

2023. 10

SAMSUNG FUTURES MONTHLY

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

여전히 어려운 10월 금융 환경

- 품목별로 차별화된 펀더멘털
- 부동산 불안은 남아있지만, 바닥 다지고 반등 시도
- 많은 변수와 우려가 상존하는 미국
- 실수로 회복 둔화와 공급 확대에 전기동 재고 증가
- 아직까지 유효한 알루미늄 수요 기대, 그러나 약세 분위기 우세
- 낮아지는 글로벌 전기차 성장 속도는 니켈 수요 위협 요인

원유

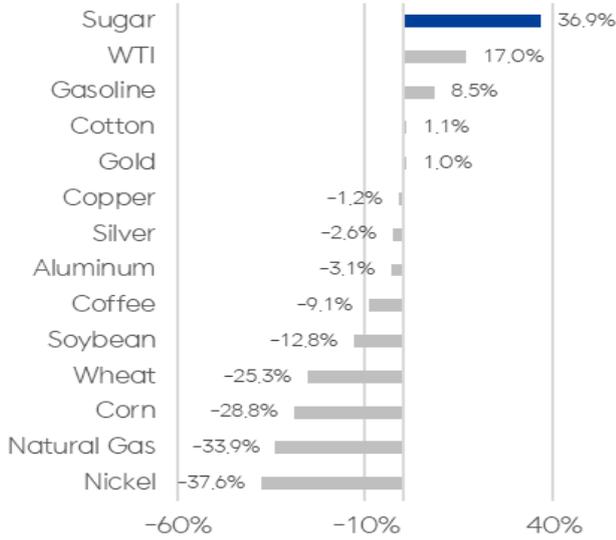
미국이 원하는 유가와 사우디가 원하는 유가

- 여전히 어색한 미국과 사우디
- 다시 주목받는 에너지 물가
- 기회를 포착한 중국
- 사우디의 사정
- 전기차 전환에 따른 수요감소와 대체 수요의 부재
- 사우디가 필요한건 명분과 실익
- 하방 압력 우세할 10월

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.

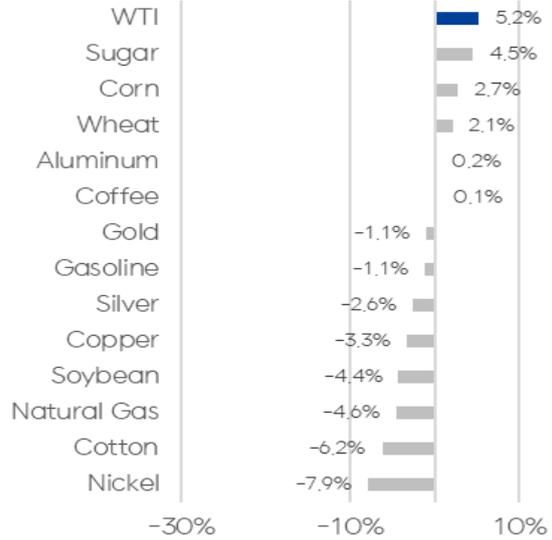
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 9/22 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

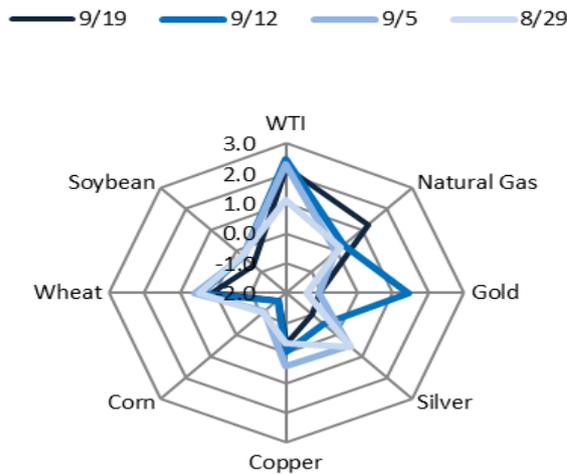
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

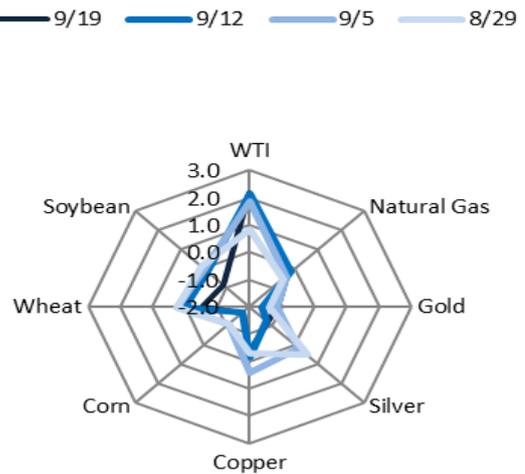
Commodities CFTC 포지션 분석

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

9월 동향: 품목별로 차별화된 펀더멘털

9월 비철: 혼재된 수급 이슈

9월 비철은 매크로 영향에는 유사한 움직임을 보였지만 혼재된 수급 이슈에 품목별로 등락을 달리했다. 전기동은 전세계 제조업 경기 침체와 제련소 공급 과잉으로 LME 재고가 지속적으로 상승하자 하락했고, 니켈은 초과 공급 폭이 꾸준히 확대되어 하방 압력이 우세했다. 알루미늄은 전력 비용 상승과 중국 계절적 성수기 진입에 재고 감소 우려가 제기되었고 아연은 중국 부동산 회복 기대와 조강 생산량 증가에 상승했다.

강달러와 매파적 연준에 하락, 중국 경제지표 반등과 부양책 기대에 상승

공통적으로는 ▽중국 PMI 위축과 위안화 가치 절하 ▽건축 지속 가능성에 따른 강달러와 ▽연준의 매파적 스탠스에 하락했고, △미국 근원 인플레이션 둔화 조짐과 △중국 경제지표 반등/적극적인 부양책으로 인한 회복 기대 △중국 부동산 디플트 우려 완화에 상승했다.

연준의 고금리 장기화 시사에 하방 압력 받은 비철

8월 중국 국영 제조업 PMI는 49.7을 기록해 예상치와 전월치를 웃돌았지만 5개월 연속 기준선인 50을 하회했고 비제조업 PMI는 전달보다 0.5포인트 낮아진 51로 나타났다. 8월 중국 무역흑자는 예상치(738억 달러)를 하회하는 683.6억 달러로 집계되었고, 중국 위안화 가치 역시 2007년 최저치를 기록하며 중국 금속 수입 수요에 제동을 걸었다. 달러화 상승세도 비철 가격에 하방 압력을 가했는데, 유가 급등세로 인플레이션 경계심이 유지된 데다 ISM 서비스업 PMI 등 미국 경제 지표도 호조를 보였기 때문이다. 월말 FOMC에서는 연준이 시장 예상대로 금리를 동결했으나 건축 의지를 재차 강조했으며 점도표상 2024년 인하 수준이 하향 되면서 고금리 장기화 가능성이 다시 제기되었다.

중국 부동산 부양책과 경기 개선 기대감 속에 반등한 비철

한편 비철은 미국 8월 근원 소비자물가가 전월에 비해 크게 둔화했으며 22개월만에 최저치를 기록하자 상승했다. 중국 부양책 시행에 따른 경기 개선 기대감 속에 반등하기도 했는데, 당국은 금융기관의 지급준비율과 외화 지준율, 주담대 이자율 및 주택 초기 계약금 비율을 인하하며 침체된 부동산 시장을 살리기 위해 노력했다. 중국 8월 CPI가 반등에 성공함과 동시에 생산자물가의 하락폭이 둔화된 점 역시 디플레이션 우려를 잠재워 중국 경제 전반에 대한 낙관 분위기를 형성했다. 8월 소매판매와 산업 생산도 전년 동기 대비 각각 4.6%, 4.5% 증가하며 전망치를 상회했다. 추가적으로 비구이위안이 달러채 미지급 이자를 지급해 디플트 위기를 피한데 이어 역대 채권 8건의 원금 상환 연장에 성공한 점도 중국 부동산 우려 완화에 기여했다.

9월 가격 등락률 (2023. 09.01 ~ 2023. 09. 22)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률	-3.3%	+0.2%	+3.1%	-1.5%	-7.9%	+1.7%

10월 전망: 여전히 어려운 금융 환경

부동산 불안은 남아있지만, 바닥 다지고 반등 시도

어느 정도 진정된 중국 디벨로퍼 디폴트 우려

8월 7일 비구이위안이 달러채 이자 상환에 실패하면서 금융 시장을 강타했던 중국 디벨로퍼들의 디폴트 우려는 9월에 들어서면서 다소 진정되었다. 비구이위안은 9월 5일 달러채 이자를 성공적으로 상환하며 채무 불이행 상황을 피했고, 9월 20일 총 9개의 본토 채권의 3년 만기 연장에 성공하며 채권 유동성 위기는 일단락되었다. 당국 역시 비구이위안 사태 이후 부동산 시장 부양을 위한 보다 적극적인 정책 대응에 돌입하면서 부동산 거래도 회복 기미가 보이고 있다.

생애 첫 주택 자격 완화 확대

8월 말 중국 정부가 생애 첫 주택 자격 요건 완화 방침을 발표한 이후 4대 일선 도시인 베이징, 상하이, 선전, 광저우가 모두 같은 시책을 도입했으며 난징과 항저우 등 2선 도시들도 시행에 나서며 지금까지 24개 도시로 확대되었다. 생애 첫 주택 요건 완화는 과거 주택을 구입했다라도 현재 무주택자가 주택을 매입하면 생애 첫 주택으로 간주하고 모기지 금리와 대출 한도 등 혜택을 부여하는 정책이다. 베이징의 경우 무주택자가 주택 구매 시 기존 금리가 5.25%였다면 현재는 4.75%로 인하되었으며, 대출 한도 역시 주택 가격의 20%에서 65%로 확대되었다. 중국 부동산 연구기관인 베이커 연구원에 따르면 조치 시행 후 셋째 주인 9월 11일~17일 베이징, 상하이, 선전, 광저우 등 4대 일선 도시의 주택 거래량은 이전보다 50% 늘었으며 베이징과 상하이는 집값이 1% 올라 정책 효과가 나타나는 것으로 보인다.

중국 부동산 부양책 확대

당국은 또한 주택 초기 납입금인 서우푸 비율도 첫 구매 시 20%, 두번째 구매 시 30%로 일괄 설정했는데, 그동안 일부 도시에서는 서우푸 비율이 80%에 달했기에 이번 방침은 부동산 구매에 대한 부담도 낮출 수 있다. 인민은행 역시 올해 3월 이후 처음으로 지급준비율을 25bp 하향 조정했으며 지방 정부들도 부동산 수요 촉진 정책을 꾸준히 발표하고 있다. 선양과 난징, 칭다오 등 주요 도시에서 주택 구매 제한이 완화된 가운데 1선 도시인 광저우는 일부 지역에 대해 주택 구매 제한을 완화했으며, 광저우시 거주 주민이 아닌 대상에게도 2년간 개인소득세 납부가 증명될 시에는 주택 1채 구매를 허용했다. 구매 제한 완화는 과거 부동산 정책 기조와의 뚜렷한 차별점으로 인식되며, 4분기에도 경제 회복 가속화를 위해 추가적인 부양책(금리 인하, 규제 완화 등)이 도입될 것으로 예상된다.

여전한 중국 경제 성장 우려

다만 아직까지 중국 경제 성장에 대한 우려는 여전한 편이다. OECD는 2023년 중국 경제 성장률 전망치를 5.4%에서 5.1%로 하향 조정했으며, 로이터 통신이 중국 국내외 애널리스트를 대상으로 한 설문조사에서 올해 중국의 GDP 성장률은 7월 조사(5.5%) 당시보다 낮아진 5.0%로 전망되었다. 8월 전월비 70개 도시 신규 주택 가격 역시 7월(-0.23%)보다 크게 하락(-0.29%)했는데, 이는 지난 10개월만의 최대 낙폭이다. 다양한 부동산 정책에도 가계가 고용 등으로 불안에 시달리고 있어 주택 판매는 부진에서 헤어나지 못하는 것으로 보인다. 본격적인 수요 회복까지는 시차가 필요할 것으로 판단되며, 당국은 9~10월 전통적인 부동산 성수기를 맞아 부양 강도를 높일 것으로 예상된다.

