

# 원자재 전망

## [Commodity Analyst]

김광래 수석연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

## 비철금속

### 구리: 미국이 폭삭 사갔수다

- 트럼프 구리 관세 타임라인
- 언더독의 반란, 중국과 독일 부양책 투입
- 큰 거 온다 “Cobre Panama”
- 중국 전기동 감산 가능성 점검
- 트럼프 알루미늄 관세 발효, 그 이후
- 인도네시아 광물 로열티 인상의 영향

## 원유

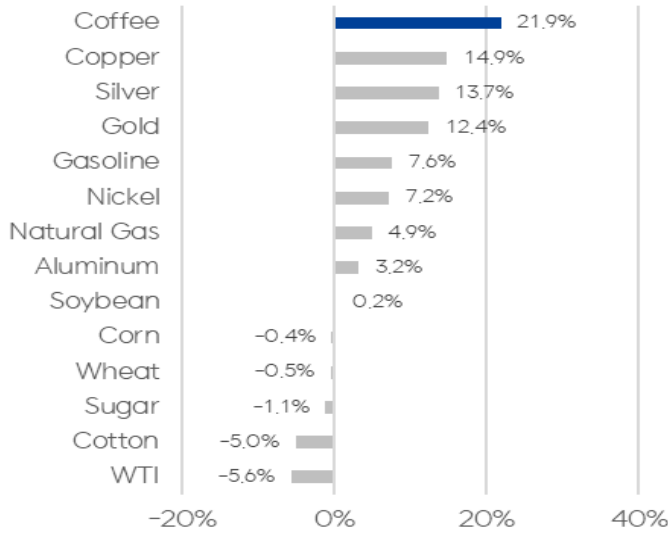
### 제한된 수요와 제한될 공급

- 4월 2일 부과될 상호관세, 에너지는?
- OPEC+ 감산산 되돌림 시작과 보상 플랜: 복잡해진 셈법
- 지정학적 리스크: 이스라엘 작사 미국 작곡
- 하단 지지력에 단기 반등 기회
- 천연가스: 낮아진 수요와 남은 변수들

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.

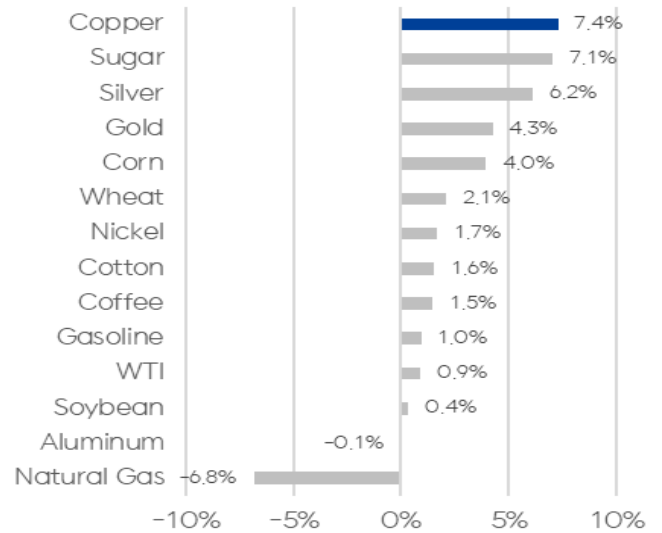
## Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 3/25 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

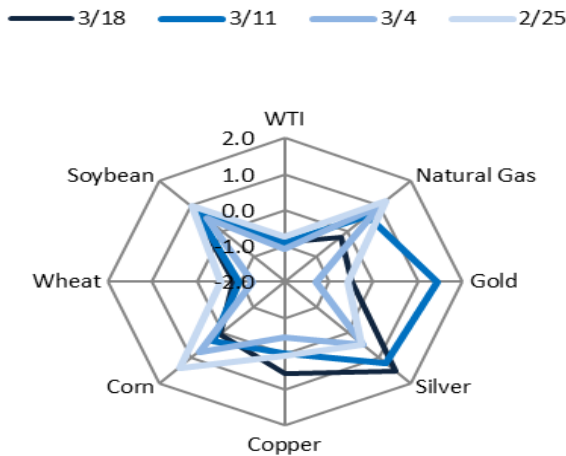
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

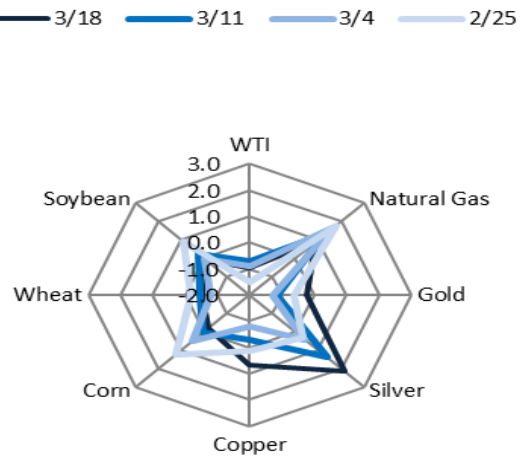
## Commodities CFTC 포지션 분석

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

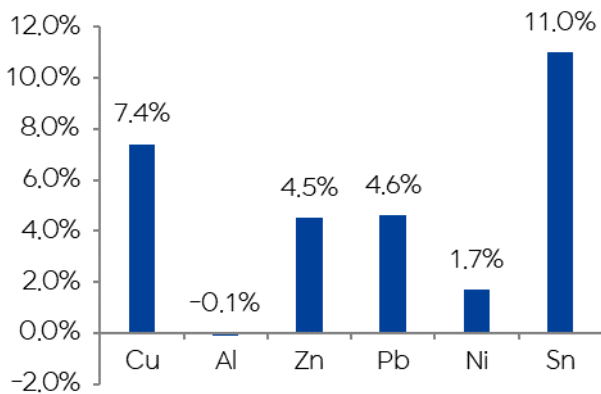
## Base Metal

### 3월 동향

#### 트럼프 금속 관세 위협에 3월 비철 큰 폭 상승

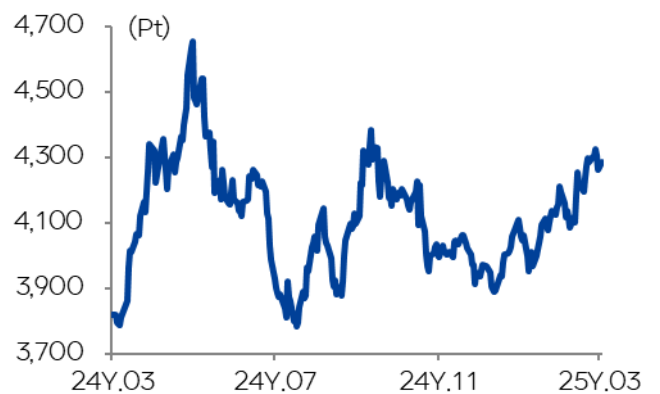
3월 비철은 상승 마감했다. 상승의 가장 큰 배경은 트럼프 구리 관세 우려다. 정광 생산 부족으로 공급 제약이 유지되는 가운데 트럼프 관세 위협이 현실화되면서 미국의 선제적인 구리 매집 수요가 높아졌고, 비미국 시장 긴축이 가시화되었기 때문이다. 또한 관세 자체는 구리만 언급되었지만 3월 초 양회 이후 중국 정부의 신규 부양책이 제시되었고 미국 침체 우려로 달러 가치가 약세를 보이면서 여타 금속들에도 상승세가 이어졌다. 한편 비철 중에서도 주석은 지난달과(+7.6%) 마찬가지로 가장 큰 폭의 상승을(+11%) 나타냈다. 이는 콩고 반군 M23이 진군하면서 콩고 최대 주석 광산 Bisie의 운영 중단이 결정되었기 때문이다. 안 그래도 미얀마 최대 광산의 장기 폐쇄로 글로벌 주석 긴축이 심화된 상황이고, Bisie 광산은 지난해 전세계 광산 공급량의 6%(17,300톤) 해당하는 주석을 생산했기 때문에 광산 중단 소식이 시장에 미치는 파장이 컸다.

차트 1. 3월 비철 가격 등락율(25.03.03~25.03.25)



출처: Bloomberg

차트 2. LME X 자수



출처: Bloomberg

### 4월 전망

#### 구리: 미국이 폭삭 사갔수다

#### 보편 관세 완화에도 여전히 구리 관세 우려

3월 24일 트럼프 대통령은 4월 2일부터 부과하기로 예정된 상호 관세에서 다수의 국가들을 면제하고, 자동차와 반도체 등 특정 품목 관세도 부과하지 않겠다고 발언했다. 우려했던 수준보다 강도가 낮을 것이라는 기대감이 확산되면서 위험 자산 시장은 긍정적으로 반응했으나 구리와 같은 일부 품목에의 관세 우려는 여전히 잔존한 상황이다.

#### 높은 확률로 부과될 구리 관세

이는 2월 10일 트럼프가 3월 12일부터 발효되는 알루미늄 및 철강 수입품에 관세를 발표한 데 이어 2월 25일에는 구리 관세 부과 가능성을 조사하는 행정 명령에 서명하면서 구리 관세가 현실화될 확률이 높아졌기 때문이다. 구리 관세 조사가 시작된 이유도 철강/알루미늄 관세 부과 목적과(미국 국내 생산 강화) 같기 때문에 시장은 구리가 관세 조치에 포함될 가능성이 매우 높으며, 관세율 역시 철강/알루미늄과 비슷한(25%) 수준으로 부과될 것으로 예상하고 있다.

<p>미국의 높은 수입 구리 의존도, '국가 안보 위협을 느낀 트럼프</p>	<p>구리는 방위, 인프라, 전자 제품 등에 필수적이기 때문에 미국 국방부에서 두번째로 많이 사용하는 광물이며, <b>미국은 상당한 매장량을 보유하고 있지만 소비하는 정제 구리의 절반만(45%) 생산하고 나머지는 외국 공급 업체에 의존한다</b>는 점에서 트럼프가 문제의식을 느낀 것으로 보인다. 이러한 구리 공급 의존성은 미국에 '국가 안보 위협을 초래할 것으로 여겨졌고, 그에 따라 무역확장법 232조를 적용한 조사가 시행되었다.</p>
<p>최대 270일이 소요될 구리 관세 조사</p>	<p>무역확장법 232조를 적용한 조사는 구리의 수입 의존도가 국가 안보를 위협하는지 여부와 그러한 위협을 완화하기 위한 권장 사항(관세, 수출 통제 또는 국내 생산에 대한 인센티브)을 제시하기 위해 최대 270일을 부여 받기 때문에 연말 이전에 결과가 발표될 전망이다. 이후 미국 대통령은 조사 결과에 따라 무역 제한을 시행할지 여부를 결정하기 위해 최대 90일을 부여 받도록 되어있지만 트럼프는 할당량보다는 관세 그 자체를 선호하며, 심지어 구리 관세율은 25%가 될 것이라고 언급한 바 있기 때문에 관세 일정과 규모는 그 이전에 명확해질 것으로 보인다.</p>
<p>관세 영향: 구리 가격 + 제조 비용 상승 + 수요 축소</p>	<p>구리 관세 영향은 기간별로 나누어볼 수 있다. 단기적으로는 구리 가격이 상승할 수 있으며 중기적으로는 제품 제조 비용 상승과 그에 따른 수요 축소가 야기될 가능성이 있다. 장기적으로는 희박한 확률이지만 트럼프의 계획이 모두 맞아떨어질 경우 미국 내 구리 생산이 증가할 수 있다.</p>
<p>이어질 구리 가격 상승세</p>	<p>먼저, 단기적으로 구리 가격은 급등했다. 1월 27일 공화당 연방하원 콘퍼런스에서 트럼프가 구리와 알루미늄 등 원자재에 관세를 매겨 미국으로 생산을 이전하게 할 것이라고 언급한 뒤부터 미국 Comex 구리에는 상승 압력이 가해졌고, 당시 파운드당 \$4.28(톤당 \$9,435)이던 가격은 3월 25일 \$5.21(톤당 \$11,486)로 21% 급등했다.</p>
<p>상승 원인은 구리 선점 수요</p>	<p>이 같은 <b>가격 상승의 원인은 관세가 부과되기 전 구리를 선점하려는 수요</b>가 높아졌기 때문이다. 선적 과정 특성상 금속을 이동시키는 데 오랜 시간이 소요되지만 관세 조사 기간이 그보다 더 길기 때문에 미국에서의 구리 비축이 계속해서 진행되고 있다. 특히 원자재 무역 회사인 Mercuria에 따르면 <b>현재 미국으로 약 50만 톤의 구리가 항하고 있으며, 이는 일반적으로 월 7만 톤이었던 미국 구리 수입 규모와 크게 대조된다</b>. 실제로 1월 27일 97,867톤이었던 Comex 구리 재고는 2월 13일 100,664톤까지 증가했고 이후 줄어들었으나 알루미늄 관세가 발효된 이후부터(3월 12일) 다시 상승세를 재개하고 있다.</p>
<p>미국을 제외한 구리 시장이 긴축되면서 LME 전기동 상승</p>	<p>또한 같지만 다른 이유로 LME에서도 구리 가격 상승이 시현되고 있다. 1월 27일 톤당 \$9,185이던 LME 전기동 가격은 3월 24일 \$10,028까지 올랐고, YTD로는 무려 13% 상승했다. 이는 Comex 등 미국에서의 구리 선점이 심화되면서 미국을 제외한 전세계 구리 시장 긴축이 가시화되었기 때문이다. 특히 중국의 구리 수입 수요를 나타내는 양산항 프리미엄은 이번 달 두배 이상(2월 27일 \$35→3월 25일 \$75) 상승했고, LME 구리 재고 또한 아시아 창고를 중심으로 지난 4주간 18% 감소하는 등 주로 아시아 시장이 긴축 양상을 보이고 있다. 심지어 전체 LME 재고(21만 9,950톤) 중 출고 예정 재고(Cancelled warrant) 비율이 50%에 육박했기 때문에 향후 11만 톤 가량이 추가로 줄어들 예정이다.</p>
<p>이 같은 현상은 구리 관세 일정이 명확해질 때까지 계속</p>	<p>이 같은 비미국 긴축과 미국 매집 현상은 구리 관세 일정이 명확해지는 2-3분기까지 계속될 가능성이 높다. 다만 관세 일정이 제시된 이후에는 선적에 소요되는 시간 때문에 매집 수요가 급감할 수 있으며, 관세 발효 이후에는 축적된 재고로 인해 한동안 수입</p>

수요가 줄어들 수 있다. 또한 관세로 인해 제조 비용이 상승할 경우 구리를 원재료로 사용하는 제품 가격이 상승하기 때문에 완제품 구매 자체가 줄어들고, 이는 곧 구리 수요 축소로 이어질 수 있다.

