

# 원자재 전망

## [Commodity Analyst]

박기민 연구원

✉ prompt.park@samsung.com

## [Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

## 비철금속

### 견조한 수요와 부족한 공급, Super cycle?

- 원자재 Super cycle
- 코로나19, 드디어 엔데믹?
- 러시아-우크라이나 전쟁
- 명확한 포워드 가이드스 부재 속 인플레이션 장기화
- 경기침체 우려에 대응하는 중국

## 원유

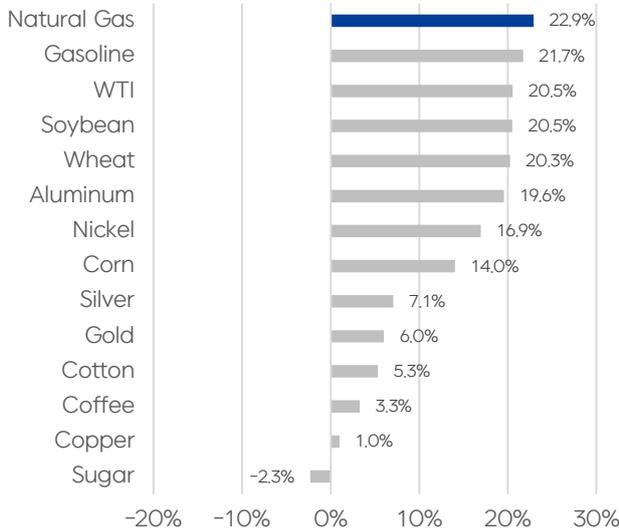
### 미국의 증산이 주춤한 6 가지 이유

- 전세계적인 친환경 정책 강화
- 갈피를 못잡는 바이든 정부
- 코로나로 인한 인력난과 비용 증가
- 유가 급락으로 심각한 타격을 입은 기업들
- 엇갈린 헛지로 두번 울었던 에너지업체들, 주주환원 정책에 총력
- 무시할 수 없는 하락 이슈들
- 한동안은 우크라이나 이슈로 지지력 유지하겠으나 조만간 하방 압력 우세

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.

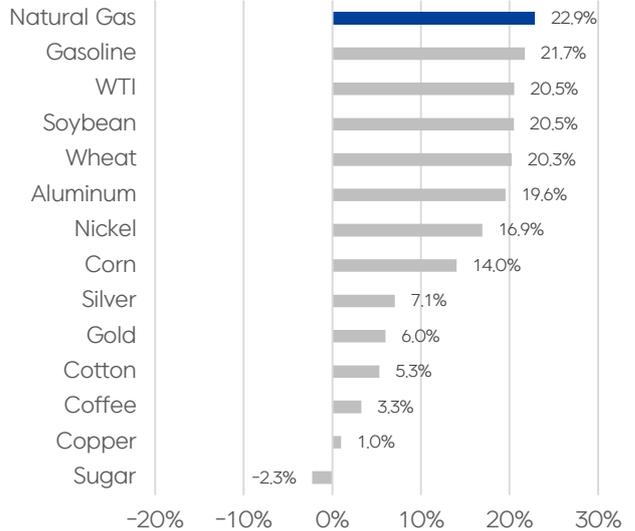
## Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 2/24 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

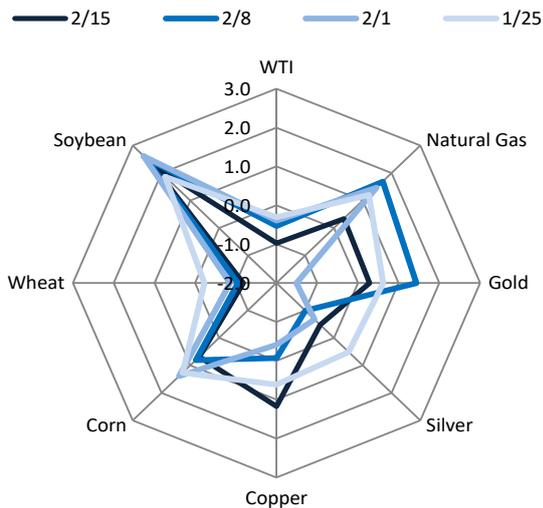
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

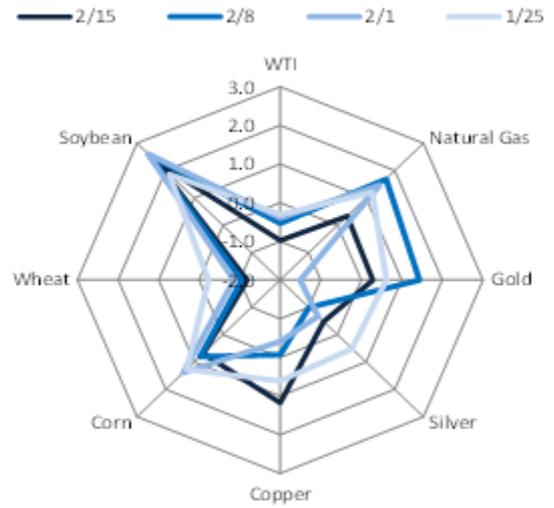
## Commodities CFTC 포지션 분석

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

### 2월 동향: 베이징 올림픽과 러시아-우크라이나 위기

#### 2월 키워드

- 인플레이션
- 연준 긴축
- 러시아-우크라이나 위기

중국 생산 감축과 지정학  
불확실성 여파로 공급 부족  
우려 심화, 상승세 지속

탄력적이지 못한 공급과 달리  
견조한 성장세 이어가는 수요

2월 시장의 중요한 화두는 인플레이션, 연준 긴축, 러시아-우크라이나 위기였다. 세 키워드 모두 금융시장에 변동성을 야기하는 요인으로 작용했는데, 비철금속에는 강한 상승 동인이 되었다. 유로화 강세와 미국 경기둔화 우려로 미달러가 약세를 보인점 역시 비철금속 강세에 일조했다.

이례적 백워드이션 현상 이어지는 가운데, 베이징 올림픽 관련 환경 규제, 제로코로나 정책 등에 따른 중국 생산 감축과 러시아-우크라이나 불확실성 등 영향으로 공급 부족 우려 이어지며 1월에 이어 전품목에서 상승세를 이어갔다. 그러나 2월 중순 러시아-우크라이나 사이 전운이 감돌기 시작하자 직접적 영향을 받는 Aluminum과 Nickel의 상대적 강세가 두드러졌다.

공급이 탄력적으로 올라오지 못하는 와중에 춘절 연휴에서 복귀한 구매자들의 계절적 비축 매수세가 견조한 수요층을 형성한 것과 더불어 탈탄소화 기조(친환경 에너지 전환, 전기차 성장세), 중국 인프라 투자 정책 등 **구조적 수요 성장세가 강한 형국**이다.

**Copper:** 중국 정부의 인프라 투자 가속화 등 강한 경기부양 의지 피력에 다시금 \$10,000를 상승 돌파했으나, 미국 경기회복 불확실성이 커지며 상승분 반납 후 횡보.

**Aluminum:** 유럽 전력난에 의한 생산 차질 여파에 따른 가파른 상승추세가 2월 중순까지 이어짐. 이후 라-우 소식에 반응하며 완만한 상승세를 시현.

**Nickel:** 전기차 배터리 수요가 견조한 가운데, Tsingshan사의 NPI to matte 공급 및 3월 인도네시아 공급 증가 전망 등 영향으로 제한적 상승세 보인다, 중순 이후 라-우 이슈에 민감하게 반응하며 11년래 최고치 경신.

**Zinc:** 춘절 연휴에서 복귀한 중국 제련소들의 restocking 수요가 부진, 올림픽 환경 규제 및 계절적 수요 부진으로 6대 비철 중 유일하게 월간 2% 미만의 상승률을 시현.

**Lead:** 중국 납축전지 업체 restocking 수요와 유럽 전력난 여파에 상승, 이후 중국 정부의 스크랩 3% 부가세 부과로 secondary lead 공급 감소 우려에 지지.

**Tin:** 견조한 납땜(반도체) 수요와 미안마, 인도네시아 공급 불확실성 영향으로 팬데믹 이후 이어지는 가파른 상승추세가 2월에도 역시 연출됨.

표1. 월간 가격 등락률 (~2/24)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률(%)	+3.8	+12.4	+1.5	+4.4	+10.7	+5.0

## 2월 News Flow

표2. 2월 비철금속 등 원자재 관련 뉴스

2월 첫째주 (2월 1일 ~ 2월 6일)	
Mining.com 2020.02.04	<b>Peru copper output up almost 7% despite social unrest</b> - 페루 내 여러 시위에도 불구하고 구리 생산량이 '21년 전년비 7% 상승함 - 작년 7월 카스티요 대통령 취임 이후 광산 회사에 대한 시위가 급증
WSJ 2022.02.06	<b>China's Slowdown to Limit Global Growth but Not Undermine World Economy</b> - 세계 철강의 절반 이상을 생산하는 중국의 수요 둔화에 철광석 가격이 급락
2월 둘째주 (2월 7일 ~ 2월 13일)	
Mining.com 2022.02.07	<b>MMG to halt Las Bambas copper mine amid fresh blockade</b> - 작년말부터 문제가 되어온 Las Bambas 도로봉쇄가 반복돼 2/20까지 생산을 중단
Fast Market 2022.02.07	<b>Ecobat delays restart of Stolberg lead smelter until summer 2022</b> - 작년 7월 자연재해로 중단했던 lead 제련을 올해 7월에 재개할 것이라 발표
경향신문 2022.02.08	<b>미 "트럼프 때 부과한 일본산 철강 25% 관세, 4월부터 철폐 합의"</b> - 일본의 수입제한 조치 가운데 4월부터 철강 125만t 쿼터 물량 관세 면제 합의
S&P Global 2022.02.10	<b>Aluminum prices hit 13-year high on supply tightness, concerns</b> - 유럽 전력난으로 인한 공급 타이트닝, 러시아 제재 가능성에 13년래 최고치 도달
Mining.com 2022.02.10	<b>Copper price highest since October on supply squeeze</b> - 구리 재고가 역사적으로 낮은 수치를 도달, 작년 10월래 최고치 기록
2월 셋째주 (2월 14일 ~ 2월 20일)	
Reuters 2022.02.14	<b>Peru community to restart blockade of Las Bambas mine road, neighbors pause protest</b> - 지난 7일 도로봉쇄가 재개되었던 Las Bambas에서 지역 사회 지도자와 페루 신임 총리와의 만남을 통해 봉쇄를 45일간 해제하기로 결정
Capital.com 2022.02.16	<b>Peruvian political chaos could cause copper prices to soar</b> - 페루 좌파 대통령 취임에 따른 정치적 혼란이 구리 수급에 큰 악영향을 미칠 소지
한국일보 2022.02.18	<b>중국 정부 개입에 철광석값 내리긴 했는데 ..업계 "추가 급등 우려"</b> - 중국 정부 개입에 가격 안정화, 그러나 브라질, 호주 기상 악화로 조업 차질, 철광석 수출국인 우크라이나 사태까지 겹치며 재차 상승할 가능성
경향신문 2022.02.20	<b>러시아가 뒤흔든 원자재 시장...니켈·알루미늄 재고 최저수준</b> - 니켈 42주 연속 재고 감소세, 알루미늄 재고량도 '08년 이후 최저치를 기록
2월 넷째주 (2월 21일 ~ 2월 24일)	
Oilprice.com 2022.02.22	<b>Soaring Battery Demand and Ukraine Conflict Sends Nickel Prices To Decade High</b> - 전기차 수요 급증 및 우크라이나 위기로 니켈 가격이 10년래 최고치를 기록
조세일보 2022.02.22	<b>중, 올해 감세 규모 207조원 이상... "경기부양을 위한 조치"</b> - 경기부양을 위해 대규모 세금 감면과 수수료 인하 계획을 발표 - 이날 같은 기자회견에서 지방 정부가 91조원 규모의 특별 채권을 발행했다 발표
Reuters 2022.02.22	<b>Aluminum and nickel hit multi-year highs on Russian supply threat</b> - 러시아의 세계 생산 비중은 알루미늄 6%, 니켈 7%로 중국 제외시 최대 수출국 - 중국은 순수입국이므로 사실상 최대 수출국의 공급이 중단될 위험에 처한 것
매일경제 2022.02.23	<b>미러 외교장관회담 전격 취소...美 "우크라 침공으로 무의미"</b> - 미국은 러시아가 우크라이나를 침공했다고 규정, 회담이 더 이상 무의미하다 평가 - 러시아 금융기관 2곳 및 자회사, 국채 등에 제재, 추가 침공시 제재 확대 경고
글로벌이코노믹 2022.02.23	<b>우크라이나 침공 초강경 보복 '노드스트림 가스관 왜?'</b> - 독일이 대(對)러시아 핵심 제재중 가장 강력한 수단으로 거론되어 왔던 러시아와 독일을 잇는 가스관 '노드스트림2' 사업을 중단하는 결단을 내림
The Economist 2022.02.24	<b>Putin goes to war in Ukraine</b> - 러시아 푸틴 대통령이 우크라이나 특수 군사 작전 선언, 전면전 우려가 크게 상승

### 3월 전망: 견조한 수요와 부족한 공급, Super cycle?

#### 전망 Summary 및 원자재 Super cycle 기대

**3월, 견조한 수요와 부족한 공급 환경 유지, 상승 추세 이어질 전망**

3월 비철금속은 견조한 수요와 부족한 공급 환경 이어지며 상승추세가 이어질 것으로 전망한다. 6대 비철금속 모두 역사적으로 낮은 재고량이 유지되는 가운데, 글로벌 환경규제 흐름과 각종 지정학 리스크 및 탈세계화 기조에 추가 공급도 탄력적으로 올라오지 못하는 환경이 조성되고 있다. 반면 수요는 미중 인프라 투자(친환경, 건설, 디지털 등)와 글로벌 에너지 전환(탈탄소화), 전기자동차 수요, 엔데믹 기대 등에 견조할 전망이다. 더불어 3월은 중국 비철금속 성수기의 시작점이다. 여기에 3월 중국 양회에서 정부의 부동산 규제 완화 등 경기부양 기조가 재차 강조되며 수요 성장 눈높이를 더욱 높일 것으로 예상된다.

**상승 추세는 구조적 수요 성장에 따라 상당기간 장기화 될 것(Super cycle)**

이런 추세는 상당기간 장기화될 것으로 보이는데, 원자재, 특히 주요 비철금속(특히 Copper, Aluminum, Nickel, Tin)의 Super cycle을 가능케 한다. 이는 수요의 구조적 성장에서 기인하는데, 크게 ①탈세계화로 인한 공급 차질, ②탈탄소 정책으로 창출되는 새로운 분야에서의 수요와 중국 생산 감축(ex-china 생산 증가의 비탄력성 고려), ③이런 위험을 Hedge하기 위한 자금 유입 등이 있으며, 공급 측면에서도 탄소 기반 경제의 투자 감소가 공급을 더욱 비탄력적으로 만들 것으로 전망한다. 이와 더불어 Goldman Sach의 Jeff Currie는 코로나19 사태로 부각된 세계적 소득 양극화에서 기인하는 재분배 정책이 저소득층의 양적 수요 성장(Volumetric demand growth)을 유도해 물리적 재화(즉, 원자재 수요) 기반 경제 성장이 이뤄질 것이라 강조했다.

**다양한 변수들이 산재해 있어 변동성 클 것**

- 러-우 사태
- 중국 양회
- FOMC 금리인상

3월 중요 포인트로는 러시아-우크라이나 사태 flow, 중국 양회 그리고 연준의 금리인상 이슈가 있다. 러시아-우크라이나 사태는 시장에 단기 변동을 야기할 것이나 비교적 빠르게(3개월 내 예상) 소강상태로 접어들 것으로 전망한다. 중국 양회의 경우 중국 정부의 강력한 경기 부양 의지 재차 확인하며 비철금속에 상승 동인으로 작용할 것이다. 연준의 금리인상이 시장에 가장 큰 불확실성을 제공하고 있는데, 연준의 명확한 포워드 가이드스 부재로 변동성을 유발할 것으로 전망한다.

미달리는 ECB 금리인상 기대 약화, FOMC 경계, 지정학 리스크 등을 반영해 하방경직성을 나타낼 전망이다.

