

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

아직은 상승 재료 부재

- 여전한 매크로 불확실성
- 어려운 중국 경제와 부양 기대
- LME 전기등 재고 감소와 정광 부족 전망
- EU 러시아 제재가 알루미늄 시장에 미치는 영향
- 인도네시아 대통령 선거와 니켈 정책 변화 가능성
- 아연 생산 시설 중단에도 제한된 공급 영향

원유

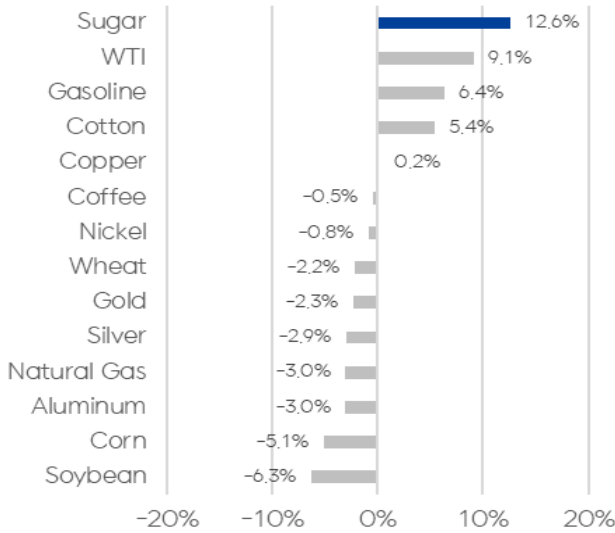
새로운 공급 변수의 등장

- 사우디, 경고와 실익을 동시에 얻다
- 이에 지지않는 러시아
- 끊이지 않는 후티 반군의 공격, 예년과 달라
- 적극적이지 못한 미국, 상황 파악 끝난 후티 반군과 이란
- 이란 직접 참전의 명분을 준 솔레이마니 추모식 테러
- 시장이 주목할 미국과 이란의 관계 변화
- 이 모든 이슈들을 통합할 이스라엘과 하마스간의 평화 중재안
- 공급과 수요간의 싸움

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.

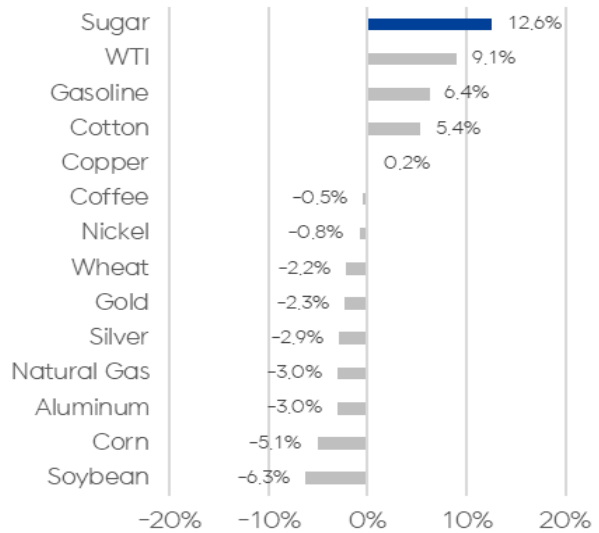
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 1/29 종가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

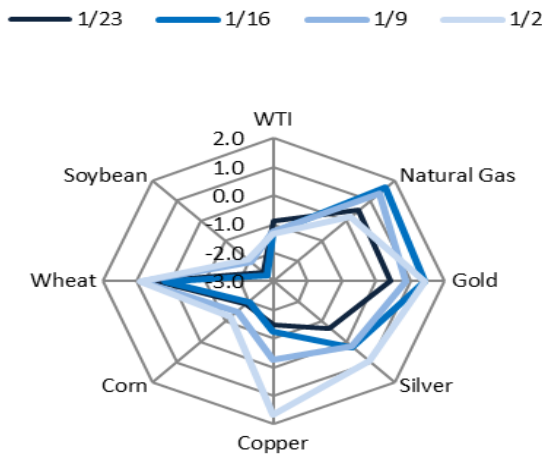
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

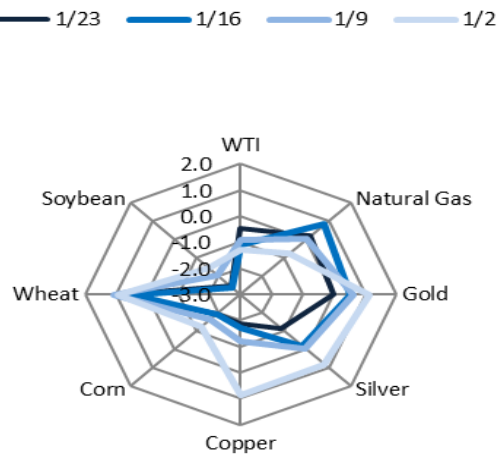
Commodities CFTC 포지션 분석

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

1월 동향

중국 경기 지표는 부진하고
피봇 전망은 후퇴했지만 부양
기대가 가격 지지

1월 비철은 중국의 경기 지표 부진과 연준의 조기 금리 인하 전망 후퇴로 월초부터 하락했다. 그러나 월 후반 미국 경제의 연착륙 기대감이 고조되었고 중국의 부양 의지가 부각되면서 낙폭을 줄였다. 미국 4분기 GDP 성장률은 3.3%로 집계되면서 예상치(2%)를 크게 상회했고, 중국 인민은행은 춘절을 앞둔 2월 5일부터 50bp의 기준율을 인하해 시장에 1조 위안의 유동성을 공급하겠다고 발표했다. 인민은행 발표 이전 당국이 주식 시장 부양을 위해 2조 위안의 자금을 동원하고 있다는 소식도 전해졌기에 **연이은 중국 경기 부양 기대감은 비철 가격의 상승 압력으로 작용했다.**

1월 가격 등락률 (2024. 01.01 ~ 2024. 01. 29)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률	+0.2%	-3.0%	-2.6%	+5.2%	-0.8%	+4.5%

2월 전망

여전한 매크로 불확실성

아직까지는 매크로
불확실성이 지배적인 변동
요인

매크로 변수는 2023년에 이어 올해 1분기에도 비철 가격의 주요 동인으로 작용할 전망이다. 미국 경제가 강세를 보이고 있지만, 유럽에서는 경기 침체에 대한 우려가 만연한 상황이며, 시장은 여전히 중국의 경기 부양책을 기대하고 있다. 이스라엘-하마스 전쟁 발발 이후 지정학적 긴장이 끊이지 않는 가운데 최근 들어서는 팬더멘털 이슈도 다시 부각되고 있다. 건설 등 최종 소비분야에서의 수요 둔화는 판매 가격 하락으로 이어지면서 생산업체들은 생존을 위해 작업을 중단하는 추세다. 그에 따라 금속 공급 위험이 점점 누적되고 있다. 네덜란드 아연 제련소가 운영 중단되었고 호주의 수익성 없는 니켈 광산도 일시 폐쇄되었지만 그럼에도 **비철 가격은 공급 전망의 변화에 크게 반응하지 않았는데, 현재로서는 매크로 불확실성 문제가 지배적인 변동 요인**이기 때문이다.

조기 금리 인하 가능성 축소

조기 금리 인하 가능성
축소는 비철 반등 약화 요인

미국 경제 강세가 이어지자 시장 참가자들은 연준의 금리 인하 예상 시기와 규모를 재조정하고 있다. 1월 30일 기준 CME 페드워치 상 3월 금리 인하 확률은 45.6%(1달 전 90.3%)이고 인하 시기에 대한 컨센서스는 5~6월이 우세하다. CME 페드워치는 5월 금리 인하 가능성을 87.3%로 반영하고 있는 반면, 123명의 이코노미스트를 대상으로 한 로이터 설문조사에서는 6월을 선택한 응답자가 55명(전체의 44%)으로 가장 많았다. 심지어 미국 대선 직전인 3분기에 연준이 금리 인하를 단행할 수도 있다는 전망도 제시되고 있다. 이처럼 **미국 경제지표 서프라이즈로 골디락스 기대가 우세한 상황에서도 연준의 조기 인하 가능성이 축소된 점은 비철 가격 반등을 약화**시키는 요인이다.

어려운 중국 경제와 부양 기대

기준을 인하와 부양 기대

MLF와 LPR 동결로 시장에 실망을 안겨주었던 중국 인민은행은 1월 24일 50bp의 기준을 인하를 결정하며 단번에 분위기를 반전시켰다. 이번 인하는 25bp였던 작년 3월과 9월의 인하 폭을 합친 수준으로 2년 만의 최대치이며, 향후 1조 위안에 달하는 유동성이 공급될 예정이다. 통상 기준을 인하는 웹사이트 성명을 게시하는 식으로 이뤄졌으나, 금번에는 총재가 직접 기준을 발표에 나서 매우 이례적이었다. 이는 인민은행이 올해 전반적으로 완화된 통화정책을 고수할 것이라는 신호로 받아들여지고 있다.

대규모 부양책이 등장하지 않을지도

다만 리창 총리는 최근 다보스포럼에서 '중국은 단기적인 성장 회복을 위해 대규모 경기 부양책을 쓸 생각이 없다고 발언한 바 있어 성장 모멘텀이 제한될 소지가 존재한다. 당국은 성장 둔화를 감내하더라도 경제 구조조정 등 체질 개선에 더 집중하려는 것으로 보인다. 부채 위험을 억제하기 위한 노력이 이어지는 가운데, 중국 정부는 부채가 많은 지방 정부에는 일부 국가 지원 인프라 프로젝트를 연기하거나 중단할 것을 지시했다고 전해진다.

중국 경제는 한동안 비철 상승 흐름 제한할 전망

또한 시장은 3월 5일 양회를 주목하고 있으나, 지방 정부들이 지역별 양회에서 제시한 경제성장률 목표치를 살펴봤을 때, 부양 강도가 예상을 상회할 가능성은 낮다. 지방 정부들은 대부분 5% 가량의 성장률 목표를 내놓고 있어, 중앙 정부도 지난해와 비슷한 5% 안팎의 성장률 목표를 제시할 것으로 보인다. 이를 종합했을 때, 1분기부터 **기준을 인하 등 통화정책이 동원되고 있지만 경제 성장률을 높이기 어려운 상황인 만큼 비철 가격 상승을 제한하는 흐름은 한동안 지속될 것으로 전망된다.**

개별 비철금속 전망

I. Copper

2월 전기동 가격은 하락 압력 우세

중국 지표에 대한 실망으로 경기 개선에 대한 기대감이 약화되었음에도 정부가 강한 부양 의지를 표명하면서 1월 전기동 하락은 제한되었다. 2월에는 하락 압력이 우세할 것으로 보이는데, 역대 최장인 춘절 연휴를 앞두고 중국 다운스트림 활동이 둔화되고 있으며 수요 증가가 아직 목격되지 않았기 때문이다. 다만 **구리 정광 부족으로 제련 수수료가 인하되면서 연휴 이후에는 중국 정련 구리 생산량이 줄어들 소지가 있고, 이는 전기동의 하방 압력을 완충하는 재료로 작용할 전망이다.**

LME 재고 감소와 정광 부족 전망

급격히 줄어드는 LME 재고와 정광 TC

최근 LME 재고는 급격하게 줄어들고 있다. 지난해 12월 7일 182,750톤이던 재고가 1월 25일에 들어서며 155,175톤으로 감소했는데, 재고 감소세가 심화되면서 구리 부족 전망이 현실화될 수 있다는 우려가 점점 더 확대되고 있다. 정광 제련을 위해 제련소에서 부과하는 수수료인 TC(Treatment Charges)는 가용 구리가 적어지면서 빠르게 인하되고 있고, 지난해 톤당 95달러까지 상승했던 TC는 22.75달러까지 하락했다. 현재 TC 수준에서는 많은 제련소가 손실 구간에 진입하기 때문에 중국 주요제련소연합(CSPT)은 전기동 생산량의 집단 삭감을 촉구하고 있어 제련소 측면에서의 대응도 주목되는 상황이다.

**대규모 광산 폐쇄와 생산
가이던스 하향 조정**

이와 같은 사태의 원인은 대규모 Cobre Panama 광산 폐쇄와 Anglo American사의 생산 가이던스 감축에 있다. 먼저, First Quantum Minerals사의 Cobre Panama(35만 톤/y) 광산은 환경 및 주민 기본권 침해 문제로 격렬한 국민 반대에 직면했고 그 결과 2023년 11월 28일 무기한 운영 중단되었다. 그 후 Anglo American과 Vale를 포함한 주요 구리 광산업체들도 2024년 예상 생산량을 크게 하향 조정(100만 톤→73만 톤)하면서 시장에 파장을 불러일으켰다.

