강한 상승세를 이어갔으나, Golden Pass 건설사 한곳 파산 보호 신청, \$3 부근 강한 기술적 저항과 차익 실현 물량 출회, 미국 전역에 발생한 대형 토네이도로 인한 대규모 정전으로 단기 전력 수요가 감소함에 따라 \$2 후반까지 조정받는 흐름을 보였다.

미국 생산과 LNG Inflow 동반 상승

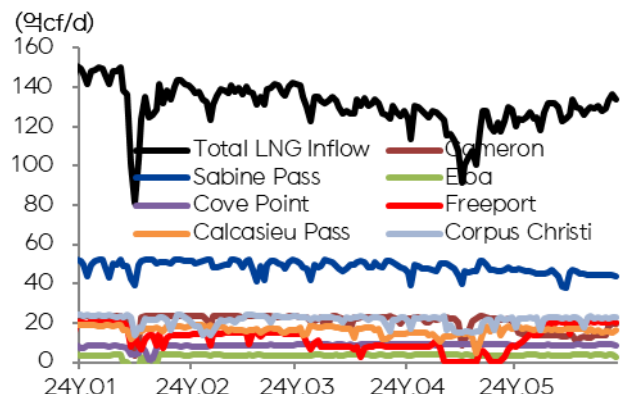
미국 천연가스 생산이 최근 천연가스 가격 상승에 힘입어 다시 가까스로 1,000억cf를 회복해 1,010억cf/d(28일 기준)를 기록했다. 금년 2월 역대 최고치를 기록한 것과 비교하면 여전히 5% 가량 생산량이 낮은 수준이나 감축을 주도해온 EQT를 비롯한 주요 생산업체들이 증산을 재개하면서 생산량이 빠르게 회복 중이다. LNG 수출 물량이 견조한 수요를 유지하며 Inflow가 계속해서 증가하는 모습을 보인 점은 천연가스 수요 기대를 높이는 요인으로 작용했다. 항상 말썸이던 Freeport LNG 수출량이 약속대로 5월 중 3기 풀가동을 시작했고 이후에도 수주간 3기 가동을 유지하고 있는 점은 매우 긍정적이다.

차트27. 미국 천연가스 생산, 가격에 반응해 반등 시도



출처: Bloomberg

차트28. LNG 수출 관련 수요 또한 함께 개선



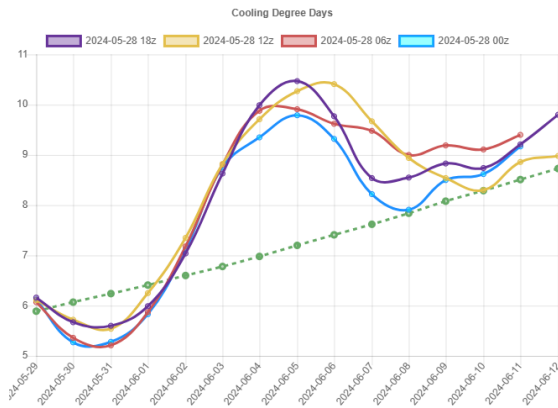
출처: Bloomberg, 삼성선물

6월 냉방 수요에 대한 기대

5월 10일 전후로 냉방수요(HDDs)가 난방수요(CDDs)를 이미 앞질렀고, 현재 난방 수요는 거의 전무하지만 냉방 수요는 빠르게 증가하며 천연가스 가격에 대한 영향력을 높이는 중이다. 일반적으로 겨울철 난방 수요는 1월이 피크(30HDDs 전후)를 보이고 냉방 수요는 7월이 피크(14CDDs 전후)다. 겨울철 천연가스 수요가 2배 이상 높기 때문에 여름철 날씨 예보 변화에 따른 천연가스 가격 민감성이 상대적으로 낮은 편이다. 하지만 지구 온난화로 인한 온도 상승으로 예년보다 더운 여름이 예상됨에 따라 수요 전망치가 꾸준히 상향 조정되고 있고 아직 본격적인 여름이 시작되지 않았음에도 적도 인근 국가들에서 발생하는