**트럼프 임기 내에 미국이 구리를 국내 생산으로 대체할 가능성은 낮음**

**장기적인 관점에서는 관세가 계획대로 진행되더라도 미국이 트럼프 임기 내에 수입 금속을 국내 생산으로 대체할 가능성이 낮다.** 이는 미국의 광산 허가 제도 자체가 새로운 채굴 프로젝트 진행을 어렵게 만들기 때문이다. 미국은 까다로운 허가 시스템 때문에 평균 7~10년의 운영 지연이 발생하는데, 이는 광물 대국인 칠레나 호주에서는 허가 시간이 그보다 훨씬 적게 소요된다는 점과 비교되는 부분이다. 또한 구리가 '중요 광물' 등에 지정되면서 허가 소요 기간이 줄어들거나 허가 개혁이 시도된다고 하더라도 제련소 건설이라는 문제가 여전히 남아있다.

**미국 구리의 취약한 고리는 제련 산업**

현재 미국은 전세계 구리의 약 5%를 채굴하지만 그 중 대부분은 제련을 위해 다른 국가로 운송되어 가공된 후 전기동의 형태로 다시 배송되고 있다. 이는 중국에 50개가 넘는 구리 제련소가 있는 데 반해 미국에는 제련소가 단 두 곳밖에 남아있지 않기 때문이다. 이제 와서 기업들이 신규 제련소를 건설하려는 결정을 내리기는 어려울 것으로 생각하는데, **제련소 건설에만 최소 3년이 소요되기 때문에 트럼프 재임 기간 동안 기업들이 미국 내 생산 용량을 빠르게 늘릴 유인이 크지 않기 때문이다.** 따라서 강력한 인센티브가 제공되지 않는 한 트럼프가 원하는 '미국 생산 강화'는 현실적으로 이루어지기 힘들다는 판단이다.

**한동안 높게 유지될 구리 가격, 관세는 트럼프 목적을 달성하기에는 역부족**

정리하자면, 단기적으로 미국 선점과 비미국 현물 시장 긴축으로 구리 가격이 높게 유지될 전망이다. 조사 결과가 나오기 전까지 잠재 관세로 인해 촉발된 미국의 수입 수요는 글로벌 관세 전쟁 및 글로벌 경기 둔화로 인한 가격 하방 압력을 계속해서 상쇄할 수 있다. 다만 중장기적으로 구리 관세는 제품 제조 비용 상승으로만 이어질 뿐 그것을 이용해 트럼프가 원했던 소기의 목적을 달성할 가능성은 낮을 것으로 생각한다.

**강력한 인센티브가 제공된다면 미국 생산 늘어날지도**

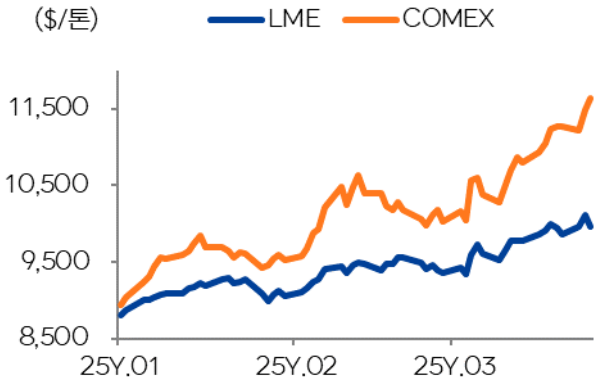
알루미늄과 철강에 관세를 부과했던 트럼프 1기 당시 별다른 인센티브가 부여되지 않았고, 그 결과 미국내 알루미늄/철강 생산 능력이 증가하지 않은 점을 미루어 봤을 때 이번에도 비슷한 결과가 연출될 것이기 때문이다. 그러나 (확률은 낮지만)기업들의 행동 변화를 이끌어낼 수 있는 유의미한 인센티브가 제공될 경우 미국내 채굴과 제련 생산량을 늘릴 여지는 여전히 남아 있다.

**차트3. 트럼프 구리 관세 타임라인**

1월 27일	<b>트럼프 2기 구리와 알루미늄 제품 관세 "최초" 발언</b> 트럼프는 공화당 콘퍼런스에서 군사용으로 필요한 원자재인 구리/알루미늄에 관세를 매겨 미국으로 생산을 이전하게 할 것이라고 언급
2월 10일	<b>철강 및 알루미늄 수입품에 25% 관세 부과 발표</b> 지난번 구리 관세를 언급한 데 이어 실제로 금속 관세 부과 계획을 구체화했기 때문에 산업용 금속 전반에 우려 확산
2월 25일	<b>트럼프, 구리 관세 조사 지시</b> 트럼프는 무역 확정법 232조에 근거해 구리 관세 부과 가능성을 조사하는 행정 명령에 서명함
3월 5일	<b>트럼프, 구리 관세를 구체화</b> 트럼프는 의회 연설에서 수입 알루미늄과 철강뿐 아니라 구리에도 "25%" 관세를 부과하겠다고 발언. 당시 시장 예상치는 10%였음.
3월 12일	<b>미국 하워드 러트닉 상무장관, 구리 관세 발언</b> 미국 상무장관은 구리가 알루미늄 및 철강과 같은 범주에 포함되기 때문에 조만간 관련 관세가 부과될 것이라고 발언.

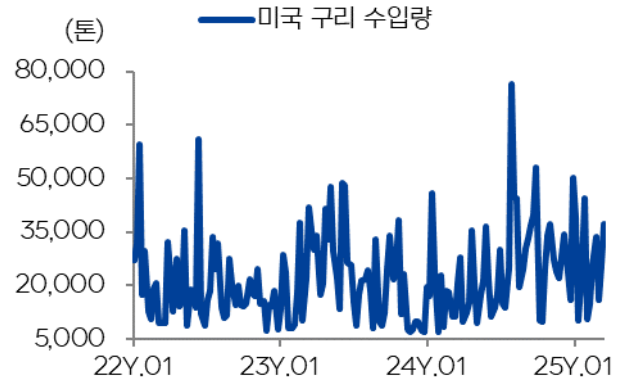
출처: 삼성선물 정리

차트 4. 2025년 LME와 Comex 가격 추이



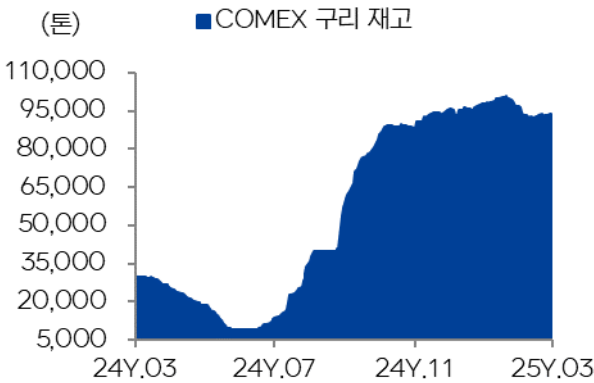
출처: Bloomberg

차트 5. 미국 주별 구리 수입량



출처: Bloomberg

차트 6. 최근 COMEX 구리 재고



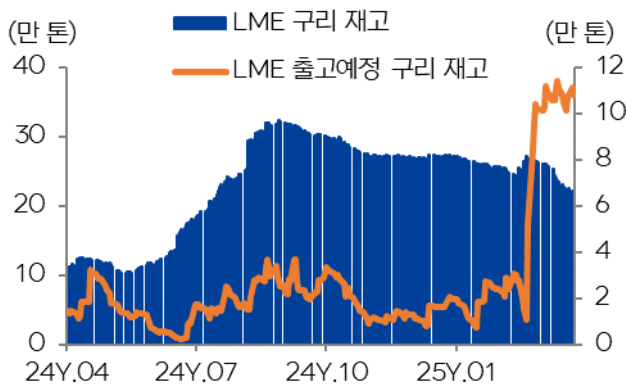
출처: Bloomberg

차트 7. 중국 양산항 프리미엄 급등



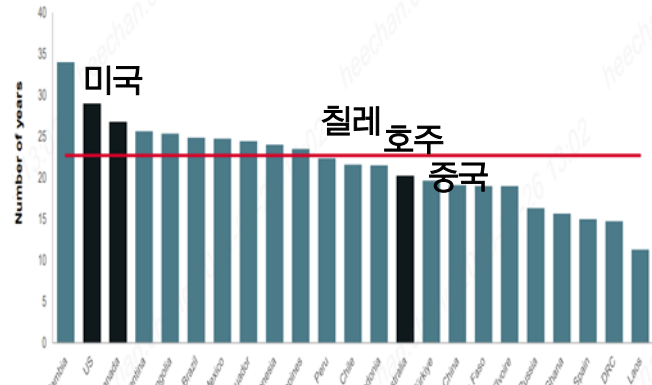
출처: Bloomberg

차트 8. 최근 LME 재고 및 출고 예정 재고



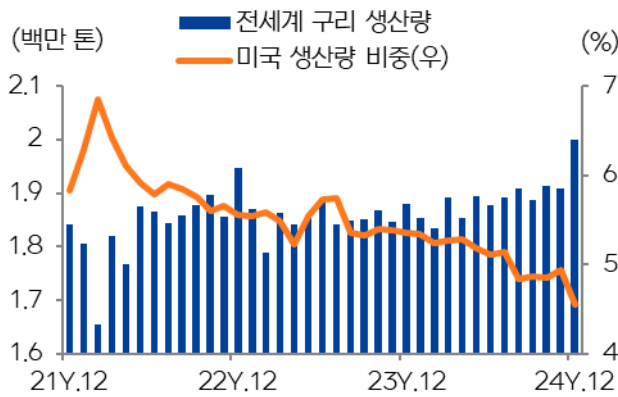
출처: Bloomberg

차트 9. 국가별 광산 허가 기간



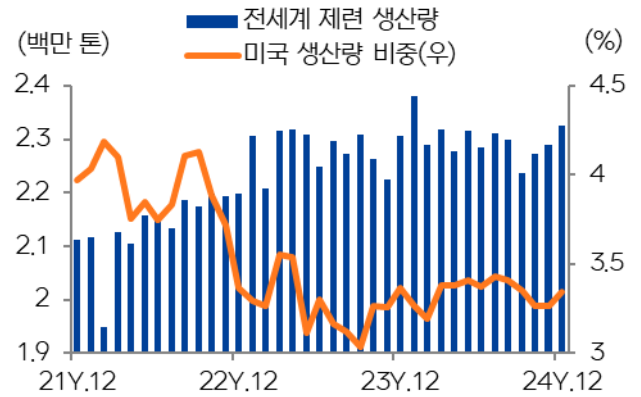
출처: S&P Global

차트 10. 미국 구리 채굴 생산량 비중



출처: Bloomberg

차트 11. 미국 구리 제련 생산량 비중



출처: Bloomberg

**언더독의 반란, 중국과 독일 부양책 제시**

**내수 중심 부양에 나서는 중국**

올해 중국 정부는 트럼프발 관세 전쟁에 대응해 내수 중심 부양 대책에 나서고 있다. 전인대에서는 금년 정책 우선순위로 전방위적인 내수 확대를 제시했고, 3월 16일에는 '소비 촉진 가이드라인'을 발표하면서 임금 인상과 부동산 가격 상승을 통한 자산 증대로 소비를 유도하겠다는 메시지를 전달했다. 올해부터 이구환신 지원 범위에 통신기기가 포함되는 등 기존의 이구환신 정책 또한 확대하고 있기는 하지만 이번에는 소비 지원책뿐 아니라 부의 효과(Wealth effect)를 활용한 '소득 주도 소비'를 내세웠다는 점에서 시장의 호평을 받고 있다. 현재 부동산은 중국 가계 자산의 70%를 차지하기 때문에 주택 가격 상승은 소비 욕구에 영향을 끼칠 수밖에 없음을 당국이 인정한 것으로 보인다.

**부동산 회복이 제한된다면 여전히 제약될 소비 심리**

다만 주택 시장을 적극 지원하겠다는 정부 의지에도 불구하고 1~2월 부동산투자자(-9.8%) 매매가(-5.1%) 전년 대비 크게 급감하는 등 금속의 최대 수요처인 중국 부동산 시장은 여전히 부진하다. 부양책에도 불구하고 부동산 경기 회복이 제한된다면 여전히 소비 심리가 제약될 수 있기 때문에 향후 정책 기대감마저 후퇴할 가능성이 남아 있다.