국경절 연휴로 소비 개선 기대 상존, 부양책 효과와 성수기 진입한 건설 부문이 하방 경직성으로 작용

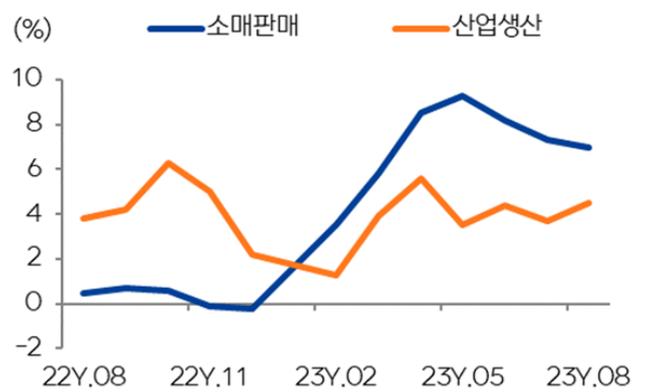
중국 경제는 여전히 어려운 국면에 놓여 있지만 강력해진 정책에 추가적인 악화는 제한적일 것으로 보인다. 인민은행은 통화 확장 기조를 이어가고 있고 누적된 부양책 효과 고려 시 경기 바닥 확인 가능성은 높아졌다. 게다가 최근 제조업 지표 역시 반등해 저점을 확인시켰는데, 8월 차이신 제조업 PMI(51)는 기준선인 50을 상회하면서 제조업 경기 회복 기대감을 형성했고 8월 산업생산은 4.5%로 기록되며 예상치(+3.9%)를 웃돌았다. 주요 경제지표들이 반등한 가운데 다가오는 국경절 연휴(9/29~10/8) 역시 소비 개선 기대감을 불러 일으킨다. 국경절 연휴 기간 국내선 운항 승객은 1,535만 명에 달해 코로나 이전인 2019년보다 20% 급증할 것으로 예측되며, 시장은 연휴 기간 동안의 내수 회복 가능성을 기대하고 있다. 종합하자면, 10월 비철은 중국 국경절 연휴로 소비 개선 기대가 상존하는 가운데 정부의 부양책 효과와 건설 부문이 성수기에 진입한 점이 하방 경직성으로 작용할 전망이다.

차트 1. 중국 CPI, PPI 반등



출처: Bloomberg

차트 2. 중국 산업생산과 소매판매 건조



출처: Bloomberg

차트 3. 중국 제조업 PMI



출처: Bloomberg

차트 4. 비구이위안 사태 이후 부양책 정리

발표일	주요 내용
8월 21일	1년 만기 LPR 금리를 3.45%로 10bp 인하
8월 25일	무주택자에게 생애 첫 주택 구매자와 같은 혜택 부여(대출 금리 인하)
8월 25일	은행 및 자산관리회사의 부동산 통한 불량채권 상환 관련 감세정책 2027년까지 실시
8월 27일	주식거래 인지세 0.1% 인하(증시 활성화)
8월 30일	전국 모든 지역의 LTV 상한을 80%(생애 첫 주택)과 70%(2주택 이상)로 조정
9월 1일	외화 지준율 6%→4% 인하(위안화 환율 안정화)
9월 15일	지준율 25bp 인하

출처: 삼성선물

많은 변수와 우려가 상존하는 미국

연준과 시장의 동상이몽

연준은 9월 FOMC에서 연내 추가 긴축 가능성을 시사하며 고금리 장기화 의지를 표명했다. 그러나 시장은 대체로 11월 FOMC에서는 금리가 동결되며, 설사 인상되더라도 그 시점은 12월 일 것으로 예상하고 있다. 이는 미국과 유럽의 경기 둔화 속도가 빨라지고

있고 그동안의 금리 상승으로 인한 부담이 누적되었으며, 학자금 대출 상환 유예가 종료되어 소비 여력이 축소되었기 때문이다. 실제로 9월 24일 CME 페드워치상 11월 FOMC에서의 인상 확률은 25%에 불과하며, 12월 인상 확률 역시 35% 수준이다.

10월에 확인되어야 하는 몇 가지 지표

다만 금리 인상 사이클의 종료에 다가서기 위해서는 9월 말~10월 중순 미국 지표와 전미 자동차 파업 상황, 유가 상승 추이가 우호적으로 확인되어야 한다. 8월 핵심 PCE 물가는 9월 29일 공개되며 9월 고용 보고서(10/6)와 9월 CPI 및 9월 FOMC 회의록(10/12) 발표 역시 예정되어 있다. 주거비와 중고차 가격 하락을 감안했을 때 인플레이션의 상승률은 연말까지 안정될 것으로 보이지만 9월 취업자 증가 규모가 견조하고 에너지 가격이 높은 수준에서 유지된다면 추가적인 통화 긴축 당위성이 커질 수 있다. 3대 완성차 업체가 속한 미국 전미자동차노조(UAW) 조합원들이 동시다발적인 파업에 돌입한 점 역시 인플레이션을 악화시킬 수 있다. UAW는 약 일주일 만에 20개 주에 걸쳐있는 GM과 스틸란티스의 38개 부품공급센터로 파업 범위를 확대했는데, 파업이 장기화되면 자동차 가격에 상당한 상승 압박을 가할 전망이다.

예산안 협상 불발로 인한 섀다운 역시 또다른 변수

다만 미국 예산안 협상 불발로 인한 섀다운(업무 중단)은 긴축 환경 완화 요인이다. 미국 정부는 2024년 회계 연도가 시작하는 10월 1일 전에 예산안을 처리해야 하고, 합의에 실패할 경우 연방정부의 섀다운은 현실화된다. 현재 하원은 공화당이 장악하고 있는데 최근 공화당 내 강경파의 반대로 예산안 처리에 실패했고, 새 회계연도가 시작되기 전에 통과될 가능성은 점점 낮아지고 있다. 연방 정부 운영이 멈추면 주요 경제 지표의 발표가 지연되거나 중단돼 11월 연준의 통화 정책 결정은 차질(연내 금리 인상 우려 완화)을 빚을 수 있다. 그러나 한편으로 섀다운 가능성은 위험 심리를 압박하는 요인이기에 안전 자산인 달러화의 매력을 높일 수 있다는 점에서 비철 가격에 부정적이다.

모멘텀 둔화 가능성이 상존한 10월 비철

9월 FOMC에서의 매파적 메시지는 강렬했으나 10월에는 전미 자동차 파업 장기화와 예산안 협상 불발로 인한 섀다운 등이 새로운 화두로 떠오를 것으로 보인다. 따라서 비철 시장은 중국 경기 부진과 연준의 긴축을 제외하고도 단기적으로 여러 경기 우려에 노출되어 있으며 경기 모멘텀 둔화 가능성이 상존할 것으로 판단한다.

개별 비철금속 전망

I. Copper

재고 증가세로 하락 압력 우세한 9월 전기동

9월 전기동은 LME 재고 증가세가 강화되어 실수요 회복 둔화에 대한 우려가 짙어지자 하락 압력이 우세했다. 9월 21일 LME 재고는 162,900톤을 기록했고, 이는 2022년 5월 이후 최고 수준이다. Cash-3M 스프레드 역시 단기 공급 상황을 반영해 4개월 만의 최고치인 64C를 기록했다. 게다가 Cancelled Warrant(출고예정재고) 비중은 0.2%에 불과했는데, 3개월 전만 해도 전기동 재고가 거의 2년 만에 최저치로 하락했던 것과 비교하면 급격한 반전이다. LME 재고 상승은 공급 증가와 수요 약화를 의미할 수 있다. 세계 최대 구리 소비국인 중국은 한동안 예상보다 부진한 경제 지표를 발표해왔으며, 최근 구리 재고가 대량 유입된 지역인 유럽과 미국의 제조업 부문은 상당히 위축된 상태를 유지해온 바 있다.

**급증한 중국 전기동 생산과
구리 정광 수입**

8월 중국 비가공 구리 및 구리 제품 수입 감소 역시 LME 재고 급증 현상과 궤를 같이 한다. 8월 중국 비가공 구리 수입량은 47만 3330톤으로 전년 동기 대비 5% 감소했는데 이는 국내 제련업체들이 생산량을 늘렸고 경기 침체로 인해 수요가 줄었기 때문이다. 반면 중국 국내 전기동 생산이 늘면서 8월 구리 광석 및 정광 수입량은 전년 동기 대비 10.9% 증가했으며 사상 최고치인 270만 톤을 기록했다. SMM사에 따르면 8월 중국 제련 구리 생산량은 전년 동기 대비 15.5% 증가한 98만 9900톤이었고, 전기동 업계 평균 가동률은 92.02%로 전월 대비 5.53%p 상승했다. 9월 생산량은 98만 6100톤으로 전월보다 소폭 감소하지만 전년 동기 대비로는 8.5% 증가할 것으로 전망된다.

**전세계 원광 공급 증가도
가격 하락 요인**

생산 증가와 더불어 전세계 구리 원광 공급이 지속적으로 증가하는 점도 전기동 가격 하락 요인이다. 세계 2위 생산국인 페루의 7월 구리 생산량은 전년 동월 대비 17.7% 증가한 22만 9728톤으로 집계되었고 구리 광산은 점점 더 확장되고 있다. 최근 러시아 최대 미개발 구리 매장지인 Udokan(15만 톤/y)에서 생산이 개시되었는데 Udokan 광산의 매장 규모는 2,670만에 달한다. 광산 기업인 Barrick사 역시 구리 생산 확대 방침을 본격화했다. Barrick사는 파키스탄 Reko diq 광산 등을 통해 2031년까지 약 45만 톤 규모의 구리 생산을 달성할 방침이다.

중남미 광산 파업도 피한 9월

9월 전기동은 통상적인 상승 이슈인 중남미 광산 파업도 피했다. Cobre Panama의 노조는 9월 9일 파업에 들어갈 예정이었으나 FQM사가 이윤 분배 및 급여 인상을 골자로 한 협상 타결에 성공하면서 계획이 중단되었다. Cobre Panama는 세계 구리 생산량의 1.5%, 파나마 GDP의 4%를 차지하는 거대 광산이다. 세계 최대 구리 생산업체인 Codelco사 역시 El Teniente 광산의 노조와 단체 교섭 계약을 조기 합의하면서 생산 차질이 빚어질 가능성을 피했다.

**상승이 제한될 10월 전기동,
다만 건설 성수기와 부양책이
하단 지지**

10월 전기동 가격은 전기동 및 구리 정광 생산 확대와 글로벌 제조업 위축으로 상승이 제한될 수 있다. 재고 증가세가 지속되는 가운데 공급발 지지 요인이 부재하다는 우려도 시장에 반영될 전망이다. 다만 9~10월 중국 건설 성수기와 정부의 적극적인 수요 진작 노력이 전기동 하단을 지지할 수 있다. 하반기로 갈수록 부동산 중심 전기동 수요가 회복될 것으로 예상된다.

차트 5. LME 전기동 재고 추이



출처: Bloomberg

차트 6. 중국 월별 전기동 생산



출처: Bloomberg

II. Aluminum

에너지 가격 오르면서 강보합 시현한 9월 알루미늄

9월 알루미늄은 유가가 높은 수준을 유지하면서 여타 비철 대비 나은 모습(+0.2%)을 보였다. 알루미늄은 생산 과정에서 다량의 에너지를 사용하기에 에너지 가격에 민감한 모습을 보인다. WTI는 22년 11월 이후 처음으로 배럴당 90달러를 돌파했고 중국 정부가 소형 탄광 개발을 제한하면서 전력용 연료탄 가격은 전월 대비 8% 가까이 상승했다. 다만 중국 8월 알루미늄 생산이 회복된 점은 가격 상승폭을 제한했다.