**빠르게 긴축된 2024년 구리
시장**

일련의 공급 이슈 이후 발표된 수급 전망치는 대체로 하향 조정되었다. Goldman Sachs는 약 50만 톤의 공급 부족을 전망하기도 했는데, 결국 **46만 톤의 공급 과잉(ICSG 추산)이 예상되던 2024년 구리 시장은 갑작스러운 거대 광산 폐쇄와 예상 생산량의 대규모 감축으로 빠르게 긴축되었다.**

늘어나는 전기동 하락 베팅

전기동 가격 하락 베팅 우세

이렇듯 구리 정광 공급 감소 전망이 이어지는 상황이지만 전기동 가격 하락에 대한 베팅도 함께 늘어나고 있다. 구리 계약에 대한 투기적 포지션이 2022년 이후 최대 순매도로 전환된 것이다. 2023년 12월 말에는 CME 순매수 포지션이 8,617 계약 수준이었으나 새해를 맞아 총체적인 재평가가 이루어졌고 1월 초에는 순 투기적 포지션이 롱에서 숏으로 이동했다. 결국 장 마감 기준 순매도 규모는 2022년 7월 이후 최대인 2만 9,923계약까지 증가했다.

**공급 부족보다 수요 둔화가
더 우려되는 상황**

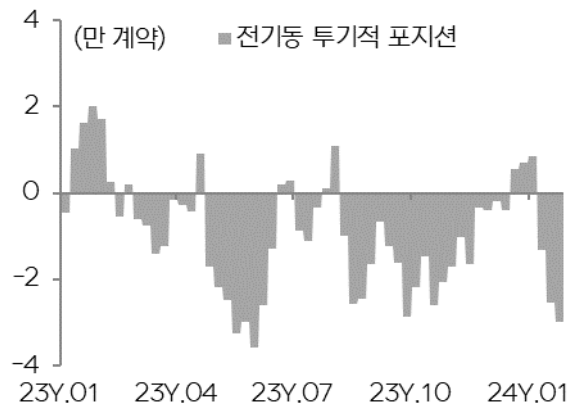
이러한 상황은 최근의 공급 측면과 일치하지 않는데, 이는 시장 참가자들이 공급 부족보다는 수요 둔화에 대해 우려하고 있기 때문이다. 세계 최대 구리 소비국인 중국은 주식시장이 폭락하면서 신뢰 위기에 직면했고, 투자자들도 당국이 빠른 해결책을 찾을 것이라는 희망을 반쯤 포기한 상황이다. 유럽과 미국의 공장 활동도 계속해서 위축되며 우려를 증폭시켰는데, 유럽과 미국의 제조업 PMI는 각각 18개월, 14개월 연속 기준선인 50을 하회하는 중이다. **풍력이나 태양광 발전 등 신재생에너지 분야는 여전히 비교적 선방하고 있지만, 기존 비철 수요는 여전히 경제 침체에서 벗어나지 못한 것으로 보인다.**

차트 1. 구리 제련 수수료 하락



출처: Bloomberg, Fastmarkets, Copper Concentrates TC index

차트 2. 전기동 순매수 투기적 포지션 추이



출처: Bloomberg

II. Aluminum

비교적 크게 하락한 1월 알루미늄

1월 알루미늄은 여타 비철에 비해 비교적 큰 낙폭(-3.0%)을 보였다. 12월 영국 정부의 러시아산 금속 제재 직후 알루미늄 가격이 급등했으나 이후 LME 재고가 크게 증가하면서 1월 알루미늄은 상승폭을 반납했다. 게다가 알루미늄의 주요 소비처인 중국 부동산 시장이 여전히 부진한 것으로 나타나면서 하락폭은 확대되었다.

보크사이트 공급 이슈와 EU의 러시아 제재 우려 지속될 2월

2월에는 보크사이트(알루미늄 원료) 공급 부족 우려와 EU의 러시아 제재 불안이 지속되면서 낙폭을 일부 회복할 것으로 예상된다. 보크사이트 공급 이슈는 지난해 말부터 발생했는데, 1월 말인 현재까지도 완전히 해소되지 않은 상황이다. EU의 러시아 제재 가능성은 1월 말 대두되기 시작했고, 제재가 시행된다면 러시아의 우크라이나 침공일인 2월 24일 발효될 예정이다. 다만 여전히 가격 반등 가능성은 낮는데 지난해와 달리 중국 남서부 지역 가뭄으로 인한 전력난 문제가 불거지지 않아 중국 알루미늄 생산이 감축되지 않았고, 부동산 부진으로 수요 약세가 여전하기 때문이다.

보크사이트 관련 혼란은 진행형

보크사이트 부족 우려는 진정되는가 싶었지만..

2023년 12월 세계 최대 보크사이트 매장국인 서아프리카 기니에서 대규모 연료 창고 폭발 사고가 발생했다. 석유를 전량 수입에 의존하는 기니는 수입 정제유를 대부분 해당 창고에 보관하기에 이번 사고의 영향은 지대했다. 연료 부족으로 인해 보크사이트 광산에서 주요 선적지로의 운송이 중단될 위험이 생긴 것이다. 사건 직후 LME 알루미늄은 8개월래 최고치를 경신하는 등 크게 상승했으나, 기니로부터의 공급이 장기간 중단되지 않을 것이라는 전망이 확산되면서 알루미늄 시장의 패닉은 빠르게 진정되었다.

중국 알루미늄 시장 혼란은 현재 진행형

그러나 중국 알루미늄 시장의 혼란은 현재 진행형이다. 일단 중국이 보크사이트의 대다수를 기니에서 수입하기 때문에 기니 이슈에 상당히 민감한데다가, 하필이면 23년 4분기 탄광 사고 이후 안전 점검으로 인해 중국 산시성 광산에서의 보크사이트 공급이 중단됐을 때 해당 사건이 발생했기 때문이다. 게다가 보크사이트 수급 문제와는 별개로 연말 알루미나 공장의 운영이 원활하지 않은 점도 상황을 심각하게 만들었다. 알루미늄은 비철 중에서 에너지를 가장 많이 소비하는 금속인데, 당국이 요구하는 에너지 저감 및 탄소배출 목표를 달성하기 위해 몇몇 알루미나 공장들이 일시적으로 운영을 중단하거나 축소한 것이다. 결국 보크사이트 수입 불안과 국내 보크사이트 생산 감소, 정부 통제의 콜라보로 중국 알루미나 생산량은 감소했고, 상해선물거래소의 알루미나 선물은 큰 변동성에 노출되었다.

EU-러시아 제재가 알루미늄 시장에 미치는 영향

높아진 EU의 러시아 알루미늄 제재 가능성

우크라이나 침공 2주년인 2024년 2월 24일부터 유럽 연합이 러시아산 알루미늄 제재를 시행할 가능성이 높아지고 있다. 이번에 알루미늄 금수 조치가 시행되는 배경에는 두 가지 이유가 있다. 우선, ①원자력이나 LNG 같은 러시아의 기존 수출 강세 품목들은 이미 제재 대상이며 ②EU는 러시아 금속 수출의 많은 비중을 차지하는데도 지금까지 관련 조치가 미미했기 때문이다. 2023년 12월 발표된 12차 제재 패키지까지는 알루미늄 품목의 12%(알루미늄 선재, 압출재, 호일)만 제재 대상에 포함되었다면, 다가오는 13차 제재 패키지에서는 러시아산 알루미늄에 대한 전면 금지(알루미늄 잉곳, 빌릿, 슬래브 포함)가 논의될 예정이다.

**EU 제재는 알루미늄 가격
상방 재료**

영국의 러시아산 금속 거래 금지(23년 12월 15일 시행)에 이은 EU의 러시아 금속 제재 조치는 알루미늄 가격을 끌어올릴 수 있는 재료다. EU가 러시아 알루미늄 제재를 검토하고 있다고 보도된 뒤 알루미늄 가격은 랠리를 시작했는데 당일 LME 알루미늄 선물이 3.6% 상승한 것은 물론이고, 미국과 유럽의 알루미늄 회사 주식도 급등했다. 미국(23년 2월 러시아산 알루미늄 관세 200% 인상)과 영국에 이어 EU도 러시아산 알루미늄을 제재한다면 향후 알루미늄 시장에는 큰 파장이 일어날 것으로 예상된다.

**LME의 조치가 도입될
가능성도 높아진 상황**

EU 제재가 도입될 시 23년 초 관세 인상이란만 그쳤던 미국 제재가 러시아산 알루미늄 거래의 전면 금지까지 확장될 가능성이 존재하며, 더 나아가 LME가 자체적으로 러시아산 알루미늄의 거래를 금지할 수도 있다. 러시아가 우크라이나를 침공한 직후부터 LME에 러시아산 알루미늄을 퇴출시키라는 요구가 빗발쳤는데, LME는 결국 퇴출시키지 않기로 결정한 바 있다. 그러나 영국의 제재 이후 23년 1월 40% 수준이던 LME의 러시아산 알루미늄 재고(在庫) 비중이 23년 12월 90%까지 늘어나면서 LME가 결정을 재고(再考)할 수도 있겠다는 여론이 생겨나기 시작했다. EU와 미국까지 강한 제재에 나설 경우 그 가능성은 더욱 높아질 것으로 보인다.

**EU 제재 시 알루미늄은 높은
변동성에 노출**

주요국들의 러시아 알루미늄 제재는 LME 거래소 재고를 증가시킨다는 점에서는 하락 재료일 수 있지만, 궁극적으로는 알루미늄 거래 난이도를 높게 만든다는 점에서 상승 요인이라고 판단한다. 우선 정부 제재로 거래자들이 러시아산 알루미늄을 보유 또는 운반하는 것이 어려워질 것이며, 이는 단기적인 투기를 점점 더 위험하게 만들 수 있다. 또한 Rusal사가 생산하는 연간 400만 톤의 알루미늄은 글로벌 무역에 있어서 중요한 완충 재고로 작용하기 때문에 LME의 러시아 금속 금지가 현실화된다면 알루미늄 계약 전체가 큰 변동성에 노출될 수 있다. 이러한 부분을 감안했을 때 EU 제재가 본격적으로 이루어진다면 알루미늄 가격은 상승 추세를 보일 것으로 예상된다.

홍해 분쟁과 알루미늄의 관계

**홍해 분쟁으로 느리게
진행되는 알루미늄 운송**

EU 제재와 더불어 홍해 위기 또한 글로벌 알루미늄 공급망 혼란을 초래하는 주요 요인이다. 알루미늄은 후티 반군의 공격으로 통행 차질 위험이 높아진 수에즈 운하 문제의 영향을 받을 가능성이 높기 때문이다. 연간 평균 300만 톤의 알루미늄이 수에즈 항로를 통해 유럽으로 유입되어왔지만, 최근에는 홍해 사태로 인해 운송이 더디게 진행되고 있다.

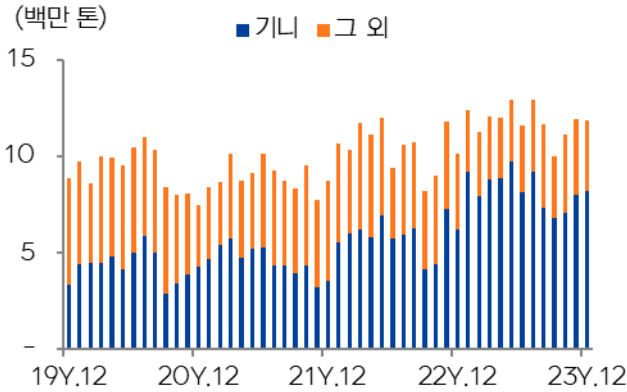
**수에즈 운하를 통과하는
알루미늄 물동량이 최근 들어
늘어난 상황**

두 가지 이유에서 홍해 분쟁으로 인한 알루미늄 공급망 차질이 더욱 문제시된다. 먼저, 라우 전쟁 이후 러시아에 대한 자체(사적) 제재로 2023년 유럽의 러시아산 알루미늄 물동량이 전년 대비 40% 감소했다. 러시아와 유럽 간 이동은 육로로 가능하기 때문에 수에즈 운하를 이용하지 않아도 되는데, 현재는 非러시아산 알루미늄 수입량이 러시아산보다 훨씬 많은 상황이다. 2024년 유럽 연합의 러시아산 알루미늄 수입량은 40만 톤에 불과한 반면 전체 알루미늄 수입량은 450만 톤으로 예상(Goldman Sachs 추산)되고 있다. 두번째 이유도 비슷한 맥락인데, 2022년 에너지 가격 급등으로 서유럽 알루미늄 제련소들이 폐쇄된 이후 생산이 재개되지 않아 그동안 수에즈 운하를 이용한 중동과 아시아에서의 알루미늄 수출이 그만큼 늘어났다.