**트럼프 2기 출범 이후 유로존 급부상**

유로존의 경우 트럼프 2기 출범에 대항한 부양책 기대가 급부상하고 있다. 독일은 조기 총선 이후 인프라 및 국방비 투자 기금 5,000억 유로와 더불어 연방정부의 재정적자를 GDP의 0.35%로 제한하는 부채 브레이크를 적용하지 않기로 하는 법안을 편성했고, 유럽은 8,000억 유로 규모로 국방비 지출을 증대하는 재무장 계획을 제시했다. 실제 부양책 효과는 하반기 이후부터 가시화되겠지만, 언더독으로 여겨졌던 유럽이 반란에 나서면서 유로화 가치 상승과 그에 따른 달러화 가치 하락이 나타나는 등 시장에는 기대감이 이어지는 모습이다.

**4월 비철에는 추가 상승 여력 존재**

따라서 관세 노이즈라고 하더라도 미국의 금속 수요가 크게 높아진 데다, 산업 금속의 주된 수요처인 중국과(내수 소비 지원) 유럽에서도(재정지출 확대, 인프라 투자) 대규모 부양책이 제시되면서 비철 가격 상승은 단기적으로 유효하다고 판단된다. 최대 소비국인 중국의 부진한 부동산 지표는 경계할 필요가 있지만 정책 기대와 미국 구리 관세 불확실성이 지속되는 한 4월 비철에는 추가적인 상승 여력이 존재할 것으로 보인다



차트 12. 중국 소비 촉진 가이드라인 주요 내용

분류	주요 조치
주민 소득 증대	최저임금 메커니즘 개선 부동산 및 주식시장 안정화
사회복지 강화	양육·교육·의료 보장 강화
중점 품목 소비 지원	주택 실수요 충족 지원
소비품 품질 제고	자동차·가전 이구환신 강화
소비시장 정비	소비 인프라 개선
소비 제한 규제 완화	자동차 구매 제한 완화
정책 지원 강화	개인 소비 신용대출 합리적 확대

출처: 삼성선물 정리

차트 13. 유럽 및 독일 부양책 주요 내용

분류	일시	내용
유럽 재무장 계획	3월 4일	-방위 역량 강화 목적으로 8,000억 유로 규모 투자 추진 - EU 공동예산(1,500억 유로)으로 무기 공동조달 위한 저금리 대출 제공
독일 헌법 내 재정 규정 완화	3월 18일	- 부채 제한 규정 (연방정부 부채비중 GDP 대비 60% 유지) 완화 헌법 개정안 통과 - 국방 지출이 GDP의 1% 초과시 부채 제한에서 제외 - 5,000억 유로 규모 인프라 투자예산 의결 (전후 최대 규모 경기 부양책)

출처: Bloomberg

## 개별 비철금속 전망

### I. Copper

#### 3월 전기동 가격 동향

#### 구리 관세 불확실성과 달러화 약세 흐름에 3월 전기동 상승

3월 전기동 가격은 구리 관세 불확실성과 달러화 약세 흐름에 큰 폭의 상승을 보였다. 유로화 강세에 따른 달러 약세가 이어졌고, 전세계 구리가 미국으로 향하면서 다른 지역의 공급이 타이트해진 점이 상승 재료로 작용했다. 월 말에는 관세 우려가 지속되는 가운데 미국 구리의 주된 공급처인 칠레에서 선적 중단 소식이 전해지자 공급 차질 가능성마저 증폭되면서 Comex HG Copper 가격은 사상 최고치(파운드당 \$5,235, 톤당 \$11,541) 기록했다. LME 전기동 역시 이에 연동하여 \$10,000(톤당 \$10,130)를 다시 상회하는 저력을 보여주었다. 관세를 둘러싼 불확실성이 이어지면서 구리 시장은 작은 트리거에도 쉽게 오버슈팅하는 경향이 나타나고 있다.

#### 큰 거 온다 “Cobre Panama”

#### 구리 정광 시장에 나타난 두 가지 호재

최근 구리 정광 시장에는 두 가지 호재가 동시에 나타났다. ①2023년 11월 이후 운영이 중단된 **Cobre Panama 광산에 비축되어 있던 12만 톤의 정광 수출이 승인**되었고, ②**Freeport Indonesia가 인도네시아 정부로부터 6개월간 127만 톤의 수출 허가를 취득**했다. 지난해 연말 2025년 구리 정광이 82~120만 톤 부족할 것으로 예상되었기 때문에(CRU, SMM사 전망치), 이번에 Freeport Indonesia와 Cobre Panama에서 방출되는 정광은 타이트한 수급을 어느 정도 완화해줄 것으로 기대되었다.

#### Cobre Panama 재개에 우호적인 신임 대통령

그와 더불어 파나마 대통령이 Cobre Panama 재개에 우호적인 입장을 내비치는 점이 긴장된 정광 시장에 느슨함을 불어넣고 있다. 전세계 구리 생산량의 1.8%를 차지하는 거대 광산인 Cobre Panama는(35.1만 톤/y) 지난 2023년 말 환경 문제와 관련된 시민 항의로 폐쇄되었다. 그러나 이를 결정한 전임 대통령과 달리 신임 대통령인 호세 무리노는 광산 문제 해결에 적극적이기 때문에 운영 재개 가능성이 한층 더 높아진 상황이다.



### 다만 아직까지 정부와 FQM간 협상은 지지부진

그동안 파나마 정부는 12만 톤의 구리 재고가 비축되어 있었음에도 판매를 허용하지 않았으나 이번에 소유주인 First Quantum Minerals(FQM)의 정광 처분 요청을 승인하면서 광산 재개의 첫 단추가 제대로 끼워졌고, 이제 FQM사의 중재 소송 중단과 공식 논의 시작 등의 단계를 밟아 나갈 것으로 보인다. 다만 파나마 정부가 FQM사에 중재 소송을 취하할 것을 계속해서 요구했음에도 아직까지 소송 중단이 이행되지 않았기 때문에 파나마와 FQM사 간의 협상은 냉탕과 온탕을 오가고 있으며, 그에 따라 단기간 내 해빙 모드에 들어가기는 어려울 것으로 판단한다.

### 중국 전기동 감산 가능성 점검

### 3월 대규모 유지 관리에 들어가는 중국 제련소

중국 Honguan Futures에 따르면 3월 중국 구리 제련소들이 대규모 유지 관리에 돌입했다. 지난해 전체 용량의 8%인 98만 톤의 제련 용량이 3월에 유지관리에 들어갔는데 이는 전년도에 비해 비정상적으로 많은 수준이며, 3월에 유지 보수를 실시하는 것 자체가 드문 일이기 때문에 문제시되었다. 일반적으로 1~2월 춘절 연휴 이후인 3월에는 전기동 수요가 급증하기 때문에 운영을 중단할 이유가 없으며, 중국 제련소들은 충분한 가동 후 4~5월이나 유지 보수를 실시하는 편이다.

### 마이너스 구간에 도달한 구리 현물 TC/RC

그렇기 때문에 올해 3월 일부 공장이 운영 중단되었다는 것은 중국 제련소가 정광 부족으로 인해 얼마나 큰 어려움을 겪는지 보여주는 중요한 사례가 된다. Fastmarkets에 따르면 3월 7일 구리 현물 TC/RC는 톤당 -\$26.5로 사상 최저치를 기록했는데, 마이너스 TC라고 한다면 이는 정제 금속을 만들기 위해 광산에 오히려 수수료를 지불해야 한다는 뜻이기 때문에 제련소는 어떤 상황이든 손실을 볼 수밖에 없다. 지난해에도 정광 부족이 문제시되면서 현물 TC가 마이너스에 도달한 적이 있었지만 2024년에는 대형 제련소들이 맺었던 장기 계약 TC 수준이 높았기 때문에 실제 생산량 감축은 크지 않았다.

### 지난해와 달리 벤치마크 수수료마저 큰 폭으로 하락

벤치마크 제련 수수료가 톤당 \$80이었던 지난해와 다르게 올해는 이마저 사상 최저치인 \$21.25로 떨어지면서 대형 제련소들도 손실을 보고 있고, 구체적으로는 구리 1톤을 생산할 경우 1,000위안(\$137) ~ 3,000위안(\$414)의 마진 손해가 나타나기 때문에 단체 감산이 논의될 가능성이 높아졌다. 시장은 3월 31일 예정된 중국 제련 구매팀 회의(CSPT)를 주목하고 있으며 이날 생산량 감축을 포함한 대책이 발표될 경우 구리 가격에 추가적인 상승 압력으로 작용할 전망이다.

### 지난해 감산 결의 이후에도 감축이 이행되지 않았기 때문에 지켜볼 필요는 있음

다만 지난해 3월 CSPT 회의에서 대규모 감산이 결의되었음에도 △생산 감축이 이행되지 않은 전적이 있으며 △연초 이후 전기동과, 전기동 생산의 부산물인 금 가격이 크게 상승했다는 점이 낮은 TC로 인한 마진 손해를 어느 정도 상쇄할 수 있어 실제로는 감산을 이행할 유인이 크지 않을 수 있다. 따라서 감산 결의와 별개로 이번에도 실제 감산 이행 여부는 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다는 생각이다.

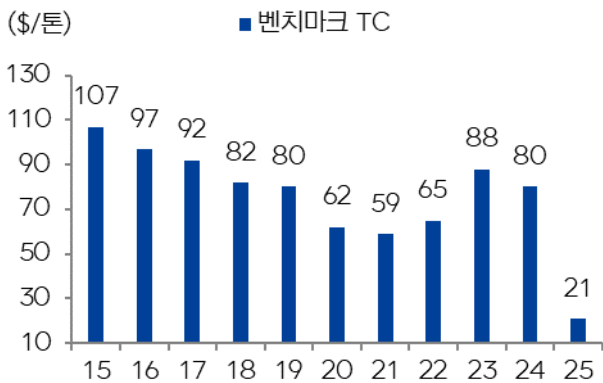
### 4월 전기동 가격 전망

### 전고점을 향해 상승세를 지속할 2분기 전기동

정광 공급 우려와 더불어 구리 관세 불확실성이 이어진다면 4월 전기동 가격에는 추가적인 상승 여력이 존재할 것으로 판단한다. 3월 20일 강한 심리적 저항선이었던 \$10,000를 돌파한 구리는 25일 \$10,164까지 고점을 높였으며 상승세를 지속하고 있다. 실제 전기동 수요 증가는 확인되지 않았음에도 AI 및 데이터 센터 수요 기대와 공급 우려만으로 전고점을 기록했던 지난해와 다르게 올해는 미국에서의 선점이라는 수요 실체(물론

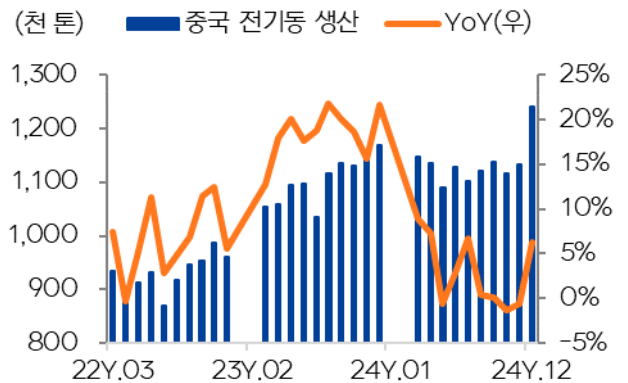
이것도 '실제' 수요라고 보기는 어렵긴 하지만) 존재하기 때문에 상승 기반은 상대적으로 탄탄한 편이다. 따라서 관세 부과 전 재고 구축 움직임이 이어질 경우 2분기 LME 구리에는 추가적인 매수세가 나타날 수 있으며, 중국 제련소의 감산 의지와 중국 정부의 부양책, 유럽/독일의 인프라 투자, 제한된 달러 강세 또한 이를 지지할 것으로 생각한다. 다만 구리 관세 부과 일정이 지나치게 빨라지면서 현재 가격을 지지하는 구리 선점 수요가 축소될 경우 구리는 지난 두 달 간의 상승폭을 반납할 가능성 또한 상존하는 상황이다.

차트 14. 사상 최저치 기록한 벤치마크 TC



출처: Bloomberg

차트 15. 중국 월별 전기동 생산 추이



출처: Bloomberg

## II. Aluminum

### 3월 알루미늄 가격 동향

#### 비철 중에서 유일하게 하락한 3월 알루미늄

3월 알루미늄은 수급 긴장이 완화되면서 비철 중에서 유일하게 하락(-0.1%) 마감했다. 지난해 11월 긴축 우려에 톤당 4,388위안(\$603)까지 상승했던 SHFE 알루미늄 가격은 공급이 정상화되면서 최근 2,990위안(\$411)까지 떨어졌다. 알루미늄 등 원재료 가격 부담이 완화되면서 올해 1~2월 중국은 역대 최고 수준의 알루미늄 생산량을(732만 톤) 경신했고, 그 결과 글로벌 공급 우려가 크게 개선된 것으로 보인다.

#### 알루미늄 가격이 크게 하락하면서 중국 알루미늄 생산량 급증

#### 알루미늄 가격 하락과 중국 알루미늄 생산 급증

올해 1~2월 중국 알루미늄 생산량은 하루 12만 4,068톤이라는 역대 최고치를 기록했다. 2024년 11월을 마지막으로 중국 알루미늄 수출세(13%) 환급 정책이 종료되었기 때문에 지난해와 다르게 올해 알루미늄 생산량은 증가하기 어려울 것으로 예상되었으나 원재료(알루미늄) 가격이 크게 하락하면서 마진이 급증하자 생산량 회복세를 보이고 있다. 이는 지난해 알루미늄 시장 긴축으로 가격이 급등한 이후 중국을 필두로 한 글로벌 알루미늄 생산 용량이 크게 늘어났고, 그 점이 알루미늄 시장의 공급 과잉으로 이어지고 있기 때문이다. 중국 1~2월 알루미늄 생산이 전년 동기 대비 13% 증가하면서 중국 2월 알루미늄 수출은 7년만의 최고 수준을(21만 톤) 기록했으며, 중국 알루미늄 수입 가격은 지난해 1월 이후 최저치까지 내려간 것으로 확인된다. 이 같은 **알루미늄 공급 과잉은 앞으로도 알루미늄 공급 증가 → 알루미늄 가격 하락 → 중국 알루미늄 생산업체 마진 상승의 경로로 알루미늄 생산 증가를 견인할 것**으로 판단된다.

