

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

인플레이션 장기화와 중국 수요 가시화 기대

- 연준 금리 인상 장기화로 인해 위험자산 투자 제약은 하방 요인
- 중국 실물 수요 지표는 여전히 부재하지만 3월 양회(인프라 투자), 차이신 PMI 개선과 대출금리(LPR) 인하 기대는 상승 요인
- 중국 부동산 경기는 바닥을 쳤으나 본격적인 반등은 아직 요원
- 비철 수급 여건은 광산 공급 차질과 제련소 가동 중단으로 타이트한 상태

원유

연준과 러시아, 그리고 이란

- 미국의 드라이빙 시즌 종료, 그 다음은?
- 높아진 연준의 금리 인상 기대
- 러시아 원유 수출 여전히 순항 중
- 바이든 대통령, 우크라이나 깜짝 방문의 의미
- 이번에 발견된 이란의 84% 초고농축 입자, 무엇이 문제인가
- 페트로 위안화로 선회하는 이라크?
- 여전히 높은 \$80의 벽

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, 2/24 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율

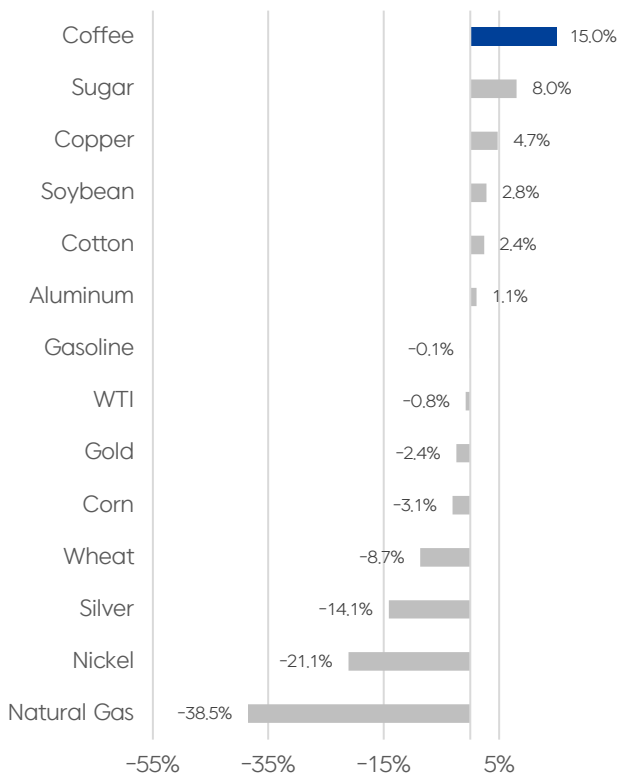
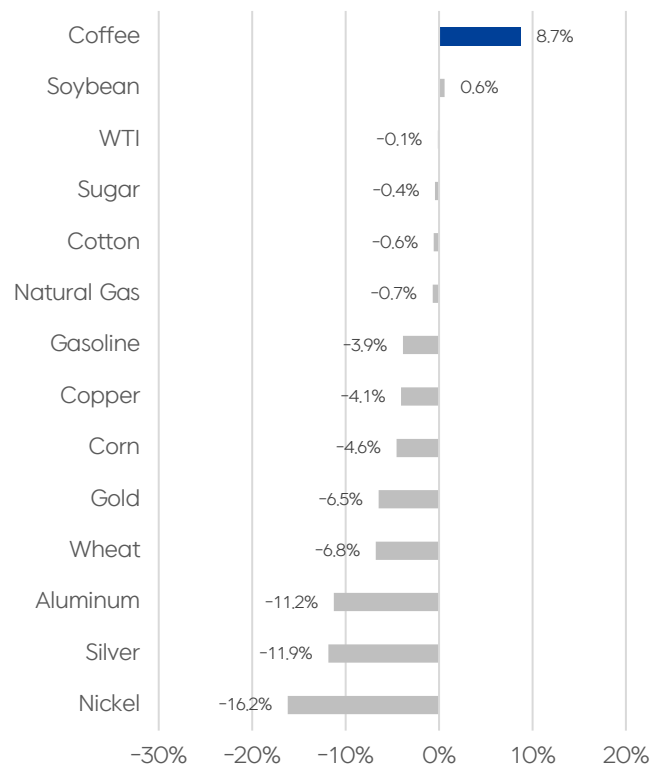


차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

출처 : Bloomberg

Base Metal

2월 동향: 연준 긴축 우려와 중국 수요 부재

예상보다 강한 미국 경제 지표에 하락한 비철

2월 비철은 타이트한 수급과 공급 차질 이슈에도 불구하고 전반적으로 하방 압력이 우세했다. 미국 비제조업 PMI 서프라이즈로 월초부터 하락했던 비철은 견고한 1월 실업률(3.4%)과 소매판매(MoM +3%), 덤 둔화된 CPI(YoY +6.4%) 및 PPI(MoM +0.7%)에 의해 연이어 하락했다. 고용, 물가, 소비 등 모든 면에서 미국 경제가 생각보다 강함이 드러나자 달러인덱스와 미 국채 금리가 급등했기 때문이다. 페루와 파나마의 구리 광산 공급 차질과 중국 원난성 알루미늄 제련소 감산 소식, 이어진 중국 리오프닝 기대에 소폭 반등하기는 했지만 경제 지표 강세와 매파적 연준은 비철 가격에 비우호적으로 작용했다.

확인되지 않는 중국 실물 수요

중국의 실물 수요가 확인되지 않는 점도 비철 가격에 하락 요인으로 작용했다. 1월 비철 랠리를 견인했던 중국 리오프닝 기대가 실물 지표 확인으로 이어지지 못했고, 2월에는 중국 수요의 성장을 확인할 수 있는 어떠한 지표도 보이지 않았다. 중국 부동산이 하락세를 이어가다 17개월 만에 0.1% 반등한 점과 당국의 부동산 부양 의지로 인해 인해 월 중반 상승하기는 했으나 상승세를 이어가기에는 역부족이었다.

월간 가격 등락률 (2023. 02. 01~ 2023. 02. 24)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률(%)	-4.1%	-11.2%	-11.5%	-3.2%	-16.2%	-11.0%

3월 전망: 인플레이션 장기화! 중국 수요 가시화?

매파적 연준과 너무 좋은 경제, 다시 higher for longer

뜨거운 고용 시장 유지

2월 발표된 경제지표들은 뜨거운 고용 시장에 따른 지속적 물가 압박이 금리를 예상보다 높게 끌어올릴 수 있음을 시사했다. 1월 실업률은 3.4%로 전달의 3.5%보다 하락했고, 1969년 이후 54년만에 최저치를 기록했다. 2월 한달 간 주간 신규 실업수당 청구건수는 지속적으로 상승했고 2월 마지막 발표치도 19만 2,000명으로 집계돼 전문가 예상치 19만 7,000명을 하회했다. 일주일 이상 연속으로 실업보험을 청구한 사람의 수 역시 전주보다 3만 7,000명 감소한 수치로 집계됐다.

계속되는 미국의 물가 이슈

CPI와 PPI, PCE 지표 상승률은 예상보다 둔화하며 연준이 금리 인상을 중단하지 않을 근거를 제공했다. 1월 CPI는 1년 전보다 6.4% 오르며 전망치인 6.2% 상승을 상회했다. CPI에서는 인플레이션 둔화를 늦추는 주범으로 지목되어왔던 서비스 물가의 상승세도 재차 확인되었다. 1월 생산자물가지수(PPI)는 전년 동월에 비해 6.0% 상승해 전월의 6.5%보다 상승폭이 둔화되기는 했지만 5.4% 정도로 크게 낮아질 것이라는 시장 전망치에 비해서는 낙폭이 크게 축소되었다. 1월 근원 개인소비지출(PCE) 가격지수는 지난해 같은 기간보다 4.7% 상승해 전문가 예상치 +4.4%와 전월치 +4.6%를 상회했는데, 이는 둔화하던 오름세가 다시 상승세로 돌아서는 계기가 되었다. PCE는 심지어 전월 대비로는 0.6% 상승해 작년 여름 이후 가장 빠른 상승세를 보였다.

소매판매마저 강세 전환

1월 소매판매 역시 6,970달러로 집계되며 예상(+1.8%)을 크게 뛰어넘었다. 이는 한달 전과 비교해 3% 증가한 수치이다. 미국 경제의 3분의 2를 차지하는 소비가 크게 증가한 것은 고용이 강한 모습을 유지했기 때문에 가능했던 것으로 해석된다. 물가가 둔화하는 와중에 고용이 강하다면 근로자들의 실질임금이 오르기 때문이다. 그에 따라 고용지표 호조가 임금과 물가 상승의 악순환을 불러올 수도 있다는 우려도 한층 커지게 되었다.

**새로운 컨센서스가 된 금리
상단: 5.25~5.50%**

경제지표가 연이어 호조를 보이자 5.25~5.50%이 기준 금리 상단의 새로운 컨센서스가 되었으며, 심지어는 7월까지 금리를 인상해 상단이 5.75%~6.00%에 도달할 가능성도 제기되었다. 연준의 금리 인상 장기화를 시장이 가정사실로 받아들이자 CME 페드워치는 연준이 6월까지 3회 연속 0.25%포인트를 올릴 가능성을 70% 이상으로 높여 잡았다.

**월초와 달라진 분위기
경착륙에서 무착륙으로 전환**

그에 따라 12월 FOMC 점도표에서 연준 위원들이 고점을 5.1%로 잡았을 때와, 2월 초 파월 의장이 디스인플레이션(인플레이션 속도 둔화)을 언급할 때와는 분위기가 많이 달라졌다. 고용과 소비가 버텨주면서 경착륙에서 연착륙으로, 그리고 더 오래가는 인플레이션 속에서도 견고한 성장을 뜻하는 무착륙으로 시장 기대가 옮겨졌다. 이는 비철 가격에 불확실성을 더하는 요인으로 작용할 전망이다. 연준이 실질적으로 수요를 파괴할 때까지 금리를 인상한다면 달러 인덱스 상승으로 인해 비철금속 시장의 지속적 하락이 불가피해진다.

**현재의 추세 지속된다고
가정했을 때, 3월도 매크로
측면에서는 하방 압력 우세**

3월 비철 가격은 매크로 상으로 하방 압력이 우세하다. 대표적인 하락 요인은 3월 23일(한국시간) 예정된 FOMC에서 연준이 50bp를 인상하거나 금리 인상 중단 시점이 하반기까지 이연될 가능성이다. 현재까지는 25bp 인상, 7월 인상 중단이 정론이지만 PCE 발표 직후 CME 페드워치가 3월 빅스텝 가능성을 41%로 올려 잡기도 한 만큼 3월 발표될 지표들이 견조할수록, CPI와 PPI 하락이 둔화되거나 물가상승이 가속화될수록, 3월 50bp 인상(또는 하반기까지 금리 인상)에 가까워질 수 있다.

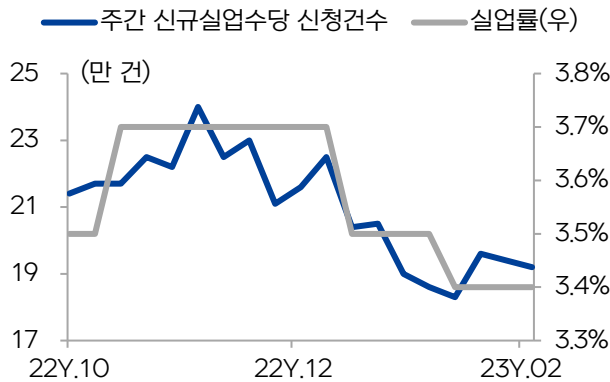
**비둘기파 수장의 사임으로
향후 연준 긴축 가능성 심화**

한편, 비둘기(완화)파에 속했던 레이얼 브레이너드 부의장이 국가경제위원회(NEC) 위원장으로 지목돼 연준을 사임한 점도 긴축 강화 전망에 힘을 보태는 요인이다. 비둘기파 위원들을 결집시키는 역할을 했던 브레이너드 부의장의 공백으로, 향후 연준에서는 매파의 목소리가 더 커질 것이라는 우려가 제기되고 있다.

3월 지표 주목, 둔화 or 심화

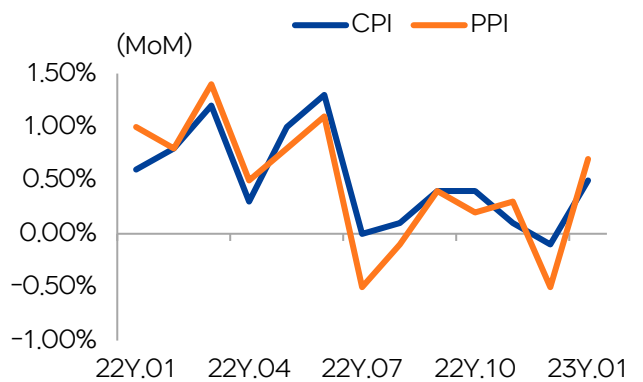
3월 10일 발표되는 2월 실업률과 비농업고용지수, 그리고 3월 14일과 15일 각각 발표될 CPI와 PPI가 또 한번 예상을 상회할 경우 더 높고 더 긴 금리 인상을 위한 전제조건이 성립될 것이다. 다만 2월 고용과 물가상승률이 둔화 궤도로 돌아간다면 위험 선호 심리가 다시 회복되어 비철 가격에 상방 요인으로 작용할 수 있다.

차트1. 미국 주간 신규실업수당 신청건수, 실업률



출처: Bloomberg

차트2. 미국 CPI 및 PPI 추이



출처: Bloomberg

3월 비철 가격을 부양할 양회

**3월에 볼 3가지 - (1)양회
(2)상품 수요와 제조업 업황
(3)부동산 반등세**

**이번 양회에서는 높은
경제성장률 목표와 인프라
투자 정책 발표 기대**

**경제성장률 목표치를 통해
부양 강도를 파악할 수
있으며, 목표치를 바탕으로
지방 인프라 건설 속도 역시
증가할 수 있음**

**중국 당국의 인프라 투자
의지는 높은 편**

*동수서산: 동쪽의 데이터를 서쪽에 보내서 처리하는 디지털 인프라 사업

3월 중국에서 눈 여겨 보아야 할 것은 전국 인민 대표 회의(전인대)와 중국 인민 정치 협상 회의(정협)을 이르는 (1)양회에서 GDP 성장률/인프라 투자 발표와 (2)상품 수요 증가 추이 그리고 제조업 업황, (3)부동산 반등세의 지속 여부다.

3월 4일부터 일주일간 개최되는 양회에서는 당국이 국내총생산(GDP) 성장률 목표를 5~6%로 제시하는 한편, 인프라 투자 정책을 중점적으로 발표할 것으로 기대된다. 중국 관영 신문 Global times는 2023년 중국 GDP 성장률은 최소 5%를 달성할 것이며, 시장 신뢰를 높이기 위해 중국 정부는 목표치를 6%로 설정할 수 있다고 보도하기도 했다. 낙관적 성장 전망의 근거는 작년 3% 성장에 그친 데 따른 거저효과와 경기 부양을 위한 확장적 거시 정책을 펼 여력이 충분하다는 점이다. 또한 올해도 고정자산 투자가 중국 GDP 성장의 주요 역할을 계속 담당할 것으로 보이기 때문에 당국이 인프라 투자를 적극 지원할 가능성이 높다.