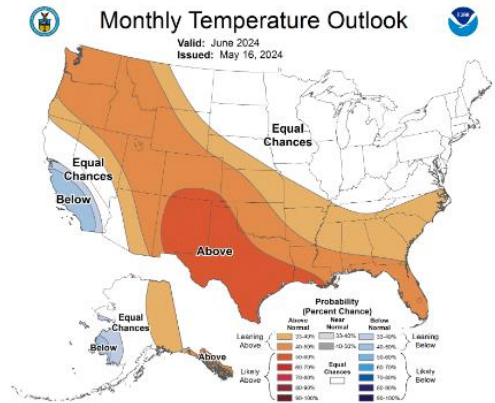
극심한 무더위가 향후 천연가스 수요 기대를 더욱 자극하고 있다. 6월 미국 날씨도 천연가스 냉방 수요 대비 소비 비중이 높은 남부 지역을 중심으로 예년보다 높은 온도 기록이 예상된다. 최근 남부 지역을 중심으로 발생한 대규모 정전 사태에 따른 단기 수요 감소와 미국내 예년보다 20% 가량 높은 재고에도 불구하고, 제한된 생산과 대내외 수요 개선 기대로 천연가스 가격의 상승 압력이 여전히 우세할 전망이다.

차트29. 냉방 관련 수요 증가세 유지



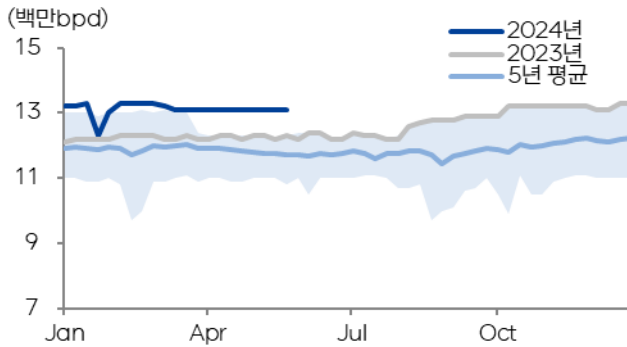
출처: Trueweather

차트30. 6월 미국 날씨 예보

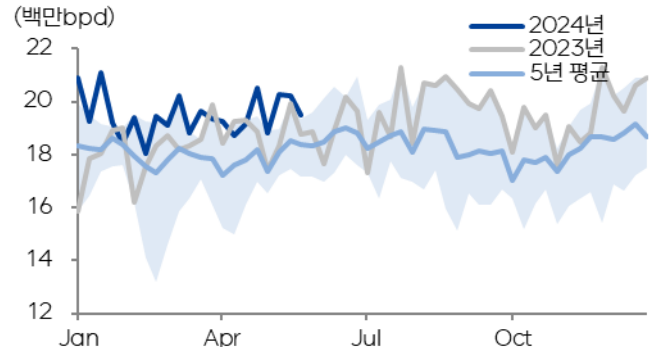


출처: NOAA

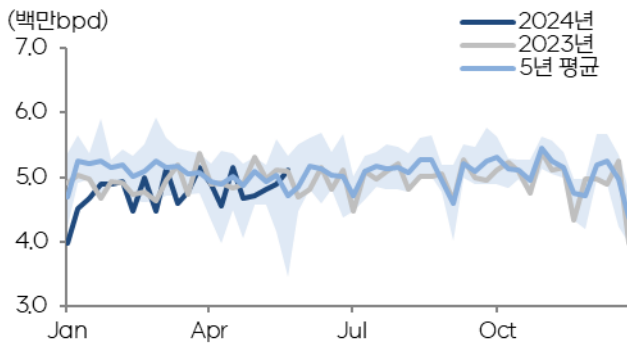
미국 원유 생산 (5년 Range)



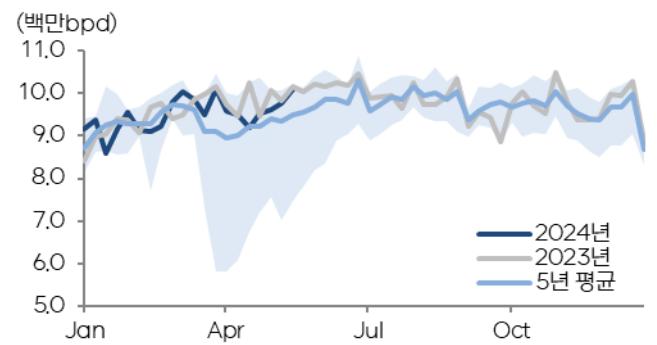
미국 원유 수요 (5년 Range)