역대 최고치 기록한 8월 중국 알루미늄 생산량

8월 중국 알루미늄 생산은 전년 대비 3.1% 증가한 360만 톤으로 역대 최고치를 기록했다. 8월에 폭우가 내리면서 수력발전을 이용한 제련기업들의 가동률이 상승하는 등 가뭄으로 인한 문제가 해결된 것이다. SMM사에 따르면 9월 중국 총 알루미늄 생산량 역시 전년 대비 5.1% 증가한 351만 톤에 이를 것으로 추정된다. 그동안 화력 발전으로 전력을 조달하던 중국 알루미늄 기업들이 환경 오염 방지 및 생산비용 절감을 위해 남서부의 수력 발전 지역으로 생산 능력을 대거 이전한 만큼 앞으로도 남서부 지역의 전력 운영 조건에 대한 지속적인 모니터링이 필요할 것으로 보인다.

LME와 SHFE 재고 감소는 수요 기대감에 대한 재고 재구축 행보

국제알루미늄연구소(IA)에 따르면 8월 세계 1차 알루미늄 생산량은 중국 생산량 급증에 힘입어 전년 동기 대비 2.4% 증가한 604만 4000톤으로 나타났다. 중국은 거기서 그치지 않고 8월 전년 동기 대비 38.9% 증가한 278,658톤의 알루미늄을 수입하기도 했다. 놀라운 점은 9월 22일 LME 창고의 알루미늄 재고량은 전일 대비 1,250톤 감소한 482,300톤으로 집계되어 7개월래 최저치를 기록했으며 C/W 비율은 전일 대비 5.4%p 증가한 57.6%에 육박했다는 것이다. 9월 SHFE 알루미늄 재고 역시 10만 톤 아래로 떨어졌는데, 이는 12월 이후 최저치이며 3월 최고치의 3분의 1 수준에도 미치지 못한다. LME와 SHFE 창고의 재고 감소는 수요 증가가 생산 증가를 상쇄했다는 뜻인데, 아직까지 경기 반등이 가시화되고 있지는 않기에 실제 수요라기보다는 제조업의 계절적 회복과 국경절 연휴 이후의 중국 수요 기대감에 대한 재고 재구축 행보인 것으로 판단된다.

알루미늄 구매 계약은 지연되는 모습

실제로 9월 스페인 바르셀로나에서 열린 Fastmarkets사의 알루미늄 컨퍼런스에서도 수요 둔화로 인해 알루미늄 구매 계약이 지연되는 모습이 보이고 있다. 알루미늄 구매자와 생산자들은 통상적으로 Fastmarkets 컨퍼런스에서 다음 연도의 공급 계약을 협상하지만 올해는 내년 전망에 대한 약세 분위기 때문에 거래가 거의 없었다고 전해진다. 최근 수개월간 유럽 지역의 완제품 수요가 감소함에 따라 해당 지역 알루미늄 구매업체들은 과잉 구매 우려를 이유로 2024년 신규 물량 확보를 지연시키는 것이다. 해외 경기 약화는 중국 알루미늄 수출 감소로도 이어졌는데, 중국 비가공 알루미늄 및 알루미늄 반제품 수출은 8월에 전년 동월 대비 19.4% 감소하며 11개월 연속 전년 동월의 수출량을 하회했다.

자동차 부문은 호조 지속

다만 알루미늄의 또다른 전방 산업인 자동차 부문은 여전히 호조를 지속하고 있다. 중국자동차공업협회(CAAM)에 따르면 중국 8월 자동차 판매는 전년 동월 대비 8.4% 증가한 258만 2000대를 기록했다. 이는 정부의 금리 인하와 자동차 판매 촉진 정책 등에 힘입은 결과다. 중국승용차협회(CPCA)에 따르면 9월 중국 승용차 판매량은 전년 동기 대비 3%, 전월 대비 3.1% 증가한 198만 대일 것으로 예상된다. 10월 자동차 판매량 역시 이러한 추세를 이어가 전년 대비 증가하며 알루미늄 수요를 지지할 것으로 보인다.

10월 알루미늄: 수급 여건 확인

10월 알루미늄의 경우 중국 이외 지역에서의 수요 부진은 공급 우려를 완화할 전망이며, 당국의 부양 효과로 실질적으로 중국 수요가 증가할 수 있을지 지켜볼 필요가 있다. 한편 미국 자동차 업계가 9월 15일부터 대규모 파업에 들어간 점도 수요를 감소시켜 알루미늄 재고 증가(=가격 하락)를 야기할 수 있는 요인이다.

차트 7. 중국 월별 알루미늄 생산



출처: Bloomberg

차트 8. 중국 자동차 판매



출처: Bloomberg

III. Nickel

비철 종목 중 가장 크게 하락한 9월 니켈

9월 니켈은 수요의 70%를 차지하는 스테인리스 가격이 하락하면서 부동산 시장 우려에 비철 종목 중 가장 크게 하락(-7.9%)했다. LME 재고가 10거래일 사이에 9% 증가하며 4월 이후 최고치를 기록한 점 역시 니켈 시장을 압박했다. Tsingshan을 비롯한 중국 기업이 건설한 신규 정련 니켈 플랜트가 가동을 시작하면서 Class 1 니켈 시장의 타이트함이 완화되는 모습이다. 9월 20일 LME 3개월물에 대한 현물 가격 스프레드는 톤당 267달러의 콘탱고를 기록하면서 전일의 248C에 비해 더욱 확대되는 등 투자자들의 공급 과잉에 대한 우려가 크게 확산되고 있다.

니켈 초과 공급 폭은 확대되는 추세

실제로 글로벌 니켈 시장의 초과 공급 우려는 여전하며, 심지어는 확대되는 추세다. 국제니켈연구그룹(INSG)에 따르면 7월 세계 정련 니켈 시장은 전년 동기(+1만 5900톤)보다 증가한 2만 8600톤의 초과 공급을 기록했다. 이는 6월의 2만 5400톤 초과 공급보다 증가한 수준이다. 또한 SMM사에 따르면 8월 중국 정련 니켈 생산량은 21,800톤으로 전년 동월 대비 40.65% 증가했고, 9월 생산량 역시 총 23,000톤으로 전년 동월 대비 49.35% 늘어날 것으로 예상된다. 이처럼 정제 니켈 생산량은 연말까지 계속 증가할 것으로 보인다.

인도네시아 원광 공급 문제는 니켈 시장 변수

다만 인도네시아의 원광 공급 문제가 불거진 점은 니켈 시장의 변수로 부상했다. 인도네시아에서 니켈 원광 발급을 총괄하던 정부 고위 관계자가 부패를 이유로 검찰의 조사를 받으면서 니켈 원광 생산 쿼터(할당량)의 발급이 지연된 것이다. 정부가 불법 니켈 조사를 이유로 광산의 생산을 중단시켰을 뿐 아니라 할당량 발급 역시 연기하면서 현지 니켈 제조업체의 생산량 감소는 심각해졌다. 인도네시아 제련소들이 급기야 필리핀산 원광을 대거 수입하면서 필리핀 원광 가격은 전월 대비 20% 이상 상승하기도 했다. Mysteel은 7~8월 수입 물량이 상반기(5만 4000톤)의 2배 수준을 넘겼을 것으로 추정하고 있으며, 4분기에도 필리핀산 니켈 수입은 늘어날 전망이다. 인도네시아 정부는

2023년 연내에 추가로 니켈 원광 생산 쿼터를 발급하지 않을 것이라고 발표(대신 11월부터 24년분 신청 접수)했으며 이는 니켈 광석 공급을 추가적으로 타이트하게 만들 가능성이 높다.

여전히 급증하는 중국 NEV 판매, 그러나 전기차 성장 속도는 낮아질 것으로 예상

한편 중국승용차협회(CPCA)에 따르면 8월 중국 리테일 신에너지차는 71만 6000대 판매되었으며 9월 신에너지차 판매량 역시 전년 동월 대비 22.3% 급증한 75만대로 예상된다. 이처럼 당국의 이구환신(옛것을 새것으로 바꾼다는 뜻) 소비 촉진 정책에 힘입어 중국 전기차 판매가 꾸준히 증가하고는 있지만 향후 글로벌 경기 약세와 소비 축소, 각국의 전기차 보조금 폐지 전망 등으로 전기차 성장 속도는 낮아질 것으로 예상된다.

전기차 보조금 폐지하는 각국 정부, 미국 자동차 노조도 전기차 전환 속도 조절 요구

소비자에게 보조금을 지급해 전기차 구매를 독려했던 각국 정부는 최근 들어 보조금 지원을 축소 또는 폐지하는 중이다. 유럽에서 가장 많은 전기차가 판매되는 독일은 2022년 연말까지 4만 유로 미만 전기차에 최대 6천 유로, 4만~6만 유로 전기차에 최대 5천 유로의 보조금을 지급했지만 올해부터 각각 4500유로, 3000유로로 지급 금액을 축소했다. 게다가 독일 자동차무역중앙협회(ZDK)는 내년 환경 보조금 예산이 기존에 예상했던 14억 유로보다 6억 정도 감소할 것이라고 예상했는데, 예산이 삭감되면 독일 전기차 증가 속도는 더욱 느려질 전망이다. 미국 자동차 노조가 임금 인상 외에도 완성차 업체들의 전기차 전환 속도 조절을 요구하며 파업에 나선 것도 전동화 추세에 걸림돌이다. 전기차는 구성품이 적기 때문에 차량 조립을 위한 노동자도 적게 필요하기에 노조의 이익과 배치될 수밖에 없다. 장기간의 파업은 전기차 도입을 방해할 것이며 그에 따라 이차전지향 니켈 수요 증가는 과거 대비 낮아질 것으로 보인다.

추가적으로 조정 받을 10월 니켈

10월 니켈 가격은 중국 신에너지차 판매 호조에도 불구하고 글로벌 전기차 성장 둔화와 중국 부동산 시장 회복 지연 및 스테인리스 가격 하향세에 추가적으로 조정 받을 전망이다. 다만 인도네시아 쿼터 발급 중단으로 인한 원광 생산 차질 가능성은 니켈 가격 하단을 지지할 것으로 판단한다.

차트 9. 세계 정련 니켈 초과 공급 폭



출처: INSG

차트 10. 국가별 전기차 보조금 지급 추이

국가	기존	변경
한국	2023년 580만~680만원	2024년 약 100만원씩 감소
중국	2017년 최대 6만 위안에 서 점차 축소	2023년 폐지
영국	2011년부터 최대 1500 파운드	2023년 폐지
독일	가격 4만 유로 이하 차량 4500유로	2025년 폐지 가능성
프랑스	소득 수준에 따라 최대 7000유로	탄소배출량 기준으로 지급 개편
미국	IRA 기준에 따라 3750/7500달러	

출처: 언론사 종합

IV. Zinc

부양책과 성수기 기대감 만연했던 9월 아연

9월 아연은 중국 부동산 부양책과 9~10월 성수기에 대한 기대감이 만연했고, 중국 조강생산량이 증가하자 비철 종목 중 가장 큰 폭(+3.1%)으로 상승했다. LME 재고가 단기간에 급격히 감소한 점(9/4 153,575톤 → 9/22 105,400톤)도 투자 심리 개선에 일조했고, 중국 아연 수입 역시 급증하면서 중국 내 타이트한 공급 상황을 반영했다.