**운송 차질은 판매 가격
인상으로 이어질 수 있음**

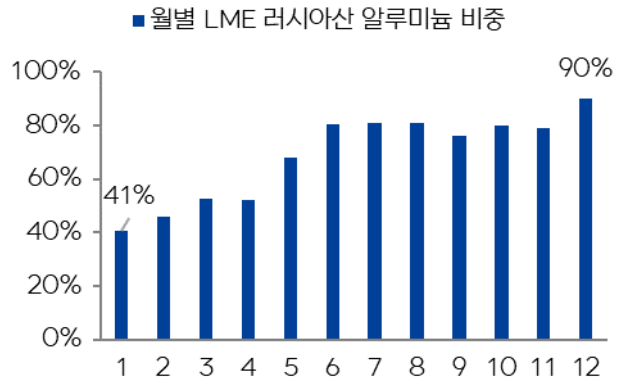
한편 컨테이너 운임이 3배 이상 오르면서 로테르담의 1차 알루미늄 프리미엄은 12월 초부터 약 10~15% 상승했다. 따라서 **홍해 분쟁으로 인한 운송 차질이 지속될 경우 높아진 운임이 알루미늄 프리미엄으로 전가되어 최종 판매 가격 인상으로 이어질 것으로** 판단한다.

차트 3. 기니는 중국 보크사이트 최대 수입국



출처: Bloomberg

차트 4. 2023년 LME 재고에서 러시아산 알루미늄 비중 확대



출처: Bloomberg

III. Nickel

2월 니켈 가격은 박스권 전망

니켈 시장이 장기간 약세를 나타내는 가운데 1월 니켈은 공급 과잉 부담에도 잇따른 광산 중단 소식에 약보합 마감했다. 2월 니켈 가격은 박스권에 머무를 것으로 예상되는데, 기본적으로 연준의 점진적인 통화정책 완화에 따른 달러약세와 **고비용 생산업체들의 공급 축소가 가격을 일부 지지할 수 있지만 인도네시아와 중국의 1차 니켈 생산량의 추가적인 증가세가 가격 반등을 막을 것으로 보인다.** 따라서 2023년 하락한 가격 수준에서 한동안 제자리걸음 할 가능성이 높다.

중국 정련 니켈 수출량 급증

중국 정련 니켈 수출 급증

중국의 정련 니켈 수출량이 폭발적으로 증가하는 점이 최근 들어 이슈화되고 있다. 2023년 중국 니켈 수출량은 2022년 2만 2,566톤에서 3만 6,754톤으로 yoy 62% 증가했고, 심지어 10월~12월의 전년 동기 대비 증가율은 각각 371%, 310%, 197%를 기록하는 기염을 토했다. 수출량 증가의 원인은 신기술을 활용한 니켈 정련 업체가 많이 생긴 데 있는데, Huayou Cobalt와 Tsingshan Group을 포함한 기업들은 2023년부터 Class 2(스테인리스 등급) 니켈을 Class 1(배터리 등급)로 전환시키는 기술을 이용해 중국에 정련 시설을 구축하기 시작했다.

**LME 거래소 니켈 재고
증가세 심화**

급속한 생산 능력 구축은 공급 부족 상태였던 중국의 정제 니켈 시장을 공급 과잉으로 빠르게 변화시켰다. 중국 국내 Class 1 니켈 시장의 잉여분(surplus)이 많아지자 Huayou와 GEM 등은 LME 창고에의 니켈 브랜드 납품 승인을 받기 시작했으며, 해외 바이어와도 니켈 수출 계약을 체결했다. 중국 브랜드가 거래소에 등록되기 시작하자 재고는 급증했는데, 23년 8월 29일 36,935톤이던 LME 재고는 24년 1월 29일 69,240톤으로 거의 두 배 증가했다. 심지어 중국 니켈 브랜드에 대한 의존도가 높은 SHFE 재고는 24년 1월 26일 15,120톤으로 급증해 21년 이후 최고치를 기록했다. 2024년 말까지 연간 25만

톤(Macquarie 추산)의 전환 능력이 가동될 것으로 예상되는데, 중국 Class 1 니켈 생산이 늘어남에 따라 선물 거래소 재고 과잉 문제는 더욱 심화될 전망이다.

이어지는 니켈 생산 시설 폐쇄

니켈 가격 하락으로 타격 받는 생산 업체

그와 반대로 아시아 대륙 밖에 있는 니켈 생산업체들은 생산 비용이 높은 순으로 중단되고 있다. 최근 니켈 가격은 인도네시아의 공급 급증으로 1년 전에 비해 40% 이상 하락하며 2021년 이후 최저 수준에 도달했는데, 그에 따라 소규모 업체들이 생산을 중단하거나 경영난에 빠진 것은 물론이고 대규모 광산 업체들도 크게 타격 받고 있다.

호주 전체 공급의 18%에 해당하는 니켈 용량 폐쇄

먼저, Wyloo Metals는 호주 Kambalda 광산이 24년 5월 31일부터 유지보수에 들어갈 것이라고 발표했고 세계 최대 상장 광산 기업인 BHP도 니켈 사업을 재평가하면서 프로젝트에 이미 투자한 12억 달러를 상각하거나 연기를 고려해야 하는 상황이라고 밝혔다. 세계 4위 니켈 생산국인 뉴칼레도니아의 Prony resources 역시 니켈 가격 하락으로 인한 자금난에 직면했으며 프랑스 정부로부터의 자금 지원 가능성을 기대하고 있다고 언급했다. 최근 들어 운영이 일시적으로 중단된 니켈 용량은 39,850톤에 달하는데, 이는 2023년 호주 전체 니켈 공급량의 약 18%에 해당하는 규모다. 향후 추가적인 중단 가능성이 있는 용량은 243,750톤(BNEF 추산)으로 예상되어 문제가 심각해진다.

고비용 시설 생산 중단에도 전세계 니켈 공급 수준은 유지될 것으로 예상

대대적인 광산 폐쇄가 이어지면서 인도네시아의 글로벌 공급 지배력(현재 전세계 47%)은 향후 더욱 확대될 것으로 보이는데, 인도네시아의 인건비와 전력 비용이 상대적으로 낮기 때문에 니켈 가격 하락세에도 선진국보다 유연하게 대응할 수 있기 때문이다. 이는 다른 지역의 생산량 감축에도 불구하고 전반적인 글로벌 공급이 계속 증가할 수 있음을 의미한다. 인도네시아 에너지 및 광물 자원부에 따르면 2024년 인도네시아의 니켈 광석 생산량은 전년 대비 5~10% 증가할 것으로 보이며, 따라서 고비용 시설의 생산 중단에도 불구하고 한동안 전세계 니켈 공급 수준은 유지될 것으로 예상된다.

인도네시아 대통령 선거와 니켈 정책 변화 가능성

2월 14일로 예정된 인도네시아 대통령 선거

2월 14일에는 인도네시아 대통령 선거가 예정되어 있다. **자원민족주의를 표방하는 조코 위도도 현 대통령과 노선을 같이 하는 프라보워 수비안토 후보의 당선**이 유력한 상황이다. 조코 위도도 대통령은 전기차 배터리의 핵심 원료인 니켈을 전세계에서 가장 많이 확보하는 데 집중한 바 있으며, 그의 정책은 자원국가에서 성공한 모델로 평가되고 있다. 2020년에는 니켈 광석 수출을 금지해 보다 많은 부가가치를 창출하는 산업을 육성했고, 이후 중국 제련 업체와 자동차 제조사 투자가 이어지면서 2023년 외국인 직접투자(FDI)는 470억 달러로 증가했다.

현 대통령과 같은 니켈 정책 노선 걷는 것도 문제

프라보워 수비안토는 조코 위도도의 정책을 대체로 유지하겠다고 약속하며 외국 기업들을 안심시키고 있다. 그러나 프라보워가 조코 위도도와 같은 정책 노선을 걷는 것도 문제시 될 수 있는데, 글로벌 전기차 시장의 성장 둔화와 동시에 인도네시아발 니켈 공급 과잉이 심화되면서 2023년 니켈 가격은 2022년의 거의 절반으로 떨어졌기 때문이다. 니켈이 어려운 상황에 직면한 시점이라 향후 프라보워 앞에는 많은 도전이 기다리고 있을 것으로 예상된다.

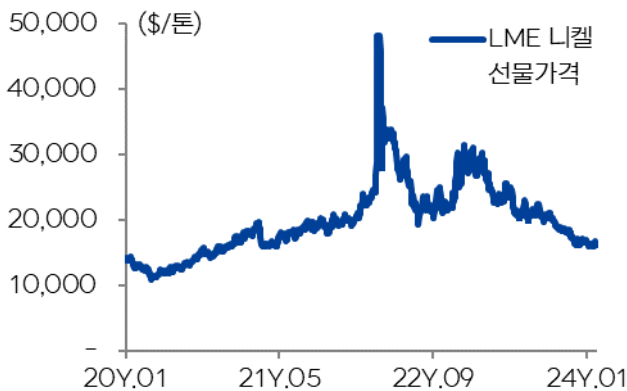
1위 후보 자리를 공고히 한 프라보워

한편 인도네시아 선거법 상 대통령 후보가 50% 이상 득표하지 못해 1,2위 후보가 결선 투표를 치르게 될 경우 6월까지 여러 달을 기다려야 하며 당선자는 10월에 취임하게 된다. 그러나 조코 위도도의 아들 기브란 라카부밍 라카와 러닝메이트(대통령-부통령)로 출마하기로 한 이후 현 대통령의 노골적인 지지로 프라보워의 지지율은 나머지 세 후보를 여유 있게 앞서고 있다. 심지어 최근에는 과반(52.3%)을 넘기면서 1위 자리를 확고히 하고 있다. 다만 프라보워는 전 독재자 수하르토의 오른팔로 민주화 운동을 탄압하는 데 앞장섰다는 비판을 받고 있으며, 성향은 트럼프와도 비슷한 것으로 알려져 있어 인도네시아 선거를 지켜보는 시장에 불안감이 조성될 수 있다.

대선 이후 니켈 제련소 관련 정책 변화 가능성

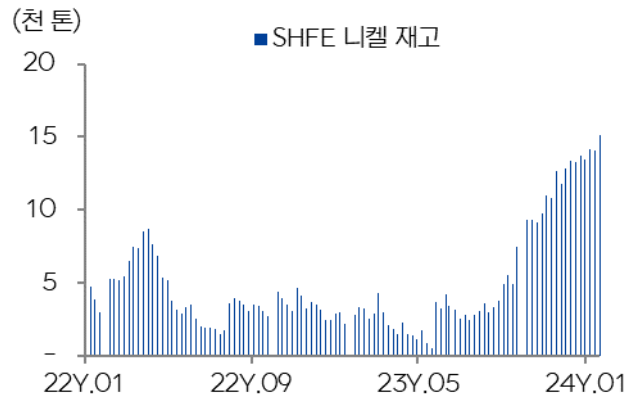
인도네시아 대선 이후 니켈 제련소 관련 정책도 변화할 수 있다. 제련소에서 여러 건의 인명사고가 발생하면서 안전과 환경 기준 준수에 대한 국내외 요구가 빗발쳤기 때문이다. 2023년 1월에는 중국 기업이 소유한 제련소에서 폭력 시위가 발생해 노동자 2명이 사망했고, 6월과 12월에는 니켈 가공 시설 화재로 각각 1명, 18명이 사망했다. 이는 인도네시아 당국이 니켈 산업의 관리/감독을 강화하는 계기가 될 수 있으며, 향후 안전 및 환경 강화 조치에 의해 니켈 생산이 영향 받을 가능성도 배제할 수 없다.

차트 5. 2022년 이후 급락한 LME 니켈 가격



출처: Bloomberg

차트 6. 중국 정련 니켈 생산 급증에 SHFE 재고 증가



출처: Bloomberg

IV. Zinc

2월 아연 가격 반등 여부에도 불확실성 잔존

1월 아연 가격은 중국 부동산 부문 부진에 하락 마감했다. 아연 가격이 수익성 기준을 밑돌면서 Nyrstar사는 일시적으로 조업을 중단했지만 이것이 지속적인 상승 압력으로 작용하지는 않았다. 2월 아연 반등 회복 여부에도 불확실성이 잔존하는데, 글로벌 제조업 활동과 중국 경기 개선이 확인되지 않았기 때문이다.