**Copper:** 중국 양회에서 경기 부양 의지 재확인 후 \$10,000 재탈환 시도할 것이나 FOMC 불확실성에 보험세 시현할 전망

**Aluminum:** 러-우 사태 소강 후 일시적 조정 가능하나 견고한 지지력 전망

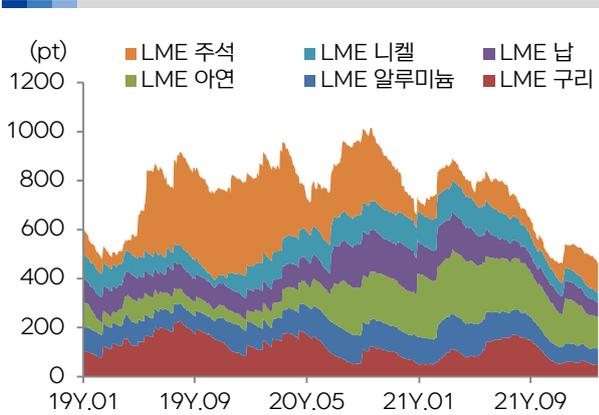
**Nickel:** 전반적으로 지지 받을 것이나, Tsingshan사 관련 이슈에 조정 가능성

**Zinc:** 상대적으로 부진했었으나, 3월부터 철강 수요 상승에 상승압력 받을 전망

**Lead:** Secondary lead 공급 타이트닝에 다소 약한 수요에도 지지받을 전망

**Tin:** 팽압수요에 팬데믹 이후 꾸준히 이어온 상승추세 완만히 이어질 전망

차트1. LME 6대 비철 재고 현황



출처: Bloomberg  
(주: 2019년 1월 31일 기준 정규화)

차트2. Dollar index & LME index, 리커창 지수



출처: Bloomberg  
(주: LME index는 차트 제작 편의상 50으로 나누어 표기)

### 코로나19, 드디어 엔데믹?

#### 코로나19 엔데믹 기대 가시화

코로나19 확진자 하락 추세는 명확하다. 코로나19에 대한 시장 민감도나 관심도는 크게 하락하였으나, 현 위기의 근본적 시발점은 바이러스라는 사실을 잊어서는 안된다. 엔데믹 추세가 이어진다면 기대인플레이션 완화, 공급망 병목현상, 구인난 등 경제정상화에 차질을 빚게 했던 모든 문제들이 완화되는 모습을 보일 것으로 기대한다. 현재 추세로는 3월에는 가시화될 가능성이 높다.

#### 100만명당 신규 확진자 7-day rolling average 기준 하향 추세 명확

지난달 남아공 루트(1달내 확진자 피크아웃)를 따라가지 못하던 미국과 유럽의 확진자 수 추이가 2월에는 명확한 하락추세를 보임으로써 엔데믹(리오프닝) 기대를 키웠다. 2월 23일 기준, 100만명당 신규 확진자수는 고점대비, 미국 2,406명에서 240명으로, 유럽 2,073명에서 1,109명으로 하락하였다.

#### 방역지침 완화 등으로 엔데믹 가시화, 미국 일일 확진자 작년 9월래 최저치

이런 추세 속, 미국 백악관에서 팬데믹 이전 정상생활 복귀 준비 방침을 구체적으로 작성하고 있다고 밝혔다. 실제 뉴욕, 뉴저지 등 강한 방역지침을 유지해오던 주들에서 실내 마스크 착용 의무화를 해제하는 등 규제 완화 움직임이 포착되고 있으며, 미국 일일 신규 확진자 수는 작년 9월 이래 최저치(10만명 내외)를 기록했다.

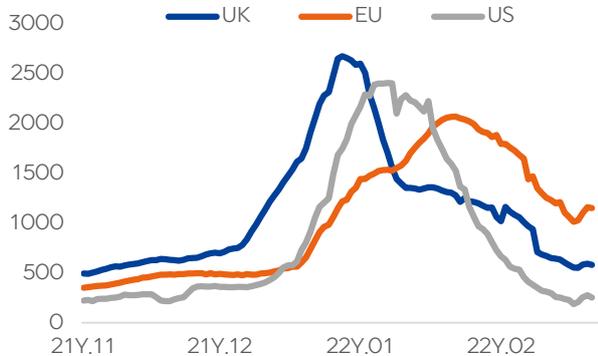
#### 노동시장 수급 불균형 해소에도 도움 줄 것이라 기대

지난달 노동시장 수급 불균형(패러다임 변화 등)이 공급망 차질을 장기화할 것을 근거로 인플레이션이 기대보다 더 길어질 것이라 강조한 바 있는데, 미국 고령 조기 은퇴자의 53%가 코로나19와 관련한 이유였고, 32%가 재정정책 등에서 기인해 엔데믹이 노동시장 수급 불균형 해소에도 유의미한 도움(고령층의 경제활동 참가율이 더 크게 감소함)을 줄 수 있을 것이라 기대한다. 실제 1월 고용시장의 질적 회복(U6 실업률 감소, 경제참가율 증가 등)은 이런 기대를 높이고 있다.

#### 중국 뒤늦은 대확산 risk 비철에는 수요보단 공급 충격이 더 클 것

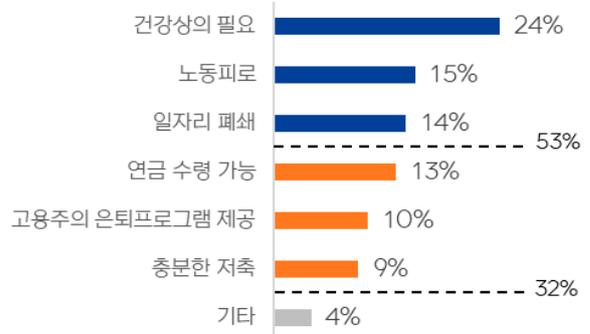
다만 중국도 3월에는 경기 정상화 및 내수경기 활성화를 위해 경제 재개방을 도모할 것인데, 이 때 뒤늦은 대확산 리스크가 존재한다. 이는 경기 정상화 딜레이, 중국발 인플레이션 재점화 요인으로 작용할 소지가 있다. 비철에는 수요와 공급에 동시에 충격을 줄 것이나, 중국 정부의 인프라 투자 집행 등에 수요 감소분보다 공급 감소분이 더 클 것으로 판단한다.

**차트3. 주요국 확진자 추이**  
(7-day rolling average new cases/million people)



출처: Our World in Data, 삼성선물 재가공

**차트4. 미국 조기은퇴 이유 서베이 (2021년 기준)**



출처: Goldman Sachs, 한국은행 재인용, 삼성선물 재가공

### 러시아 우크라이나 전쟁

#### 결국 군사 충돌 일어난 러시아-우크라이나 이슈

작년 11월부터 시장에 지속 변동성을 제공하던 러시아-우크라이나 이슈가 절정에 치달아 결국 군사적 충돌로 이어졌다. 2월 24일 러시아 대통령 푸틴이 우크라이나 내에서 특별 군사작전을 수행할 것이라는 선언을 신호로 군사 충돌이 시작되었다.

#### 소강 시그널

- ①우크라이나 중립국 선언,
- ②돈바스 지역 독립국 인정

해당 이슈는 거대한 흐름의 패권 다툼으로 결코 영원히 그리고 신속히 사라질 수 있는 이슈가 아니다. 때문에 지지부진하게 장기화되는 것보다는 무력충돌이 발생하는게 현재 글로벌하게 경기 회복(정상화)이 필요한 상황에서 불확실성 해소 측면, 긍정적으로 작용할 소지가 있다고 판단한다. 무력 충돌 순간에는 시장에 단기적 충격(원자재 가격 급등, 증시 폭락 등)을 유발할 수 있겠으나, 1달내 소강상태로 접어들 것이라 전망(장기화는 러시아도 서방국도 원치 않음)한다. 소강 시그널, 즉 러시아의 목표는 “①우크라이나 중립국 선언”, “②돈바스 지역 공화국 독립국 인정”일 것으로 추정, 관련 소식에 주목할 필요가 있다.

#### 돈바스 지역 2개 공화국에 독립국 선언을 함으로써 모든 준비가 완료됨

푸틴 대통령은 도네츠크인민공화국과 루간스크인민공화국을 독립국으로 인정하는 대통령령에 서명 후, 러시아 평화유지군을 우크라이나에 진입시켰다. 독립국으로 인정한다는 것은 파병을 가능케 하는 것으로 우크라이나와 합의된 상황이 아니기에 사실상 침공을 위한 발판이라 볼 수 있다. 독립국 인정 후, 독립국들이 도움을 요청했고 푸틴은 그에 응한 것일 뿐이라 주장하는 것이다.

#### 러시아 외환보유고와 브렌트유 비동조화, 수년 전부터 착실히 준비된 치밀한 행동이었을 가능성

사실 되돌아보면 러시아는 수년 전부터 침공을 차근차근 준비해왔다 '14년 크림반도 사태 이후 러시아의 외환보유고는 61% 가량 증가(22년 1월말 기준, 약 \$1,770억 증가하여 \$4,686 보유)했고, FDI 의존도 및 결제통화 의존도도 낮추는 작업을 지속 해와 서방국의 금융제재를 버틸 체력이 충분하다. '14년 이전에는 러시아 외환보유고가 브렌트유 가격과 동조되는 흐름을 보였는데, 크림반도 사태 이후 브렌트유 가격과 관계없이 보유고가 지속 증가해왔음을 확인 할 수 있다.

군사 충돌이 불확실성 해소 측면으로 작용할 가능성이 크다고 판단, 빠르게 소강상태로 접어들 것

해당 이슈는 불확실성 해소 혹은 더 큰 악재 둘 중 하나로 해석될 수 있는데, 필자는 불확실성 해소 측면이 더 강하다고 판단한다. 이전에 주장했던 동부지역 재빠른 점령(국지전) 후 협상을 통한 소강 시나리오대로 흘러갈 가능성이 높는데, 미국이나 유럽이 직접적으로 개입할 가능성이 낮고(실익이 없음) 러시아에게도 전면전은 부담이 되기 때문이다. 더불어 동부지역 점령으로도 러시아에게는 충분한 승리이다(오히려 우크라이나 전체 흡수는 NATO와 국경을 맞대게 돼 새로운 부담).

대러 제재 강도는 높지 않을 것으로 전망

대러 제재 강도에 대한 불확실성은 높지 않다고 판단한다. 인플레이션 조절이 매우 중요한 상황에서(특히 원자재, 농산물 가격) 러시아 의존도가 높은 서방국들이 러시아에 SWIFT 제재를 하는 것은 상상하기 어렵다. SWIFT 제재를 감행한다 하더라도 러시아 자체 시스템으로 대체 가능하다는 의견이 지배적이며, 러시아의 밀 뿐만 아닌, 팔라듐, 옥수수, 원유, 각종 비철금속 등 생산 영향력은 무시할 수 있는 수준이 아니다. 실제 현재까지 가한 대러 제재에 에너지, SWIFT, 수입 규제 등 핵심 내용은 빠져있고 급하지 않은 첨단산업에 대한 제재 내용만을 담고 있다. 때문에 무력 과시를 통한 對우크라이나 협상 우위 선점 후, 손쉽게 목표를 쟁취(우크라이나 중립국 선언, 돈바스 지역 독립국 인정)할 것으로 예상된다.

AL, NI 가격 프리미엄 다소 과도하게 반영되어 있을 가능성 있음

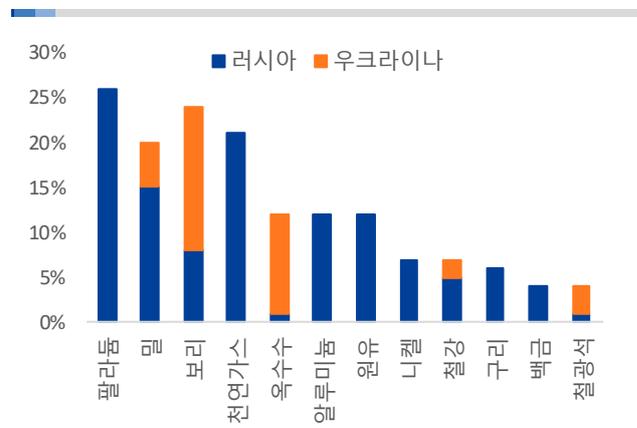
때문에 현재 가장 주목 받고 있는 Aluminum(러-우 생산 비중 12%)과 Nickel(러-우 생산 비중 7%)에 내재된 risk premium이 다소 과하게 반영되어 있을 수 있다고 본다. '14년 크림반도 사태 때는 사태 발발 이후('14년 4월~) Aluminum과 Nickel이 상승폭을 더 키웠다(고점 기준 각 20%, 37% 상승). 다만 당시와 지금은 사태 발발 이전 가격 추이와 펀더멘털이 다르다. 당시는 미국 긴축 Cycle에 중국 수요가 추세적으로 둔화하던 시기로 현재 구조적 상승추세를 보여온 환경과 차이가 있다. 더불어 미국에서 알루미늄 등 공급이 타이트한 원자재 관련 제재는 가하지 않을 것이라 명시했고, 중국의 스탠스를 감안, 러시아산 비철금속이 중국을 비롯한 비서방국가로 흡수되며 공급 부족 우려가 완화될 공산이 크다. 즉, 사태에 더 빨리, 더 민감하게 반응했다는 판단으로 '14년과 같은 오버슈팅은 연출되지 않을 가능성이 높다고 전망한다.

차트5. 브렌트유와 러시아 외환보유고 추이



출처: Bloomberg

차트6. 러시아-우크라이나 주요 상품 세계 수출 비중



출처: 하나금융투자, 삼성선물 재가공

**명확한 포워드 가이드선 부재 속 인플레이션 장기화**

**경기침체 우려 속 명확한 포워드 가이드선 부재로 불안 심리 가중**

3월에는 시장 참여자들의 시선이 인플레이션 우려와 함께 다시 연준으로 향할 것이다. 시장 기대를 상회하는 높은 수준의 인플레이션 장기화 전망, 스태그플레이션 우려가 커지는 가운데 연준 의원들간 3월 25bp 인상과 50bp 인상에 대한 의견 대립(필자는 25bp 인상을 전망)은 시장 심리에 부정적인 영향을 줄 것으로 보인다. 지금과 같이 경기침체가 우려되는 상황에선 연준이 명확한 포워드 가이드선을 제시하여 시장 불안을 낮추고 기대인플레이션 및 경제 심리를 지원해야 하는데, 그것이 잘 되지 않고 있다는 의견이다. 때문에 3월 FOMC(15~16일) 전후로 높은 변동성이 야기될 것으로 판단한다. 높은 인플레이션은 한편으로 원자재 가격에 도움이 될 순 있지만 경기침체가 심화되면 경제 활동이 멈출 것이란 우려가 생기며 결국 원자재도 하락하게 된다.

시장의 기대와 달리 미국 1월 물가지표는 전망치를 상회, 피크아웃 기대가 희석되며 스태그플레이션 우려를 높였다. 미국 1월 CPI는 YoY +7.5%로 전망치(+7.2%)를 상회, Core CPI 역시 YoY +6.0%로 전망치(+5.9%)를 소폭 상회했다. 더 중요한 것은 인플레이션 피크아웃 판단을 위한 MoM 수치인데, CPI +0.6%, Core CPI +0.6%로 모두 전망치(MoM +0.4%)를 상회했다. 리오프닝 수요 관련 인플레이션 압력에 일시적일거라 기대하던 요소(공급망 차질 관련 요소-에너지, 중고차, 음식료 등)들이 일시적이지 않았던 사실과 맞물리며 전망치를 상회한 것으로 보인다.

**인플레이션, Flexible CPI(단기)에서 Sticky CPI(장기)로 전이**

아울러 물가상승 압력이 Flexible CPI에서 Sticky CPI로 광범위하게 확산되고 있다. 통상 Flexible CPI는 단기, Sticky CPI는 장기(Flexible CPI를 후행함) 혹은 영구 인플레이션을 의미하는데, Flexible CPI가 아직 안정되지 않은 상황에서 전이가 일어나고 있다. 2월에 눈에 띄었던 Sticky CPI 요소는 의료, 서비스, 임금, 임대료 등이 있는데, 3월에 하락하기는 힘들어 보인다.