7월 정련 아연 수입 급증

7월 중국 정련 아연 수입량은 76,797톤을 기록하면서 전월의 45,329톤에 비해 69.4% 증가했는데, 이는 지난해 동월의 1,982톤에 비해서는 40배 가까이 증가한 수치다. 중국 제련소들이 올해 생산량을 늘렸다는 점을 고려하면 중국의 아연 수요는 더욱 놀랍다. SMM사에 따르면 8월 중국 정련 아연 생산량은 526,500톤으로 전년 대비 13.78% 증가했다. 9월 생산량 역시 전월 대비 37,100톤 증가한 563,600톤에 이를 것으로 예상된다. 게다가 중국 내 아연 생산과 수입 증가에도 불구하고 9월 22일 기준 SHFE 재고는 46,104톤으로 줄어 3월 최고치인 12만 4000톤에는 크게 못 미치는 수준이다.

크게 증가한 중국 조강 생산과 철강 수출

중국 내 아연 수요가 이토록 늘어난 이유는 2023년 중국 조강 생산과 철강 수출이 크게 증가했기 때문이다. 올해 1~7월 중국 누적 조강생산량은 6억 2900톤으로 전년 대비 2.7% 증가했으며, 같은 기간 철강 수출량은 5089만톤으로 지난해 대비 27.9% 급증했다. 최근 중국이 부동산 시장 부실로 위기를 겪고 있다는 점을 감안했을 때 이는 중국의 전체적인 내수 및 수출 부진과는 다른 흐름이다. 중국 철강 제품 가격이 경쟁국인 한국과 인도에 비해 매우 저렴하기에 수출 물량이 급증한 것으로 보인다. 다만 저가 철강 수출이 증가하면서 최근 세계 각국에서 중국산 철강에 대한 경계심이 높아지자 고관세 정책 또한 추진되는 상황이다. 인도는 향후 5년간 중국산 철강에 반덤핑 관세를 부과하기로 했으며 미국과 EU 등은 중국의 철강 과잉 생산을 겨냥한 새 관세를 도입하는 방안을 논의 중이다.

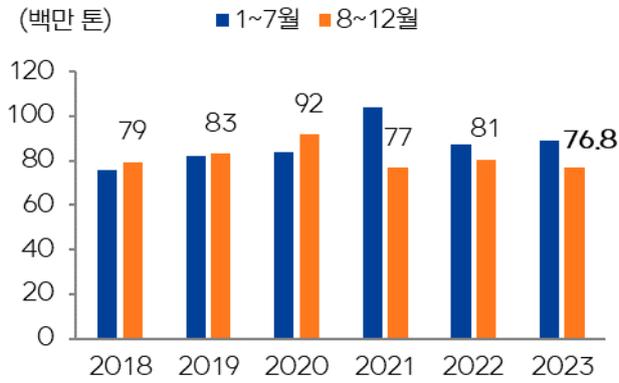
4분기 본격적인 철강 감산 예상

한편 주요 철강 생산지 위주로 향후 본격적인 감산이 예상된다는 점은 아연 도금 수요 감소 요인이다. 텐진시 제철소는 2022년 수준 이하로 생산량을 유지하라는 정부 지시를 받았고 최대 철강 도시인 당산시는 8월 말부터 30~50% 가량의 생산을 제한하고 있으며, 산둥성도 10~15% 축소할 계획이다. 중국 철강 1위 업체인 바오산 강철도 지난해 수준 이하로 유지하라는 정부 방침이 있었다며 4분기부터 본격적으로 감산한다는 계획을 발표했다. 올해 조강 생산량이 작년 대비 감소하려면 8~12월 월평균 조강 생산량은 7,680만 톤 이하(작년 총 조강 생산량 10억 1300톤, 올해 1~7월 누적 생산량 6억 2900톤)로 유지해야 한다. 이는 2018년 이후 가장 낮은 수준으로 남은 기간 감산 강도는 예년보다 강할 것으로 보인다.

10월 아연은 하락 가능성 상존

각국에서 중국산 철강 수출에 대한 반덤핑 관세 정책이 도입되고 감산이 본격적으로 이루어진다면 아연 수요는 둔화될 전망이다. 무엇보다 아직까지 중국 내 철강 실수요가 부진한 상황이라는 점이 문제다. 중국 정부는 부동산 정책을 내세웠지만 상황이 단기간에 회복될 가능성은 제한적이며, 실수요 개선 위해서는 건설 활동 반등이 필요하다. 부양책 기대감만으로 상승 흐름이 유지되는 것은 어렵기에 건설 수요가 뒷받침 되지 않는다면 10월 아연 가격에는 하락 가능성이 상존한다.

차트 11. 8~12월 중국 월평균 조강생산량 추이



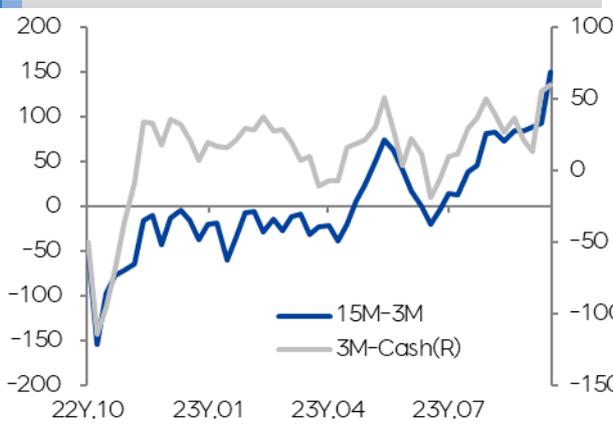
출처: Bloomberg

차트 12. 중국 연간 조강생산량 추이

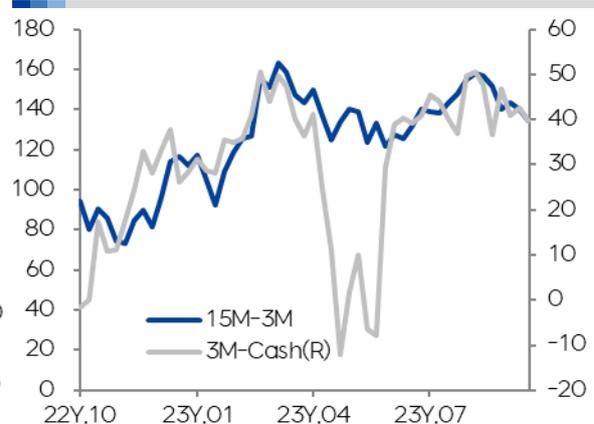


출처: Bloomberg

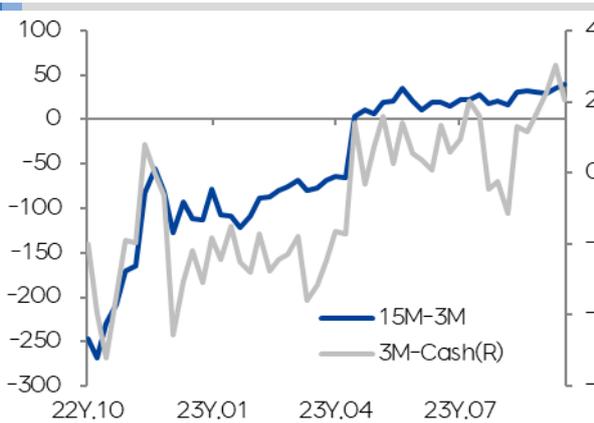
Copper Time Spread



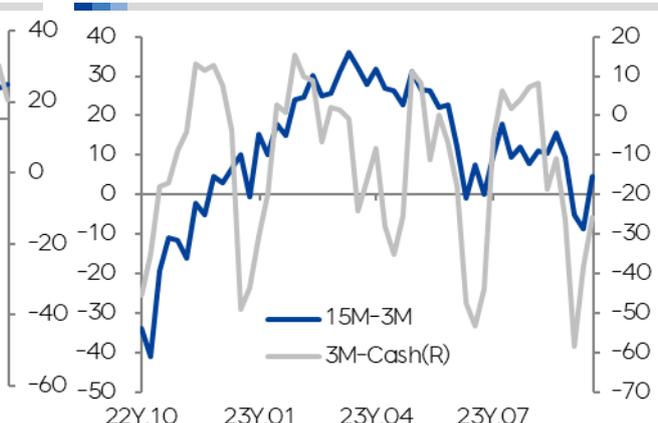
Aluminum Time Spread



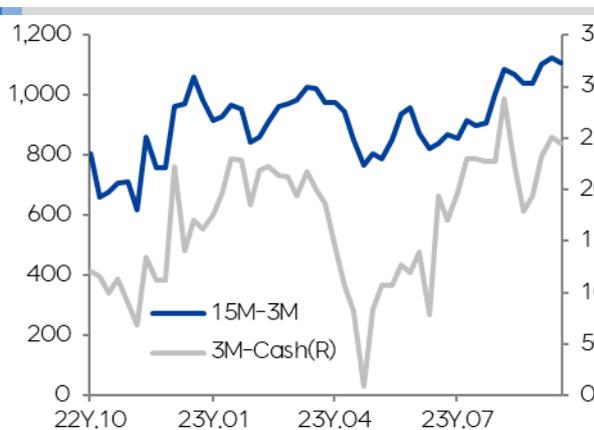
Zinc Time Spread



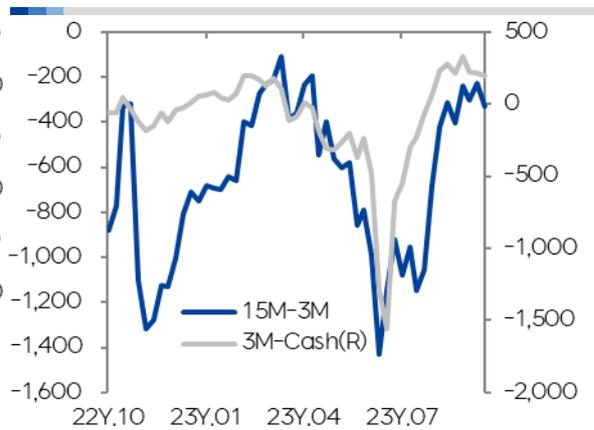
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



Crude Oil

9월 동향: 공급 이슈가 이끈 한 달

\$90 지지와 저항 확인

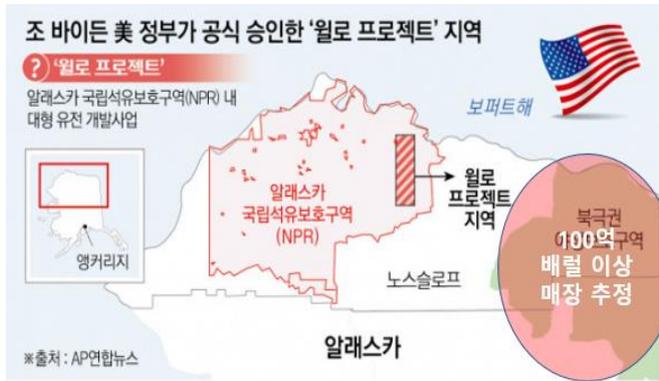
유가는 사우디가 9월 종료 예정인 추가 감산 100만bpd를 연말까지 연장하기로 결정한 영향에 상승해 한때 \$90를 돌파해 연중 최고치를 기록했다. 특히 이번 추가 감산 연장 결정은, 사우디 외환 보유고가 2011년 이후 최저치를 기록하고 이란의 수출이 늘고 있음에도 나온 결정인 만큼, 사우디가 추진 중으로 알려진 세계 최대 에너지 기업 아람코사의 \$500억 추가 상장에 더욱 박차를 가하는 제스처로 해석된다. 사우디의 추가 감산 결정으로 미국은 그나마 물가를 잡아주었던 에너지 물가에 대해 다시 우려할 수밖에 없는 상황이 되었으며, 9월 이후 연준 동결 분위기가 형성된 시장에 또다른 변수가 생겼다. 사우디와 러시아의 추가 감산을 연말까지 연장한 것을 계기로 \$80 부근에서 등락을 반복하던 시장 분위기는 상승 쪽으로 전환됐고 최근 대규모 홍수 피해를 입은 리비아와 원유 절도로 인한 나이지리아 등의 단기 공급 차질 이슈들이 더해져 상승 모멘텀을 이어갔다. 다만 9월 FOMC 회의에서 내년 점도표를 상향하며 금년 추가 인상 가능성을 열어둔 점과 미국의 사우디 관계 개선 노력 등으로 \$90를 하회했다.