경제성장률 목표치는 올해 당국의 부양 강도를 파악할 수 있으며, 중앙 정부가 양회 때 높은 경제목표를 설정하면 지자체들이 해당 목표를 바탕으로 인프라 건설 속도를 높이기 때문에 중요하다. 중국 국무원 싱크탱크인 과학원은 올해 중국 GDP 성장률을 6%로 전망했으며, 2월 초 지방 양회에서는 다수의 지방 정부들이 6% 이상의 성장을 전망하는 등 중국에서는 5~6% 성장이 대세를 이루고 있다. 주요 IB 들의 전망치는 5.7~6.5%까지 분포되어 있는데, 골드만삭스는 6.5%, 소시에테제네랄은 5.8%, 모건스탠리는 5.7%로 전망한 바 있다.

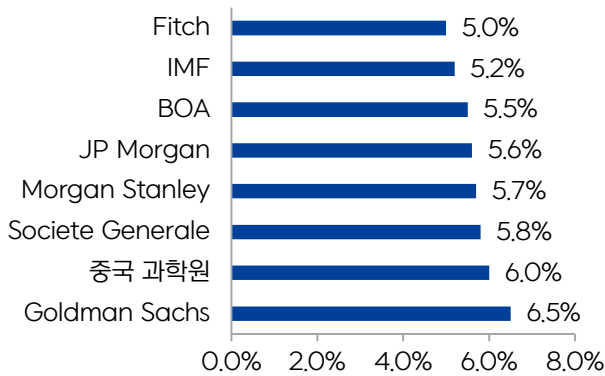
양회에서 인프라 투자에 대한 의지가 표명될 가능성은 높은 편이다. 먼저, 중국 정부는 경기 회복을 위해 사상 최고치인 2.19조 위안의 지방 특수채를 연초에 조기 집행했다. 또한, 지방 정부들이 발표한 2023년 중점 건설 계획에 따르면 광동성과 저장성에는 *동수서산(東數西算) 같은 신형 인프라 투자가 확대되는 등 중국 전역에서 대규모 프로젝트 건설이 봇물 터지듯 쏟아지고 있다. 마지막으로, 중국 국가 발전 개혁 위원회(발개위)는 중앙정부 예산 내 투자를 집중 교부해 신형 인프라 영역의 프로젝트 건설을 지원하겠다고

밝혔으며, 중국 공업정보화부도 올해 신형 정보 인프라 건설을 발전시키는 정책 및 조치를 마련하겠다고 명확히 언급했다.

지방 정부의 지출 여력이 부족할 수 있지만 양회를 전후해 비철 가격은 상승 압력 받을 것

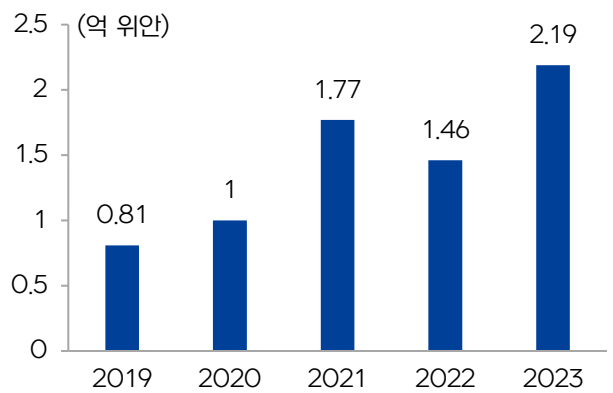
다만 지방정부의 자금 여력이 부족해지면서 인프라 성장 속도가 둔화될 수 있다는 의견도 상존한다. 지방 채무가 확대되고 토지 매매 및 부동산 부문 세수가 급감하면서 지방 정부의 지출 여력이 제한되었기 때문이다. 실제로 2022년 중 중국 주택 판매와 토지 판매는 전년 대비 각각 26.7%, 48.4% 급감한 것으로 나타났다. 그러나 지방 정부의 지출 여력이 부족할 수 있다는 한계점에도 불구하고 중앙 정부의 부양 기조를 확인한 비철은 이를 모멘텀으로 삼아 양회를 전후해 상승할 것으로 보인다.

차트 3. 주요 기관의 중국 GDP 성장률 전망치



출처: 각 사 보도 종합

차트 4. 역대 지방정부 특수채 조기 집행 규모



출처: Bloomberg

리오프닝 효과를 보지 못한 상품 수요와 제조업

자동차를 제외하면 눈에 띄지 않는 상품 수요 증가세

한편, 중국 경제 재개(리오프닝) 이후 서비스업은 빠르게 정상화되고 있지만 아직 상품 수요 증가세는 크게 눈에 띄지 않는다. 중국 승용차연합회는 2월 승용차 소매 판매량을 전년 대비 7.2%, 전월 대비 4.3% 증가한 135만 대로 추정했는데, 판매가 인하 영향과 일부 도시의 보조금 정책으로 판매량을 회복한 승용차를 제외한다면 현재까지 가시적으로 수요가 증가한 상품은 없다. 중국 국가 우정국에 따르면 1월 택배 배달 건수는 72.3건으로, 전년 대비 증가 하기는커녕 17.6% 감소했으며 배달 매출액은 767.5억 위안으로 전년 대비 16.3% 감소하기까지 했다.

여전히 미진한 제조업 경기 회복

상품 수요와 더불어 제조업 경기 회복 역시 아직까지 미진한 상황이다. 먼저, 대형 국유 기업 중심의 1월 공식 제조업 PMI는 50.1로 네 달 만에 기준선인 50을 넘어섰지만 중소기업과 수출위주 기업들이 주로 포함 Caixin 제조업 PMI는 1월 49.2로 기록돼 6개월 연속 50을 밑돌았다. 또한 중국 철강 허브인 허베이성 탄산시 지역 고로업체들의 2월 24일 기준 평균 가동률은 74.54%를 기록해 작년 12월 23일의 74.75%보다 소폭 하락했고, 중국 공정기계공업협회는 연간 기준 올해 시장 수요가 2022년을 상회할 것으로 예상하나 1분기에는 중국의 공정 기계 산업 업황이 부진할 것으로 전망했다.

글로벌 상품 수출 둔화 흐름은 이어질 전망

앞선데 댈친 격으로 글로벌 상품 수출이 둔화하며 전세계 컨테이너 운임 수준을 나타내는 상하이컨테이너운임지수(SCFI)는 2월 24일 기준 946.68로 기록돼 3주 연속 1,000 선을 밑돌았다. 화물 수요 침체와 미국과 유럽 등 주요 수출국의 제조업 둔화로 컨테이너 운임은

추가적으로 하락할 여지가 있다. 2023년 전세계 산업 생산은 2022년에 비해 소폭 증가할 수 있지만 반도체를 비롯한 수출 관련 제조업 활동은 둔화 흐름이 이어질 전망이다.

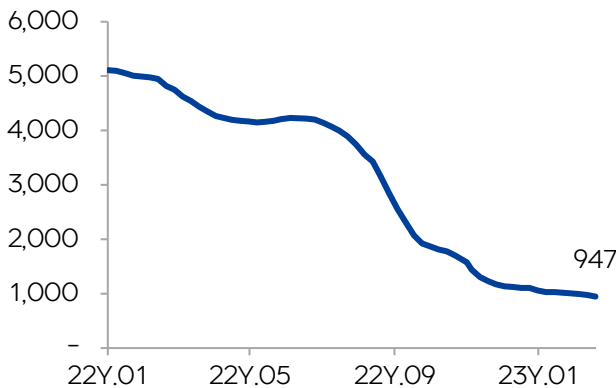
**유럽과 미국 제조업 경기
위축되며 중국 수출에도
악영향**

유럽 제조업의 경우 에너지 수급 차질 완화 등으로 경기 침체 가능성은 다소 축소되었으나 높은 인플레이션으로 인한 통화 긴축 영향으로 실질 구매력이 저하되며 둔화 흐름이 이어졌다. 유럽 S&P Global 제조업 PMI는 작년부터 지속적으로 기준선인 50을 하회하며 제조업 업황이 약세 국면에 있음을 드러냈다. 미국 역시 소매판매 수치는 서프라이즈를 나타냈지만 1월 ISM 제조업 지수는 47.4로 기록돼 전월(48.4)보다 제조업 경기가 위축되었음을 보였다.

**2월 중국 PMI 지표는 개선될
것으로 기대**

그러나 상품 수요 부진과 글로벌 경기 둔화에 따른 수출 부진에도 불구하고 3월 1일 발표되는 2월 중국 공식 제조업 PMI와 Caixin 제조업 PMI는 1월 지표에 비해 개선돼 비철 가격에 상방 압력으로 작용할 가능성이 높다. 1월 차이신 PMI는 49.2를 기록하며 위축 국면에 머물러 있기는 했지만 춘절 연휴로 일부 공장들이 오랫동안 가동을 중단했음에도 전월(49.0) 대비 상승했기 때문이다.

차트 5. 상하이컨테이너운임지수(SCFI) 추이



출처: Shanghai Shipping Exchange

차트 6. 미국과 유럽 산업 지표

	22Y 10	22Y 11	22Y 12	23Y 01
미국 산업생산(MoM)	0.0%	-0.6%	-1.0%	0.0%
미국 ISM 제조업 PMI	50.0	49.0	48.4	47.4
유럽 산업생산(MoM)	-2.0%	1.0%	-1.1%	-0.8%*
유럽 S&P 제조업 PMI	46.4	47.1	47.8	48.8

*발간일 현재 미발표, 예측치 기재

출처: Bloomberg

바닥을 확인한 중국 부동산 경기

중국 부동산 가격 바닥 확인

2월 중 중국 부동산 경기는 바닥을 다졌다. 1월 중국 70개 도시 신규주택가격은 전월 대비 0.1% 증가했으며, 중국 내 부동산 리서치 업체인 China Index Academy는 중국 내 16개 주요 도시에서 신규주택매매가 3주 연속 증가세를 보였다고 발표했다. 게다가 중국 부동산 연구기관인 베이커연구원에 따르면 2월 1~14일 중국 50개 도시 기존 주택의 일일 평균 거래량은 전월 대비 약 90% 증가했다.

**뚜렷한 부동산 경기 개선세는
목격되지 않음**

그러나 1선 도시를 제외한 2,3,4선 도시에서 뚜렷한 개선세가 목격되지 않았고, 전월에 비해 증가하기는 했지만 여전히 거래량이 많지 않기에 본격적인 반등 여부는 시간을 두고 지켜봐야 한다. 1선 도시와 일부 핵심 2선 도시의 신규주택가격은 전월 대비 0.20% 상승했으나 3선 도시는 하락폭이 둔화됐을 뿐 아직까지 바닥이 보이지 않았다. 게다가 기존 주택가격은 1월에도 전월 대비 0.3% 하락하는 등 바닥 찾기는 계속되는 중이다. 따라서 당국의 전폭적인 부양 정책으로 인해 주택 가격의 큰 반등은 올해 안으로 가능할

것으로 보이지만(빠르면 2 분기 말) 정책 효과가 나타나기까지 시차가 생기기 때문에 그 전까지는 점진적으로 성장할 것으로 판단한다.

신규주택가격 반등은 중국 당국의 부동산 부양 노력의 결과

다만 신규주택가격이 1년 만에 상승 전환한 것은 중국 당국의 부동산 경기 부양 노력이 만들어낸 의미 있는 지표인 점은 확실하다. 중국 인민은행은 작년 9월부터 신규 주택 가격이 3개월 연속 하락할 경우 지방정부가 생애 첫 주택 구매자의 모기지 금리를 내려주거나 무이자로 전환할 수 있도록 한 조치를 연장해 시행하고 있다. 이에 따라 정저우, 톈진, 사먼, 푸저우, 주하이, 창춘, 선양 등 중국 내 30개 도시에서 생애 첫 주택의 주택 담보 대출 금리가 내렸다. 또한 중국 대부분의 지방정부는 투기 방지 차원에서 추가 주택 구매를 금지하지만 2월 중 후베이성 우한시는 2주택 구매를 허용했으며, 중국 증권감독관리위원회는 부동산 사모펀드가 상업용 부동산과 인프라 프로젝트 뿐 아니라 임대주택 등 주거용 주택에도 투자할 수 있도록 허용하는 시범 사업을 시작할 예정이라 밝혀 부동산 침체 극복을 지원했다.

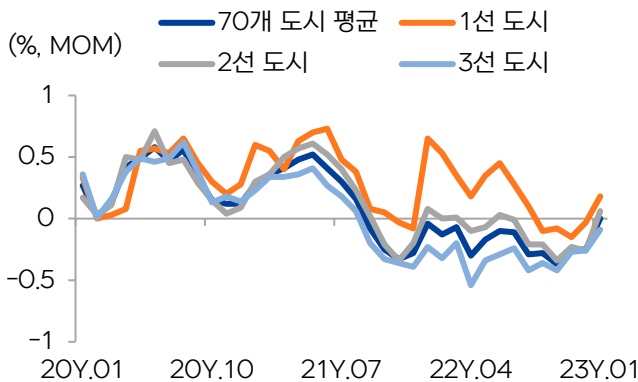
1월 위안화 신규대출은 사상 최대치 경신했으나 기업 대출로 쏠림

한편, 인민은행이 발표한 1월 위안화 신규대출은 예상치인 4조 2,000억 위안을 대폭 상회하며 사상 최대치인 4조 9,000억 위안을 경신했다. 다만, 기업 대출이 전년 동월 대비 1.9조 위안 증가한 것에 비해 가계 대출은 오히려 5.8억 위안 감소했는데, 이와 같은 가계 대출의 감소는 부동산 경기 회복의 둔화로 이어질 수 있어 우려된다. 게다가 1월 말 기준 중국 위안화 예금 잔액은 265조 3,900억 위안으로 전년 동기 대비 12.4% 증가해 가계의 주택 구입 수요가 미진할 수 있음을 드러낸다.

2월 LPR 금리는 동결됨. 3월은 인하될 가능성 상존

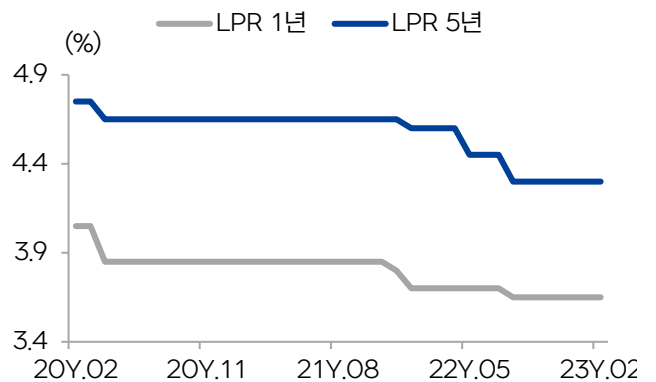
1년과 5년 대출우대금리(LPR) 금리가 2월 각각 3.65%, 4.3%로 6개월 연속 동결된 점 역시 부동산 매수 심리 개선에 도움이 되지 않았다. 다만, 3월 20일 발표되는 LPR은 당국의 부동산 부양 의지 표명의 일환으로 2월과는 달리 인하될 가능성이 있다.

차트 7. 중국 주요 도시 신규주택가격 추이



출처: Bloomberg

차트 8. 1년, 5년 LPR 금리



출처: Bloomberg

중국에 올랐다 미국에 내릴 3월

중국 이슈에 월 초 상승했다 미 긴축 우려에 하락할 것으로 예상됨

종합하자면, 3월 비철은 중국 제조업 PMI 지표가 전월 대비 호조를 보이고, 양회에서 당국이 경기 부양 의지를 표명함에 따라 월 초 상승하지만 고용과 소매판매, 임금상승 그리고 물가상승률 등 미국 지표 발표와 FOMC를 계기로 월 말까지 조정 받을 것으로

보인다. 수급 상황이 다르기 때문에 개별 비철 종목들이 매년 같은 방향성을 띄지는 않겠지만 전반적으로 매크로 이슈가 주요 상·하방 재료이기 때문에 함께 등락할 전망이다.