**미국 주택가격 상승(임대료 상승)도 지속될 것으로 보임**

미국 주택가격 상승도 지속될 것으로 보인다(즉, 임대료 상승). 미국 1월 기존주택매매는 650만채로 이전치와 전망치를 모두 상회, 미국 선벨트 지역 중심으로 매수세가 유입되었다. 해당 지역은 친기업 정책, 낮은 전력 가격, 낮은 노조 영향력 등에 반도체, 자동차 기업 생산기지로 각광받고 있는데, 금리가 소폭 상승하는 것으로는 수요를 억제하기 힘들 것으로 판단한다. MBS 상승전 주택 구매 수요 쏠림 현상에 의한 단기적 상승 영향도 있겠으나 미국 리쇼어링, 실물자산 선호도 상승, 고자산(소득)가 증가 등에 주택 수요와 가격 상승추세가 지속될 것이기 때문이다.

**인플레이션 장기화, 연준 조기 긴축 맞물리며 스태그플레이션 우려 반영**

이에 미국 장단기 금리차가 축소되고 있는데 이는 스태그플레이션, 즉 경기 성장 둔화 우려를 시사한다. 더불어 BEI 2년물이 사상 최고치를 갱신, 10년 BEI와의 격차가 벌어진 점 역시 우려스러운 상황이다. 이런 상황에 미국 1월 미시간대 소비심리지표는 61.7을 기록하며 전망치(67.0)를 대폭 하회, '11년래 최저치를 기록하며, 미국 소비자들의 경제 정책 신뢰 감소, 기대인플레이션 상승 등을 대변했다.

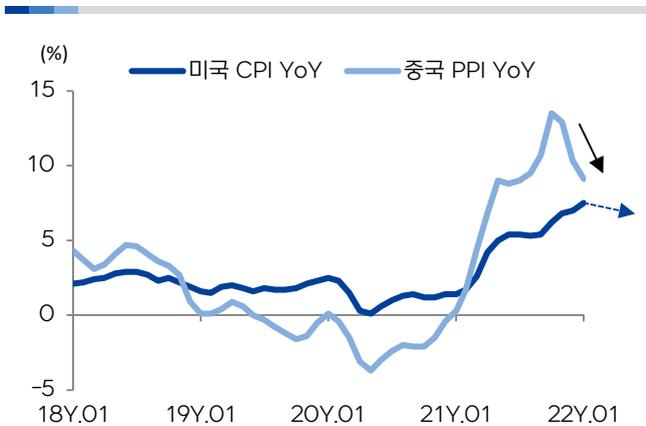
**미국의 인플레이션, 비용 사이드 문제만이 아니라 재정정책으로 인한 수요 증가 문제도 있음**

다만 문제는 미국의 인플레이션이 비단 비용 사이드 문제만은 아니라는 것이다. 1월 미국 소매매출은 MoM 3.8% 증가해 전망치(+2.0%)를 상회한 바 있는데 이는 인플레이션을 고려해도 팬데믹 이전 trend 대비 높은 수치이다. 온라인 판매(+14.5%)와 내구재(+7.2%)에서 큰 폭의 성장세를 보였는데, 이것이 공급 병목현상 완화를 지연시키고

있을 수 있다. 이런 현상이 발생하는 이유는 바이든의 재정정책에서 기인했을 가능성이 높다. 그리고 해당 효과가 사라지며 경기회복 속도가 둔화될 가능성이 높다고 판단한다. 이런 측면에서 미국의 1월 소매판매 discretionary 부문(재량지출)이 부진했는데, 이는 재정정책 효과가 사라지며 저소득층의 가처분소득 하락한 것에서 기인했을 것으로 추정한다.

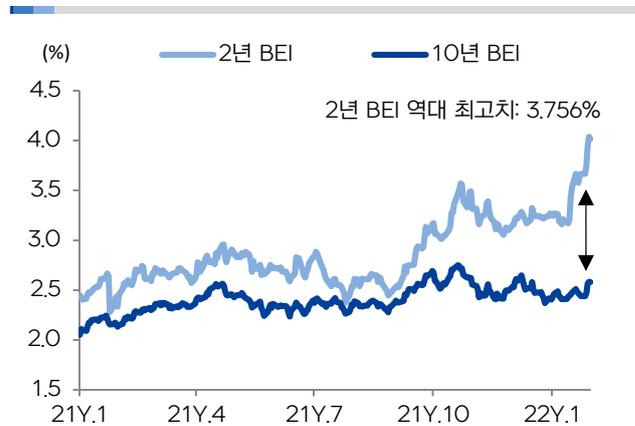
다만 다행인 점은 중국 PPI(글로벌 CPI에 선행)에 피크아웃 기대가 형성되었다는 점인데, 이는 러시아-우크라이나 사태로 영향은 다소 상쇄될 것으로 보인다. 결론적으로 인플레이션 우려는 3월에도 계속될 것으로 보이며, 경기정상화 속도 및 시장 심리(2년 BEI 안정화)는 연준의 행보에 달려있다고 판단, FOMC와 2년 BEI를 주시할 필요가 있다.

차트7. 미국 CPI 및 중국 PPI 추이



출처: Bloomberg

차트8. 2년 BEI와 10년 BEI 격차



출처: Bloomberg

### 경기 침체 우려에 대응하는 중국

경기 침체 우려에 강력한 부양 의지 보이는 중국 정부, 하반기 주요국 긴축 환경 감안 빠르게 진행할 것

작년 급격한 환경규제와 같은 여러 정책들의 부작용(공동부유 정책 부작용, 부동산 경기 침체, 제로코로나 등)이 내수 경기 펀더멘털 훼손을 야기하며 경제 성장이 둔화되고 있다. 이에 중국 정부는 통화정책과 재정정책을 모두 활용해 경기침체 우려에 대응하고 있다. 통화정책상 미국과 정반대 행보를 보이고 있고, 하반기 글로벌 긴축 환경이 예상돼 정책 부담이 커질 것이므로, 상반기에 빠르고 강하게 부양 정책을 실시할 것으로 전망한다.

부동산 경기 연착륙을 위한 규제 완화 조치

- 유동성 공급
- 대출규제 완화
- 디벨로퍼 자금 flow 완화

정부의 부동산 경기 연착륙을 위한 노력도 계속되고 있는데, ①유동성 공급(LPR 인하, 주담대 가산금리 인하 등), ②대출 규제 완화(대출한도, LTV 상향조정 등), ③디벨로퍼 에스스로 계좌 인출제한 기준 완화, ④부동산 M&A용 채권 발행 및 파이낸싱 정상화, ⑤대출관리 시스템에서 임대주택 사업 제외 등이 있다. 그럼에도 부동산 시장심리는 아직 부진한 모습을 보이고 있는데, 중국 주택시장 가격지수는 작년 4월 이후 성장세 둔화가 이어지고 있다. 다만 1-2선 도시의 경우, MoM 수치로는 소폭 상승(1선 +0.6%, 2선 +0.1%)해 바텀아웃 기대는 형성, 규제 완화 조치가 시행됨에 따라 주택거래면적 YoY 증가율이 유의미하게 반등하는지 주목할 필요가 있다.

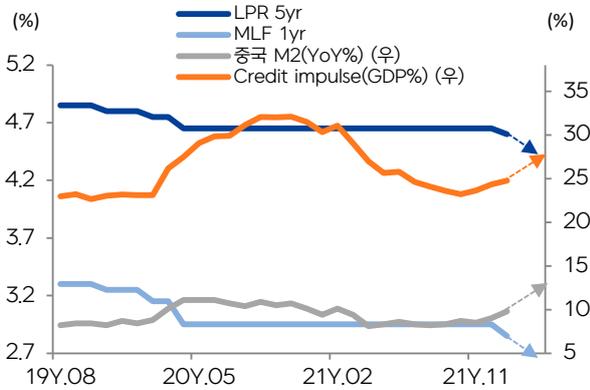
**헝다 등 중국 디벨로퍼  
디폴트 우려가 재부상 하는중**

한편 헝다그룹 쉬자인 회장의 경영정상화 노력은 지속되고 있으나(올해 60만채 주택 공급 목표 공표), 거래처인 상해건공이 중국 법원을 통해 1,211억원 가량의 자산에 동결 및 압류조치를 가했다고 전해졌다. 이런 움직임이 경영정상화에 걸림돌이 되고 있으며, \$21억 규모의 달러채 원리금 상환일(3월 23일)이 약 한 달 앞으로 다가왔고, 상대적으로 건설해 보였던 여타 중소형 디벨로퍼들의 디폴트 소식이 간간히 들려오고 있어 관련 이슈가 다시금 부상할 가능성이 있다. 아무리 중국이 경제 성장 정책을 바꾼다 하더라도 여전히 중국 경기는 곧 부동산 경기이다. 인프라 투자로 부동산 성장 감소분을 상쇄시킨다 해도 부동산 경기 연착륙 성공여부가 경기 회복 속도에 지대한 영향을 미칠 것이기에 관련 지표와 소식을 지속 주시해야 한다.

**인프라 투자 조기 집행,  
유동성 공급 등 내수 경기  
부양을 위한 재정정책**

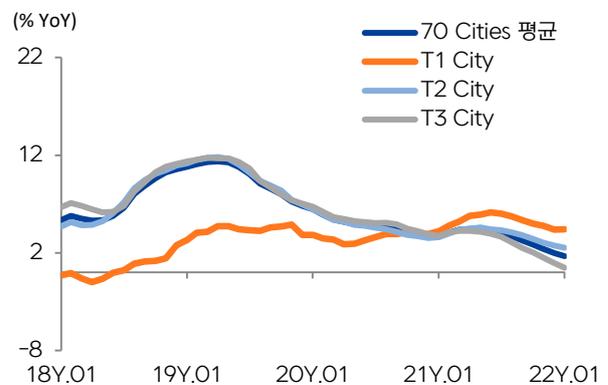
인프라 투자, 유동성 완화 등은 중국 경기 활성화와 더불어 비철 금속 수요 창출을 유도할 것으로 보인다. 중국 정부는 12월 경기부양 의지를 피력한 이후 MLF 10bp, LPR 15bp 인하에 나섰다. 2월 MLF, LPR 금리는 동결하였으나 앞서 2회 연속 인하한 영향으로 급증한 사회용자액에 대한 숨 고르기로 보이며 3월 추가 인하 가능성이 높다고 생각된다. 또한 리커창 총리는 국무원 상무 회의에서 소득세 감면, 제조업 자금조달 지원, 코로나19 관련 서비스업 분야 특별 지원 및 세금 감면, 인프라 투자 건설 가속화 등을 언급하며 내수경기 부양 의지를 강력하게 피력한 바 있다. 3월 양회에서 이런 행보가 계속될 가능성이 아주 높아 비철 금속에 상승 압력을 제공할 것이라 기대한다.

차트9. 중국 LPR, MLF, Credit impulse 추이 및 M2 증가율



출처: Bloomberg

차트10. 중국 신규주택 가격 추이 (YoY)



출처: Bloomberg

## 개별 비철금속 전망

### I. Copper

2월 Copper는 중국 정부의 인프라 투자 가속화 등 강한 경기부양 의지 피력에 다시금 \$10,000를 상승 돌파했으나, 인플레이션이 화두에 오르며 글로벌 경기 침체 우려가 깊어지자 상승 모멘텀을 잃었다.

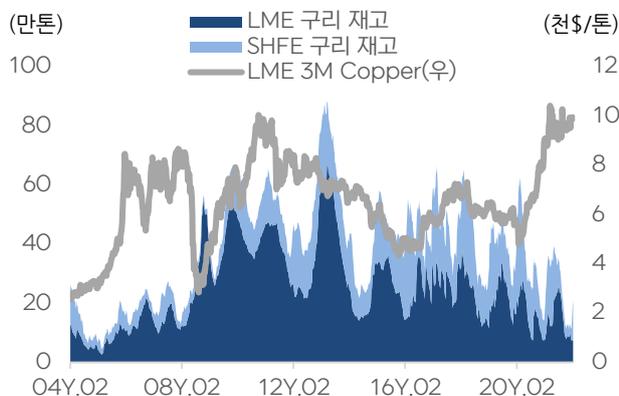
경기 침체 우려에 타 비철 대비 다소 더 강하게 연동, 3월엔 상승 모멘텀 찾기 어려울 듯

3월에도 비슷한 양상을 보일 것으로 전망한다. 상당한 Backwardation 환경이 이어지고 있음에도 Copper는 미국 인플레이션과 연준 긴축 경계감, 미국채 장단기 스프레드 축소 등 경기침체 우려에 강한 상승 모멘텀을 찾기 어려울 것으로 보인다. Copper는 통상 Doctor copper로 불리며 경제상황에 강하게 연동되곤 한다. 이런 특성에 따라 동일한 수요 펀더멘털 혹은 더 강한 수요 모멘텀을 지니고 있음에도(에너지 전환, 전기차, 신재생에너지 투자 등에 Copper 수요 창출이 가장 큼) 아직은 박스권을 벗어나지 못하고 있다(Managed money 순매수 포지션도 축소되는 경향을 보임). 중장기적으로 구조적으로 수요가 지속 성장할 것이란 전망은 유지하지만 이미 높아진 가격 레벨에 대해서는 신중하게 재고해볼 필요가 있다고 판단한다.

중국 정부 경기부양 의지에도 Copper 상승 모멘텀 찾기에는 역부족, 시장 기대를 뛰어넘는 결과가 필요

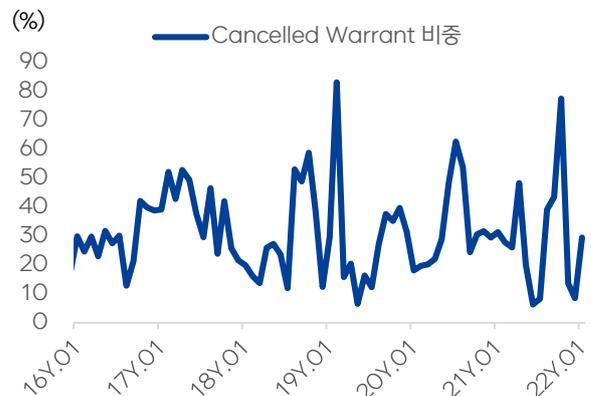
지난달 중국 정부의 강력한 경기부양 의지와 인프라 투자 발표에도 상승 모멘텀이 단기에 그쳤던 것은 경기 하락 압력 방어가 주목적이었기 때문이다. 따라서 시장이 경기침체를 우려하는 와중에도 Copper 가격이 유의미한 상승을 이루려면 3월 양회에서 시장의 기대를 뛰어넘는 조치가 나오고, 경기지표도 서프라이즈가 나와야 한다. 다만 3월 FOMC에서 연준이 명확한 포워드 가이드를 주고, 그 사이 러시아-우크라이나 이슈도 해소된다면 다시금 상승 모멘텀을 찾을 수 있을 것이다. 그러나 모든 이슈가 우호적으로 흘러갈 가능성은 높지 않으므로 여러 변수들이 변동성 제공하며 \$9,900 내외에서 지지 받을 것으로 전망한다. 다만 중국 양회에서 강력한 경기부양 조치 혹은 의지가 피력될 가능성이 높으므로 3월 초 \$10,000 재탈환 시도 후, FOMC를 전후로 다시 모멘텀을 상실하였다가, 3월 말 연준의 적절한 행보, 엔데믹 가시화와 인플레이션 피크아웃 기대 형성시 \$10,000를 강하게 돌파할 가능성도 있다.