10월 전망: 미국이 원하는 유가와 사우디가 원하는 유가

여전히 어색한 미국과 사우디

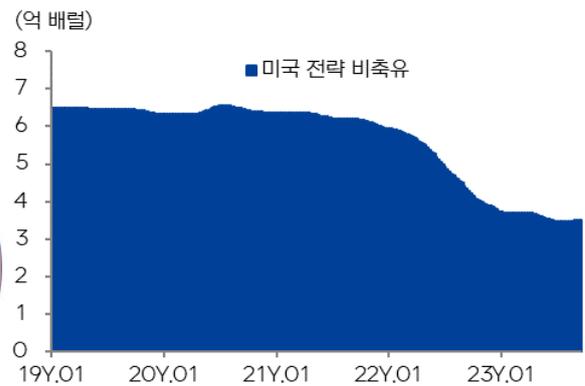
반대를 위한 반대였을까? 바이든 대통령은 임기 시작 직후부터 트럼프 행정부가 승인했던 알래스카 연방정부 토지의 사용과 임대를 전면 금지했고 트럼프와 각별하게 지냈던 반살만 왕세자에 대한 맹비난을 시작했다. 또한 중동지역에 주둔했던 미군부대들을 철수하고 무기 수출도 제한해, 사우디 입장에서는 사우디의 국익도 안보문제도 안중에 없는듯 보이는 미국의 태도에 더욱 실망했다. 우크라이나 사태와 코로나 이후 에너지 물가의 급격한 상승으로 사우디의 도움이 절실해진 바이든 대통령은 뒤늦게나마 여러 차례 사우디 왕세자의 마음을 돌리려 애썼지만 여전히 둘의 사이는 여전히 어색하기만 하다. 증산 요청을 위해 부끄러움을 무릅쓰고 사우디까지 방문했던 바이든 대통령이었지만 사우디는 도리어 추가 감산을 단행해 바이든 대통령을 머쓱하게 만들었다. 또한 이번 G20회의에서도 미국은 여러 차례 사우디 반살만 왕세자와 정상 회담을 요청했지만 이마저도 거절당했다. 미국 바이든 행정부는 아쉬운대로 국내 생산업체들과 정유업체들에게 가솔린 유지보수 자제와 활발한 생산 활동을 요청하고 하반기 예고했던 전략비축유 600만 배럴 바이백을 철화하는 등 나름의 노력을 다하고 있지만 다소 부족해 보인다.

차트1. 알래스카 보호구역 시추와 임대 금지, 월로는 원안대로



출처: 연합뉴스 발췌

차트2. 전략비축유 추가 방출 여력은 제한적

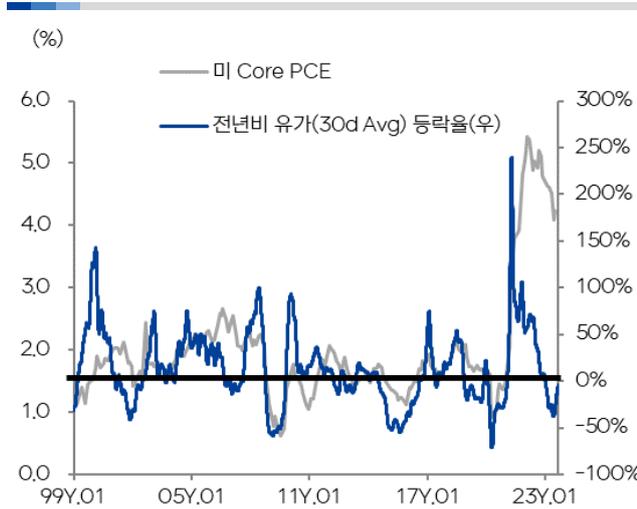


출처: SPR

다시 주목받는 에너지 물가

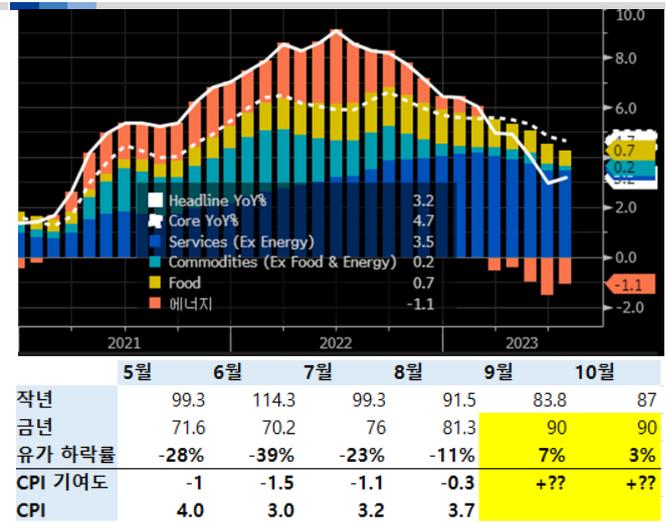
유가 등락률이 에너지 최종 소비자인 가솔린이나 정제유 가격 등락률과 매우 높은 상관성을 보이는 점을 감안했을 때, 9월 에너지 가격 상승에 따른 물가 기여도의 플러스 전환 가능성이 존재하며, 또한 에너지 물가 상승 압력이 근원 물가까지 도달하는데 걸리는 수개월 간의 시차를 감안해 헤드라인 물가가 바닥을 확인한 6월~7월 이후인 9월 전후로 근원 물가의 반등 가능성 또한 예상되는 상황이다. 만약 지금 수준의 유가가 유지될 경우 작년 9월 평균 유가가 83.8불인 점을 감안하면 유가 변동률은 (+)로 전환(+3% 추정)되기 때문에 에너지 물가 또한 헤드라인 물가에 상승 기여로 전환될 가능성이 높다. 9월부터는 기존에 있던 역기저효과가 소멸되는 셈이다. 이렇듯 에너지 물가 상승으로 미국내 물가가 예상보다 안정화가 더디게 이루어질 경우 연준입장에서도 향후 필요이상으로 금리 인상을 단행해야하는 상황이 놓일 수 있고 물가 억제를 위해 수요 둔화를 겨냥해 금리를 올렸지만 에너지 물가 상승으로 물가가 잡히지 않는 최악의 상황에 직면하게 될지도 모른다. 이 경우 미국의 연착륙 가능성은 더욱 낮아지고 부작용들(손익에 미반영된 장기채 손실, 상업 부동산 리스크, 중소 은행들의뱅크런 등)이 더 광범위하게 나타날 수 있다. 연준과 미국 정부 모두 에너지 물가에 대해 걱정하고 있으나 이미 40년래 최저치를 기록 중인 전략비축유의 추가 방출 여력이 제한되어 있는데다 OPEC+의 감산 키를 쥐고 있는 사우디아와의 관계도 안좋다. 또한 단기내 미국 세일업체들의 증산을 유도할 수 있는 유일한 카드인 세금 감면은 민주당의 정치성향과 완전하게 배제되는 정책이고 대선을 앞두고 정치적 부담이 커 고려 대상에서 제외될 가능성이 높다. 그나마 최근 미국이 사우디아와 상호군사조약을 추진하고 있는 점이 연말까지 예정된 사우디의 100만bpd 추가 감산 규모를 낮출 수도 있다는 기대를 시장에 주고 있으나 이 또한 미국 의회 통과가 필요하고 사우디가 민간 차원의 핵개발이나 대규모 투자 등 더 많은 것들을 요구할 가능성이 존재해 난항이 예상된다.

차트3. 유가와 근원물가간의 높은 상관성과 시사



출처: Bloomberg, 삼성선물

차트4. 에너지 물가와 CPI



출처: Bloomberg, 삼성선물

기회를 포착한 중국

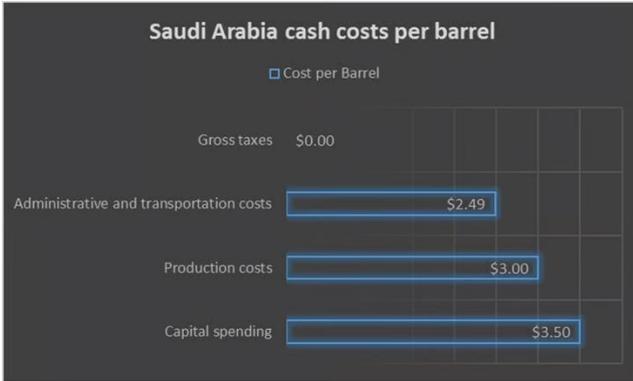
이렇듯 미세하게 벌어진 미국과 사우디 사이의 틈을 중국은 놓치지 않았다. 작년말 중국은 걸프협력회의(GCC)에 참석해 에너지 무역에서의 위안화 결제 촉구 결의를 주도했다. 또한 시진핑 주석의 중재하에 사우디와 이란이 국교 정상화에 합의했고 사우디 국영은행이 \$100억 규모의 위안화 대출하는 것에 합의했다. 또한 사우디는 중국이 주도하는 상하이협력기구(SCO)와 BRIC에 가입하고 중국 주요 석유업체인 룽싱 기업 지분 10%(5조원)를 위안화로 결제하는 등 사우디의 친중 광폭 행보들이 돋보였다. 또한 미국의 안보 보장 공백을 틈타 중국은 사우디에 무인 드론 수출, 탄도미사일 개발 지원, 우라늄 추출/농축 시설 건설 등 사우디에게 제공하기로 약속했으며, 중국 최대 IT업체인 화웨이 데이터 센터 건립과 중동 본사 사우디 이전 등을 약속하는 등 확실하게 변화된 대중 관계를 과시했다. 참고로 중국은 사우디 최대 무역국이자 1위 원유 수입국이다. **수십년간 지속해온 미국과 사우디의 외교 균열이 확인된 이후 사우디의 대중 외교 스탠스에 분명한 변화를 보이는 중이다.**

트럼프때만 못한 미국과 사우디의 관계

아이러니하게도 현재 감산을 주도하는 사우디 빈살만 왕세자와 러시아 푸틴 대통령은 바이든 대통령보다 트럼프 전대통령과 관계가 매우 돈독하다. 이렇다 보니 시장에서는 대선을 앞두고 바이든 대통령에게 불리하게 작용할 에너지 물가 압력을 더욱 부각시키려는 큰 그림이 아닌가 하는 이야기까지 나온다. **트럼프 행정부 당시에는 사우디의 천적인 이란에게 강한 제재를 가해 급격한 유가 하락없이 미국은 (제재를 가했던 이란과 베네수엘라의 수출 감소분(350만bpd)을 대부분 흡수해) 대규모 증산에 성공했고, 사우디도 유가 지지 측면과 속적인 이란 견제 차원에서 나쁠것이 없었다.** 사업가인 트럼프 특유의 실리 추구 외교와 에너지 외교의 결합이 사우디의 니즈와 맞아떨어졌던 셈이다. 그래서 지금과는 달리 트럼프 대통령의 미국에 사우디가 협조적일 수 있었다. 또한 트럼프가 예고한것들이 실제로 정책측면이나 외교적으로 이루어지는 것을 시장이 확인하면서부터 트럼프 트윗 한마디에 유가는 하루에도 10% 이상 요동치기도 했다. 거기에 미국의 대규모 무기 지원을 비롯해 중동지역에서의 사우디 위신을 세워줬고 왕세자의 세계 외교에 치명적인 것으로 여겨졌던 카슈끄지 암살 이슈도 사실상 면죄부를 줌으로써 국제 무대에서의 위상도 타격을 입지 않았고 서로 윈윈하는 전략을 취하며 좋은

관계를 유지했다.