아연 생산 시설 중단에도 제한된 공급 영향

아연 생산 시설 중단에도 공급 영향은 제한

Nyrstar사는 높은 에너지 비용과 가격 약세를 이유로 네덜란드 Budel 제련소(31.5만 톤/y)의 아연 작업을 중단했다. 네덜란드 정부가 에너지 집약적인 산업에 대한 지원을 중단했기 때문에 그동안 Budel은 다른 유럽 사업장에 비해 불리한 입장에 있었다. Nyrstar사는 2023년 말에도 미국 테네시주에 있는 두 개의 아연 광산을 일시적으로 폐쇄한 바 있기에 이번 중단으로 아연 가격은 반등했다. 다만 **향후 공급 영향은 제한될**

것으로 보이는데, 이번 폐쇄로 인해 정광 TC(처리 수수료)가 상승하고 그로 인해 다른 제련소들의 생산 억제 압력이 완화될 수 있기 때문이다.

중국 수요 감소와 높은 LME 재고 수준

중국 건설 다운사이클은 아연 수요 잠식 중

전세계 철강 생산량의 3분의 1 이상을 소비하는 중국 부동산 부문이 수년간의 위기로 인해 타격을 입으면서 전세계 아연 수요는 정체 상태에 놓여있다. 중국 건설 섹터의 다운사이클은 궁극적으로 2024년 완공에도 부담을 주어 아연 수요를 잠식할 것으로 보인다. 그와 더불어 LME에 쌓여있는 아연 재고 역시 가격 회복을 방해하는 주된 요인이다. 전세계 금속 수요의 60% 이상을 차지하는 중국 시장 성장이 지연된 가운데, 과거 에너지 가격 상승으로 감축된 유럽 제련소의 생산량은 일부 국가를 제외하고 회복 중에 있다. 약한 물리적 수요와 충분한 재고로 인해 어려움이 지속되는 상황이며, 한동안 공급이 수요를 초과할 것으로 예상된다.

Platinum Group Metal & Battery Metal

1월 동향

1월 귀금속은 통화 완화 전망 후퇴로 하락

1월 귀금속은 전기차 전환이 장기적으로 PGM 수요를 파괴할 것이라는 우려와 더불어 미국 경제 지표 호조에 통화 정책 완화 전망이 후퇴하면서 하락 마감했다. 또한 연초 이전까지는 영국의 러시아산 금속 제재 우려에 상당한 랠리를 보였지만, 투기 거래자(Speculator)들이 숏 포지션을 유지하면서 상승폭을 되돌렸다.

1월 배터리 금속은 여전히 약세 유지

1월 배터리 금속은 지난해에 비해 다소 안정되긴 했으나 여전히 약세를 유지하고 있다. 신규 공급원/프로젝트가 계속해서 발표되면서 스포듀민(고순도 리튬 광석) 정광 가격은 하락 중에 있고 중국 코발트 광산업체들은 시장에서의 점유율 확대를 위해 공급 축소에 나서지 않고 있다. 이는 코발트 가격의 하방 압력을 가중시키는 주된 요인으로 작용한다.

1월 가격 등락률 (2024. 01.01 ~ 2024. 01. 29)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	-6.0%	-10.0%	-3.7%	-6.8%	-0.4%

2월 PGM 전망

2월 PGM 가격 상승 가능성은 낮을 것으로 예상

수급 불안 해소와 더불어 연준의 조기 금리 인하 기대가 후퇴(달러 강세)하고, 산업용 귀금속의 주요 소비국인 중국 경제 우려가 해소되지 않으면서 1분기 PGM 가격의 상승 가능성은 낮을 것으로 예상된다.

가격 패리티 근접한 백금과 팔라듐

팔라듐과 백금 가격은 패리티 근접

자동차 촉매 시장에서 백금과 팔라듐이 가격 패리티에 근접하면서 백금이 팔라듐을 대체하는 속도는 둔화되고 있다. 지난해 팔라듐 가격이 급락한 데에는 전동화와 더불어

2022년의 높은 팔라듐 가격으로 인해 내연기관차 촉매 수요가 백금으로 대체된 점이 크게 작용했고, 23년에는 62만 온스의 백금이 팔라듐으로 대체(WPIC 추산)되었다. 현재 팔라듐은 백금에 비해 온스당 50달러 가량 높은 가격에 거래되고 있는데, 1년 전(700달러 차이)에 비해 두 금속 사이 스프레드가 상당히 줄어들었기에 백금을 팔라듐으로 대체할 유인 역시 줄어들었다고 판단한다.

백금 공급 위험 완화, 팔라듐 생산 감소

백금 공급 위험 완화

세계 최대 백금 생산지인 남아공의 2023년 11월 광산 생산량은 전년 동기 대비 6.8% 증가했다. 7월까지 광산 생산량은 yoy 10% 이상 감소하면서 공급 위험이 상승했으나 6~8월 겨울이 지나가고 9~11월 봄에 접어들면서 전력난이 완화되어 광산 채굴도 정상화되었다. 남아공은 전체 전력의 80%를 차지하는 화력발전 시설을 제때 정비하지 못해 15년 넘게 전력 공급이 수요를 따라오지 못하는 상황이다.

24년 팔라듐 생산은 감소할 전망

반면 전세계 팔라듐의 40%를 생산하는 러시아는 전년 대비 감소한 팔라듐 생산량을 보고했다. 2023년 Nor Nickel의 팔라듐 생산량은 전년 대비 4% 감소한 269만 트로이온스였고, 백금 생산량은 2% 증가한 66만 4,000트로이온스였다. Nor Nickel의 올해 팔라듐 생산량 가이드는 229만 6,000~245만 1,000트로이온스이기에 2023년에 이어 2024년 생산량도 줄어들 것으로 보인다. 세계 1위 생산국인 러시아에서 9~15%의 팔라듐 생산량 감소가 예상되면서 팔라듐 시장 수급은 2024년 거의 균형을 이룰 가능성이 높아졌다.

EU의 러시아 금속 제재는 팔라듐에도 위협적

러시아 제재는 팔라듐에도 위협적

영국의 러시아산 금속 제재 조치에 이어 EU도 러시아산 알루미늄 제재를 고려하고 있다는 보도가 등장했다. 다만 모든 제재에는 EU 27개 회원국의 만장일치 동의가 필요하기 때문에 해당 논의는 아직 논란의 여지가 있는 상황이다. 유럽에서 러시아산 알루미늄에 대한 전면 금지 조치가 이루어질 경우, 러시아가 최대 생산국인 팔라듐도 제재에서 완전히 자유롭다고 보기는 어렵기에 상승 압력으로 작용할 수 있다.

2월 배터리 금속 전망

2월 리튬 가격은 더 하락할 것으로 예상

리튬 생산 능력 과잉과 가격 경쟁 심화로 한동안 리튬 가격이 더 하락할 것으로 예상된다. 현재의 과잉 설비 상황은 새로운 수요와 공급 균형이 형성될 때까지 지속적인 가격 변동으로 나타날 전망이다. 코발트의 경우 콩고와 인도네시아에서 광산 생산량이 급속하게 늘어나면서 가격 하락세가 지속될 것으로 보인다. 코발트는 대부분 구리나 니켈을 생산하는 과정에서 부산물로 얻어지기 때문에 독자적으로 공급 규모를 조절하는 것은 쉽지 않다. (과거에 비해 낮아지기는 했지만)구리 가격이 크게 떨어지지 않아서 구리·코발트 광산의 생산 감축 가능성이 낮다. 한동안 구리 판매 수익이 코발트에서의 손실을 상쇄할 것으로 보인다.

리튬 가격 하락과 생산 축소 계획

이어지는 리튬 생산 시설 축소

리튬 업체들은 전기차 수요 성장세 둔화로 리튬 가격이 폭락하자 비용 절감과 생산 축소를 계획하고 있다. 현재 리튬 가격이 톤당 약 6,000달러의 저점(2019~2020년)을 기록한 때문만큼 떨어진 것은 아니지만, 비용 증가로 생산업체들의 수익성은 크게 낮아졌기 때문이다. 호주 Core Lithium사는 스포듀민 정광(고순도 리튬 광석) 가격이 80% 하락하자 채굴 중단을 발표했고, 세계 최대 리튬 채굴 업체인 Albemarle도 비용 절감의 일환으로 인력 감축을 선언했다. 호주 Pilbara Minerals는 23년 4분기 매출이 46% 감소해 상반기 배당금을 지급하지 않을 것이라고 경고했으며, 중국 리튬 생산자들 역시 생산 중단을 고려하는 것으로 알려져 있다.

리튬 시설 운영 중단에도 한동안 공급이 수요 초과할 예정

고비용 기업들의 운영 중단에도 2021~2022년에 나타난 높은 가격에 대한 공급 반응(신규 생산 능력 급증)으로 인해 향후 몇 년간은 공급이 수요를 초과할 예정이다. Goldman Sachs는 전세계 수요의 17%에 해당하는 약 20만 톤의 탄산리튬이 올해 초과 공급될 것으로 추산하고 있기에, 시장 균형을 맞추려면 더 많은 공급 감축이 필요할 것으로 예상된다.

배터리 금속에서의 중국 야심 확대

중국은 EV 시장에서의 점유율 확대할 전망

중국 기업들은 EV금속 가격 하락을 이용해 세계 시장에서의 점유율을 확대할 것으로 보인다. 중국 Ganfeng Lithium은 최근 호주 Pilbara로부터 향후 3년 동안 리튬 함유 광물인 스포듀민 정광 구매를 거의 두배 늘리기로 합의했으며, 중국 레피돌라이트(저순도 리튬 광물) 공급업체들은 생산량을 줄이기는 했지만 예상에 비해서는 그 양이 적었다.

CMOC는 생산 확대로 1위 코발트 생산기업에 등극

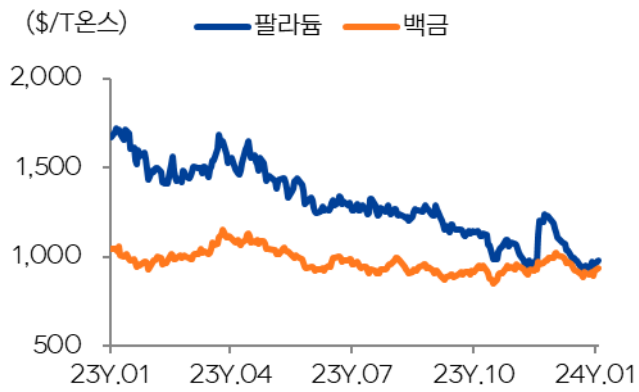
중국 CMOC도 공격적으로 생산량을 늘리면서 세계 1위 코발트 생산기업에 등극할 예정이다. 2023년 중국 CMOC 코발트 생산량은 174% 증가해 55,526톤에 이르렀는데, 이는 23년 생산량 가이던스가 최대 42,000톤인 기존 1위 Glencore를 압도하는 수준이다. 2024년 CMOC 코발트 공급량은 콩고 Tenke Fungurume 및 Kissanfu 광산 생산이 확대되면서 추가적으로 증가할 예정이다. 이처럼 중국은 금속 가격 하락을 장악력 확대의 기회로 판단하는 것으로 보인다.

나트륨 이온 배터리 상용화 시작

나트륨 이온 배터리의 위협

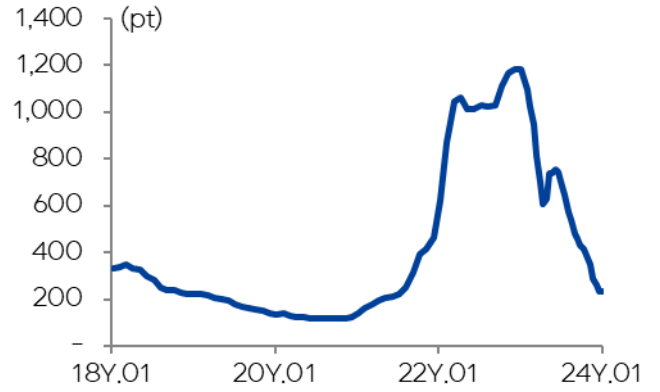
아직까지는 언더독으로 여겨지지만 나트륨이온배터리도 기존 배터리 금속에 위협으로 다가오고 있다. 나트륨이온배터리는 나트륨을 원재료로 사용한 배터리로 에너지 밀도는 낮지만, 안정성이 높고 저온에서의 성능 저하가 심하지 않다는 강점을 가진 차세대 배터리다. 나트륨이온배터리는 벌써 중국에서 상용화 단계에 들어섰는데, 전기 중국 오토바이 업체인 야디는 최근 나트륨 이온 배터리를 활용한 전기 오토바이를 출시했다. 이처럼 배터리 기술은 상상을 초월할 정도로 빠르게 발전하고 있다. NCM에서 LFP, 나트륨 이온 배터리까지 새로운 소재를 활용한 배터리들이 계속해서 등장하면서 기존 EV금속에 대한 패권을 확보하려는 국가들의 시도는 실패할 가능성이 높을 것으로 보인다.