차트11. LME, SHFE Copper 재고



출처: Bloomberg

차트12. C/W 비중



출처: Bloomberg

**신규 광산 투자 및 기존 광산  
증설 속도, 수요 상승  
속도보다 느릴 것**

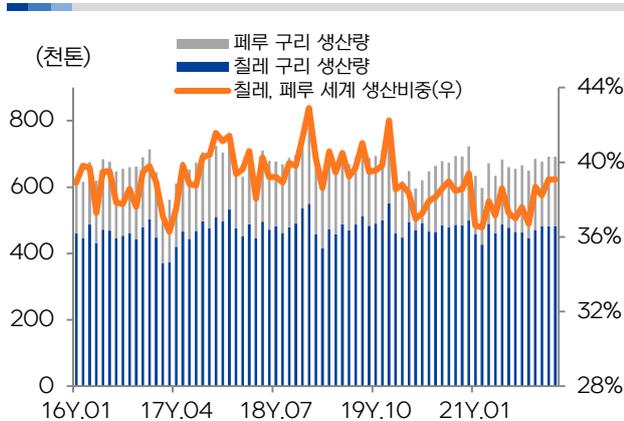
시장은 공급측면에서 '21년부터 공급이 수요를 초과할 가능성이 있다고 주장한다. ICGS는 새로운 프로젝트와 기존 광산 확장으로 '22년 전기동 생산량이 3.9% 증가할 것이라 밝혔다. 하지만 그러나 신규 광산 건립 기간이 약 10년인 점과 보통 예상기간보다 지연되는 점, 기존 광산 증설에 소요되는 시간을 감안, 2Q부터 빠르게 증가할 수요를 따라잡기 어려울 것으로 전망한다. 더불어 정치 불확실성도 광산 투자, 증설을 통한 공급 증대에 장애물이 될 것으로 보인다.

**중남미 좌파의 물결은  
Copper 공급에 불확실성  
제공, 새로운 국면에  
들어서게 할 가능성이 있음  
(환경보호, 반기업 정책 등)**

중남미 정치 불확실성에서 오는 Copper의 공급 불확실성은 3월뿐 아닌 앞으로도 지속될 전망이다. 특히 구리 정광의 40% 내외를 생산하는 칠레와 페루의 정치 상황이 Copper 생산 흐름에 지대한 영향을 미치는데, 두 나라 모두 극좌파 정권이 집권하게 됨으로써 관련 불확실성이 커질 것으로 전망하고 있다.

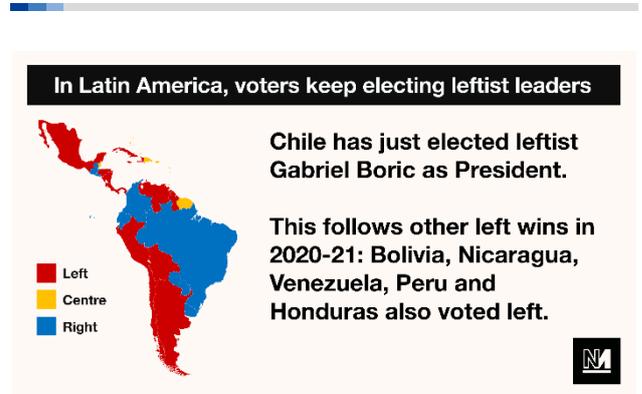
사실 페루 Las Bambas에서의 봉쇄 시위는 '16년 증설 이후로 주기적으로 발생한 것으로 지금까지 봉쇄된 누적 일수는 400일이 넘는다. Las Bambas 이슈뿐 아닌 각지에서 이런 단기성 공급 차질 이슈가 발생해왔는데 지금까지는 단기성 등락으로 마무리되었으나, 만성적으로 재고가 부족한 상황이 이어지는 가운데 중남미에 좌파의 물결이 이는 것은 관련 불확실성을 더 키우는 계기가 된다. 환경보호, 반기업 정책의 적용 강도나 범위에 따라 예상했던 Capa 증설이 영구적으로 취소될 가능성도 존재한다.

차트13. 칠레, 페루 생산량 및 생산 비중 추이



출처: Bloomberg

차트14. 남미 좌파의 물결



출처: Novara Media

**II. Aluminum**

**최소한 3 월까지는 유럽  
전력난 사태에 영향을 받아  
지지력 유지할 것**

Aluminum은 유럽 전력난이 부각되기 시작한 이래로 상승추세를 이어왔다. 그리고 이는 러시아-우크라이나 전쟁 발발로 정점을 찍게 되었는데, 3월에는 라-우 사태가 소강상태로 접어들며 다소 레벨을 낮출 것으로 전망한다. 그러나 추세가 하락추세로 바뀔 가능성은 매우 적다. 중국의 구조적 생산량 감소(중국 알루미늄 제련소 가동률 87%로 아직 다소 낮은 수준)에 ex-china 생산 증대가 중요해지고 있는데, ex-china 생산 비중의 15%를 차지하는 유럽의 생산이 재개되기 힘들 것으로 보이기 때문이다.

**여전히 매우 타이트한 Aluminum 재고**

Aluminum 생산(제련) 비용의 38%는 전력 비용인 바 전력 가격에 민감도가 높다. 지난 2월 Aluminum은 24일 기준, 단 5 영업일을 제외하고 모든 거래일에 상승하며 다시금 \$3,000를 넘어서 역사적 최고점인 \$3,480까지 상승했다. LME 재고는 24일 기준 82만톤으로 역사적으로 낮은 수준(작년 3월 재고 200만톤)에 머물러 있으며 Cash-3M spread 역시 지난 중국 전력난때보다 높은 \$40대에 형성되어 있다.

**전력난으로 빚어진 생산 차질량 연기준 약 70만톤, 생산 재개는 추정하기 어려우나 빨라도 3Q 이후**

현재까지 유럽 전력난으로 빚어진 Aluminum 생산 차질량은 연기준 68.9만톤으로 세계 생산량의 1%를 소폭 상회하는 수준으로 추정된다. 감축 혹은 폐쇄를 결정한 제련소들의 총 연 Capa는 132.8만톤으로 생산차질률은 약 51.9%로 제련소들의 운영 재개 시점은 여전히 알 수 없는 상황이다. 러-우 사태 발발과 그에 따른 독일 노드스트림2 사업 중단 영향으로 TTF 가격이 이들 동안 66% 폭등했기 때문이다. 알루미늄 제련소는 운영은 중단, 재개하는데 막대한 비용이 들어간다. 러-우 사태 해소를 시작으로 유럽의 에너지난까지 완화될 조짐이 가시화 되어야 재개에 돌입할 것으로 보이며, 이는 빨라도 3Q 이후일 것으로 전망한다. 더불어 최대 Aluminum 생산지인 중국의 광시성 Baise시의 제조 능력도 코로나19 락다운에 의해 여전히 절반 가량 차질을 빚고 있다(1월 중국 Primary Aluminum 생산량 YoY -7.82%).

**러시아 이슈에 따른 움직임, 크림반도 사태 때와는 다를 것, 그럼에도 가격 지지력은 강할 것으로 예상**

다만 가격측면에서 3월내 러시아-우크라이나 이슈가 소강상태로 들어간다면 선반영된 Risk premium이 빠르게 해소되며 \$3,300 부근까지 조정 이후 지지 받을 가능성이 높다고 전망한다. '14년 크림반도 사태 때는 전쟁 발발 이후 20%가량 더 상승했으나 당시와 펀더멘털 측면에서 차이가 있다. 이미 risk premium이 주요 비철 가격에 선반영된 측면이 강하고, 미국에서 알루미늄 등 수급이 타이트한 원자재 관련 제재는 가하지 않을 것이라 명시했기 때문에 추가적인 상승은 제한될 것으로 전망한다. 더불어 중국의 스탠스를 감안, 러시아산 비철금속이 중국을 비롯한 비서방국가로 흡수되며 공급 부족 우려가 완화될 공산이 크다. 또한 3월 중국의 제로코로나 정책 해제에 따라 광시성 생산량이 정상화될 여지가 있다. 3월 Aluminum은 강한 상승은 없을지라도 타이트한 재고와 유럽 제련소 재개 지연, 강한 다운스트림 수요에 하단은 단단하게 지지 받을 것으로 전망한다.

차트15. 유럽 전력난으로 빚어진 Aluminum 생산차질

(단위: 만톤)

제련소	연 Capa	감산량	소유 기업	위치
San Ciprian	22.8	22.8	Alcoa	스페인
Delfzijl	15.0	6.0	Aldel	네덜란드
Alro	23.8	14.3	Alro	루마니아
Slovalco	11.7	7.0	Norsk Hydro	노르웨이
Talum	11.5	3.5	Talum	슬로베니아
Trimet	39.5	11.9	Trimet	독일
KAP	8.5	3.5	Uniprom	몬테네그로
합계	132.8	68.9	생산차질률: 51.9%	

출처: Bloomberg, Reuters, 각 사 생산보고서 등 취합 및 삼성선물 추정

차트16. 중국 알루미늄 제련소 가동률



출처: Bloomberg

### III. Nickel

**Nickel 역시 러-우 사태에 민감하게 반응하며 월간 10.7% 상승, 그러나 AL과 같이 Risk premium 다소 과도하다는 의견**

Nickel은 2월 가장 주목을 많이 받은 비철금속이다. 러시아-우크라이나 사태에 민감하게 반응하며 월간 10.7% 상승률을 기록했다. 다만 Aluminum과 동일한 이유로 risk premium이 다소 과도하게 반영되어 있다는 의견이며, Tsingshan사의 NPI to matte 이슈, LME의 신원이 확인되지 않은 큰손 이슈는 3~4월내 일정부분 조정 받을 가능성을 제공한다. 해당 이슈가 부각되지 않는 이상 3월에도 가격 지지 받으며 단기 이슈에 등락을 반복할 것으로 전망한다.

**Tsingshan사 NPI 개발의 역사**

LME에서 거래되는 Nickel은 모두 Class 1 Nickel(함유량 99% 이상)이다. 만성적으로 재고 부족을 겪던 Nickel 재고는 2007년을 기점으로 재고가 비축되기 시작, '13년 이래로 급격히 재고가 증가하기 시작해 '16년에는 50만톤 수준으로 증가하였다(현재 8만톤 수준). 이는 Tsingshan사의 NPI라는 획기적 상품 개발에 의한 것인데, Class 2 Nickel인 NPI 사용량이 급증하자 굳이 더 비싼 Class 1 Nickel을 사용할 이유가 사라진 것이다.

**Class 1 Nickel 부족 현상 도래 후, Tsingshan사의 새로운 혁신품 NPI to matte**

현재는 반대로 전기차 배터리 수요가 폭증하며 Class 1 Nickel 재고가 부족한 상황이다. 전기차 배터리는 순수한 Nickel이 필요해 NPI나 페로니켈 같은 Class 2 Nickel로는 제작할 수 없었다. 그러나 이런 상황에 작년 Tsingshan사가 NPI를 통해 전기차 배터리용 Nickel matte를 제조하는 기술을 시장에 공개하였다(산화공에서 고압침출법(HPAL)을 통해 배터리용 Nickel을 추출하는 방법도 있으나 상업적 이용은 되지 않고 있는 상황).

**NPI to matte가 Class 1 Nickel 부족 현상을 타개할 혁신품임에도 과거와 달리 크게 반응하지 않는 시장**

실제로 Tsingshan사는 거래처(Huayou Cobalt)에 NPI to matte를 2월 24일 첫 납품에 성공했다고 밝혔다. 다소 의아한 점은 과거 NPI가 시장에 주었던 충격은 매우 컸는데('08년 금융위기를 감안하더라도 타 비철 대비 40%p가량 더 하락함), 금번 충격은 그다지 크지 않다는 점이다. 그 이유를 추정해 보자면, ①경제성(S&P Global은 NPI to matte가 일반 Matte보다 비용이 30%가량 더 투입된다고 주장), ②환경이슈(NPI to matte 생산에는 일반 Matte 생산 대비 탄소가 3.5배 가량 더 배출됨), ③전기차 배터리의 폭발적인 수요(NPI to matte 공급을 압도하는 배터리 수요가 전망됨)가 있을 수 있다.

**신원이 확인되지 않은 LME의 '큰손' 은 단기 변동성을 야기할 수 있는 리스크**

LME 거래소 일일 데이터에 따르면 신원이 확인되지 않은 비축업자가 LME Nickel warrants의 50~80%(추정치)가량을 보유하고 있다. 정확한 수치가 아닌 range로 추정하는 것이지만 Min값이 50%로 상당히 높은 수치이다. 해당 계좌의 주인이 어떤 목적으로 포지션을 보유하고 있는지 알 수 없으나, 시장에 급반락을 야기할 수 있는 risk라 사료된다.

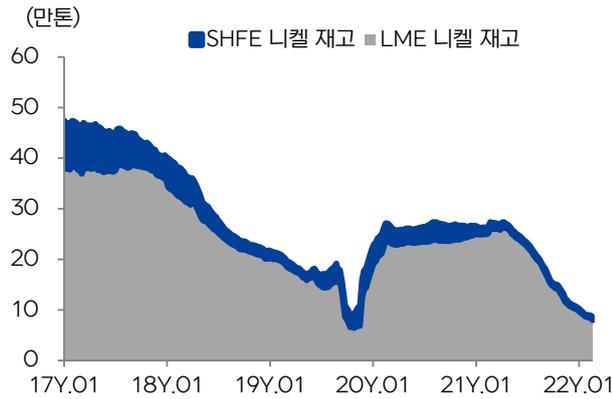
**편더멘탈 측면에서는 모든 요인이 Nickel의 상승을 가리키고 있음**

Nickel이 구조적으로 수요가 지속 성장할 것이라는 전망은 유지, 편더멘탈적으로 상승추세를 지속 이어갈 것에는 이견이 없다. CAAM에 따르면 '22년 중국 자동차 판매량은 5.4% 증가한 2,750만대를 기록할 것이라 전망했고, NEV(하이브리드차를 포함하는 포괄적 친환경차 개념) 침투율은 25% 상회하며 NEV 판매대수가 500만대에 이르러 YoY +47% 성장을 이룰 것이라 예상해 '22년에도 Nickel 수요가 지속 상승할 것으로 전망된다. 더불어 LME 등록 창고의 재고는 작년 4월의 260,000톤 이상에서 81,153톤으로 떨어졌고, Cash-3M spread도 2009년 이후 최고로 급등하며 타이트한 재고 상황도 이어지고 있다. 편더멘탈 측면에서는 모든 요인이 상승을 지지한다.

다만 큰 영향을 줄 가능성이 있는 잠재적 Risk는 주의할 필요가 분명히 있어보임

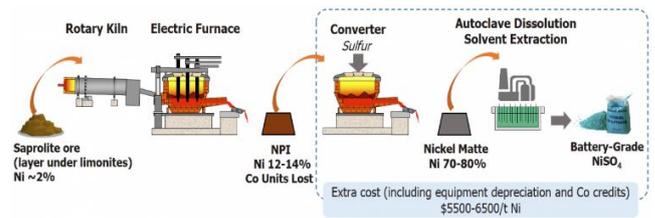
하지만 비정상적 급등 후에는 언제나 조정이 있어왔다는 점, 비정상적으로 많은 포지션을 보유하고 있는 계좌(상기 LME의 신원이 확인되지 않은 큰 손 이슈)가 존재한다는 점, 시장에 큰 파장을 불러일으켰던 Tsingshan사가 NPI to matte 생산량을 지속 늘리고 있는 점('21년 연 6만톤 → '22년 연 10만톤 계획) 등은 주의할 필요가 분명히 있어 보인다.

차트17. LME/SHFE Nickel 재고량



출처: Bloomberg

차트18. NPI to matte 생산 process



출처: Metal Digital

### IV. Zinc

2월 가장 부진했던 Zinc, 3월에는 상대적 상승 여력 있다고 판단

2월 Zinc 가격은 가장 부진한 모습을 보였다. 그러나 3월에는 상대적으로 타 비철 대비 상승할 여력이 있다고 판단된다. Zinc도 유럽 전력난에 영향을 받는 금속이다. 그러나 Aluminum만큼 상승하지 못했다. 그 이면에는 중국의 철강 산업 환경 규제가 있다. 중국 철강 산업은 중국 전력 소비의 8%를 차지할 만큼 탄소 배출량이 많다. 작년 중국 당국은 겨울철 환경규제의 일환으로 올해 3월 14일까지 북부(허베이성) 지역 주요 철강 제철소들에 30% 가량을 감축 명령을 내렸다. 이것을 시작으로 생산 규제가 베이징 올림픽까지 이어지며 철강 도금이 주 용도인 Zinc 다운스트림 수요가 하락하였다. 2월은 원채 철강 도금 비수기(연휴 등)인데 베이징 올림픽에 따른 생산 감축이 맞물린 영향으로 공급 차질에도 Aluminum 대비 낮은 Cash-3M Spread를 유지할 수 있었다.