차트5. 사우디의 생산 BEP는 세계 최저 수준



출처: RYSTAD Energy

차트6. 지리적으로 축복받은 사우디



출처: EIA

사우디의 사정

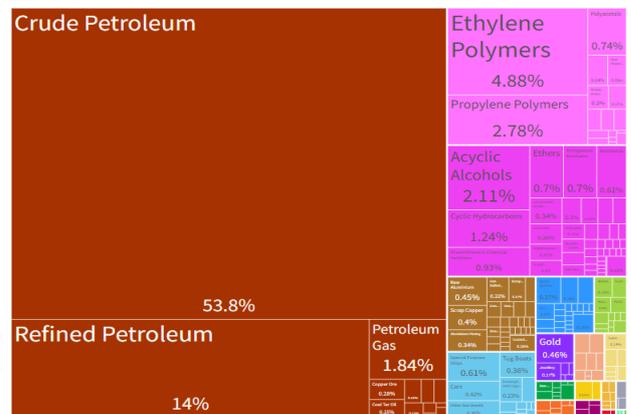
사우디는 지난 수십년간 미국의 비호아래 막대한 부를 축적해왔다. **미군 주둔으로 중동 특유의 지정학적 리스크 프리미엄이 적었고, 달러화에 연동된 환율로 안정적인 경제 환경, 항구와 가까운 매장지, 대규모 매장량과 더불어 막대한 외부 투자와 세금 면제 혜택까지 적용받다 보니 국영기업인 사우디 아람코사의 생산 BEP는 배럴당 \$9 수준으로 전세계에서 가장 낮게 유지가 가능했다.** 이를 바탕으로 막대한 달러가 유입되며 외환보유고를 쌓았고 말도 안되는 수준의 복지를 제공할 수 있는 원동력이 됐다. 문제는 너무 안주했다는데 있다. 일찌감치 **매장량이 사우디만큼 넉넉하지 않았던 UAE는 무려 1970년대부터 경제 다변화를 위해 노력한 반면, 사우디가 본격적인 경제 다변화를 시작하게된 계기는 미국의 셰일 혁명 이후 생산량이 급격하게 증가하면서 석유시장에서 독자적인 패권이 힘을 잃어버린 2015년경부터다.** 그 결과 UAE 수출에서 석유 산업이 차지하는 비중은 30%에 불과한 반면, 사우디는 OPEC의 평균 수출의존도인 80%보다는 낮지만 여전히 65%에 달한다.

차트7. 사우디 재정균형 BEP는 \$80 수준

	Fiscal Breakeven Oil Price ³					
	Average 2000-2016	2017	2018	2019	2020	2021
MENAP oil exporters						
Algeria	102.8	91.7	101.7	106.7	89.6	111.4
Bahrain	78.5	112.2	118.4	99.3	113.7	134.8
Iran, I.R. of	83.3	55.4	74.4	166.9	546.5	259.4
Iraq	82.5	42.1	45.4	52.3	56.6	53.3
Kuwait ¹	43.9	53.5	55.2	58.4	76.2	62.4
Libya	74.6	81.5	48.4	36.1	141.7	52.0
Oman	68.0	81.9	76.7	64.7	86.4	76.7
Qatar	44.4	47.2	49.6	50.6	49.3	46.5
Saudi Arabia	78.9	83.7	88.5	81.8	76.3	83.6
United Arab Emirates	48.9	55.5	57.5	54.0	51.7	53.1

출처: IMF

차트8. 사우디 석유 수출 비중(2021)



출처: OEC

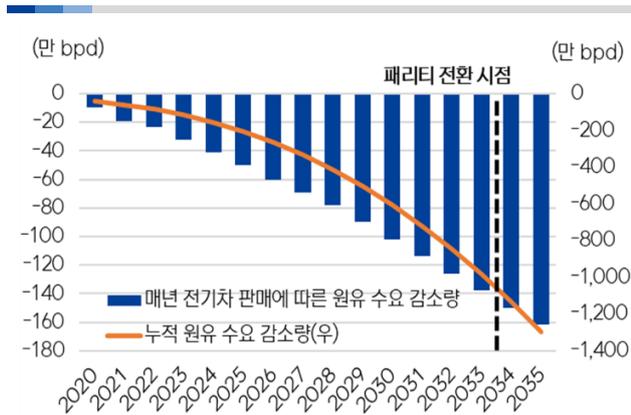
경제 다변화에 올인한 사우디?

가장 큰 문제는 **탈석유 움직임에 따른 장기 수요 감소**를 꼽고 있다. 빈살만 왕세자도 2019년 세계 최대 석유 기업인 아람코 국영기업의 부분 IPO를 진행할 당시 향후 유가가 배럴당 \$100를 유지하기 어려울 것이라고 대대적으로 이야기한 것은 석유 산업에 신선한 충격이었다. 기후변화에 대한 우려의 목소리가 커지면서 재생에너지에 대한 필요성과 탈탄소 정책(RE100, Net ZERO, ESG)이 본격적으로 부각되기 시작했고, 코로나가 겹치면서 기업들의 전기차 전환 속도에 탄력이 붙었다. 아이러니하게도 코로나 노동 관련 공급 차질 이슈가 부각되고 우크라이나 사태까지 겹치면서 에너지 가격 급등으로 가솔린 가격이 상승하면서 전기차의 전환율을 가속화시키는 또다른 요인으로 작용했다.

가장 문제되는건 역시 전기차 전환에 따른 수요감소와 대체 수요의 부재

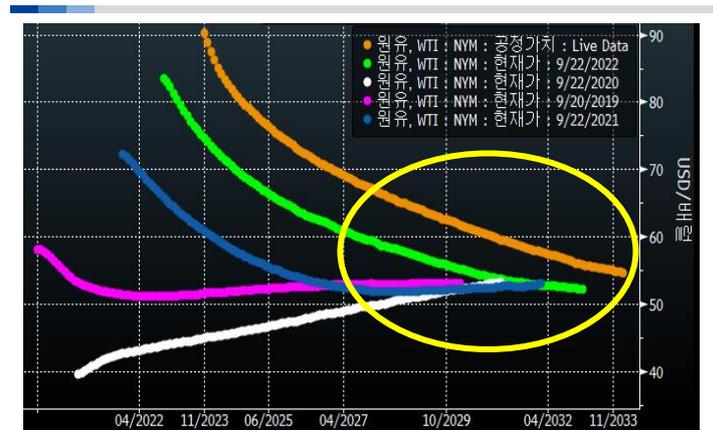
승용차 기준 내연기관차가 전기차로 전환될 경우 1년간 소모되는 가솔린은 하루 평균 0.03배럴 수준이다. 작년까지 판매된 전기차 규모만 1,500만대, 금년 판매 예상 대수만 1,200만대다. 계산대로라면 금년말 기준 전기차 전환에 따른 원유 수요 감소분은 약 84만bpd 가량으로 전세계 수요의 0.84%가 줄어드는 셈이다. 문제는 단순 연간 수요가 감소하는 것이 아닌 누적 개념으로 감소하기 때문에 **전기차 판매가 내연기관차 판매수를 넘어서는 예상 시점인 2033년에는 전기차 전환 관련 수요가 최소 12%(1,200만bpd) 이상 감소할 것으로 예상된다.** 또한 더 많은 가솔린을 소비하는 버스나 트럭 그리고 이미 동남아시아에서 빠르게 전환 중인 2/3륜차의 전환에 따른 수요 감소분은 제외한 수치인 만큼 실제 감소분은 더욱 크다. 문제는 최근 탈탄소 분위기를 감안했을 때 현재 전체 원유 수요의 48%를 차지하는 가솔린 수준을 대체할만한 새로운 수요처를 찾기 위한 대규모 투자나 노력이 제한될 가능성이 높기 때문에 대체 수요처의 부재도 장기 유가의 큰 리스크로 자리잡은지 오래다. **최근 수년간의 장기커브를 살펴보면 수급상 단기 커브의 급등락과는 달리 2030년대 시장에 반영중인 유가 수준은 \$50~60 사이로 귀결된다.** 이렇다보니 석유관련 수입에 의존하던 사우디 입장에서는 경제 다변화에 대해 심각한 필요성을 느꼈고 최대한 빠르게 진행해야할 이유가 생긴 것이다. 사우디가 비전 2030에 사활을 건 이유다.

차트9. 전기차 판매에 따른 원유 수요 감소



출처: 삼성선물

차트10. 수년간 WTI 장기 커브가 가리키는 유가 수준은?



출처: Bloomberg

원대한 비전2030의 꿈

비전2030이라는 원대한 프로젝트에는 네옴시티(서울 면적의 44배, \$1조)내 더라인(170km 수직 도시), 옥사곤(첨단 산업 수상 도시)과 트로제나(친환경 산업 관광 도시)를 비롯해, 최근 스포츠와 엔터테인먼트, 관광 산업, 수소 경제 생태계 구축 등 대규모 투자를 통해 다변화를 시도하는 중이다. 문제는 이러한 과정에서 외부투자가 절대적으로

필요한 상황인데 주요국들의 금리 인상과 유동성 회수로 투자 수요가 급격하게 감소한데다, 네옴시티와 관련한 다양한 우려들(원주민 강제 이주, 시위 주동자 사살, 천문학적 비용, 실제 실현 가능성 여부 등)이 상존하고 있어 프로젝트 진행이 더디게 이루어지고 있는 점은 사우디 입장에서 큰 리스크다.

차트11. 비전 2030(약 1,500조원)과 네옴시티



출처: 언론보도

차트12. 네옴시티 투자가 부진한 이유들

- 인권 문제 원주민 2만명 강제 이주, 시위 주동자 사살
- \$1조 규모 천문학적 비용/ 긴축기
- 실현 가능성 실제 사람이 살 수 있을지 여부(일조권, 조망권, 빌딩풍)
- 100% 재생 에너지 조달

출처: 삼성선물 정리

어쩔수 없었던 사우디

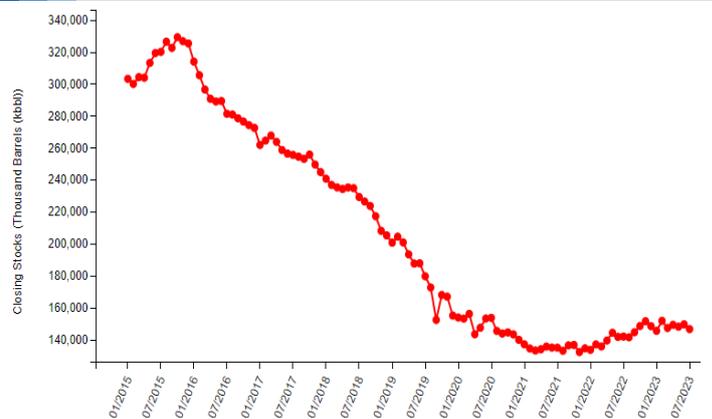
또한 내부적으로 자금을 조달하기에는 외환보유고도 2011년 이후 최저 수준을 기록 중이고 원유 재고도 2016년 대비 절반인 1.5억 배럴 수준에 불과해 향후 원활한 경제 체제 전환과 유가 방어를 위한 마지막 보루를 사용하기에는 다소 무리한 측면이 있다. 이러한 이유로 사우디는 2019년과 마찬가지로 세계 최대 석유 기업이자 국영기업인 사우디 아람코사의 부분 IPO를 통해 자금 조달(\$500억)에 나서겠다고 판단한 것으로 추정된다. 다만 지난번 IPO 목표액은 \$1,000억 규모였으나 고평가 논란과 투명성 논란, 인권 이슈 등으로 외부 수요가 저조해 실제 부분 IPO는 그 25% 수준인 \$250억 상당만 이루어졌고 이마저도 대부분 사우디 관련 기관과 개인들의 투자가 대부분이었다. 이러한 결론에 도달한 사우디는 이란의 태동에도 불구하고 금년 12월까지 추가 감산 100만bpd에 대한 연장을 결정한 것으로 풀이된다.