**트럼프 알루미늄 관세 발효, 그 이후**

**구리와 다르게 충분한 금속  
선적 시간을 가지지 못한  
알루미늄**

3월 12일 트럼프가 예고했던 대로 알루미늄 및 철강 관세가 발효되었다. 구리 관세 조사가 개시된 이후 구리 가격은 급등세를 이어가고 있지만 알루미늄 가격에는 관세 영향이 제한되는 모습이다. 이는 구리와 다르게 알루미늄은 금속을 미국으로 이동할 충분한 시간을 가지지 못했기 때문이다. 트럼프 대통령은 2월 10일 알루미늄 관세 부과를 공식적으로 발표했고, 발효 예정일이 3월 12일이었기 때문에 전세계 시장 참가자들이 금속을 선적할 시장이 충분하지 않았다. 그에 반해 구리는 최소 수개월~1년까지 소요되는 '관세를 부과하기 위한 조사'가 지시된 상태이기 때문에 충분한 시간이 부여된 셈이다.

**관세 영향이라고 한다면  
지역별 프리미엄 차별화 정도**

2월 10일 관세 발표 직후에는 LME 알루미늄 가격이 상승했으나, 이는 일시적이었고 이제 알루미늄 관세는 지역별 프리미엄이 차별화되는 수준으로만 존재감을 과시하고 있다. 트럼프 당선 이전인 10월 말 톤당 \$422이던 미국 프리미엄(Platts Aluminum Premium Midwest) 관세 발효 직전 \$920까지(+118%) 급등했고 3월 말 \$857로 떨어졌지만 여전히 높은 레벨을 형성하고 있다. 반면 관세가 부과되지 않는 곳으로 알루미늄 판매처가 이전되면서 트럼프 당선 이전 \$340이던 유럽 프리미엄은 관세 발표 이후 하락했고 3월 말 \$221까지(-35%) 떨어진 상황이다.

**UAE가 미국에 제련소  
건설을 발표한 점은 긍정적**

벤치마크 가격과 지역별 프리미엄을 제외한 알루미늄 관세 영향이라고 한다면 35년만에 처음으로 미국 내 알루미늄 제련소 건설 계획이 발표된 점을 꼽을 수 있다. 3월 21일 UAE는 1조 4,000억 달러 미국 투자의 일부로 자국 알루미늄 생산업체인 Emirates Global Aluminum(EGA)의 미국 알루미늄 공장 건설 계획을 발표했다. EGA는 이를 통해 미국 알루미늄 생산량이 거의 두배 늘어날 것으로 예상하고 있다.

**UAE는 미국에 두번째로  
많은 알루미늄을 수출**

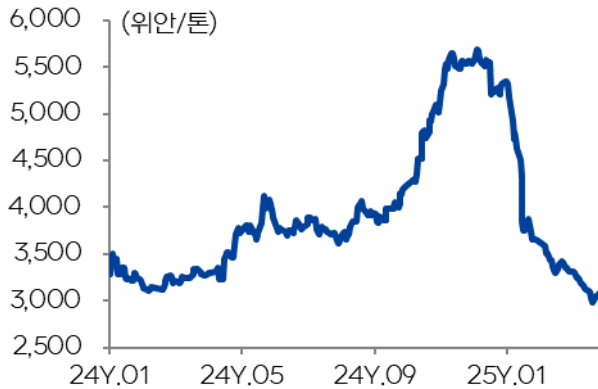
트럼프 1기 때도 올해와 같은 수준의 알루미늄 관세(25%)가 부과되었지만 미국 알루미늄 생산이 거의 회복되지 않았기 때문에 올해도 기업들이 제련소 건설에 필요한 거액의 자본금을 지출하지 않을 것으로 예상되었다. 그러나 1기와 다르게 트럼프 2기는 어떠한 국가에도 면제나 예외를 부여하지 않았으며, 특히 UAE(11억 달러)는 캐나다(95억 달러)에 이어 미국이 두번째로 알루미늄을 많이 수입하는 국가이기 때문에 관계를 강화하기 위해 미국 투자에 나서는 것으로 생각된다.

**4월 알루미늄 가격 전망**

**지지력이 제공될 4월  
알루미늄 가격**

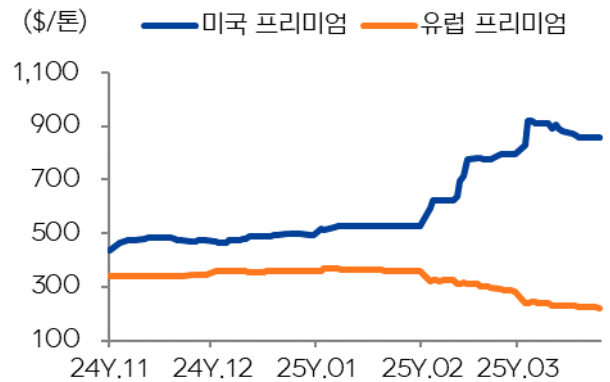
금속 관세 불확실성이 유지되는 가운데 여타 금속과 마찬가지로 4월 알루미늄 가격에는 지지력이 제공될 전망이다. 다만 알루미늄 공급 과잉이 심화되면서 마진이 증가하자 최대 생산국인 중국이 역대 최대 수준의 알루미늄을 공급하기 시작했기 때문에 추가적인 상승 여력은 낮은 상황이다. 또한 구리와 다르게 미국 알루미늄 관세는 이미 발효되었기 때문에 미리 금속을 선적하려는 니즈가 존재하지 않아 수요 기대 또한 제한적이다.

차트 16. SHFE 알루미늄 가격 정상화



출처: Bloomberg

차트 17. 차별화된 미국/유럽 알루미늄 프리미엄



출처: Bloomberg

### III. Nickel

#### 3월 니켈 가격 동향

##### 수급 부담에도 금속 관세 우려에 상승한 3월 니켈

3월 니켈 가격은 인도네시아발 공급 과잉과 스테인리스강 수요 제한에 따른 수급 부담이 지속되고 있음에도 전월 대비 1.7% 상승했다. 이는 트럼프가 수입 알루미늄과 철강뿐 아니라 구리에도 25% 관세를 부과하겠다고 발언한 점이 하방경직성으로 작용했기 때문이다. 트럼프가 구리와 알루미늄을 제외한 다른 비철 품목의 관세를 언급한 적은 없지만 금속에 대한 관세 가능성 자체만으로도 우려가 유지되는 모습이다.

##### 인도네시아 정부, 모든 광물의 로열티 인상안 발표

#### 인도네시아 광물 로열티 인상의 영향

3월 10일 인도네시아 정부는 모든 광물의 로열티 인상을 고려하고 있다고 발표했다. 해당 제안에 따르면 니켈에는 과거 10%의 정률 세금이 부과되었으나 앞으로는 정부가 결정한 벤치마크 가격에 따라 14~19% 세금으로 대체될 예정이다. 구체적으로는, 니켈 가격이 \$18,000 아래일 경우 로열티는 14%로 유지되며 이후 \$3,000 오를 때마다 구간별로 로열티가 1~2% 인상된다.

##### 로열티 인상은 현재 가격 기준 \$648의 비용 상승 결과

현재 LME 니켈 가격인 톤당 \$16,200를 기준으로 했을 때 이 같은 로열티 변동은 광석 등급과 소비량 등에 따라 조금씩 달라질 수는 있지만 톤당 \$648의 추가 비용으로 이어질 수 있다. 로열티 협의는 최소 3~6개월 동안 진행될 예정이며, 만약 로열티가 인상된다면 생산 비용이 증가하는 것이기 때문에 일부 비용 부담이 니켈 판매 가격으로 전가될 가능성이 존재하게 된다.

##### 니켈 생산 업체들의 마진을 크게 축소시킬 정책 변화

**비용 부담이 판매 가격으로 전가되지 않을 경우 이 같은 정책 변화는 생산기업들의 마진을 크게 축소시킬 수 있다.** 게다가 현재 인도네시아 광산업체들이 직면한 문제가 사실 로열티 인상 하나만이 아니기 때문에 업체들은 사중고에 시달리는 상황이다. 우선, 2025년부터 인도네시아에는 부가가치세율의 1%p(기존 11%→12%) 인상과 최저임금의 6.5% 인상이 동시에 시행되었기 때문에 노동집약적인 니켈 생산업체들의 마진 압력이 가중되었다. 또한 3월부터 천연자원 수출업체들은 최소 1년 동안 외화 표시 수익의 100%를 해외에

예치해야 하기 때문에(기존에는 수익의 30%만 3개월간 예치) 일시적인 유동성 제약에 직면할 가능성 또한 높아졌다.

**그럼에도 정부 주도가 아니라면 니켈 가격은 대폭 상승하기 힘든 구조**

다만 인도네시아가 전세계 니켈 생산에서 절대적인 비중을 차지하고 있음에도 **업체 마진 축소를 이유로 벤치마크 가격이 크게 상승하지는 않을 것으로 예상된다. 이는 정부가 주도하지 않는 이상 생산업체들이 유의미한 규모로 감산을 결정할 확률이 희박하기 때문**이다. 인도네시아 생산 축소로 니켈 가격이 상승한다면 이는 채굴 할당량(RKAB) 발급이 대폭 줄어들 경우의 수 밖에 없는데, 2025년 RKAB를 2024년 대비 40% 줄이겠다는(2억 7,200만 톤→1억 5,000만 톤) 정부 엄포가 현실화되지 않았기 때문에 올해 대규모 생산 감축이 이루어질 가능성은 낮다고 판단한다.

**4월 니켈 가격 전망**

**로열티 인상 불안과 금속 관세 불확실성에 이어질 4월 니켈 상승세**

최대 생산국인 인도네시아의 광물 로열티 인상 불안이 이어지는 가운데 미국 금속 관세 불확실성이 유지되면서 4월 니켈에도 상승세가 이어질 전망이다. 다만 니켈의 주된 수요처인 중국 철강 시장이 최근 약세를 나타냈고, 중국 정부가 자국의 철강 감산과 구조조정을 발표한 점은 가격 상승을 제한할 것으로 예상된다. 3월 중국 정부는 철강 시장의 공급 과잉을 이유로 올해 철강 생산량을 전년 대비 5% 줄이겠다고 발표했고, 바오우 강철 그룹을 포함한 일부 철강업체가 이미 생산 감축에 들어갔기 때문에 한동안 니켈 수요가 제한될 것으로 보인다.

차트 18. 인도네시아 광산 로열티 정책 변경안

기존안		변경안	
기준 가격(\$/t)	로열티	기준 가격(\$/t)	로열티
모든 경우	10%	<18,000	14%
		18,000 < 21,000	15%
		21,000 < 24,000	16%
		24,000 < 31,000	18%
		>31,000	19%

출처: Bloomberg Intelligence

차트 19. 중국 정부, 철강 감산과 산업 구조조정 발표



출처: Reuters

## Platinum Group Metal & Battery Metal

3월 가격 등락률 (2025. 03. 03 ~ 2025. 03. 25)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	+1.6%	+0.2%	-3.1%	+2.4%	+28.0%

### I. Platinum Group Metal

#### 백금족 금속(PGM) 가격 동향과 전망

높아진 금리 인하 여력에도  
유연해진 관세 정책에 제한된  
PGM 상승

3월 PGM 가격은 3월 FOMC 이후 연준의 금리 인하 여력이 다시 높아졌음에도 트럼프 정부가 예고한 상호 관세 정책이 유연하게 적용될 것이라는 기대감이 확산되면서 상승이 제한되었다. 4월 PGM 가격은 미국 성장 우려에 따른 금 가격 오름세와 움직임을 함께할 것으로 예상된다. 경기 둔화가 산업용으로 주로 사용되는 팔라듐과 백금 가격에는 하락 압력으로 작용할 수도 있지만 트럼프 2기 들어서는 PGM 이 금의 저가 대체재로 동반 상승하는 모습이다. 다만 관세 전쟁에 따른 자동차 촉매제 수요 부진 우려가 시장을 압박할 수 있기 때문에 언제든지 가격이 하락할 가능성이 상존한다.

### II. Battery Metal

#### 배터리 금속 가격 동향과 전망

EU, 자동차 탄소배출 규제  
완화 공식화

3월 3일 EU는 자동차 탄소배출 규제 완화를 공식화했다. EU는 올해부터 신차의 평균 CO2 배출 가능 상한선을 낮추고, 기준 배출량을 초과하면 과징금을 부과할 예정이었으나 이번에 3년의 유예 기간을 부여했다. CO2 목표 자체는 유지되지만 연간 대신 3년 안에만 감축 목표치를 달성하면 되기 때문에 원안 대비 크게 완화된 상황이다. 환경 규제 완화가 공식적으로 채택되면서 유럽 내 전기차 판매는 한층 더 저조해질 것으로 판단한다.