철강 생산 규제가 끝나는 시점을 기점으로 아연 도금 수요도 반등할 것

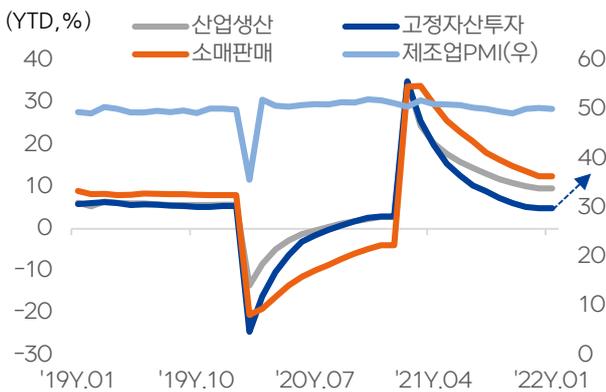
3월 15일 이후부터 철강 도금 수요가 본격적으로 상승할 것으로 전망된다. 베이징 올림픽은 3월 15일 패럴림픽 폐막일을 기준으로 완전히 폐막하게 되며, 이에 따라 허베이성(중국 철강 생산의 %) 감축 명령도 해당일에 끝나게 된다. 이를 기점으로 중국 고정자산투자 지표 반등과 함께 중국 인프라 투자(지하철과 고속철 및 최근 본격 추진되는 데이터 센터 건설 계획)에 따라 철강 수요가 상승, 이에 따라 아연 도금 가동률도 함께 상승할 것으로 기대한다.

AL, NI 만큼은 아니지만  
Zinc도 러시아 이슈에 영향을  
받는 비철임, 그러나 구조적  
수요 성장세가 CU, AL, NI,  
SN 만큼 강하지는 못할 것

더불어 공급측면에서 Zinc도 유럽 제련소 전력난에 영향을 받고 있다. 가격은 보험권에 머물러 있으나 재고는 지속 감소하여 14.5만톤 가량까지 하락하였다(작년 재고 수준 약 28만톤 가량). 프랑스 Auby 제련소와 스위스 Nystar, 벨기에의 Budel 및 Balen 등 현재까지 연기준 약 30만톤의 생산 차질이 빚어지고 있다. 이는 세계 생산량의 약 2% 수준으로, 유럽만 고려하면 Aluminum 보다 생산차질 비중이 높다. 진행중인 광산 프로젝트가 많지 않고, 단기적으로 유럽 지역 전력 가격 안정화를 기대하기 어려워 생산 증대 기대가 높지 않은 상황이다.

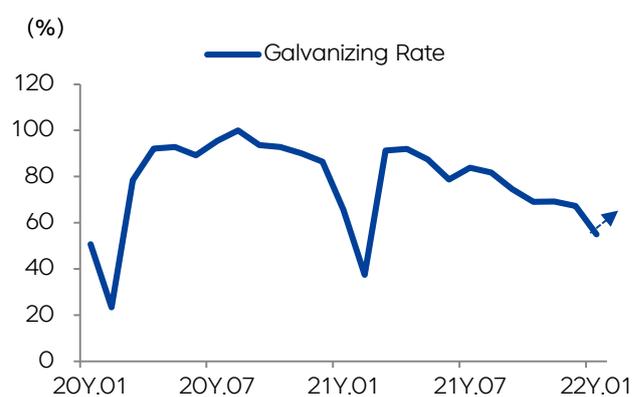
다만 철강 수요와 연동되는 특징이 있어, 독립적으로 수요가 발생하는 CU, AL, NI, SN과 대비되는 점으로 구조적 수요 성장의 혜택을 전부 받지 못할 것으로 전망한다. 더불어 부동산 건설 공급이 이전보다 낮아질 것이 명백한 중국의 상황도 Zinc의 강한 상승을 막는 요인이다.

차트19. 중국 실물경기지표



출처: Bloomberg

차트20. 중국 Zinc 도금 공장 가동률



출처: Bloomberg

### V. Lead

공급 차질 우려 및 러시아  
제재 관련 수출, 생산 차질  
영향으로 하락 전망

1월에 야기된 세계적인 자동차 반도체 부족 현상에 급락한 \$2,200에서 개장한 Lead는 중국 납축전지 업체들의 restocking 수요와 유럽 전력난 여파로 V자 반등에 성공해 \$2,330대에서 지지받고 있다. 다만 3월에는 재차 조정 받을 가능성이 크다고 판단되는데, 완성차 생산차질 이슈가 장기화되고 있고, 러시아-우크라이나 사태에 따라 국내 현대차 그룹(세계 완성차 판매량 4위)을 포함해 세계 자동차 업계들의 대러 수출 및 러시아 현지 생산에 차질을 빚을 전망이다(14년 크림반도 사태 당시 한국의 러시아 승용차 수출 62% 감소). 1월 중국 승용차 판매량도 NEV는 42.8만대로 YoY 141% 상승했으나 내연기관차를 포함한 전체 자동차 기준으로 YoY 4.4% 감소한 209만대를 기록한 바 있다.

재고 낮은 수준 유지하고  
있으나 Spread 완화 기조,  
중국 재고 비축 후 하락할  
가능성

다만 Lead 역시 재고가 낮은 수준에서 유지되고 있는데 Cash-3M spread는 완성차 생산 차질 이슈가 부각된 이후 지속 하락추세를 보여 25일 현재 \$1에 불과한 수준을 보이고 있다. 아직은 낮은 재고 수준과 중국 restocking 수요에 의해 지지 받고 있으나 중국 재고 비축 이후에는 하락 압력이 다소 더 강할 전망이다.

**중국 정부 Secondary 상품(스크랩)에 3% VAT 부과로 수급 완화는 다소 지연될 전망**

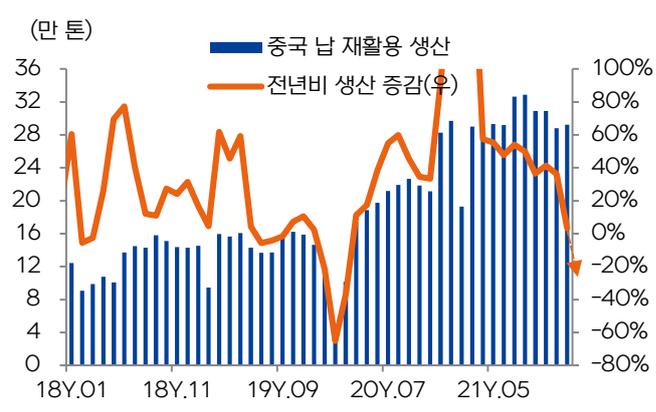
한편 지난달 3월 이후 중국 Secondary lead(재활용납) 생산이 증가하며 타이트한 수급이 금방 완화될 것이라 언급한 바 있는데, 중국 정부가 Secondary lead에 3%의 부가가치세를 부과한 영향으로 수급 완화에 다소 차질이 생기는 점은 Lead 가격에 일정 부분 지지력을 제공할 것으로 보인다. Secondary lead 생산은 오염물질 방출량이 Primary lead 대비 30% 가량 낮아 환경규제 하에서도 비교적 더 많은 물량을 생산할 수 있다.

차트21. 러시아 진출 완성차 기업 현황



출처: ABROCAT, KOTRA 재인용

차트22. Secondary lead 생산 감소 전망



출처: Bloomberg

**VI. Tin**

**팬데믹 이후 이어지는 상승추세 지속될 것으로 전망**

팬데믹 이후 가장 강력한 상승추세를 이어오고 있는 Tin은 3월에도 완만한 상승추세를 이어갈 것으로 전망한다. 다만 인도네시아 수출 허가 소식과 중국 생산량 추이 및 고점 인식에 다소 조정 받을 여지도 있다. 그럼에도 추세선을 크게 벗어나지는 않을 것으로 전망된다.

**견조한 반도체 수요**

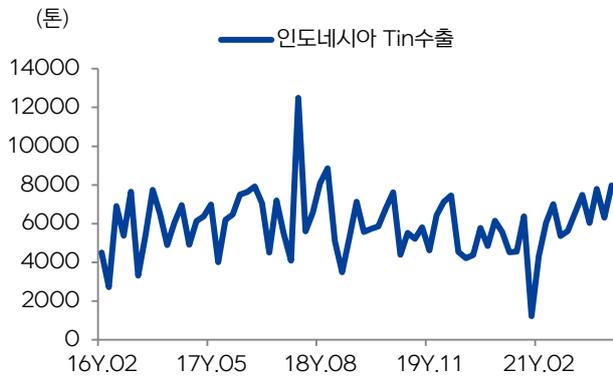
- 미국 내구재 수요
- 기업 restocking 수요
- 빅테크 데이터 센터 건설
- 중국 동수서산 사업

올해 반도체 시장 규모는 전년비 8.8% 증가한 \$6,000억에 이를 것으로 전망되고 있으며, 1월 미국의 소매매출을 이끈 요소중 하나가 내구재였는데, 근래 가전제품, 자동차 등에 과거 대비 사용되는 메모리반도체의 양이 기하급수적으로 늘어난 것을 감안 3월에도 Tin 수요는 이어질 것으로 전망된다. 더불어 올해 기업들의 restocking 주문과 주요 빅테크 기업들의 데이터 센터 건설, 중국의 전략사업중 하나인 디지털 인프라 건설사업(동수서산-경제가 발달한 동부 지역 데이터 인프라를 서부 지역으로 확장)이 본격 추진됨에 따라 견조한 수요가 유지될 것이다.

**공급 불확실성 여전, 건조한 수요와 부족한 공급에 상승압력 우세할 것으로 보임**

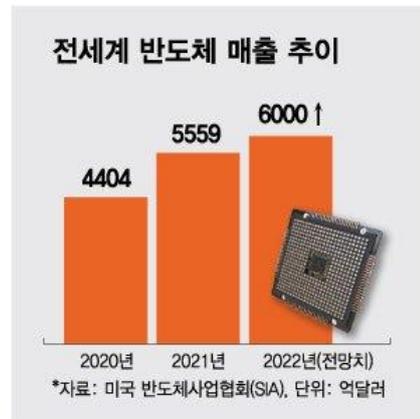
더불어 공급 불확실성도 여전하다. 근래 인도네시아 공급이 시장에 큰 영향을 미치고 있는데, 인도네시아의 '21년 연간 출하량은 74,674톤으로 '20년 대비 14% 증가했으며, '18년 이래 가장 높은 출하량을 기록했다. 인도네시아는 Tin 원광 수출 허가를 계속해서 연기하고 있는데 해당 이슈가 언제 해결될지 추정하기 어려운 상황이다. 더불어 원광의 18% 가량을 생산하는 미얀마의 군부 쿠데타 문제는 Tin 공급에 지속적으로 불확실성을 제공하고 있다

차트23. 인도네시아 제련 Tin 수출 추이



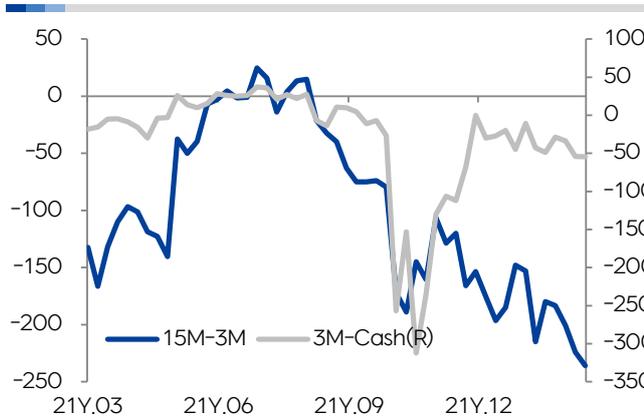
출처: Bloomberg

차트24. 반도체 시장 성장 전망

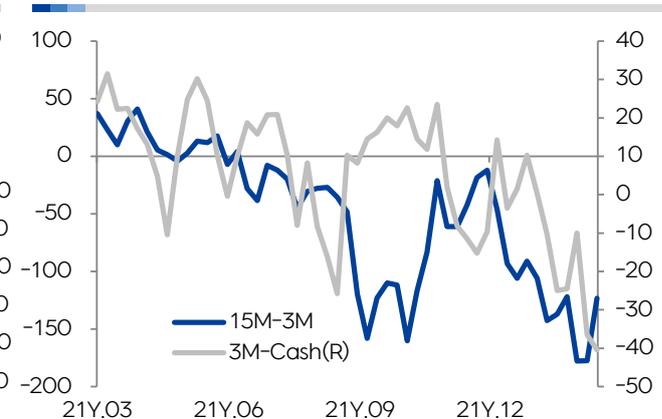


출처: SIA, 머니투데이 재인용

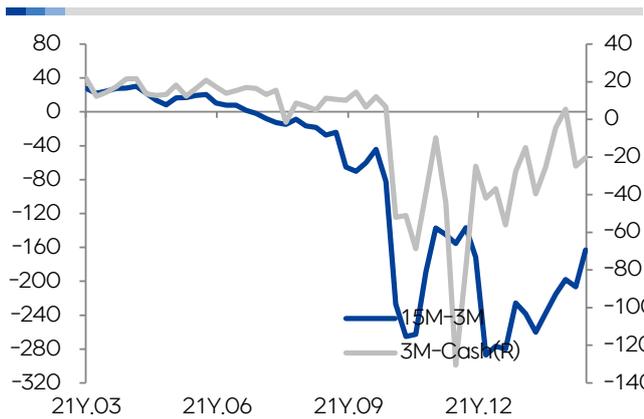
Copper Time Spread



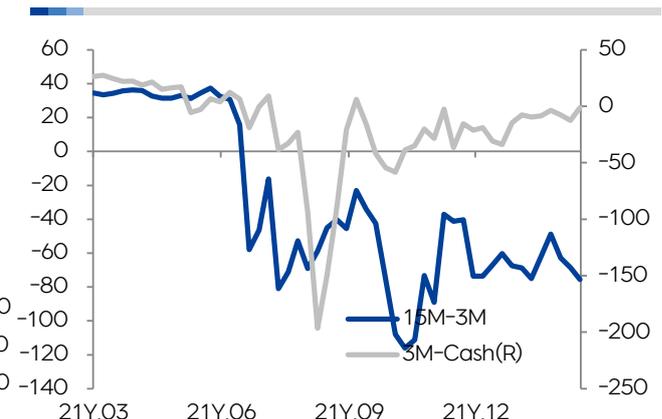
Aluminum Time Spread



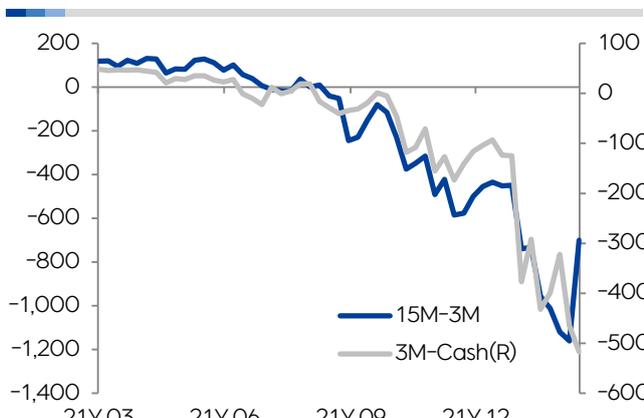
Zinc Time Spread



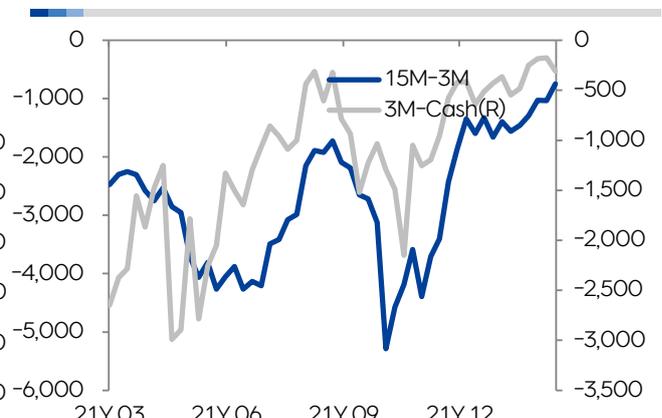
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



## Crude Oil

### 2월 동향: 우크라이나 사태와 상승 압력

#### 러시아의 우크라이나 침공으로 한때 \$100 돌파한 WTI

유가는 한 달간 꾸준한 상승 압력을 이어갔다. \$80 후반대까지 오른 유가와 미 바이든 대통령의 추가 증산 요청에도 월초 OPEC+가 증산 속도를 기존대로 매월 40만bpd씩 늘리기로 결정함에 따라 상승 압력이 더해졌다. 이러한 결정의 배경에는 ①전체 OPEC 생산의 80% 가량을 차지하는 사우디, UAE, 쿠웨이트, 이라크 등은 아직 생산 여력이 충분해, 여력이 없는 기타국들의 증산 부족분을 자연스럽게 흡수해 추가로 생산해도 비난을 받지 않을 수 있고 ②기타국들도 어차피 추가 증산 여력이 없는 상황에서 굳이 증산 한도를 무리하게 늘려 주요국들의 배만 불러줄 이유가 없고, ③OPEC도 굳이 추가 증산을 통해 상승 압력을 억제하기보다는 가격 상승 효과를 최대한 누리려는 심리가 깔려 있었던 것으로 풀이된다. 한편 러시아가 우크라이나 국경 인근에 대규모 군사 병력을 배치하면서 군사적 마찰 우려는 커졌는데, 한때 프랑스 마크롱 대통령과 독일 숄츠 총리 등이 적극적인 자세로 러시아에 방문에 사태해결에 나서고 러시아 푸틴 대통령도 전쟁을 원치 않는다면 외교적 해법을 선호한다고 발언해 우려가 완화되기도 했다. 하지만 이후 러시아의 대규모 병력이 벨라루스에 진입, 대대적인 군사훈련을 단행해 위기가 고조되었으며, 러시아는 돈바스 지역의 독립 승인과 동시에 평화유지군 파병을 결정해 사실상 침공이라는 비난을 받으며 시장의 우려를 키웠다. 이후 러시아는 3면에서 대대적인 침공을 시작해 우크라이나 수도를 포함한 주요 도시들을 공격했고 유가는 한때 \$100를 넘어서기도 했다. 하지만 이후 역대급 제재를 예고했던 미국과 유럽의 미적지근한 행보에 서방국과 러시아간의 전면전이나 러시아 에너지 수출 규제 등에 대한 우려가 완화되면서 상승 폭을 되돌렸다.