차트13. 사우디 외환보유고, 2011년 이후 최저치



출처: Bloomberg, 삼성선물

차트14. 사우디 원유 재고 2016년 대비 50% 이상 감소



출처: JODI

사우디가 필요한건 명분과 실익

다만 아직 미국이 포기하지는 않은 듯하다. 바이든 행정부는 G20 회의 이후 이스라엘과 사우디간의 국교 정상화를 위해 노력 중이며 대선을 앞두고 에너지(가솔린) 가격 안정화와 중동 지역 평화 중재를 외교 성과로 어필하려고 노력하고 있는데, 최근 미국은 빈 살만 왕세자가 요구해왔던 한미 상호방위조약이나 미일 안보 조약을 모델로 한 군사협정 체결 요구에 대한 본격적인 논의를 시작했다. 실제 정부간의 합의가 이루어진다고 하더라도 미 의회 표결이 남아있기 때문에 인권 이슈에서 자유롭지 못한 상황이라 표결에 난항이 예상되지만, 이번 미국의 행보 또한 소원했던 관계를 개선하기위한 노력 중 하나로 평가되고 있다. 다만 사우디는 추가적으로 민간용 우라늄 농축 기술을 확보할 수 있도록 미국이 협조해 줄 것으로 요구했다. 또한 "미국과 최근 복잡한 관계가 되긴 했지만 바이든 대통령과는 좋은 관계를 유지하고 있다"고 언급해 과거 바이든 대통령의 사우디 국제 왕따 발언에 대한 개인적인 원한은 한층 수그러진 모습을 보였다. 다만 미국이 원하는 유가 안정과 중동 평화 중재 카드를 얻기 위해서는 사우디가 원하는 것들을 들어주기 위한 노력이 필요하다. 사우디 입장에서 매년 여름철 무더위로 대규모 유지보수가 진행되어 원유 생산이 100~200만bpd씩 감소하는 7월~9월 계절적 요인이 마무리되기 때문에 기존 수준의 수출 물량을 지키기 위해서는 2016년 대비 50%에 못미치는 재고 소진을 통해 방어를 해야하는 부담이 있다. 또한 이란의 꾸준한 증산으로 수출량을 빠르게 늘리고 있는 점과 러시아 원유 수출량이 이미 추가 감소 결정 이전 수준까지 회복(최대 수입국인 인도 몬순 시즌 종료)된 점도 상당한 부담 요인이다. 이러한 상황에서 미국이 군사적 안보 보장과 더불어 비전2030에 대한 민간 차원의 대규모 투자를 유도한다면 사우디 입장에서 한발짝 물러설 수 있는 실익과 명분이 생기는 셈이다.

결론: 여전히 막힌 상단

아직 다 보여주지 않은 미국

지금 시점에서 미국은 저유가를 원하고 사우디는 고유가를 원한다. 시장이 간과했던 사실은 미국의 외교 능력과 판단력을 너무 믿었다는데 있다. 트럼프 정부때만큼의 뚜렷한 정책 방향까지는 기대하지 않았지만 최소한 에너지 정책에서의 일관성만은 유지될 것으로 예상했다. 하지만 바이든 정부는 중동 외교에 있어 너무 무기력했고, 중구난방 땀질식 에너지 정책에, 장기적인 전략적 판단도 부재한 모습을 보이며 에너지 시장에서의 신뢰를 잃었다. 미국은 어설픈 에너지 정책으로 계속 시간만 끌다가 뒤늦게 상황을 파악하고 원유 라이벌 공급국인 사우디에게 증산을 구걸해야하는 상황까지 온점은 애처로워 보이기까지 하다. 그나마 다행인 점은 이제라도 바이든 행정부가 에너지 물가에 대한 심각성을 직시했다는 것과 본격적으로 외교적으로 풀려는 노력을 시도하고 있다는 점, 그리고 사우디에 대한 태도가 한껏 유해졌다는 점이다.

하방 압력 우세할 10월

사우디의 최근 친중행보들은 어쩌면 장기적인 관점에서 당연한 선택이었는지 모른다. 과거 수십년간 미국의 군사적 지원과 안정적인 공급처까지 제공해주던 미국이 세일혁명 이후 공급측 새로운 라이벌로 떠오르는데다, 앙숙인 이란과 스물달을 체결해 공급을 늘리고, 중동 지역에 주둔했던 미군들을 철수시키고 무기 수출 또한 제한했다. 이러한 사우디에게 최대 무역국인 중국은 미국이 제공하지 않은 것들을 제공했다. 대규모 투자 약속과 사우디산 원유 수입, 군사 기술 지원 등 사우디가 가려온곳들을 정확하게 찾아서 긁어주고 있다. 물론 사우디가 아직 미국과 관계를 돈독하게 가져가면서 얻는 이익이 여전히 크기 때문에 미국을 완전히 등지기 보다는 지금처럼 미국의 도움없어도 견고한 모습을 과시하며 미국과

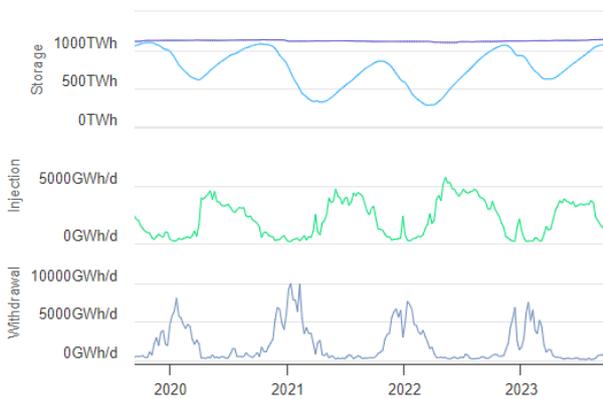
중국, 러시아 사이 균형 외교를 통한 국의 확보를 최우선 전략으로 둘 것이다. 물가는 유가만 바라보고 있고 유가는 사우디만 바라보고 있다. 제한된 수요 개선 기대 속, 달러화 강세 기조와 더불어 미국 섯다운, 연준의 추가 금리 인상 우려, 이란발 증산, 미국과 사우디의 관계 개선 기대 등으로 유가는 하방 압력이 우세할 전망이다.

Natural Gas

\$25~29/MMBtu 사이 제한된 박스권 움직임

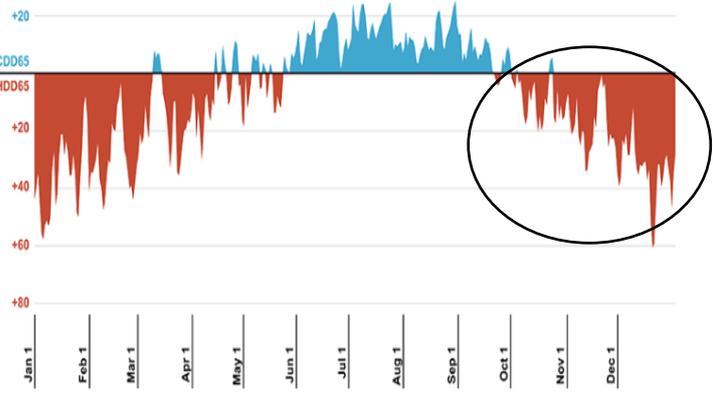
월초 재고 증가와 허리케인 이달리아로 인한 동부 지역 단기 수요 감소, 여름철 수요 완화 기대 등으로 \$25 부근까지 조정받았다. 하지만 전세계 LNG 공급의 7%를 담당하는 호주내 셰브론사 LNG 노조들이 전면 파업을 선언함에 따라 유럽 천연가스 가격의 급격한 상승이 유발되었고 천연가스 가격은 한때 \$29/MMBtu에 육박했다. 다만 미국 Freeport LNG 항으로 향하는 물량이 급격하게 감소하면서 천연가스 가격의 추가 상승을 제한했고 22일 호주 공정근로위원회의 중재안을 노사측이 받아들이기로 합의하면서 공급차질 이슈가 빠르게 마무리되었고 천연가스 가격도 \$26 부근 하방 안정화되는 모습을 보였다.

차트15. 유럽 천연가스 재고 95% 수준



출처: EU Council

차트16. 10월부터 본격 반영되기 시작하는 미국 겨울철 수요



출처: NOAA(Midland, Texas 기준)

10월 중으로 천연가스 재고 100%근접할 유럽

현재 추세라면 유럽 천연가스 재고는 10월 중순 이전에 100%에 근접할 것이다. 10월 초부터 유럽 천연가스 재고 관련 이슈가 보다 본격적으로 부각되기 시작할 것이다. 다만 ①재고 축적기 막바지(통상 10월 말까지)의 축적 속도가 예년보다 30% 가량 여전히 더디게 이루어지고 있고, ②전체 수요의 40%를 담당해왔던 러시아로부터의 물량은 약 10% 수준으로 떨어졌고, ③10월1일부로 유럽 최대 가스전인 네덜란드 그로닝겐(한때 유럽 전체 수요의 10% 공급, 현재는 약 1% 수준) 가스 프로젝트 가동을 중단(다만 극심한 한파나 가스 부족시 재가동 약 2주 소요), ④북극지역 온도 상승으로 북반구 지역 사이 제트 기류 속도 둔화 가능성 존재, 겨울철 갑작 한파 발생시 마지노선인 30% 하회 가능성 등은 향후 천연가스 가격의 강한 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

호주 공정근로위원회의 중재로 호주 파업 이슈 마무리

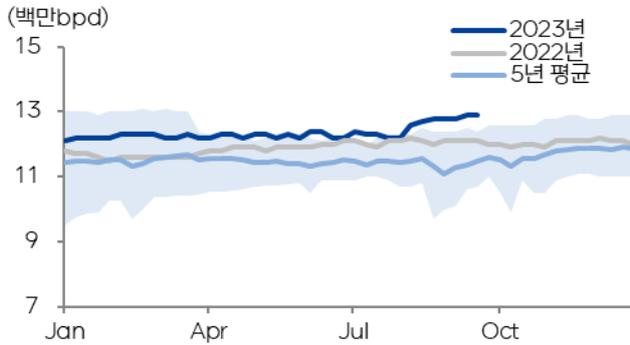
셰브론사의 호주 LNG 공급 차질 이슈가 종료됨에 따라 전세계 LNG 가격을 포함해 국제 천연가스 가격이 안정세를 보이고 있다. 호주의 대부분 수출 물량은 한중일과 인도 등 아시아에 쏠려있지만 공급 차질이 발생할 경우 유럽 LNG 수입국들과 아시아 LNG 수입업체들이 겨울철 수요에 대비해 가격 경쟁에 돌입할 수도 있다는 우려가 천연가스

가격을 지지했다. 전세계 LNG 공급 물량의 7%를 차지했던 Gorgon과 Wheatstone LNG 노조들은 2주 가량 진행해오던 파업을 현지시간 22일, 호주 공정근로위원회(FWC)의 중재안을 받아들이기로 최종합의하고 가동 정상화에 돌입하면서 천연가스 가격도 빠르게 안정화되는 모습을 보였다. 최근 한 달간 겨울철 진입을 앞둔 천연가스 가격의 변동성 확대를 야기했던 주요 원인이 마무리됨에 따라, 천연가스 가격은 본격적인 겨울철 진입 이전 안정세를 되찾았다.

