

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 수석연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

다시 개선되는 투심

- 미국 침체 경계 vs 금리 인하 기대
- 또다시 지연되는 중국 경제 회복
- 구리 시장을 뒤흔드는 칠레 광산 파업
- 중국 구리 대량 공급과 LME 재고 급증
- 강력한 중국 알루미늄 수급과 공급 과잉 우려
- 하강 국면에 진입한 중국 STS 산업
- 아연 TC 하락과 중국 제련소 감산 돌입

원유

시장은 OPEC+의 증산을 맞이할 준비가 됐나?

- 실망만 안겨준 OPEC+ JMMC 회의
- 추가 공급에 대한 우려
- 매달 18.33만bpd씩 늘어날 공급
- 1년 뒤 전세계 공급량이 2.2% 추가되는 셈
- 되돌림을 다시 되돌릴 수도 있을 것이라는 기대
- 잦아든 이란과 이스라엘간의 확전 우려
- 부진한 중국 수요, 그래도 여전히 중국이다
- 상승 모멘텀의 부재

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, 8/27 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율

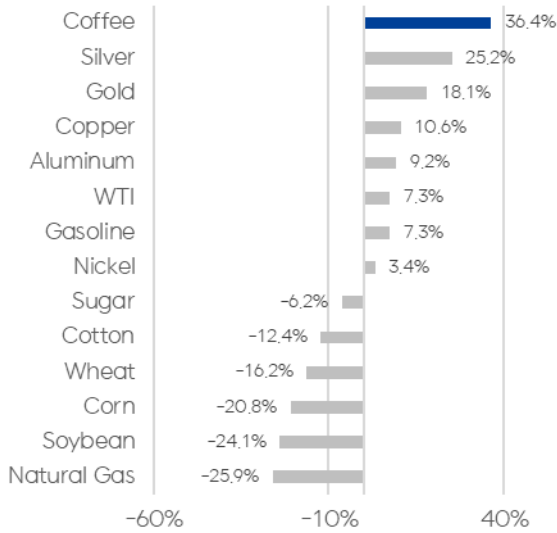
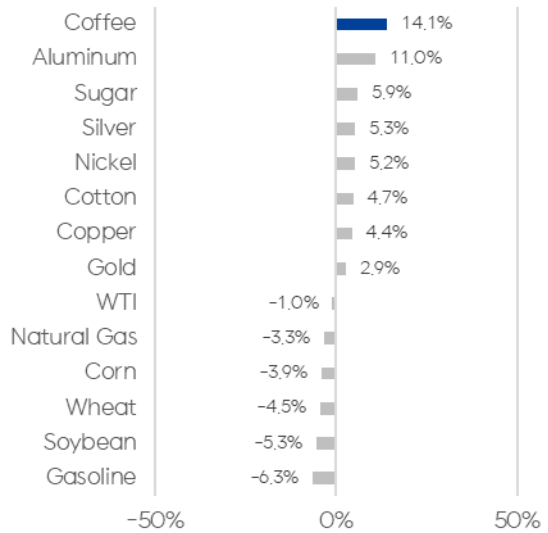


차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

출처 : Bloomberg

Commodities CFTC 포지션 분석

차트3. Non-Commercial 포지션 Z-score

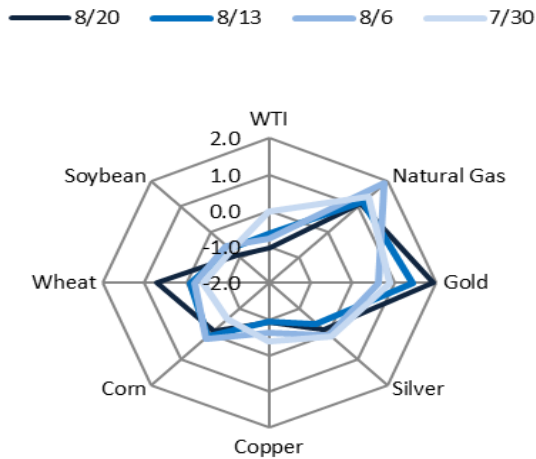
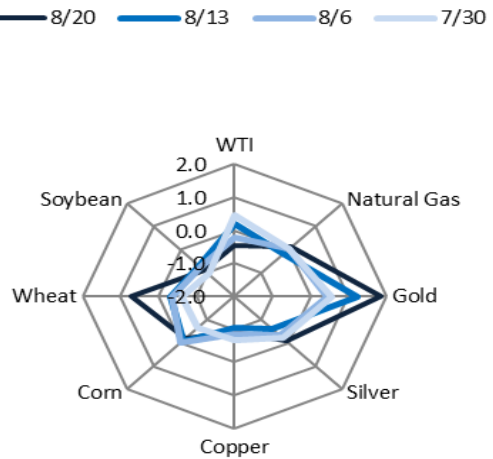


차트4. Managed Money 포지션 Z-score



출처 : CFTC, 삼성선물

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

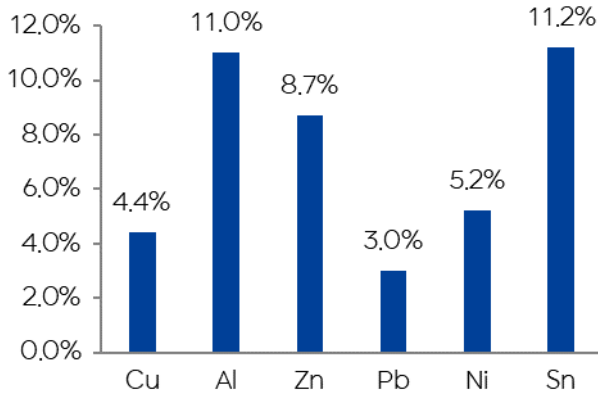
Base Metal

8월 동향

**침체 우려에 매도 압력
우세했지만 금리 인하 기대에
상승한 8월 비철**

월 초 비철 가격은 중국과 미국 경기 침체 공포에 매도 압력이 우세했으나 침체 우려가 과도했다는 평가가 주를 이루면서 안정을 찾았다. 월 중반에는 미국 소매판매 지표 호조와 신규 실업수당 청구 건수 둔화 등 양호한 경제지표에 위험 선호 분위기가 우세해지면서 상승세가 이어졌다. 월 말 잭슨홀 미팅을 대기하며 달러화 가치가 떨어지기 시작했고 비농업 고용의 하향 조정 발표와 파월 의장의 금리 인하 시사에 달러 약세가 이어졌는데, 이는 곧 비철 가격에 상승 압력으로 작용했다.

차트 1. 8월 비철 가격 등락률(24.08.01 ~ 24.08.27)



출처: Bloomberg

차트 2. 2024년 LMEZ 지수



출처: Bloomberg

9월 전망

미국 침체 경계 vs 금리 인하 기대

**비둘기파적 파월에 높아진
9월 빅컷 가능성**

8월 잭슨홀 연설에서 파월 연준 의장이 기대보다 더 비둘기파적인 모습을 보이면서 9월 FOMC에서의 빅컷 가능성이 높아졌다. 파월 의장은 인플레이션 상승 위험이 감소한 반면 고용 하락 위험이 증가했다는 이유로 정책 조정의 필요성을 알렸고, 시장의 증론은 파월 의장이 인하폭을 25bp로 제한하고 있지 않다는 것으로 모아졌다. 이는 파월 의장이 △여러 연준 위원들의 발언에서 등장했던 점진적인(gradual), 체계적인(methodical) 등의 표현을 사용하지 않았으며 △노동 시장이 더 냉각되는 것을 추구하거나 환영하지 않는다며 고용을 지키겠다는 확고한 의지를 밝혔다는 데 있다.

**그럼에도 인하 폭과 속도는
여전히 불확실**

다만 금리 인하 속도는 여전히 불확실하며, 8월 말 기준으로 CME 페드워치상 25bp(71.5%) 인하 확률이 50bp(28.5%)에 비해 우세하다. 시장 기대에도 불구하고 실제 인하 폭은 8월 30일 발표될 7월 PCE 물가상승률과 9월 6일 발표될 8월 고용 보고서에 상당 부분 의존할 것이다.

상승 흐름 이어갈 9월 비철,
침체 가능성은 상승폭 제한

금리 인하 사이클이 개시되면서 9월 비철 시장은 6~7월의 조정을 끝내고 8월 중순 이후의 상승 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 다만 미국 고용 시장이 급격히 약해지면서 침체 가능성이 제기되는 점은 상승폭을 제한할 수 있다.

계속되는 경기 침체 논쟁

이는 8월 초 금융 시장 급락 이후 미국 경기 침체 논쟁이 지속되고 있기 때문이다. 실제로 JP Morgan은 부진한 노동시장 등을 이유로 침체 가능성을 25%에서 35%로 상향 조정했고, UBS 또한 확실했던 연착륙 전망이 다소 흐려졌으며 20%에서 25%로 올린 바 있다. 그에 반해 Goldman Sachs는 실업수당 신청 건수와 소매 판매 데이터를 토대로 미국이 경기 침체에 빠질 확률을 25%에서 20%로 낮췄다.

침체 경계하는 9월 시장

이처럼 시장은 침체 가능성을 크게 경계하고 있으며, 9월 비철은 경착륙 우려와 연준의 금리 인하에 따른 영향을 저울질하며 전반적인 방향과 폭을 결정할 전망이다.

또다시 지연되는 중국 경제 회복

8월에도 가시화되지 않는
중국 경제 회복

최대 비철 소비국인 중국의 경제 회복이 지연되고 있다. △7월 주요 70대 도시 신규 주택 가격은 작년보다 4.9% 하락해 2015년 6월 이후 최대 낙폭을 기록했고, △1~7월 고정자산투자는 1~6월 3.9% 증가에 비해 둔화한 +3.6%로 집계되었으며 △7월 산업생산은 전년 동월 대비 5.1% 증가해 전월(+5.3%)과 예상(+5.2%)을 밑돌았다. 7월 신규 위안화 대출 또한 2,600억 위안으로 집계되어 전월(2조 1,300억 위안)과 예상(4,500억 위안) 대비 크게 감소하면서 이미 침체된 시장 심리를 더욱 악화시켰다.

커지는 중국 경제 우려

이 같은 느린 회복의 원인은 중국의 저가 수출 공세를 불공정 경쟁으로 보는 서방국들의 무역 장벽이 확산되는 데다, 계속되는 부동산 위기가 소비 위축으로 이어지고 있기 때문이다. 부동산 시장 약화와 지방 정부 부채 등 문제들이 단기간에 해결되지 않으면서 각종 부양책에도 불구하고 중국 경제가 회복되지 않을 것이라는 우려가 커지고 있다.

효과가 입증되지 못한
부양책, 향후에도 높지 않을
회복 강도

실제로 중국 당국은 호전 기미가 보이지 않는 부동산 시장을 살리기 위해 고군분투하고 있지만 지금까지 정부가 제시한 부양책들이 주택 가격 하락을 막지 못했다는 점이 입증되었다. 그에 따라 최근 지방정부가 특별 국채를 발행해 미분양 주택을 매입할 수 있도록 허용하는 방안을 고려중이라는 소식이 전해졌을 때도(Bloomberg) 시장에 큰 반향이 없었고, 향후에도 주택 구매 제한 완화와 모기지 금리 추가 인하 등이 추가로 제시될 수 있지만 부동산 수요가 극도로 약하기에 회복 강도가 높지 않을 것으로 보인다.

성장률 목표 달성 위한 투자
확대는 긍정적

그럼에도 불구하고 연말이 다가오면서 중국 정부가 성장률 목표를 달성하기 위해 제조업과 인프라 투자 확대에 나서는 점은 비철 시장에 긍정적이다. 이는 올해 2분기 중국 경제 성장률이 4.7%로 기대치(5.1%)를 밑돌면서 당국에는 경제 성장을 촉진하려는 유인이 생겼으며, 시진핑 국가 주석도 중국 경제가 위기에 직면했다는 사실을 인정했기 때문이다. 시진핑 주석은 국가 주도로 수십억 달러 규모 보조금과 신용을 투입해서 제조업을 강화하라고 지시했다고 전해지며(WSJ), 그로 인해 다운스트림 산업 가동률이 높아진다면 이는 하반기 비철 수요를 자극하는 요인이 될 수 있다.

개별 비철금속 전망

I. Copper

8월 전기동 가격 동향

**파업 위협과 금리 인하
기대에 상승한 8월 전기동**

8월 전기동 가격은 중국 수요 둔화와 경기 침체 우려에도 세계 최대 광산 파업 위협과 금리 인하 기대가 이를 상쇄하며 4.4% 상승했다. 그러나 LME 재고가 급증하고 중국 구리 수입이 둔화하면서 수요 측면에서의 하방 리스크가 해소되지 않았고, 여타 비철 대비 상승폭이 제한되었다.

구리 시장을 뒤흔드는 칠레 광산 파업

**8월 구리 시장 최대 화두는
광산 파업**

8월 구리 시장의 주된 화두는 광산 파업이었다. 세계 최대 광산인 Escondida(100만 톤/y)의 파업으로 정광 긴축이 우려되며 구리 가격이 상승한 것이다. Escondida는 전세계 구리 생산량의 5%를 차지하는 거대 광산이기에 노조와 회사 간의 대치 상황이 언제 해소될 지에 대한 시장 관심이 집중되었다. 2017년에 있었던 44일간의 파업 당시 12만 톤 이상의 구리가 공급되지 못했고, 그로 인해 구리 가격이 크게 상승한 바 있기 때문에 시장은 현재의 타이트한 구리 정광 수급에 더욱 문제가 생길까 염려한 것으로 보인다.