차트 7. 백금과 팔라듐 가격 패리티(대등한 수준) 도달



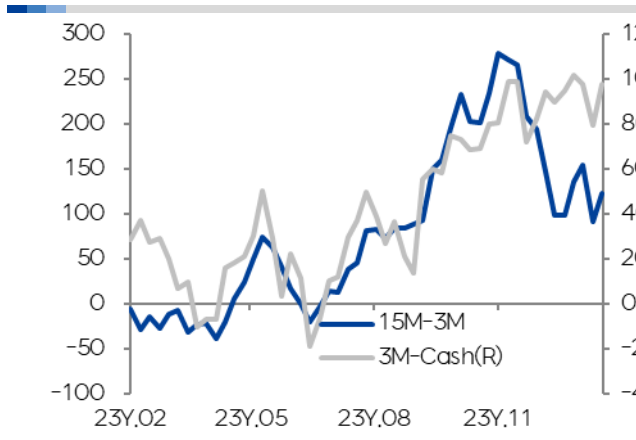
출처: Bloomberg

차트 8. Lithium Price Index

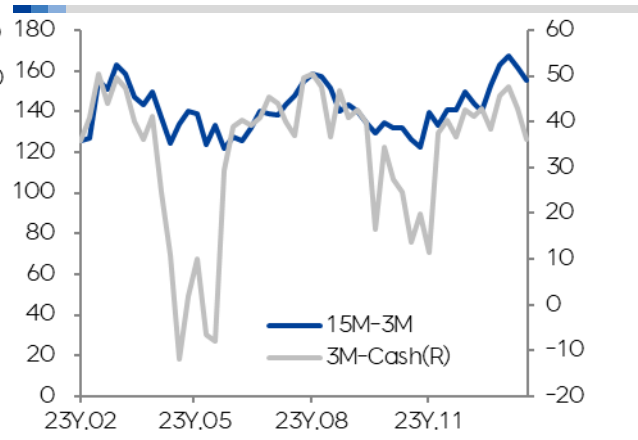


출처: Bloomberg, Benchmark Mineral Intelligence

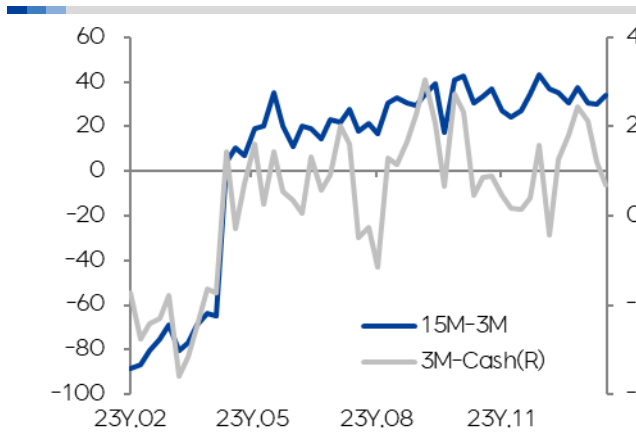
Copper Time Spread



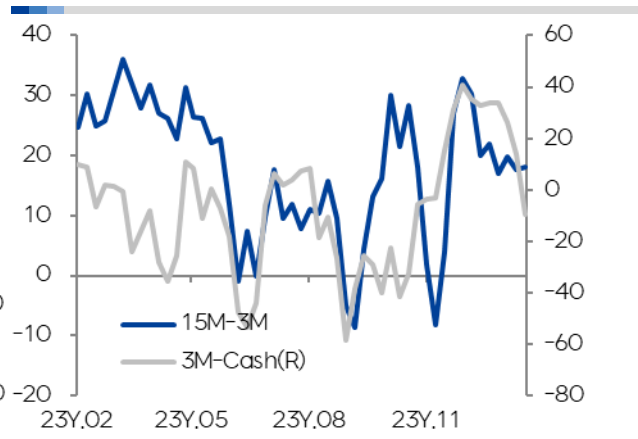
Aluminum Time Spread



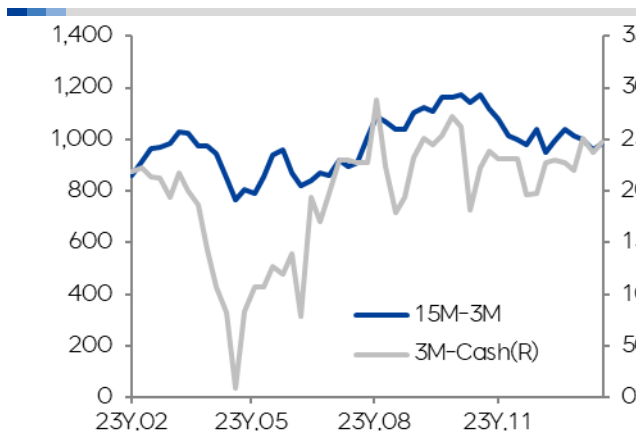
Zinc Time Spread



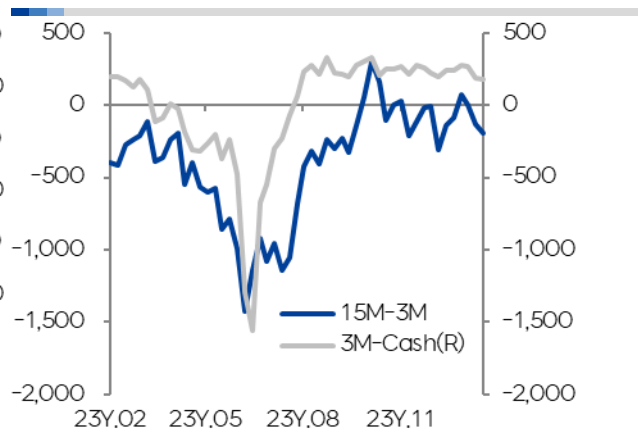
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



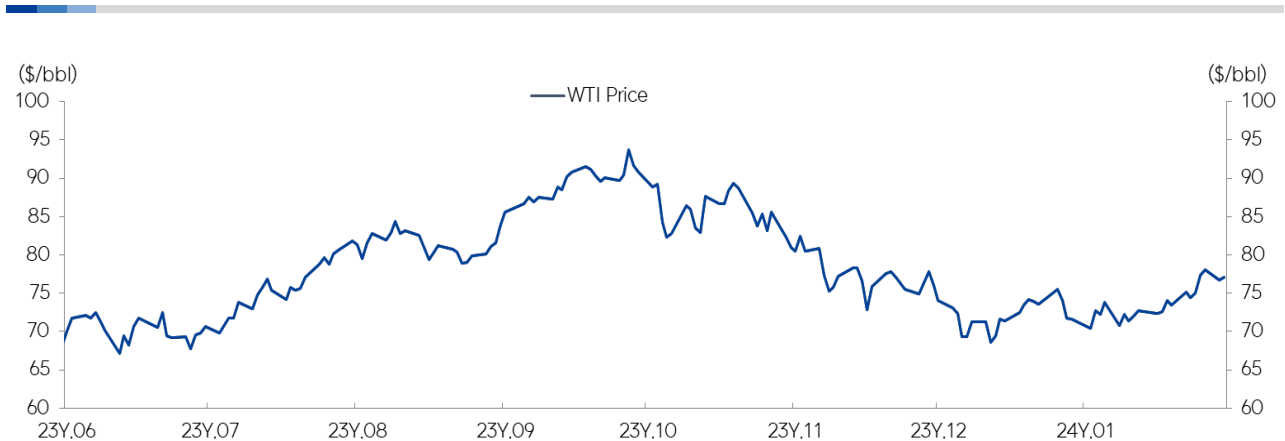
Crude Oil

1월 동향: 한 달간 지정학적 리스크가 지배했던 시장

\$70 지지력 확인과 지정학적 리스크

1월 한달 유가는 \$70 부근 강한 지지력 확인 이후 꾸준히 상승했다. 월초 이란 솔레이마니 사령관 추모식에서 대형 폭발 테러로 100명 이상의 사망자가 발생하고 헤즈볼라의 적극적인 이스라엘 공격까지 더해지면서 시장내 공급 차질 우려가 더욱 커졌다. 하지만 사우디의 깜짝 원유 수출가 인하로 \$70는 다시 위협받았고 러시아 수출량도 약속보다 높은 수준을 기록해 우려를 키웠다. 예멘 주둔 후티 반군의 홍해 운항 선박 공격이 이어지며 수에즈 루트에 차질이 빚어지기 시작했고, 이스라엘과 헤즈볼라간의 공습이 격화되면서 유가가 지지받았다. **미국과 영국 연합군의 예멘 공습과 더불어 이란의 시리아, 이라크, 파키스탄을 겨냥한 탄도미사일 발사로 시장은 더욱 혼란스러워졌다.** 리비아 생산 차질 이슈가 빚어지기도 했으나 미국내 재고 증가가 이슈를 상쇄했다. 이후 미국의 견조한 지표와 중국 정부의 적극적인 부양책에 따른 수요 증가 기대와 이란, 러시아 등지의 에너지 시설 폭발 영향에 상승세를 이어갔으며 **러시아 유조선 타격과 시리아 인근 미군 사망 등으로 중등 리스크가 좀더 확대되면서 유가는 강세를 보였다.**

차트1. 1월 유가 동향 \$70 강한 저항 확인 후 상승 압력 우세



출처: Bloomberg

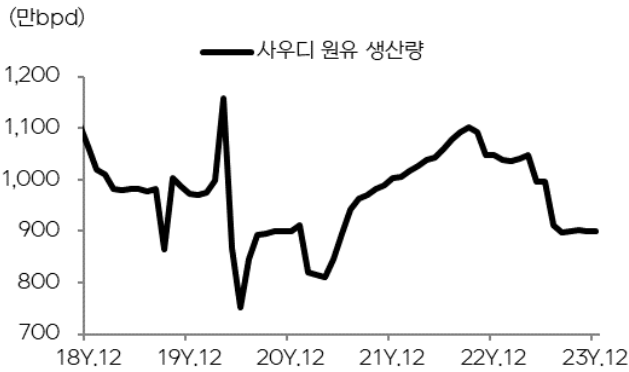
2월 전망: 새로운 공급 변수의 등장

사우디, 경고와 실익을 동시에 얻다

지정학적 리스크 발발로 유가가 지지되자마자 사우디는 OPEC+ 감산이 시작되는 1월초 깜짝 원유 수출가 인하(-\$2.00)로 시장을 놀래켰다. **계속되는 추가 감산으로 점유율 확보차원에서 내린 결정이기도 하지만 OPEC+내 낮아진 감산 의지를 보이는 모든 국가에게 사실상 "여차하면 치킨게임을 할 수도 있다"고 경고를 날린 셈이기도 하다.** 원유 시장이 크게 충격을 받은 이유는 두 가지다. 이번 수출가격 인하는 13개월 만에 가장 큰 폭의 인하다. 이번 인하로 아시아로 향하는 사우디산 원유 수출가는 27개월래 최저치를 기록했다. **11월 OPEC+ 회의에서의 불협화음과 앙골라(120만bpd)의 OPEC 탈퇴 이후 단합이 어느때보다 절실한 상황에서 나온 사우디의 이번 발표는 향후 OPEC+ 국가들이 더욱더 각자도생의 길로 접어들 가능성을 높이는 요인이기도 하다.** 작년 연말까지 수요 둔화에 대한 우려가 지속되다 지정학적 리스크로 연초 반등한 뒤 \$70 부근에서 힘겹게

추세적 반등을 노리는 타이밍이었던 터라 시장의 실망이 더욱 컸다.