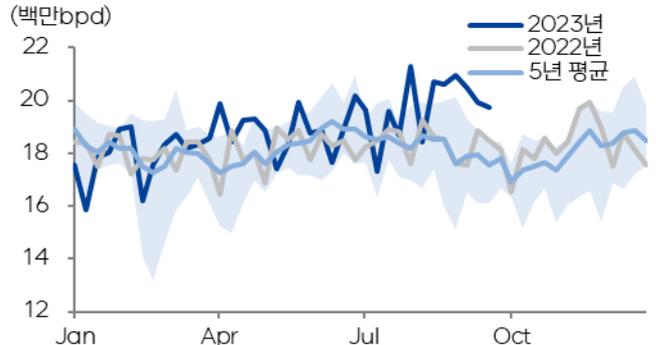
겨울철 진입을 앞둔 전초전, 점진적 상승 압력 유지

10월은 여름철 에어컨 관련 수요(CDD)가 마무리되면서 겨울철 난방 수요(HDD)가 증가하는 시기다. 통상적으로 주택과 상업지구의 여름철 에어컨 관련 천연가스 수요(전력 관련)가 50% 가량이 증가하는 반면 겨울철에는 난방 수요가 무려 5배가 증가한다. 그만큼 천연가스 수요의 대부분은 겨울철 날씨에 초점이 맞춰져 있다. 이러한 점을 감안해 에너지 제공 업체들은 '알맞은 수준의 천연가스 재고를 맞추기 위해 노력한다. 문제는 장기 날씨 전망에 기댄 선제적 재고 축적 이후 날씨 전망이 빗나가거나 기후변화로 인해 급격하게 수정될 경우, 겨울철 대규모 생산업체들이 장기 유지보수에 들어가고 미국 전역의 주요 파이프라인 또한 가동을 중단해 State간의 수송도 어려움을 겪으며, 특정 지역 가격이 급등하는 경우가 많다. 특히 최대 수요주(15%)이자 최대 공급주(25%)인 텍사스 지역내 이상 한파를 포함해, 가스 주요 공급주가 아닌 2위 수요주인 캘리포니아(서부, 6.8%), 5위 플로리다(동부, 5%) 주변 지역내 한파 발생시 가격 급등 가능성이 존재한다. 수십년간의 지구 평균 온도는 매년 올라가고 있으나 극심한 한파나 겨울 폭풍과 같은 기상 이변 현상 등의 빈도수와 정도도 함께 심해져 겨울철 수요 역시 꾸준히 올라 갈 것으로 기대되는 만큼 겨울철 진입을 앞두고 본격적인 매수세 유입이 확인되는 한달이 될 것이다. 11월물 천연가스(현재\$2.85/MMBtu 수준) 가격은 10월 중 \$3/MMBtu 돌파를 시도할 전망이다.

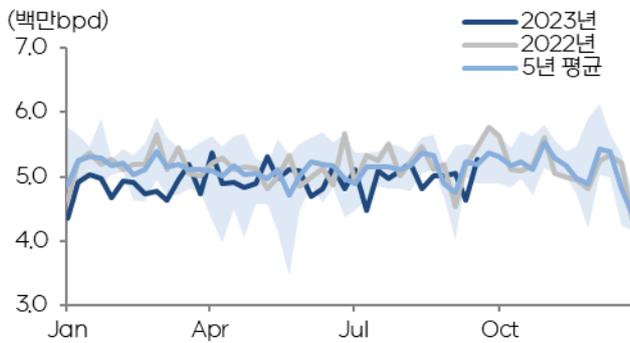
미국 원유 생산 (5년 Range)



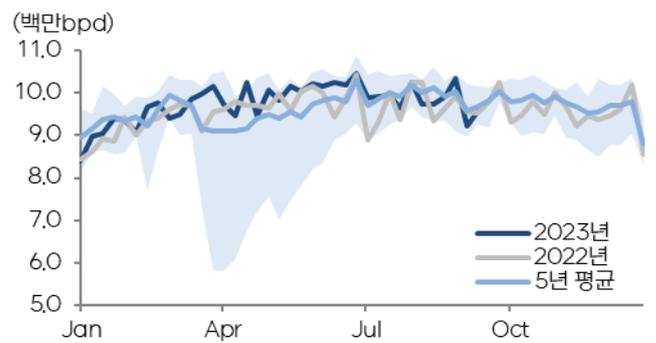
미국 원유 수요 (5년 Range)



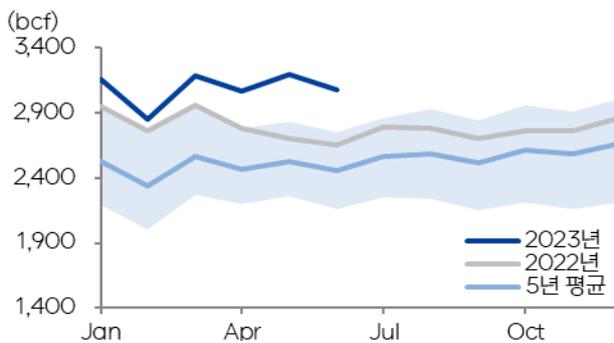
미국 정제유 수요 (5년 Range)



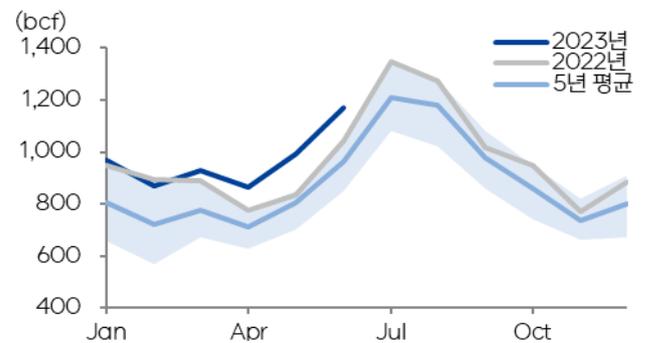
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



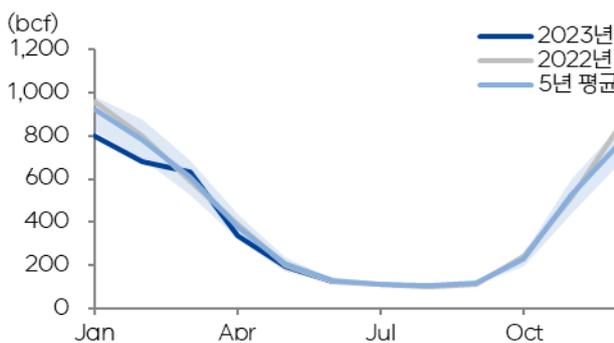
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



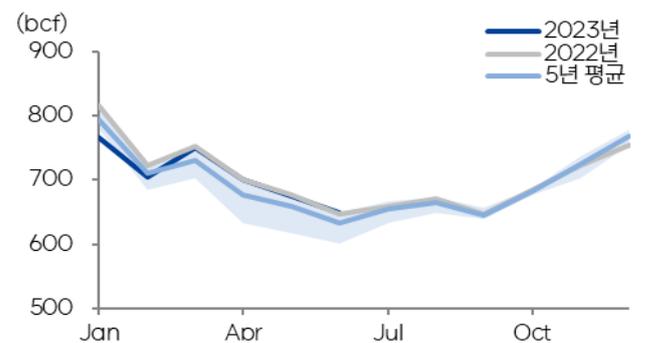
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)

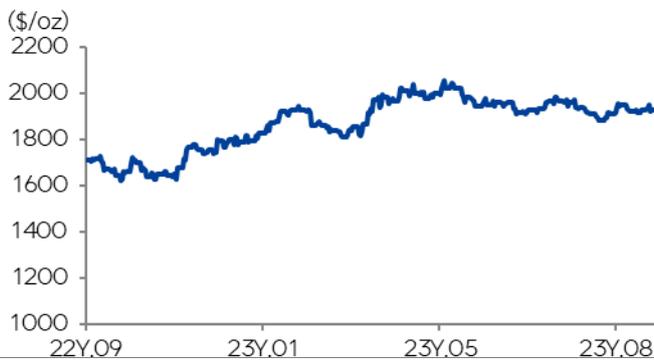


미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)

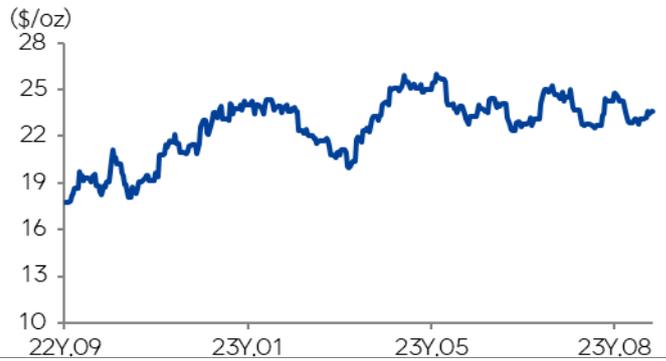


*상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

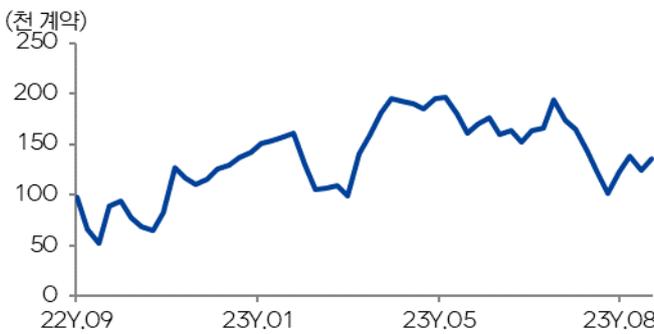
금 가격 추이



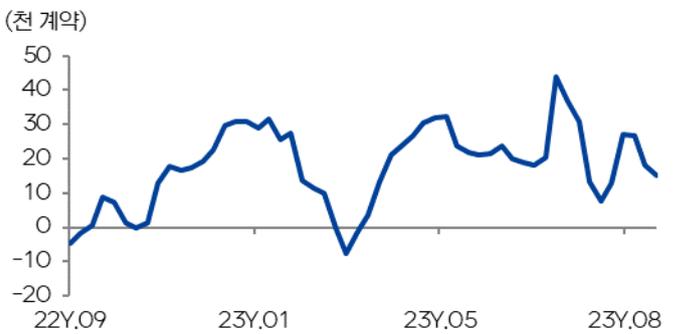
은 가격 추이



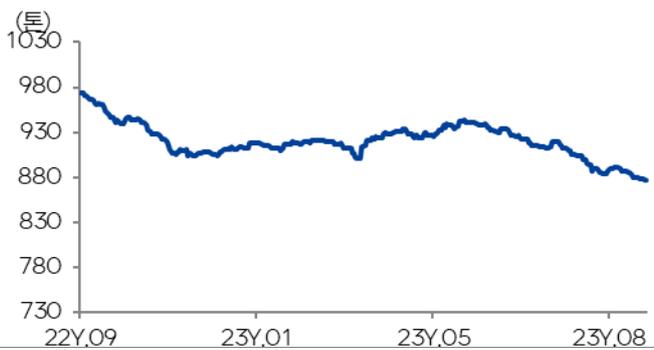
금 비상업적 순매수 포지션



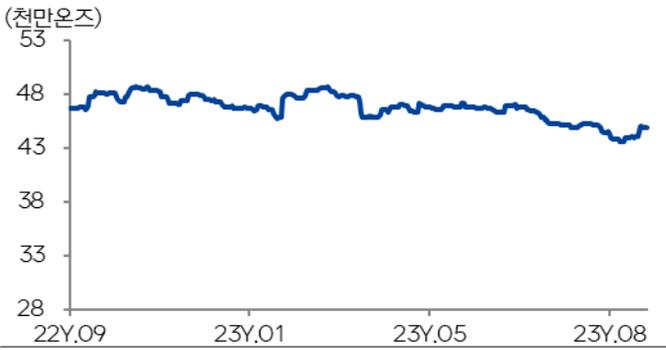
은 비상업적 순매수 포지션



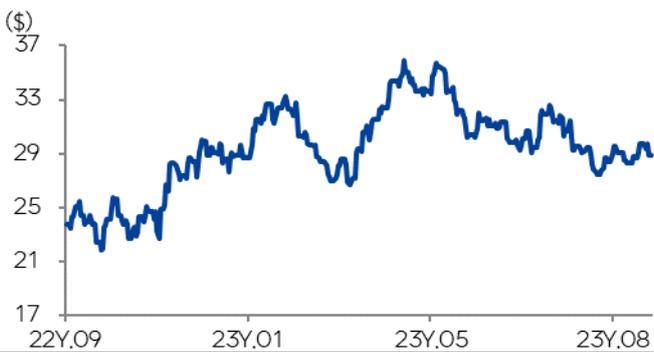
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