**침예한 대립이 예상되었던
Escondida 노사 협상**

실제로 Goldman Sachs는 전세계 구리 생산량의 5%를 차지하는 Escondida의 이번 파업이 10일간 지속된다면 BHP의 수익에 2억 5천만 달러 이상의 영향을 미칠 수 있다고 추산했고, 만약 2017년과 같이 44일간 지속된다면 그 영향이 7억 9,500만 달러에 이를 것으로 전망했다. 게다가 이번 Escondida 광산 파업 결과는 칠레 광산 업계 전체의 임금 협상 분위기를 결정하는 일종의 벤치마크로 작용할 수 있어 사측과 노조 간의 침예한 대립이 예상되었다. 또한 올해 칠레의 여러 광산에서 통상적인 3년치의 임금 협상이 진행되기 때문에 다른 노조와 회사에서도 주의 깊게 지켜보는 것으로 알려졌다.

그러나 3일만에 종료된 파업

양측은 모두 협상 의사를 표명했지만 조건을 놓고서 의견이 계속 엇갈렸다. BHP사는 근로자 한 명당 28,900달러의 보너스를 제안했지만 노조는 구리 가격 상승을 이유로 주주 배당금의 1%(인당 36,000달러)를 요구했기 때문이다. 생산 중단이 본격적으로 시작되면서 BHP사는 결국 32,000달러의 보너스와 2,000달러의 저금리 대출을 약속했고, 노조가 이에 동의하면서 파업은 3일만에 종료되었다.

**여전히 상존하는 칠레 광산
파업 위협**

Escondida 광산 파업이 마무리되면서 공급 우려는 크게 완화되었다. 그러나 칠레 광산 파업 위협은 Escondida 이후에도 여전히 존재하는 상황이다. 국영 구리 생산업체인 Codelco(132만 톤/y)가 9월과 10월 각각 Ministro Hales(15.2만 톤/y) 및 티 Teniente(40.5만 톤/y), 그리고 Gabriela Mistral(15만 톤/y) 광산에서 임금 협상을 진행할 예정이기 때문이다. 그 중에서도 티 Teniente가 Codelco의 가장 큰 광산이며 작년 Codelco 구리 생산량의 4분의 1 이상을 차지했다는 점이 문제시되고 있다. 게다가 티 Teniente는 노조원 수도 압도적인데, 5개 개별 노조원을 합치면 무려 3,200명이기에 2,400명이었던 Escondida 광산 노조에 비해서도 수적으로 우세하다.

**Codelco 임금 협상에
주목할 9월 비철**

따라서 Escondida 광산 파업이 종료되며 한숨 돌린 시장은 이제 Codelco가 소유한 광산들의 파업 가능성에 주목할 전망이다. 큰 이견 없이 합의에 도달한다면 추가 긴축

우려가 완화될 것이지만 협상이 순조롭게 이루어지지 않는다면 시장은 수급 위험을 재평가하며 가격 상승으로 반응할 것으로 보인다.

중국 구리 대량 공급과 LME 재고 급증

급증하는 LME 구리 재고

LME 구리 재고가 중국 구리 수출 증가에 큰 폭으로 늘어나고 있다. LME 등록 창고의 구리 재고는 5년만의 최고치인 31만 톤을 상회했고, 이는 5월 중순 이후 200% 증가한 수준이다. 중국은 일반적으로 구리 순수입국이지만 약한 국내 수요로 인해 최근 몇 달간 수출이 크게 증가하고 있으며 실제로 LME 구리 중 중국산의 비중은 전체의 53%를 차지했는데, 이는 6월의 45%, 1월의 1%에서 크게 증가한 수치다.

전월 대비 감소했음에도 여전히 상당한 중국 구리 수출

8월 중 구리 가격은 7월 중국 구리 수출이 6월(233,000톤)에 비해 감소했다는 세관 데이터에 상승하기도 했으나, 수출량은 여전히 상당한 수준이다. 7월 중국 미가공 구리 및 구리 제품 수출(140,940톤)은 전월 대비 40% 감소하기는 했지만, 여전히 전년(84,000톤) 대비 거의 두 배에 달하기 때문이다.

수요 둔화에도 줄어들지 않는 중국 정련 구리 생산

이 모든 문제의 원인은 둔화된 수요에 비해 정련 구리 생산이 줄어들지 않는다는 데 있다. 7월 중국 전기동 생산량은 6월의 112만 톤에 비해 소폭 감소(110만 톤)하기는 했으나 2022년(87만 톤)과 2023년(103만 톤)에 비해 여전히 높은 수준이다. 7월 정광 수입(217만 톤, MoM -6.4%)이 줄어들었음에도 구리 스크랩 수입(19만 톤, MoM +14.8%)이 감소분을 대체하며 생산량을 유지하는 상황이다.

2024년 전기동 초과 공급 예상하는 시장

이와 같은 공급 급증과 수요 둔화가 지속되면서 대부분의 시장 분석 기관들은 2024년 전기동 초과 공급을 예상하고 있다. BNP Paribas와 Macquarie는 올해 각각 15~20만 톤, 26.5만 톤 초과 공급을 전망했고, 심지어 Macquarie사는 2025년과 2026년 초과 공급 수준이 각각 30.5만톤과 43.6만 톤으로 확대될 것으로 예상하고 있다.

ICSG, 상반기 전세계 구리 초과 공급 48.8만 톤 발표

실제로 전기동 사용 증가분이 생산 증가분을 따라가지 못하면서 상반기 전세계 정제 구리의 초과 공급은 약 48.8만 톤으로 보고되었는데(국제 구리 연구 그룹), 이는 전년 동기의 11.5만 톤 초과 공급에 비해 상당히 높은 수준이다.

9-10월 비철 성수기에 진입한다는 점은 긍정적

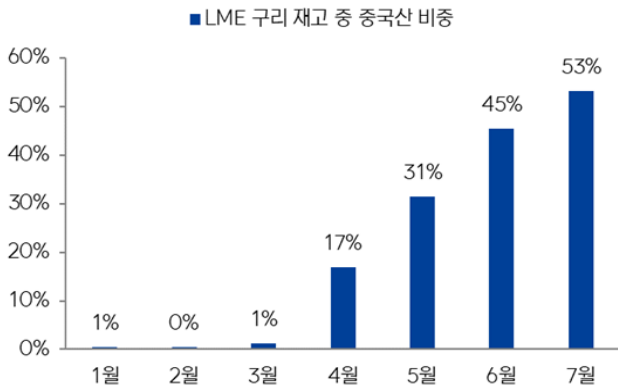
그나마 희망적인 것은 Golden Nine, Silver Ten(金九銀十) 이라고 불리는 전통적인 9~10월 성수기를 앞두고 다운스트림 주문이 증가하고 있다는 점이다. 중국 구리 선재(Wire rod) 제조업체들은 최근 구리 가격이 떨어진 데다 전력망 생산 목표를 충족해야 하기 때문에 공급을 늘리고 있다고 전해진다(CRU). 실제로 8월 말 중국 SHFE 거래소 구리 재고(25만 톤)는 6월 최고 수준(33만 톤)에서 완화된 데다 한때 마이너스 구간에 진입했던 양산항 프리미엄도 톤당 53달러까지 올라서면서 중국산 구리의 공급 과잉 우려는 소폭 줄어든 모습이다.

9월 전기동 가격 전망

상승 압력 우세할 9월 전기동

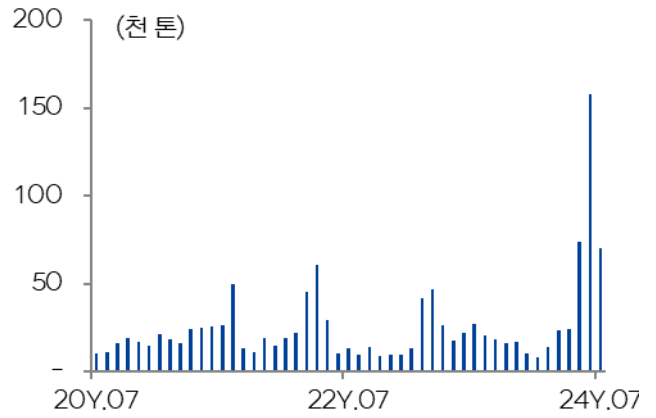
9월 전기동은 기록적인 중국 생산량이 유지되고 있음에도 전통적인 성수기에 진입한 만큼 중국 국내 재고 감소세가 목격되며 상승 압력이 우세할 것으로 보인다. 또한 세계 최대 구리 광산 파업이 종료되며 정광 긴축 위험은 상당 부분 후퇴했지만 국영 구리 광산업체인 Codelco의 임금 협상이 아직 끝나지 않았기 때문에 공급 우려는 상존하는 상황이다.

차트 3. 구리 재고 중 LME 비중



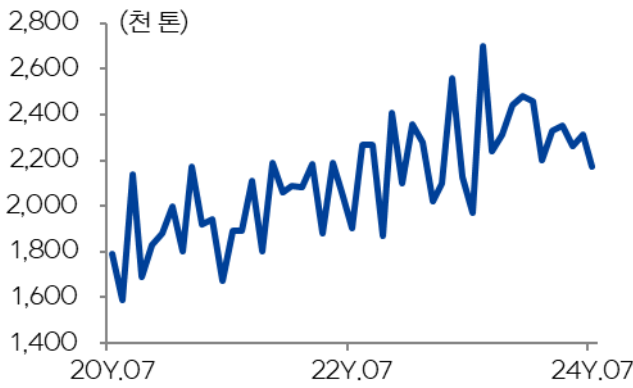
출처: Bloomberg

차트 4. 중국 월별 전기동 수출



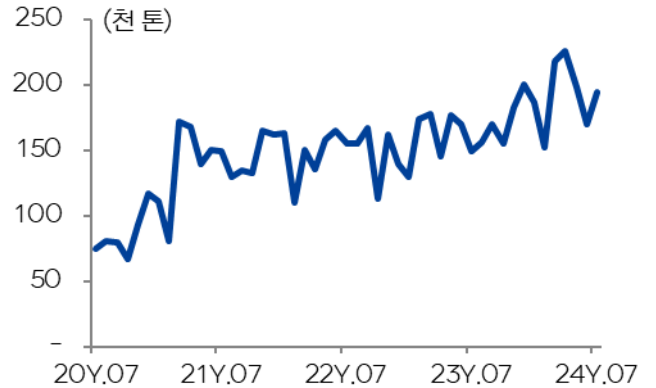
출처: Bloomberg

차트 5. 중국 월별 정광 수입



출처: Bloomberg

차트 6. 중국 월별 스크랩 수입



출처: Bloomberg

II. Aluminum

8월 알루미늄 가격 동향

높은 상승률 기록한 8월 알루미늄

8월 알루미늄 가격은 11% 올라 비철 중에서도 높은 상승률을 기록했다. 이는 △미국 경기 침체 우려가 완화된 가운데 △달러 인덱스가 약세를 기록했으며 △LME 재고 감소와 △전체 재고 중 출고 예정 재고의 비중 증가 및 △Cash-3M 스프레드 곤탱고 축소가 목격되는 한편 △캐나다 전국 철도 파업으로 미국 알루미늄 공급 우려가 커지고 △중국에서 핵심 원료인 알루미나 공급이 부족해지면서 △CTA 펀드 매수가 촉발되었기 때문이다.

중국 알루미나 부족 우려와 CTA 펀드 매수

***알루미늄 생산과정
보크사이트 → 알루미나 →
알루미늄**

8월 알루미늄 상승 원인 중 하나는 *알루미나 공급 부족 우려와 CTA(Commodity Trading Advisors) 펀드 매수세다. 최근 호우로 인해 세계 최대 보크사이트(알루미나 원료) 매장국인 기니에서 보크사이트 수출이 지연되는 가운데 중국 알루미늄 생산 수요가 증가하면서 SHFE 알루미나 재고가 3주 동안 30% 감소했고, 그에 따라 중국 알루미나

가격은 3개월래 최고치를 기록했다. 중국 알루미늄 수급 전망이 개선되면서 CTA는 매수 포지션을 쌓기 시작했으며, 이러한 펀드 매수세는 알루미늄 가격 상승을 지지하는 요인이 되었다.

철도 파업으로 알루미늄 공급 우려 제기

**캐나다 철도 파업으로 제기된
알루미늄 공급 우려**

미국에 가장 많은 알루미늄을 공급하는 캐나다에서 철도 파업이 시작되어 북미 공장들이 원재료 조달에 문제를 겪을 것으로 예상되는 점도 8월 알루미늄 가격을 끌어올렸다. 8월 22일 캐나다 양대 철도 회사인 캐나다 내셔널(CN)과 캐나다 퍼시픽 캔자스시티(CPKC)는 북미 운수 노조인 Teamsters와의 단체 협상 결렬로 직장 폐쇄를 결정했다. 캐나다는 육상 물류를 철도망에 크게 의존하고 있고, CN와 CPKC가 운영하는 철도망은 캐나다 전체의 약 80%에 달하기 때문에 철도 파업은 북미 전반의 물류에 큰 영향을 미쳤다. 이는 알루미늄 가격에도 상승 압력으로 작용했는데, 2023년 캐나다에서 미국으로 공급된 알루미늄은 총 265만 톤으로, 전체 미국 알루미늄 수입에서 63%의 비중을 차지하기 때문이다. 다만 캐나다 산업 관계 위원회(CIRB)가 두 회사와 근로자에게 운영을 재개하라고 명령하면서 작업 중단이 종료되었고, 8월 말 현재 캐나다 철도 운영은 정상화된 상태다.

타이트해지는 LME 알루미늄 재고

**타이트한 LME 알루미늄
수급 역시 8월 상승에 기여**

LME 재고 감소와 출고 예정 재고 비중 증가 또한 8월 알루미늄 가격 상승에 기여했다. 5월 24일(112만 톤)부터 감소하기 시작한 알루미늄 재고는 8월 23일 87만 톤에 도달했고, 41.9%이던 C/W(전체 재고 중 출고 예정 재고 비중)는 60.2%까지 상승했다. 심지어 알루미늄 수급 긴장이 심화되면서 45C(콘탱고)였던 Cash-3M 스프레드 또한 5C까지 하락했다.

