

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

중국 리오프닝 기대와 불안의 공존

- 연준의 속도와 시장의 속도
- 세계 경제 성장에 대한 우려는 여전
- 현재 시장의 최대 관심사는 중국 경기 반등 여부
- 춘절 이후의 비철 시장
- 여전히 부진한 중국 제조업 지표
- 2월, 중국의 실제 수요가 일부나마 확인되는 달

원유

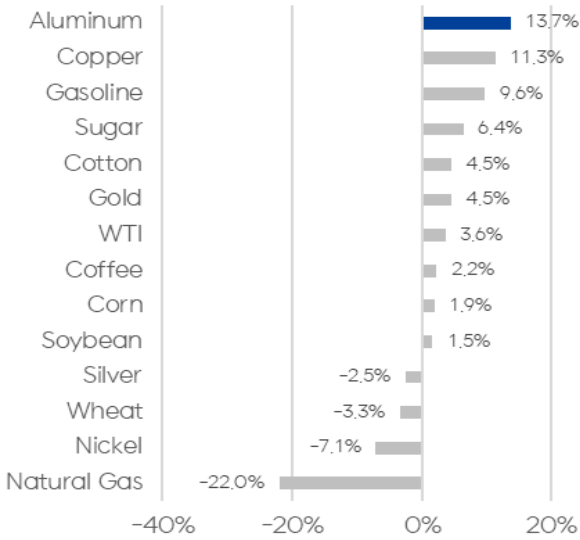
제재 이후의 러시아와 OPEC+의 감산 의지

- 미국의 드라이빙 시즌 종료, 그 다음은?
- OPEC+는 감산 종료 선언을 최대한 늦출 것이다
- 이란 사태가 중요한 이유
- 러시아도 유럽도 우크라이나도 원치 않는 확전
- 본격적인 금리인상기를 맞이한 원유 시장

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.

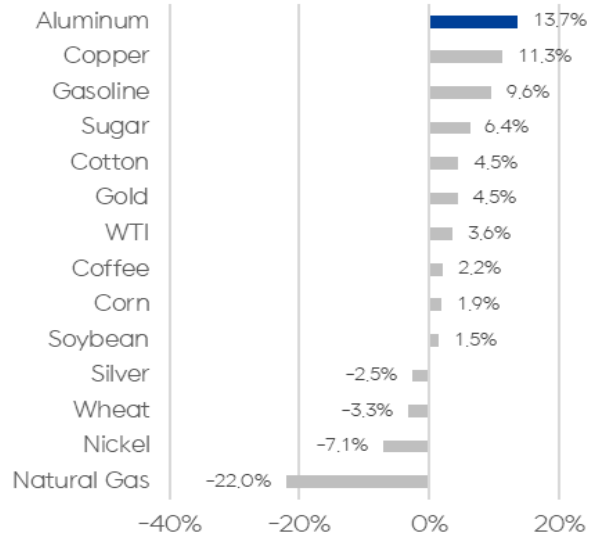
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 1/27 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

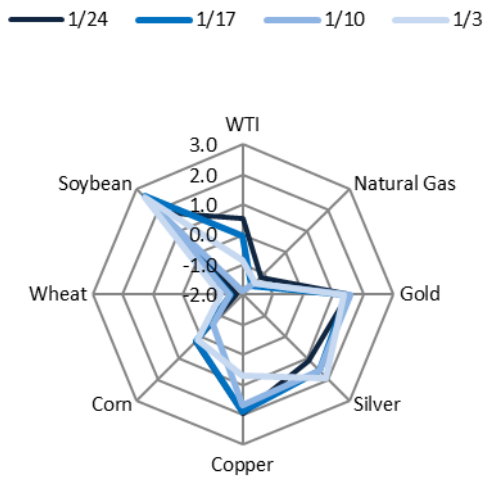
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

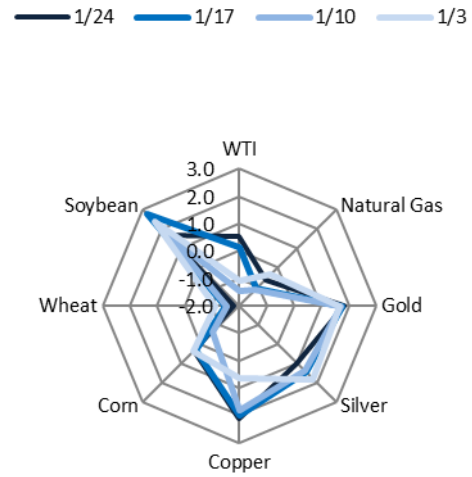
Commodities CFTC 포지션 분석

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

1월 동향: 실물 수요 기대와 연초 랠리

지표상으로는 확인되지 않는 수요

1월 비철 시장은 전반적으로 상승 압력이 우세했다. 중국 리오프닝 기대가 실물 수요를 높이며 저가 매수세가 적극적으로 유입되었고 경기 침체 우려에도 불구하고 주요국들의 경제지표가 지난달 대비 개선된 흐름을 보인 점이 매수 심리를 자극했다. 또한 월 초 미국의 탄탄한 고용지표 확인에도 불구하고 부진한 경제 지표가 연준의 금리인상 기조를 완화할 수도 있다는 우려를 키워 위험선호 심리를 자극했고, 하락세로 접어든 미 달러화도 비철 시장 전반을 지지했다. 여기에 미국 12월 헤드라인 CPI도 14개월만에 최소 상승을 기록하고 전월 대비 하락하는 등 2월 연준의 금리 인상 가능성은 25bp쪽으로 크게 기울면서 비철 가격은 더욱 지지받았다. 하지만 미국과 중국 등 주요국들의 제조업 지표가 여전히 부진한 흐름을 이어갔고 파월 의장을 포함한 주요 연준 위원들의 매파적 발언, 주요국들의 금리인상에 따른 경기 침체 우려 그리고 중국내 코로나 재확산에 대한 우려가 강한 상승을 제한했다.

월간 가격 등락률 (2023.01. 01~ 2023.01. 27)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률(%)	+11.3	+13.7	+13.7	-4.3	-7.1	+21.1

2월 전망: 중국 리오프닝, 기대와 불안의 공존

연준의 속도와 시장의 속도

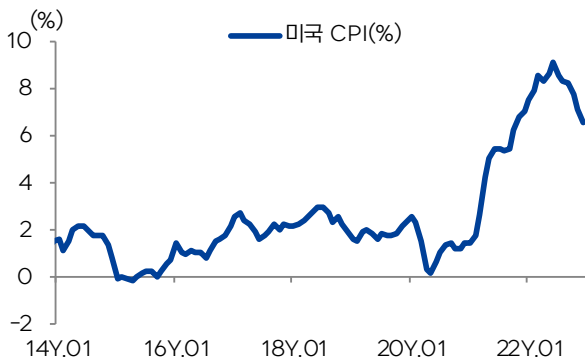
12월 고용보고서에서 확인된 임금상승률 둔화와 12월 미국의 뚜렷한 CPI 상승률 둔화를 확인한 시장은 피벗 기대에 부풀어 있지만 최근 발언 수위를 높인 연준 위원들의 강경한 모습은 분명한 부담으로 작용하고 있다. 연준의 궁극적인 목표는 물가 안정인데 억제 실패는 금융 시스템 전반의 불안을 야기하기 때문에, 연준이 가장 피하고 싶은 시나리오로 시장의 선부른 기대를 차단하려는 의도로 해석된다.

최근 매파적인 미 연준 위원들의 발언들

데일리 샌프란시스코 연은 총재는 연준이 금리를 5% 이상으로 끌어 올릴 것이라며 지속적인 인플레이션에 대해 승리를 선언하기에는 너무 이르다는 견해를 피력했다. 또한 기준금리를 최고점에서 최소 11개월동안 유지하는 것이 합리적이라는 주장을 더했다. 또한 보스틱 애틀란타 연은 총재도 연준은 높은 인플레이션 문제를 해결하기 위해 최선을 다하고 있다며 초과 수요 억제를 위해 금리를 5~5.25% 수준으로 인상하는 것이 적절하고 오랫동안 5% 이상의 금리를 유지할 것이라며 시장의 선부른 피벗 기대를 차단하는데 주력하는 모습을 보였다. 블러드 세인트루이스 연은 총재는 인플레이션 방어를 위해서 미국 금리가 더 인상되어야 한다고 주장했으며 2주후 예정된 회의에서 50bp 인상 가능성에 대해 필요하다면 가지않을 이유가 없다며 강한 어조로 이야기했다. 또한 메스터 클리블랜드 연은 총재도 인플레이션이 진정되고 있지만 수십년래 가장 가파른 물가 상승 압력을 잠재우기 위해서는 추가 긴축이 필요하다고 강조하는 등 연준 위원들의 연이은 강경 발언이 시장 전반의 불안을 자극했다.

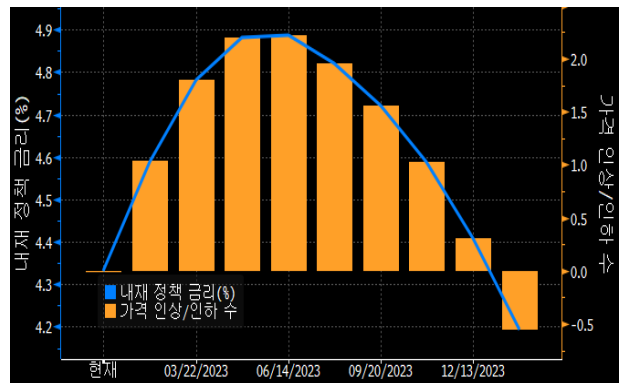
미 연준의 강경한 스탠스는 12월 의사록을 통해서도 확인된 바 있다. 위원들은 인플레이션을 낮추기 위한 연준의 노력에 대한 시장의 평가 절하를 지적했다. 이는 물가 안정을 위한 연준의 노력을 복잡하게 만들 수 있다며 2023년 중 금리 인하를 상정한 위원은 한 명도 없었음을 강조했다. 또한 상당수의 위원들은 과거 통화정책을 너무 일찍 완화한 이후의 부작용들을 경험한 적이 있는 만큼 신중하게 접근하는데 의견을 모았다.

차트1. 미국 물가 상승 압력, 여전한 부담



출처: Bloomberg

차트2. FF rate에 반영된 연준의 금리 인상 가능성



출처: Bloomberg

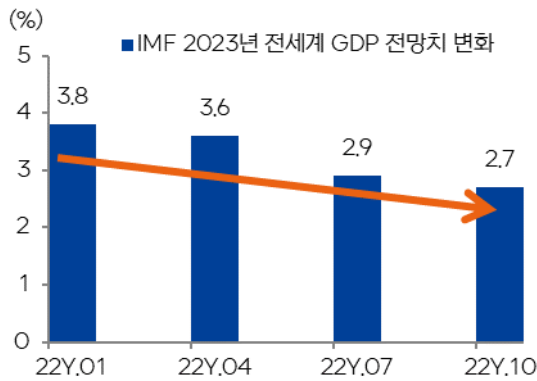
금년 전세계 경제 성장에 대한 우려는 여전

IMF 총재는 올해 세계 경제의 1/3이 침체에 빠질 것으로 예상한다며 미국을 포함해 EU와 중국까지 3대 주요 경제 주체들의 성장 둔화는 불가피할 것으로 내다봤다. 특히 중국의 선부른 제로코로나 정책 폐기로 인한 코로나 확산으로 단기적으로 경제적 부작용이 발생할 것으로 예상했으며 이는 특히 아시아 지역에 부정적으로 작용할 것이라 전망했다. 가파른 확진자수의 증가로 중국은 향후 수개월간 어려움을 겪게 될 것으로 예상함과 동시에, 금년 중국의 경제 성장률도 40년만에 처음으로 글로벌 성장률과 동일 혹은 그 이하로 둔화될 것이라고 주장했다.

세계은행은 여전히 높은 인플레이션 압력과 금리 인상, 투자 감소, 러-우 전쟁 등을 근거로 올해 세계 경제 성장률 전망치를 큰 폭으로 하향 조정했다. 작년 6월 보고서에서 전망했던 +3.0%에 비해 이번 보고서 전망은 무려 1.3%p 하향 조정된 +1.7%에 그칠 것으로 내다봤는데, 지난 20년간 이 정도 수준의 성장 둔화는 세계 경기침체로 이어졌다고 경고했다. 세계은행은 고물가 억제를 위한 긴축 정책으로 금융 시장이 악화되고 있는데다 러-우 전쟁 장기화로 인한 에너지 가격 상승 등으로 경기 개선 여력이 제한되고 있다고 평가했다. 주요 국가별로는 미국이 +2.4%→ +0.5%, 유로존이 +1.9%→ 0%, 중국은 +5.2%→ +4.3%로, 선진국은 1.3%p, 신흥국은 0.8%p 하향 조정되었다.

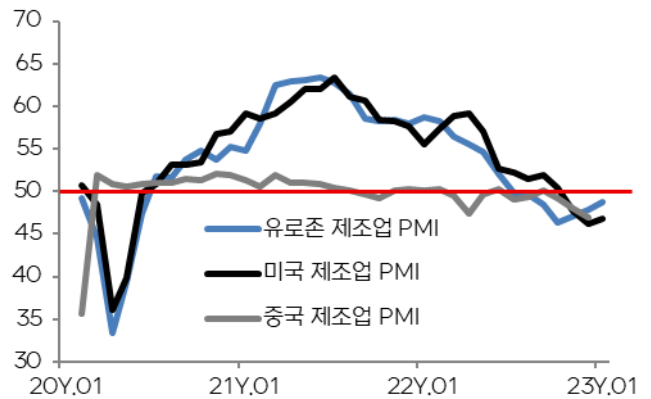
미국 대형은행들도 경기침체 가능성을 높게 보고 있다. 미국 대형 은행들 소속 이코노미스트 70%는 올해 경기 침체는 불가피하다고 평가했으며 이는 고강도 긴축을 이어온 연준이 그 주범이라고 꼽았다. 또한 2분기 중으로 금리 인상을 멈추고 하반기 후반 중 방향 전환(금리 인하)에 나설 것으로 전망하기도 하는 등 경기 둔화에 대한 우려가 커지고 있다.