추가적인 공급 조정 소식  
부재, 단기간 내 리튬 회복은  
어려울 전망

**리튬:** 2025년 리튬 가격은 연초 잠깐의 상승을 보인 뒤 다시 하락세를 재개하고 있다. 중국 CATL과 Jiangsu Lopal의 정유 공장이(3,500톤/월) 한동안 운영 중단되었지만 올해 들어 재가동된 점이 하락 압력을 가중시켰다. EU가 자동차 탄소배출 규제 완화를 공식화하는 등 수요 압박이 더해진 가운데 추가적인 공급 조정 소식이 부재하기 때문에 4월에도 리튬 가격이 회복되기는 쉽지 않을 전망이다.

최대 코발트 생산국 콩고,  
4개월간 수출 제한 발표

**코발트:** 세계 최대 코발트 생산국인 콩고는(78% 비중) 2월 22일부터 4개월간 코발트 수출 제한을 발표했다. 이는 코발트 수요 성장이 제한되는 가운데 콩고 내 대형 광산에서 생산량이 급증하면서 코발트 가격이 폭락했기 때문이다. 수출 중단 결정은 향후 재검토되며 그때도 코발트 시장 균형이 맞춰지지 않는다면 1년간 수출 중단이 연장되거나 수출 할당제가 도입될 예정이다.

수출 통제 이후 크게 급등한  
코발트 가격

이 같은 소식이 전해지면서 코발트 가격은 2월 말부터 크게 급등했다. 2월 21일 \$21,930이던 코발트는 3월 19일 \$32,267로 올랐는데, 이는 한 달도 안되어서 47% 상승한 셈이다. 현재 시장에 남아있는 코발트 재고가 6개월치 정도 되기 때문에 4개월의

공급 중단만으로는 가격을 끌어올리기 충분하지 않다는 우려도 제기되지만, 콩고 정부 의지가 강하기 때문에 코발트 가격은 급격하게 반응하고 있다.

**4개월 뒤 수출 중단이  
해제된다면 가격이 오히려  
폭락 할지도**

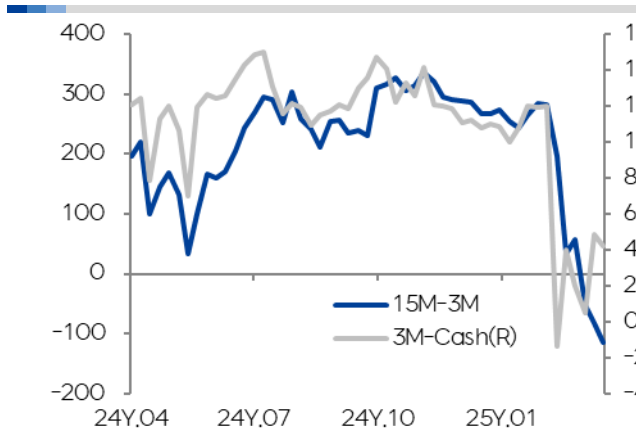
수출 통제 발표 이후 콩고 정부는 지속가능한 공급 억제를 위해 2위 생산국가인 인도네시아와의(10% 비중) 협력 등 여러가지 방안을 고심 중이지만 아직까지 구체적인 정책 방향은 공개되지 않았다. 만약 4개월 뒤 코발트 수출 중단이 해제된다면 단기적으로 급등한 가격이(특히 수산화코발트는 +84% 상승) 오히려 폭락하는 결과가 초래될 수 있기 때문에 정부는 추가 정책 사용 등에 신중한 것으로 보인다.

**장기적으로는 이번 조치가  
자책골이라는 시장의 평가**

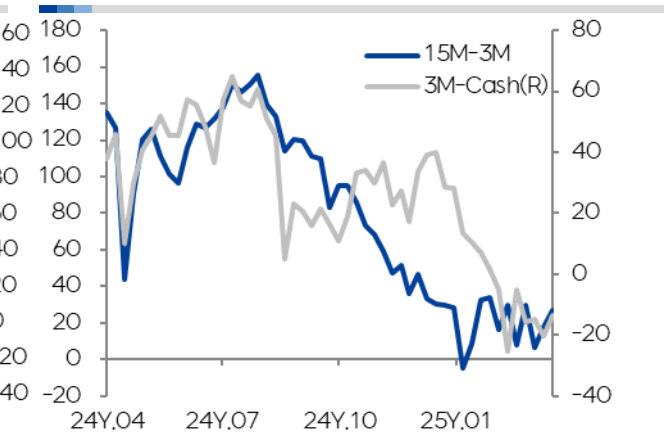
한편 일부 시장 참가자들은 콩고의 이번 수출 금지가 '자책골'이라고 표현하고 있다. 정부가 원했던 대로 단기적으로 코발트 가격이 상승하기는 했지만 같은 이유로 생산업체들이 코발트를 사용하지 않는 배터리를 제조할 유인이 커졌기 때문이다. 4개월간의 수출 중단은 짧은 기간이지만 중장기적으로 NCM을 LFP로 대체할 중요한 동기부여를 제공했을 수도 있다는 판단이다.



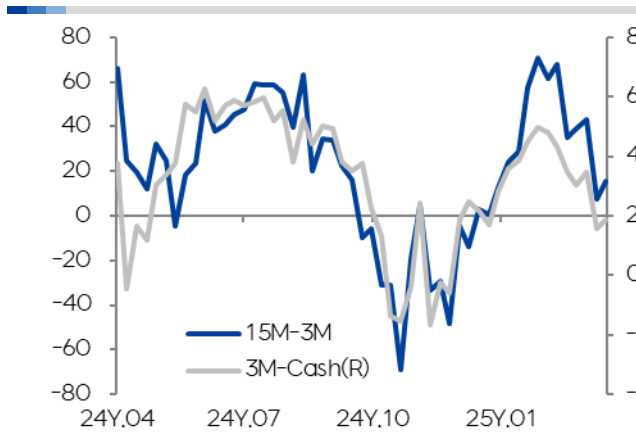
Copper Time Spread



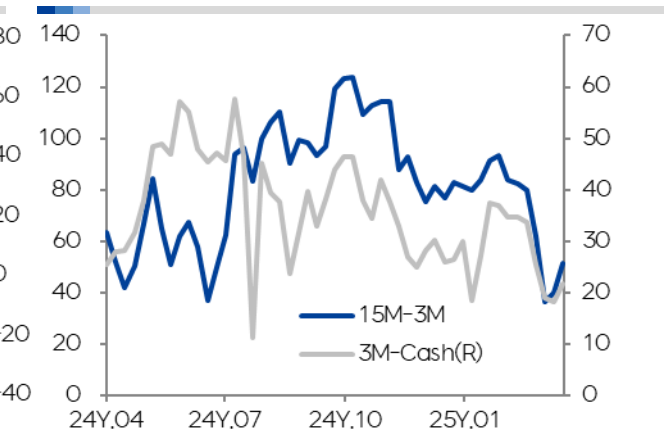
Aluminum Time Spread



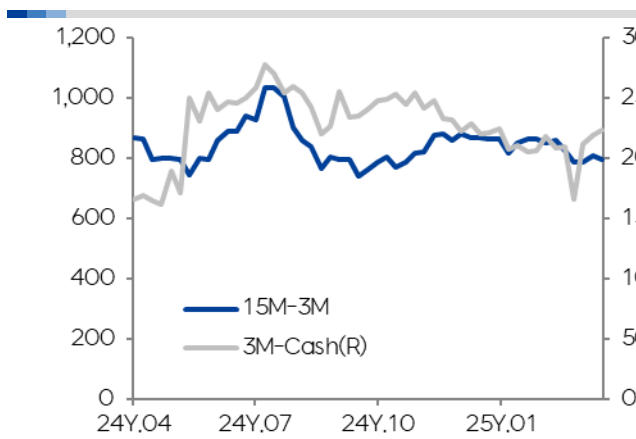
Zinc Time Spread



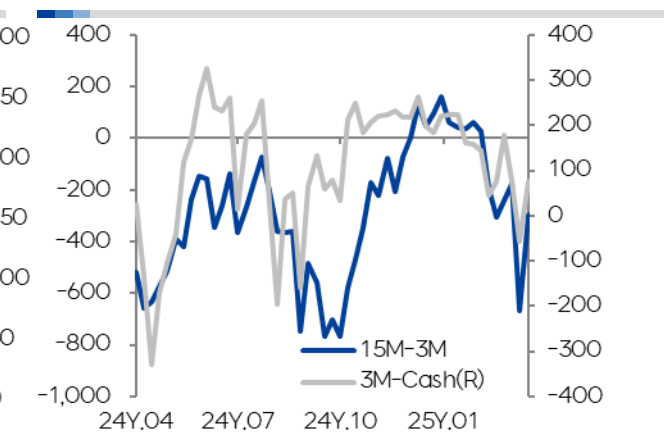
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



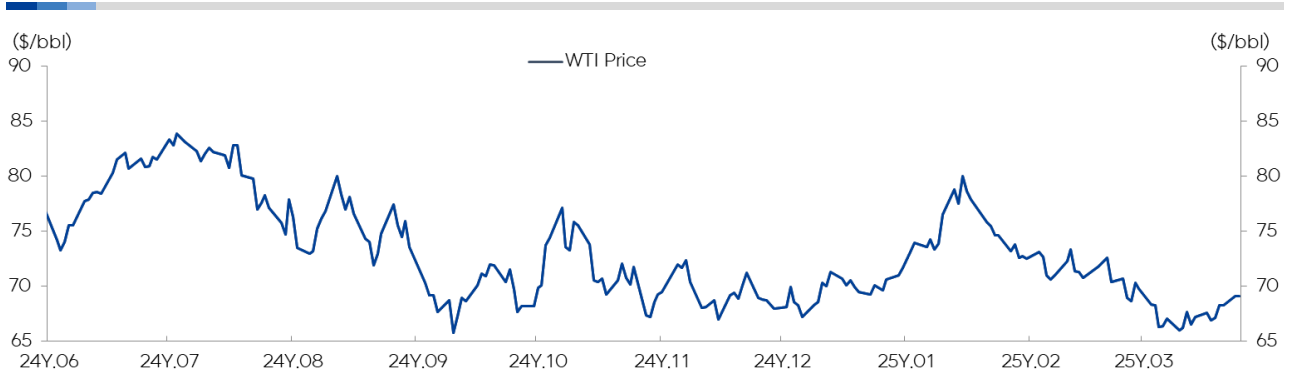
## Crude Oil

### 3월 동향: \$70 이탈 이후 익숙해진 \$60대 후반

#### 지정학적 리스크가 들어올린 시장

월초 OPEC+의 자발적 감산되돌림(증산) 결정이 유가에 강한 하방 압력으로 작용했다. OPEC+에서 2차 자발적 감산에 참여했던 8개국가들은 220만bpd 감산분에 UAE의 증산분 30만bpd를 더해 총 250만bpd를 4월부터 내년 9월까지 점진적으로 매월 13.8만bpd씩 증산하기로 결정했다. 최대 원유 수입국인 중국의 1~2월 원유 수입 규모가 작년 동기 대비 5% 감소한 1,038만bpd를 기록한 점도 유가에 하방 압력으로 작용했다. 하지만 이후 미국과 캐나다간 에너지 관세 이슈가 상호 양보로 유예됐고 후티 반군에 대한 미국의 대대적인 폭격이 지정학적리스크를 부각시켰다. 이후 이스라엘이 헤즈볼라와 하마스와의 일시적 휴전 협상 종료 후 대규모 공격을 감행했고 미국이 이란과 베네수엘라에 강력한 제재를 부과함에 따라 유가에 상승 압력이 더해져 \$70를 위협했다.

차트1. 3월 유가 동향: \$70를 향해



출처: Bloomberg

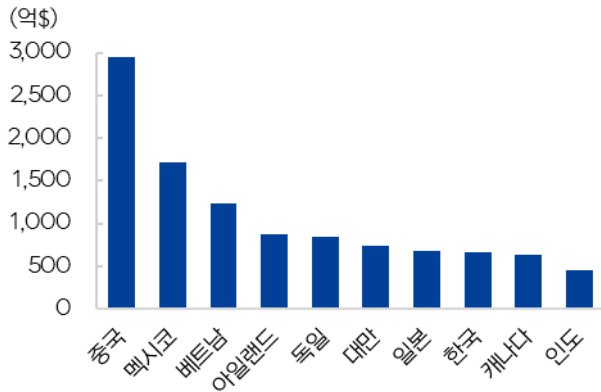
## 제한된 수요와 제한될 공급

### 1. 4월2일 예고된 상호 관세, 에너지는?

#### 4월2일 예고된 미국의 상호 관세

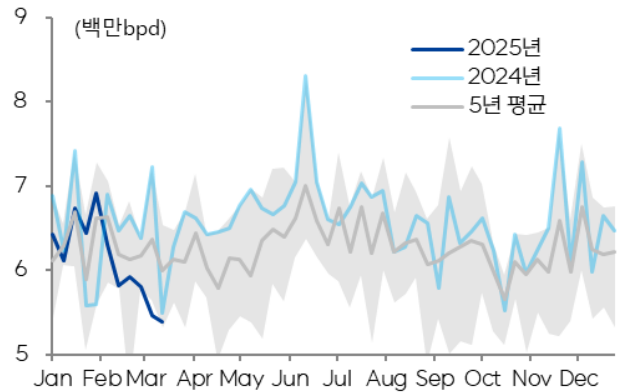
**트럼프 대통령은 4월2일 전세계 국가를 대상으로 상호 관세를 예고했다.** 특히 이번 관세 조치는 무역 적자 규모가 큰 국가들을 중심으로 표적화된 관세가 먼저 발표되고 향후 일부 품목이나 기한을 두고 유연하게 협상을 진행하기로 한 만큼 관련 불확실성이 부각되며 에너지 가격에도 상당한 영향을 줄 가능성이 높다. 특히 이번 상호 관세는 최우방국이나 최우선 동맹국, 전략적 관계, FTA와 상관없이 예외없는 관세 부과를 예고하고 있어 특히 불안을 더한다. 또한 상호 관세 부과시 단순 관세뿐 아니라 상대국의 검역 정도나 보조금 등 비관세 장벽까지 함께 고려할 예정인 점도 주요 변수로 작용할 전망이다.