강력한 중국 알루미늄 생산과 공급 과잉 우려

**매달 최고 기록 갱신하는
중국 알루미늄 생산**

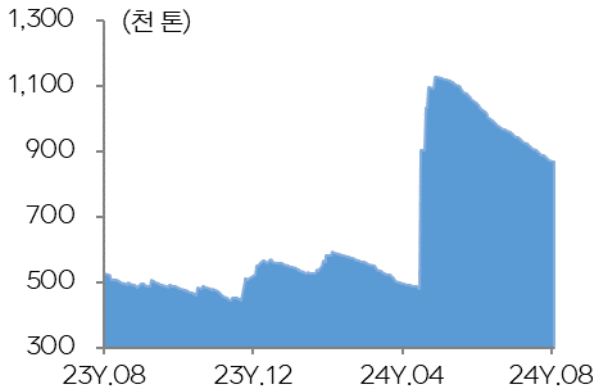
이처럼 8월 알루미늄 가격은 공급 우려가 원인이 되어 상승했지만, 최대 생산국인 중국은 여전히 상당한 저력으로 알루미늄을 공급하고 있어 가격이 실제 시장 수급을 반영하고 있는지는 미지수다. 중국 국가통계국에 따르면 7월 중국 알루미늄 생산량은 전년 대비 6% 증가한 368만 톤으로, 역대 최고치를 기록했던 6월 생산량(367만 톤)보다도 많은 수준이다. 폭우로 인해 수력 발전이 개선되면서 이전에 유향 상태였던 제련소 생산 능력이 재개되고 있으며, 그에 따라 중국 알루미늄 생산량은 매달 최고 기록을 갱신하고 있다. 심지어 알루미늄 생산이 증가하는 가운데 7월 중국 비가공 알루미늄 및 알루미늄 제품 수출(59만 톤)도 전년 동월 대비 20% 증가하면서 공급 과잉 우려도 나타나는 상황이다.

9월 알루미늄 가격 전망

9월 알루미늄 하락 압력 우세

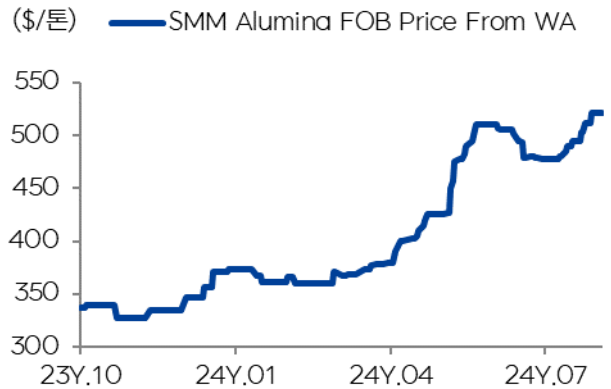
9월 알루미늄 가격은 수요 개선이 동반되지 않은 8월 가격 급등이 과도했다는 인식 속에 하락 압력이 우세할 것으로 전망한다. 건설을 비롯한 중국 내수 경기가 좀처럼 개선되지 못하면서 알루미늄 수요에 대한 의문이 계속되는 데다가 중국 7월 알루미늄 생산량이 매달 최고 기록을 갱신하는 만큼 LME가 아닌 실제 시장에서는 공급 부족이 체감되지 않을 것으로 판단한다.

차트 7. LME 알루미늄 재고 추이



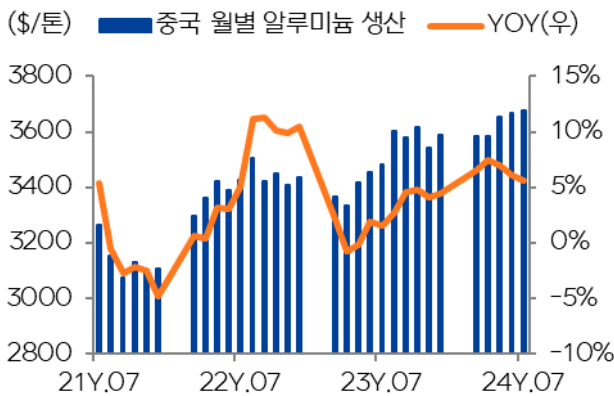
출처: Bloomberg

차트 8. 중국 알루미늄 가격



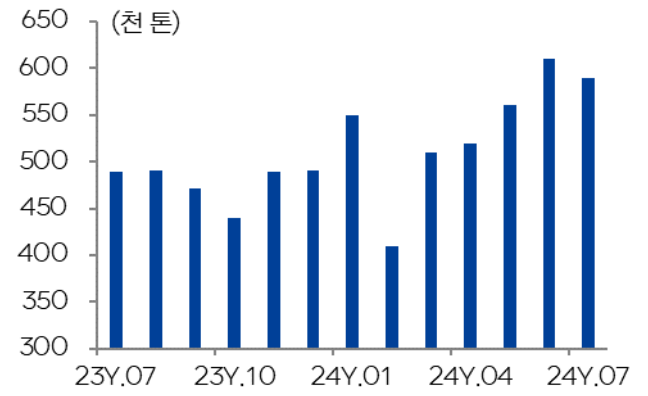
출처: Bloomberg

차트 9. 중국 월별 알루미늄 생산



출처: Bloomberg

차트 10. 중국 월별 알루미늄 수출



출처: Bloomberg

III. Nickel

8월 니켈 가격 동향

상승세 이어진 8월 니켈 가격

8월 니켈 가격은 중국 생산 증가에 따른 LME 재고 급증과 중국 STS 시황 부진에 초반 상승세가 제한되었으나 월 중반부터 미국 금리 인하 기대에 달러화가 약세로 반전되면서 오름세가 이어졌다.

중국 정련 니켈 생산 증가와 LME 재고 증가

LME 창고에 범람하는 중국산 니켈

중국 정련 니켈 생산이 크게 증가하면서 LME 창고에 중국산 니켈이 범람하고 있다. 1월 초 LME 니켈 재고가 6만 톤 수준이었던 것에 비해 8월 말 재고는 11만 톤을 기록하면서 니켈 재고는 올해 80% 이상 급증했다. 문제가 되는 것은 증가하는 재고의 대부분이 중국산이라는 점이다. 심지어 7월 증가분의 경우 87%가 중국산이었고, 그에 따라 7월 전체 재고 중 중국산의 비중은 35%까지 상승했다(1월 12%). 실제로도 중국 정련 니켈 생산과 수출은 크게 증가했는데, 6월 중국 니켈 생산량은 26,100톤으로 전년 대비 28% 증가했고 2024년 1~6월 정련 니켈 수출은 전년 동기 대비 무려 205% 증가한 것으로 나타난다.

하강 국면에 진입한 중국 STS 산업

심화되는 중국 STS 업황 부진

8월에는 미국 제조업 침체와 더불어 중국 철강 산업이 하강 국면에 진입하면서 스테인리스 스틸 업황 부진이 심화되었다. 이런 상황에서 캐나다가 동맹국들과 협력한다는 명분으로 중국산 STS 수입품에 추가 관세를 부과하면서 니켈 시장에도 불똥이 튀고 있다. 캐나다 정부는 10월 15일부터 중국에서 수입되는 철강 제품에 25%의 신규 관세를 부과할 예정이며, 이는 5월 미국 바이든 행정부가 도입한 조치(중국 철강 제품에 대한 관세 7.5%→25% 인상)와 일치한다.

인도네시아 신규 NPI 제련소 허가 유예

인도네시아 NPI 제련소 허가 유예

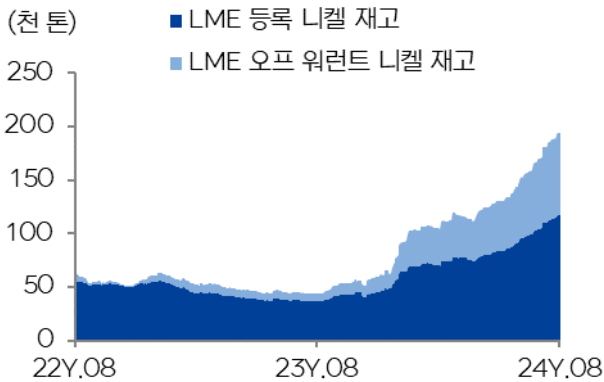
인도네시아 에너지 및 광물자원부와 산업부 장관은 NPI 등 신규 니켈 중간재 제련소에 대한 허가 유예에 합의했다. 인도네시아 업계 관계자들은 최근 몇 년간의 막대한 니켈 가공 투자로 광석 매장량이 빠르게 고갈될 수 있다는 우려를 표시하면서 니켈 제련소 개발 제한을 요구한 바 있으며, 정부는 부가가치가 낮은 NPI보다 전기차 배터리 전구체에 사용될 수 있는 니켈 시설 개발을 선호하기 때문에 이해관계가 맞아떨어진 것으로 보인다.

9월 니켈 가격 전망

9월 니켈 가격 상승 압력 우세

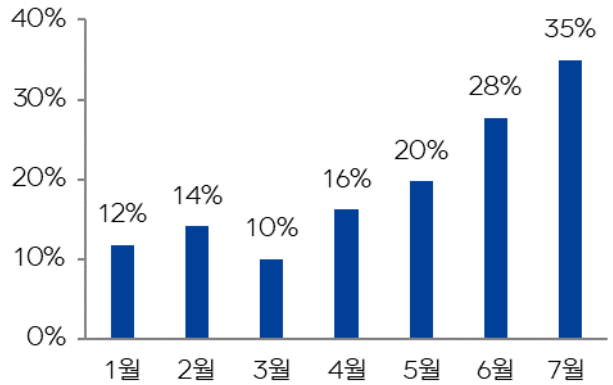
미국 기준 금리 인하가 예정되어 있는 가운데 달러화 약세 흐름이 이어지면서 9월 니켈 가격에는 상승 압력이 우세할 전망이다. 다만 중국 정련 니켈 공급 급증으로 인한 LME 재고 증가는 상승폭을 제한할 것으로 보인다.

차트 11. LME 니켈 재고 증가



출처: Bloomberg

차트 12. LME 재고 중 중국산 니켈 비중



출처: Bloomberg

IV. Zinc

8월 아연 가격 동향

크게 상승한 8월 아연 가격

재고 급증과 중국 철강 산업 침체로 공급 과잉 우려가 대두되며 하락하던 8월 아연 가격은 중국 제련소 14곳이 정광 수요를 축소하겠다고 발표하자 공급 불안이 촉발되며 +8.7%라는 비교적 높은 상승률을 기록했다.

재고 급증으로 공급 과잉 우려 대두

월 초 재고 급증에 하락한 아연

월 초 아연 가격은 △LME 재고가 하루 만에 전체의 7.2%에 달하는 18,050톤 늘어나 247,825톤을 기록했으며 △카자흐스탄 Zhairam 공장 확장 및 생산 증가로 Glencore사에 25,000톤의 아연 재고가 쌓여 있다는 소식이 전해지면서 하락했다. 재고 급증은 Reuters 여론조사에서 분석가들이 2024년과 2025년 아연 시장 초과 공급을 예상했던 것과 더불어 공급 과잉 우려를 불러일으켰고, 이는 곧 가격 하락으로 이어졌다. Reuters 조사에 참여한 분석가들은 올해 아연 시장 초과 공급 수준이 19,000톤에 이를 것이며, 내년에는 229,800톤으로 급증할 것으로 예측한 바 있다.

중국 철강 산업 부진 심화

마진 축소되며 7월 중국 조강생산량 크게 감소

7월 중국 조강생산량은 철강 제조업체들의 마이너스 마진 확대로 유지보수 작업이 이어지며 전월 대비 9.0% 감소한 8,294만 톤을 기록했다. 이는 6월 25일 중국 정부가 발표한 '의무 철근 표준(Mandatory rebar standards)' 정책으로 인해 오래된 재고에 대한 공황 매도가 촉발되어 철강 가격이 하락하고, 마진이 축소되었기 때문이다. 9월 25일부터 기존 대비 더 엄격한 요구사항을 부과하는 새로운 국가 표준이 시행되면서 판매자들은 기존 재고를 처리하기 위해 가격을 크게 낮춘 것으로 보인다.

8월에도 감소할 중국 조강 생산량과 아연 수요

오랜 부동산 시장 침체 속에서 철강 수요가 이미 크게 위축되었기 때문에 신규 표준 도입은 중국 철강 산업에 큰 타격으로 다가온 모습이다. 철강 가격이 계속해서 떨어지면서 **중국 조강 생산량은 8월에도 계속 감소할 것으로 예상되며, 향후 아연 수요 또한 크게 위축될** 전망이다.

아연 TC 하락과 중국 제련소 감산 돌입

최저 수준에 도달한 중국 아연 TC

2024년 초부터 광산 중단으로 인해 정광 생산이 감소하면서 크게 낮아진 중국 아연 제련 수수료는 이번 달부터 6년래 최저치인 톤당 10달러 대에 머무르고 있다. 올해 상반기에는 아연 제련의 부산물인 금, 은 구리 가격이 상승하면서 TC 하락의 영향이 일부 상쇄되었지만 하반기에도 TC하락이 지속된다면 손실 구간에 접어든 제련소들이 마진 하락에 대처하기 위해 감산에 나설 수밖에 없다.

중국 아연 제련소, 감산에 최종 합의

실제로 정·제련 수수료가 생산 비용에 미치지 못하는 상황이 계속되면서 최근 연간 생산량이 417만 톤에 달하는 약 14개 아연 처리업체(중국 전체의 70%)는 감산에 최종 합의했다. Antaike 발표에 따르면 중국 아연 제련소들은 향후 유지 관리 계획을 조정하고, 2차 원료인 스크랩 사용량을 늘리는 한편 신규 생산을 연기할 예정이며 향후 정광 수요는 2024년 초 추산치에서 약 100만 톤 감소할 것으로 보인다.