차트3. IMF의 전세계 경제 성장률 전망치 변화



출처: IMF

차트4. 주요국들의 제조업 경기 둔화 여전

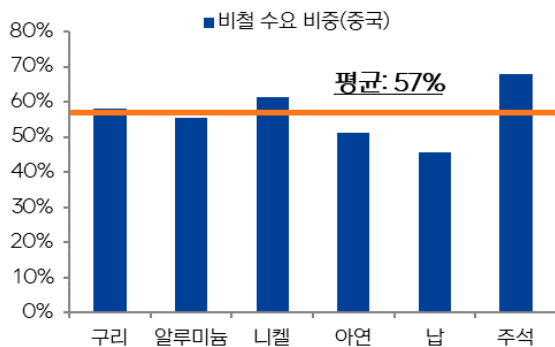


출처: Bloomberg

현재 시장의 최대 관심사는 중국 경기 반등 여부

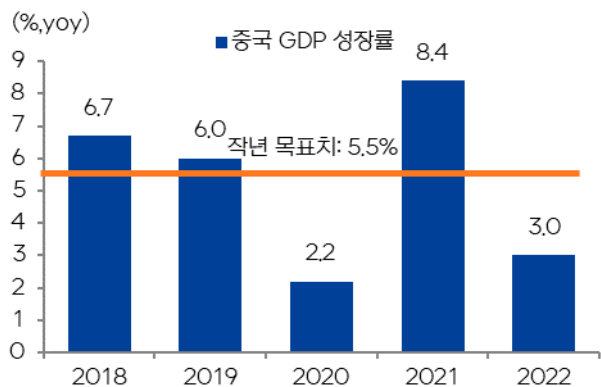
중국은 6대 비철 시장의 최대 수요처다. 전체 비철에서 중국 수요가 차지하는 비중은 평균 57%에 달하며, 2위국인 미국(10%)에 비해 압도적으로 많다. 그렇기 때문에 중국의 향후 경제 성장은 비철 전반의 수요를 좌우할 수 있는 주요 변수로 작용할 수 밖에 없다. 작년 중국 경제 성장률에 대한 시장의 평가는 엇갈린다. 중국의 2022년 GDP는 전년 대비 3% 증가했는데, 예상치인 2.8%는 웃돌았지만 21도 성장률인 +8.4%(기저 효과 영향이 크다)와 중국 정부가 제시했던 목표치인 5.5%를 밑돌았다. 하지만 4분기 성장률이 예상치를 상회했고 12월 산업생산과 소매판매는 시장 예상치를 크게 상회해, 제로코로나 정책 폐지 이후 중국내 소비 심리가 빠르게 회복되고 있는 것도 동시에 확인이 됐다. 작년 경제 성장 목표를 크게 하회해 문화대혁명(1976년) 이후 두번째로 낮은 성장률을 기록하기는 했지만 위드코로나에 따른 중국 경기 회복 기대 또한 존재한다.

차트5. 비철 시장에서의 중국 수요



출처: Bloomberg

차트6. 작년 목표치 미달한 중국 GDP



출처: Bloomberg

춘절 이후의 비철 시장

향후 중국 경기 반등의 최대 변수는 제로코로나 정책 폐기 이후 처음 맞이하는 중국 최대 명절 춘절 이후의 시장이다. 위드코로나 이후 수요 개선 기대가 시장에 빠르게 반영되면서 비철 수요 전반에 대한 기대가 상승했다. 중국 정부의 코로나 확진자 수 공식 집계 발표

중단으로 시장의 불안 또한 함께 커지고 있는 가운데 중국 최대 명절인 춘절(1월21일~27일)을 맞이했다. 중국 정부는 춘절 전후 40일간을 춘원이라고 하는 특별수송기간으로 정하고 철도와 항공편을 임시 증편한다. 특히 이번 춘절을 코로나 이후 3년만에 처음으로 맞이하는 워드코로나 춘절인데다, 지난 8일부터 코로나 감염에 대해 을(乙)단계 관리로 질병 코드를 하향 조정해 더 이상 여행시 음성 확인이나 체온 측정이 필요없게 되었던 만큼, 역대급 민족 대이동이 예상된다. 이미 지난 7일부터 21일 보름간 중국 철도 여객 수송량은 1억 950만명으로 작년 대비 27.3%가 증가했으며, 40일간의 춘원 기간동안 이용객은 연인원(일수를 인수로 환산한 총인원수) 기준 최대 21억명으로 예상된다. 이는 지난해의 2배, 코로나 이전인 2019년의 70.3%에 달하는 수준이다.

포괄적 공식 집계, 코로나로 한 달간 6만명 사망 발표

중국 국가위생건강위원회는 지난 14일 약 한 달간 중국 전국 의료기관이 집계한 병원내 코로나 감염 관련 사망자가 약 6만명에 달했다고 발표했다. 그동안 중국 정부는 숨진 원인이 코로나 감염에 따른 폐렴이나 호흡 부전인 경우만을 코로나 사망으로 집계해왔었지만 이번에는 기저질환과 연계된 코로나 사망도 포함시켜 '포괄적 개념'의 사망 수치를 처음으로 공개했다. 다만 시골 병원이나 소규모 의원급의 집계가 제대로 이루어지지 않았고 자택에서 사망한 사례는 포함되지 않았기 때문에 실제 코로나 관련 사망자는 더욱 클 것이라는게 전문가들의 의견이다. 또한 사망자의 평균 연령은 80.3세로 65세 이상이 90.1%를 차지했다고 밝혔는데, 작년말 기준 80세 이상의 백신 접종률이 66.4%에 불과(계절 독감 수준의 사망자수 8.8만명으로 낮추려면 고령층 접종률 97% 필요)해 춘절 이후의 고령 인구를 중심으로 한 확진자와 사망자수 증가에도 유의해야 할 것이다.

정부 관련 부처들의 난무하는 보도들

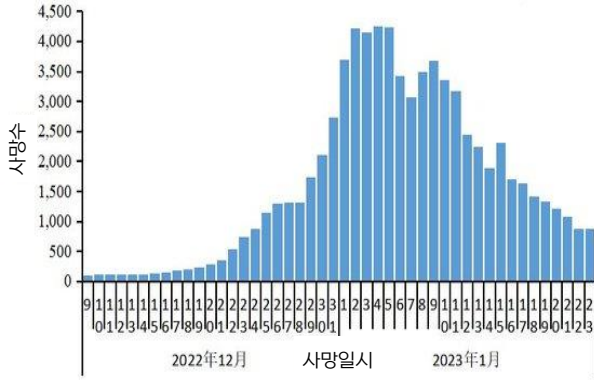
중국 질병예방통제센터 수석전문가에 따르면 중국 인구의 80%가 이미 감염이 되었다는 보도가 있었는데, 중국 정부 차원의 공식 확인은 없었지만 보건당국 소속 고위관계자의 언급이라는 점에서 신빙성을 가진다. 14억 중국 인구를 감안했을 때 만약 감염률이 사실일 경우 현재 오미크론의 치명률(0.15%)을 대입하면 최소 110만명 이상의 사망자가 발생했다는 것을 의미한다. 또다른 국가 관련 전문 집단인 베이징대 국가발전연구팀은 지난 11일 기준 중국인 9억명(64%)이 코로나에 감염되었다고 추정하기도 했다. 대부분 주요 도시들의 확진률은 이미 50%를 넘어섰고 인구 이동이 잦은 베이징과 상하이, 광저우, 충칭 등 대도시들은 80%에 육박할 것이라고 진단하기도 했다. 그나마 시장이 긍정적으로 받아들이고 있는 부분은, 작년말 기준으로 (당시에는 확인되지 않았던) 코로나 확진자 수가 피크에 도달했다는 주장인데, 공식 발표 자료가 부재해 확인할 방법이 없어 안타까울 따름이다. 워드 코로나 이후 첫 춘절 대이동에 따른 코로나 재확산 여부와 3년간 눌러왔던 보복 소비간 싸움의 승자는 춘원 이후에 확인될 전망이다.

여전히 부진한 중국 제조업 지표

중국 제조업 경기는 아직 뚜렷한 수요 개선을 반영하지 못한채 부진한 흐름을 이어가고 있다. 중국 12월 공식 PMI(대형 국영기업 심리 대변)는 47.0을 기록해 전월 48.0보다 하락했고 시장 예상치(47.8)마저 하회했다. 이는 지난 2020년 2월 중국내 코로나의 급격한 확산으로 전국적인 봉쇄가 이루어지기 시작한 이후 최저치다. 작년 10월 기준선인 50을 하회한 이후 3개월 연속 하락세를 보이고 있는 점은 여전한 부담이다. 중국 12월 차이신 PMI(중소형 수출업체들 심리 대변)도 공식 PMI와 마찬가지로 부진한 흐름을 이어갔다. 12월 중국 차이신 제조업 PMI는 49.0로 3개월래 최저치를 기록했으며 5개월 연속 기준선인 50을 하회했다. 세부적으로 살펴보면, 중국내 제로코로나 해제 이후 중장기적인 경기 개선에 대한 기대는 상승해 향후 1년 뒤 생산 전망은 10개월래 최고치를

기록했으나 생산, 신규 수출, 공급 배송 시간은 7개월래 최저를, 고용지수는 2020년 3월 이후 최저치를 기록하는 등 단기 수급과 고용에 대한 기대는 밝지 않았다.

차트7. 중국 코로나 사망자수 추이



출처: CDC

차트8. 중국 PMI, 공식과 차이신 모두 부진



출처: Bloomberg

2월, 중국의 실제 수요가 일부나마 확인되는 달

주요 변수인 미 연준의 금리 인상 종료 여부에 대해서는 속단하기는 이르나 아직 물가가 완전히 하향 안정화되지 않은 가운데, 시장은 여전히 2차례 이상의 인상을 예상하고 있으며, 최종금리 도달 이후에도 연준은 한동안 시장 상황을 모니터링하며 높은 금리 수준을 유지할 가능성이 높다. 경기침체에 대한 우려가 수요 기대를 크게 누르고 있으나 연준의 가파른 금리 인상이 속도 조절을 시작한 이후 달러화의 하방 압력은 비철 가격에 우호적인 여건을 마련해줄 것이다. 2월15일부로 종료되는 중국 춘원 (1월7일~2월15일) 이후 코로나 확진자 수와 사망자수 급증 가능성은 존재하나 이미 완전히 방향을 틀은 중국 정부가 다시 제로코로나 정책으로 회귀할 가능성은 높지 않다. 3년만의 역대급 인구 이동과 보복 소비로 시장에 리오프닝에 대한 기대는 여전히 존재하나, 춘원 이후의 실제 수요 대해서는 추가적인 확인이 필요해 보이며 본격적인 수요 개선이 확인되는 3월 이전까지는 비철 가격의 강한 상승세는 제한될 전망이다.

개별 비철금속 전망

I. Copper

**중국 수요 기대에 7개월
최고치인 \$9,356까지 상승한
구리**

1월 전기동은 코로나 봉쇄에서 벗어나면서 금속 수요가 늘어날 것이라는 낙관론에 7개월 최고치인 \$9,356까지 도달했고, 11.3%의 상승률을 보였다. 중국 공장들이 이른 춘절 휴가를 떠나는 바람에 당국의 방역 규제가 완화되었음에도 불구하고 1월 내내 낮은 실물 수요를 보였지만, 빠르면 1월 29일부터 중국 다운스트림 산업이 재가동될 것이라는 기대에 상승세가 지속되었다.

**구리 미결제약정과 CFTC
투기적 순매수 포지션 모두
급증**

1월 19일 LME 구리 선물의 미결제약정은 261,149계약으로, 작년 12월 30일의 225,595계약에 비해 15% 증가했고 1월 27일 발표된 CFTC 구리 투기적 순매수 포지션은 약 20,200계약으로, 12월 30일의 700계약에 비해 급증했다. 작년 대부분 기간 동안 중국 코로나 봉쇄, 연준의 공격적인 금리 인상, 유럽의 에너지 위기 등의 이유로 Money manager들은 매도 포지션을 취했는데, 이번 달 중국 들어 중국 리오프닝 이슈로 가격이 상승하자 숏포지션을 커버하기 위한 매수세가 더해져 랠리가 이어진 측면이 있다. 이에 관해 Citi는 2022년 중반 7,600~8,600달러 가격대에 40만 톤의 숏포지션이 축적된 것으로 추정하고 있으며, 해당 포지션이 모두 커버된 것이 아니기 때문에 추가적으로 가격이 상승할 여지가 있다고 전망하기도 했다.

차트 1. 구리 미결제약정과 LME 가격



출처: Bloomberg

차트 2. CFTC 투기적 순포지션



출처: Bloomberg

**페루 시위로 구리 공급 차질
우려 확대**

구리 공급이 타이트하다는 사실 역시 1월 급등에 좋은 토대가 되어주었다. 2022년 12월 7일부터 시작된 페루 시위는 공급 측면의 대표적인 위험요인으로 지목되고 있다. 지난 12월 페드로 카스티요 전 대통령이 본인의 탄핵안 표결을 막기 위해 쿠데타를 일으켜 입법부를 강제로 해산하려다 축출된 이후, 페루 전체에서 대규모 시위가 일어나고 있다. 시위대는 당시 부통령이었던 디나 볼루아르테가 대통령으로 취임하자 그녀의 사임을 요구하는 동시에 의회 폐쇄, 헌법 개정, 전 대통령의 석방을 주장했다. 문제는 시간이 지날수록 시위가 점점 폭력적으로 변해 구리 생산 활동을 위협한다는 점이다. 시위대는 Glencore 사의 Antapaccay 광산(19만 톤/y) 근처 고속도로를 봉쇄해 정광 운송을 방해하고 비품 공급에 차질이 빚어지게 했으며 설비와 차량에 불을 질렀다. Antapaccay 광산은 노동자들을 보호하기 위해 전면 가동 중단을 발표했고, 근처에 위치한 MMG 사의 Las bambas 광산(38만 톤/y) 역시 구리 채광 속도가 감소했다고 밝혔다. 다행히 Las

bambas 광산(전세계 생산량 중 20% 비중)은 아직 가동되고 있지만, 도로 봉쇄로 인해 수출이 1월 초부터 전면 중단되었다는 점은 사태가 해결되기 전까지 구리 공급 차질을 더욱더 심화시키는 요인으로 작용할 전망이다.

**페루 시위 진척 방향 주목
거센 시위 물결 계속될 듯**

디나 볼루아르테는 전임 대통령의 남은 임기 동안 자신이 대통령직을 수행해야 한다고 주장하지만, 시위대는 당장의 조기 선거와 현 대통령의 사퇴를 요구하고 있다. 지금까지 민간인 56명과 경찰 1명이 사망하고 수백 명이 부상당했으며, 시위대와 정부 모두 오랜 시위로 인해 피로감을 호소하고 있다. 이에 볼루아르테는 1월 24일 외신 기자회견을 통해 내전 사태와 닮은꼴의 소요의 종식을 위해 '국가적 휴전'을 제안하기도 했다. 볼루아르테에 따르면, 시위가 50일 가까이 이어지면서 국가 기반시설이 봉쇄되고 인프라가 파손돼 특히 생산부문에서는 20억 달러(한화 6,300억 원) 상당의 피해가 발생했다. 그러나 시위는 안정될 기미를 보이지 않고, 오히려 댄친 격으로 1월 25일 페루 의회에서 페드로 카스티요 전 대통령을 지지하는 28명의 좌파 의원들에 의해 현 대통령의 탄핵 결의안이 발의된 상황이라 볼루아르테의 뜻대로 될 가능성이 낮아 보인다.

**공급 차질 우려 한동안
지속될 예정**

볼루아르테 대통령의 문제는 자신의 지지 기반이 전혀 없는 상태에서 국가지도자의 자리에 올랐다는 것이다. 볼루아르테는 카스티요 전 대통령의 러닝메이트로 부통령에 출마하기 전까지 나간 구청장과 의원 선거에서 낮은 득표율로 모두 낙선했고, 소속되었던 Peru libre당에서는 22년 초 카스티요와 함께 배척당했으며 페루 검찰에게서는 '민간인 대량 학살' 혐의로 조사받고 있다. 이처럼 안팎으로 환영 받지 못하는 볼루아르테가 언제까지 집권할 수 있을지 누구도 확신하기 힘들다. 탄핵안이 통과되거나 본인이 사임하기 전까지 페루 정국에는 혼란이 계속될 예정이며, 그만큼 전세계 10%의 구리를 생산하는 페루 광산에서의 공급 차질 역시 지속될 전망이다.