차트2. 사우디, 감산 합의 원활하게 이행 중



출처: OPEC

차트3. 사우디, 2월 수출 OSP \$2 인하 결정



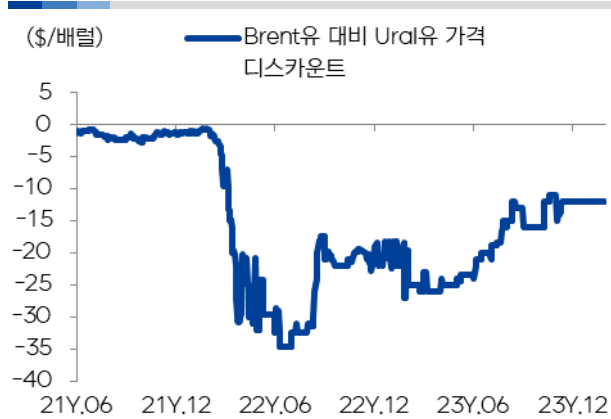
출처: Bloomberg
대비

*Oman/Dubai 평균 현물가

이에 지지않는 러시아

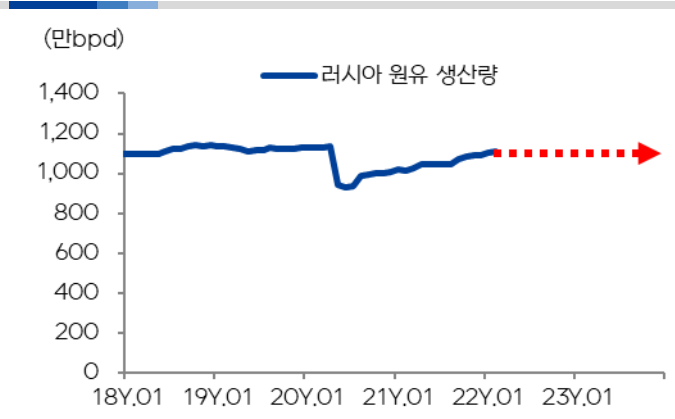
또다른 맹주국인 러시아는 1월부터 시장에 더 큰 실망을 안겨주었다. 러시아는 금년 1분기에 작년 5~6월 평균 수출량인 대비 50만bpd(원유 30만bpd+석유 제품 20만bpd) 수출 감축을 약속한 바 있는데, 1월 둘째주 석유 제품 수출량은 322만bpd로 전주 대비 15%가 증가했다. 5월과 6월 평균 생산량에서 20만bpd 감축을 약속한 228만bpd에서 무려 100만bpd를 더 수출한 셈이다. 그나마 4째주 석유 제품 수출이 급감해 214만bpd를 기록하기는 했지만 4주 평균은 여전히 1분기 타깃보다 53.6만bpd 가량 높은 수준을 기록하고 있다. 작년 12월 밀어내기식 대규모 수출이 이루어진 점까지 감안하면 러시아는 사실상 새로운 감축 합의를 거의 이행하고 있지 않은 셈이다. 원유 수출 물량도 30만bpd 감축을 약속했지만 5월-6월 평균과 비교해 약 12만bpd 가량만 감축 중이다. 그리고 언제나 그렇듯, 국제가격보다 훨씬 저렴하게 팔리는 러시아산 우랄유는 대부분 중국과 인도로 향한다(그리고 상당 물량은 정제되어 미국과 유럽에 수출된다 그리고 에너지 물가 안정을 위해 미국과 유럽은 이를 눈감아 준다) 러시아는 지난해 원유 최대 수입국인 중국에 1억 702만톤(214만bpd)을 수출해 2위인 사우디(8,596만톤)와 격차를 벌이며 사우디에게서 1위 지위를 빼앗았고, 세계 3위 수입국인 인도로의 수출량도 두배(2022년 65.1만bpd)이상 늘려 166만bpd를 기록해 3위인 사우디(70만bpd)와의 격차도 2배 이상 벌였다.

차트4. 할인된 가격으로 중국과 인도에 팔리는 러시아 우랄유



출처: Bloomberg

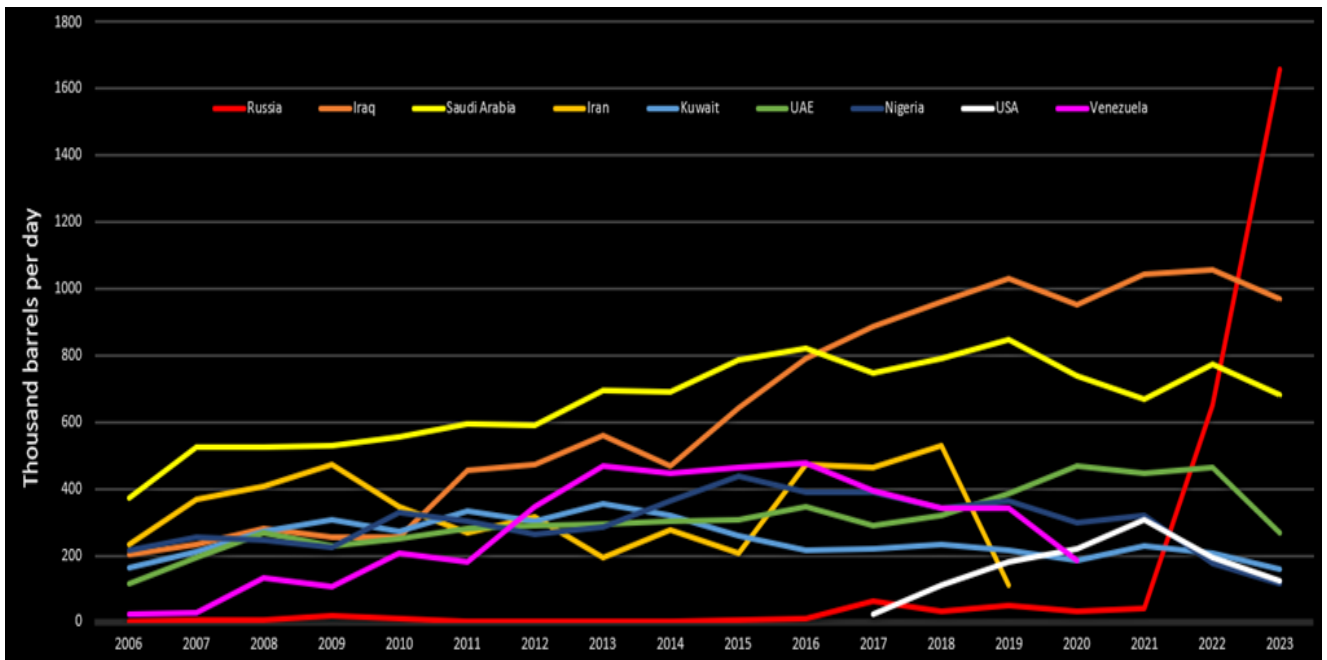
차트5. 도통 알 길이 없는 러시아 공식 원유 생산량



출처: Bloomberg, 삼성선물

*시장 데이터는 수출 물량을 기반으로 한 추정치

차트6. 세계 3위 원유 수입국인 인도 최대 원유 수출국으로 발돋움한 러시아(2023년)

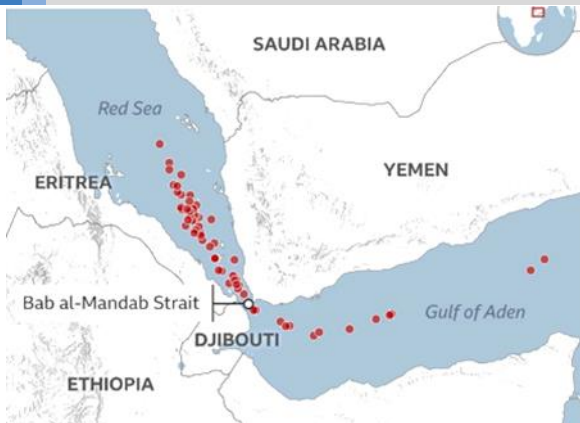


출처: TradeSources, Bloomberg

적극적이지 못한 미국, 상황 파악 끝낸 후티 반군과 이란

대선을 앞두고 있는 바이든 정부는 미국이 적극적으로 나서는 것 자체가 힘들게 낮춰 놓은 에너지 물가를 다시 자극시킬 수 있고 강경 대응은 미국내 무슬림 표심 이탈과 소프트 테러 가능성을 높일 수 있기 때문에 최대한 방어적인 태세로 일관했다. 이 점을 이란과 후티 반군도 충분히 인지하고 있기 때문에 이란의 전폭적인 무기 지원과 저항의 축 세력에서 존재감을 키우고 싶은 후티 반군의 니즈가 정확하게 맞아 떨어진 것이다. 미국과 영국 해군이 후티 반군 주둔지에 수차례 미사일과 공습을 가하기는 했지만 후티 반군은 도리어 미국과의 전면전을 하는 것이 후티 반군의 위상을 높일 수 있는 것이라고 여기며 선박 공격을 이어가고 있다. 유럽과 아시아를 잇는 홍해 루트는 전세계 원유와 액화천연가스(LNG)의 15%를 담당하는 곳으로 아프리카 희망봉 우회시 최소 7일 이상이 추가 소요되며 이슈 장기화로 인한 운임료와 보험료 급등으로 이어져, 유가를 자극하고 있다.

차트8. 예멘 후티 반군의 홍해 선박 공격



출처: Ambrey

차트9. 아시아-유럽 대체(희망봉)루트, 최대 10일 이상 더 소요



출처: Dimerco

이란 직접 참전의 명분을 준 솔레이마니 추모식 테러

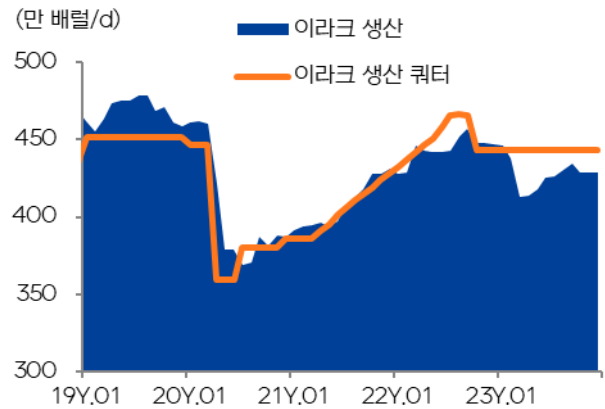
이런 시장에 이란이라는 새로운 변수가 추가된 점은 유가를 더욱 자극했다. 솔레이마니 전 이란혁명수비대 쿠드스군 사령관의 4주기 추모식이 열린 이란에서 두 차례의 대규모 폭발 테러가 있었다. 차량 안에 있던 원격 폭탄이 폭발하고 20분뒤 묘지에서 1km 떨어진 곳에서 또 한차례의 폭발이 있었다. 이번 사건으로 사망자는 100명이 넘었고 추모식에 참석했던 군중들은 “이스라엘에 죽음을”이라는 구호를 외쳤다. 이란 최고 종교지도자인 하메네이도 “신의 뜻으로 강경 대응할 것”이라며 복수를 다짐했고 이란 혁명수비대는 전면전을 준비하겠다고 천명했다. 미국은 이번 테러에 대해 이스라엘이나 미국의 개입 가능성을 일축했지만 이란은 이번 일의 배후로 이스라엘을 지목했다. 그 사건이 특히 주목받는 이유는, 이란 종교 도시 고품의 잠카런 모스크 돔 정상에 붉은 깃발이 게양됐기 때문이다. 잠카런 모스크의 붉은 깃발은 ‘순교의 피가 흐를 격렬한 전투가 임박했다’는 상징물로 이슬람과 이란이 적에게 보내는 최고 등급의 선전포고다. 2020년 당시 솔레이마니의 사망 직후 붉은 깃발이 게양되었고 이후 이란의 민간기 격추(172명 사망), 후티 반군의 선박 공격, 이라크 주둔 미군 기지에 대규모 공격 등이 발생해 유가가 급등한 바 있다.

차트10. 이라크 주둔 미군 기지(Tower22) 피격



출처: The Associated Press

차트11. 이라크, OPEC내 적극적으로 감산 중

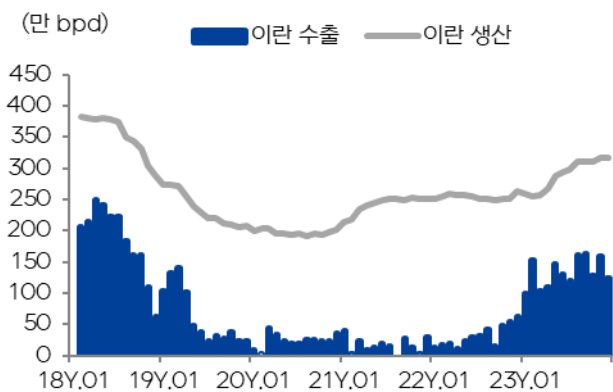


출처: 삼성선물, OPEC

이란의 강한 도발

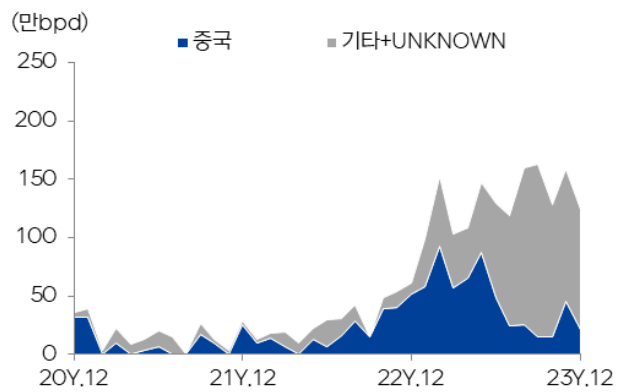
미국과 이란의 직접 대립-수에즈 운하 운행 차질과 이란의 직접 개입이 유가에 어느정도 지지력을 제공하고 있으나 시장이 더욱 우려하는 것은 이란과 미국간의 대결 구도 그리고 그 이후에 발생할 수 있는 실제 공급 차질이다. 미국의 3차제재 하에서도 이란의 원유 생산과 수출이 건재한데다 중동지역내 이란의 종교적 위상(시아파 맹주국)과 군사력 등을 감안했을때 시장의 주목도는 더욱 높아지게 된다. 지금까지는 대리전을 통한 주고받기였다면 이란 추모식에서의 폭발 사건 이후 이란도 직접 참전할 명분이 생겼다. **실제로 이란은 '피의 복수' 상징인 붉은 기를 게양한 뒤, 시리아, 이라크, 파키스탄의 테러단체와 이스라엘 모사드 지부에 대륙간 탄도 미사일로 공격하고 서슴없이 미국 유조선을 나포하는 등 거침없는 행보**를 이어갔다.