계속해서 줄어든 정련 아연 생산량

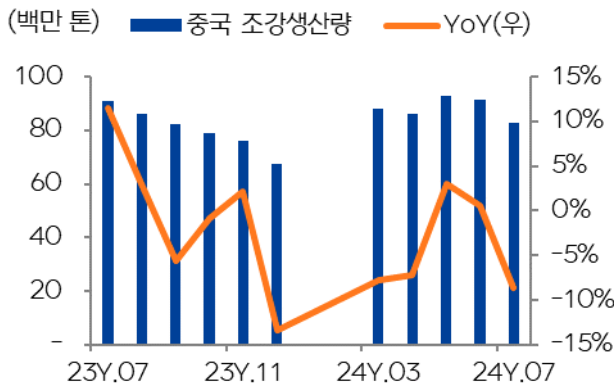
스크랩 사용을 늘린다고 해도 100만 톤의 정광을 완전히 대체할 만큼의 스크랩이 공급되지 못할 것이므로 이는 곧 정련 아연 생산 감축으로 이어질 것으로 보인다. 그에 따라 중국 7월 정련 아연 생산량은 1년만에 최저 수준(536,000톤)을 기록했음에도 8월 이후 더 줄어든 전망이다.

9월 아연 가격 전망

9월 아연은 상승세 유지할
전망

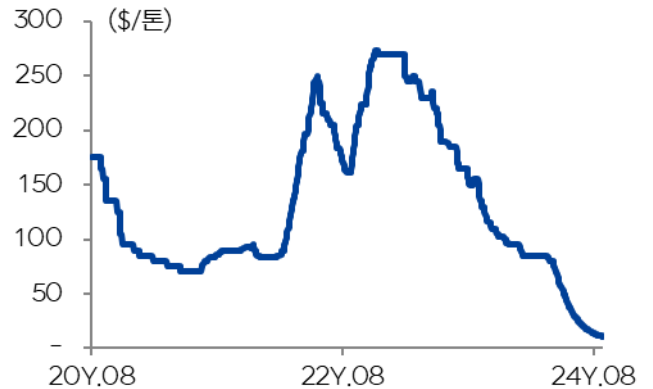
9월에는 연준의 금리 인하가 개시되며 매크로적 측면에서 상승 압력이 우세할 것으로 보이며, 아연 가격도 오름세를 유지할 가능성이 높다. 다만 **펀더멘털적으로는 뚜렷한 철강 수요 회복 기대가 부재한 가운데 아연 제련소 감산으로 인한 타이트한 공급만이 가격을 지지할 것으로 판단한다.**

차트 13. 중국 조강 생산 감소



출처: Bloomberg

차트 14. 최저치에 도달한 중국 아연 TC



출처: Bloomberg

Platinum Group Metal & Battery Metal

8월 가격 등락률 (2024. 08.01 ~ 2024. 08. 27)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	-0.8%	+6.8%	-5.0%	-5.0%	-3.6%

I. Platinum Group Metal

8월 백금족 금속(PGM) 가격 동향

품목별로 차별화된 8월
PGM

8월 백금족 금속은 9월 금리 인하를 앞두고 품목별로 차별화된 모습을 보였다. 팔라듐 가격은 상반기 동안의 낙폭을 회복하며 상대적으로 크게(+6.8%) 올랐으나 백금은 박스권 장세를 연출하며 -0.8% 하락 마감했다.

제조업 침체와 금리 인하 사이클 임박

금리 인하는 백금족 금속
상승 모멘텀으로 작용

전세계적인 제조업 침체는 PGM 금속 수요에 걸림돌로 남아 있다. 미국 ISM 제조업 PMI는 7월에 위축되어 6월의 48.5에서 46.8로 떨어졌고, 중국 국영 통계국 제조업 PMI(49.4) 또한 4월 이후 50을 상회하지 못하고 있다. 이 같은 제조업 부문 위축이 계속된다면 PGM 가격을 지지하기 힘들 수 있다. 다만 9월부터 시작될 연준의 금리 인하는 백금족 금속 가격에 상승 모멘텀으로 작용할 것으로 보인다. 7월 FOMC 의사록 공개와 비농업 고용 수치 하향 조정, 파월 연준 의장의 비둘기파적 발언으로 9월 금리

인하는 거의 기정 사실인 상황이다.

9월 백금족 금속 가격 전망

9월 PGM 상승 전망

PGM 금속은 장기간의 저가격에 직면했지만 9 월에 시작될 금리 인하가 가격에 상승 압력을 가할 전망이다. 다만 중국 경제 부진과 꾸준히 제기될 미국 경기 침체 우려는 자동차 촉매제 및 산업용으로 주로 사용되는 백금족 가격 상승을 제한할 수 있다.

II. Lithium

8월 리튬 가격 동향

전기차 시황 부진 속 하락한

8월 리튬 가격

8 월 탄산리튬과 수산화리튬 모두 월초 대비 5% 하락하는 등 전기차 시황 부진 속에 조정이 이어졌다. 고비용 리튬 생산업체들의 공급 중단에도 수요 성장이 더디게 이루어지면서 바닥이 확인되지 않는 모습이다.

세계 1,2위 리튬 생산업체의 반대되는 행보

**중단하는 Albermarle과
확대하는 SQM**

세계 1위 리튬 생산업체인 Albermarle과 Arcadium Lithum사는 프로젝트 중단 및 확장 보류를 발표했다. 주된 이유는 리튬 가격 하락으로 인해 손실이 확대되었고, 리튬 공급이 급속하게 확대되는 반면 수요 증가는 느려 공급 과잉이 심화되었기 때문이다. 주로 생산 비용이 높은 호주 사업이 타격을 입은 것으로 보인다. 그와 반대로 세계 2위 리튬 생산업체인 SQM사는 칠레에서 생산을 계속 늘릴 계획을 발표했다. 이는 SQM의 생산 방식이 업계에서 가장 낮은 생산 비용이 소요되기 때문에 가능한 것으로 판단된다. 염수를 활용하는 생산 방식은 호주의 경암 채굴 방식보다 훨씬 경제적인 편이다.

중국 리튬 공급 조정 가능성 확대

***레피돌라이트: 리튬 함유
광물**

리튬 가격이 손익분기점 이하로 내려가면서 중국 리튬 생산업체들이 감산 및 생산 중단을 고려할 가능성이 높아졌다. 중국 탄산 리튬 생산 비용은 톤당 약 80,000위안(11,217달러)인데 반해 8월 중순 중국 리튬 가격 범위는 톤당 71,000~74,000위안(9,955달러~10,375달러)로, 현재 중국 리튬 제조업체들은 손실 구간에 놓인 상황이다(Fastmarkets). 심지어 중국 장시성에 있는 *레피돌라이트 생산업체에서의 비용은 훨씬 높는데, 수직 통합 업체의 경우 톤당 약 85,000위안(11,916달러) 수준이다(수직 통합이 아닌 경우는 훨씬 더 비용이 높다). 현재 상황에서는 수요 개선을 통한 가격 지지가 거의 불가능하기 때문에 가격 상승에는 중국 리튬 업체들의 생산 중단이 최선의 방법인 것으로 판단된다. 다만 중국 칭하이성에서 염수로 리튬을 생산하는 업체들의 생산비용은 톤당 41,300위안(5,789달러)으로 가장 낮은 편인데, 이들의 생산량은 여름철에 최고 수준에 달하기 때문에 한동안 중국 리튬 시장의 과잉 공급이 확대되거나 유지될 수 있다.

2025년 리튬 초과 공급 수준 확대 전망

**Cochilco, 2025년 리튬
19.1만 톤 초과 공급 전망**

칠레구리위원회(Cochilco)는 전기차 수요 성장 둔화와 공급 증가가 이어지면서 2025년에도 글로벌 리튬 시장이 초과 공급을 기록할 것으로 전망했다. 올해는 2023년 6.8만 톤 초과 공급에 비해 크게 늘어난 11.7만 톤의 초과 공급이 예상되며, 내년에는

그보다 더 증가한 19.1만 톤 초과 공급이 전망된다. 이는 생산에 들어갔거나 들어갈 것으로 예상되는 프로젝트의 양을 감안할 때 리튬 공급이 향후 2년 동안 소비량을 초과할 만큼 충분하기 때문이다.

변화하는 전기차 수요 유형

**BEV에서 하이브리드로
전환되는 전기차 수요**

전기차 유형별 수요가 BEV에서 PHEV와 HEV로 전환되고 있다. 하이브리드 자동차는 배터리 전기차에 비해 탑재되는 배터리 용량이 작기 때문에 이는 향후 리튬 수요 성장을 둔화하는 요인 중 하나가 될 수 있다. Macquarie사에 따르면 2024년 상반기 전세계 BEV 판매는 전년 대비 11% 증가했는데, 이는 2023년 +35%, 2022년 +78%에 크게 둔화된 수준이다. 그에 반해 2024년 상반기 PHEV 판매량은 전년 대비 44% 급증했는데, 이는 2023년의 +45%와 2022년의 +32% 성장률과 비슷한 수준이다. 또한 지난해 상반기 PHEV 판매가 중국 전체 전기차의 32%를 차지한 데 반해 2024년 상반기는 41%를 차지한 만큼 앞으로도 PHEV가 전기차에서 차지하는 비중은 늘어날 것으로 보인다.

이어지는 전기차 무역 장벽

**캐나다, 중국산 전기차에
100% 관세 부과 발표**

캐나다 정부는 10 월 1 일부터 BEV 및 하이브리드 승용차 등을 포함한 모든 중국산 전기차에 100%의 관세를 부과할 예정이다. 이는 5 월 미국 바이든 행정부가 도입한 전기차 관세 인상 조치(25%→100%)와 일치한다. 해당 관세율은 캐나다로 수입되는 중국산 EV 에 이미 적용되고 있는 6.1%의 최혜국 관세에 추가되기 때문에 중국산 전기차 관세는 총 106.1%가 된다. 다만 중국 브랜드는 아직까지 캐나다 전기차 시장에서 거의 비중이 없기 때문에 실질적인 파급 효과는 제한될 것으로 보인다.

9월 리튬 가격 전망

**9월에도 하락세가 이어질
리튬**

9월 리튬 가격도 공급 과잉이 이어지며 가격 하락세가 지속될 것으로 보인다. 전기차 산업이 캐즘이 아닌 불황 국면으로 진입했다는 전망이 등장하는 가운데, 수요 성장이 제한되었기 때문에 중국과 고비용 생산업체의 추가적인 공급 조정만이 가격을 끌어올릴 수 있는 상황이다.

III. Cobalt

8월 코발트 가격 동향

코발트 가격 하락세 지속

8 월에도 코발트 가격 하락세는 계속되었다(-3.6%). 전기차 시장 부진이 지속되는 가운데 상반기 CMOC 생산이 급증했다는 소식이 하락 요인으로 작용했다.

폭주하는 CMOC, 상반기 생산량 급증

**CMOC 생산 급증에 전세계
코발트 공급 증가**

올해 전세계 코발트 공급은 최대 생산기업인 CMOC의 생산량 증가에 급증했다. 2024년 상반기 CMOC 생산은 전년 대비 178% 증가한 54,024 톤으로 집계되었고, 그에 따라 2024년 CMOC 연간 생산량은 가이던스였던 6~7만 톤을 크게 상회하는 10만 톤 이상이 될 가능성이 높아졌다. CMOC 사는 2028년까지 구리 생산량을 연간 100만 톤으로 늘릴 계획이므로 구리 채굴의 부산물인 코발트 생산량 역시 더 많아질 것으로 보인다.

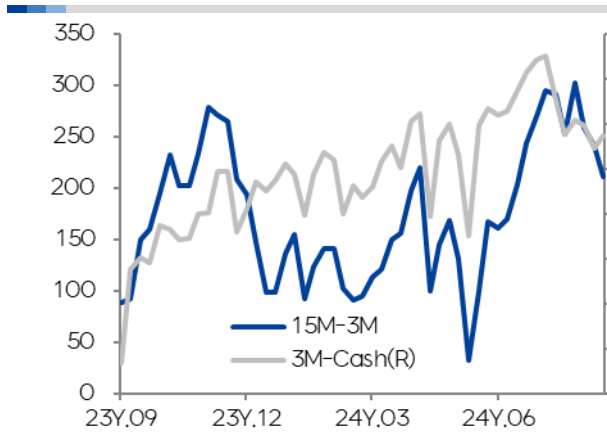
Fastmarkets 는 이 같은 공급 급증에 힘입어 2024 년 전세계 코발트 시장이 23,000 톤 초과 공급일 것으로 전망하고 있다.

9월 코발트 가격 전망

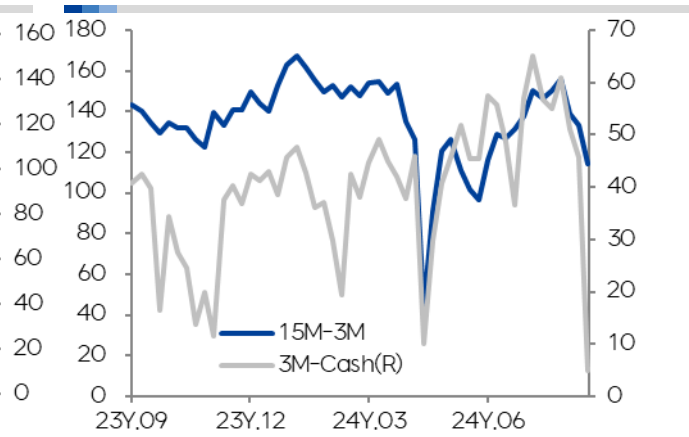
약세 이어질 9월 코발트

9 월에도 코발트 가격 약세가 이어질 전망이다. 다만 CMOC 사가 2024 년 하반기는 상반기와 다르게 공급 압박이 완화될 것이라고 언급했고, 세계 2 위 생산업체인 Glencore 사가 짐비아 Mutanda 광산 생산을 줄여 가격 하락에 대응하고 있는 만큼 하반기에는 낙폭이 더 가팔라지지 않을 가능성이 높다.