**구리 재고 감소 원인
- 2022년은 정광 등급 저하,
중남미 지역 가뭄 등으로
채굴 효율 낮음
-유럽의 러시아 구리 기피
현상 심화로 러시아 구리
공급량 감소
-12월 제련소 유지보수 돌입**

한편, 1월 구리 재고가 역대 최저 수준으로 낮아진 원인에는 페루 시위 외에도 여러 가지가 있다. 먼저, 광산 회사의 경우 운영 측면의 문제가 두드러졌다. 작년 한해 동안 구리 정광의 등급이 낮아 채굴 효율이 높지 않았으며 중남미 지역의 가뭄으로 인해 광산 운영이 빈번히 중단되었다. 게다가 프로젝트가 지연되기도 했으며, 광산이 붕괴되거나 산사태가 나는 사고도 발생했다. 이에 Antofagasta사는 지난해 구리 생산량이 전년 대비 10.4%, Codelco사는 172,000톤 감소했다고 발표했다. 다음으로, 러시아의 우크라이나 침공 이후 유럽에서 러시아 구리 수요가 현저히 줄어들었고 그로 인해 이전보다 훨씬 적은 양의 러시아 구리가 유럽 시장에 공급되었다. 마지막으로, 지난 1년간 예년보다 부진한 생산 실적을 달성한 중국의 Yunxi와 Codelco의 Chuquicamata 제련소 등이 11, 12월에 유지 보수를 위해 가동을 중단해 전기동 공급이 제한되었다.

**재고 감소에 따라 구리 선점
움직임 보이고 있음
ex) Trafigura사**

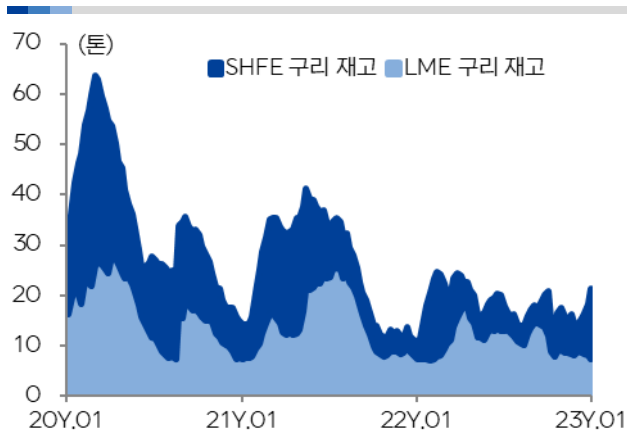
구리 공급량이 현저히 감소함에 따라 시장에는 많은 우려가 제기되고 있다. 아직까지는 수요 감소분이 공급 감소를 완화하고 있어 Backwardation 상태까지 도달하지는 않았지만 향후 중국 경제 재개가 본격화되고, 유럽과 미국 경기가 연속적으로 회복된다면 수요가 크게 증가해 구리 공급 부족이 더욱 두드러질 전망이다. 실제로 유럽에서는 이번 1월부터 벌써 구리 재고를 선점하려는 시도가 있었는데, 금속 거래업체인 Trafigura사가 네델란드 로테르담 LME 창고에서 보증 재고(warrant)를 상당량 인출(withdraw)하는 바람에 C/W(출고예정재고) 비율이 1월 3일 13%에서 1월 17일 31%까지 상승하는 일이 벌어졌다. Trafigura사는 대규모로 재고를 인출한 원인이 무엇인지에 대해 언급을 피했지만, 시장은 높은 현물 프리미엄이 반영된 유럽에서 구리를 원활하게 공급하기 위함이라고

추정하고 있다. Trafigura사가 고객에게 배송하기 위한 목적으로 20,600톤의 구리를 가져가면서 이미 글로벌 구리 재고가 매우 낮은 상황에 LME 가용 구리 재고가 크게 소진돼 상황이 악화되었다. 한편, Trafigura사는 2021년 10월에도 같은 방식으로 급격하게 LME 재고를 감소시켜 동 가격을 직접적으로 상승시킨 바 있다.

LME 재고 ↓ SHFE ↑
이유는 중국의 이른 춘절 연휴 + 시장에서 꺼리는 러시아산 구리 매입 확대

LME와는 대조적으로 SHFE(상하이선물거래소)의 1월 전기동 재고는 늘어났다. 12월 30일 SHFE가 발표한 구리 재고는 69,268톤이었는데 반해 1월 20일 발표된 재고는 139,967톤으로, 4주 사이에 102%나 증가한 것이다. 이는 코로나19 확산에 따른 수요 둔화로 구리 산업 체인 전체가 작년 같은 기간보다 4~6일 빠르게 춘절 휴가를 떠났기 때문이다. 특히 구리선(wire rod) 생산업체들의 가동률은 지속적으로 하락해 11월 말 70%에서 1월 첫째 주 63% 수준까지 하락했고 1월 구리 반제품(copper semis) 공장 가동률은 48.47%로 전월 대비 17.06%p, 전년 동기 대비 13.46%p 하락했다. 한편, 유럽 등 다른 국가와는 대조적으로 중국에서 구리 부족 현상을 겪지 않은 원인에는 지난해 서방국가가 러시아산 금속 거래를 꺼리는 가운데 중국이 러시아 구리를 대거 사들였던 점도 포함된다. 중국은 작년 10월 당시 LME 재고의 절반 이상인 7만 톤의 구리를 사들여 금속 부족 사태를 야기했고, 그 중 80% 이상의 원산지가 러시아였다. 재고를 보충한 중국의 구리 수입 수요는 10월을 정점으로 점차 감소했는데, 그에 따라 10월19일 146달러였던 양산항 구리 프리미엄은 1월 20일 22.5달러를 기록하기도 했다.

차트 3. SHFE, LME 구리 재고



출처: Bloomberg

차트 4. 양산항 프리미엄



출처: Bloomberg

2월은 예상했던 강력한 구리 수요가 뒷받침될지 주목

2월 구리의 관전 포인트는 중국 설 연휴 이후 늘어날 것이라고 예상됐던 강력한 수요가 실제로 뒷받침될지 여부다. 시장이 미래 수요 회복에 베푼 결과 1월 구리 가격이 상승했다는 것은 이번 랠리가 실제 소비 증가 없이 강세 정서와 기대에 힘입었음을 뜻한다. 2023년 중국 구리 소비량이 2022년에 비해 증가할 것이라는 점은 확실하지만, 경제가 정상 궤도에 오르는 시기가 1분기일지, 2분기일지는 의견이 분분하다. 만약 중국 경제 회복이 더디게 진행된다면, 2월은 상승세가 제한될 수 밖에 없다.

구리 수요의 핵심 동인인 부동산과 인프라 부문은 크게 반등 기미가 보이지 않음

그도 그럴 것이 지금까지 구리 수요의 핵심 동인이 중국 부동산과 인프라였는데, 작년부턴 당국이 부양책을 쏟아냈음에도 불구하고 아직 부동산은 크게 반등 기미가 보이지 않고 있다. 한국은행에 따르면 중국 당국의 대응이 확대된 것이 하방 압력을 완화할 수는 있겠지만 정책 효과의 파급 시차 등을 고려할 때 부동산 경기가 회복세로 빠르게

전환되기는 어려울 수 있다. 차트 5과 6에서 볼 수 있듯, 12월 말 기준 중국 부동산은 여전히 부진한 흐름을 보이고 있는데, 주거지역 신규 건설은 10년 만에 최저 수준을 유지하고 있고, 공사중인 부동산 면적(YTD), 70개 도시 신규주택가격(YoY)과 부동산 투자(YTD)도 하락세다. 다만, 3월 4일 열리는 중국인민대표대회에서 더 많은 부양책과 인프라 지출이 공개될 수 있으며, 중국 부동산 지표들이 여전히 부진한 모습을 보이고는 있지만 11월에 비해 12월은 소폭 개선된 모습을 보였다는 점(신규건설 11월 5800만 m²→12월 6,400만m²)에 비춰봤을 때 부동산 부문은 3월 이후 점진적으로 개선될 것이라 전망한다.

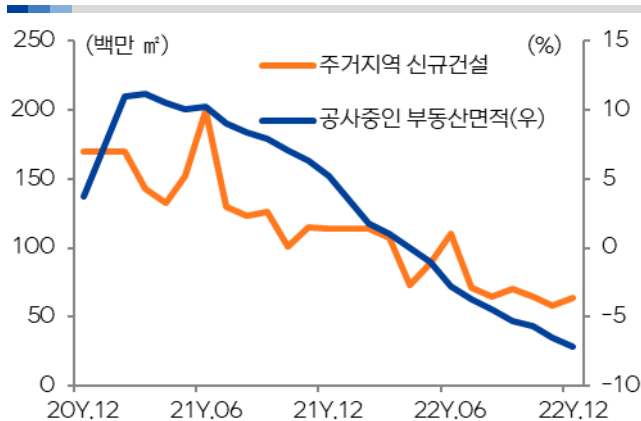
칠레 로열티세 법안의 국회 통과 여부 확인 필요

공급 측면에서 살펴보아야 할 쟁점은 새로 도입된 칠레 구리 로열티세 법안의 국회 통과 여부다. 칠레 정부는 작년 7월 광업 로열티 개정안을 도입했으나 광업 회사들의 반발에 지난 10월 기존 안에서 한발 후퇴하여 조정안을 제시한 바 있다. 새로운 조정안의 골자는 연간 5만 톤 이상의 구리를 채굴하는 대형 업체로부터 판매 수익에 대한 1%의 증가세와 영업 이익에 대한 8~26% 변동세를 부과하는 것이다. 이에 대한 당시 광업 회사의 반응은 '여전히 세금 부담이 너무 높다'였지만 정부는 개정된 법안 상정을 강행했고, 결국 2023년 1월 4일 칠레 의회 광업 및 에너지 위원회의 승인을 받아냈다. 아직 재무 위원회의 검토·승인과 최종 의회 투표가 남아있긴 하지만, 주된 관문을 넘어섬으로써 칠레 정부는 광업 세금 개혁에 한 발 더 다가서게 되었다. 만약 해당 법안이 국회에서 최종 가결된다면, 향후 광업회사들의 투자가 위축돼 중장기 공급량에 큰 타격을 줄 수 있다. 실제로 칠레구리위원회(Cochilco)는 로열티 법안 상정 이후 BHP와 Antofagasta 등 광산 대기업들이 투자에 대한 결정을 미루는 일이 잦아지고 있다며 장기 구리 최고 생산량 예상치를 기존 762만 톤에서 714만 톤으로 하향 조정하기도 했다.

공급 이슈와 중국 경제 재개에 영향 받을 2월 구리

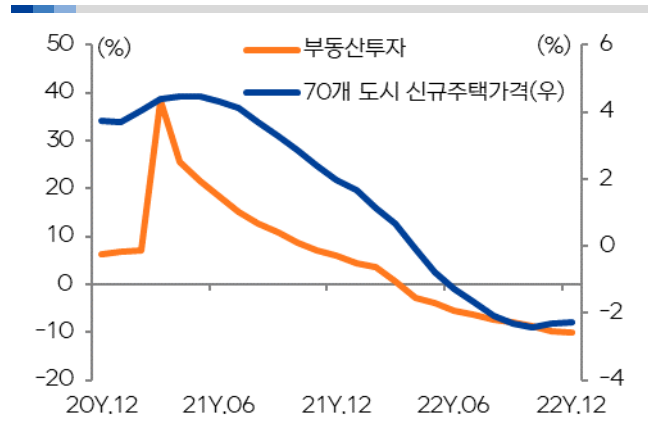
2월 구리 가격은 공급 차질 이슈가 이어지고 춘절 이후 중국 경제 재개가 부각되면서 \$10,000를 돌파할 잠재력을 가지고 있다. 그러나 리오프닝 효과가 주로 소매판매에만 집중되고 제조업 부문의 성장이 두드러지지 않아 실제 비철 수요가 예상보다 저조하다면 구리 가격은 상승 모멘텀을 잃고 하락세로 전환될 수 있다. 다만 페루 내 시위로 인한 공급 문제가 근 시일 내 해결되지 않을 가능성이 높기 때문에 낙폭은 크지 않을 것으로 보이며, 지지선은 \$8,500으로 전망한다.

차트 5. 주거지역 신규건설 & 공사중인 부동산 면적(YTD)



출처: Bloomberg

차트 6. 70개 도시 신규주택가격 & 부동산투자(YTD)



출처: Bloomberg

II. Aluminum

중국 수요 증가 기대로 상승한 알루미늄

알루미늄 가격은 중국 경제 재개로 인한 수요 증가 기대로 구리와 마찬가지로 1월 한달 동안 크게 상승(+13.7%)했다. 22년 1월 평균 878,431톤에서 23년 1월 평균 470,657톤으로 줄어드는 등 1년 전보다 53% 이상 감소한 LME 재고 수준 역시 가격에 상방 압력으로 작용했다.

2022년 에너지 위기로 전세계 알루미늄 생산량은 크게 늘어나지 않음. 다만 중국 생산량은 확대되고 있음

러시아-우크라이나 전쟁으로 인한 에너지 위기가 2022년 내내 지속되는 바람에 생산량은 하반기에 거의 늘어나지 않았는데, 국제 알루미늄 연구소(IAI)에 따르면 지난해 전세계 알루미늄 생산량 성장률은 2019년 이후 가장 낮은 수치인 (+2.0%)에 그쳤다. 그와는 반대로, 중국의 2022년 알루미늄 생산량은 전년 대비 4.5% 증가한 4,020만 톤으로 사상 최고치를 기록했고 12월 생산량 역시 343만 톤으로, 전년 대비 10.3% 증가한 수치를 보여주었다. 이는 중국 북부 내몽고와 광시성, 윈난성의 제련소들이 생산 용량을 확대하고, 당국에 의해 부과되던 겨울철 전력 공급 제한이 완화되었기 때문이다.

전력 비용 완화로 유럽 제련소들도 생산 정상화 예정

한편, 구리에 비해 생산과정에서 40배 많은 에너지가 사용되는 알루미늄의 특성상 높은 전력 비용으로 인해 가동을 중단했던 유럽 제련소들도 천연가스 가격 하락세가 지속되며 재개하기 시작했다. 유럽에서 가장 큰 알루미늄 제련소 중 하나인 Aluminium Dunkerque(28.5만 톤/y)는 치솟는 전기료로 인해 22년 4분기에 생산량의 20% 가량을 감축했는데 2023년 1월 생산 정상화를 시작했고, 5월까지 전체 용량에 도달할 예정이다.