개별 비철금속 전망

I. Copper

2월 동향

공급 차질 우려에도 불구하고 미국 인플레이션 등에 조정 받은 2월 비철

2월 전기동은 페루와 파나마의 공급 차질 이슈에도 불구하고 확인되지 않는 중국 실물 수요와 쉽사리 둔화되지 않는 미국 물가상승률에 \$8,800 선을 내어주었다. 중국 당국이 부동산 경기 부양 정책을 새로이 펼치고, 1월 중국 신규주택가격이 소폭 반등하면서 한동안 상승세가 유지되어 \$9,200을 탈환하기는 했으나, 작년 여름 이후 가장 빠른 상승세를 나타낸 근원 PCE 가격 지수와 전월 대비 상승한 CPI 등으로 인플레이션이 화두에 오르자 상승 모멘텀을 잃고 조정 받았다.

어김없이 이어진 광산 공급 불안

① 반정부 시위에 의한 페루 광산 공급 불안 지속

전기동의 공급 사이드 불확실성은 대부분 중남미 정치와 시위 리스크에서 발생한다. 12월부터 이어진 페루 광산의 공급 불안 문제는 현재 진행형이다. 계속되는 반정부 시위에 페루 볼루아르테 대통령은 자진 사퇴 대신 2023년 조기 총선을 시행하여 대통령직에서 내려오는 길을 구상했으나, 국회가 대통령의 제안을 여러 차례 거부하며 정국은 혼란스러운 상황에 처해있다. 국회에서 다수를 차지하고 있는 우파 성향 의원들은 보장된 임기(2026년)를 마치고자 조기 총선 안에 반대하고 있으며, 좌파 성향 의원들은 조기 총선 법안에 개헌 여부를 묻는 국민 투표가 포함되어야 한다는 이유로 원안을 반대하고 있다.

반정부 시위대는 한동안 광산 운영 차질 초래했음

반정부 시위대는 한동안 페루 곳곳의 도로를 점거하며 항구로의 구리 정광 배송과 광산으로의 주요 물품 공급을 방해했다. 그 때문에 지금은 가동을 재개하기는 했지만 Las bambas(40만 톤/y)와 Antapaccay(20만 톤/y) 등 주요 광산들은 2월 내내 산발적인 운영 중단 위협에 처해있었다.

2월 중 주요 도로 봉쇄 해제, 주요 관광지 재개장

2월 중 페루 남부 지역의 광산 시위 및 봉쇄가 다소 완화된 것으로 보도된 바 있으나, 로이터사가 해당 지역의 전력 사용량을 확인한 결과 평년 대비 절반 가량만 사용한 것으로 밝혀졌다. 다만 최근 들어 소요 상황이 진정되면서 마추픽추 등 폐쇄됐던 주요 관광지들이 재개장된 점으로 미루어 봤을 때, 3월에는 페루 광산 공급 불안도 다소 해소될 것으로 보인다.

② 당국이 구리 수출 불허 하자 광석 처리 중단한 FQM

한편, 파나마 거대 구리 광산은 정부와의 협상 결렬로 2월 23일부터 광석 처리 작업을 중단했다. First Quantum(FQM)사의 파나마 Cobre Panama 광산(35만 톤/y)은 12월부터 파나마 정부와 광산의 세율과 로열티에 관한 의견불일치를 확인한 바 있다. 2월 작업 중단 선언의 배경은 파나마 해양 당국이 협상 전술의 일환으로 광산의 구리 수출을 불허한 데서 시작되었다. 파나마 정부가 항구에서 구리 정광이 출하되지 못하게 막자 FQM사는 광석 처리 중단과 함께 동시에 현지 자회사 직원 8,000명 해고, 2,000개 이상의 파나마 기업에게서 물품과 서비스 구매 중단을 선언한 것이다.

정부와 FQM사의 갈등이 악화되어 3월에도 분쟁 지속될 것으로 전망

Cobre Panama는 파나마 GDP의 5%를 기여하며, 국가 수출의 75%를 차지하고, 최소 40,000개의 직간접 일자리를 창출하고 있기 때문에 일련의 조치가 파나마 현지에 미치는 파급효과가 클 것으로 보인다. 정부와 FQM사 모두 극한까지 서로를 내몰면서 상황이 악화일로를 걷게 된 만큼 파나마 광산 분쟁이 3월에도 지속될 지 여부에 주목할 필요가 있다.

③ 인도네시아 Grasberg 광산도 홍수로 운영 중단

인도네시아에서도 광산 작업 중단으로 인해 공급 차질 문제가 빚어졌다. Freeport-McMoran사의 Grasberg 광산(63.5만 톤/y)은 폭우로 인해 공장이 침수되고 도로가 파손되어 채굴과 정광 처리 작업을 일시적으로 중단했다. 홍수로 인한 사상자는 없으나 복구 기간 동안 운영이 중단될 예정이다. 동사는 세계 공급량의 3% 이상을 차지하는 해당 광산의 운영 차질로 인해 1분기 구리 판매 가이드스를 하향 조정했고, 투자은행 Jefferies는 해당 광산이 최소 4주 동안 생산을 못할 가능성이 있다고 전망했다. 다만 Freeport-McMoran사는 부분적으로나마 생산 재개 시기는 2월 말 이전이 될 것이라고 공식적으로 발표해 시장을 안심시켰다.

④ 인도네시아에서 정광 수출 금지가 예정된 점도 공급 우려로 작용

한편, 세계의 거대 구리 광산들이 정광 공급에 차질을 빚는 와중 최근 인도네시아 조코 위도도 대통령이 연내 구리 정광 수출을 금지한다는 계획에는 변함이 없다고 밝혀 공급 우려를 더했다. 2020년부터 니켈 원광 수출을 금지하고 있는 인도네시아는 보크사이트와 구리, 주석도 원광 형태로 수출하는 것을 연내 종료하고 제련·정련 시설을 갖춰 관련 산업을 키울 예정이다.

SHFE 재고 증가율 둔화, LME 재고 감소

지속적으로 증가하는 SHFE 구리 재고

중국 당국의 제로 코로나 정책 폐기로 인해 중국 내 생산 활동이 활기를 띠면서 글로벌 동제련소 생산활동은 1월 중 호조를 보였다. Marex와 Savant사의 1월 중 글로벌 구리 확산 지수(Global copper dispersion index)는 50.1을 기록해 12월의 48.0보다 상승했으며 2022년 1월 이후 1년래 최고치를 기록했다. 이에 따라 1월 중 글로벌 전기동 생산량은 177만 톤을 기록해 전월에 비해 5% 정도 증가한 것으로 추정되었으며, 2월 중국 전기동 생산량은 1월 대비 5.4%, 전년 대비 7.6% 증가한 899,300톤으로 예상된다. 실제로 2월 24일 상하이선물거래소(SHFE) 구리 재고는 252,455톤으로 8주 연속 증가했으며, 2020년 4월 이후 34달래 최대치를 기록한 것으로 나타나 중국 내 전기동 생산 증가를 확인시켰다.

전선 및 케이블 생산업체 가동률 급증, 춘절 이전 생산 수준으로 복귀

다만 춘절 연휴 이후인 2월 3일의 재고는 226,509톤으로 기록돼 전주 대비 증가율이 61.8%에 달했으나, 증가율은 점점 줄어들어 2월 24일 재고는 1.14% 증가한 252,455톤을 기록한 점이 수요 기대 측면에서 낙관적으로 작용했다. 이는 연휴 이후 중국의 대형 전선(Wire rod) 및 케이블 생산업체의 가동률이 42.2%에서 62.5%로 급증해 춘절 이전 생산 수준으로 돌아선 데 따른 영향이다. 중국의 구리를 수입할 때 지불하는 양산항 프리미엄도 작년 10월부터 감소세를 보이다 2월 초 10달러로 최저점을 기록한 후 22일 25달러로 올라섰는데, 이는 실물 수요가 바닥을 찍었음을 보여주는 또다른 시그널로 작용한다.

타이트한 LME 구리 재고

한편, LME의 경우 구리 재고가 2월 내내 낮은 수준에 머물러있다. LME 재고는 2월 24일 기준 63,775톤으로 7주 연속 감소세를 유지했으며, 연초 대비 28.2% 감소하여 SHFE와는

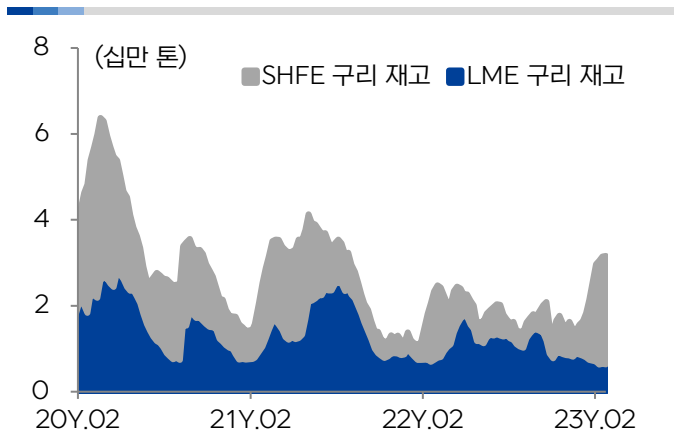
달러 타이트한 수급 상황이 지속되고 있음을 보여주었다.

3월 전망

3월 전기등은 상승 모멘텀 찾기 어려울 전망

3월 전기등은 2월처럼 미국 인플레이션과 연준 긴축 경계 등으로 달러가치가 상승할 것으로 보여 상승 모멘텀을 찾기 어려울 것이며, 중국의 부동산 섹터의 반등이 아직까지 요원한 상황이라는 점이 가격을 조정할 전망이다. 다만 LME의 동 재고량이 감소세에 있다는 점과 SHFE 재고의 증가율 둔화 및 감소 전환 가능성, 그리고 중남미와 인도네시아에서의 정광 공급 차질 소식이 하방 압력을 부분적으로 상쇄할 수 있다. 또한, 3월 중국 양회에서 시장의 기대를 뛰어넘는 경기 부양 조치가 등장할 것으로 기대된다. 이에 따라 3월 초 \$9,300 재탈환 시도한 후 월 중반부터 각종 지표 발표와 FOMC를 기점으로 다시 모멘텀을 상실해 \$8,500까지 하락할 것으로 전망한다.

차트 9. LME와 SHFE 구리 재고



출처: Bloomberg

차트 10. 양산형 구리 프리미엄



출처: Bloomberg

II. Aluminum

2월 동향

미 인플레이션 둔화 지연에 따라 알루미늄도 큰 폭으로 하락

2월 알루미늄도 미국 인플레이션 우려에 따른 모든 비철 가격 하락에 편승해 \$2,300까지 하락했다. 특히, 미국이 러시아의 우크라이나 침공 1주년을 맞아 러시아산 알루미늄에 대해 200%의 관세를 부과할 것이라는 보도에 이어 러시아산 알루미늄이 아시아 LME 창고를 중심으로 대거 유입되고 있다는 소식은 여타 비철에 비해 알루미늄 가격의 하락폭을 확대하는 주요 요인으로 작용했다.

미국의 고율 관세 부과로 인해 다시 골칫덩어리가 된 러시아 알루미늄

러시아 알루미늄에 고율 관세 부과한 미국 정부

미국은 러시아의 우크라이나 침공 1주년인 2월 24일 러시아에 대한 광범위한 대규모 제재 조치를 발표했다. 여기에는 대러시아 제재 조치를 위반한 러시아 및 제3국 기업들에 대한 수출 통제와 러시아산 금속과 광물에 대한 관세 인상 조치가 포함되었다. 바이든 대통령은 3월 10일부터 러시아에서 생산되는 알루미늄 및 파생 제품에 200%의 관세를 부과할 방침이며 4월 10일부터는 러시아산 1차 알루미늄에 대해서도 같은 고율의 관세를 적용한다.

Rusal사 제재 때보다 파급력이 적을 것

해당 제재는 세계 2위 알루미늄 제련 기업에 대한 제재가 아니라는 점에서 2018년 Rusal사 제재 때보다 파급력이 적을 것으로 보인다. 2018년에는 미국뿐 아니라 여타 국가의 소비자들도 제재를 피하기 위해 Rusal의 알루미늄 수입을 회피하는 바람에 광범위한 공급망 차질이 야기됐고, LME 알루미늄 가격과 실물 프리미엄이 급등한 바 있다. 러시아가 공급하는 알루미늄은 원래 미국 전체 수입 알루미늄의 10%를 차지했으나, 점점 그 비중을 줄여 현재는 3%에 불과하기 때문에 미국 시장에서는 실질적인 변화를 일으키지 않을 전망이다. 다만 고율의 관세가 부과되는 만큼 향후 미국에서 러시아산 알루미늄 수입은 사실상 불가능하게 된다.

1월 말 LME의 러시아산 알루미늄 비중은 작년 10월에 비해 크게 증가

한편, 원산지 별로 재고를 분류해놓은 LME 보고서에 따르면 1월 말 기준 거래소 창고에 보관된 러시아산 알루미늄 비중은 작년 10월(20% 이하)에 비해 크게 증가한 41%였다. 아직 사상 최대치(73%)에는 못 미치는 수준이지만 시장 예상대로 러시아산 금속이 LME 창고로 꾸준히 유입된 것은 사실이다. 미국의 러시아산 알루미늄 관세 부과 결정으로 인해 앞으로는 LME에서의 러시아산 알루미늄 비중이 한 층 더 높아질 가능성이 있다.

러시아 금속 거래 금지하지 않은 LME에 러시아산 알루미늄이 대거 유입되는 것은 당연한 수순

LME 거래소는 작년 10월 러시아에 대한 제재 논의가 한창 펼쳐지고 있을 때 많은 구매자들이 이미 러시아산 금속에 대한 계약을 체결했다는 이유로 러시아산 금속의 유입을 금지하지 않았다. 따라서 LME로의 러시아 금속 대량 유입은 당연한 수순이었다. 일부 금속 소비자들(주로 유럽 기업들)은 러시아 금속을 불매하는 방식으로 자체 제재를 가하고 있는데, 실제로 미국 Novelis와 노르웨이 Norsk Hydro의 압출 사업부는 올해 러시아산 금속의 구매 계약을 체결하지 않을 것이라고 발표한 바 있다. 최종 수요처인 LME에는 앞으로도 구매되지 못한 러시아 금속이 점점 더 쌓이게 될 수 있다.

러시아산 알루미늄으로 인해 서구와 아시아 지역의 수급 불균형이 심화될 수 있다는 우려 제기됨

러시아산 알루미늄은 최근 LME의 말레이시아 Port Klang과 싱가포르, 한국 광양 창고 위주로 늘어났으며 이로 인해 미국과 유럽은 재고 수준이 낮은 데 비해 아시아 지역 재고는 쌓이는 지역별 수급 불균형이 심화될 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 톤당 약 650달러에 육박하는 미국 알루미늄 프리미엄에 비해 2월 초 아시아 지역 알루미늄 프리미엄의 바로미터 역할을 하는 MJP(Main Japanese Ports Premiums)는 전 분기 대비 13~14% 인하된 톤당 85~86달러 수준으로 확정돼 아시아의 풍부한 재고 상황을 방증한다.

중국 제련소 감산과 유럽 제련소 재개 지연으로 세계 알루미늄 생산량 감소

원난 지역 가뭄으로 알루미늄 제련소 생산 감축 돌입

중국 원난 지역의 감산 리스크가 상존함에 따라 향후 재고증가세가 둔화될 수 있다. 계속되는 가뭄으로 인한 에너지 공급부족으로 중국 원난성 지역 알루미늄 제련소들이 2월 18일부터 추가 감산에 돌입했기 때문이다. 전력 유통사인 China Southern Grid는 원난성 제련소들에게 41만 5,000톤의 알루미늄을 감축하라고 주문했으며, 이번 감산으로 영향을 받게 될 용량은 67만~80만 톤이다. 전력 공급 제약이 상존하기 때문에 상반기 중으로 생산이 정상화될 가능성은 낮다. 이와 관련하여 SMM사는 사는 2월 중국 알루미늄 생산량이 전년 동월 대비 4.1% 감소한 307만 톤일 것으로 예상했다.