차트1. 유가는 코로나 이전 수준을 크게 상회



출처: Bloomberg

차트2. 하지만 빠르게 늘지 않는 미국 생산량, 왜 그럴까?



출처: EIA, Bloomberg

### 3월 전망: 미국의 증산이 주춤한 6가지 이유

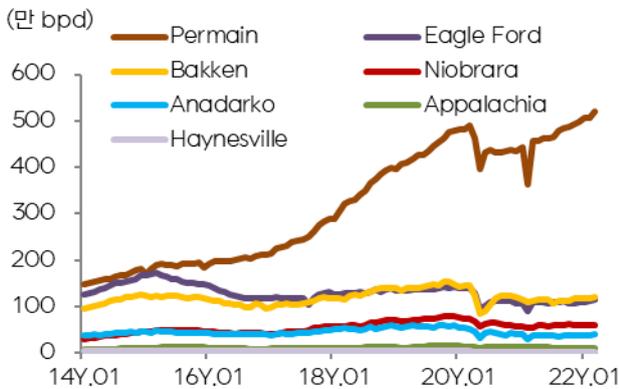
**역대 최고치를 기록한 퍼미안 지역의 생산에도 미국 전체 증산은 미미한 수준**

**\*노후유정효과(Legacy Effect):**  
기존 유정들의 압력 하락으로 인한 자연스러운 생산량 감소 현상, 미국에서는 매월 50만 bpd 가량의 노후유정효과로 인한 생산 감소 발생

미국 최대 셰일 분지인 퍼미안 지역의 생산량은 12월에 이어 1월에도 또다시 역대 최고치를 경신했다. 동지역만 유독 생산량이 늘어난 원인은 ①쿠싱 재고지와 항구와의 접근성을 포함해 잘 갖춰진 인프라, ②집중된 고급 서비스 노동인력(High-Skilled) 풀, ③풍부한 매장량과 텍사스주의 친에너지 정책 등의 영향이 컸다. 하지만 다른 지역들의 생산량은 좀처럼 늘지 않았고 미국 전체 원유 생산량은 코로나 이전 수준을 회복하지 못한채 뚜렷한 증가세가 보이지 않았다. 신규 투자와 완공유정수는 증가했지만 리그수가 코로나 이전 수준에 한참 못 미치고 \*노후유정효과(Legacy Effect)를 상쇄하는 수준을 가까스로 유지하고 있다(신규 투자와 완공이 이루어지지 않았다면 전체 생산량은 감소한다). 유가는 지정학적 리스크와 타이트한 공급상황이 부각되며 한때 \$100를 상회하기도 했지만 미국의 적극적인 증산 움직임은 아직까지 확인되지 않고 있다. 미국내 주요 셰일업체들인 Pioneer, Devon, Continental사 등은 금년 증산량을 5% 내외로 전망해 코로나 이전 매년 평균 20%씩 적극적으로 증산하던 때와 비교해 다소 소극적인 모습을 보였으며 메이저 업체들조차도 적극적인 증산에 나서지 않고 있다. 수천개에 달하는 개인/소기업들도 비슷한 스탠스를 지향하고 있는데, 코로나 사태 이후 원유 생산업체들의 태도를 변화시킨 원인과 향후 증산 가능성에 대해 분석해 보았다.

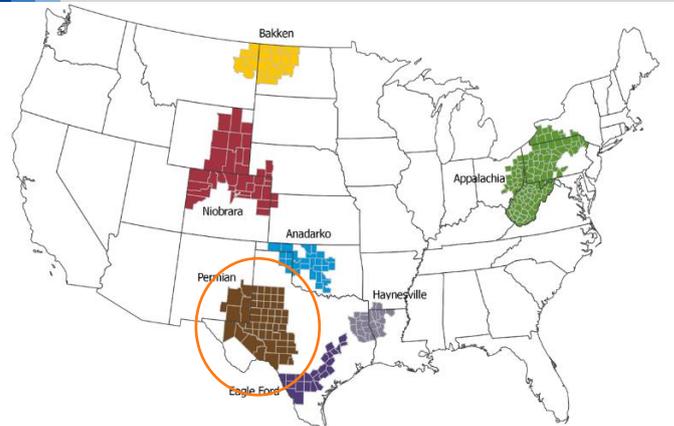
미국이 증산에 어려움을 겪고 있는 이유는 여섯 가지로 정리된다.

차트3. 퍼미안 생산량 역대 최고치 기록 중



출처: EIA, 삼성선물

차트4. 왜 퍼미안 지역에만 증산이 집중되나



출처: EIA, 삼성선물

**① 전세계적인 친환경 정책 강화**

전세계적인 탄소중립경제 추진은 에너지 기업들의 투자를 주춤하게 만들었다. 2019년 EU를 시작으로, 2020년 중국과 일본 그리고 2021년 미국과 한국 등 주요국들이 연이어 탄소중립을 선언했다. 이러한 시대적 흐름은 셰일 혁명 이후 호황을 누리던 석유 업체들에게 큰 도전으로 다가왔다. 재생에너지 투자 확대, 수소 경제 전환, 친환경 자동차로의 빠른 전환, 탄소배출권 규제 강화 등은 에너지 기업들의 투자 심리를 크게 위축시켰다. 은행들도 과거와는 달리 에너지기업의 신규 투자에 있어서 환경 리스크와 정책 리스크를 프리미엄 산정에 추가하기 시작했고, 신규 원유와 천연가스 투자 자체가 탄소배출을 증가시키는 요인으로 시대를 역행하는 행위라는 비난의 목소리도 커지면서 투자자들도 부담을 느끼기 시작했다. 그나마 천연가스에 대한 신규 투자는 수소 전환의

중간 매개체로의 매력력이 부각되었고 최근 유럽의 친환경 카테고리 포함되는 등 장기적인 관점에서 매력력이 있다. 하지만 원유는 50% 가까이 되는 자동차 관련 수요가 감소할 것이 자명한데 마땅한 대체 수요가 부족한 상황이며 최근까지의 친환경 트렌드의 특성상 원유에 대한 신규 수요처가 발굴되기는 어렵다는 판단이다. 일각에서는 전기를 만들어내는 에너지 자원으로써의 역할을 이야기하지만 원유는 낮은 효율성과 비용문제로 최대 생산국인 미국에서조차 전체 전기 생산의 0.5% 밖에 사용되지 않는게 현실이다. Exxon-Mobile, Chevron, Royal-Dutch Shell 등 메이저 글로벌 석유 시추 기업들의 외부 투자 유치도 어려워졌으며 투자자들로부터 부채를 줄이는 동시에 온실가스 배출량을 줄이거나 신재생에너지 산업으로의 다각화를 요구 받는 등 이들의 투자 자원 또한 감소하고 있다. 이러한 이유로 메이저 업체들은 기존 원유 생산시설 매각과 적극적인 재생에너지 사업에 나서면서 원유 생산에 대한 적극적인 투자를 나서지 않게 되었다.

차트5. 주요국들의 탄소배출 감축 목표 상황

미국	기준: 2025년까지 2005년 대비 26~28% 감축 상황: 2030년까지 2005년 대비 50~52% 감축
한국	기준: 2030년까지 2018년 대비 24.4% 감축 상황: 2030년까지 2018년 대비 40% 감축
일본	기준: 2030년까지 2013년 대비 26% 감축 상황: 2030년까지 2013년 대비 46% 감축
EU	기준: 2030년까지 1990년 대비 40% 감축 상황: 2030년까지 1990년 대비 55% 감축
중국	2030년까지 탄소 배출 정점, 2060년까지 탄소 중립 실현 목표 재확인

출처: 기후정상회의

차트6. 주요국들 탄소중립 목표와 정책 방향

	미국	한국	일본	EU	중국
탄소중립 목표년	2050년	2050년	2050년	2050년	2060년
예산	2030년까지 1,400조원	2025년까지 42.7조원	2030년까지 20조원	2030년까지 2,200조원	-
주요 정책	화석연료 규제 탄소국경세 친환경차 확대	수소경제 친환경차 전환 스마트 그리드	해상풍력 수소 경제 친환경차 확대	배터리 자립 탄소국경세 재생에너지 투자	공기업 주도 친환경 신에너지차 탄소배출제 시행

출처: 주요국 탄소중립 정책 취합

② 갈피를 못잡는 바이든 정부

에너지 기업들의 상황을 충분히 고려하지 못한채 친환경 정책만을 고집한 바이든 정부 때문이다. 바이든 대통령은 취임 첫날 미국과 캐나다 원유 수송 사업인 '키스톤 XL 파이프라인 프로젝트'를 취소한데 이어 국내 연방정부 땅에서의 신규 석유 시추를 제한, 화석 연료 기업 보조금 지급 중단 등 친환경 정책 일변도로 정책을 추진했다. 또한 재생에너지 투자 확대와 2030년까지 판매되는 신차의 절반을 전기차로 전환시키고 미국내 충전소를 50만개로 늘리는 목표를 세우는 등 적극적인 모습을 보였다. 이에 블랙록 등 대형 투자업체들도 화석연료 투자를 중단하면서 석유 기업들의 자금사정은 크게 악화되었다. 주요 상장 세일업체들인 ConocoPhillips, EOG Resources, Pioneer Resources 등은 정부의 탄소중립 정책에 보조를 맞춰야 한다는 주주들의 요구에 따라 유전 투자를 줄였다. 그나마 가족 소유의 소규모 기업들과 사모펀드만이 공격적인 투자에 나서고 있지만 규모가 작아 그에 따른 증산 효과는 다소 제한되었다. 이러한 와중에 코로나가 터지면서 투자는 더욱 급감했고 수요는 코로나 이전 수준을 향해 회복 중이나 불확실성 확대로 투자가 더디게 일어나면서 생산이 빠르게 회복되지 못했다. OPEC+의 역대 최대 규모의 감산과 지정학적 리스크 확대로 유가는 계속해서 상승했고, 1월 CPI가 40년래 최고치를 기록하는 등 정부는 물가에 대한 부담을 느끼기 시작했다. 바이든 정부는

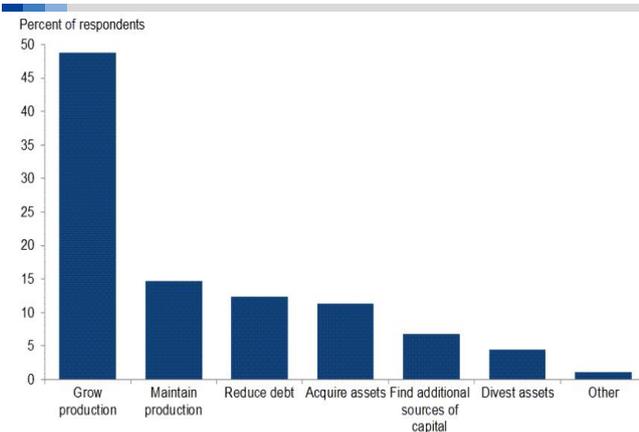
이미 40만 bpd씩 매월 증산을 결정한 OPEC+에 수차례 추가 증산을 요청했지만 번번이 거절당했고 규제로 일관해왔던 셰일 업체들에게 이제 와서 규제를 일부 완화하며 적극적인 증산을 요구했다. 이러한 바이든 정부의 일관성 없는 행보는 투자자들과 셰일업체들에게 큰 혼란을 주고 있으며 아직까지도 시장은 바이든 대통령의 석유업체들에 대한 스탠스를 파악하는데 어려움을 겪고 있는 점이 적극적인 투자를 제한하고 있다.

③ **코로나로 인한 인력난과 비용 증가**

**\*미완공유정(Drilled but Uncompleted Well):**  
시추는 완료했지만 최초 생산을 시작하지 않은 유정. DUC가 최초 생산까지 걸리는 시간은 최소 2주 가량으로 신규투자시 걸리는 시간(최소 4개월)보다 짧음

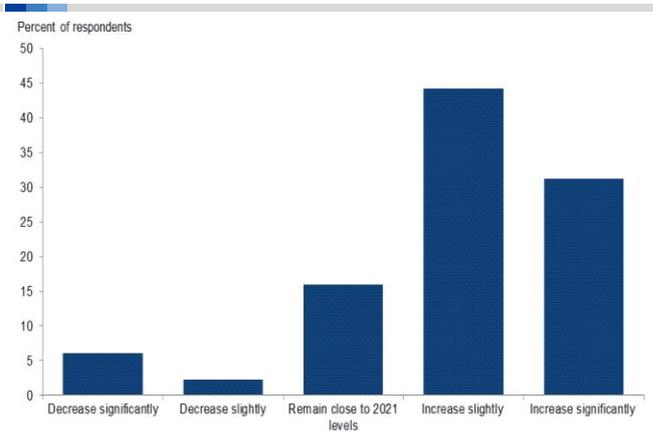
미국이 신속하게 원유 생산을 늘리지 못한 또다른 원인은 노동력 부족 때문이다. 델러스 연연의 '에너지시장 서베이'에 따르면 작년 응답자의 70% 이상 기업들이 고용에 어려움을 겪었다고 답했다. 실제로 미국내 석유 가스 분야 종사자들의 수는 서서히 늘어나고 있지만 코로나 이전 수준까지는 회복하지 못했다. US energy and employment report(2021)에 따르면 코로나 사태로 21년 원유 관련 직군은 50만명으로 2019년 코로나 이전 대비 12만명이 감소했다. 미국 전체 평균 임금인 \$19.14보다 약 35% 가량 높은 에너지 관련 종사자들의 임금을 감안했을 때, 에너지 기업들이 느끼는 노동시장의 타이트함과 이에 따른 인건비 부담은 다른 기업들에 비해 심했을 것이다. 여기에 원자재 가격 상승까지 더해지면서 시추업체들의 장비 수급도 더욱 타이트해졌고 이는 서비스 비용 상승으로 이어졌다. 이러한 가격부담과 인력난을 이유로 대부분의 증산은 서비스 인력이 밀집되어 있는 퍼미안 지역을 중심으로만 이루어졌으며, 이 지역에 속해 있는 기업들조차도 신규 투자를 통한 증산이 아닌 \*미완공유정(DUC)의 완공을 통해 최대한 보수적인 증산을 진행하고 있다. 다만 최근 에너지 종사자들의 고용 회복이 빠르게 이루어지고 있고 석유업체들의 금년 최대 관심사가 증산(48%)이며 금년 투자 예산을 평균 \$64에 맞춰 놓은 만큼, 추가 개선 여지 또한 남아있는 상황이다.