2월은 중국이 한파로 인해 알루미늄 생산 감축에 나설 것

다만 2월 알루미늄은 유럽 지역의 가동을 증가에도 불구하고 전세계 알루미늄 공급의 60%를 담당하는 중국 제련소들이 생산 감축에 나서며 공급이 제한될 전망이다. 가장 큰 이유는 중국 남서부의 가뭄이 주로 수력 발전으로 전기를 조달하는 알루미늄 제련소의 가동률에 부담을 주고 있기 때문이다. 총 200만 톤 용량의 윈난, 쓰촨, 구이저우성 공장들이 2022년 말부터 생산량을 줄이기 시작했고, 정마철이 있는 2분기까지는 수력발전소의 저수지 수위를 끌어올릴 수가 없어 생산 회복을 기대하기 힘들다. 게다가 최근 중국 전역에 영하 50도까지 떨어지는 극심한 한파가 찾아오자 가스 수요가 급증했는데 막대한 방역 비용 지출로 재정이 바닥난 지방 정부가 민간 난방 보조금을 중단해 전력 공급에 차질이 생기기 시작했고, 2023년 1월부터 정부 차원의 전력 규제가 시행되었다. 이에 따라 남부지역에는 90만 톤 규모의 시설이 감산할 것으로 예상되었다. 한편, 지난 2년 동안 많은 제련소들이 친환경 에너지원(주로 수력발전)으로 전환하게 되었고, 그 때문에 알루미늄 생산은 더욱 계절성을 띄게 되었다. 지구온난화로 인해 가뭄이 길어지고 겨울 한파(여름 폭염) 수준이 심각해지면서, 에너지 사용량은 증가하고 발전량은 감소해 알루미늄 공급은 앞으로도 이상기후 현상에서 자유로울 수 없을 것으로 보인다.

*MJP : Main Japanese ports Premiums의 약자로, 아시아 지역 알루미늄 프리미엄의 바로미터. 일본 알루미늄 수요업체들은 매 분기 알루미늄 제조 업체들과 알루미늄 수입에 대한 프리미엄을 계약함.

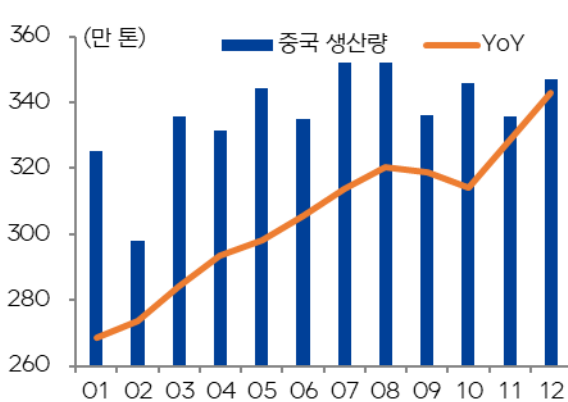
2월은 알루미늄의 최대 수요처인 중국의 부동산 경기가 당장 회복되기 어려우며, 중국뿐 아니라 유럽과 미국 등 글로벌 제조업이 낙관적인 상황이 아니라는 점 때문에 가격 상승폭이 제한될 수 있다. 전세계 제조업 PMI는 금리 급등기에 접어든 작년 하반기부터 지속적으로 하락했고, 최근 발표된 1월 S&P 제조업 PMI는 유로존 48.8과 미국 46.8로 집계돼 12월의 47.8과 46보다 개선된 모습을 보이기는 했지만 기준선인 50 아래에 위치해 업황이 여전히 위축되어 있음을 드러냈다. 또한 미국 알루미늄협회(AA)에 따르면 12월 미국 알루미늄 압연 제품 신규 주문지수는 전년 동월대비 8.2%, 전월 대비 1.5% 감소했으며, *일본 알루미늄 프리미엄(MJP)은 2022년 4분기의 99달러보다 13% 하락한

2023년 1분기 톤당 86달러로 협상돼 아시아 지역에서도 알루미늄 수요 둔화가 관찰되고 있음을 보였다.

**아직은 약한 펀더멘탈
생산 증가는 가격에 하방압력**

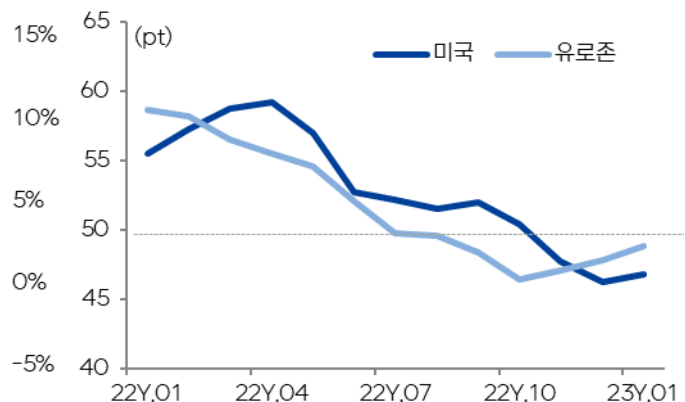
알루미늄의 펀더멘탈이 아직은 약하다는 점을 감안했을 때 2월 알루미늄은 \$2,400 부근까지 하락할 것으로 전망한다. 2022년보다 천연가스 가격이 낮은 수준을 유지하고 있어 중국 외 지역에서의 제련소 가동률이 점차 회복되고 있다는 점 역시 수급 안정화 기대를 불러일으켜 가격에 하방 압력을 가하는 요인으로 지목된다. 향후에는 중국 부동산 경기의 반등 속도가 알루미늄 가격 예측에 결정적으로 작용할 것이기 때문에 그에 따라 수요 반등의 징후를 주시하는 것이 중요하다.

차트 7. 2022년 중국 알루미늄 생산량과 증감율



출처: Bloomberg, IAI

차트 8. 미국과 유럽 S&P Global 제조업 PMI



출처: Bloomberg

III. Nickel

1월 니켈은 Tsingshan사(이하 칭산)가 정련 니켈(Class 1) 대량 공급 계획을 밝히는 등 수요에 비해 공급량 증가 전망이 우세해 중국 리오프닝 이슈로 상승한 여타 비철 품목과는 달리 하락했다.

***NPI to Matte : 산화광으로
만든 니켈선철(NPI)를
배터리용으로 사용될 수 있는
니켈 매트로 전환하는 기술**

1월 수급 측면에서는 다른 때처럼 니켈 생산량 증가 소식이 가격에 하방 압력을 가하는 요인으로 작용했다. 독일 화학 기업 BASF와 광산 회사 Eramet은 HPAL 공정으로 2026년부터 연간 최대 67,000만 톤 규모의 배터리용 니켈 생산 시설을 건설하는 26억 달러 규모의 파트너십 투자 계약을 체결했고, 칭산사는 중국 내 다수의 구리 공장을 용도 변경해 정제 니켈(Class 1)을 추가로 생산하려는 계획을 밝혔다. 칭산사는 2020년 *NPI to Matte 기술을 발표해 스테인리스강 용도로 사용되던 값싼 산화광을 배터리용 니켈로 가공함으로써 수급 불균형을 해소할 게임 체인저로 각광받은 바 있지만, 이번에는 과거 발표했던 신기술이 아닌 습식 제련 방식을 이용해 황산니켈로부터 니켈 금속을 생산할 것으로 예상된다. 만약 칭산사가 성공한다면 중국의 정제 니켈 생산량은 2022년의 두 배 가량 늘어나고, 전세계 생산량은 20% 증가하게 된다.

**제련소 건설 제한 및 제련소
폭력 사건 : 가격 하락 둔화**

다만 1월 니켈은 인도네시아 정부가 고부가가치 제품 생산(EV용 니켈)에 집중하기 위해 향후 NPI와 페로니켈 제련소 건설을 제한하겠다고 발표한 점과 인도네시아 PT Gunbuster

Nickel Industry(GNI) 제련소에서 노동자 시위로 인해 중국인 1명과 현지 노동자 1명이 사망한 사건 때문에 하락폭이 둔화되었다. 인도네시아 정부는 이미 많은 제련소들이 Class 2 니켈을 생산하고 있으며 제련소 건설에 대한 제한이 없다면 인도네시아의 니켈 광석 매장량은 20년이 되기 전에 동남 것이라고 주장했고, 석탄을 에너지를 사용하던 기존 제련소와 달리 새로 건설되는 제련소는 친환경 에너지로 가동되어야 한다고 말했다. 한편, 중국 Jiangsu Delong사가 운영하는 GNI에서 안전과 임금 조건의 개선을 요구하는 노동자 시위로 인해 충돌이 발생하자 차량이 불에 타고 기숙사 방 100개가 파손됐으며, 71명이 구금되었다. GNI의 작업은 잠시 중단되었다가 근시일 내에 가동이 재개되었지만, 이번 소식으로 인해 해당 제련소가 위치한 인도네시아 술라웨시 지역에서는 이와 같은 격렬한 시위가 산발적으로 발생해왔다는 사실이 알려졌다.

**배터리용 니켈 수요 증가
예상 : 전기차 제조업체들의
치킨게임**

2월 니켈은 스테인리스 스틸 보다는 EV향 수요 증가에 따라 가격이 지지 받을 것으로 예상된다. 시장에서는 23년 1분기 중국 전기차 판매량이 낮을 것이라는 의견이 지배적이었는데, 그 이유는 제조업체들에게 판매대수에 비례하는 보조금을 지급함으로써 소비자가격을 지원했던 중국 신에너지차(NEV) 보조금 정책이 2022년 12월 31일을 기점으로 일몰하자 BYD 등 중국 중저가 전기차업체들이 2023년부터 가격을 인상했기 때문이다. 그러나 2022년 말 중국 전기차 판매량이 저조한 성적을 보이자 테슬라는 아시아 지역(중국 할인을 13~24%)과 북미(6.4~19.7%)를 대상으로 가격을 인하했고, 수요가 몰리면서 1월 테슬라 주문량이 생산량의 두배에 달하는 등 시장 판도가 바뀌는 모습이 나타났다. 게다가 테슬라를 선두로 중국 EV 완성차 업체 두 곳도 가격 인하 경쟁을 시작해 당분간 전기차 생산 성장률은 둔화되지 않을 것으로 보인다.

**전기차 보조금은 폐지됐지만,
상하이 전기차 교체 보조금
지급 시작(~6월 말), 전기차
취득세 면제(~12월 말)**

게다가 중국 상하이시는 1월 29일 자동차 등의 소비를 촉진하기 위해 오는 6월 말까지 기존 내연차에서 전기차로 교체하면 차량당 1만 위안의 보조금을 지급하겠다고 발표해 전기차 구매 성장을 전격 지원하기 시작했다. 상하이시는 또한 2022년까지 적용되고 끝날 예정이었던 신에너지차 취득세 면제 정책을 2023년 12월 31일까지 연장해 전기차를 구매할 경우 판매가격의 10%에 해당하는 취득세를 면제하기로 했는데, 상하이시를 선두로 기타 지방정부들도 전기차 소비 진작을 위한 이와 같은 금전적 혜택을 제공할 가능성이 있다는 점은 니켈 가격 상승 요인이다.

**전기차 업체 가격인하로 니켈
수요 증가, 그러나 늘어난
공급량에 2월은 소폭 하락
예상**

2월 니켈은 시장의 초과 공급으로 인해 재고 증가 압력에 다소 노출되었음에도 경기침체에 선제적으로 대응한 테슬라를 비롯한 제조업체들의 치킨 게임 및 지방 정부 신에너지차 보조금 등으로 인해 전기차 판매량이 가시적으로 늘어남에 따라 하방 경직성이 높아질 전망이다. 따라서 수요측 지지력은 당분간 유지될 것으로 보이며, 2월 니켈은 \$32,000 회복을 시도할 것이다.

<부록> 22년 니켈 거래 정지 사건에 대한 LME 검토보고서 관련

***거래정지 사건 : 22년 3월
8일 니켈 가격이 십만 달러
이상 돌파하자 LME는 모든
니켈 거래를 무효화하고 거래
중단 선언**

LME는 1월 10일 니켈 *거래정지 사건에 대한 독립검토보고서 발표를 통해 개선 의지가 있음을 밝혀 시장 참가자들의 관심을 끌었다. LME가 컨설팅사 Oliver Wyman에 의뢰한 보고서에 따르면, LME의 문제는 장외 시장(OTC)에서 보유했던 거대한 숏포지션의 규모에 대한 가시성이 부족했음은 물론이고 장내 포지션 조차 제대로 파악하지 못했다는 것이다. 2022년 2월 24일 러시아가 우크라이나를 침공했을 때, LME 창고에는 80,088톤의 니켈

재고만 보관되어 있었고, 그 중 절반 이상이 출고 예정 상태(Cancelled warrant)였기 때문에 가용 재고는 38,342톤에 불과했다(2023년 1월 26일 가용 재고 44,116톤). LME 니켈 재고가 극도로 적은 수준에서 러시아의 우크라이나 침공 소식이 들려오자 공급망 우려에 가격은 3월 8일까지 급격하게 상승했고, 거래 정지 직전까지 대규모 숏포지션 중 일부는 LME 시스템을 통해 청산되었지만 나머지는 전적으로 OTC 시장이라는 그림자에 가려져 있어 드러나지 않았다. 숏포지션 중 20%는 LME 거래소에만 존재했고 50%는 LME와 OTC 모두를 포함했으며, 30%는 OTC에만 있었기 때문이다. 보고서는 숏포지션 규모에 대한 정보도 제공했는데, 기존에는 청산사만이 대량 숏포지션을 보유하고 있던 것으로 알려졌지만 실제 포지션 보유자는 4명이었고 그들은 각각 78,000~144,000톤에 해당하는 13,000~24,000계약의 상당한 숏포지션을 보유하고 있다고 전해진다. Oliver Wyman사는 또한 대규모 가격 변동을 진정시키기 위한 LME 메커니즘의 단점을 강조하기도 했는데, 거래소에 서킷 브레이커나 거래를 장기간 제한하거나 중단할 수 있는 제한이 없다고 지적했다.

LME는 개혁 계획 수립 예정

언급한 문제들을 해결하기 위해 Oliver Wyman은 OTC에 대한 규제 감독을 개선하고 변동성 통제를 강화하며 시장 왜곡 방지를 포함하도록 LME 위험 관리 권한 확장과 같은 권고 사항을 제안했다. 그러자 LME는 금융시장의 신뢰를 회복하기 위해 가까이 추가적인 조치를 취할 의사가 있기에 2023년 1분기 말까지 개선사항 이행 계획을 발표할 것이라고 밝혔다(작년 3월 이후 일일 15%의 가격 제한과 모든 금속에 대한 OTC 포지션 보고 의무 제도를 시행하는 등 기존에도 개선의 움직임은 있었다). 이와 관련해서 LME CEO Matthew Chamberlain는 1월 18일 다보스 세계경제포럼(WEF) 연례회의에서 책임 수준과 포지션 한도에 대한 보고서의 권고 사항을 비교적 신속하게 이행할 수 있다고 언급하기도 했다.