1월 중국 알루미늄 생산량 1.15% 감소 추정

중국 전체 알루미늄의 12%를 공급하는 원난성 제련소들은 대부분 수력 발전에 의존하고 있으며, 이번 겨울 내내 가뭄으로 인해 낮은 알루미늄 공급량을 기록한 바 있어 추가적인 공급 차질이 우려된다. 실제로 국제알루미늄협회(IAI)에 따르면 지난 1월 세계 알루미늄

생산은 전월 대비 -0.58% 감소한 583만 6,000천으로 나타났다. 전월 대비 1.15% 감소했을 것으로 보이는 중국 생산량(344만 톤)이 감소분의 원인으로 추정된다.

**전통적인 수원지임에도
역대급 가뭄에 시달리는
남서부 지역**

현재 중국 남서부 지역은 수원 고갈로 인해 제한 급수를 실시하는 등 심각한 겨울 가뭄을 겪고 있다. 평소라면 연간 강수량이 800~1,600mm에 달하는 등 수원이 풍부하기로 유명한 쓰촨과 구이저우, 윈난성 일대가 수개월째 물 부족에 시달리고 있는 것이다. 1월 윈난성 내 평균 강수량은 2.1mm에 불과해 작년보다 92% 감소했으며, 주요 용수원인 푸셴호의 수위는 70년 만에 최저를 기록하는 등 호수들의 수위가 낮아지고 있어 가뭄으로 인한 알루미늄 수급 우려가 커지고 있다.

**여전히 어려움을 겪고 있는
유럽 알루미늄 제련소**

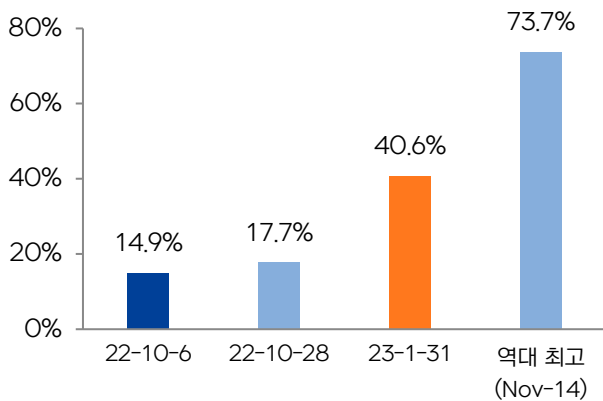
최근 천연가스 가격이 하락했음에도 불구하고 유럽의 알루미늄 생산량은 1월에 전년 동기 대비 12.2% 감소한 23만 톤(시 발표치)을 기록하는 등 유럽의 알루미늄 제련소도 여전히 생산 재개에 어려움을 겪고 있다. 천연가스 가격 하락으로 인해 유럽 제련소 재가동 가능성이 제기되고는 있지만 에너지 가격이 다시 급등할 위험이 상존하고, 중국에서는 추가 감산이 이루어지고 있는 만큼 3월 중 세계 알루미늄 생산량의 증가 여부는 미지수다.

3월 전망

**3월 알루미늄은 FOMC
경계로 하락 가능성이 높으나
공급 차질이 하단을 지지할
전망**

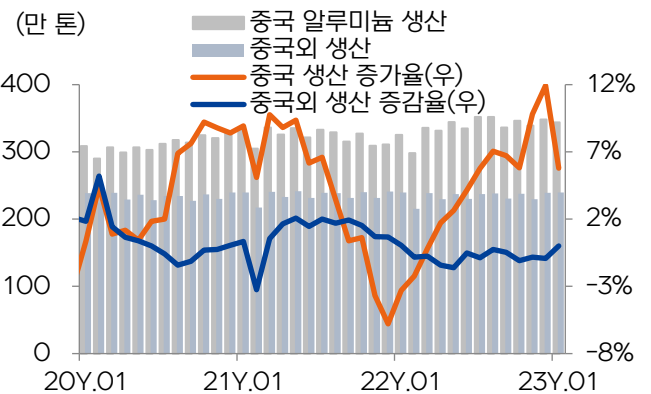
3월 알루미늄은 전기동과 같이 미 경제지표 여파와 3월 FOMC 경계로 하락 가능성이 높으나, 미국이 러시아산 알루미늄 제재를 전격 결정했다는 점이 지역별 수급 불균형을 심화시킬 수 있기 때문에 가격은 잠재적으로 낙폭을 둔화할 수 있다. 또한, 천연가스 가격 하락에도 불구하고 유럽 알루미늄 제련소의 재가동은 불확실한 반면 역대급 가뭄으로 인한 수력 발전 차질로 중국 윈난성 지역에서의 감산은 3월에도 지속될 것으로 보이기 때문에 \$2,250선이 주요 지지선으로 작용할 전망이다.

차트 11. LME 알루미늄 재고 중 러시아산 비중



출처: LME

차트 12. 중국 월간 알루미늄 생산량 및 전년대비 변화율



출처: Bloomberg

III. Nickel

2월 동향

**Trafigura 사태로 인해 큰
변동성에 노출된 2월 니켈**

2월 니켈은 중국 리오프닝 기대로 완만한 상승세를 보였던 1월과 달리 전체적으로 미국 지표의 영향을 받아 하락세를 보였다. 주된 특징은 Trafigura 사태로 인해 가격의 변동성이

심화되어 월 초 \$29,000에서 시작해 월 말 \$24,500을 돌파할 정도로 큰 하락률(-16.2%)을 기록했다는 점이다.

Trafigura 사태로 다시 심화된 니켈 변동성

다국적 상품거래업체인 Trafigura사는 5억 7,700만 달러 상당의 1,100개 니켈 화물 사기의 피해자라고 발표해 시장을 충격에 빠뜨렸다. 사기 혐의자는 무역 그룹 TMT Metals의 대표인 Prateek Gupta로 알려졌다. 사건의 전말은 다음과 같다. 트라피구라와 굽타는 환승 금융(Transit finance)이라고 불리는 일종의 *Repo 거래를 수년 동안 지속했다. 환승 금융은 자금 조달 비용이 저렴한 대기업이 상품을 담보로 받아 소규모 기업에 돈을 빌려준 후 기간에 대한 이자 수익을 얻는 거래를 뜻한다. 트라피구라는 Citi group에서 자금을 조달해 굽타로부터 명목상의 니켈을 구입한 다음 시간이 지난 후에 굽타 또는 공개 시장에 판매해왔다.

2021년부터 굽타의 행적에 대한 위험 신호는 종종 있었으나 트라피구라와 굽타는 한동안 좋은 파트너였다. 하지만 2022년 인도 뉴델리 당국이 굽타를 인도 국영 은행과 다른 4개의 대출기관을 사취한 혐의로 기소하자 씨티그룹은 굽타에 대한 조사 후 2022년 10월 자금 조달에 사용되었던 8억 5,000만 달러의 신용한도를 취소했고, 트라피구라는 비로소 굽타와의 거래를 중단했다. 같은 해 11월 트라피구라는 굽타가 판매한 화물을 살펴보기 시작했는데, 검사관은 니켈(통상 \$26,500에 판매)보다 한참 가치가 떨어지는 탄소강(통당 \$1,000)으로 가득 찬 화물을 발견했다고 보고했다. 사기 피해를 입었음을 확인한 트라피구라는 영국 사법 당국에 굽타와 그의 회사에 대해 6억 2,500만 달러의 동결 명령을 확보했고 이와 관련한 청문회가 향후에 열릴 예정이다.

환승 금융은 Commodity 거래에서 일반적으로 사용되는 자금조달 방식이지만, 담보가 실제로 '존재'한다는 가정 하에서만 일반 대출보다 안전하다. 그런데 주로 담보의 증명은 *선하 증권(Bill of lading)이라고 하는 영수증에 의존하기 때문에 사기 위험에 취약하다. 이번 사건에서는 트라피구라가 굽타에게 내용물을 인증하는 증명서(Certificate of Analysis)를 요구하지 않았고, 약속된 물품과 일치하지 않는 HS(품목분류)코드가 포함된 선하증권을 받고도 대금을 지불했기에 굽타의 사기 혐의를 입증하기 쉽지 않을 수 있다. 굽타가 트라피구라의 인증서 미요구 및 미확인이 대차거래에서 화물의 내용이 중요한 사안이 아니었다고 주장할 수 있기 때문이다. 이와 관련, 최근 굽타는 6억 2,500만 달러의 글로벌 동결 명령에 이의를 제기할 것이라고 밝힌 바 있다.

2월 9일 트라피구라 사기 소식이 보도되자 니켈 가격은 6.4% 급등했으나 사건의 여파로 10일 4.6% 하락, 13일 4.2% 하락하는 등 급격한 변동성의 대상이 되었다. 이번 사건에는 트라피구라로부터 자금을 받은 굽타의 계좌를 보유한 Barclays사, 자금을 조달해준 Citi Group, 굽타가 판매한 니켈 화물을 트라피구라로부터 구입한 업체 등 많은 이해관계자들이 엮여 있으며, 사건이 상품 거래 자체의 신뢰 문제와 관계되어 있기 때문에 한동안 니켈 시장의 큰 이슈로 부각될 전망이다.

5억 달러 상당의 니켈 사기 피해 입은 Trafigura사

*Repo: 환매 조건부 채권 매매 (Repurchase Agreements). 자금 조달자는 일정 기간 이후 정해진 가격으로 되사는 것을 조건으로 증권 (담보물) 매도.

굽타가 판매한 화물에는 니켈이 아닌 탄소강이 가득 차 있었음.

본래 사기 위험에 취약한 환승 금융(Transit finance)

*선하 증권: 운송 계약에 따른 화물의 수령 또는 선적을 인증하고, 증권인 소지자에게 운송물을 인도할 것을 약속하는 증권

Trafigura 사태는 거래의 신뢰 문제와 관계되어 있기 때문에 한동안 니켈 시장에서 회자될 전망

니켈 계약 개시한 CME, 아시아 시간 거래 재개한 LME

**BHP사, LME에 Class 2에도
사용될 수 있는 니켈
벤치마크 요구**

LME 니켈 계약은 2월에도 뜨거운 이슈였다. 호주 광산 기업인 BHP사는 연례 경제 전망 발표에서 글로벌 니켈 가격 발견 메커니즘이 제대로 작동하고 있지 않으며, 작년 3월 있었던 숏 스쿼즈는 Class 1 등급의 니켈만 취급하는 LME 시스템의 축적된 취약성을 강조한 사건이기에 LME의 긴급한 개혁이 필요하다고 언급해 시장에 파장을 일으켰다. 이는 실물 니켈 시장에서 일부분(30% 이하)을 차지하는 Class 1뿐 아니라 NPI 같은 Class 2 니켈에도 사용될 벤치마크를 마련해달라는 시장의 오랜 요구와 일치한다.

**Class 2 벤치마크의
필요성은 수차례 제기된 바
있음**

LME사는 BHP 그룹의 성토에 대응할 수 있는 해결책을 아직까지 제시하지는 못하고 있다. Class 2와 Class 1 니켈 가격의 단절은 지난 3월 숏스쿼즈 사건의 근본 원인이기에 그동안 Class 2 벤치마크의 필요성이 수차례 제기되었지만 설계의 어려움으로 인해 계약 형성이 지연되었다. 선물 매도 포지션은 주로 금속 생산 기업이 가격 헤지의 목적으로 취하지만, 기업이 보유하고 있는 니켈이 대부분 Class 2 등급이라면 LME 창고로 제품을 인도할 수 없다는 맹점에 노출된다.

**CME 그룹, 니켈 계약 개시
예고하며 LME의 아성을
위협**

한편, LME의 경쟁자인 CME 그룹도 Global Commodities Holdings(GCH)사의 플랫폼에서 거래되는 가격을 기준으로 한 니켈 선물 계약을 개시할 계획이라고 밝혀 니켈 벤치마크로서의 LME 입지를 위협했다. 가격 인덱스를 생성하는 데 사용될 GCH 플랫폼은 3월 말 가동 예정이며, 물리적 시장에 직접적으로 관여하는 소비자, 생산자 및 트레이더에게만 개방될 것이다. GCH는 실제 시장에 관여하지 않는 투기자본은 플랫폼을 사용할 수 없기 때문에 실물 가격을 잘 반영할 수 있다고 홍보하고 있다. 전 LME의 CEO였던 GCH의 CEO Martin Abbott에 따르면 유동성이 높은 선물 시장에서 가격을 가져와 유동성 낮은 실물 시장으로 흘러가게 하는 LME와는 달리(선물가→현물가), GCH는 유동성이 낮은 실물 시장에서 가격을 가져온 후 매수와 매도호가(Bid/offer)를 수집하면서 데이터를 구축해 더 유동성이 높은 선물 시장으로 계단식으로 올라간다(현물가→선물가).

**LME는 CME에 대응하여
아시아 시간 니켈 거래 재개
발표**

작년에 있었던 LME 숏 스쿼즈 사건 이후 LME 거래량은 9월, 10월, 11월, 12월 각각 40%, 54%, 51%, 45% 감소했다. 계약의 유동성이 줄어들자 가격이 펀더멘털과 무관하게 움직이는 일이 잦아졌고, LME를 대체할 대안 플랫폼에 대한 필요성이 제기된 바 있다. CME 그룹이 턱밑까지 추격하자, LME사는 오랫동안 시장 참가자들이 염원해왔던 아시아 시간 니켈 거래 재개를 발표했다. 한국시각으로 오후 5시부터 거래되던 LME 니켈은 3월 20일부터 다른 비철 종목과 같이 오전 10시에 시작하게 된다. 이는 거래량 부족에 시달렸던 시장에 런던과 상하이 간 차익거래를 가능하게 만들며 유동성을 공급할 호재다. CME가 현물 가격 메커니즘을 활용해 3월부터 니켈 계약을 개시한다고 해도, 아시아 시간 니켈 거래를 재개한 LME보다 더 나은 대안이 될 수는 없기 때문에 최소한 단기적으로는 시장 유동성이 CME로 흘러 들어가는 상황은 생기지 않을 것으로 보인다.

공급 확대와 축소 요인이 혼재한 상반기

**2022년 글로벌 니켈 시장은
공급과잉이었으며, 1분기도
비슷할 것으로 보임**

국제니켈연구그룹(INSG)에 따르면 2022년 글로벌 니켈 시장은 113,200톤의 공급 과잉을 보였다. 이는 2021년 시장이 약 166,600톤 가량의 공급이 부족했던 것과 대비된다. 11월 공급 과잉 규모가 6,700톤인 것에 비해 12월 규모는 21,900톤으로 확대된 점으로 미루어 봤을 때, 올해 1분기도 공급이 급증하면서 수요를 초과할 것으로 생각된다. 러시아

Nornickel사 역시 인도네시아의 NPI 및 NPI-to-Matte 생산능력 확대로 인해 2023년 글로벌 니켈 시장이 약 12만 톤 정도의 공급 과잉을 보일 것이라고 전망한 바 있다.