차트2. 미국 무역 적자국 Top 10



출처: 미 상무부

차트3. 미국의 원유 수입 현황



출처: 삼성선물

**전체 미국 원유 수입에서 캐나다와 멕시코가 차지하는 비중 높아**

원유에 국한해서 살펴보자. 현재까지 발표된 자료들을 종합해보면, 미국은 4월2일부터 캐나다 원유에 10%, 멕시코 원유에 25% 관세를 적용할 계획이다. 그 이전까지는 미국 멕시코 캐나다 협정(USMCA)에 따라 원유와 같은 에너지 자원에 대해 무관세 정책을 유지해왔다. 고로 이번 신규 관세가 적용될 경우 캐나다산에는 10%, 멕시코산에는 25%의 관세가 적용된다. 작년 기준 미국은 전체 원유 수요(1,600만bpd)에서 1,300만bpd를 생산, 400만bpd를 수출하고, 600만bpd를 수입했다. 캐나다는 미국 전체 수요의 25%인 400만bpd 가량을 수출한다. 관세 부과시 캐나다 원유 의존도가 높은 중서부 지역을 중심으로 가솔린 가격이 갤런당 15~30센트 상승이 유발될 수 있다. 또한 중질유 주요 수출국들인 중동 국가들에 다시 의존하거나 정유시설 가동률을 낮추는 전략을 택해야 할 것이다.

**미국도 에너지에 대해서는 조심스러운 입장**

다만 미국이 다시 70년대와 같이 경쟁국인 OPEC에 대한 의존도를 높이는 정책으로 선회할 가능성이 낮기 때문에 원유 관련 관세는 유예될 가능성이 높다. 쌍방 관세 부과시 미국산 원유 수출의 7%, 석유 제품 수출의 12.7%를 차지하는 캐나다도 추가 관세를 부과해 결국 그 피해는 다시 미국에 되돌아 올 것이다. 멕시코산 원유는 미국 전체 수요에서 5%에 불과하나, 멕시코는 미국의 가장 큰 석유 제품 수출국(27.9%)이다. 만약 멕시코가 미국과 25% 쌍방 관세로 맞설 경우 미국 정유업체가 입는 피해가 더 클 가능성이 높다. 캐나다와 멕시코 에너지 관세는 실익 측면에서 그 효율성이 크게 떨어지고 에너지 물가를 단기내 자극할 가능성이 높기 때문에 유예될 가능성이 높다고 판단한다.

**II.OPEC+ 감산 되돌림 시작과 보상 플랜: 복잡해진 셈법**

**4월 예정된 OPEC+의 감산 되돌림**

OPEC+가 4월부터 예정된 감산되돌림을 시작할 예정이다. 증산 결정 배경에는 수요 개선 기대도 어느정도 작용했지만, 트럼프가 주도 중인 이란과 베네수엘라 제재가 유가 하단에 강한 지지요인으로 작용한 측면이 있다. 먼저 현재 OPEC+의 감산 계획을 살펴보자. 현재 OPEC+는 총 586만bpd의 감산을 진행 중이다. 200만bpd의 공식 감산과 1차 자발적 감산분인 166만bpd, 2차 자발적 감산분인 220만bpd다. 지난 12월 OPEC+ 회의에서 OPEC+의 공식 감산 합의분인 200만bpd와 자발적 1차 추가 감산분 166만bpd는 기존

2025년 말에서 2026년 말로 늦추는데 합의했고, 2차 자발적 감산분인 220만bpd와 UAE의 추가 증산 약속분 30만bpd에 대해서는 4월부터 2026년 9월까지 매월 13.8만bpd씩 증산하기로 했다. 원래는 12개월에 걸쳐서 감산 되돌림이 진행될 예정이었으나 18개월동안 증산하는 것으로 변경했다. 이는 시장에 부담을 덜어주기 위해 증산 속도 조절에 나선 결과로 풀이된다.

차트4. OPEC+의 감산 되돌림 플랜

Country	2025										2026								Required Production Level as per 38 <sup>th</sup> ONOMM (1)
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec	
Algeria	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1,007
Iraq	4,012	4,024	4,037	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110	4,122	4,134	4,147	4,159	4,171	4,183	4,196	4,208	4,220	4,431
Kuwait	2,421	2,428	2,436	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481	2,488	2,496	2,503	2,511	2,518	2,526	2,533	2,541	2,548	2,676
Saudi Arabia	9,034	9,089	9,145	9,200	9,256	9,311	9,367	9,422	9,478	9,534	9,589	9,645	9,700	9,756	9,811	9,867	9,922	9,978	10,478
UAE	2,938	2,963	2,989	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144	3,169	3,195	3,221	3,246	3,272	3,298	3,324	3,349	3,375	3,519
Kazakhstan	1,473	1,477	1,482	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509	1,514	1,518	1,523	1,527	1,532	1,536	1,541	1,545	1,550	1,628
Oman	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841
Russia	9,004	9,030	9,057	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	9,214	9,240	9,266	9,292	9,318	9,344	9,371	9,397	9,423	9,449	9,949

출처: OPEC

3월 회의에서 새롭게 제시된 보상 플랜

이후 3월 회의에서 기존에 감산합의를 제대로 이행하지 않았던 국가들이 Compensation plan을 OPEC+에 냈다. 내용을 살펴보면 그간 감산 합의 내용을 충실하게 지키지 않았던 이라크를 비롯해 러시아와 카자흐스탄 등에 보상플랜을 주도할 전망이다. 이번 플랜이 적용될 경우 월 기준으로 적게는 18.9만bpd에서 많게는 43.5만bpd의 감산이 적용될 전망이다. 앞서 OPEC+가 매월 13.8만bpd씩 감산을 예고했다. 얼핏보면 월 13.8만bpd의 감산을 Compensation plan상의 보상 플랜과 1대1로 비교해 자칫 오히려 감산을 더 하는 것처럼 보일 수 있다. 하지만 모든 8개 국가들이 보상 플랜을 매우 잘 지킬것을 가정하더라도 4월과 5월을 제외하면 모두 전월보다 높은 생산량을 보일 것이다. 결국 이번 보상 플랜은 초반에는 어느정도 역할을 하겠지만 시간이 지날수록 누적되는 OPEC+의 증산 효과를 극히 일부만 상쇄할 것이다. 물론 이마저도 감산 합의를 지키지 않아서 내놓은 "자발적 보상 플랜"이 제대로 지켜진다는 가정이 포함된다.

차트5. OPEC+ 2차 자발적 감산 참여국들의 보상 플랜

	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Total
Algeria																	1,954
Iraq	116	116	135	130	120	115	120	120	120	120	123	123	123	123	125	125	141
Kuwait		8	15	23	30	38	27										141
Saudi Arabia	15	9	6														30
UAE		5	10	10	10	10	10	10	20	20	33	33	33	50	55	56	365
Kazakhstan	38	53	57	72	66	81	85	90	84	49	39	38	40	38	42	36	908
Oman	5	7	10	12	14	18	20	13									99
Russia	25	51	76	102	127	152	173										706
Total	199	249	309	349	367	414	435	233	224	189	195	194	196	211	222	217	4,203

출처:OPEC

차트6. 월별 실제 적용될 OPEC+ 감산되돌림과 보상 플랜 효과

(만bpd)	2025년										2026년								
	04월	05월	06월	07월	08월	09월	10월	11월	12월	01월	02월	03월	04월	05월	06월	07월	08월	09월	
증산 예정	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	138.9	
누적 증산 규모	139	278	417	556	694	833	972	1,111	1,250	1,389	1,528	1,667	1,806	1,944	2,083	2,222	2,361	2,500	
보상 플랜	-249	-309	-349	-367	-414	-435	-233	-224	-189	-195	-194	-196	-211	-222	-217				
순효과	-110	-31	68	189	280	398	739	887	1,061	1,194	1,334	1,471	1,595	1,722	1,866	2,222	2,361	2,500	

출처: 삼성선물

### III. 지정학적 리스크: 이스라엘 작사 미국 작곡

#### 세계의 전쟁

미국과 이스라엘이 주도하는 지정학적 리스크가 유가 하단을 강하게 지지하고 있다. 겉으로는 평화를 이야기하지만 겁박을 통한 일방적인 통보와 무차별한 공격과 함께하는 협상 아닌 협상을 진행 중이다. 현재 진행중인 전쟁 이슈는 크게 세개다. 이스라엘과 헤즈볼라, 이스라엘과 하마스, 그리고 러시아와 우크라이나다. 이란의 대리격인 하마스 와 헤즈볼라는 일시 휴전 협상 이후 다시 이스라엘과의 전쟁이 시작되는 분위기인 반면, 미국 주도하의 러시아-우크라이나 휴전 협상은 마무리 단계에 이르렀다. 하나씩 자세히 살펴보겠다.

#### 1. 이스라엘과 헤즈볼라

이스라엘과 헤즈볼라간의 무력 충돌은 간헐적으로 있어왔지만 2023년 10월 7일 하마스가 이스라엘에 대대적인 공격을 개시한 후 양측의 공방이 본격적으로 이루어졌다. 이후 두 세력간의 이스라엘과 레바논 국경 인근에서의 크고 작은 마찰은 있었지만 국지전이 본격화된 시점은 작년 10월부터다. 이스라엘은 침공 수주 전부터 헤즈볼라 통신장비를 폭발 시키고, 주요 사령관들과 지휘체계를 무너뜨린 후 대규모 병력을 레바논에 투입했다. 이후 공격능력 대부분을 상실한 헤즈볼라는 이스라엘과 60일간의 휴전 협상을 체결했다.

차트7. 이스라엘과 헤즈볼라 전쟁 타임라인

주요 이벤트 정리	
2023년 10월 07일	하마스와 헤즈볼라, 이스라엘 총공세
2024년 04월 15일	헤즈볼라 이스라엘 내 공격 가능성 시사
2024년 07월 27일	헤즈볼라, 골란 고원(이스라엘 북부) 미사일 발사
2024년 08월 25일	이스라엘 헤즈볼라 공습과 헤즈볼라의 대규모 공습
2024년 09월 17일	헤즈볼라 통신장비 폭발 사건
2024년 09월 20일	이브라힘 아킬 헤즈볼라 사령관 암살
2024년 09월 27일	하산 나스랄라 헤즈볼라 지도자 암살
2024년 10월 01일	이스라엘의 레바논 침공, 레바논 미사일 수백기로 반격
2024년 10월 03일	새 지도자인 하셈 사피에딘 헤즈볼라 지도자 암살
2024년 11월 27일	이스라엘과 헤즈볼라 60일간 휴전 협상 체결
2025년 03월 22일	휴전 합의 후 4개월만에 최대 규모의 교전

출처: 삼성선물 정리

#### 다시 재개된 전쟁

하지만 금년 3월22일 이스라엘과 헤즈볼라가 휴전 합의 4달만에 최대 규모 교전을 시작했다. 이스라엘군의 주장에 따르면 레바논 남부에서 대규모 로켓 공격이 시작되었고 이에 대응하기 위해 레바논 남부 위치한 헤즈볼라 지휘본부, 로켓 기지, 무기고 등 수십 곳을 타격했다. 레바논 정부와 헤즈볼라 모두 이례적으로 이번 공격은 전혀 무관하다고 성명을 발표했다. 작년 11월 27일 합의한 60일간의 휴전안에 따르면, 이스라엘과

헤즈볼라군이 레바논 남부 인근에서 철수하고 레바논 정규군과 유엔평화유지군만 남는데 합의 했다. 하지만 이스라엘측은 헤즈볼라 잔당들이 여전히 남부에 숨어 있다며 레바논 정부가 약속을 제대로 이행하지 않았다고 주장해왔다. 이번 공방이 다시 주목받은 이유는 소강상태에서 힘들게 봉합했다고 여겨졌던 헤즈볼라와의 무력 마찰이 더욱 확산될 수 있기 때문이다.

차트8. 이스라엘군, 가자 지구 주위로 새로운 소개령 발동



출처: Israel Defense Forces

차트9. 수십년간 이스라엘과 팔레스타인 지도 변화



출처: AP

## 2. 이스라엘과 하마스

더 큰 문제는 가자지구에서 진행 중인 이스라엘과 하마스의 전쟁이다. 앞서 언급된 이스라엘과 헤즈볼라를 침공이 아닌 이스라엘과 레바논 국경 인근에서의 공방이라면 이스라엘과 하마스는 사실상 이스라엘군이 명목상 승리 후 주둔하며 영향력을 행사 중이라는 점에서 성격이 완전히 다르다. 힘의 굴복에 따른 일시 휴전이지만 이마저도 이스라엘이 원하는대로 흘러가는 모양새다. **이스라엘이 공식적으로 선포하지는 않았지만, 지난 수십년간 이스라엘의 팔레스타인 점령 행보를 감안했을때 이번 하마스 전쟁의 최종 목표는 가자지구의 완전한 점령일** 가능성이 높다.