작년 3월 이후 끊임없이 고통받는 LME 아시아 시간 니켈 거래 금지 낮은 니켈 유동성 4억 7,000만 달러 소송 의장 및 법률 고문 사임

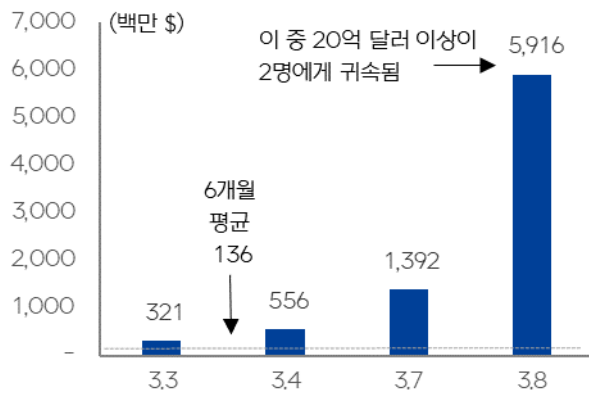
그러나 LME는 작년 3월 사건 이후 안팎으로 끝나지 않는 고통을 겪고 있다. 사건과 관련하여 영란은행(BOE) 규제 당국과 영국 금융 감독원(FCA)으로부터 조사를 받고 있으며, 취소된 거래와 관련해 헤지펀드 Elliot management와 시장 조성자 Jane Street로부터 총 4억 7,000만 달러에 달하는 소송의 당사자가 되었다. 또한 LME는 FCA로부터 거래 정지 사건 이후 아시아 시간 니켈 거래를 정지당해 상당한 양의 유동성을 잃는 바람에 니켈 선물은 높은 변동성의 대상이 되기도 했다. LME는 작년 말 FCA에게 니켈 거래 재개를 요청했으나 아시아 시간에 실시간으로 감독 및 통제할 수 있는 역량이 부족하다는 이유로 거부당한 바 있다. 게다가 1월 5일에는 LME 의장인 Gay Huey Evans가 의장직에서 물러나겠다고 발표했고(작년 사건 때문인지는 언급을 피함), 1월 17일에는 17년간 LME에서 법률 고문으로 일했던 Tom Hine이 사임 의사를 표했다. 또한 1월 13일에는 기술적인 데이터 입력 오류가 발생해 구리의 두번째 트레이딩 링 마감 가격이 9,130달러에서 2,130달러로(-77%) 잠시 나타나 LME가 공개적으로 사과하는 일도 있었다. 해당 문제는 신속하게 해결돼 가격이나 후속 거래에 영향을 미치지는 않았지만 LME 기능에 대한 신뢰를 또다시 훼손하기에 충분한 사건이었다.

***공개호가세션: 참가자들은 아날로그 공간인 Trading Floor에 모여 실시간 경쟁을 통해 가격 결정에 참여함**

LME의 고통을 끝낼 수 있는 것은 오로지 LME 스스로 뿐이다. LME는 사건이 해결될 때까지 시장 참가자들의 신뢰를 회복하기 위해 규제 당국의 조치와 독립 보고서의 조언에 따라 투명성을 되찾을 노력을 지속해야 할 것이다. 한편, LME CEO는 2023년 다보스 포럼에서 OTC 마켓과의 경쟁 심화로 인해 거래량이 감소하고 있는 상황을 개선하기 위해

2023년에는 거래 수수료를 동결하고 거래소의 전통인 *공개호가세션(Open-outcry ring)과 디지털 거래 방식의 결합을 유지할 것이라고 말하기도 했다. 이는 공개호가에서 마감되는 공식 가격(Official price)과 전자 거래에서 마감되는 종가(Closing price)가 상존하는 현재의 분할 가격 책정 시스템(Split pricing model)을 유지함으로써 전자 거래 참가자는 물론 기존 회원 및 이해관계자들의 편의도 모두 존중하겠다는 의미로 해석된다(현재 가격 시스템을 수정하라는 요구가 종종 있었음). 이처럼 비철 가격을 결정하고 헤지 기회를 제공하는 장소로서의 이전 명성을 되찾으려는 LME의 노력은 계속될 것이다. 시장 참가자들은 특히 3월 말 발표되는 LME의 개선 사항 이행 발표에 주목해 과연 니켈 유동성이 회복될 수 있을지 확인해보기를 권고한다.

차트 9. 누락된 OTC 마진콜(22년 3월 3일~8일)



출처: Oliver Wyman, LME

차트 10. LME trading ring 전경



출처: LME

IV. Zinc

높은 상승률 보인 1월 아연

1월 아연은 중국 철강 수요 기대에 높은 상승률(+13.7%)을 보였다. 부동산 부문을 포함한 중국의 성장 정책 발표와 제로코로나 정책 폐지로 인해 어려운 세계 경제 상황 속에서도 점진적으로 중국 철강 수요는 개선되리라는 기대에 아연이 본격적인 반등세를 보인 것이다.

시위 영향으로 페루 아연 광산 가동 중단

한편, 아연 역시 전기동과 마찬가지로 페루 시위의 영향에서 자유롭지 않았다. 세계 2위 아연 생산국인 페루는 좌파 대통령 페드로 카스티요가 탄핵당한 후 전국적인 시위에 휩싸였는데, Nexa Resources사의 Atacocha San Gerado 광산도 지역 사회의 도로 봉쇄로 인해 12월 27일부터 1월 8일까지 생산을 중단했다. Atacocha 광산은 지역 사회 및 당국과의 적극적인 대화에 나선 결과 1월 9일부터 생산을 재개하기는 했지만, 아직까지 페루 시위가 계속되고 있는 만큼 공급 차질 우려는 현재진행형이다.

전력 비용 하락으로 유럽 제련소 정상화 움직임

다만 작년 12월 예정된 유지 보수 작업을 완료했지만 높은 전력 가격 등 어려운 시장 상황으로 인해 아연 생산을 재개하지 않을 것이라고 발표했던 Nyrstar사의 프랑스 Auby 제련소가 늦어도 3월 15일까지 정상화에 나설 것이라고 전해지고, 네덜란드 Budel 공장(31.5만 톤/yr)을 포함해 감산 또는 폐쇄되었던 75만 톤 규모의 생산 시설 역시 천연가스 가격 하락에 따라 재가동될 수 있어 향후 아연 공급량은 증가할 것으로 보인다. 게다가 브라질 Aripuana, 카자흐스탄 Zhairem, 포르투갈 Neves Corvo 광산 등이

2023년 새롭게 개장 및 확장하는 등 아연 원광 생산도 증가할 예정이기 때문에 2022년부터 현재까지 지속되었던 타이트한 수급 상황은 향후 개선될 전망이다.

상승 모멘텀 받은 아연, 그러나 2월은 상승분 반납 가능성

세계의 경제 지표는 비관적인 성적을 보이고 있지만, 중국 경제만큼은 2023년 반등할 것이라는 시장의 매수 베팅에 1월 아연은 상승 모멘텀을 받았다. 하지만 코로나 방역 정책의 완화에도 불구하고 철강의 주요 수요처인 중국 부동산 부문이 확실히 개선될 것이라는 시그널은 보이지 않기 때문에 2월 아연은 상승분을 반납할 가능성이 높다. 게다가 유럽과 미국의 수요는 감소하거나 정체될 수 있고 유럽발 공급 여력이 증가할 것이기 때문에 현재의 낙관적인 전망에도 불구하고 2월 아연은 상승보다는 하방 압력이 우세해 \$3,200 선까지 조정 받을 것으로 보인다.

V. Lead

BCOM 편입 이슈로 인한 가격 상승-12월에 선반영됨

납 가격은 2023년부터 BCOM(Bloomberg Commodity Index)에 포함된다는 사실 때문에 작년 말까지 꾸준히 상승했지만, 실제 BCOM 편입이 이루어진 1월은 호재가 가격에 선반영되는 바람에 상승분을 반납하며 하락했다.

Port Pirie 제련소 유지 보수 후 복귀, 생산량 증가

또한 세계 정련 납의 1.3%를 생산하는 Nystar사의 호주 Port Pirie 제련소(16만 톤/y)가 3개월의 유지 보수 후 복귀해 생산량을 증가시키고 있다고 발표한 점도 가격 하락에 기여했다. 이와 관련, 국제납아연연구회(ILZSG) 역시 2023년 세계 납 정광 공급량은 2022년보다 2.7% 증가한 468만 톤이며 정련 납 공급량은 전년에 비해 1.8% 증가한 1,256만 톤일 것으로 예측한 바 있다. 다만 1월 말 LME 재고 수준은 20,250톤으로, 역대 최저 수준으로 떨어져있으며 현물 스프레드도 증가해 백워드이션 상태를 유지하고 있다.

중국 자동차 판매에 결정될 2월 납 수요

2월 납 수요는 중국의 자동차 판매에 따라 결정될 것이다. 2022년 12월 중국 자동차판매량은 전월대비 47%, 전년 동기 대비 15% 증가한 242.5만대를 기록했고, 특히 신에너지차의 판매대수는 전년 동기 대비 35.1% 증가한 64만 대로 집계됐다. 이는 부분적으로 2022년 부로 자동차 구입세 및 신에너지차 보조금 정책이 만료됨에 따라 소비자가 앞당겨 차량을 구입했다고 볼 수도 있지만 테슬라 등 전기차 업체의 가격 인하 발표가 증가를 견인한 주된 원인이라고 판단된다. 12월 자동차 판매량이 신에너지차 가격 하락에 기인했다면 1-2월 또한 제조업체들이 경쟁적으로 할인에 나설 전망이므로 자동차 납축전지 수요를 다소 기대할 수 있을 것이다. 종합하면, 하방 압력을 받은 1월에 비해 2월은 수요 증가 전망에 따라 현재 가격에서 약간 높아진 \$2,300 레벨까지 상승할 것으로 전망한다.

VI. Tin

중국의 대량 매수로 따른 높은 가격 상승률 보인 1월 주식

1월 주식 가격은 중국의 주식 대량 매수에 따른 재고 소진 우려에 6대 비철 중 가장 큰 상승률(+21%)을 기록했다. LME 주식 재고는 12월부터 낮은 수준을 유지하고 있으며, 이는 1월 3주 연속 증가해 8개월래 최고치를 기록한 SHFE 주식 재고와 대조된다. 중국은 2021년 순수출 9,000톤에서 2022년 순수입 20,000톤이 될 때까지 주식 재고를 늘렸고,

중국의 대량 수입으로 인해 非중국 공급망은 인도네시아 주석 수출 금지 등 공급 차질 이슈에 더욱 민감해졌다.

**페루 시위로 인해 영향 받은
San Rafael 광산**

페루 San Rafael 광산은 시위 확산으로 인해 최근 작업 중단을 발표하였는데, 이 때문에 공급 혼란 우려가 가중되었다. 1월 12일 세계 3위 주석 생산업체인 Minsur사는 도로 봉쇄로 인해 자원 운송이 불가능한 상태에서 직원 안전을 보장하기 위해 페루 San Rafael 광산의 채굴 작업을 일시적으로 중단하기로 결정했다. 다만 전세계 2위 생산국인 인도네시아 12월 주석 수출은 7,711톤을 기록해 전월 대비 45% 증가한 만큼 1월 주석 공급은 증가추세를 유지할 것으로 보인다.

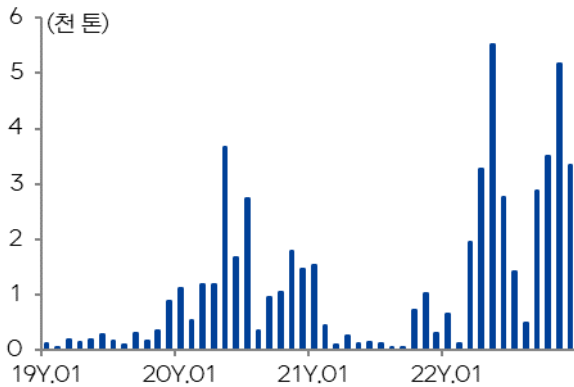
**쌓이는 반도체 재고에 제조사
감산 선언 그러나**

게다가 지난해 본격화된 인플레이션과 소비침체 등으로 인해 현재 D램, 낸드플래시 같은 메모리반도체 산업은 극심한 침체기를 겪고 있다. 중국 스마트폰 기업과 TV, PC 업체 같은 고객사들이 반도체를 구매하지 않으면서 반도체 재조사 창고엔 재고가 쌓였고, 일본 키오시아와 미국 마이크론 같은 기업들이 2022년 10월부터 현재까지 설비 투자의 감축과 감산을 선언하기에 이르렀다.

**2월은 부진한 반도체
수요에도 상승세 유지 전망**

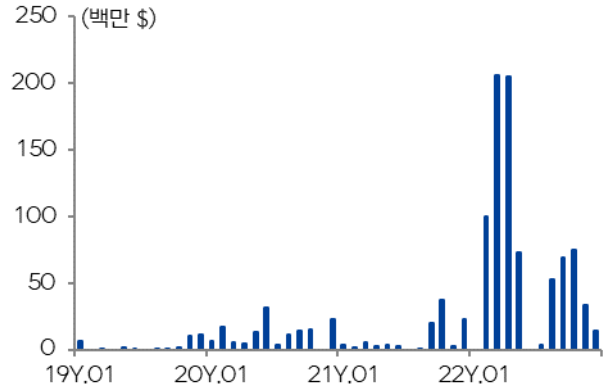
따라서 2월 주석은 중국의 주석 재고 축적 열의에도 불구하고 반도체 업황 위축 등 부진한 수요 측면에 따라 하락세로 전환할 것으로 보인다. 주석에 대한 중국 투자자들의 강한 수입 수요는 앞으로도 가격을 지지하는 요인으로 작용할 전망이지만 글로벌 소비 심리 악화로 인한 주요 반도체 수요처인 PC 및 스마트폰 시장의 둔화도 지속될 것으로 보여 2월 주석 가격은 1월 고점에 비해 소폭 하락한 \$28,000에서 약보합 움직임을 시현할 것으로 보인다.