차트7. 금년 셰일 업체들의 최대 관심사는 '증산'



출처: Dallas Fed

차트8. 80% 이상 기업들이 작년보다 증산할 것으로 예상



출처: Dallas Fed

④ **유가 급락으로 심각한 타격을 입은 기업들**

코로나 이전까지만 해도 트럼프 정부의 강력한 에너지 외교 정책으로 증산분을 수출로 돌리며 자연스럽게 \$60 부근 안정적인 가격을 유지하며 증산을 계속할 수 있었다. 수년간의 꾸준한 증산으로 역대 최대 생산을 기록했음에도 안정적인 가격을 확인한 셰일업체들은 적극적인 헷지보다는 정부의 정책 지원을 믿고 가격 익스포져 비중을 늘렸다. 하지만 바이든 정부가 들어서면서 에너지 정책이 친환경쪽으로 급진화하면서 보조금과 지원책이 크게 줄고, 코로나 확산으로 주요 소비국들의 경제활동 제한과 이동 금지조치

등으로 인해 원유 수요가 급격하게 감소했다. WTI는 사상 첫 마이너스 유가를 기록하는 등 극심한 변동성을 보였으며 유가 하락에 그대로 노출된 세일업체들의 손실은 기하급수적으로 늘어났다. 불확실성 확대로 세일업체들의 생산량과 투자가 급감했고 투자자들의 손절 물량이 쏟아지며 하루에도 수십%씩 손실나는 에너지 종목들이 속출했다. 에너지 기업에 전체 여신의 15% 이상을 빌려줬던 은행들이 자금 회수에 나섰으며 채권자들도 자금을 빼기 시작했고 주요 세일업체들의 신용 등급은 하락했다. 에너지 기업들의 채권 프리미엄이 급등했고 파산하는 에너지 기업들이 속출했다.

차트9. 코로나 당시 에너지회사채 프리미엄 급등



출처: OPEC, Bloomberg

차트10. 반토막났던 미국 에너지 주식



출처: IMF, 삼성선물

\*Brent유 기준

⑤ 엇갈린 헷지로 두 번 올랐던 에너지업체들, 주주환원 정책에 총력

문제는 여기서 끝나지 않았다. 그나마 살아남은 기업들은 불확실성이 높아진 시장에 대응하기 위해 단기 수요 급감과 공급 과잉으로 콘탱고가 심화된 원유 커브를 보고 매도 헷지와 풋옵션 매수, 장기물 스왑을 통해 적극적인 헷지에 나섰다. 하지만 그 결과는 처참했다. 백신 개발 기대와 수요 개선에 대한 기대가 유가를 지지했고 OPEC+의 970만 bpd에 달하는 역대 최대 감산 조치가 전세계 원유 재고를 빠르게 소진시키며 원유 가격을 끌어올리는데 일조했다. 2020년 초 \$20에 불과하던 유가는 상승세를 지속해 연말 두배 이상인 \$50 부근까지 상승했다. 울며 겨자먹기로 비용을 들여 중장기 헷지를 통해 가격 방어를 꾀했던 기업들은 비용을 고스란히 날렸고, 가격 상승 효과를 누리지 못한채 줄어든 생산량으로 연명했다. 그나마 다행이었던 점은 2021년에도 \$50에서 \$75까지 50% 상승했는데 이때는 대부분 기업들이 생산 물량에 대한 헷지를 풀었다는 점이다. 평균 BEP(\$35~\$40)를 크게 상회한 유가가 1년 넘게 지속되면서 기업들의 수익은 크게 개선되었지만 상장기업들은 남아도는 현금으로 적극적인 투자가 아닌 주주환원정책을 통한 주가 방어에 주력했고 중소기업들은 불확실성에 대비하는 차원에서 wait and see 모드로 전환해 현금 보유량을 늘렸다. 금년 주요 세일업체인 Pioneer Resources 사와 Occidental 사를 비롯해 주요 메이저사들은 헷지를 하지 않기로 결정했으며 주주환원정책이 마무리 수순에 들어가고 세일업체들의 현금 확보도 어느 정도 이루어지면서 향후 투자를 다시 늘려 생산을 증대시키는 방안을 고려하고 있다.

⑥ 무시할 수 없는 하락 이슈들

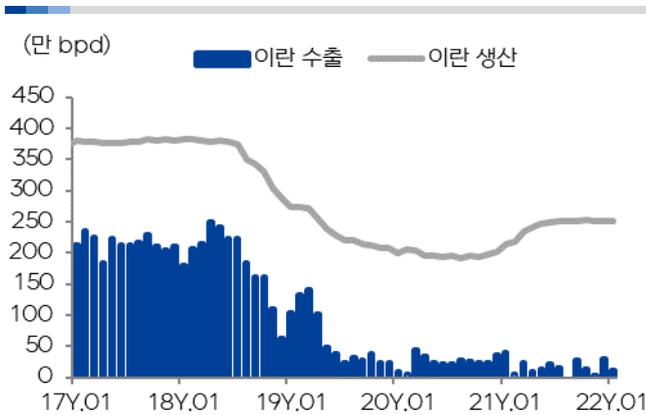
또한 기업들은 다양한 하락요인들에 대한 걱정 때문에 대규모 투자에 나서지 못하고 있다. 지금 형성된 가격은 타이트한 단기 수급을 포함해 수요 개선에 대한 기대도 반영되어

있지만, OPEC+의 감산이 만든 인위적인 공급 조정과 우크라이나 사태, 그리고 일시적으로 겨울과 맞물린 유럽발 에너지난 등도 유가에 함께 반영되어 있다. 이렇듯 일반적이지 않은 상황이 여러가지 혼재되어 있는데, 신규 투자와 생산까지 최소 수개월이 걸리는 것을 감안했을 때 적극적이고 대대적인 투자에 나서기에는 다소 부담을 느꼈을 것이다. 또한 마무리 단계에 접어든 이란 핵합의에서 미국의 제재 해지가 이루어질 경우 최소 120 만 bpd 가량의 추가 물량이 풀릴 것으로 예상되며 OPEC+의 증산이 매월 40만bpd씩 증가(OPEC+의 증산 여력에 대한 시장의 의구심은 과도, 여력은 충분함. 이에 대한 자세한 근거는 2월 월간 전망 참조)해 9월까지 약 280만 bpd 이 늘어날 수 있다는 점은 우려를 키웠다. 또한 우크라이나 사태가 봉합 수순을 보이는 즉시 유럽 에너지 시장을 겨냥했던 러시아의 인위적으로 조정된 원유 생산량(이에 대한 자세한 설명도 2월 월간 전망 참조)도 우크라이나 사태가 마무리 국면에 접어들게 될 경우 전세계 원유 시장내 비중 확보 차원에서 다시 빠르게 증가할 전망이다. 또한 중장기적으로 주요 자동차 소비국들인 유럽, 중국, 미국의 발 빠른 친환경차로의 정책 전환까지 더해지면서 원유 커브 백워데이션이 확대된 점도 장기적인 가격 우려 요인으로 꼽히는 등 산재되어 있는 하락 요인들이 적극적인 투자를 제한시켰다.

**한동안은 우크라이나 사태로 지지력 유지하겠으나 조만간 하방 압력 우세할 것**

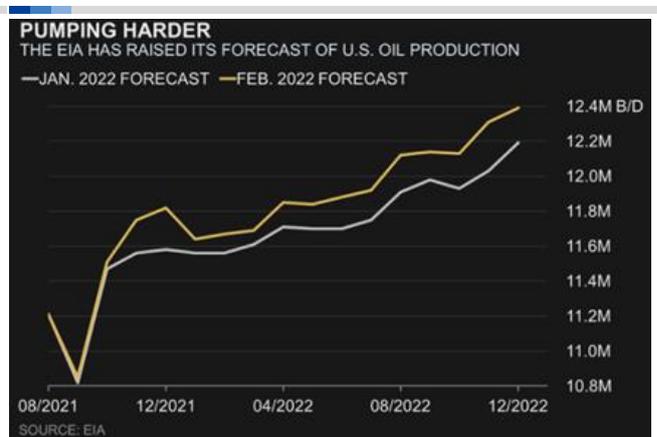
앞서 열거한 이유들을 감안했을 때, 코로나 이전 수준의 생산량을 단기내에 회복하는 것을 기대하기는 어려운 것도 사실이다. 전세계적으로 이루어지고 있는 탈탄소와 친환경체제 전환은 규제 측면에서나 수요 측면에서 여전히 전통 에너지 업체들에게 부담이 되는 요인이다. 다만 분명한 것은 작년보다 높아진 유가, 물가 상승과 가솔린 가격에 부담을 느낀 바이든 정부의 규제 완화 움직임, 수요 개선 기대, 기업들의 충분한 현금 확보와 추가 회복 등으로 작년(+80만bpd)보다는 빠른 규모의 증산이 이루어질 것이라는 점이며 앞서 언급한 하락 요인들을 감안하더라도 \$40 수준의 BEP를 감안했을 때 수익을 낼 수 있는 안전 마진 확보에는 큰 무리가 없다는 판단이다. 한편 우크라이나 사태는 향후 추가적인 비난과 규제는 있을지언정 서방국과 러시아간의 직접적인 군사적 마찰없이 외교적 합의로 마무리될 가능성(자세한 내용은 천연가스 섹션 참고)이 높다고 판단되며, 마무리 단계에 접어든 이란 핵합의에서의 규제 완화와 미국과 러시아를 비롯해 OPEC 주요국들의 증산이 재조명 받으며 하방 압력에 더욱 노출될 가능성이 높다고 판단한다.

차트11. 조만간 마무리될 이란 핵협상과 이란 수출 규제



출처: Bloomberg, 삼성선물

차트12. 한 달 만에 생산 전망치 상향 조정된 EIA



출처: EIA

## Natural Gas

### 극심한 변동성 보인 천연가스 시장

우크라이나 사태가 야기한 공급 차질 우려와 지정학적 리스크는 천연가스 가격의 급등락을 야기했다. 우크라이나는 유럽으로 향하는 러시아산 천연가스의 25% 가량을 파이프라인을 통해 수출하는 주요 통로인 만큼 우크라이나 이슈는 천연가스 가격에 큰 변동성을 야기하는 요인이다. 월 초 푸틴 대통령의 유럽에 대한 인위적인 천연가스 공급 조정과 우크라이나 국경에 대규모 병력 배치에 공급 차질 우려를 크게 심화시키며 하루만에 15% 이상 급등세를 보였고 한때 \$5.5/MMBtu를 넘어서기도 했다. 하지만 바로 다음날 천연가스 가격은 10% 가량 급락했다. 차익 실현 물량 출회와 세계 최대 LNG 트레이더로도 유명한 Shell사가 유럽에 LNG 여유분을 추가로 공급할 것을 약속했고, 실제로 아시아로 향하던 LNG물량이 유럽으로 향하고 있다는 보도들이 확인되면서 천연가스 가격이 하락했다. 이후 서방국들의 적극적인 외교적 노력과 러시아의 일부 병력 철수도 \$4을 하회하기도 했지만 미국내 한파 우려와 러시아의 돈바스 지역 독립국 인정과 러시아의 평화유지군파병 결정, 그리고 이후 대대적인 러시아의 우크라이나 침공으로 \$4후반에서 지지받았다.

## 우크라이나 사태의 결말은?

### 러시아의 우크라이나 침공, 각국의 다른 사정, 하지만 모아지는 결말

러시아가 우크라이나를 침략했다. 시장이 예상했던 마지노선은 러시아의 우크라이나 동쪽 돈바스 지역까지의 진입쯤이었을 것이다. 하지만 푸틴 대통령은 대부분의 예상을 깨고 대대적인 전면전에 가까운, 동시다발적이고 신속한 공격을 북(벨라루스), 남(크림반도), 동(러시아)쪽에서 단행했다. 우크라이나 수도 키예프에 수십발의 미사일 폭격이 발생했고 러시아 특수부대들이 투입되면서 국지전이 발생했다. 미국과 유럽은 대대적인 제재를 예고하며 반발했다. 하지만 이번 우크라이나 사태는 확전이나 세계 3차대전으로까지의 확전이 아닌, 우크라이나의 나토국 가입 포기나 돈바스 지역을 러시아에 내어 주는(독립국 인정) 형태로 마무리될 가능성이 높다. 그 이유는 주요국들의 이해관계가 맞아떨어지는 접점이기 때문이다.

### 이미 많은 것을 얻은 러시아, 더 많은 것을 얻을 것

이번 사태로 가장 많은 것을 얻은 것은 러시아다. 러시아의 강력한 군사적 움직임에도 서방국들이 소극적인 제재로 일관하면서 전세계적으로 러시아의 위상을 재확인시켜 줬고 러시아 천연가스에 얽매어 있는 유럽이 얼마나 러시아에게 짊짊매는지 여실히 보여주었다. 또한 크림반도 사태 때와는 달리 거의 대놓고 침략을 했음에도 서방국들의 우크라이나에 대한 군사적 개입이 전혀 없었고 러시아에 직접 타격주는 에너지 수출 규제, SWIFT 배제, 푸틴에 대한 직접 제재도 없었다. 또한 우크라이나 사태가 부각된 지난 2월 중순 마크롱 프랑스 대통령과 독일 슐츠 총리가 직접 러시아 모스크바로 찾아가 정상회의를 진행하면서 푸틴의 면을 세워줬다. 러시아는 우크라이나 전체를 점령해 유럽과 국경을 맞대는 위험을 부담하기보다는 대대적인 공격으로 시장을 한번 놀라게 한 후, 서방국과의 협상을 통해 우크라이나의 나토 가입 포기, 러시아의 돈바스 지역 흡수 혹은 독립국 지위 유지, 그리고 장기적으로 노드스트림-2 최종승인(지금 당장은 여론 때문에 어려울 것이다) 등을 협상할 것이다.

### 유럽이 소극적일 수 밖에 없는 이유

그럼 유럽 입장에서 보자. 냉정하게 말하면 유럽이 이토록 러시아에 휘둘린 이유는 에너지 의존도가 너무 높았기 때문이다. 유럽 전체 천연가스 이용량에서 러시아산 비중이 40%, 원유 비중이 20% 가량이다. 유럽이 이 지경이 될 때까지 뭘 했는가에 대한 의문이 생기기 마련인데, 그 중심에는 EU 맹주국인 독일이 있다. 매년 독일은 러시아로부터 유럽으로 향하는 노드스트림-1(매년 550억m<sup>3</sup>) 가스관 통행세를 명목으로 3조원 가량의 통행료를 받는다. 그리고 노드스트림-1에서 얻은 값싼 천연가스를 전기로 전환해 주변국인 프랑스, 네덜란드, 스위스 오스트리아에 판매해서 얻는 부수적인 수익도 상당하다. 이렇게 수출되는 전환된 전력은 매년 \$50억, 천연가스 재수출 규모도 \$30억에 달한다(2019년 기준). 독일의 러시아산 천연가스 의존도는 55%다. 일각에서는 독일의 의존도가 너무 높아 위협할 수도 있다고 걱정한다. 하지만 유럽에서 가장 큰 천연가스 재고를 보유하고 있고 위기가 발생하면 천연가스 재수출을 중단하고 1년 넘게 사용할 수 있는 재고를 홀로 소진하면서 버티면 된다. 그리고 러시아 입장에서 EU의 맹주국이자 유럽의 문지기를 충실히 하면서 러시아의 천연가스를 공급해주고 있는 독일과 척을 질 필요도 없다. 독일은 자국의 실익을 위해서는 노드스트림-2의 승인이 빠르면 빠를수록 유리하지만 유럽내 반대 여론으로 쉽사리 승인을 하지 못하고 있는 상황이다. 다시 돌아가서 유럽 입장에서는 우크라이나 사태의 장기화는 원치 않는 시나리오다. 그들이 가장 걱정하는 것 두 가지는 (직접적인 러시아와의 전면전은 이미 완전히 배제), 러시아와 나토국이 우크라이나라는 완충지대 없이 국경을 맞대는 것과, 쏟아지는 난민일 것이다. 이들도 어느 정도 선에서 외교적으로 마무리되길 원한다.