다만 향후 니켈 공급에는 다수의 위험 요인 상존함

다만, Marex사가 산출한 글로벌 1월 니켈 제련 활동 지수가 (준절 연휴로 인해 중국 NPI 제련이 둔화된 영향이긴 하지만) 전월의 52.3에서 3포인트 감소한 49.3을 기록했으며 그로 인해 4개월 연속 하락하게 된 점은 공급측면에서의 상승 압력으로 작용한다. 또한, 미국의 러시아산 알루미늄 고율 관세 부과도 향후 니켈 공급의 위험요인이다. 미국이 러시아산 알루미늄 수입품에 세금을 부과할 경우 그에 대한 대응으로 러시아가 니켈이나 팔라듐 같은 금속의 수출을 제한할 가능성이 높기 때문이다. 미국이 2022년 수입한 92,624톤의 니켈 중 러시아산은 11% 가까운 비중을 차지해 러시아가 니켈 수출을 제한할 시 파급효과가 클 것으로 보인다.

필리핀, 수출 관세 도입 검토하고 있다고 발표해 니켈 공급 차질 우려 증가

한편, 세계 최대 니켈 생산국인 인도네시아가 작년 니켈 수출세 도입을 추진한 데 이어, 2위 생산국인 필리핀 역시 가공산업 육성을 위해 10% 수준의 수출 관세 도입을 검토 중이라고 발표해 시장에는 니켈 공급 차질 및 비용 증가도 우려되고 있다. 현재 필리핀은 34개 니켈 광산을 가동 중에 있으며, 대부분(83%)의 광석은 중국에 수출되고 있어 관세 부과 시 중국 내 니켈 생산비용이 증가할 전망이다. 그러나 필리핀 내 니켈 광산업체들이 강하게 반발하며 광산 폐쇄 등으로 맞서고 있어 실제 관세 도입 여부는 아직 불확실하다.

중국 배터리 수요 향방은 어디로?

중국 배터리 시장의 재고 폭증이 니켈 가격에 하방 압력으로 작용할 전망

중국의 배터리 시장이 재고 폭증으로 인해 가격 인하 전쟁이 불가피해졌다는 점이 향후 니켈 가격에 하방 압력으로 작용할 전망이다. 이는 중국 내 배터리 제조기업들의 생산 능력이 급상승했지만 전기차 등에 대한 수요가 급감했기 때문이다. 중국 정부의 보조금 정책이 작년 말로 종료되면서 1월 전기차 판매량과 배터리 생산량이 감소했는데 1월 신에너지차 판매는 36만 대로 전월에 비해 43.8% 감소했고, 중국 1월 전기차 배터리 생산량은 28.2Gwh로 전월에 비해 46% 감소했다.

2022년부터 본격적으로 배터리 재고 증가

Battery Alliance에 따르면 중국 내 동력 배터리 제조 공장 등에서 재고 누적량은 2018년 13.6GWh에서 2022년 251GWh로 증가할 정도로 심각해지고 있다. EU의 전기차 선호 정책과 중국 정부의 신에너지차(NEV) 지원에 힘입어 배터리 산업은 한동안 호황을 누렸으나, 미래 수요가 클 것으로 보고 배터리 제조 설비 용량을 늘리는 바람에 2022년 하반기부터 본격적으로 배터리 재고 누적량이 증가했다.

LFP를 주로 공급하는 CATL이 전기차 기업에 싼값으로 배터리를 공급하며 니켈 수요 위협

게다가 니켈이 함유되지 않은 리튬인산철(LFP) 배터리를 주로 공급하는 CATL이 전략적 협력관계의 전기차 기업에 현재 44만 위안인 탄산 리튬 가격을 톤당 20만 위안으로 고정해 산출한 가격으로 배터리를 공급할 것으로 발표해 향후 배터리 시장에서의 LFP 배터리 점유율은 더욱 확대될 전망이다.

LFP 배터리는 점점 점유율이 확대되고 있음

시장조사업체 EV볼륨에 따르면 지난해 LFP 배터리의 전세계 점유율은 27.2%로 기록됐는데, 이는 2020년까지 한 자릿수에 머물던 점유율이 2021년부터 경중 뛰었음을 보여준다. CPCA는 1월 중국 신에너지차 배터리 탑재량이 13.6GWh로 전년 대비 6.5% 감소한 와중에도 LFP 배터리 탑재량 비중은 전년 대비 23.8% 증가한 것으로 밝히기도 했다. LFP 배터리는 단위 용량당 가격이 삼원계 배터리(NCM/NCA)에 비해 30% 가량

저렴하다는 점 때문에 점유율이 점점 증가하고 있으며, 이는 니켈 수요를 위협하는 요인으로 작용한다.

다만 지방 정부 보조금 정책에 힘입어 2월 중국 전기차 판매는 증가할 가능성이 높음

다만 중국 전기차 업체 BYD의 1월 생산 및 판매량이 전년비 68%, 62% 증가세를 기록했으며, 중앙 정부 보조금 정책은 일몰했지만 충칭시를 비롯한 지방 정부들이 내수 소비 진작을 위해 전기차 보조금을 지급하기로 결정한 점 때문에 2월 전기차 판매는 증가할 가능성이 높다. 충칭시는 3월 1일부터 6월 30일 개인소비자가 신규 차량을 NEV로 교체했을 시 1대 당 1,000-3,000 위안 규모의 보조금을 지급하기로 발표했으며, CPCA는 2월 전기차 잠정 판매량이 40만 대로 전년 대비 46.6%, 전월 대비 20.3% 증가할 것으로 전망했다.

3월 전망

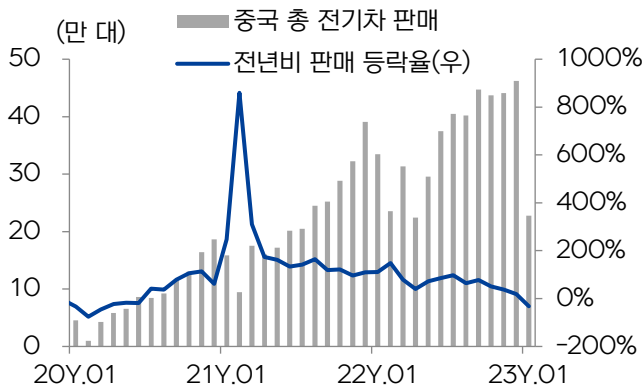
3월 니켈은 아시아 시간 거래 재개 효과로 인해 유동성 유입될 전망

3월 니켈은 2월 중국 전기차 판매량이 증가하고 미국의 러시아산 알루미늄 고율 관세 부과로 인한 러시아의 니켈 수출 제한 조치가 예상되는 점 때문에 \$28,000선까지 상승 추세를 이어갈 것으로 전망된다. 다만, 중국 배터리 시장의 재고 폭증과 LFP 배터리의 약진이 추가적인 상승을 제한할 것이다.

아시아 시간 거래 재개 효과로 인해 유동성 유입될 전망

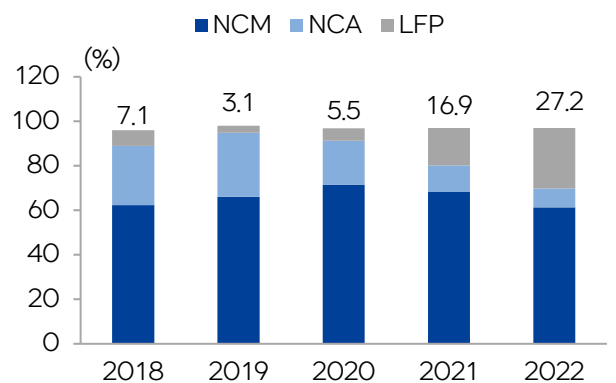
또한, 아시아 시간대 LME 거래 재개에 힘입어 많은 유동성이 유입되며 전월과 같은 높은 변동성이 나타나지는 않을 것으로 보인다. 펀더멘털 측면에서는 많은 요인이 상승을 지지하지만, 여타 비철과 같이 미국의 매크로 이슈에 연동하여 가격이 움직일 수 있다는 점은 하방 압력으로 작용할 수 있다.

차트 13. 중국 전기차 판매량과 등락율



출처: Bloomberg

차트 14. 배터리 종류별 점유율



출처: EV Volume

IV. Zinc

2월 동향

2월 아연은 낮은 중국 철강 수요에 높은 하락률 기록

2월 아연은 낮은 LME 재고로 인한 공급 불안에도 불구하고 쉽사리 확인되지 않는 중국 철강 수요에 두번째로 높은 하락률(-11.5%)을 기록했으며 \$3,000선을 하향 돌파했다.

아연 수급 개선 전망

2022년 글로벌 아연 시장은 공급 부족 상태에 놓였으나 올해 수급은 전력 가격 하락으로 인해 개선될 전망

국제납아연연구그룹(ILZSG)에 따르면 2022년 글로벌 아연 생산량은 1,328만 톤을 기록한 반면 수요는 1,359만 톤을 기록해 아연 시장은 30만 6,000톤의 공급 부족 상태였다. 이는 2020년 49만 4,000톤의 공급 부족, 2021년 20만 4,000톤의 공급 부족에 이어 3년 연속 타이트한 수급 상황에 놓였음을 의미한다. 다만, 2023년의 경우 천연가스 가격 약세로 인해 유럽 제련소의 가동이 다시 시작되어 공급이 증가할 가능성이 높으므로 공급 부족 수준이 개선될 예정이다. 향후 수급 여건은 얼마나 많은 제련소들이 운영 재개에 들어가는지에 달려있다.

Auby 제련소는 3월부터 생산 재개 발표, TC/RC 증가

실제로 높은 에너지 가격으로 인해 지난해 유지보수에 들어갔던 Nyrstar사의 프랑스 Auby 제련소(17만 톤/y)는 3월부터 생산을 재개할 것이라고 발표했으며, 정광 재고가 증가하는 바람에 제련소가 광석을 처리해주는 비용인 정·제련 수수료(TC/RC)는 2022년 톤당 \$230였으나 최근 \$250~280으로 증가했다. 이와 관련, Citi는 유럽 제련소 가동률이 하반기 71%에서 87%로 회복될 것으로 전망한 바 있다.

다만 현재까지 아연은 백워드이션 상태 유지하고 있음, 이는 낮은 수준의 재고로 인한 불안감 때문으로 해석됨

다만, 현재까지는 LME 아연 재고가 낮은 수준을 유지하고 있으며 이에 따라 Cash-3M 은 오랫동안 백워드이션 상태로 남아있는 것이 사실이다. 게다가 낮은 수준의 재고로 인한 불안감에 따른 매입세 때문에 2월 중 아연의 익일 인도물 가격은 익일 인도물에 비해 큰 폭의 프리미엄을 기록하기도 했다. Tom-next(Tomorrow Next)라는 이름의 익일물 매수 및 익일물 매도 프리미엄은 스포지션 보유자가 익일부터 그 다음날까지 포지션을 롤링할 때 지불하는 프리미엄인데, 2월 초부터 불안정하게 바뀌었고 2월 둘째 주에는 톤당 16달러로 거래되어 작년 10월 이후 가장 타이트한 확산세를 보였다.

LME와 달리 SHFE 아연 재고는 꾸준히 증가

한편, LME와는 달리 1월 6일 24,023톤이던 중국 SHFE 아연 재고는 매주 꾸준히 증가해 2월 24일에는 120,977톤을 기록하며 춘절 연휴 이후 큰 폭으로 증가한 중국 아연 생산량을 증명했다. 2022년 중국은 아연 1,700톤을 순수출하며 2007년 이후 처음으로 정제 아연 순수출국으로 자리매김한 바 있다.

중국 철강 도금 수요는 소폭 상승했으나 여전히 미진

철강 허브의 용광로 가동률은 전월과 비슷한 수준, 1월 아연 도금 공장 가동률은 춘절 휴가 여파로 전월에 비해 하락

2월 한 달간 중국 철강 허브인 허베이성 탕산시 고로 업체들의 평균 가동률은 (양회를 앞두고 당국의 미세먼지 관리 요구에 따른 영향도 존재하기는 하지만) 전월과 비슷한 74.4% 수준에 머물렀으며, 1월 아연 도금 공장 가동률은 춘절 휴가 여파로 오히려 전월(59.58)에 비해 하락한 35를 기록했다. 다만 세계철강협회 자료에 따르면 1월은 수요 증가에 대한 기대감으로 중국 공장들이 생산량을 늘리면서 7,950만 개의 생산을 기록했는데, 이는 전년 동기 대비 2.3% 증가한 수치다. 이를 종합했을 때 중국 내 철강 생산량이 소폭 상승하기는 했으나 고로 업체들과 도금 공장 가동률이 유의미한 상승을 보이지 않는 만큼 본격적인 아연 수요 회복은 부동산 경기가 반등하는 2분기 이후가 될 것으로 보인다.

3월 전망

중국에서의 생산 확대에 힘입어 3월 아연은 하락 압력 우세

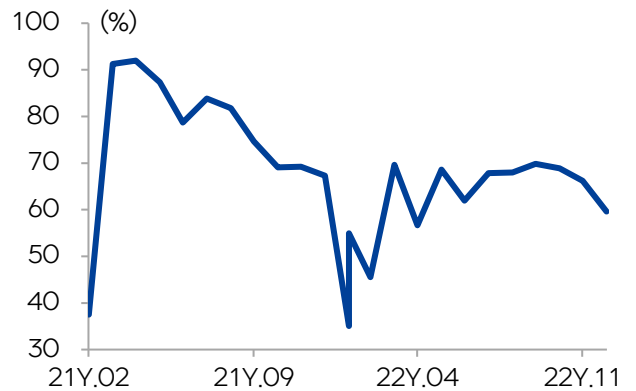
3월 아연은 풍부한 정광과 중국에서의 아연 생산 확대 및 에너지 가격 하락에 힘입어 수급 여건은 개선될 가능성이 높은 반면, 중국 철강 생산 및 아연 도금 수요의 반등은 확인되지 않아 \$2,800선까지의 추가적인 하락 압력이 우세할 전망이다.

차트 15. 허베이성 탄산시 고로 가동률



출처: Bloomberg

차트 16. 중국 아연 도금 공장 가동률



출처: Bloomberg

V. Lead

가장 낮은 하락률 기록한 2월 납

2월 납은 매크로 이슈로 인한 하방 압력이 우세했으나, 타이트한 재고에 6대 비철 중 가장 적은 하락률(-3.2%)을 기록했으며, 전반적으로 \$2,150~2,050 사이 박스권에서 등락했다.

2023년 상반기는 한동안 초과수요 상태일 것으로 전망

국제납아연연구그룹(ILZSG)에 따르면 2022년에는 글로벌 납 공급량이 122만 9,600톤을 기록한 반면 수요는 123만 9,500톤을 기록해 약 99,000톤의 납 공급 부족이 나타났는데, 올해 상반기도 예년의 영향권에 있기 때문에 한동안 초과 수요 상태에 놓일 것으로 보인다.

수요 회복 예상에 따른 유럽 납 제련 설비의 추가 가동 재개 여부가 생산량에 결정적인 영향을 미칠 것

다만 중국 내 폐배터리 가격 하락과 공급량 증가로 인해 2차 제련업체들의 창고에 재고가 가득 찬 점, 중국 주요 지역의 납 재고가 5개월래 최고 수준인 83,800톤을 기록하며 지속 증가하는 추세인 점은 공급 측면에서의 가격 하락 요인으로 생각된다. 또한 15.5만 톤의 생산능력을 갖췄으나 소유권 문제로 한동안 운영되지 않던 독일 Stolberg 납 제련소가 3월 중 가동을 시작할 것이라는 점도 향후 납 공급량을 증가시킬 주요 요인 중 하나다. 향후 가격 변동에는 수요 회복 예상에 따른 유럽 지역 납 제련 설비의 추가 가동 재개 여부가 결정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

2월 승용차 판매 증가에 따른 납축전지 수요 호조로 납 가격 상승 전망

중국 2월 승용차 판매가 증가할 것으로 예상되며, 그에 따른 납축전지 수요 호조로 3월 납은 다른 비철과는 달리 \$2,200선까지 상승 가능성이 있는 것으로 보인다. CPCA는 2월 중국 승용차 소매 판매량(잠정치)이 135만 대로 전월대비 7.2% 증가, 전년 대비 4.3%증가할 것으로 예측한 바 있다. 거기다 더해, 2월 24일 기준 SHFE 재고가 전주 대비 37.8% 감소하는 등 중국 재고 수준이 낮다는 점도 가격을 지지한다. 다만 거시 경제가 더디게 회복해 그에 따라 소비 심리가 위축될 수 있다는 점은 납 가격에 부정적인 요인으로 작용할 수 있다.