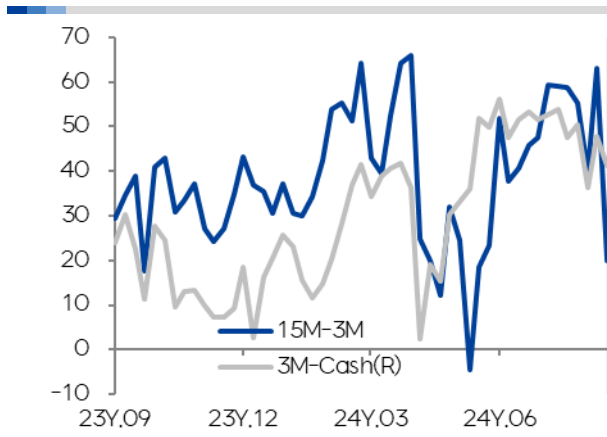
Copper Time Spread



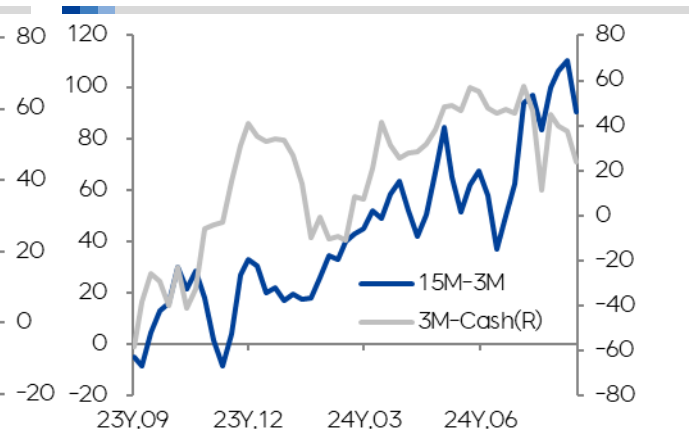
Aluminum Time Spread



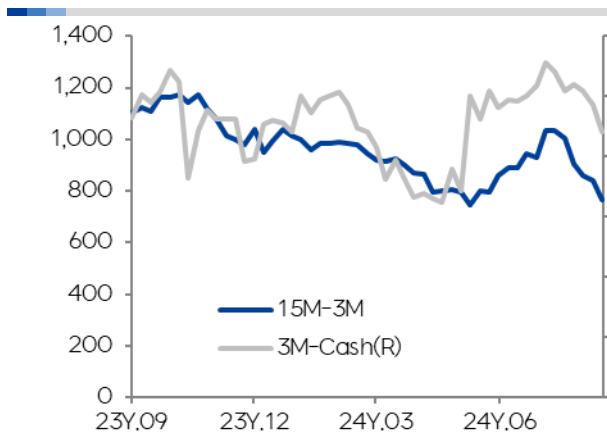
Zinc Time Spread



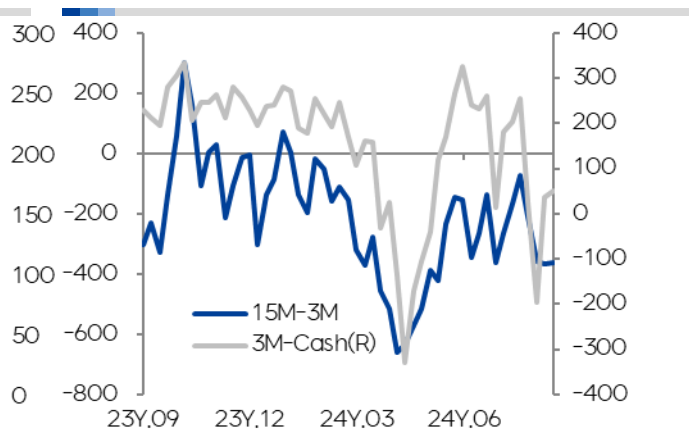
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



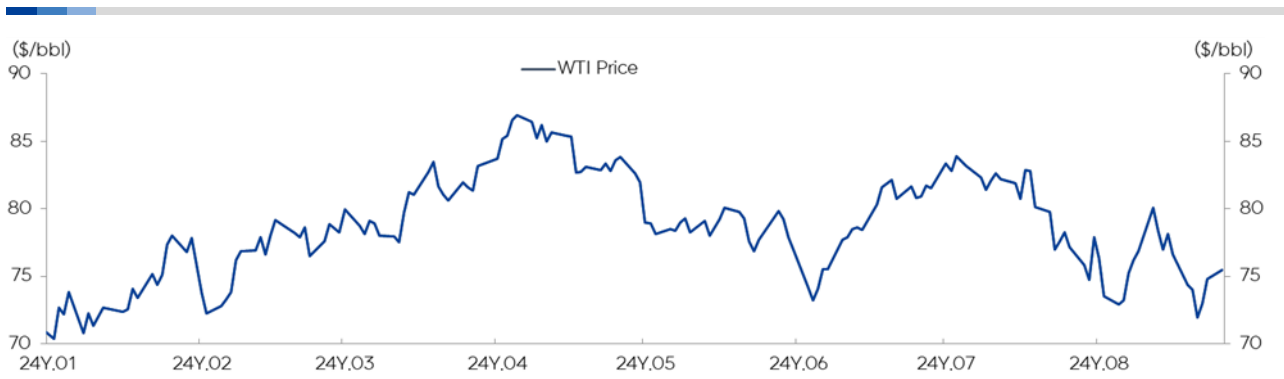
Crude Oil

8월 동향: 다시 한번 확인한 \$80, 이후 수요 우려로 하락

본격적으로 반영된 수요 우려

월초 유가는 지정학적 리스크 부각에도 불구하고 수요 불안과 OPEC+ JMMC 회의 결과 실망, 미국 경기 둔화 우려 영향에 하락 압력이 크게 가중됐다. 엔캐리트레이트 청산과 시스템 매도 물량이 한꺼번에 몰리면서 미 증시가 급락했고 원자재 시장도 큰 폭으로 조정받았다. 하지만 주요 시장들이 빠르게 반등하고 일부 지표들이 개선을 보임에 따라 경기 침체에 대한 우려는 완화됐다. 우크라이나의 자상군 공습 성공으로 첫 대규모 러시아 본토 공격이 진행됨에 따라 시장은 긴장했다. 이번 공격이 특히 주목 받은 이유는 러시아가 우크라이나를 침공한 2022년 2월 이후 우크라이나군의 러시아 본토에 대한 최대 지상 공격이었다는 점과 기습적인 공격 성공을 통해 서방국들에게 추가적인 군수물자 지원을 촉구할 발판이 마련됐기 때문이다. 이란의 보복 우려가 계속해서 유가 하단을 지지했으나 미국이 이란에 세컨더리 보이콧까지 언급하며 보복 자제를 요청했고 미국과 이란간 군사 핫라인 합의가 이루어지며 급작스런 확전 가능성은 일단 낮아졌다. 가자지구 휴전 협상 기대가 여전히 상존하는 가운데, 중국 경제 지표 부진 확인, OPEC과 IEA의 원유 수요 전망치 하향 조정 영향에 유가는 조정받았다. 이후 연준의 피벗 기대와 이스라엘과 헤즈볼라간의 마찰 우려로 소폭 반등했다.

차트1. 8월 유가 동향: 결국 다시 회귀한 \$70대



출처: Bloomberg

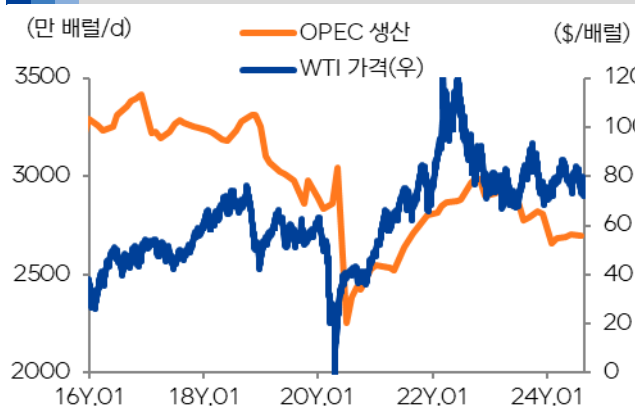
시장은 OPEC+의 증산을 맞이할 준비가 됐나?

실망만 안겨준 8월 OPEC+ JMMC 회의

지난 8월1일 JMMC회의가 있었다. OPEC+ JMMC 회의는 OPEC+ 장관들이 참석해 최근까지의 감산에 대한 피드백과 시장 상황 모니터링을 하는 자리다. 최근 수요에 대한 우려가 가중되며 유가가 강한 하방 압력에 노출된 것은 확인됐지만, 대부분 회의 참여자들은 현재 수준의 유가는 편안한 수준임에 동의했고 공급과 수요는 균형을 이루고 있다고 평가했다. 그리고 앞서 추가 생산에 대한 보상을 약속했던 러시아, 카자흐스탄, 이라크 등의 보상 다짐을 받았다. 현재 OPEC+는 586만bpd를 감산 중이며 금년 10월부터는 220만bpd의 자발적 추가 감산분에 대한 되돌림을 내년 9월까지 매월 20만bpd씩 시행할 예정이다. 시장 상황에 따라 점진적인 단계적 감산 되돌림은 일시 중단되거나 반복될 수 있다고 강조하기는 했지만 최근 데이터를 통해 확인된 중국발 수요 둔화에도 OPEC+가 자발적 추가 감산을 되돌리는 스케줄에 별다른 변경이 없는 것을

확인한 뒤 하락세가 가중됐다. 다음 JMMC회의는 10월2일 예정돼있다.

차트2. OPEC 감산에 반응한 유가



출처: 삼성선물

차트3. OECD 재고 감소에 일조한 OPEC



출처: OECD

추가 공급에 대한 우려

우리는 이미 코로나 직후 역대 최대 감산의 효과를 경험한 바 있다. 코로나로 인한 수요 급감과 세계 최대 펀드의 롤오버, 주요 생산국들의 치킨 게임까지 겹치면서 유가가 사상 첫 마이너스를 기록한 이후 OPEC+는 무려 970만bpd 감산 합의를 이끌어냈다. 이는 전세계 하루 평균 수요인 1억 배럴의 10%에 달하는 물량이다. 즉각적인 대체 공급처가 부재한 상황에서 단기에 공급처를 늘리기 어려운 원자재 특성까지 감안하면 시장의 분위기를 충분히 주도할 수 있는 수준임이 명확했다. 그 결과 유가는 빠르게 회복해서 새로운 균형을 찾아갔고 OECD 재고도 빠르게 안정화되는 모습을 보였다. 역대급 감산 이후에 2022년까지도 꾸준한 감산 되돌림이 있었다. 다만 지금과는 차이가 있다면 그때는 수요 기대가 뒷받침되는데다 공급 차질 이슈까지 더해져 유가가 상승 추세에 있었던 반면에 지금은 공급 차질 이슈는 다소 제한된 상황에서 수요 기대까지 낮아져 유가가 하방 압력에 더욱 많이 노출되어 있는 상황이라는데 있다. 특히나 연준이 고용과 경기 둔화를 우려하며 금리 인하를 준비 중인데다 중국에 대한 수요 기대가 여러 데이터상 꺾인 것이 확인된 시점이다보니 10월 예정된 증산에 따른 추가 공급 효과는 더욱 크다.

차트4. OPEC+의 감산 되돌림 스케줄

Country	2024				2025										Required Production Level as per 37 th ONOMM
	Jun-Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct-Dec	
Algeria	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1,007 ⁽¹⁾
Iraq	4,000	4,018	4,037	4,055	4,073	4,092	4,110	4,128	4,147	4,165	4,183	4,202	4,220	4,220	4,431 ⁽¹⁾
Kuwait	2,413	2,424	2,436	2,447	2,458	2,469	2,481	2,492	2,503	2,514	2,526	2,537	2,548	2,548	2,676 ⁽¹⁾
KSA	8,978	9,061	9,145	9,228	9,311	9,395	9,478	9,561	9,645	9,728	9,811	9,895	9,978	9,978	10,478 ⁽¹⁾
UAE	2,912	2,926	2,939	2,953	3,000	3,047	3,094	3,140	3,187	3,234	3,281	3,328	3,375	3,375	3,519 ⁽¹⁾⁽²⁾
Kazakhstan	1,468	1,475	1,482	1,489	1,495	1,502	1,509	1,516	1,523	1,530	1,536	1,543	1,550	1,550	1,628 ⁽¹⁾
Oman	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841 ⁽¹⁾
Russia	8,978	9,017	9,057	9,096	9,135	9,174	9,214	9,253	9,292	9,331	9,371	9,410	9,449	9,449	9,949 ⁽¹⁾⁽³⁾

출처: OPEC

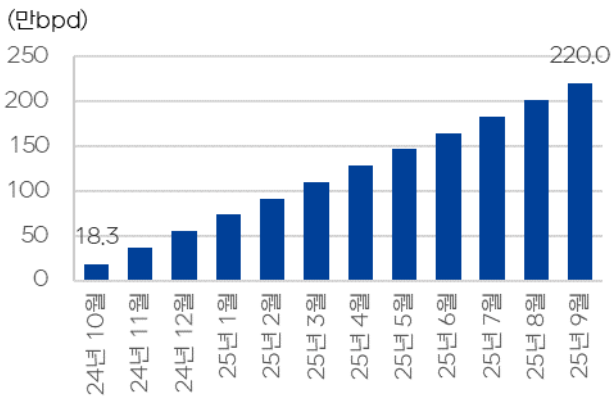
**매달 18,33만bpd씩 늘어날
공급**

원유 시장에서 bpd는 생산, 소비, 수출입 관련 데이터에서 주로 사용된다. Bpd는 barrel per day의 약자다. 여기에 관례적으로 평균이라는 의미가 추가된다. 원유 투자자들에게는 bpd라는 단어가 익숙하지만 다른 품목 투자자들에게는 다소 생소한 측면이 있다. 예컨대 7월 원유 생산량이 1,300만bpd라 함은, 7월 하루 평균 생산량이 1,300만 배럴을 의미한다. 이는 감산과 감산 되돌림에도 똑같이 적용된다. **OPEC+는 지난 6월 회의에서 10월부터 내년 9월까지 기존 220만bpd에 대한 자발적 추가 감산을 1년에 걸쳐 되돌리는데 합의했다. 즉 바꿔 말하면 매월 18.33만bpd씩 생산량을 늘리겠다는 것이다.**