### 1단계 연장 혹은 2단계 협상 재개

이스라엘과 하마스의 1단계 휴전 협상은 3월1일부로 종료됐다. 1단계에서는 42일간 휴전과 인질 일부 맞교환에 합의했으며, 2단계에서는 이스라엘군의 완전한 철군과 종전 그리고 모든 인질의 교환을, 3단계에서는 향후 종전 이후의 발전 방향과 통치 체계 구축에 대해 논의할 예정이었다. 하지만 갑작스럽게 미국 트럼프 대통령이 중재자를 자처하며 개입하기 시작했고 그 과정에서 뜬금없이 가자지구 주민들 230만명 영구 강제 이주와 미국의 리조트 투자를 주장했다. 그러면서 2단계 협상이 아닌 1단계 휴전 협상의 연장을 4월20일(유월절과 라마단 종료일)까지로 제시하고 인질 일부를 추가 송환할 것으로 제시했다. 트럼프 중동특사인 윌트코프는 50일 휴전 연장(1단계 휴전 합의 연장)에 합의하면 하마스가 인질 절반을 풀어주고 이후 영구 종전에 합의하면 나머지 인질을 석방하는 방안을 제시한 바 있다. 당연히 협상은 하마스의 반대로 흐지부지되기 시작했고 이스라엘에 가자 지구 공격의 빌미를 제공했다. 이스라엘은 가자지구 전역에 걸쳐 대대적인 지상군 투입과 폭격을 단행했다. 이후 하마스는 1단계 휴전 연장안도 고려 중이라며 입장을 선화했으나 미국을 등에 업고 기세등등해진 **이스라엘은 모든 인질을 석방할 때까지 공격을 지속했고 가자지구 영구 점령을 시사하는 등 전방위로 공세를 넓히는 중이다.**

### 결국 돌고 돌아 이란

**가자지구 전쟁이 원유시장에서 주목받고 있는 또다른 이유는 이란과도 얽여있기 때문이다.**



미국과 이란은 현재 미국 트럼프 대통령의 반협박 속에 핵협상을 물밑으로 진행 중이다. 트럼프 대통령은 이란 최고종교지도자 하메네이에게 3월5일 보낸 편지에서 이란의 핵합의를 촉구하며 무력이 아닌 외교적 협상을 요구했다. 하지만 편지에 2개월의 시한이 끝나면 이란 핵 관련 시설 등에 대한 미국의 군사적 행동 가능성을 시사한 것으로 알려져 사실상 무력을 동원한 협박으로 이란 언론들은 평가하고 있다. 홍해 후티 반군은 이스라엘과 하마스 휴전 협상이 지지부진해지자 이스라엘 선박 공격과 이를 호위하는 미군함 공격을 시작했는데, 이후 미 해군은 압도적인 화력으로 예멘 후티 반군 본거지를 여러 차례 초토화 시켰다. 사실상 이란에게 강력한 경고를 보낸 셈이다. 폭격 직후 트럼프 대통령은 이란에게 향후 후티 반군의 추가 공격시 이를 이란이 한 것으로 간주하겠다고 경고했다. 미국은 향후 후티 반군의 무력 시위와 이란의 군사적 반발을 의식해 4월부터 핵항공모함인 칼빈슨호를 추가 배치하고 또다른 핵 항공모함 트루먼호의 주둔 기한도 한달 연장하면서 이란을 압박하고 있다. 이란의 최대 무기인 핵 프로그램을 완전하게 포기할 수 있을까? 아마 어려울것이다. 그럼 협상 거절을 빌미로 미국은 이란에게 원유 관련 제재를 강화시킬 명분을 제공할 것이다

차트10. 이란 원유 생산과 수출

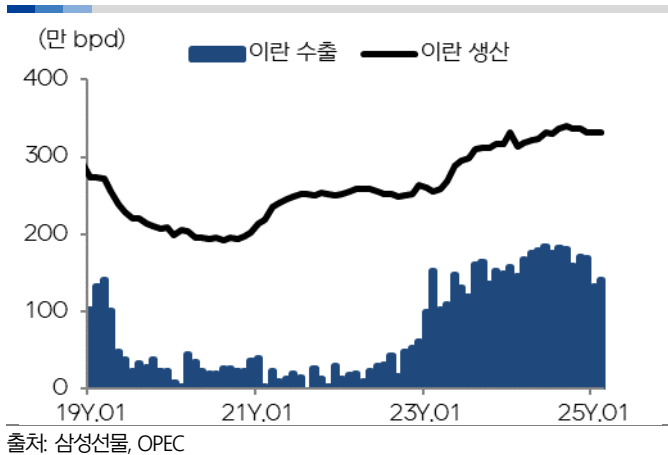
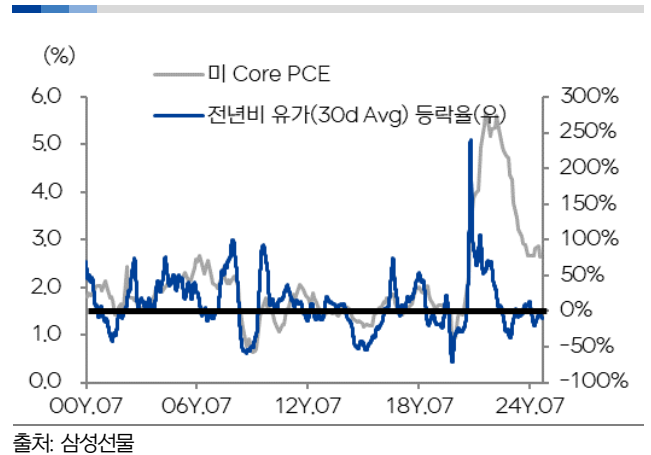


차트11. 미 Core PCE와 유가

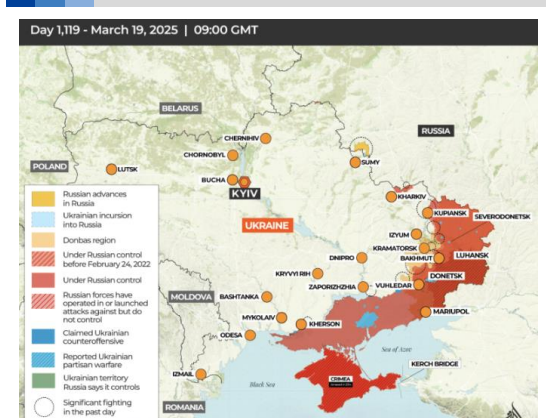


미국이 제재로 얻는 것은?

미국은 이미 이란에 강한 수출 규제(제3자 제재)를 함께 진행 중이다. 트럼프 정부는 금리 인하를 원하는데 에너지 물가에 상방 압력으로 작용할 수 있다는 점에서 의문이 생길 수 있다. 하지만 전반적인 물가가 안정화되었고 원유 관련 수요가 뚜렷하게 개선세를 보이지 않아 하방 압력에 더욱 노출되어 있는 상황이다. 단기적으로는 유가 지지를 통해 4월부터 예정된 OPEC+의 감산 되돌림의 발판을 마련해 주었고, 장기적으로는 향후 미 세일 업체들에게 보조금 지급과 세금 감면 수출처 확보 이후 원활한 증산을 할 수 있는 환경을 조성해주는 셈이다.

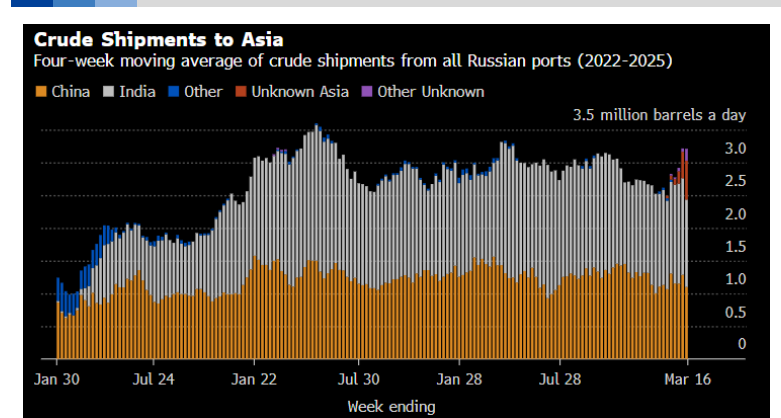


차트12. 러시아-우크라이나 전쟁 지도



출처: AlJazeera

차트13. 러시아 해상원유 수출 총착지



출처: Bloomberg

3.러시아와 우크라이나

사우디에서 열린 미국-우크라이나, 미국-러시아 회의에서 미국의 적극적인 셔틀외교 개입으로 나름의 성과가 있었다. 협의 내용에는 흑해에서 안전한 항해를 보장하고 무력 사용을 배제하며 군사 목적으로 상업 선박을 사용하지 않기로 합의했으며 30일간 에너지 인프라 공격에 대해서도 상호 공격 중단에 합의했다. 정유공장과 저장시설, 석유 가스관, 발전소 등 전력 생산과 송전 시설, 원자력발전소와 수력 발전소 등이 포함되며 공격 중단 기간은 다음달 17일까지다. 향후 추가적인 합의로 그 기한을 연장할 수 있지만 중간에 한쪽이 공격할 경우 다른 쪽은 합의를 즉시 철회가 가능하다는 조항도 추가했다. 다만 러시아는 이번 합의가 제대로 이행되기 위해서는 러시아 국영은행을 비롯해 선박과 식품 관련 업체들에 대한 서방 제재가 해제되고 러시아 금융기관이 국제결제 시스템이 다시 연결되어야 이행할 수 있다고 주장했다. 미국도 이에 협력하겠다고 합의했다. 이번 미국의 주도의 협상으로 종전에 한발자국 더 가까워졌다는 점에서 긍정적이거나 셔틀 외교의 한계(의견 조율에 대한 시간적 딜레이)와 참여하게 대립 중인 영토 문제와 원전 문제, 그리고 안보 문제에 대한 3국의 이견이 크기 때문에 완전한 종전 합의까지는 다소 시간이 소요될 전망이다.

**결론: 하단 지지력에 단기 반등 기회**

이미 예견된 OPEC+의 증산, 이에 대응하는 하단 지지 이슈들

OPEC+의 4월 증산은 예고한대로 진행될 예정이다. 한달 기준 평균 13.8만bpd씩의 증산이므로 4월 총 시장에 추가되는 물량은 한달 기준 416만 배럴 가량이 된다. 앞서 서술한 바와 같이 Compensation plan이 적용될 경우 실제 시장에 풀리는 물량이 3월보다 줄어 들 수 있다. 다만 과거에는 잘 지켜지지 않았던 보상 플랜을 8개국 이 이번에는 제대로 지킨다는 가정이 들어간다. 원유 수요 측면에서는 아직 딱히 개선된 점이 없지만 유예될 가능성이 높은 에너지 상호관세 부과로 인한 불확실성 고조와 지정학적 리스크가 계속해서 유가 하단에 강한 지지요인으로 작용할 전망이다. 이스라엘이 최근 주도하는 헤즈볼라와 하마스 공습과 더불어 미국과 이란간의 핵협상 관련 갈등이 4월에 수면위로 올라올 가능성이 높다. 미국의 OPEC 면제국들(이란과 베네수엘라)에 대한 제재 강화가

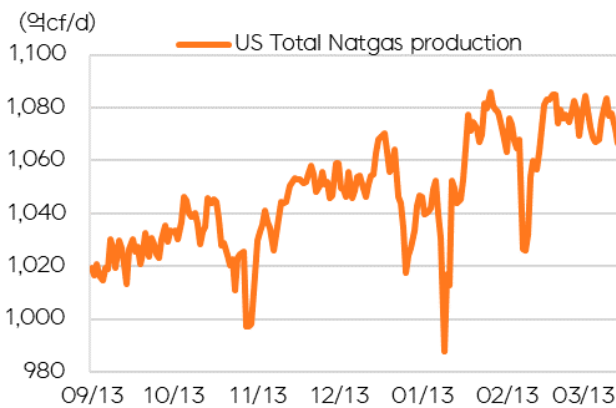
향후 더욱 강화될 가능성이 높은 가운데 유가는 공급 제한 이슈 반영해 4월 \$70 저항선 위협에 나설 가능성이 높다.

### Natural Gas

#### 2월 때어난 한파와 LNG 수요 선방

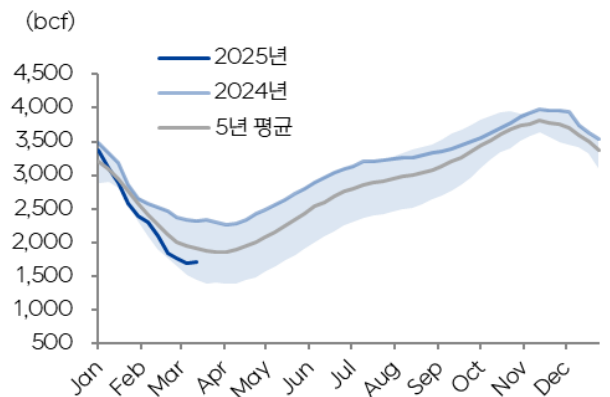
천연가스 가격은 3월에도 예년보다 높은 수준의 가격대를 유지했다. 월초 제트기류 약화로 일부 지역 깜짝 한파가 예고되고 LNG 수출도 역대 최고치를 기록함에 따라 \$4를 다시 강하게 돌파했다. 또한 캐나다와 에너지 관세 이슈가 부각되면서 가격은 \$4.9/MMBtu까지 치솟았다. 하지만 이후 캐나다와의 무역 마찰 완화와 온화한 날씨 영향에 천연가스 가격이 빠르게 안정화됐고, 이후 깜짝 재고 빌드업과 Freeport LNG 항구의 Feed Gas Inflow 감소로 \$3 후반까지 조정받았다.