VI. Tin

수요 대비 공급 증가로 높은 하락세 유지한 주석

2월 주석은 경제지표로 인해 미국 인플레이션 압박이 커짐에 따라 여타 비철과 같이 하락세를 유지했다. \$29,000를 터치했던 주석은 \$26,000를 하향 돌파하는 등 2월 중 높은 하락률(-11%)을 보였는데, 중국에서 주석 공급량 대비 수요 감소가 컸던 점이 추가적인 하락 요인으로 작용했다.

전년 대비 둔화된 2022년 세계 주석 공급 성장률

다만 중국에서의 주석 생산은 1월 급감(11,990 톤)한 후 2월(14,035 톤)에 크게(+17%) 증가할 것으로 예상된 바 있지만, 세계 주석 공급의 성장률은 전년 대비 둔화되고 있어 향후 공급 측면이 주석의 가격 지지 요인이 될 것으로 보인다. 국제주석연구협회(ITA)에 따르면 22년 글로벌 주석 생산은 380,400톤으로 21년 379,400톤 대비 0.3% 증가에 그쳤다. 2022년 생산 증가율 감소에는 1위인 중국 Yunnan Tin사와 4위인 인도네시아 PT Timah사의 생산 감소 영향이 컸던 것으로 보인다.

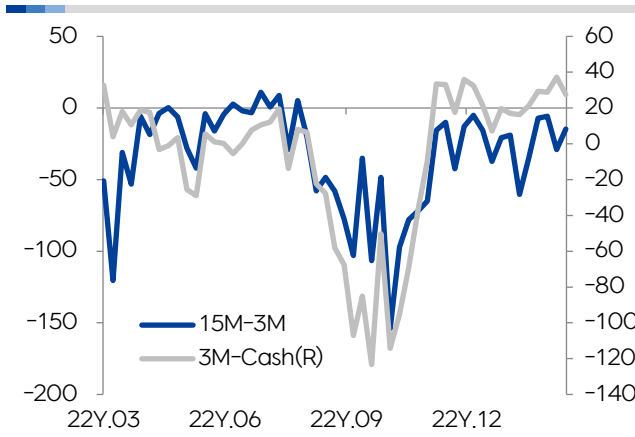
향후 20년 동안 제약 요인으로 인해 주석 공급이 크게 증가하지 않을 것

한편, Yunnan Tin사는 주요 채굴지역에서의 광석 품위 하락과 인건비 상승 등 공급 제약 요인 때문에 향후 20년 동안 주석 공급이 크게 증가하지 않을 것이라고 전망하기도 했다. 세계 주석 생산이 감소한 것은 수출데이터를 통해서도 확인할 수 있다. 세계 2위 주석 생산국인 인도네시아의 1월 정제 주석 수출은 전년 동월 대비 26.3% 증가한 1,536톤으로 집계되었으나, 전월(7,710톤) 대비로는 80% 감소한 것으로 나타났다.

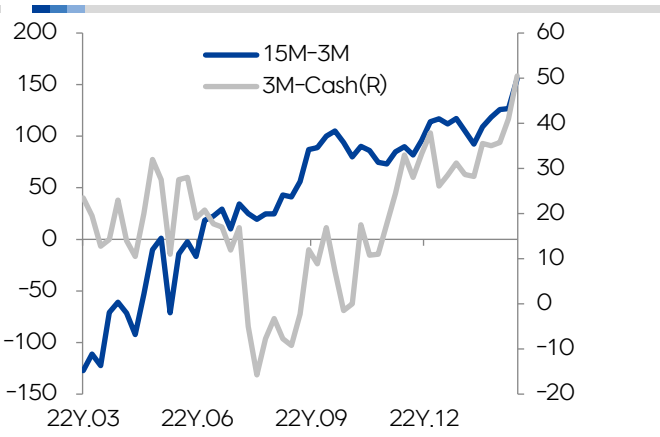
3월 주석은 글로벌 반도체 업황 악화 지속으로 \$24,000까지 조정받을 전망

3월 주석은 글로벌 주석 공급 감소 영향에도 불구하고 22년 4분기 글로벌 반도체 판매가 전년 동기 대비 14.7% 감소하는 등 글로벌 반도체 업황 악화가 지속됨에 따라 \$24,000까지 조정 받을 전망이다. 스마트폰 수요 부진 등 과잉 재고에 대응해 D램 고정거래가격이 지속적으로 감소하는 등 반도체 업황 회복은 지연되고 있다.

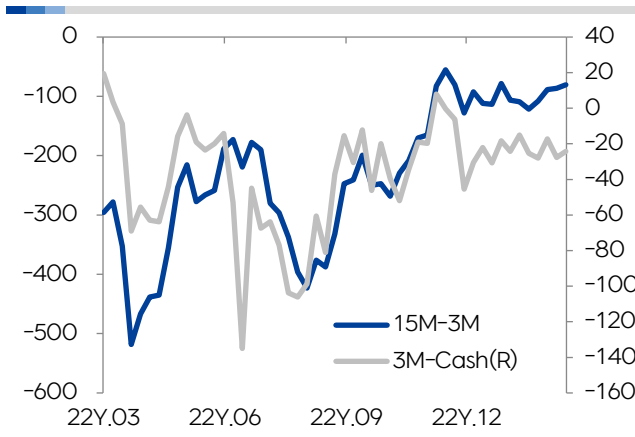
Copper Time Spread



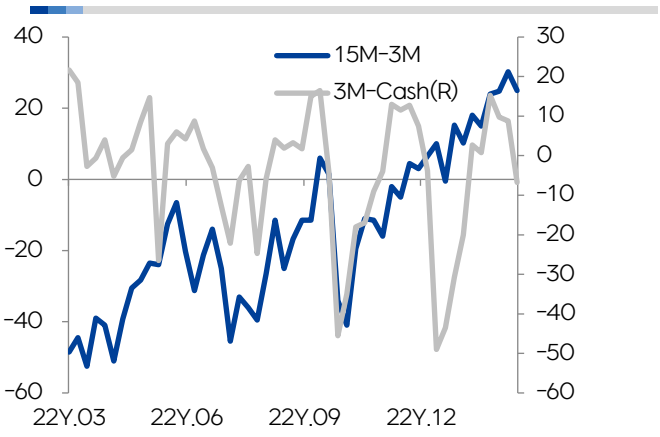
Aluminum Time Spread



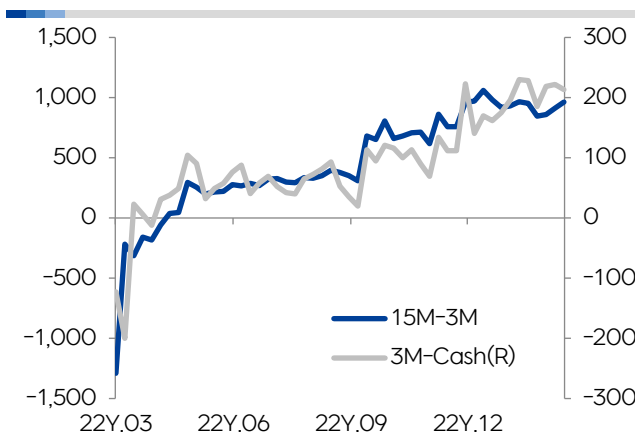
Zinc Time Spread



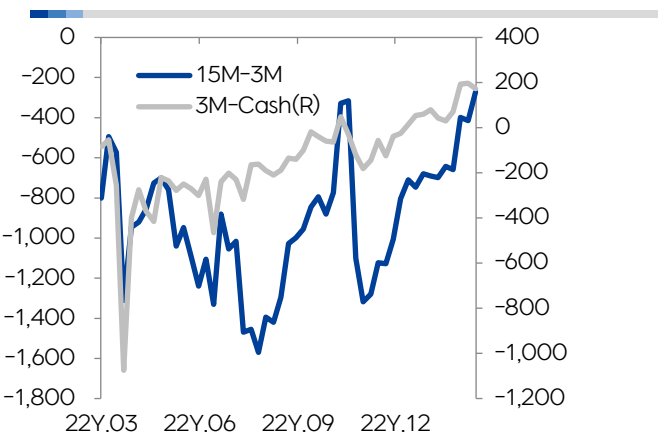
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



Crude Oil

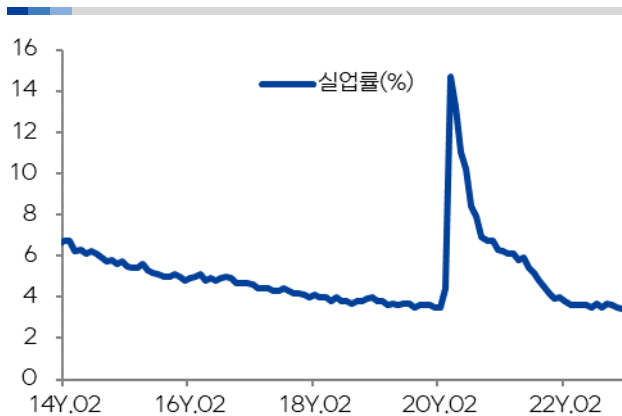
2월 동향: \$80 하회한 유가

2월 동향 금리 인상 기조 지속에 대한 불안

2월 유가는 하방 압력이 우세했다. ①중국발 리오프닝 기대는 유지되고 있지만 실제 수요 개선이 뚜렷하게 지표상 확인되지 않았고 ②JMMC 회의에서 OPEC+가 기존 스탠스 유지를 권고함에 따라 하방 압력이 가중되었다. 이후 발생한 튀르키예 대지진으로 인해 최대 원유 수출 항구의 가동이 일시적으로 중단됨에 따라 하루 100만 배럴에 달하는 공급 차질이 발생해 유가를 지지하기도 했지만, 연이어 발표된 미 경제 지표 호조와 물가 상승 압력 영향으로 ③미 연준의 금리 인상 기조가 더욱 가팔라질 것이라는 우려가 이를 압도했다. 미국내 타이트한 고용시장이 계속해서 확인되고 있는 가운데, 미국 소비자 물가와 생산자 물가가 연이어 시장 예상치를 상회했고, 미국 전체 경제의 60% 이상을 차지하는 소비도 전월 대비 큰 폭으로 개선되는 등 연이은 지표 호조가 연준의 금리 인상 기대를 높였다. 연은 총재들은 3월 50bp 인상 가능성에 대해 언급하며 물가 상승 압력을 경계하는 발언을 지속하는 가운데 시장에서는 6월 금리 인상 가능성도 일부 반영하는 등 시장은 금리 인상 기조 가속화와 장기화에 대한 우려를 계속해서 경계하는 분위기가 조성됐으며 \$80 부근 강한 저항선을 확인한 시장은 하락 압력이 가중되었다.

3월 전망: 연준과 러시아, 그리고 이란

차트1. 54년래 최저치 기록 중인 미국 실업률



출처: Bloomberg

차트2. 미국 1월 CPI, 시장 예상치 상회



출처: Bloomberg

높아진 연준의 금리 인상 기대

미국내 고용 호조와 물가 상승 압력 지속, 견조한 경제 지표 확인은 연준의 금리 인상 기대를 높이고 있다. 미국의 1월 비농업 고용이 예상치(18.7만명)를 크게 상회(51.7만명)하고 실업률도 3.4%로 1969년 5월 이후 최저 수준을 기록함에 따라 타이트한 고용시장이 재차 부각되면서 연준의 금리인상 속도조절 기대가 줄어들었다. 또한 주간 신규 실업수당 청구건수도 20만건을 하회하는 등 타이트한 노동 시장이 금리 인상 우려를 키웠다.

차트3. 연준의 금리 인상 기대(2월27일 기준)

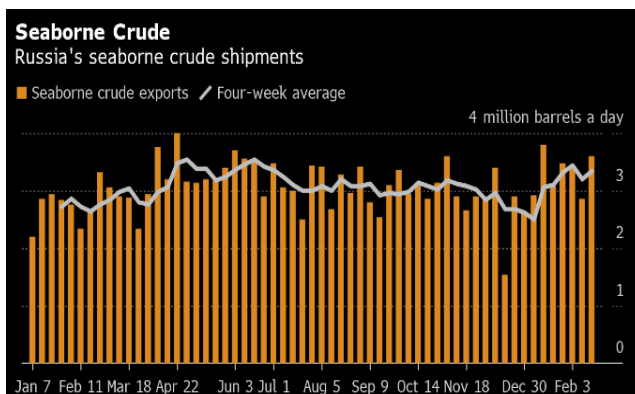
회의	인상/인하 #	인상/인하 %	내재금리 Δ	내재금리	A.R.M.
03/22/2023	+1.191	+119.1%	+0.298	4.878	0.250
05/03/2023	+2.276	+108.5%	+0.569	5.149	0.250
06/14/2023	+2.979	+70.3%	+0.745	5.325	0.250
07/26/2023	+3.271	+29.2%	+0.818	5.398	0.250
09/20/2023	+3.251	-2.0%	+0.813	5.392	0.250
11/01/2023	+3.095	-15.6%	+0.774	5.354	0.250
12/13/2023	+2.752	-34.3%	+0.688	5.268	0.250
01/31/2024	+2.261	-49.1%	+0.565	5.145	0.250

출처: Bloomberg(연방기금선물)

여전히 시장 기대보다 높은 물가

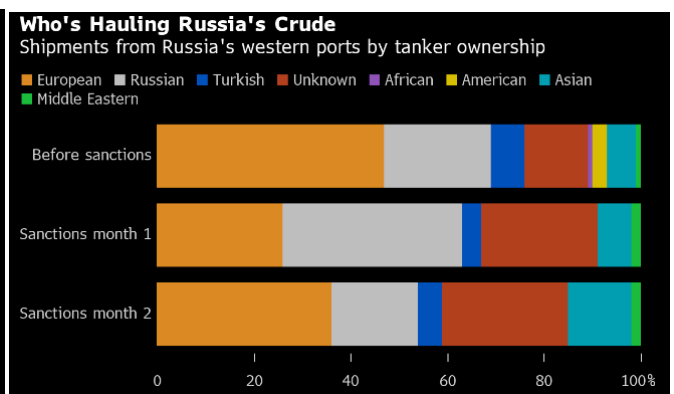
시장 예상치를 상회하는 미국 물가 상승 압력도 부담 요인으로 작용할 전망이다. 1월 미국 CPI에 대해 시장은 작년 대비 6.2% 상승을 예상했지만 실제로는 6.4%를 기록했으며 근원 CPI도 예상(5.5%)보다 소폭 높은 5.6%를 기록했다. 중고차 가격이 전년 동기 대비 11.6% 하락했음에도 이번 물가 상승 압력이 여전히 높았던 원인은 주거비가 41년만에 가장 높은 수준의 상승률을 기록(7.9%)했고 음식료 가격도 작년 대비 10.1%, 에너지 가격도 작년 대비 10.1% 상승했으며 서비스 물가도 7.2% 상승하는 등 산업 전반에 걸친 물가 상승 압력이 여전히 높았기 때문이다. 미국 1월 생산자물가지수 (PPI)도 전월 대비 0.7% 상승해 시장 예상치인 +0.4%를 큰 폭으로 상회, 6월 이후 최고치를 경신하며 연준의 금리 인상 가속화 우려를 키웠다. Core PPI도 작년 대비 +5.4% 증가해 예상치인 +4.9%를 상회하는 등 **공급과 수요 측면에서의 인플레이션 압력이 확인되었다.**

차트4. 러시아 2월 주간 원유 수출 물량 증가세 지속



출처: Vessel finder

차트5. 러시아산 원유 수송, 아시아 유조선이 접수 중



출처: Bloomberg

미 경제 지표 호조, 시장에는 부담으로 작용

미국 1월 소매판매가 호조를 보임에 따라 시장의 미국내 경제 상황에 확신을 더해줬다. 미국 전체 경제의 60% 이상을 차지하는 소비가 전월 대비 3% 증가해 시장이 예상했던

1.9% 증가를 크게 압도했다. 앞서 미국의 견조한 고용시장에 이어 소비가 뒷받침되는 것을 확인한 시장은 탄탄한 경제 여건을 바탕으로 연준이 더 오랜 기간 긴축 기조를 유지할 것이라는 우려를 키울 전망이다.