차트 11. 중국 정련 주석 수입량



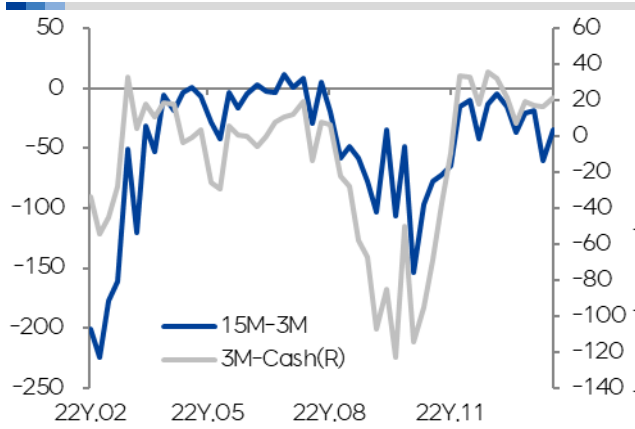
출처: Bloomberg

차트 12. 인도네시아→중국 주석 수출액

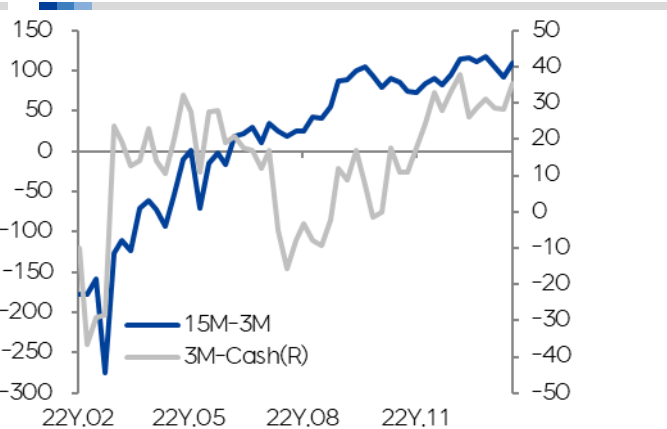


출처: Bloomberg

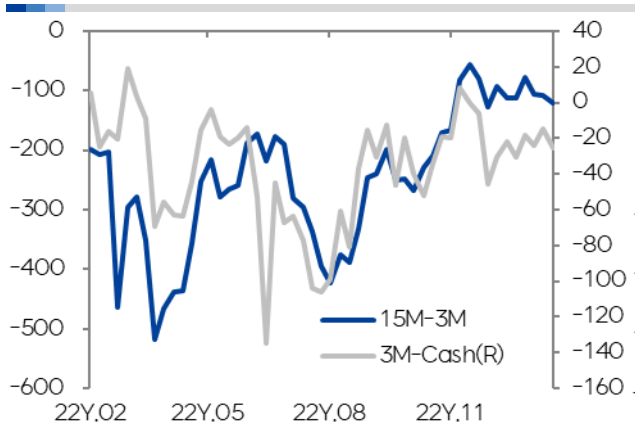
Copper Time Spread



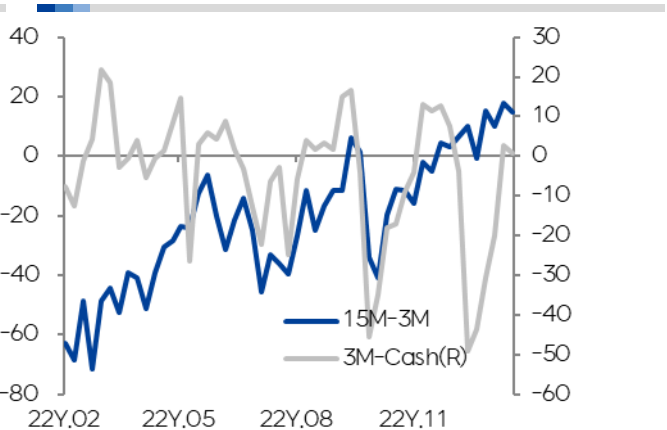
Aluminum Time Spread



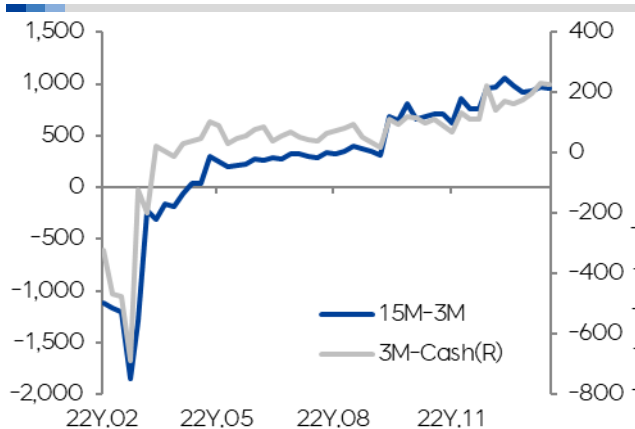
Zinc Time Spread



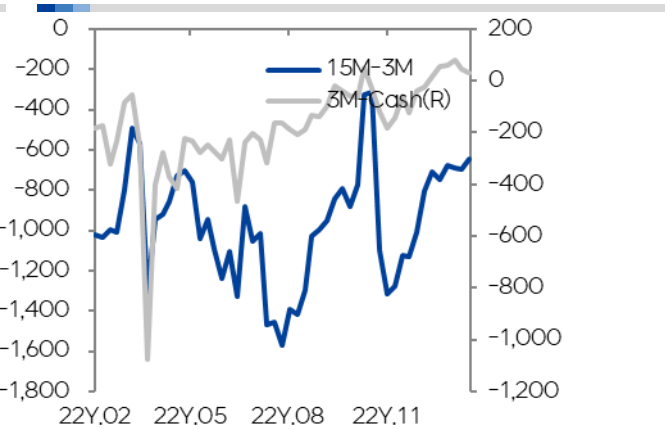
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



Crude Oil

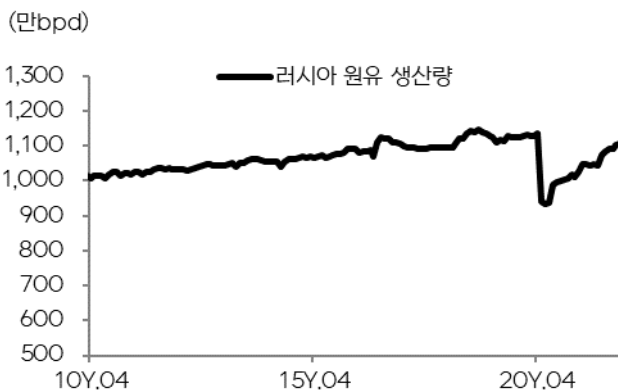
1월 동향: \$80 에서의 강한 지지와 저항 확인

기대와 불안의 공존

1월 유가는 \$80 지지에서 실패하며 연초 급락세를 보인 이후 점진적으로 가격을 회복해 \$80 부근 지지력을 보였다. 미국의 베네수엘라에 대한 제재 완화와 미국 원유 생산량이 사상 최고치를 기록할 것이라는 전망이 하방 압력으로 작용했으며 미국내 기온 상승에 따른 난방유 수요 감소와 미국내 재고 증가세가 유가에 부담을 주었다. 미국 최대 자동차 등록주인 캘리포니아의 대규모 홍수가 국내 원유 수요 감소 요인으로 작용했으며 12월 OPEC의 증산 보도 등이 연초 하락을 주도했다. 하지만 이후 발표된 미 CPI 결과가 예상치를 하회하면서 연준의 속도조절론이 더욱 부각되었고 달러화 약세와 더불어 원유를 포함한 원자재 가격 전반에 상승 압력으로 작용했다. 이후 미국 전역 항공기 결항, 수에즈 운항 일시 중단, 이란 혁명 수비대의 대규모 훈련 등 다양한 지정학적 리스크 부각되며 유가를 지지했고, 춘절 이후 중국의 리오프닝 기대와 미국 4분기 GDP 호조가 수요 기대를 높이며 유가를 다시 \$80 위로 끌어올렸다.

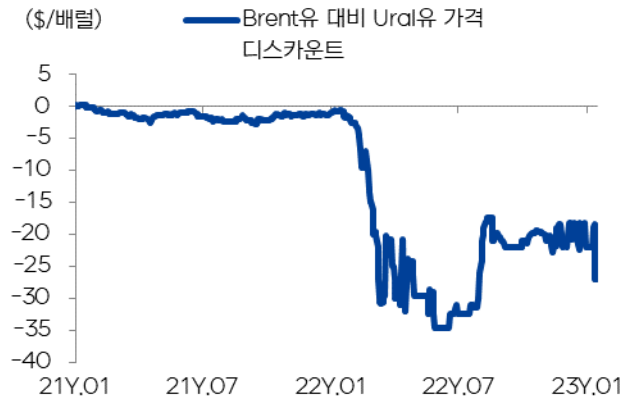
2월 전망: 제재 이후의 러시아와 OPEC+의 의지

차트1. 러시아의 원유 생산량은 우크라이나전 이전 수준 회복



출처: Bloomberg

차트2. 가격상한 금액인 \$60 하회 중인 러시아 Ural유



출처: Bloomberg

12월5일 러시아산 우랄유 가격 상한제 도입, 그 후

유가 하락과 서방국들의 제재, 타국가들의 지원없이 길어지는 러시아 우크라이나 전쟁으로 러시아는 분명 힘든 시기를 겪고 있다. 하지만 서방국들의 기대만큼 제재로 인한 큰 충격은 없었고 압박 속에서도 여전히 잘 버티는 중이다. 서방국들의 꾸준한 제재 부과에도 불구하고 러시아 원유 생산량은 2월 기준 코로나 이전 수준인 1,100만bpd에 근접할 것으로 예상되는 반면 유가는 코로나 이전 대비 여전히 30% 가량 높은 수준을 기록하고 있기 때문이다. 에너지 전반을 놓고 보면 총수출액 기준으로 타격(천연가스 및 석탄 등)을 입은 것은 사실이나 분명한 것은 시장이 우려했던 공급 러시아발 원유 공급 충격이 발생하지 않았다는 것이다.

효과가 아예 없었던 것은
아니다

CREA(Center for Research on Energy and Clean Air)는 이번 제재로 인해 러시아의 원유 수출로 인한 수입이 약 20% 가량 감소할 것으로 예상했다. 다만, 풍선효과로 인한 아시아향 수출 증가분이 데이터에 빠져있고, 러시아의 제재로 인한 유럽향 물량 감소보다는 세계 전반에 걸친 수요 둔화에 따른 가격 하방 압력이 러시아의 수출 자금을 감소시킨 주요 원인으로 분석한 점은 주목해볼 필요가 있다. 물론 가격상한제 자체로 인한 우랄유 가격 하락도 일부 영향이 있을 수 있지만 12 월 들어 WTI 와 Brent 유, 두바이유 등 다른 벤치마크들의 동반 가격 하락과 여타 원자재 품목들 역시 주요국 금리 인상 이후 경기 침체에 대한 우려로 전반적인 하방 압력에 노출되었던 점을 감안했을 때, 가격상한제로 인한 유가 하락 압력은 다소 제한적이었을 것으로 판단된다.

차트3. 실제 총 수입 감소분은 훨씬 적을 것으로 예상

Russia's expected earnings from fossil fuels

Million EUR per day

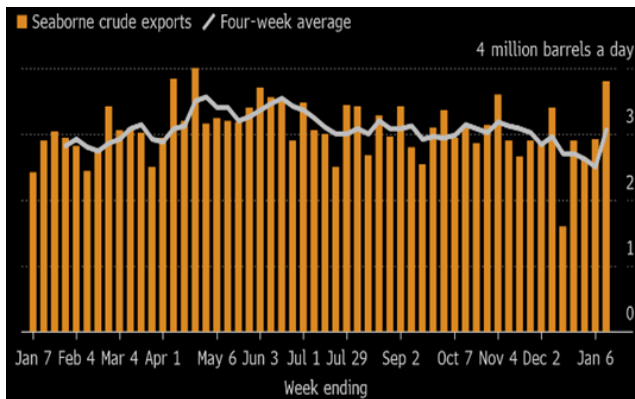


출처: CREA

그래서, 러시아 수출은?

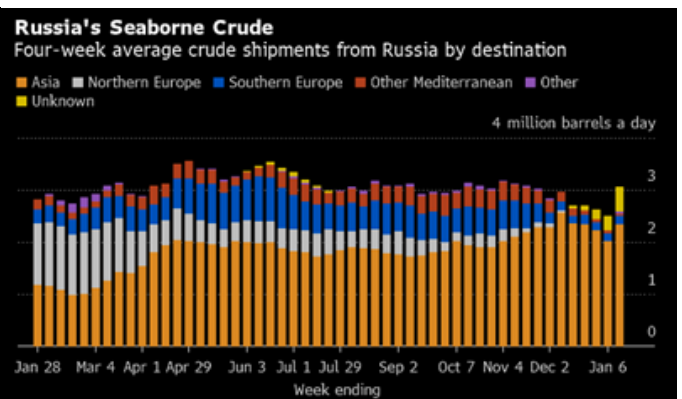
그럼 12월5일 제재 부과 전후로 러시아 실제 수출에는 어떤 변화가 있었는지 살펴보자. 제재가 실제로 부과된 주에는 분명한 물량 감소가 확인되었다. 하지만 시간이 지날수록 수출 물량은 빠르게 회복되었다. 1월 러시아의 해상 원유 수출 물량은 12월5일 부과된 EU와 G7의 가격 상한제 실효성에 의문을 생기게 한다. 제재 이전과 비교했을 때, 실제 부과된 주를 제외하고는 한 달 동안 러시아의 해상 수출이 예년 수준을 기록 중이기 때문이다. 제재 이후 유럽 유조선들의 우랄유 운반은 눈에 띄게 비중이 감소했지만, 러시아 유조선들이 이를 빠르게 대체하고 있는 것이 확인되었고 무엇보다 유럽으로 향하던 해상 물량 감소분을 아시아(대부분 중국과 인도, Unknown도 마찬가지)가 모두 흡수한 점이 공급 차질 우려를 빠르게 해소시켰다.

차트4. 러시아 1월 주간 원유 수출 물량 급증



출처: Vessel finder

차트5. 유럽으로 향하던 물량은 아시아(중국과 인도)가 모두 흡수



출처: Bloomberg

유럽의 추가 제재 준비

유럽내 이상 고온으로 에너지 관련 압박이 어려워진 러시아에게 유럽은 추가 제재를 준비하고 있다. EU 집행위원회는 EU 각국에 러시아산 디젤에 \$100, 증유에 \$45의 가격 상한을 제시했다. EU는 내달 5일 러시아산 석유제품 가격상한제 도입을 목표로 하고 있다. 합의가 이루어질 경우 가격 상한선을 넘긴 석유제품을 운송하는 해운사는 해상 운송의 대부분을 장악하고 있는 미국과 유럽 보험과 해운 서비스 이용이 불가능하다. 다만 석유 제품이 워낙 다양하고, 유럽의 러시아산 석유 제품 의존도가 45%에 달하는 만큼 아직도 에너지 고물가에 시달리고 있는 유럽이 러시아와 같은 싼가격에 대규모 석유제품을 대체할 곳이 마땅치 않은 점은 여전한 부담이다. 선진국들의 수출 물량 비중이 높은 석유 제품 수출의 경우 중국과 인도의 수입 비중이 5%도 채 되지 않고 공급이 제한적인 특수 선박을 이용해야하는 만큼, 석유 제품의 경우 러시아에게 더 큰 타격을 줄 수 있을 것이라 판단한 듯하다. 다만 러시아의 석유 제품 수출량은 원유 대비 50% 수준에 불과해 타격이 제한적이고, 러시아가 석유 제품 수출에 어려움을 겪을 경우 러시아가 원유 수출량을 늘릴 여지가 있기 때문에 공급 차질 우려는 도리어 더욱 낮아질 수 있다.