**1년 뒤 전세계 공급량이
2.2% 증가하는 셈**

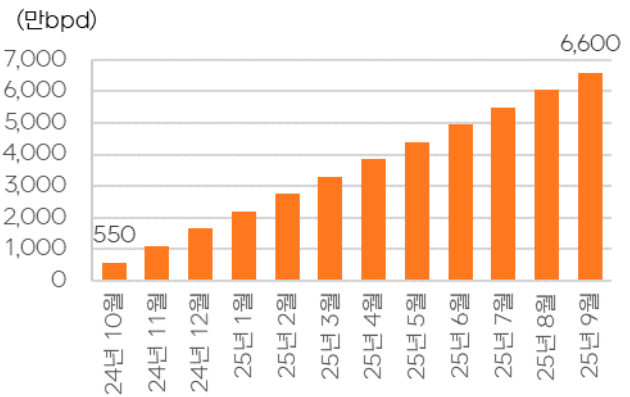
당장 금년 10월부터 OPEC+의 증산에 따른 추가 공급 분이 한달에 550만(18.33만bpd x 30일, 편의상 모두 30일로 가정) 배럴이다. 11월에는 현재 공급량 대비 1,100만 배럴, 12월에는 1,650만 배럴 증가한다. 그리고 **내년 9월이되면 현 시점 대비 OPEC+의 감산되돌림으로 추가되는 월 공급량은 6,600만 배럴에 달한다.** 하루 평균 220만 배럴의 감산이 되돌려진 결과다. **1년 후 전세계 공급이 현재 대비로 2.2%가 증가하는 셈이다. 물론 동기간 수요도 100만bpd(EIA, IEA)~200만(OPEC)bpd 수준(주요 기관 추정치)으로 함께 늘어날 것이다. 문제는 비OPEC+ 국가들의 증산도 이와 유사한 수준으로 증가(미국, 가이아나, 캐나다, 브라질 등 비OPEC+ 약 150만bpd 증산 전망(IEA) OPEC은 120만bpd, EIA 160만bpd)해 수요 증가에 따른 가격 상승 압력 대부분을 상쇄할 것이라는 데 있다. 아직까지 시장은 추가로 1년간 시장에 풀릴 OPEC+의 증산분을 커버할 만큼의 새로운 수요처를 찾지 못했다.**

차트5. OPEC+의 실제 감산 되돌림 규모



출처: 삼성선물

차트6. 이에 따른 시장 공급 효과



출처: 삼성선물

**되돌림을 다시 되돌릴 수도
있을 것이라는 기대**

한가지 시장이 기대하고 있는 부분은 6월 회의 당시 합의한 내용 중 시장 상황에 따라 감산되돌림을 종료하거나 연기할 수 있다는 것이다. 하지만 감산 장기화로 인한 주요 생산국들의 경제 상황 악화와 이처럼 세부 타임라인과 각국의 증산 스케줄까지 세세하게 나온 시점에서 경로를 바꾸기에는 상당한 부담을 느낄 수 있다.

찾아든 이란과 이스라엘간의 확전 우려

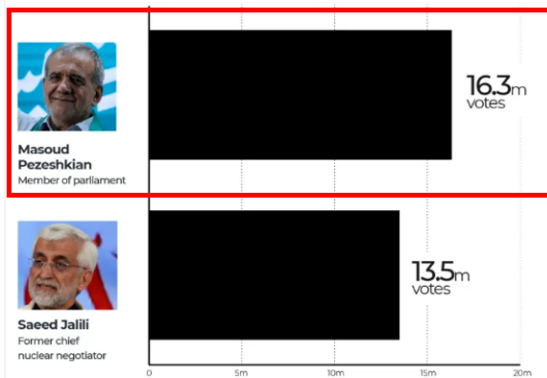
하마스 수장의 죽음

7월31일 하마스 수장 하니예가 이스라엘 공격으로 사망하면서 확전 우려가 더욱 커졌다. 이번 이스라엘군의 공격은 이란 수도 테헤란에서, 그것도 신임 대통령 취임식 바로 다음날 이루어졌다는 점에서 그 심각성이 더 크게 부각됐다. 특히 하마스 수장 하니예는 테헤란 북부 초고위층만 묵는 안전 가옥에 머물고 있었기 때문에 이란의 체면이 많이 구겨졌다. 앞서 이스라엘은 헤즈볼라의 이스라엘령 골란 고원 축구장 폭격에 대한 보복으로 헤즈볼라 최고 지휘관 중 한명인 슈크르를 제거한 바 있다. **하니예는 하마스와의 휴전 협상을 주도해온 인물이었다는 만큼 향후 이스라엘과 하마스간의 휴전 협상도 난항이 예상된다.** 이번 사건에 대해 이란 최고종교지도자인 하메네이(이란내 서열1위)는 암살의 배후로 이스라엘을 지목했으며 긴급 소집된 최고 국가 안보 회의에서 이스라엘이 우리 손님을 순교하게 했다며 이에 대한 피의 값을 치르는 것은 우리 의무로 여겨야 한다며 사실상 직접적인 보복을 지시했다. 또한 하메네이는 향후 확전시 이스라엘이나 미국의 공격에 대한 방어 계획도 함께 준비할 것을 주문해 이란의 직접 보복에 대한 우려를 더욱 키웠다.

깜짝 테러여야만 하는 이유

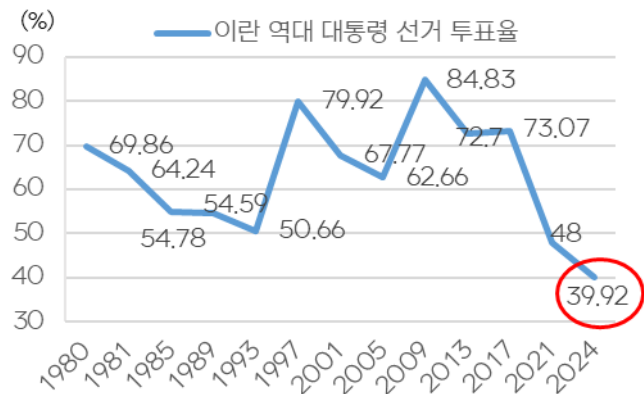
이란은 하니예 사망 사흘 만에 외국에서 날라온 단거리 발사체(탄두 7kg)에 피격해 사망했다고 공식 발표했다. 이는 **이스라엘 정보기관이 2개월전 하니예 숙소에 미리 설치해둔 폭발물로 사망했다는 서방 언론들의 보도와 배치된다.** 이란 입장에서도 자국내 귀빈이 안전가옥에서 암살당 것 자체가 경호와 정보전의 굴욕이기 때문에, **수개월전에 이스라엘이 심은 폭탄의 원격 조정에 의한 사망보다는 기습적인 외부 공습에 의한 사망이라는 결론을 선호할 것이다.** 실제로 그 기간내 외부에서 유입된 드론이나 발사체의 움직임은 확인되지 않았으며 사고당시 바로 옆방에 있던 팔레스타인 이슬람 지도자 나칼라는 전혀 피해를 입지 않았다. 즉, 하니예를 노린 표적 공격이었으며 정교하게 심어진 폭발물로 인한 암살 쪽으로 무게가 실린다

차트7. 폐제시키안 이란 신임 대통령 득표율-53.7%



출처: 알자지라

차트8. 이란 역대 대통령 선거 투표율, 이번이 가장 낮아



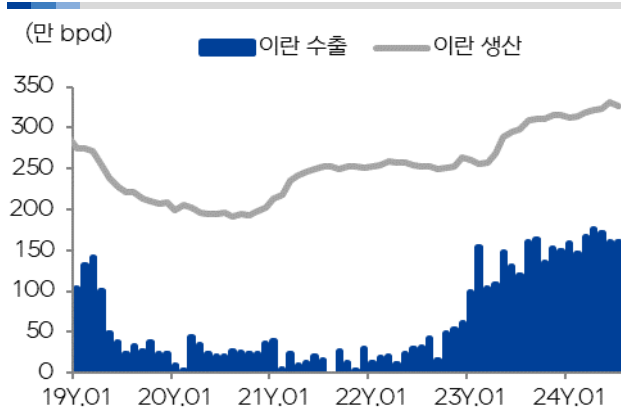
출처: 삼성선물 정리

왜 이번 공격이 특히 주목받았나?

과거에도 이란 혁명수비대 사령관 솔레이마니를 비롯해 고위관계자들의 사망은 있었다. 하지만 이번 사건은 이란 영토내에서 그것도 최대 적성국가인 이스라엘에 의해 자행된 암살이었다는 점에서 이란도 가만히 있기는 어려울 것이다. 신임 대통령 취임 이후 처음 맞이하는 국제적 이벤트인 만큼 **폐제시키안 대통령 또한 국제 사회에 나름의 존재감을**

과시하고 싶을 가능성이 높다. 특히 지난번 선거 투표율이 역대 최저 수준을 기록한데다 유일한 비보수파 후보였기 때문에 종교적 충성에 대한 의구심을 떨칠 수 있는 수준의 보여주기식 보복이 예상된다. 현재 가장 가능성을 높게 보는 보복 시나리오는 **관례적으로 주변국들에게 수일전에 통보함으로써 이스라엘의 피해를 최소화하는 선에서 그칠 가능성이 높다.**

차트9. 이란 원유 수출 추이



출처: 삼성선물

차트10. 호르무즈 해협 차단의 공포 재현되나?



출처: 구글 지도

일단 이란과 이스라엘 양측의 전면전 자제 의지는 확인

미국은 그간 중동지역의 지정학적 리스크 억제를 위해 부단한 노력을 해왔다. 힘겹게 안정화시킨 에너지 물가와 중동 지역 평화 지킴이를 자처하는 바이든 행정부 이미지가 다가올 미 대선에도 도움이 되기 때문이다. 하지만 문제는 레임덕을 앞두고 바이든 대통령이 이스라엘 총리에 대한 영향력을 상실한 듯한 모습이 도리어 안쓰럽기까지 하다. 이스라엘 7차 방문에서도 성과없이 돌아온 블링컨 국무장관은 덤이다. 이란은 현재 이스라엘의 도발에 반응을 최대한 자제하며 보복을 칼을 갈고 있다. 미국과 이란이 핫라인을 개설해 이란군과 미 중동사령부간 직접 소통이 가능해졌다. 미국과 이란 모두 원치않는 우발적인 확전을 막고자하는 의지는 확인됐으며 **이란도 이스라엘과 하마스간 휴전 협상 결과를 지켜보고 공격 시기나 강도를 정해도 늦지 않겠다는 판단이 선** 듯하다. 괜히 선불리 움직일 경우 미국이 비난을 의식해 몰래 풀어준 스몰딜(100만bpd 수출 허락) 합의를 다시 되돌릴 명분을 줄 수 있고 이스라엘과 마찰이 심해질 경우 호르무즈 해협 봉쇄 위협(실제로 이란이 봉쇄한 적은 한번도 없었음)까지도 할 수 있기 때문이다. 향후 이란의 보복 여부와 규모 그리고 그 이후 이스라엘과의 대립 구도가 유가에 주요 관전 포인트로 자리잡을 전망이다.

부진한 중국 수요, 그래도 여전히 중국이다

주요 기관들의 수요 전망이 계속해서 하향 조정되고 있다. 최근 3대 주요 기관들의 수요 전망이 하향 조정 됐는데, 중국 경기 둔화에 대한 우려가 주요 배경으로 작용했다.

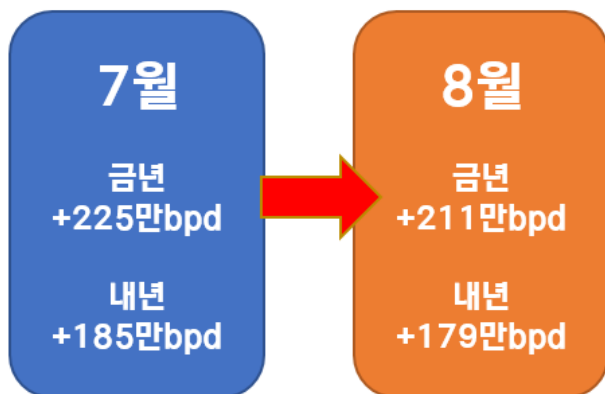
OPEC과 IEA의 연이은 수요 전망치 하향 조정

OPEC 보고서는 중국 경기 둔화 우려를 반영해 금년 수요 증가 전망치를 기존 +225만bpd에서 +211만bpd로 낮췄다. 실제 수요 전망치를 하향 조정한 것은 작년 7월 보고서 이후 처음이다. 내년 수요 전망치 또한 기존 185만bpd 증가에서 187만bpd 증가로 줄였다. IEA는 보고서를 통해 오는 10월부터 예정된 OPEC+의 감산 되돌림이 시장에 반영될 경우 4분기부터 공급 과잉에 접어들 수 있다고 우려했다. 내년까지 비OPEC+국가들 중 미국, 가이아나, 캐나다, 브라질 등을 중심으로 하루 150만 배럴의 공급이 증가할 것으로 예상했다. IEA는 97만bpd 증가, 내년에도 95만bpd 증가(기존 전망 대비 3만bpd 감소) 하는데 그칠 것을 예상했다. IEA는 올해 2분기 수요는 71만bpd 증가하는데 그쳐 OECD 선진국들을 제외하면 2020년 팬데믹 이후 가장 부진했다고 언급했다. 보고서는 특히 중국내 경유와 나프타 수요 감소가 가장 두드러지게 나타나며 건설과 제조업 경기 둔화 가능성을 시사했다고 지적했다.