러시아 원유 수출 여전히 순항 중

2월 중순 러시아의 해상 원유 수출 규모는 360만bpd로 전주 대비 무려 26% 증가했다. 러시아는 현재 3월 50만bpd 감산을 예고했기 때문에, 실제 감산이 이루어진다고 한다면 해상 수출 감소가 이루어질 수 있는 만큼, **최근 수출 증가세가 감산을 앞둔 밀어내기 식 수출인지 여부에 대한 추가 확인이 필요하다.** 2월 러시아산 원유 수송에 사용되는 아시아 선박 비중이 1월에 비해 2배 가량 증가했고, 인도와 중국을 중심으로 꾸준히 수출이 증가하고 있는 것이 데이터를 통해서 확인되었고 아시아 지역으로 향하는 러시아산 원유 수출은 우크라이나전 이전 대비 2배 이상 증가한 점은 서방국들의 수출 제재가 제대로 역할을 하지 못하고 있음을 의미한다. 중국과 인도는 유럽으로 향하던 원유 수출 물량 대부분을 흡수해 러시아산 원유 수출량 중 약 60%를 수입하고 있다.

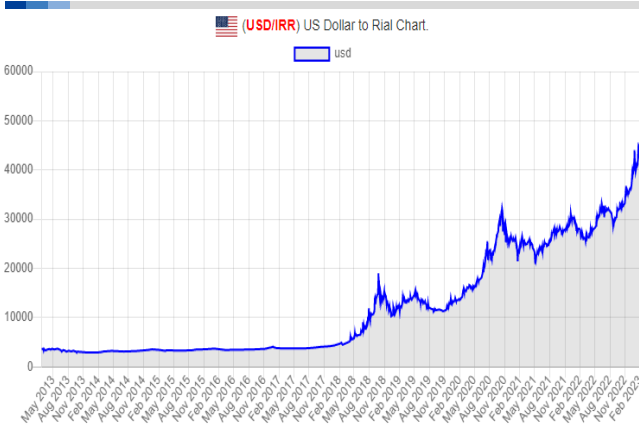
바이든 대통령의 우크라이나 깜짝 방문, 지정학적 긴장 자극

우크라이나 전쟁 1주년을 맞이한 이번 바이든 미국 대통령의 우크라이나 깜짝 방문 효과는 매우 컸다. 미국 대통령이 미군 통제 없는 전쟁 중인 나라의 수도를 방문한 사례는 없었다며 이번 방문이 우크라이나에 대한 미국의 지속적인 지원과 응원이라는 메시지를 전세계에 전달하는데 충분한 역할을 했다고 평가되고 있다. 바이든 대통령은 본인의 안전을 담보로 이번 방문을 통해 세가지 이점을 취했다. **푸틴 대통령에 대한 경고와 더불어, 서방국들의 결속 촉구 메시지, 그리고 내년 재선을 앞두고 지지율을 끌어 올리는 효과** 동시에 노렸다. 바이든 대통령과 젤렌스키 대통령은 미국의 \$5억 규모의 군사 원조 계획을 논의하고 전투기 지원에 대한 내용도 공유하는 등 지속적인 협력을 재확인했다. 중국은 이번 미국의 깜짝 방문을 맹비난했으며 시진핑 주석은 러시아 방문을 준비 중인 것으로 알려졌다. G2 정상들의 전쟁국 방문이 평화를 위한 포석인지 확전을 앞둔 전략적 공조인지 여부는 추가적인 확인이 필요하다.

추가 제재 준비중인 서방국들, 이번에는 효과가 있을까?

한편 서방국들은 러시아에 대한 방산(기술, 부품, 차량, 전자, 희토류 등), 에너지, 금융과 더불어 러시아를 돕는 제3국들에 대한 추가 제재를 결정했다. 최근 미국 국방장관은 우크라이나가 올 봄에 러시아에 대한 대대적인 반격을 준비 중이라고 언급하는 등 한동안 지정학적 리스크에 대한 우려는 여전히 남아있을 것이다. 몇 개월 후면 서방국들의 주력 전차들이 우크라이나에 보급되는데다, 봄철 우크라이나 동부 대량의 눈이 한꺼번에 녹기 시작하면 러시아군 병력과 탱크의 진격을 늦추는 진창(땅이 질어서 질퍽질퍽하게 된 곳)이 발생하기 때문이다. 유럽내 이상 고온 현상으로 러시아가 예상했던 최적의 협상 카드인 천연가스가 협상력을 거의 소실한 상황에서 서방국들의 추가 제재 준비, 전쟁 장기화로 인한 원유&석유 제품 수출 관련 수입 감소와 국제적인 여론 악화가 지속되고, 러시아내 푸틴 대통령의 입지도 계속해서 좁아지는 등 시간은 우크라이나 편으로 돌아서고 있다.

차트6. 이란 해일화 급락, 역사적 최저 수준 기록 중



출처: Bonbast.com(Unofficial Iran Rial rate)

차트7. 이란, 84% 초고농축 우라늄 발견으로 핵무기 우려 확산



출처: IAEA

이번에 발견된 이란의 84% 초고농축 입자, 무엇이 문제인가

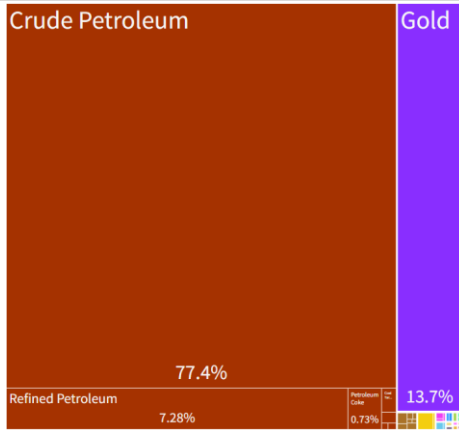
이란에서 농도 84% 우라늄 입자가 발견된 이후 국제원자력기구(IAEA) 대표단이 이란 테헤란을 방문했다. 이란이 이 입자를 의도적으로 생산했는지 아니면 고속 회전 원심분리기 수백 개를 연결하는 설비인 캐스케이드(연속 농축을 위해 원심분리기 여러 개를 병렬 연결한 장치) 작동 과정에서 우연히(?) 핵무기 제조 가능 수준으로 우라늄 농도가 높아진 것인지 여부를 확인할 전망이다. 핵무기 제조에 필요한 농도가 90%임을 감안했을 때 84% 농도의 우라늄 입자 발견은 지금까지 이란에서 발견된 입자 중 가장 고농도인 셈이다. 기술적으로는 순도 60%나 90%나 원심분리기를 추가로 적용시키는 기술적인 반복 과정의 결과이기 때문에, 크게 차이는 없지만 **초고농축 우라늄의 발견은 이란의 핵무기 개발 여력이 충분하다는 것을 확인**시켜주었다. 이란은 미국의 일방적인 이란 핵 협상 탈퇴 이후 협상에서 고배를 마신 뒤 우라늄 농축을 가속화 하기 시작했으며 핵합의 당시 3.67%(원자력발전용 수준)우라늄 농축 농도를 60%까지 올리겠다고 공식 선언한 바 있다. 현재 미국과 1년간 핵 협상에 난항을 겪고 있는 가운데, 이란은 미국의 제 3차 제재로 인해 경제가 악화일로를 걷고 있으며 약 50%에 달하는 물가 상승률과 역대 최저치를 기록 중인 리알화 영향으로 경제가 어려움에 처해 있다.

페트로 위안화로 선화하는 이라크?

한편 이란과 비슷한 상황을 겪고 있는 이라크는 전일 중국과의 무역에 위안화 사용을 처음으로 허용했다고 보도했다. 그동안은 미국 달러만을 이용해 중국과 무역을 해왔는데, 이번 조치를 통해 국내 달러 부족 현상을 완화하고 외환 접근성을 향상시키기 위한 행보로 풀이된다. 작년 11월 미국은 이란과 중동의 주변국들로 달러가 유입되는 것을 막기 위해 국제 전자 송금 절차를 대폭 강화했으며 달러에 대한 감시 강화로 이라크내 달러 현금 수요가 급증해 경제에 심각한 타격을 받아온 바 있다. 공교롭게도 이번 이라크의 깜짝 행보는 이란 라이시 대통령이 베이징에 방문한지 일주일 만에 일어난 일로 연관성을 완전히 배제하기 어렵다. 현재는 이란, 베네수엘라, 인도네시아가 일부 원유 대금을 위안화로 결제하고 있으며 사우디를 비롯한 주요 중동국가들은 중국과 논의 단계에 있다. 이라크의 최대 수출국은 전체 수출액의 29%를 차지하는 중국이며, 85% 이상이 원유 관련 수출(전체 수출의 77%가 원유)인 점을 감안했을 때, 사실상 전체 수출의 30% 가량의 원유 대금을 위안화로 받을 수 있음을 의미한다. 이번 **이라크의 스탠스 변화가 달러 결제**

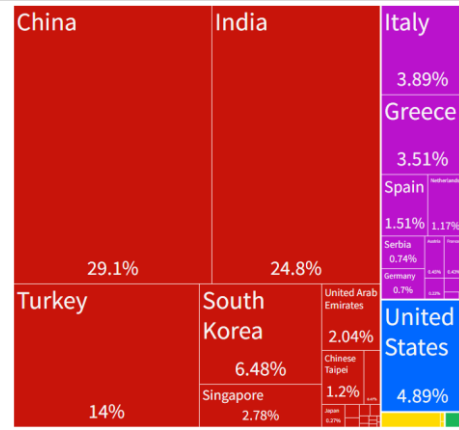
일변도였던 중동 무역 분위기에 변화를 줄지 여부에 시장은 주목하고 있으며 실제 원유의 위안화 결제가 대규모로 이루어질 경우 미국의 달러 패권에 상당한 타격이 예상된다.

차트8. 이라크 주요 수출품(전체 \$583억, 2020년)



출처: Iraq Trading Stat

차트9. 중국은 이라크의 최대 수출국



출처: Iraq Trading Stat

사형 구형으로 서방 압박 수위 높이는 이란

또한 이란은 최근 이란계 독일 국민 1명에게 사형을 선고하면서 서방국들과 날을 세웠다. 이란은 이번 판결의 이유를 국가전복을 주장하는 과격한 무장단체 지도자이기 때문이라고 주장했지만 그의 가족들은 그는 단지 반정부 세력의 대변인일 뿐이며 어떠한 테러행위에도 가담하지 않았다고 부인했다. 이번 이란의 결정으로 독일 외무장관은 이란 영사를 초치해 독일 시민의 권리에 대한 엄청난 위반을 받아들이지 않을 것이라며 비난함과 동시에 이란 대사관 직원 2명을 기피 인물로 선포하고 독일에서 추방을 예고했다.

대화 재개 기미가 보이지 않는 이란 핵합의, 서방국들이 이번 압박에 대화로 응할까?

종합해보면 미국과의 핵합의가 난항을 보이며 진척이 더뎠고 러-우 이슈 부각으로 이란의 핵합의 이슈가 완전하게 서방국들의 관심에서 멀어지고 있는 가운데, 이란의 경제는 수년간 급격하게 위축됐다. 최근 이란의 고농축 핵 농도 이슈가 부각되고, 이란의 영향력이 높은 이라크가 달러화로 일관하던 무역 결제에 위안화 결제를 승인하고, 독일 국민에게 사형을 구형하는 등 압박 전략을 강하게 펼치는 모습을 보이면서 서방국들에게 대화 신호를 계속해서 보내는 모양새다. 최근 미 블링컨 국무장관은 이란 핵협상의 복잡한 실타래를 풀 수 있는 것은 이란이며 이란이 핵무기를 절대 획득하지 못하도록 하는 데 최우선 순위를 둘 것임을 강조했다. 또한 만약 여의치 않으면 '다른' 옵션도 테이블에 놓여있다는 점을 강조하면 군사적 개입 가능성까지 내포하는 발언을 통해 이란을 압박하고 나섰다.

3월 원유 전망: 여전히 높은 \$80의 벽

현재 원자재 시장에는 연준의 금리 인상에 대한 우려가 강한 저항선으로 작용하며 매수세를 제한하고 있다. 미국내 타이트하 고용과 여전히 연준 목표인 2% 물가에 근접할 기미가 보이지않은 채 시장 예상을 뛰어넘는 물가 지표와 더불어 실물 지표들까지 호조를 보임에 따라 연준의 금리 인상 우려는 더욱더 커지고 있다. ①연준의 금리 인상 가속화에 따른 달러화 강세가 달러화로 표시되는 원자재 전반에 수요를 감소시키는 것은 물론이거니와, 연준의 강화되는 스탠스 변화로 시장이 예상하는 금리 상단이 상향 조정되고 금리 인하 시점이 계속해서 늦춰짐에 따라 향후 경기 침체에 대한 우려도 덩달아 함께 커지고 있기 때문이다. 아직까지도 시장에는 대형 지정학적 리스크(중동 주요국의 생산

시설 파괴, 호르무즈 해협 가동 중단, 러-우 관련 대형 이슈)를 제외하고는 뚜렷한 상방 이슈가 부각되지 않고 있다. 시장에서 계속해서 언급되고 있는 춘절 이후 중국 리오프닝 기대가 중요한 이슈임에는 분명하나, 이미 우크라이나전 이후 중국 코로나로 인한 대대적인 봉쇄 조치가 진행되던 와중(중국 석유 제품은 90% 이상이 내수 시장용)에도 매우 저렴한 가격에 러시아산 원유를 충분히 비축해왔던 만큼 ②리오프닝에 따른 원유 수요 증가에도 불구하고 눈에 띄는 수입 증가세를 보일 가능성은 크지 않을 전망이다. 서방국들의 연이은 러시아 제재에도 불구하고 아직까지 ③러시아의 원유 수출과 생산은 제재 이전과 비교해 큰 변화를 보이지 않고 있는 점은 러시아발 공급 차질 이슈에 대한 우려를 제한하고 있으며, 전체 러시아 원유 수출의 60%를 차지하는 중국과 인도의 공조 없이는 뚜렷한 제재 효과를 기대하기 어려울 것으로 판단한다. 최근 미국내 대대적인 한파로 전력난이 발생함에 따라 난방유 관련 수요가 증가하고 있지만 이는 난방에 천연가스가 아닌 난방유를 사용하는 동부 지역 일부에 국한될 전망이며, 이란발 지정학적 리스크가 계속해서 유가 하단에 지지력을 제공해 \$70 초중반 중심 등락을 이어갈 전망이다.