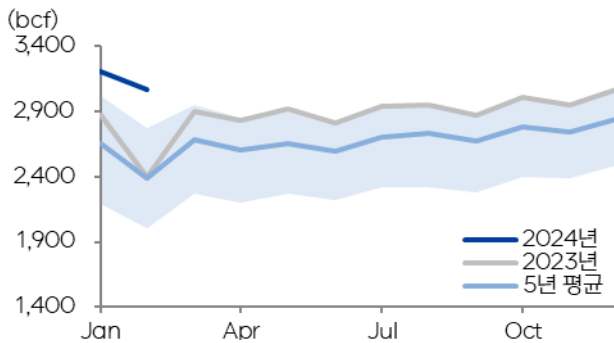
미국 정제유 수요 (5년 Range)



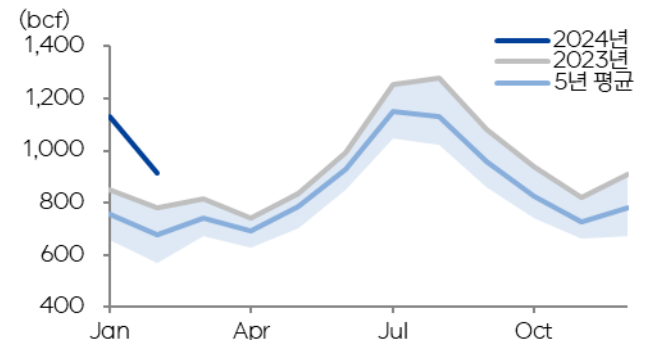
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



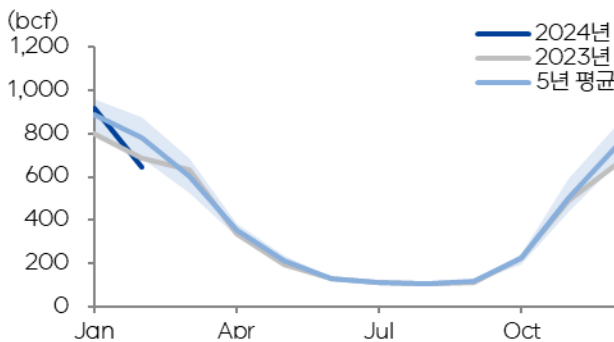
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



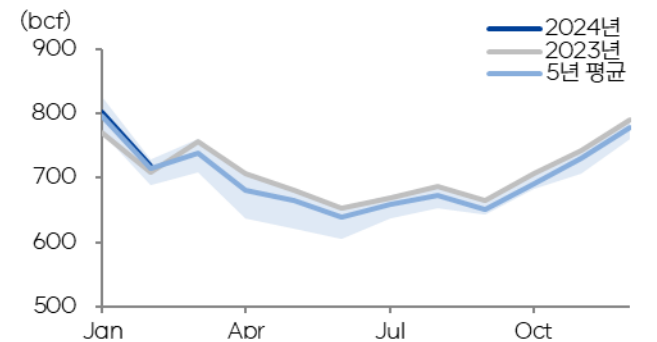
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)