EIA, 내년 전망치 금년 유가 전망치 하향 조정

EIA는 중국발 수요 우려를 지적하며 내년 수요 전망치를 하향 조정하고 금년과 내년 가격 전망 또한 하향 조정했다. 전세계 석유 제품 소비량은 1억 290만bpd로 기존 전망(+110만bpd)을 유지했으며 내년 전망치는 지난달 대비 20만bpd 하향 조정한 1억 450만bpd(+160만bpd)를 예상했다. 평균 유가는 \$80.21로 지난달 전망 가격 대비 2.2% 하락할 것을 전망했다. 한가지 흥미로운 점은 OPEC의 금년 수요 전망치는 작년 대비 211만bpd인 반면, IEA는 97만bpd, EIA는 110만bpd 증가를 예상해 두배 이상의 수요 증가 전망치를 보인다는 점이다. 아무래도 10월부터 본격적인 증산을 앞둔 OPEC이 하반기와 내년 수요가 좋아야만 하는 바람이 포함되어 있는 듯 하다. 시기상으로 편향적일 수 있는 만큼 시장에서도 EIA와 IEA 전망 쪽으로 무게가 실리는 분위기다.

차트11. OPEC 수요 전망치 하향 조정



출처: OPEC

차트12. IEA 수요 전망치 하향 조정



출처: IEA

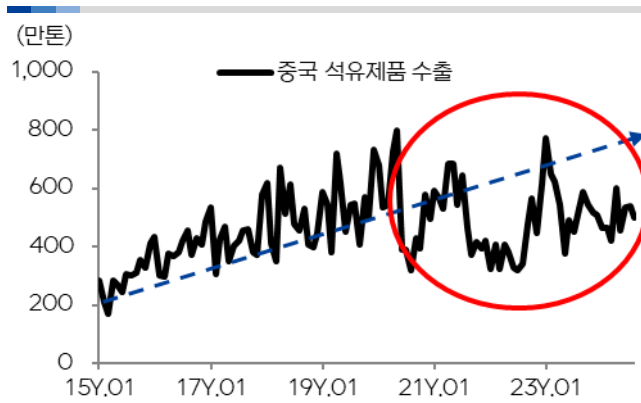
3대 기관이 모두 언급한 중국 수요 우려

앞서 3대 주요 기관에서 발표된 자료에서도 확인이 가능하듯, 이들은 하나같이 **중국발 수요 우려를 금년과 내년 수요 하락 전망의 주요 원인으로 꼽았다**. 최근 중국 실물 경제 지표는 부진한 흐름을 보였다. 7월 중국 산업 생산이 작년 대비 5.1% 늘었지만 6월 증가율인 5.3%보다 낮았고 시장 전망치인 5.2%에도 소폭 못 미쳤다. 7월 누적 고정자산 투자도 작년 대비 3.6% 증가하는데 그쳐 6월 3.9%보다 상승률이 크게 둔화했다. 그나마 시장이 안도한 점은 7월 중국 소매판매가 작년 대비 2.7%로 시장 예상치인 2.6%를 소폭이나마 웃돌았다는 점이다. **중국 국가 통계국은 외부 환경 변화, 부작용 증가와 더불어 국내 수요감소가 경기 회복의 발목을 잡고 있다고 평가했다**.

석유 제품 수요 감소

석유 관련 데이터에서 확인된 수요 둔화 조짐도 수요 기대를 꺾는데 일조했다. 7월 중국 정유업체들의 석유 제품 생산량은 작년 대비 6.1% 감소한 1,391만bpd를 기록해 2022년 10월 이후 최저를 기록했다. 7월과 8월 경기 둔화로 자가용보다 대중교통 이용을 선호한 점과 전기차 보급 확대로 휘발유 사용도 꾸준하게 감소한 영향이 컸다. 실물 수요 감소로 정제 마진이 줄어 독립정유사 가동률도 전년 대비 7.3% 하락한 56% 수준으로 낮아졌다.

차트13. 코로나 이후 중국 석유 제품 수출 둔화



출처: NBS

차트14. 중국 석유제품 생산 둔화

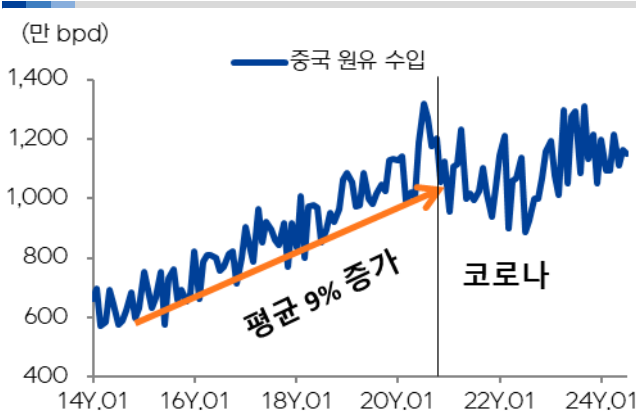


출처: NBS

중국 원유 수입도 감소

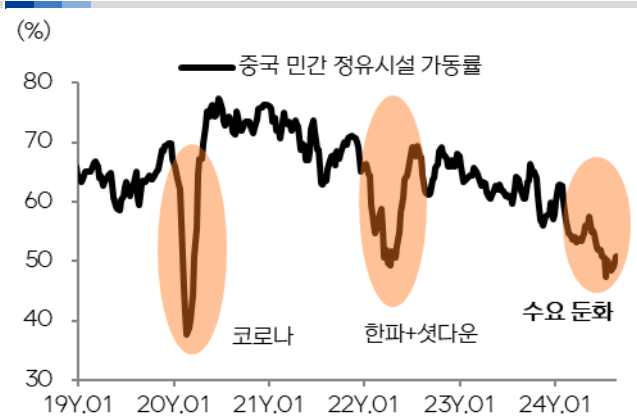
중국 7월 원유 수입량은 997만bpd를 기록, 6월 1,130만bpd 대비 큰 폭으로 하락했다. 최대 공급처인 러시아로부터의 수입량은 작년 대비 7.4% 감소한 176만bpd를 기록했는데 이는 6월 205만bpd와 작년 190만bpd 대비 낮은 수치다. 사우디로부터의 수입량은 151만bpd로 작년 대비 13% 증가했다. 이란산 원유와 베네수엘라산 원유를 경유해서 수입한 것으로 추정되는 말레이시아 수출량은 146만bpd를 기록했다. **중국의 최근 원유 수입 둔화는 중국 7월 원유 생산량이 전년 대비 3.4% 증가한 422만bpd로 7년래 최고치를 기록한 점과 대내외적인 석유 제품 수요 감소가 주요 원인으로 파악된다**.

차트15. 중국 원유 수입, 코로나 이전 만큼의 성장세는 아직



출처: 삼성선물, Bloomberg

차트16. 중국내 정유시설 가동률은 큰 폭으로 둔화



출처: 삼성선물, Bloomberg

이미 대부분 선반영된 중국발 수요 둔화 우려

사실 중국발 원유 수요 둔화 우려가 본격적으로 뉴스에서 보도되고 있지만 중국 수요 둔화 조짐은 작년부터 이미 다양한 데이터들을 통해 이미 확인됐다. 최근 중국 경제 지표가 갑자기 나빠진 것이 아니고 점진적으로 둔화된 것인 만큼 중국발 수요 우려에 대한 유가 하락분은 대부분 선반영되어 왔다고 보는 것이 타당하다. 2023년 중국 평균 원유 수입량은 1,129만bpd였다. 그리고 지금까지 금년 7월 누적 수입량은 1,090만bpd다. 약 39만bpd가 감소했을 뿐이다. 현재 확인된 수요 둔화는 향후 수요 증가에 따른 수입 상승세가 코로나 이전 7%대 수준으로 나오지 않을 것에 대한 확신을 주기에는 충분하지만 중국은 여전히 전세계 최대 원유 수입국이고 세계 2위 원유 소비국(1위 미국 19%, 2위 중국 17%)임에는 변함이 없다. 고로 중국의 원유 수요 둔화가 데이터 상으로 확인된 것은 경계하되 중국의 수요 감소에 대해 너무 비관적인 시각으로 바라볼 필요는 없다고 판단된다.

결론: 상승 모멘텀의 부재

막혀있는 상단

시장은 지정학적 리스크 부각에도 수요에 대한 우려를 본격적으로 반영하며 좀처럼 강한 반등을 보이지 못할 전망이다. 그간 누적되어 왔던 수요 감소가 일부 데이터에서 확인되는데다 마지막 보루 역할을 했던 최대 수입국 중국의 데이터 부진이 유가 상단을 강하게 제한하고 있다. 그럼에도 중국의 경기 침체에 대한 우려는 이미 작년부터 꾸준히 선반영되었던 만큼 그 영향력 또한 제한적일 것이다. 시장에서는 최근 이러한 수요 둔화 우려를 반영해 OPEC+가 10월부터 예정된 증산 스탠스에 변화를 줄 가능성에도 베풀고 있다. 현재 OPEC+는 매월 18.33만bpd씩 증산하기로한 물량을 동결하거나 상황이 악화될 경우 추가 감산을 단행하는 방안도 함께 고려 중이다. 다만 이경우 OPEC+이 힘겹게 지정학적 리스크에 따른 유가 지지력에 편승해 발표했던 증산 스케줄이 또다시 꼬일 수 있다. 또한 되돌리는 타이밍을 놓치면 또다시 미국, 캐나다, 브라질, 가이아나 등 비OPEC+ 국가들의 배만 불리게 할 가능성이 높아 선뜻 되돌리기도 어렵다. 지난 25일 발생한 이스라엘과 헤즈볼라간의 대규모 공습(미사일 100기와 320기의 미사일과 무인기)에서 대규모 인명피해가 발생하지 않았고 이후 두 주체간의 전면전 자제 의사는 확인되었다. 또한 이스라엘은 대규모 보복을 준비하고 있는 이란에게 선제공격도 불사하겠다는 일종의 경고를 날린 모양새가 됐다. 이란도 일단 이스라엘과의 전면전은 최대한 피하고자하는

의지를 여러 번 피력한 바 있다. 남은 속제는 어떤식으로 큰 피해없이 그럴듯하게 보복 공격을 하는지 여부이며 그 시기와 규모는 이스라엘과 하마스간의 휴전 협상 결과에 달려있다. 하지만 이스라엘과 하마스 휴전 협상은 현재 이스라엘의 필라델피 회랑 주둔 여부 등에서 큰 이견을 보이며 난항을 보이고 있기 때문에 단기내에 합의는 어려운 전망이다. 유가는 수요 둔화 우려와 OPEC+의 공급 증가 우려 반영으로 하방 압력이 여전히 우세할 것으로 예상되나 여전히 지정학적 리스크와 연준의 피벗 기대로 하락폭은 제한적인 수준에 그칠 전망이다.

Natural Gas

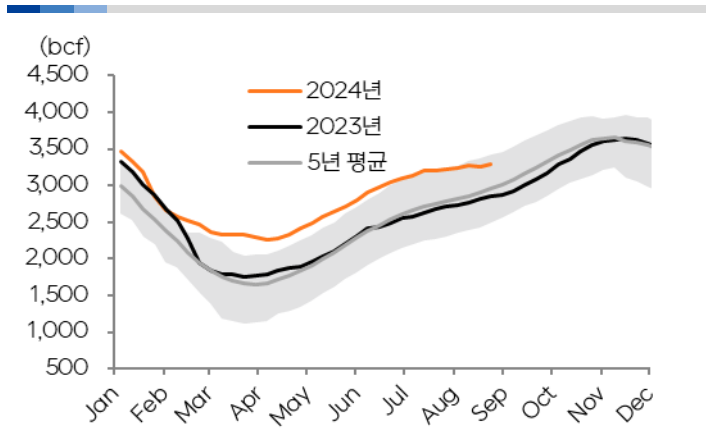
\$2 전후 지지와 저항 확인

천연가스는 월초 예년보다 더디게 증가한 재고와 LNG 수출량 증가, 여름철 수요 증가 기대 등의 영향으로 \$2 부근 강한 지지력을 유지했다. 이후 우크라이나의 러시아 쿠르스크 주 침공 이후 유럽으로 향하는 천연가스 파이프라인 허브의 공급 차질 이슈가 부각되며 강세를 보이는 듯했다. 하지만 이후 여름철 날씨가 시간이 갈수록 온화해지면서 수요가 감소했고 예상보다 빠른 재고 상승을 보이며 가격은 조정받았다. 예년보다 빠른 소진 속도와 새롭게 가동을 시작한 Plaquemines LNG 수출량 기대가 하단 지지력을 유지했지만 뚜렷한 상승 모멘텀 부재로 강한 상승은 또한 제한되었다.