### 미국도 적극적인 개입은 어렵다. 미국 주도의 외교적 마무리 원할 것

미국도 푸틴이 벌여놓은 이 사태를 확산시키고 싶어하지 않는다. 러시아의 무자비한 침략이 단행된 직후 '역대급 제재'를 예고했던 바이든 대통령의 성명에서는 별다른 내용이 없었다. 미국은 러시아에 반도체 등 하이테크 제품 수출을 통제하고 러시아의 4개 주요 은행을 제재 대상에 추가하는데 그쳤다. 시장이 우려했던 러시아 에너지 수출에 대한 제재도 없었고 SWIFT(국제은행연합회) 접근 금지 조치도 없었으며, 미군의 적극적인 개입에 대한 일말의 기대조차 주지 않았다. 미국이 7,000명의 병력을 추가 파병을하기로 결정했지만 우크라이나 주변국도 아닌 1,500km나 멀리 떨어진 독일로의 파병이고 미군은 우크라이나 영토 내에서 전투를 벌이지 않을 것임을 명확히 하면서 오히려 소극적인 대처라는 비난을 받았다. 또한 우크라이나 파병에는 명확하게 선을 그었다. 미국 입장에서는 우크라이나에 파병해서 얻을 수 있는 실익이 부족하다. 굳이 나서서 전쟁 반대 여론을 자극할 필요가 없고, 괜히 러시아를 자극시켜 중남미 지역에 러시아의 전략핵 배치 가능성을 높이고, 러시아와의 (핵전쟁을 포함한) 전면전 우려를 키울 이유가 없기 때문이다. 지지율이 하락하고 있는 바이든 대통령은 우크라이나 사태 부각으로 국내 불만의 시선을 대외적으로 돌리고 러시아와 협의를 '단호하게' 주도해 나가는 모습을 보여주며 지지율 반등을 노릴 공산이 크다.

차트13. 삼면에서 동시다발적으로 공격 시작한 러시아



출처: AP통신

차트14. 공격받은 우크라이나 주요도시들

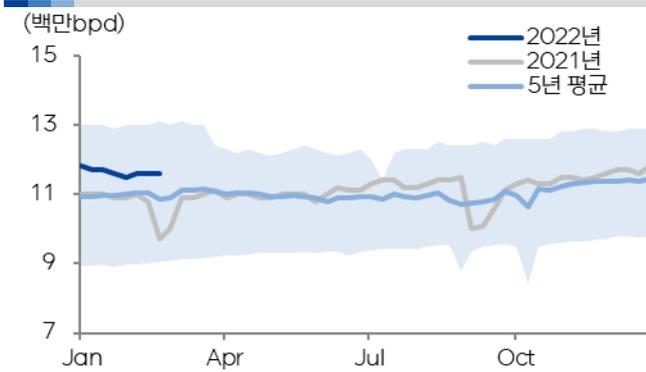


출처: 알자지라

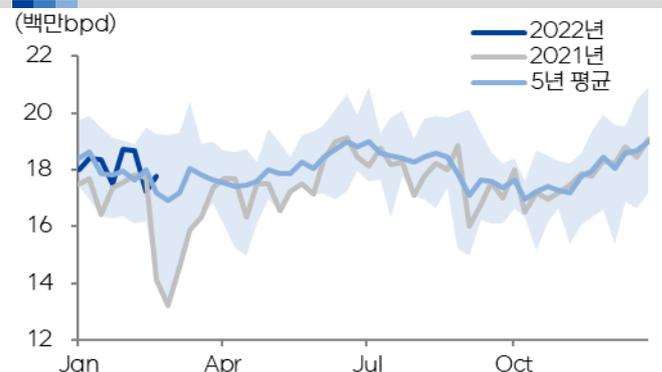
**외교적인 봉합까지는 지지력 유지되겠으나, 이후 하방 압력 우세**

일단 러시아가 전면전을 시작했기 때문에 당분간은 이에 따른 공급 차질 우려가 부각되며 천연가스 가격은 지지될 것이다. 다만 안타깝게도 당사국인 우크라이나의 의지와는 상관없이 서방국들과 러시아의 입맛과 실익에 따라 이번 러시아의 침략은 거의 반강제적으로 우크라이나가 많은 것(돈바스 지역, 나토 가입)을 포기하는 굴욕적 합의가 이루어질 가능성이 높다. 한때 세계 3위 핵보유국이었던 우크라이나(구소련이 서방국을 겨냥해 핵무기 배치)는 1994년 러시아, 미국, 영국과 부다페스트 각서를 체결하고 비핵화에 나서는 대신 안전보장과 경제 원조를 약속 받은바 있다. 하지만 지난 2014년 러시아의 크림반도 합병 당시도 겪었듯이 미국과 영국은 우크라이나를 위한 군사적 지원이나 적극적인 방어를 나서지 않았고 이번에도 우크라이나의 안전을 지켜주지 못했다. 세계 경찰을 자처하고 세계 평화를 외치던 서방국들도 결국 자국의 실익이 부족하거나 해가 될 경우 다른 국가를 위한 행보를 극도로 자제하는 것을 재확인한 계기가 되었으며 40%에 달하는 유럽의 러시아 천연가스 의존도가 우려대로 외교적 압박용으로 이용되고 있음을 여실히 보여주었다. 주요 천연가스 소비국들의 겨울이 마무리 국면에 접어든 가운데, 우크라이나 사태를 제외할 경우, 따듯해지는 날씨와 유럽 에너지 우려 완화, 러시아 에너지 수출 제재 우려 해소 영향에 \$3 후반까지 하방 압력이 우세할 전망이다.

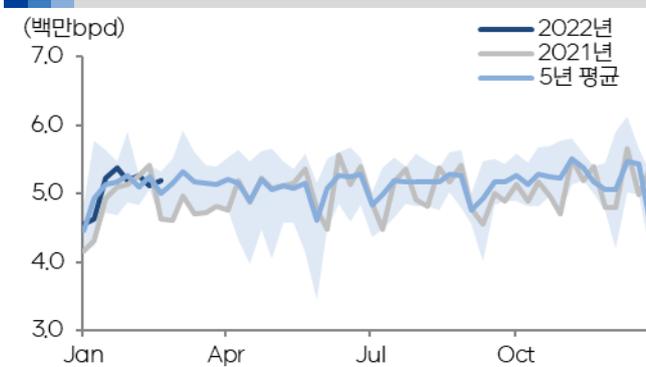
미국 원유 생산 (5년 Range)



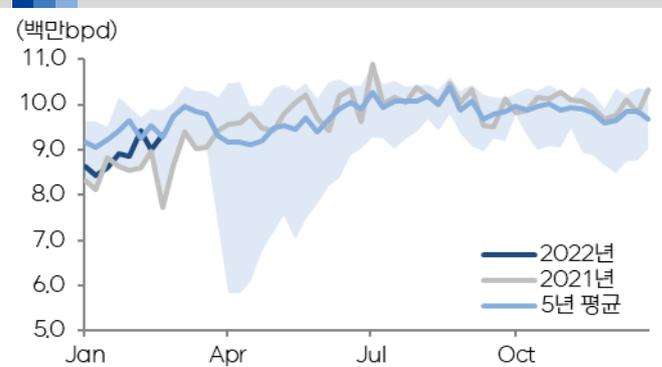
미국 원유 수요 (5년 Range)



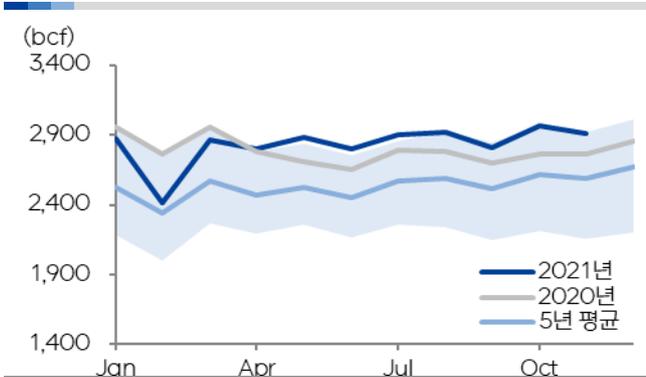
미국 정제유 수요 (5년 Range)



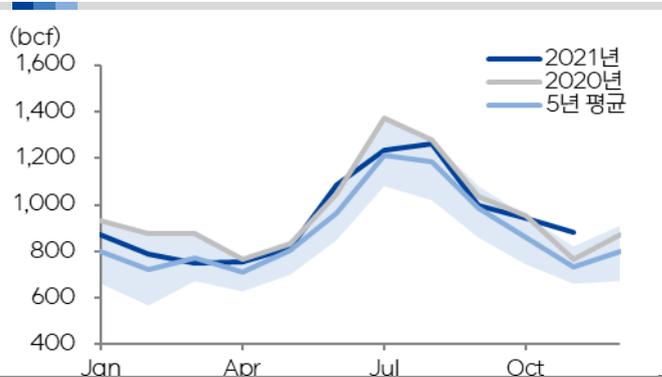
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



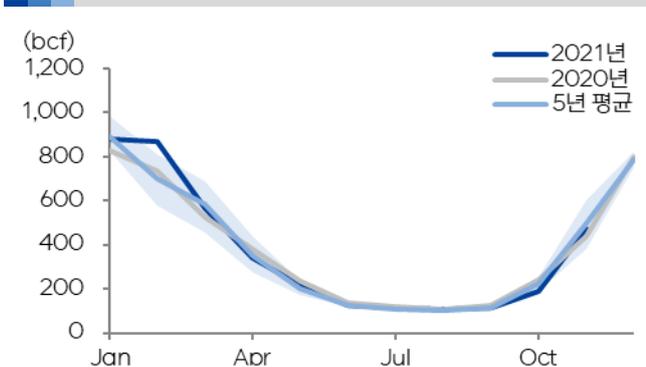
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



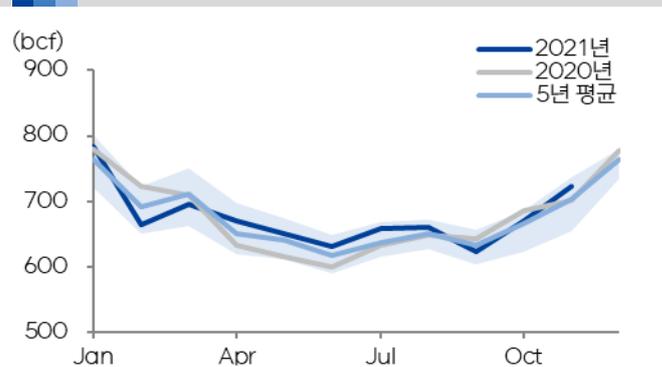
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)

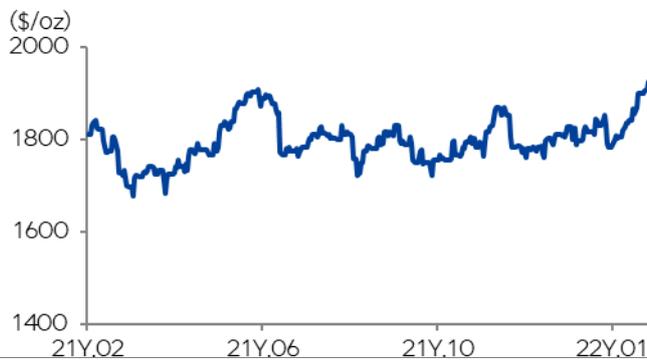


미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)

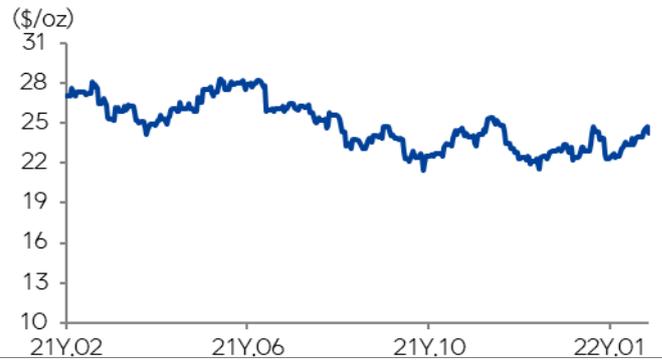


\*상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

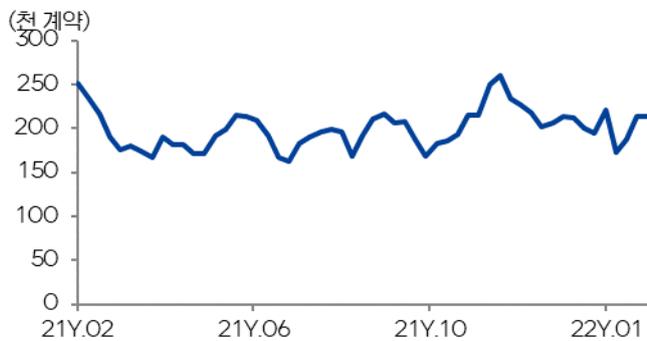
금 가격 추이



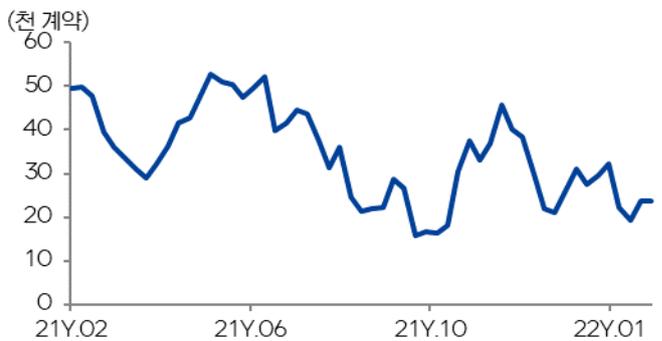
은 가격 추이



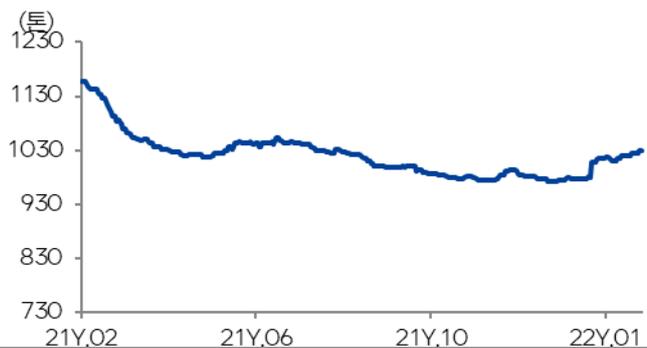
금 비상업적 순매수 포지션



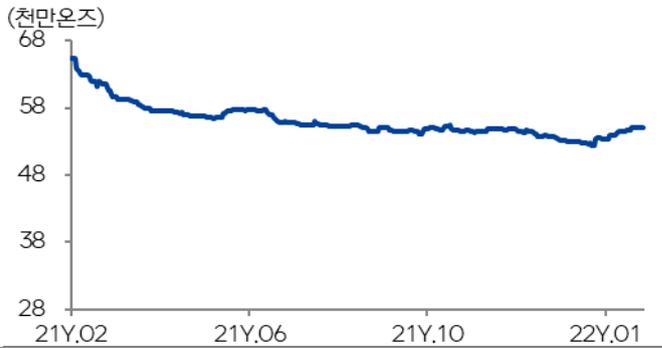
은 비상업적 순매수 포지션



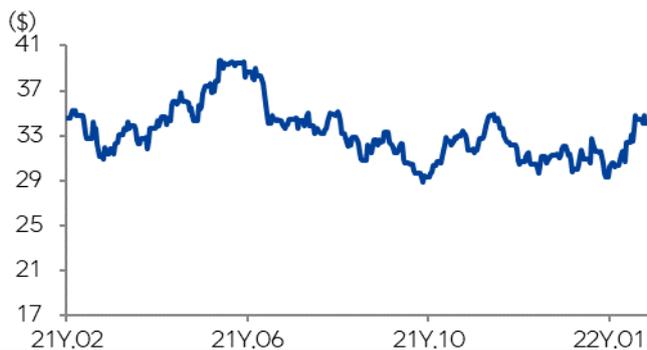
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