다시, OPEC+로 쏠리는 시선

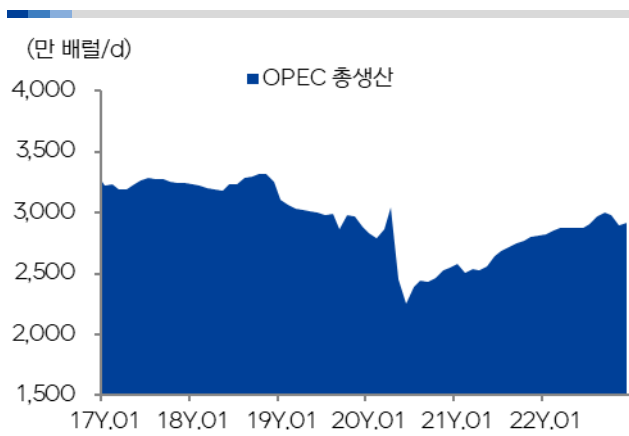
OPEC+의 장관급 JMMC(Joint Ministerial Monitoring Committee)회의가 2월1일 예정되어 있다. 지난 12월 회의를 기점으로 추가 감산 여력이 높지않은 OPEC+는 더 이상 매월 진행하던 OPEC+ 감산 회의를 진행하지 않기로 하고 차후 감산 회의는 6월에 개최하기로 합의했다. 또한 특별한 이슈가 없는 한 다음 번 회의 때까지 OPEC+의 생산 목표는 기존 생산량(2022년 8월 생산 목표 대비 200만bpd 감산) 유지 가능성을 시사했다. 통상적으로 JMMC 회의에서는 감산 합의에 대한 결정이 아닌, 감산 결정 이후의 시장 상황을 점검하고 감산 상황을 점검 차원의 회의이다. 향후 있을 OPEC+ 감산에 앞에 시장 상황을 반영해 감산의 방향성을 권고 혹은 추천할 수 있는 정도이다. 회의 당국자들의 최근 인터뷰에 따르면 이번 JMMC 회의에서는 큰 이변이 없는 한 기존 스탠스를 유지하는 쪽으로 가닥을 잡았다는 보도가 있었던 만큼 추가 감산에 대한 기대가 크지는 않다.

당장 추가 감산의 필요성이 높지 않은 OPEC

OPEC은 월간 보고서를 통해 올해 전세계 원유 수요가 작년 대비 220만bpd 증가한 1.01억bpd를 기록할 것으로 전망했다. 올해 전세계 성장률 전망치는 2.5%로 같은 수준을 예상했으며 올해 미국과 유로존 성장률은 각각 0.8%에서 1.0%으로, 0.3%에서 0.4%로

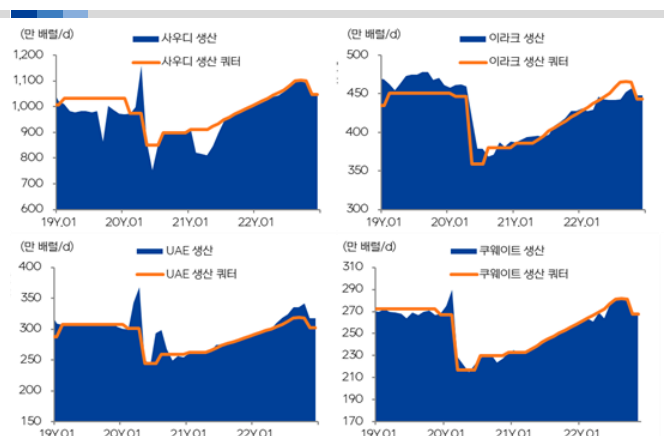
상향 조정됐고, 중국은 4.8%를 유지했다. 지난해 중국 경제성장률이 3%에 그쳤던 것과 비교했을 때 긍정적인 전망을 유지한 것으로 평가되며 OPEC 사무총장도 중국이 리오프닝 이후 여행과 경제 활동이 빠르게 재개되고 있는 것은 매우 긍정적이라고 평가했다. OPEC은 금년 중국의 원유 수요가 작년 대비 51만bpd 증가할 것으로 예상했다. 다만 선진국들에서 지속적으로 보여지는 물가 상승 압력과 경기 둔화 조짐은 여전한 부담이라고 평가했다. 또한 보고서는 1분기에는 원유 시장이 밸런스를 유지할 것으로 예상했으며 2분기에는 지금과 같은 페이스로 OPEC이 생산을 유지할 경우 약간의 공급과잉이 발생할 수 있을 것이라 평가했다. 최근 시장 수급 상황과 OPEC의 보고서 내용을 토대로 유추해봤을 때, 당장 OPEC의 스탠스 변화 가능성은 높지 않을 것이라 판단한다.

차트6. OPEC의 생산량, 감산 기준월 수준으로 회복



출처: OPEC, 삼성선물

차트7. Top4 생산 국가들, 생산쿼터 수준 유지 혹은 상회

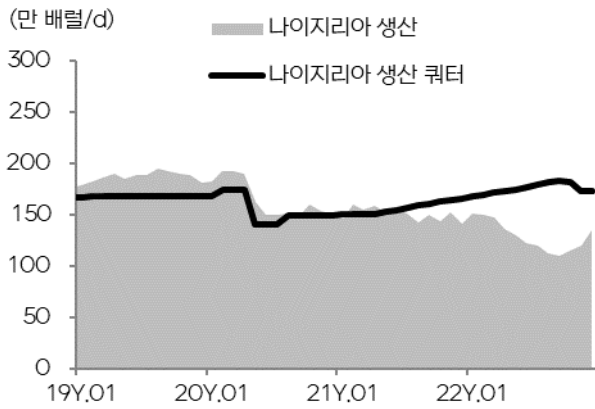


출처: OPEC, 삼성선물

**12월 OPEC 주요
생산국들의 생산은 목표치에
부합하는 수준**

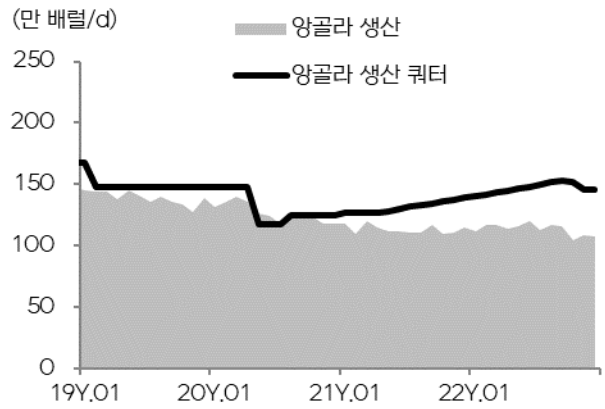
OPEC 전체 생산(면제국 포함)의 80%를 차지하는 TOP4 국가들의 생산량을 살펴보면 사우디와 쿠웨이트는 목표치에 부합했고 UAE와 이라크는 목표치를 소폭 상회했다. 이들 주요국들의 특징은 다른 OPEC국가들에 비해 상대적으로 안정된 정치적 상황(이라크는 논란의 여지가 있을 수 있지만 미군 주둔 이후 정국이 안정화된 측면이 있음)과 높은 생산성을 토대로 부를 축적해온 국가들이다. 이들은 충분한 외환보유고를 통해 코로나 당시에도 안정적인 투자와 유지보수를 유지했고 그 결과 코로나 이전과 같은 수준, 혹은 더 많은 원유를 생산할 수 있는 발판을 마련했다.

차트8. 나이지리아 생산



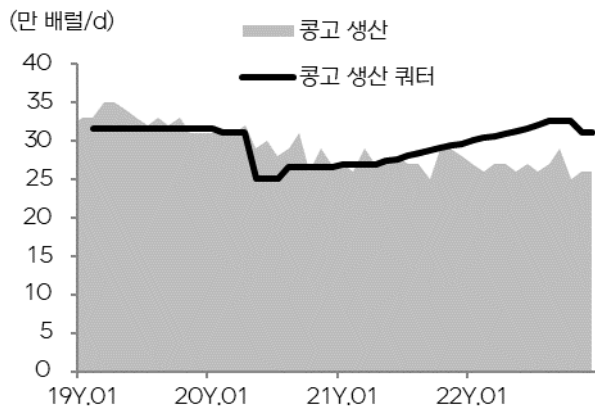
출처: OPEC, 삼성선물

차트9. 앙골라 생산



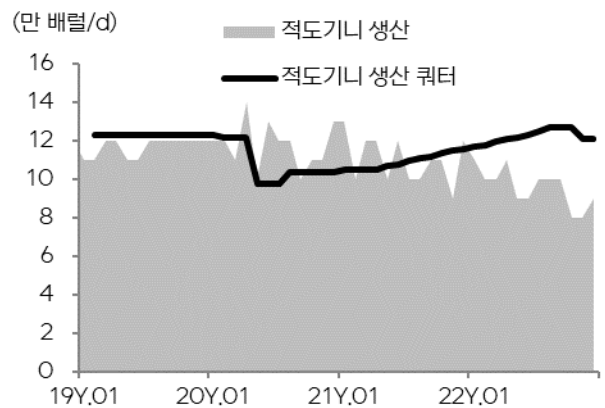
출처: OPEC, 삼성선물

차트10. 콩고 생산



출처: OPEC, 삼성선물

차트11. 적도기니 생산

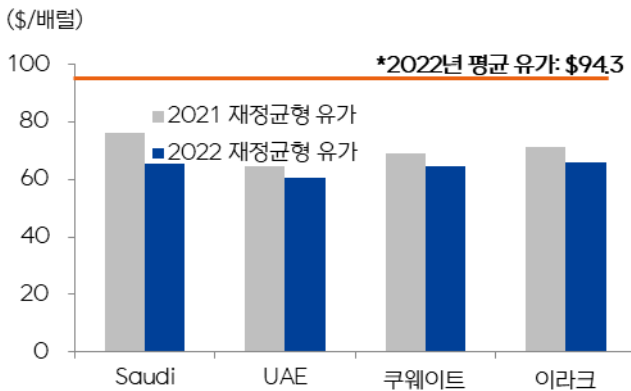


출처: OPEC, 삼성선물

불쌍한 기타국들의 비자발적 감산, 그럼에도 이들이 가만히 있는 이유

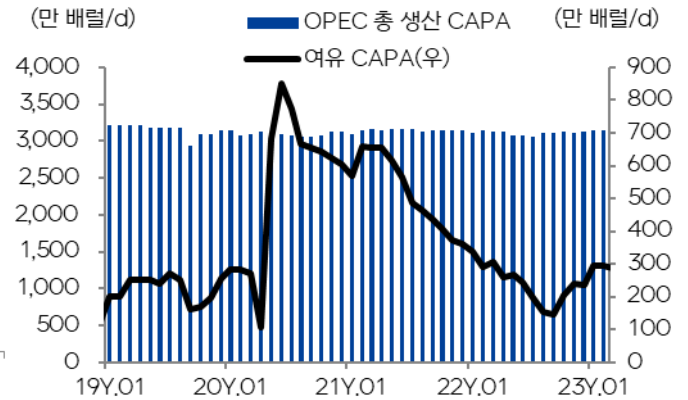
반면 OPEC내 기타국들의 상황은 좋지 않다. 내전과 반정부 시위, 코로나, 인프라와 인력 부족 등으로 원활한 생산이 어려운 기타국들은 넉넉치 못한 외환보유고와 장기 유지보수에 어려움을 겪으면서 생산량이 도리어 꾸준히 감소했고, 대부분 국가들은 생산 목표에 크게 못 미친채로, 코로나 이전보다 생산량이 줄어들었다. 주요 생산국들의 생산 증가가 못마땅 할테지만, 이들 기타국들 입장에서도 감산합의가 와해되는 것보다는 명맥을 유지하는 쪽이 가격 지지측면에서 유리하기 때문에, 크게 불만을 표출하기 어려운 상황이다. 고금리에 따른 경기침체 우려가 수요 기대를 계속해서 낮추고 있는 가운데, 시장에서 잊혀졌던 OPEC 면제국들(리비아, 이란, 베네수엘라)의 생산 회복과 Top4국가들의 목표치를 상회하는 건조한 공급은 유가에 상당한 부담으로 작용할 수 있다. 또한 지금 당장은 아니지만 중기적인 관점에서, OPEC내 생산을 주도하는 Top4 국가들의 평균 재정균형 BEP인 \$60를 하회할 경우, 이들의 증산 욕구를 자극해 향후 OPEC의 와해 가능성을 높이는 주요 트리거로 작용할 수 있음에 유의해야 할 것이다. 맹주국인 사우디, UAE, 이라크, 그리고 쿠웨이트가 수주내 증산 가능한 캐파만 200만bpd에 달하는 만큼 이들의 감산 의지는 유가 향방과 더불어 향후 OPEC의 정책결정에 가장 중요하게 작용할 요인으로 꼽힌다.

차트12. Top4 생산국가들의 재정균형유가



출처: OPEC

차트13. OPEC 증산 여유 캐파



출처: OPEC, 삼성선물

\$80는 아직 높은 벽

현재 시장에는 연준의 피벗 기대와 중국 경제 리오프닝 기대가 존재하는 것도 사실이다. 하지만 이들의 실체는 아직 확인되지 않은 막연한 기대뿐이다. 반면, 데이터 상으로 확인이 가능한 수급적인 상황을 살펴보면, 해상재고 증가, 미국내 쿠싱 재고지를 비롯한 원유 재고(EIA) 증가, OECD 원유 재고 증가, 미국 2월 세일 오일 생산 역대 최고치 기록 전망(2월 생산량 전월 대비 7.7만bpd 증가한 938만bpd 예상-EIA), 원유 리그수 증가를 비롯해 미국의 대베네수엘라 제재 완화와 수출입 재개, 사우디의 아시아향 수출가 인하, 러시아 제재에도 견조한 러시아 수출 등 불안 요소들이 산재해 있다. 최근에도 이란의 반정부 시위나 한파, 호르무즈 해협 가동 중단이나 미국 전역 항공기 운항 중단, 라우 지정학적 리스크 등이 부각되기도 했지만 유가에 끼친 상승 압력은 상대적으로 제한되었고 빠르게 되돌려졌다. 다양한 수급 여건들을 고려했을 때 2월 유가는 하방 압력이 우세할 것으로 예상되며, \$75 하회를 다시 한번 시도할 가능성이 높아 보인다.

Natural Gas

하방 압력에 이은 하방 압력

1월 유럽과 미국의 기온이 급격하게 상승하고 있다는 보도와 더불어 한동안 계절성을 역행하는 따듯한 날씨가 지속되며 1월 천연가스 수요가 역사적으로 가장 낮은 수준을 기록할 수도 있다는 전망과 Freeport LNG 수출 터미널(전체 LNG 수출의 25% 차지)의 풀가동 재개 시점이 늦춰지고 있다는 보도까지 더해지면서 수요에 대한 우려가 더욱 커졌다. 또한 1월 들어 미국 천연가스 생산량이 983억cf/d를 기록해 12월 967억cf/d 대비 큰 폭으로 증가한 점과 미국내 천연가스 재고가 계절성을 역행하며 증가 조짐을 보이고 있는 점도 천연가스 가격 하락 요인으로 작용했고 천연가스 가격은 빠르게 하락해 주요 지지선으로 여겨졌던 \$3/MMBtu 마저 하회했다.