차트12. 이란 생산과 수출입 상당량 제재 이전 수준으로 회복



출처: 이란 수출입관리국

차트13. 이란 수출 물량 대부분, 중국향으로 추정



출처: Bloomberg, 삼성선물

시장이 주목할 미국과 이란의 관계 변화

이스라엘과 하마스전이 시작된 이래로 첫 미군 사망자가 3명이 발생했고 이란의 지원을 받고 있는 시리아, 이라크, 하마스, 후티 반군, 헤즈볼라의 교전도 날로 격해지고 있다. 미국이 택할 수 있는 전략은 크게 두가지이다. **이란을 군사적으로 지금보다 압박하거나, 아니면 힘겹게 받아낸 스물달을 파기하고 다시 제재를 부과하는 방식**이다. 사실 전자나 후자 모두 미국에게 부담되는 옵션이며, 두가지 케이스 모두 유가에 상승 압력으로 작용할

수 있다. 이란의 영향권 안에 있는 호르무즈 해협은 이란 인근 주요 무역 통로로 전세계 LNG 수출의 30%, 원유 20%를 담당하며 큰 배가 드나드는 뱃길은 해협 중앙의 4km 가랑에 불과해 이슈 발생시 세계 에너지 물동량에 큰 차질이 빚어질 수 있다. 더욱이 호르무즈 해협은 홍해 루트와는 달리 우회 루트가 존재하지 않기 때문에 즉각적인 공급 차질 이슈가 발생할 수 있다. 이란의 제재는 기존과 같은 제3자 제재(이란산 원유를 거래하는 개인과 기관, 국가에 대한 제재 가능) 방식으로 적용될 가능성이 높아 추가 감산 효과가 발생할 수 있다. 바이든 정부 입장에서는 파병에 대한 비난여론과 이란과 마찰 격화시 세계 곳곳의 친이란 세력의 테러 가능성, 대선을 앞둔 이슬람 표심 달래기 등을 감안했을때, 부담이 큰 이란과의 직접적인 대립보다는 공격 주체자인 이슬라믹 레지스탕스에 대한 공격이나 약간의 추가 제재 등을 통한 보여주기식 반격 가능성이 높다.

이 모든 이슈들을 종합할
이스라엘과 하마스간의 평화
중재안

현재 대부분의 중동지역 지정학적 리스크는 대부분 이스라엘과 하마스간의 전쟁에서 비롯되었다. 이란의 지원을 받고 있는 헤즈볼라와 후티 반군이 가자지구에서의 이라크군 철수를 내걸고 공격을 진행 중인 만큼, 중동지역 지정학적 리스크가 낮아지기 위해서는 이스라엘과 하마스간의 전쟁에 마무리되어야 한다. 사실 이스라엘 입장에서는 나쁘지 않다. 홍해 리스크 자체가 우크라이나 전이 이스라엘 이슈로 국제 여론과 비난에서 완전히 멀어진 것처럼 홍해 이슈가 부각될수록 이스라엘이 수월하게 작전을 수행할 수 있게 된다. 국제적인 주목도가 떨어지면 과격한 공격에 대한 비난도 상대적으로 방어하기 수월하다. 일단 표면적으로 이스라엘은 임시 휴전안을 제시한 상황이다. 다만 그 조건이 하마스 고위 관계자들이 가자 지구를 떠나는것과 인질들을 모두 풀어주는 것이 포함되어 있고 이스라엘 총리를 포함한 강경파들이 전쟁 이후에도 이스라엘의 통치와 주둔을 주장하고 있어 원만한 합의가 쉽지 않아 보인다.

2월은 수요 감소와 공급 차질간의 싸움될 것

공급과 수요간의 싸움

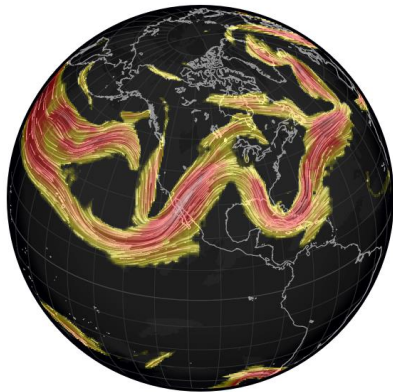
시장도 이미 수요측면에서의 가격 하락 압력을 작년말부터 본격적으로 느끼기 시작했다. 가파르게 오른 주요국들의 금리 영향이 고용과 산업, 경제 지표에 일부 반영되기 시작했고 수요 반등을 기대했던 중국도 최근 헝다 청산 이슈와 지방정부 부채, 외국 자본 이탈 등을 겪으며 대규모 부양책에 대한 기대도 한풀 꺾인 상황이다. 중국의 대규모 부양책이 나온다고 해도 실제 원유 수요까지 영향을 주려면 상당한 기간이 소요(최소 6개월 이상)되고 이마저도 코로나 전후로 2억 배럴 이상 사들인 값싼 이란산과 러시아산 원유 재고로 충당이 가능하기 때문에 중국발 수요 개선에 따른 유가 상승을 기대하기도 어렵다. 러시아와 우크라이나, 이스라엘과 하마스, 그리고 홍해 이슈가 부각되면서도 \$80를 쉽게 넘지 못하는 이유이기도 하다. 다만 1월과 차이가 있다면, 그동안은 원유 공급에 직접적인 차질 이슈가 발생하지 않았지만 최근 이란의 행보와 미군 사망 사건 이후 반격의 명분이 생긴 미국에게 공이 넘어간 상황이라는 점이다. 미국이 취할 수 있는 수단인 추가 제재나 군사적 압박 모두 이란발 공급 차질(호르무즈 해협 차단, 생산 차질) 이슈를 부각시킬 수 있는 점은 새로운 리스크 요인으로 자리잡을 전망이다. 에너지 물가 안정과 대선을 앞둔 부담에 미국도 이란과 직접적인 대립은 최대한 피할 가능성이 높지만 보여주기식 반격이 예상되는 만큼 2월 중 단기 공급 차질 이슈가 부각될 전망이다. 추가 상승 여력은 존재하나 여전히 남아있는 수요 불안이 유가 상단을 제한하는 만큼 \$80를 상회하더라도 장기간 유지하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.

Natural Gas

\$2 초반까지 빠르게 조정받은 천연가스

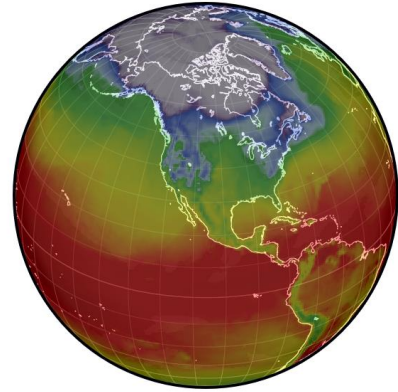
제트기류 약화로 PolarVortex(극 소용돌이)가 미 중부지역까지 남하했다. 1월 역대급 한파 예보로 시장은 긴장했고 가뜩이나 민감한 겨울철 날씨예보 변화에 천연가스 가격도 더욱 예민하게 반응했다. 특히 추위에 취약한 남부지역까지 영하 날씨가 예고되면서 **2021년과 같은 대규모 전력난과 생산차질 이슈가 또다시 발생할 수 있다는 우려도 있었다.** 미국 중부 지역내 한파 주의보를 비롯해 북서부와 동부 지역의 눈 예보와 더불어, 남부 지역의 강풍 등이 향후 난방 관련 수요를 자극함과 동시에 공급 차질 가능성까지 언급되며 **미국내 현물가 전반의 가격이 상승 압력을 받았고 헨리허브 기준 현물가는 12일 \$13/MMBtu까지 치솟기도 했다.** 하지만 정작 공급 차질 이슈는 예상만큼 크지 않았고 노스다코타 주 등 북부 일부 지역에서만 생산차질이 발생했다. **수요 급등에 따른 대규모 정전 사태 또한 없었고 현물 가격도 빠르게 \$2~3 수준으로 안정됐다.** 천연가스 예보가 **2월초까지 온건한 날씨를 기록할 것으로 예상되는 가운데 지속적인 예보의 하향(수요 감소)으로 천연가스 가격은 월말 하방 압력이 우세한 모습을 보이며 \$2초반까지 조정받았다.**

차트14. 2월7일 이후 제트기류, 적도 부근 따뜻한 기류 미국으로



출처: Netweather

차트15. 2월7일 이후 온화한 기류 미국 본토쪽으로 북상



출처: Netweather

2월 제트기류(JetStream)의 변수

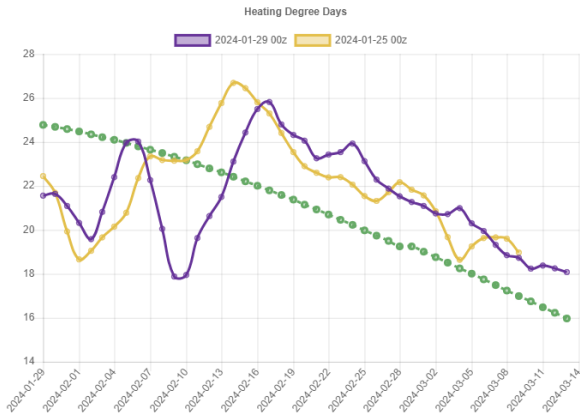
2월 북극한파(PolarVortex)의 남하 여부에 지대한 영향을 주는 제트스트림 전망을 주목해볼 필요가 있다. **전망상으로는 6일까지는 두 갈래로 나뉘진 위쪽 아류 제트스트림이 북극 한파의 남하를 방어해 미국의 겨울철 온도가 예년보다 낮아질 가능성이 높으며, 이후 밑에 위치한 주류 제트스트림이 적도 인근의 온화한 기류를 미국 중부쪽으로 밀어올리며 예년(30년 평균)보다 더운 날씨가 예상된다.** 다만 장기 예보에서 **2월 중순부터 위쪽 아류의 방어력 대부분이 소실돼 다시 북극 한파의 남하 가능성이 일부 반영되며 수요를 다시 들어올릴 가능성이 높아질 것으로 예상된다.** 중기 예보의 변화가 워낙 심한 만큼 2월 중순 이후의 날씨 예보 변화에 주목해야 할 것이다.

2월 중순까지 가동 중단 예정인 Freeport LNG 수출항 1개 유닛

미국내 전체 LNG 수출 수요의 15% 가량을 담당하는 Freeport 수출항의 가동 중단 지속 여부도 주요 변수로 작용할 전망이다. **현재 Freeport LNG 수출항 3개 유닛 중 한 곳(전체 캐파 7억cfcd)의 가동이 중단된 상태로 2월 중순까지 가동중단이 예고되어 있다.** LNG 수출항의 가동중단은 원재료인 천연가스 수요를 낮추는 요인으로 중단 장기화시 천연가스 가격에 악재로 작용한다. **실제로 2022년 6월부터 폭발사고로 Freeport 수출항 가동이**

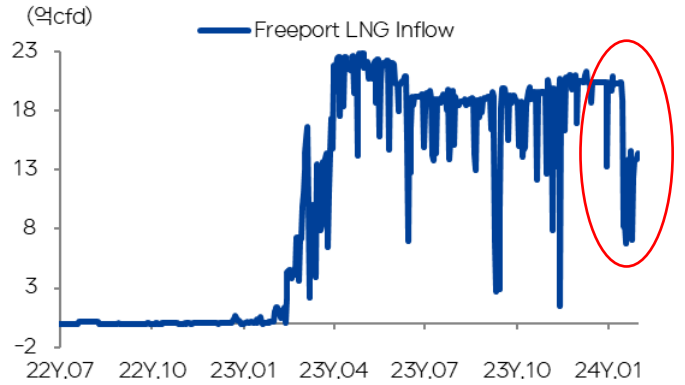
전면 중단되어 다음년도 1월까지 가동이 중단되면서 미국내 천연가스 가격 안정화에 지대한 역할을 했던바 있다. 다만 아직까지는 일상적인 단기 공급차질 수준이고 규모도 크지 않은 상황으로 향후 Freeport 관련 추가 공급 차질 발생 여부와 가동 중단 지속 가능성 여부가 주요 관전 포인트가 될 전망이다.