때아닌 재고 감소에도 미미한 반응 보인 천연가스

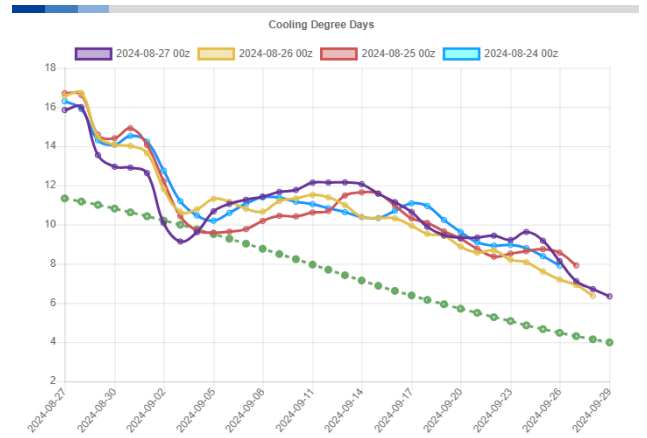
재고 축적기에 돌입했음에도 불구하고 8월 둘째주 천연가스 재고는 60억cf 감소했다. 8월은 통상적인 재고 축적기인만큼 동기간 5년 평균 약 430억cf가 증가한 점을 감안했을 때 이번 감소는 천연가스에 분명한 호재였다. 하지만 천연가스 가격은 크게 반응하지 않았다. 이미 생산 감소와 역대급 수요 증가로 재고 소진에 대한 기대가 어느정도 선반영되어 왔던데다 여전히 예년보다 11% 가량 높은 수준의 재고가 가격에 부담요인으로 작용했다. 이후 재고는 다시 증가세를 보이며 계절적 움직임을 반영했고 예년보다 더딘 증가세를 보였으나 여름 시즌 종료를 앞두고 수요 우려가 부각되며 천연가스 가격 상승을 억제하고 있다.

차트17. 천연가스 재고, 여전히 예년보다 높은 수준



출처: Bloomberg, 삼성선물

차트18. 여름철 수요는 대부분 예년보다 높을 것으로 예상

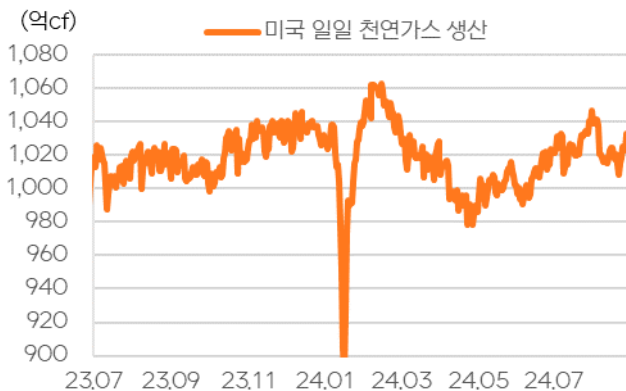


출처: truewng

꾸준할 LNG 수출 관련 수요

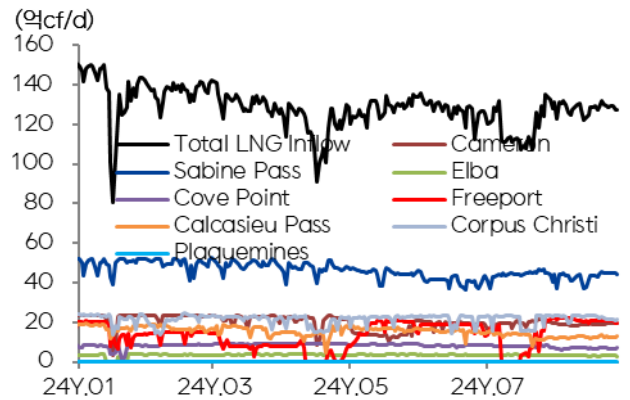
Plaquemines LNG 수출항이 시험 가동을 시작했다. Plaquemines 프로젝트는 총 2.6bcf capa로 phase1이 1.5bcf, phase2가 1.1bcf 캐파를 가지고 있다. Phase 1과 2 프로젝트 각각 트레인 18기가 운용되며 phase1 개별 트레인 용량은 0.74Mtpa(Million ton per annum-무게 개념), Phase2는 0.56Mtpa다. 현재 완공된 프로젝트는 phase1이다. 아직 명확한 상업용 운용 시기는 공개되지 않았지만 일반적으로 시험 운행과 테스트, 불순물 검사, 수익성 검사 등에 수개월이 걸리는 점을 감안해도 조만간 Train 중 일부나마 상업 가동이 시작될 가능성이 높다. 현재 시운전을 위해 Plaquemines로 약 2만~3만cf 수준의 가스 주입이 이루어지고 있다. 말썽을 피워왔던 Freeport LNG도 7월과는 달리 원활한 가동이 이루어지는 중이다. LNG 관련 수요는 장기 계약이 대부분인 외부 수요인 만큼 계절적인 요인과는 별개로 꾸준한 수요를 유발한다. 현재 대부분 LNG 수출항들이 최대 캐파에 가까운 운영을 하고 있는 점을 감안했을 때 전체 LNG 캐파의 25%가 추가되는 점은 중장기적인 관점에서 천연가스 수요에 큰 호재로 작용할 전망이다. Plaquemines의 Phase2 프로젝트는 2026년 완공 예정인데다 Phase1의 본격적인 상업적 플 가동 시기는 알기 어려우나 향후 점진적인 수요처로 자리매김할 전망이다.

차트19. 천연가스 생산, 작년 이맘때와 동일한 수준



출처: Trueweather

차트20. LNG 수출항별 Inflow

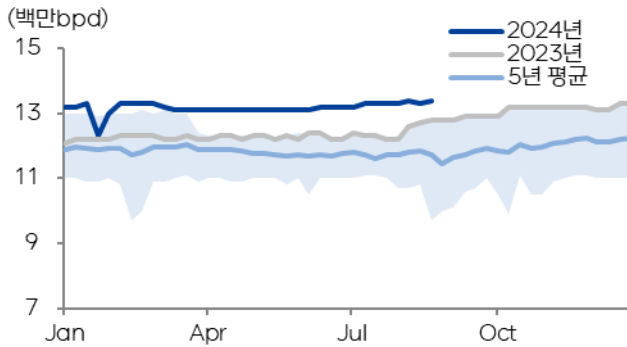


출처: NOAA

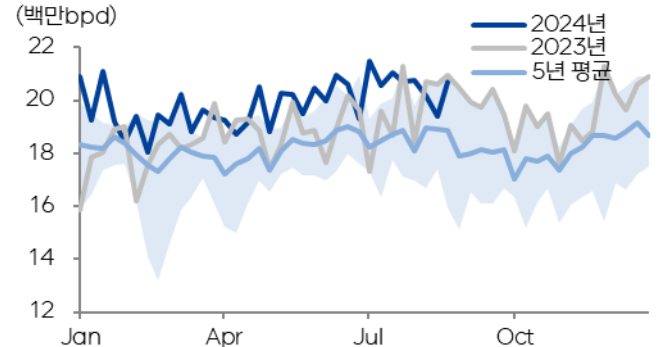
혼재된 호재와 악재 속 곳곳하게 버틸 천연가스

9월은 천연가스 시장에서도 애매한 달로 불린다. 7~8월과 같은 뚜렷한 여름철 수요 기대도 높지 않은데다 겨울철 수요 기대가 반영되기 시작하는 11월~2월과도 다소 거리가 있다. 통상 겨울철 난방 수요 관련 베팅이 10월부터 이루어져왔지만 금년 겨울 라니냐 발생 가능성이 70~80%로 높게 나타남에 따라 미국과 캐나다, 아시아 지역 겨울철 수요가 늘어날 수도 있을 것이라는 기대가 투자 시기를 조금 앞당길 가능성이 존재한다. 물론 꾸준히 증가하는 미국 천연가스 생산과 불안요소로 자리잡은 Freeport의 변수가 강한 상승을 제한할 것이다. 9월에도 예년보다 높은 여름철 천연가스 수요가 유지되는 가운데, 꾸준하게 5년 평균 수준으로 수렴 중인 천연가스 재고도 가격 지지에 힘을 보탬 전망이다. 9월 천연가스는 \$2초반 부근 지지력 확인하며 완만한 상승세를 보일 것으로 예상된다.

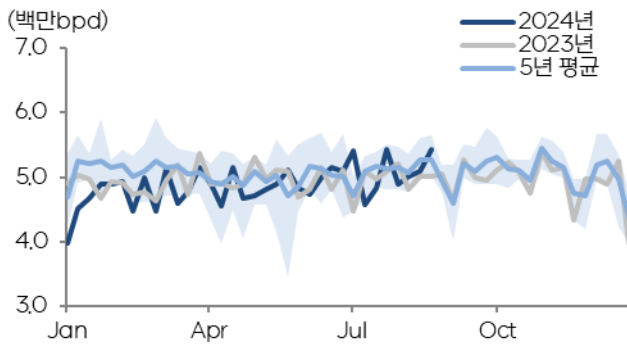
미국 원유 생산 (5년 Range)



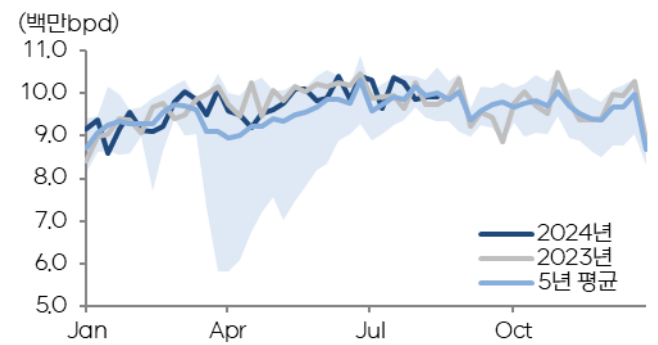
미국 원유 수요 (5년 Range)



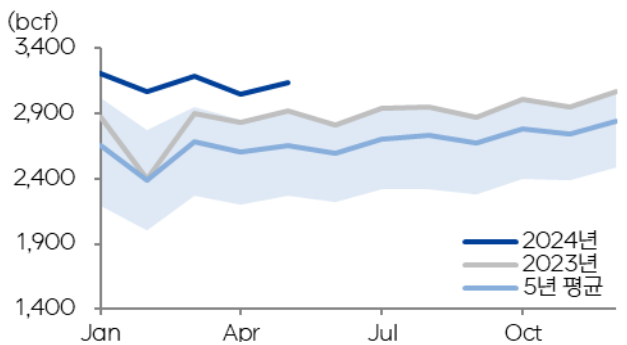
미국 정제유 수요 (5년 Range)



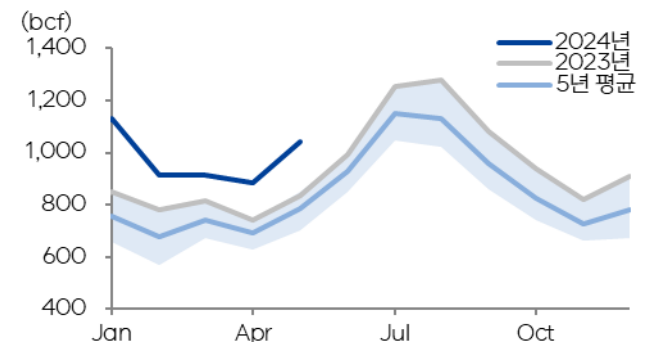
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



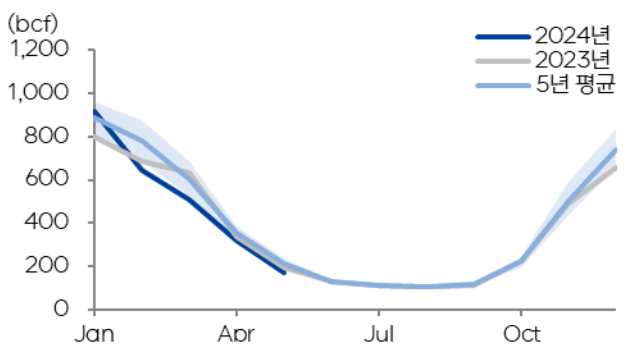
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



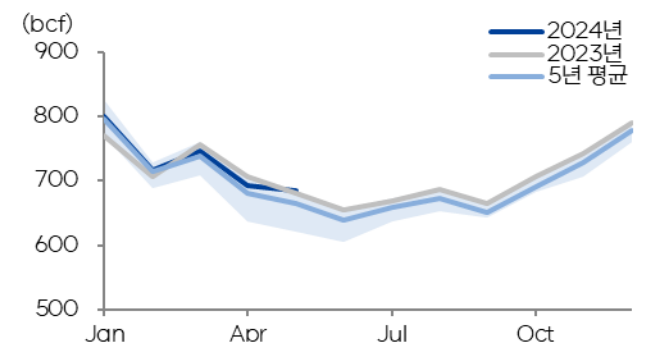
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

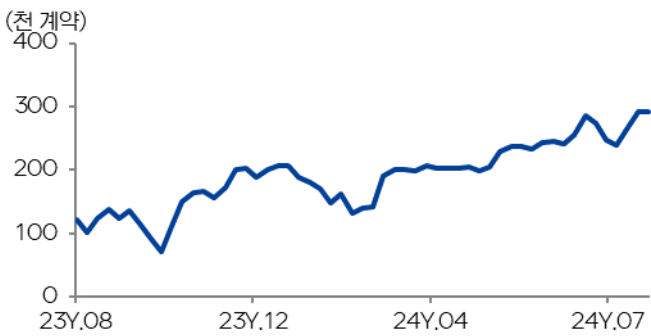
금 가격 추이



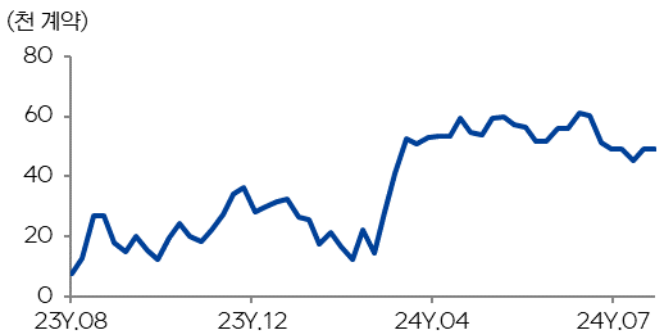
은 가격 추이



금 비상업적 순매수 포지션



은 비상업적 순매수 포지션



SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