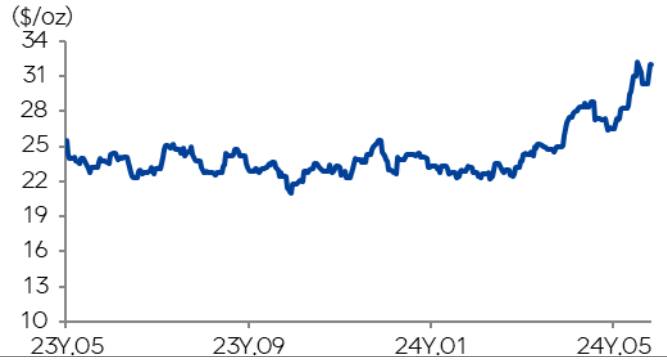


기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

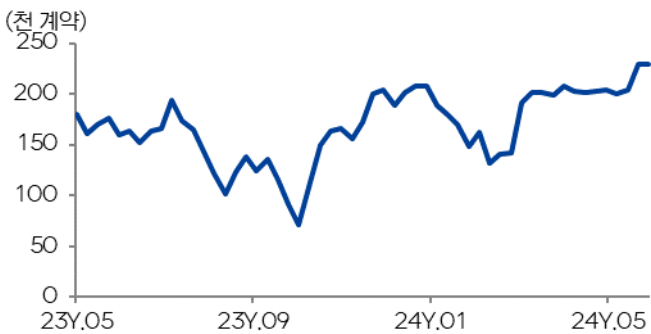
금 가격 추이



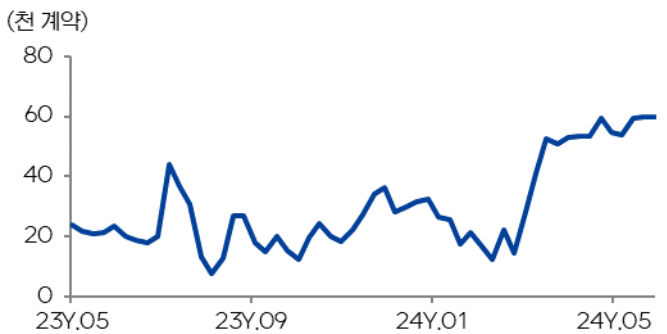
은 가격 추이



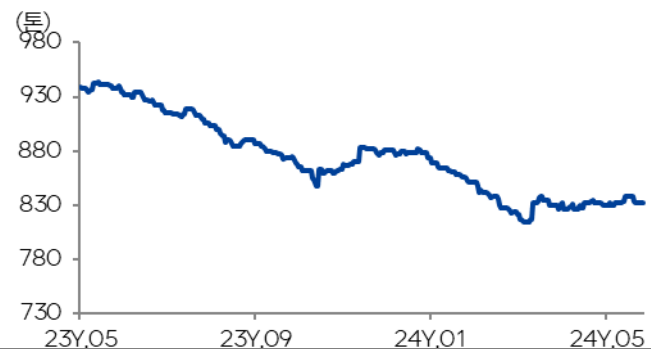
금 비상업적 순매수 포지션



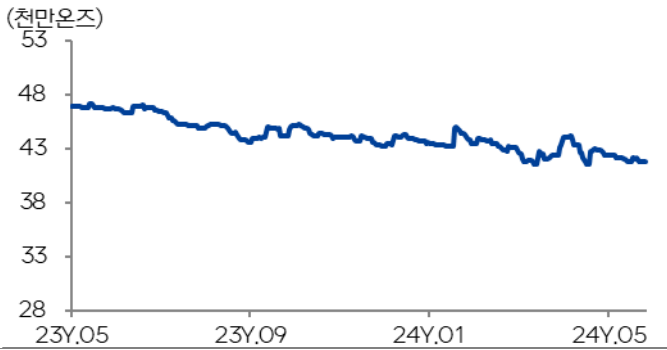
은 비상업적 순매수 포지션



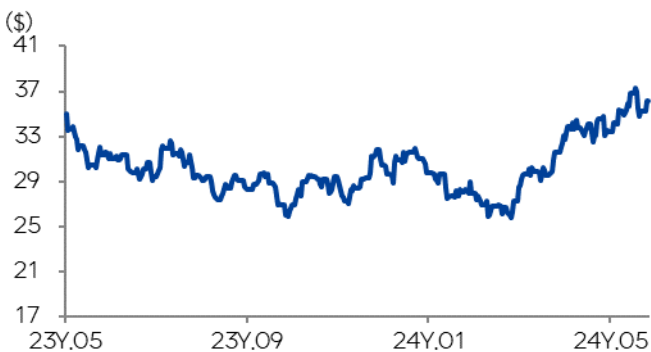
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