차트14. 가격에 반응하지 않는 생산



출처: 삼성선물

차트15. 여전히 낮은 재고 다만 그 갭을 줄이는 중

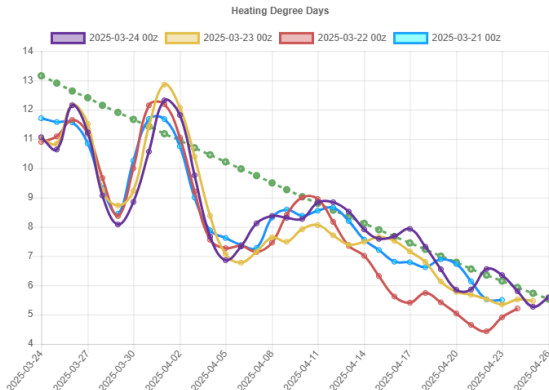


출처: 삼성선물

#### 예년 수준으로 회귀중인 재고

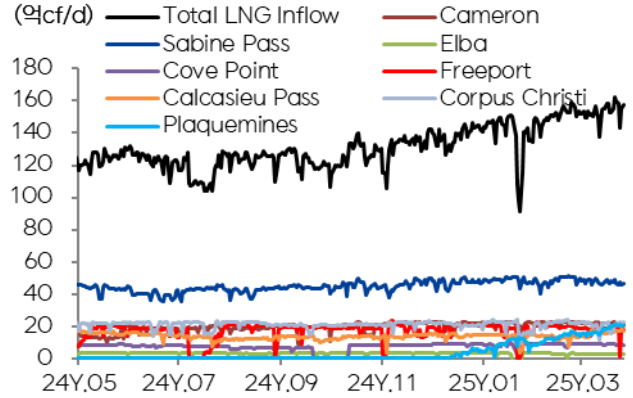
미국 천연가스 재고는 작년 겨울 극심한 추위와 생산차질, 그리고 꾸준히 증가한 LNG Inflow 영향에 여전히 5년 평균(1,910bcf) 대비 9% 가량 낮은 1,707bcf 수준을 기록하고 있다. 다만 최근 주춤해진 LNG Inflow 증가세와 봄철 천연가스 비수기에 본격적으로 접어들면서 예년보다 빠른 재고 반등을 보이고 있다. 최근 날씨 예보를 감안하면 재고 증가 폭이 더욱 가팔라지면서 4월 중 예년 수준을 보일 가능성이 높다. 통상적으로 본격적인 비수기에 접어드는 4월부터 재고가 증가하나 온화한 날씨로 그 시점이 2주정도 앞당겨지는 흐름을 보이고 있어 천연가스 가격 상승을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다.

차트16. 4월 날씨는 Bearish 요인



출처: Truewx

차트17. LNG 증가 여부가 주요 변수로 자리잡을 전망

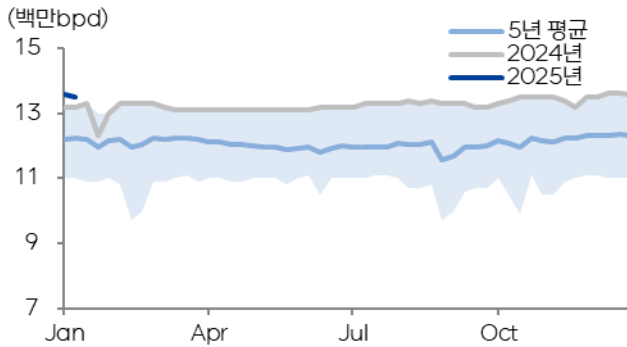


출처: 삼성선물, Bloomberg

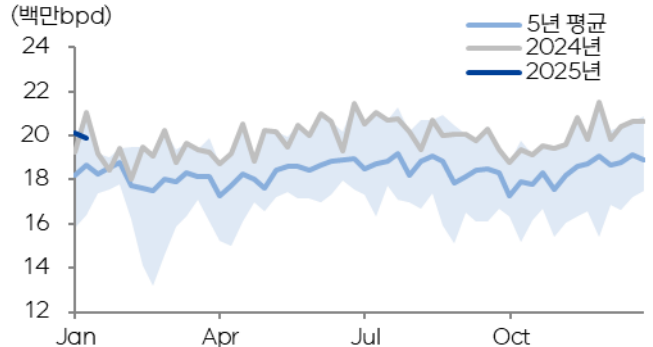
낮아진 수요와 남은 변수들

4월은 난방 관련 수요(HDDs)와 냉방 관련 수요(CDDs)가 모두 낮은 달이다. 일 기준으로 난방 수요는 겨울철 피크 대비 20% 수준이고 냉방 수요도 온화한 날씨로 거의 전무하다. 고로 다음달 천연가스 가격은 날씨 영향보다는 LNG 수출향으로 향하는 Inflow 변화나 생산, 그리고 관세 관련(캐나다 미국 전체 수요의 7% 수출) 이슈에 다소 민감하게 반응할 가능성이 높다. 미국 LNG 수출 캐파가 트럼프 행정부들어 빠르게 증가해 역대 최고치를 기록 중인 가운데, LNG 비수기 시즌에도 LNG Inflow 증가세가 유지될지 여부와 예년보다 \$1.5/MMBtu 가량 높아진 가격이 수개월간 지속되는데 따른 생산 변화 움직임, 그리고 4월2일 예정된 캐나다산 천연가스에 10% 관세 부과 여부 등의 추가적인 확인이 필요하다. 다만 큰 틀에서는 수요 감소에 따른 하방 압력이 천연가스 가격에 크게 작용할 가능성이 높기 때문에 4월 천연가스 가격은 \$3 중반 지지력을 테스트할 전망이다.

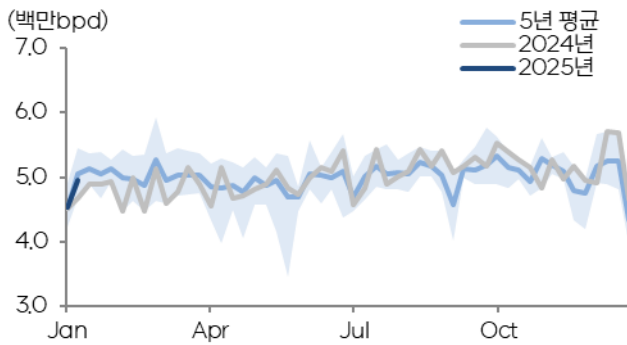
미국 원유 생산 (5년 Range)



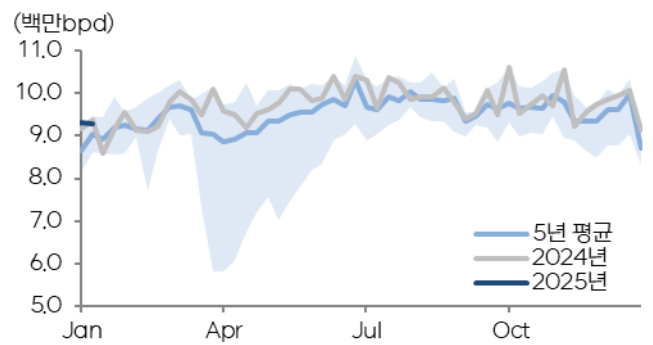
미국 원유 수요 (5년 Range)



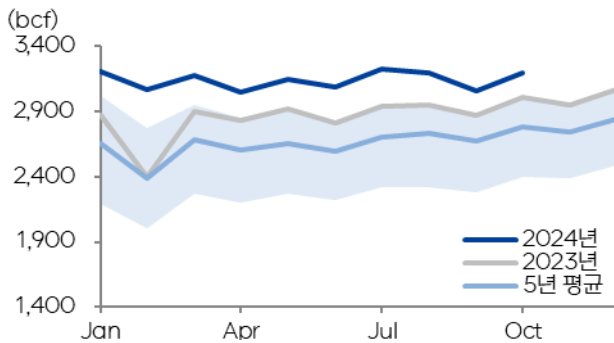
미국 정제유 수요 (5년 Range)



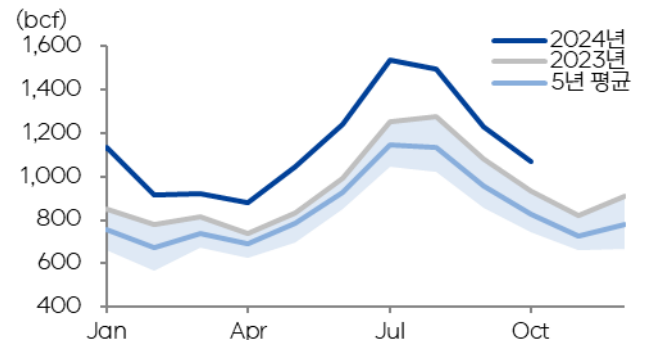
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



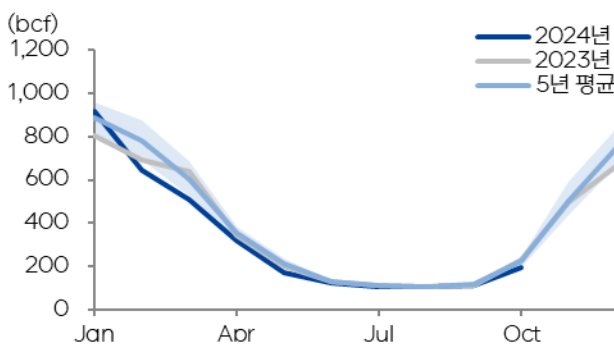
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



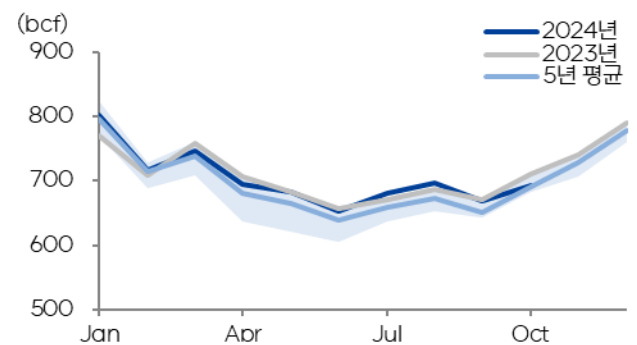
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

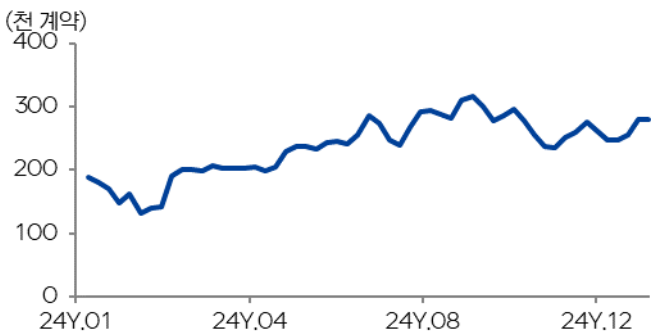
금 가격 추이



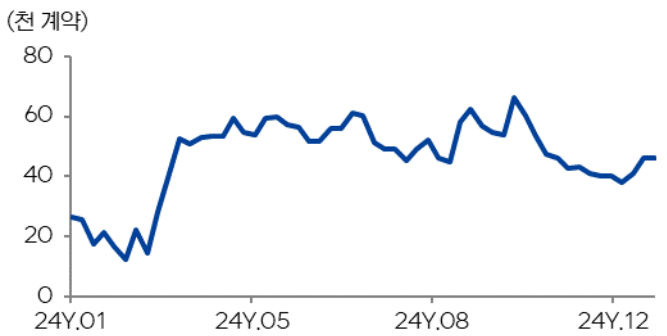
은 가격 추이



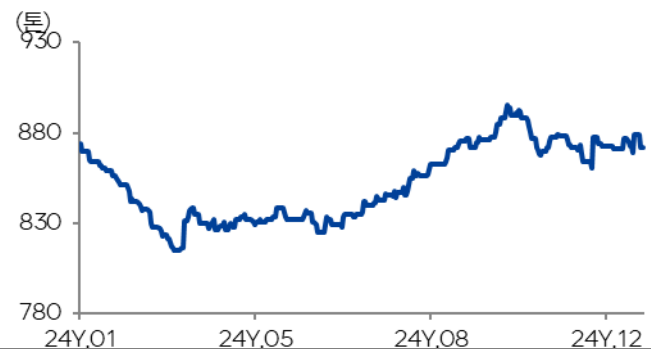
금 비상업적 순매수 포지션



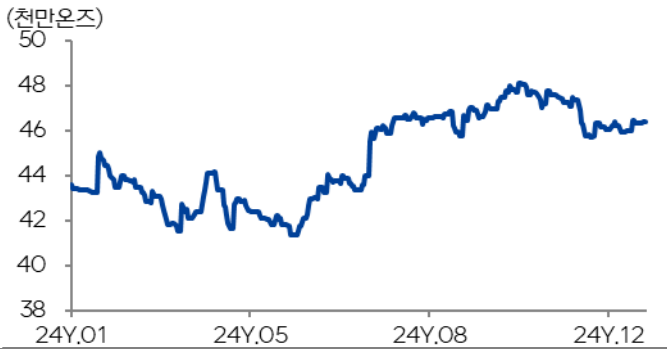
은 비상업적 순매수 포지션



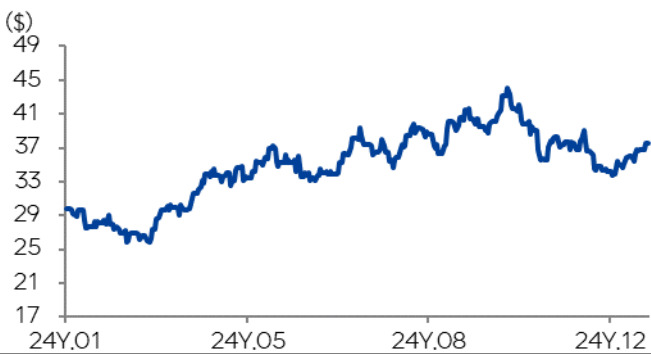
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