Natural Gas

2월 천연가스 동향
\$2.0MMbtu 부근 강한
지지선 확인한 천연가스

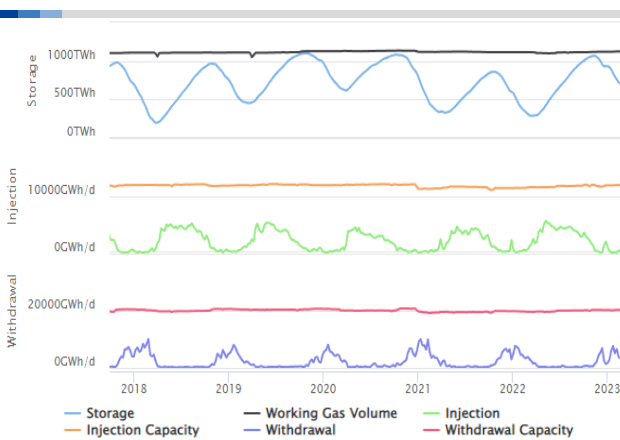
유럽내 이상 고온으로 천연가스 재고가 예년보다 2배 가량 높은 수준을 유지하고, 미국 LNG 수출의 20%를 담당하는 Freeport LNG 수출항의 가동 재개 시점이 3월 중순으로 연기됨에 따라 미국내 재고가 예년보다 9% 높은 수준을 기록한 영향에 하방 압력이 우세했다. 시장은 \$2.5 부근 강한 지지를 확인했지만 수요에 대한 불안이 지속적으로 제기됨에 따라 기술적 투매가 발생해 한때 \$2/MMBtu를 하회하기도 했으나 일부 미국 세일 업체들의 BEP를 하회하면서 천연가스 리그수가 감소했고, 이후 발생한 미국 서부와 북부 지역의 대대적인 한파로 인해 천연가스 가격은 강한 반등을 보이며 \$2 중반까지 급반등했다.

유럽의 천연가스 재고가
60% 수준임에도 3월 하단
지지력이 유지될 이유

유럽의 겨울철 재고 소진기가 3월말까지 이루어지고, 통상적으로 1월과 2월 대비 소비량이 1/3 수준으로 감소하는 점을 감안했을 때, 지금과 같은 수급 상황이 이어질 경우 본격적인 재고 축척이 시작되는 4월 유럽의 천연가스 재고는 지금보다 최대 10%p 가량 낮은 50% 수준에서 마무리될 가능성이 높다. 다만 시장에서 우려하는 부분은 전체 천연가스 수요의 40%를 담당하던 러시아가 파이프라인을 통해 공급하는 물량이 예년 대비 70%가 줄어든 상황으로, 향후 본격적인 재고 축척기에 돌입하게 될 경우 전체 유럽 공급 물량의 30% 가량을 기존 루트 이외의 공급처에서 찾을 수 밖에 없다. 또한 이번 겨울에는 이상고온 현상으로 수요가 예년보다 급격하게 감소했지만, 극심한 한파가 오랜 기간 지속될 경우 겨울철 재고 소진율이 60%~70% 수준에 달하는 경우도 있는 만큼, **러시아발 공급 불안과 한파 우려를 미연에 방지하기 위해서라도 LNG 형태로의 수입을 앞당겨 늘리기 시작할 가능성**이 높다. 일각에서는 파이프라인 증설을 통한 추가 공급 가능성을 제기하기도 하는데, 아프리카로부터의 대규모 증설을 통한 추가 공급이나 유럽내 유일한 천연가스 순수출국인 노르웨이로부터의 추가 공급도 생산지 증설이나 파이프라인 확장 없이 단기내 기대하기 어렵다. 결국 유럽은 유조선운 개조해 단기내 LNG 수입량을 늘릴 수 있는 LNG부유식 터미널 건설을 통해 수입 Capa를 늘려왔고, LNG TOP3 수출 국가 중 호주는 이미 지리적 이점을 이용해 한중일에 80%를 공급하고 있으며 나머지 물량도

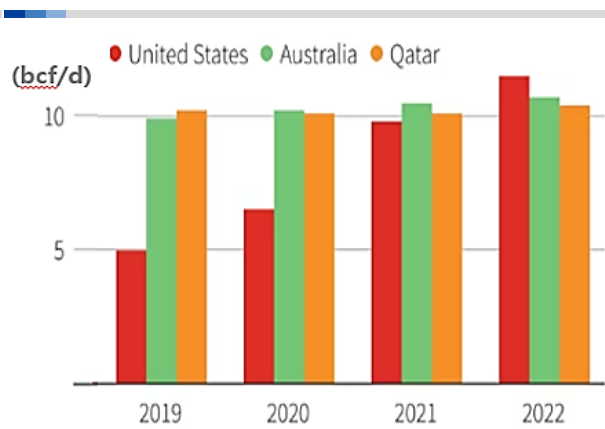
아시아에 공급하고 있고, 그나마 카타르가 유럽에 전체 LNG 수출물량 중 10% 가량을 공급하고 있지만, 카타르 역시 아시아 주요국들과 장기계약으로 묶여있는 상황이고, 아시아와 가격도 큰 차이를 보이지 않는 여건에서 굳이 추가적인 리스크 테이킹을 할 이유가 없다. 결국 유럽에게 남은 유일한 돌파구는 1년만에 유럽으로 향하는 LNG 물량을 두배로 늘린 미국이다. 현재는 전체 LNG 수출 물량의 20%를 차지하는 Freeport항구가 뚜렷한 이유없이 연방정부의 최종승인 받지 못하고 있지만 유럽의 앞당겨질 천연가스 재고 축적기와 맞물리는 3월 중 가동을 다시 재개할 가능성이 높다. **3월 중 Freeport 항구의 가동 재개와 유럽의 LNG 대규모 수입 계약 보도가 천연가스 가격에 강한 지지요인으로 작용할 전망이다.**

차트10. 유럽 천연가스 재고, 전체 캐파 대비 60% 수준



출처: AGSI

차트11. Top 3 LNG 수출국의 하루 평균 LNG 수출량

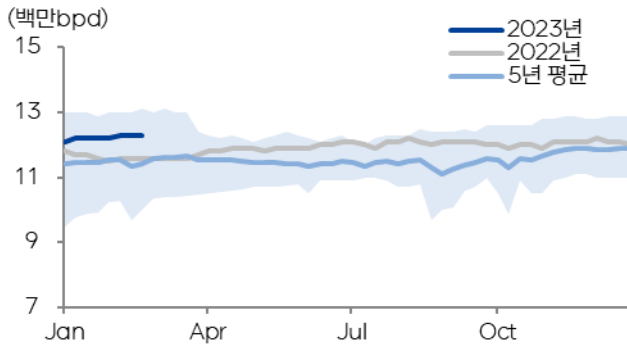


출처: Reuters, EIA

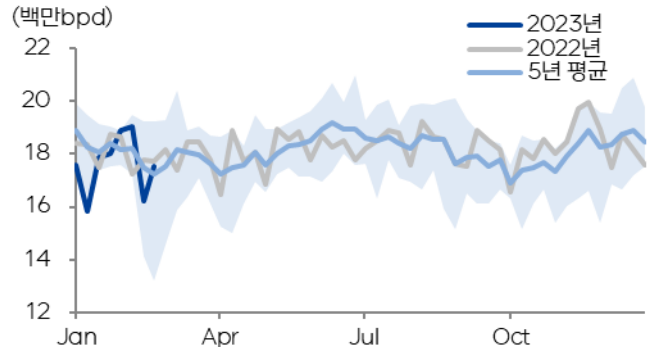
**3월 천연가스 전망:
충분한 반등 여력,
\$3.0MMBtu 돌파 시도할 것**

미국과 유럽내 예년보다 높은 재고 수준은 여전히 천연가스 가격에 부담이다. 하지만 최근 미국 전역을 뒤덮은 한파가 북부와 서부 지역에 대규모 전력난을 야기하고 유럽의 LNG 수입 재개도 유럽내 앞당겨질 재고 축적기와 미국 LNG 수출항 가동 재개와 맞물려 미국내 천연가스 가격에 강한 지지요인으로 작용할 전망이다. 한때 천연가스 가격이 미국 일부 세일업체들의 BEP를 하회(\$1.0~2.5MMBtu 추정)함에 따라 미국내 천연가스 리그수 감소가 데이터상으로 확인되고 있으며, \$2MMBtu를 하회한 이후 재확인된 강한 실물 수요 영향에 상승 모멘텀을 유지할 전망이다.

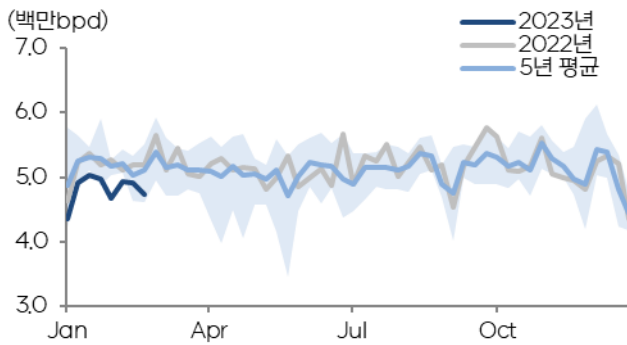
미국 원유 생산 (5년 Range)



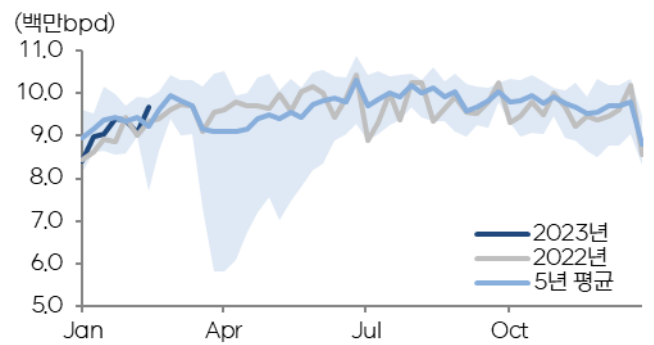
미국 원유 수요 (5년 Range)



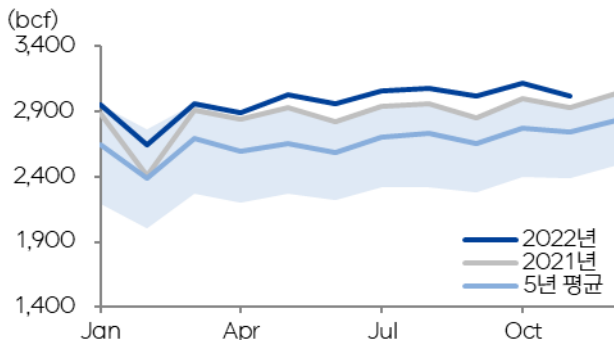
미국 정제유 수요 (5년 Range)



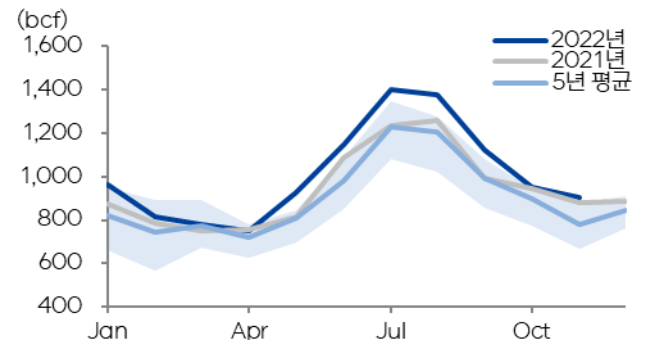
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



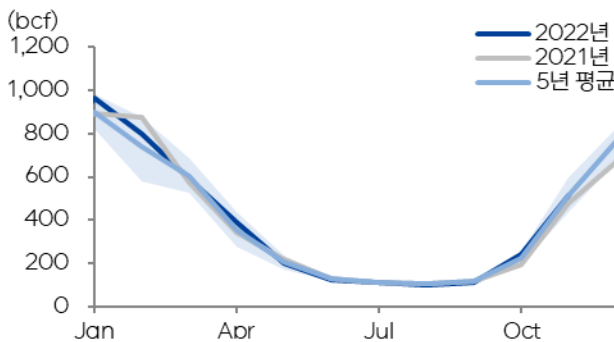
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



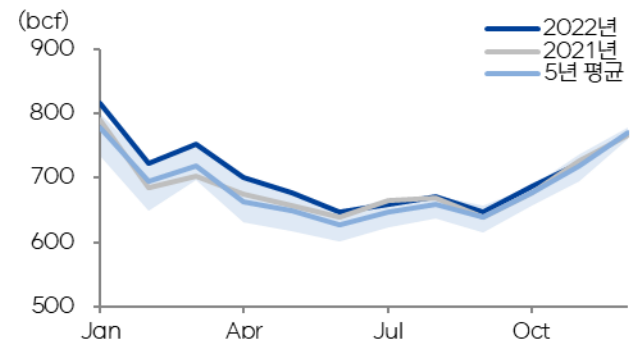
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

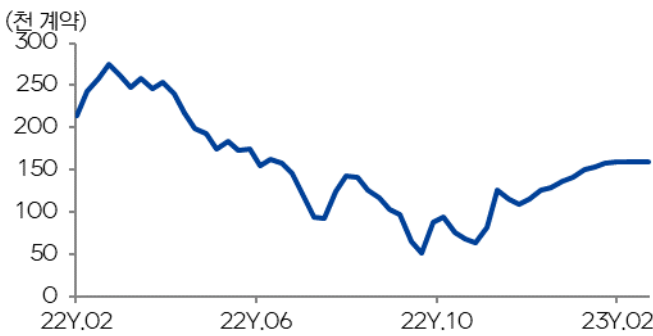
금 가격 추이



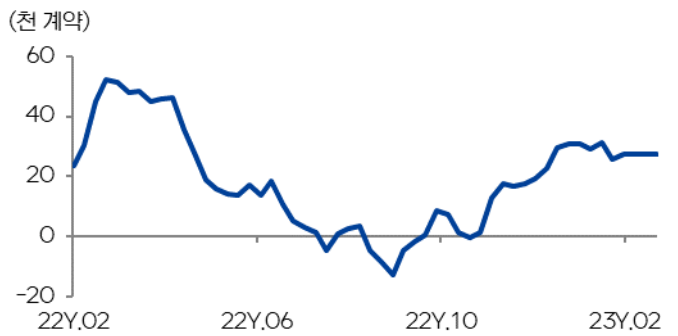
은 가격 추이



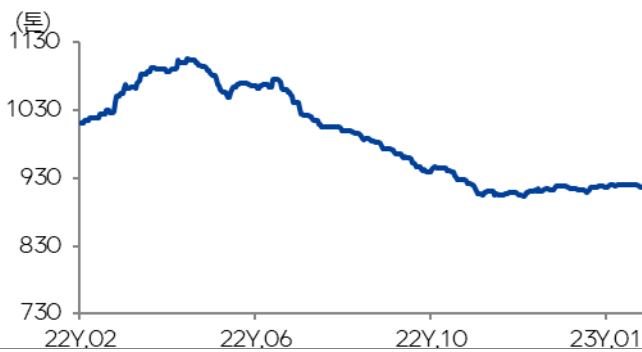
금 비상업적 순매수 포지션



은 비상업적 순매수 포지션



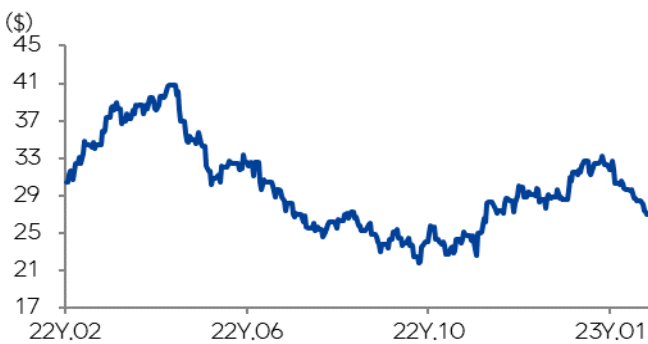
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