차트16. 장기 수요 전망, 2월 중순 이후 수요 증가 예상?



출처: Trueweather

차트17. Freeport LNG Unit1 가동 중단

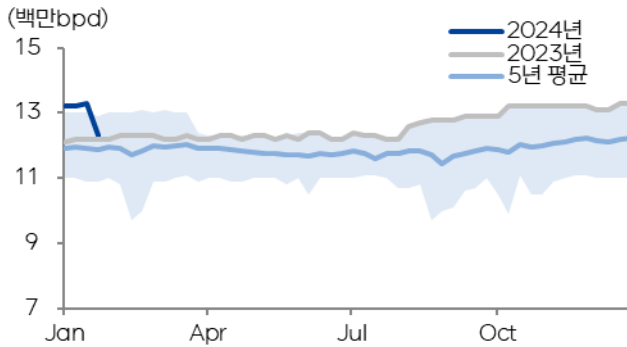


출처: Bloomberg

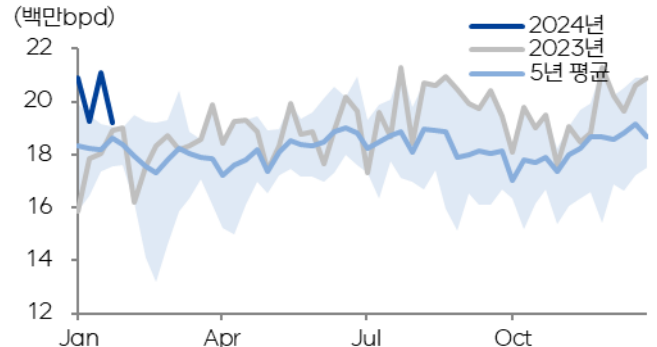
예년보다 추웠던 1월
예년보다 더울 2월

1월 역대급 한파 발생에도 단기 이슈에 그치며 대규모 전력난이나 현물 가격 급등 지속이 발현되지는 않았다. 사상최고치를 기록 중인 미국내 천연가스 생산량과 예년보다 15% 가량 높은 천연가스 재고, 그리고 2021년 대규모 전력난 발생 이후 텍사스주를 비롯한 남부 지역의 주요 생산시설과 인프라가 영하 온도에 대한 준비를 어느정도 갖춘 결과로 풀이된다. 물론 무엇보다 역대급 한파가 빠르게 마무리된 직후 예년보다 낮은 수요를 예상한 예보 영향이 가장 컸다. 이미 시장에서도 2월 날씨가 예년보다 따뜻한 수준을 유지할 것이라는 전망이 주를 이루고 있는 만큼 가격에도 상당 부분 반영되어 있을 것이라 사료된다. 3월물의 \$2/MMBtu 지지여부와 날씨 예보 변화에 따른 수요 기대 등락, Freeport LNG 수출항 가동 중단 지속 여부 등을 감안해 2월 중순까지는 제한적인 하방 압력이 우세할 전망이다.

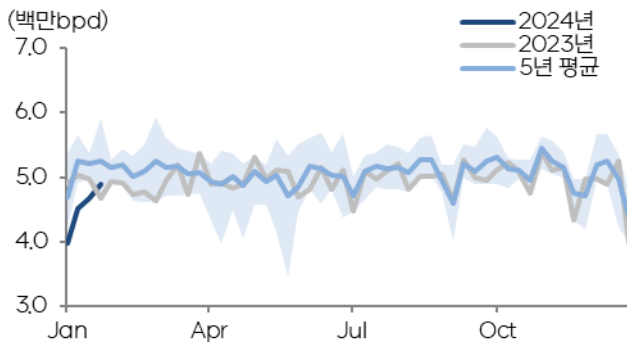
미국 원유 생산 (5년 Range)



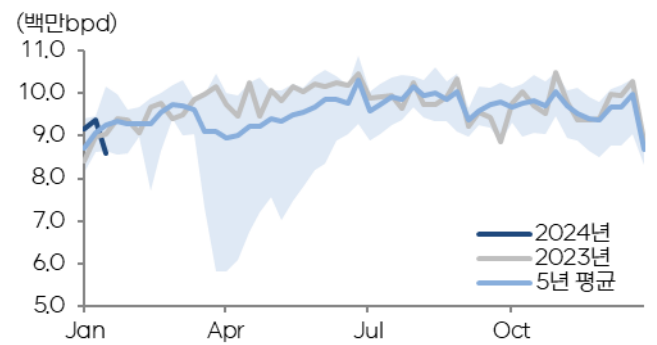
미국 원유 수요 (5년 Range)



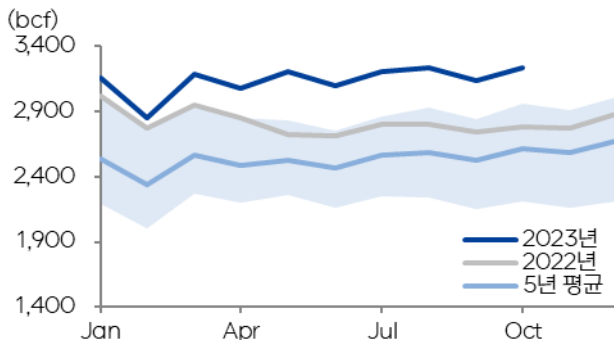
미국 정제유 수요 (5년 Range)



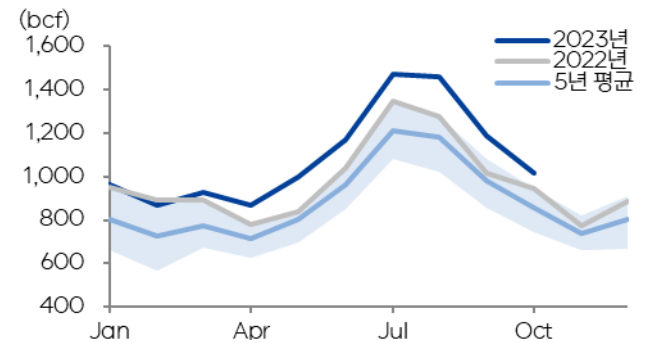
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



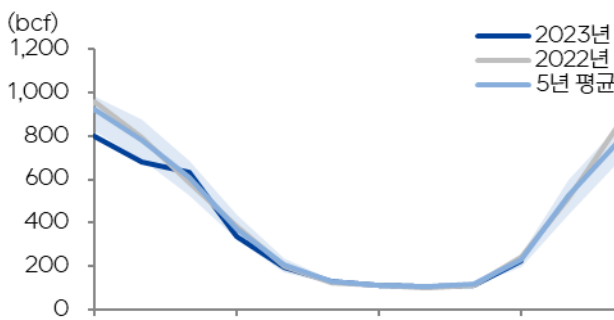
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



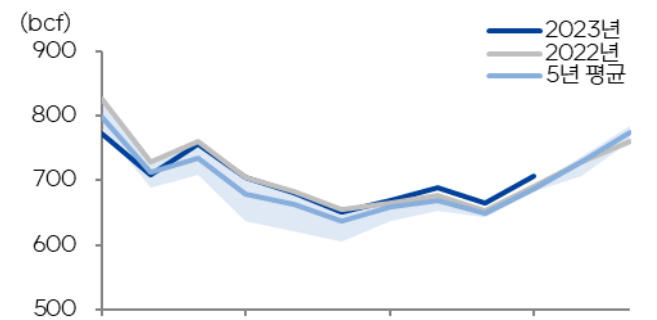
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)

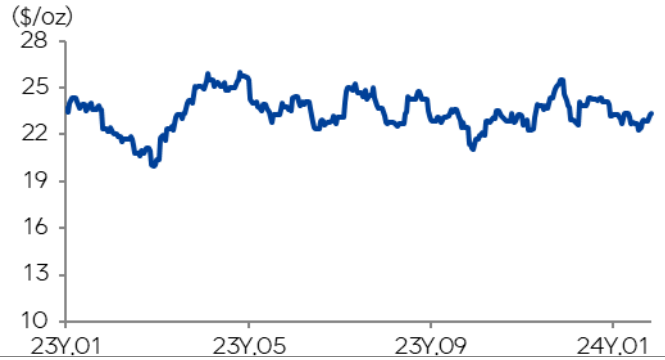


기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

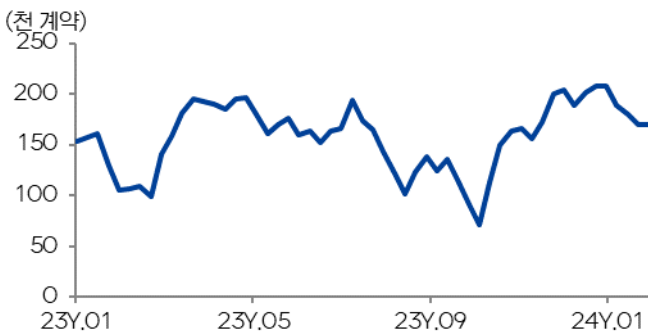
금 가격 추이



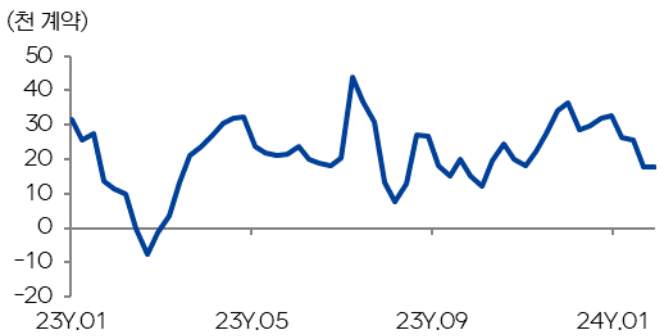
은 가격 추이



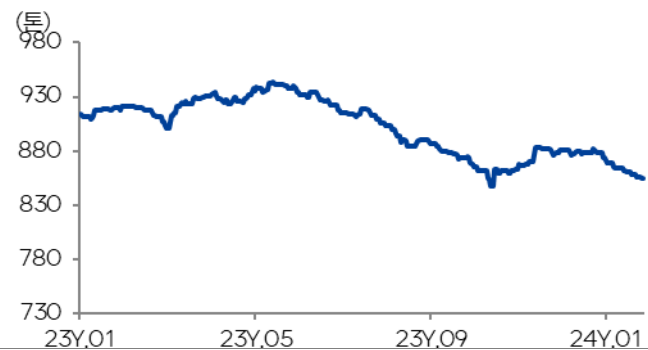
금 비상업적 순매수 포지션



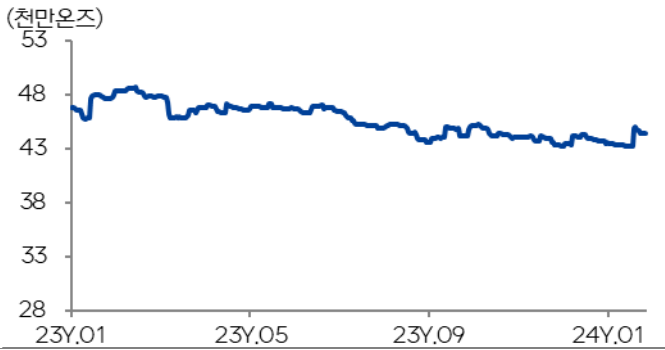
은 비상업적 순매수 포지션



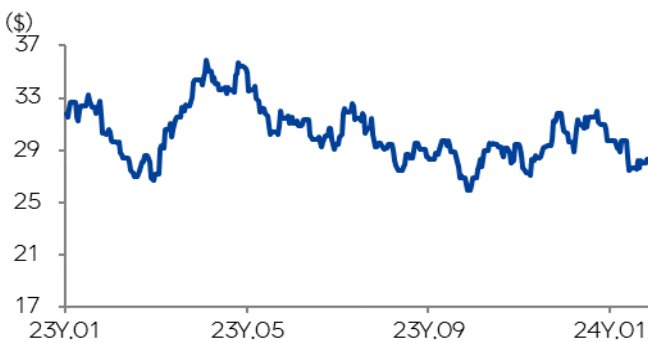
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