유럽내 이상 고온 현상으로 한시름 놓은 유럽

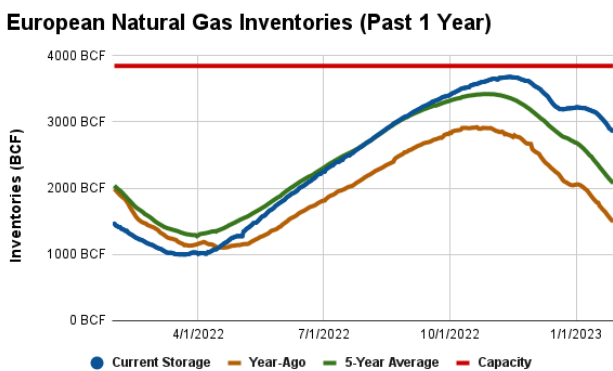
이번 겨울 천연가스 시장의 최대 관심사는 전체 천연가스 수요의 40%를 러시아에게 의존하는 유럽의 성공적인 겨울나기이다. 통상적으로 천연가스 재고는 10월부터 본격적으로 소진되며 추위가 계속되는 3월까지 재고 소진이 이루어진다. 일반적으로 겨울이 시작되기 직전까지 전체 Capa의 90% 수준으로 천연가스 재고를 쌓아뒀다가 60%

정도를 겨울철에 소진한다. 현재 채고 소진기에 접어든 유럽의 재고는 2.8조cf(cubic-foot)로 5년 평균 대비 7.910억 cf 많은 양이다. 물론 유럽내 자체적으로도 일부 전력 비용이 소비자들에게 전가된 부분도 있지만 예년보다 더운 이상고온 현상으로 인해 금번 겨울철 에너지 대란 우려가 낮아지면서 수요가 급감한 영향이 크다. 스위스 일부 지역은 한때 20도를 넘어 1월 역대 최고 기온을 경신했으며, 알프스 북쪽 지역도 20도를 넘어 사상 최고치를 기록했다. 폴란드 수도는 여름철 기온과 유사한 19도에 육박해 역대 최고 수준을 기록, 벨기에와 네덜란드도 15도를 웃돌며 1월 최고 기온을 경신, 독일, 덴마크, 오스트리아, 프랑스 등 주요국들도 예년 기온을 웃돌면서 현지 수요가 더욱 감소한 영향이 향후 재고에 추가적으로 반영될 전망이다. 이러한 상황을 반영해 유럽내 천연가스 가격도 우크라이나 이전 수준을 하회하는 등 이번 겨울 이상고온 여파로 에너지 대란 우려는 급격하게 낮아졌다.

미국과 유럽의 주력 전차 지원 결정의 의미

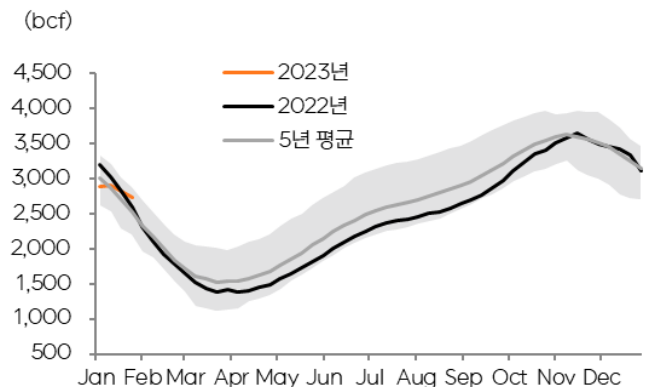
지난 1월25일 미국이 우크라이나에 주력 전차인 M1 에이브럼스 31대(우크라이나 1개 대대 규모) 지원을 공식 발표했다. 하루전 독일이 주력 전차인 레오파르트2 1개 중대(14대)를 보내기로 최종 결정(다른 국가들의 재수출 또한 허가)했는데, 바이든 대통령은 독일이 정말로 한 발 더 나아갔고 솔츠 독일 총리는 단결에 강력한 목소리를 냈다며 그 공을 치하했다. 독일 솔츠 총리가 과거 미국의 주력 전차 지원 승인이 확정되어야 독일이 보내겠다고 한 점을 미루어봤을 때, 미국과 독일간의 주력 전차 지원에 대한 사전 합의가 있었고, 독일이 총대를 메고 서방국들 중 최초 주력 전차 지원을 발표, 미국은 리스크를 낮춰 바로 그 뒤에 발표하는 형식으로 진행되었을 가능성이 높다. 다만 이번 지원 결정이 타국의 주력 전차인 만큼 정교한 무기 운용법을 우크라이나군이 짧은 시간내에 배우기 쉽지 않고 탱크들의 운송 시간까지 감안했을 때, 실제 전장에서 사용되기까지는 최소 3~4개월 정도의 시간이 소요될 전망이다. 이번 서방국들의 지원 결정은 러시아에게 서방국들의 주력 전차들이 실제 전투 지역에 투입되기 전에 심리적 압박을 가하는 전략 수단으로써의 성격이 강해 보인다.

차트14. 예년 대비 30% 이상 높은 유럽 재고



출처: Celsiusenergy

차트15. 미국내 천연가스 재고

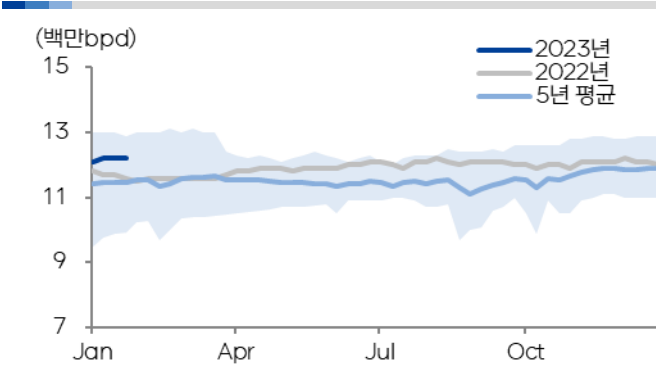


출처: EIA, 삼성선물

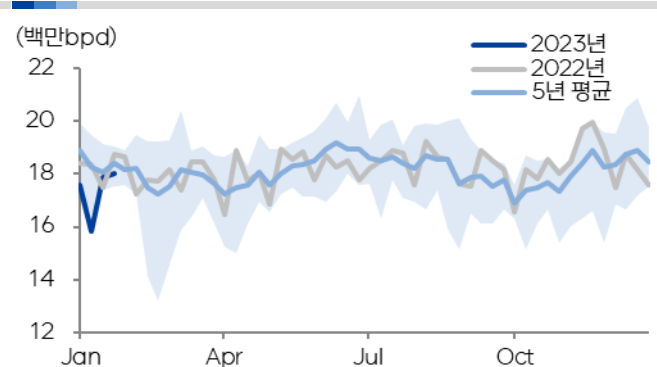
**하방 압력에 대한 우려, 다만
추가 하락은 제한될 전망**

2월 미국 최대 가스분지인 Appalachia 생산량이 354억cf/d로 역대 최고치를 경신하고, Permian과 Haynesville 생산량도 역대 최고치를 경신할 것으로 예상(EIA)됨에 따라 미국의 2월 천연가스 생산도 또다시 사상 최고치를 기록할 전망이다. 미국내 천연가스 재고도 예년보다 더딘 소진을 보이고 있는데다, Freeport LNG 수출항 가동 재개 시점이 여전히 불분명한 점은 하방 압력으로 작용할 여지를 준다. 유럽내 이상고온 현상으로 인한 유럽내 더딘 재고 감소도 천연가스 가격에 하락 재료로 작용할 전망이지만, 2월 들어 유럽내 이상 고온 현상이 잦아들면서 다시 기온이 내려갈 것이라는 전망과 미국 북부 지역 한파가 2월중 다시 발생할 것이라는 우려, 그리고 동아시아 지역내 한파로 인한 수요 증가 기대 등이 천연가스 가격 하단에 지지력을 제공할 전망이다. 천연가스 가격은 서비스 코스트, 원자재 가격 상승, 임금 상승 등을 반영해 높아진 BEP 수준을 감안해 \$2.5 부근까지 하락한 뒤 지지력을 보일 전망이다.

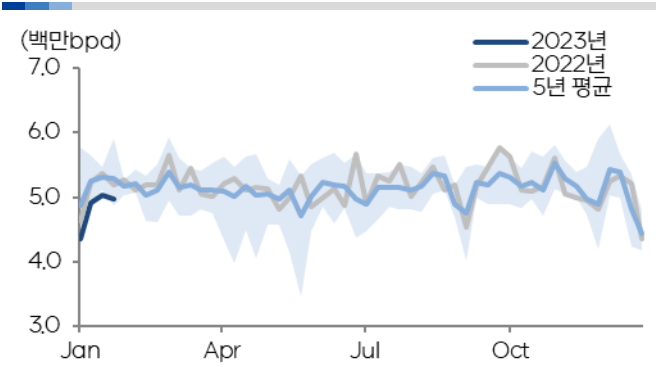
미국 원유 생산 (5년 Range)



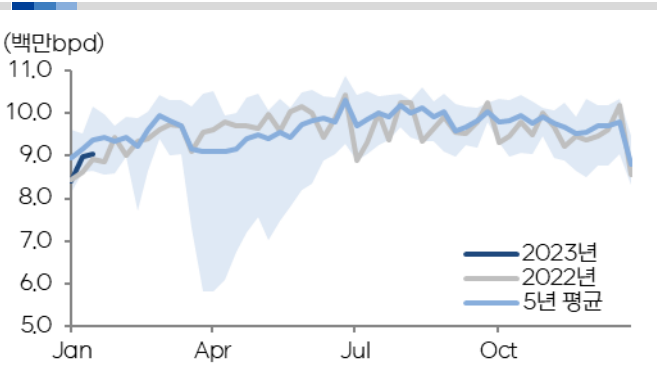
미국 원유 수요 (5년 Range)



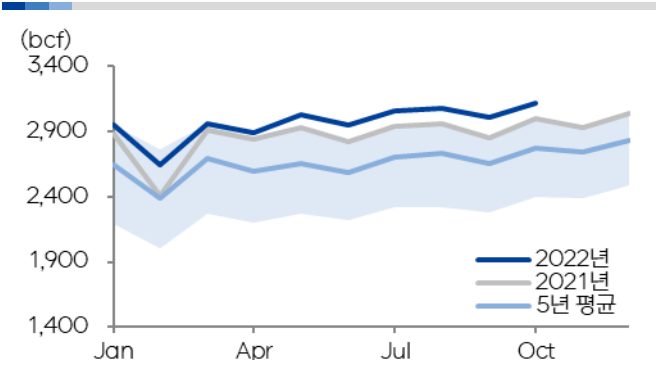
미국 정제유 수요 (5년 Range)



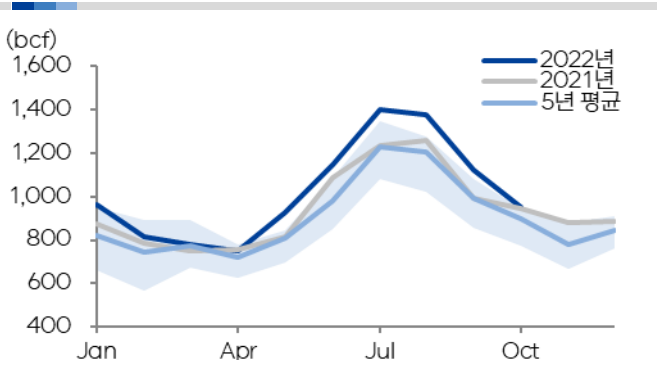
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



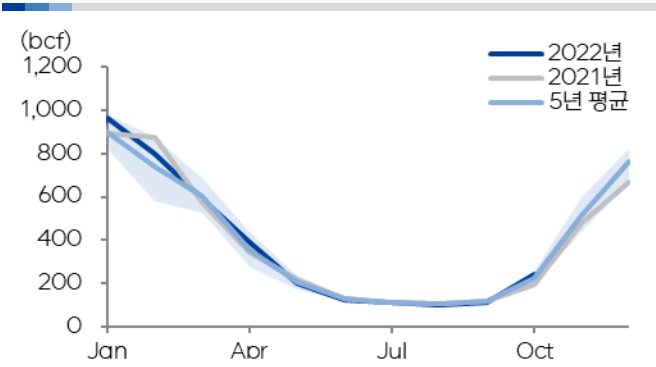
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



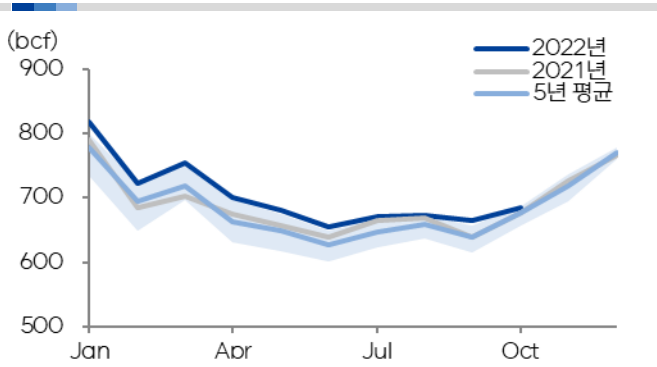
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)

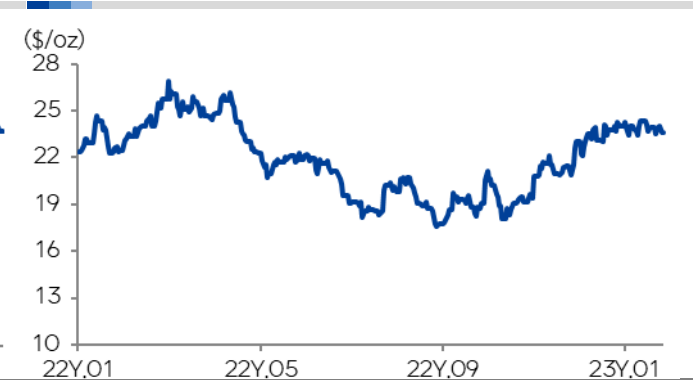


*상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 확정치로 약 두 달의 딜레이가 존재함

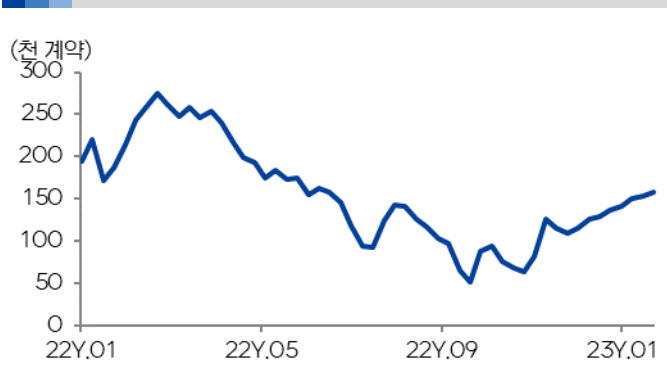
금 가격 추이



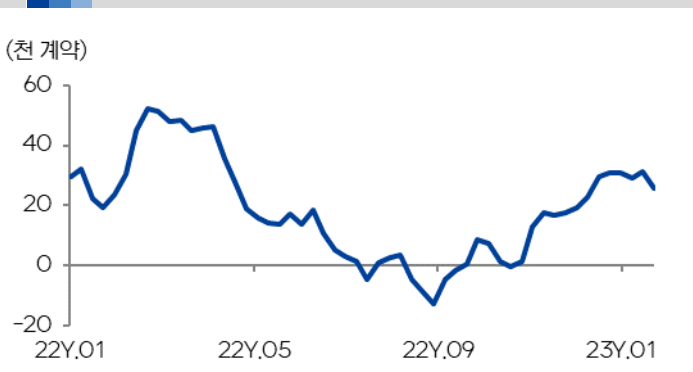
은 가격 추이



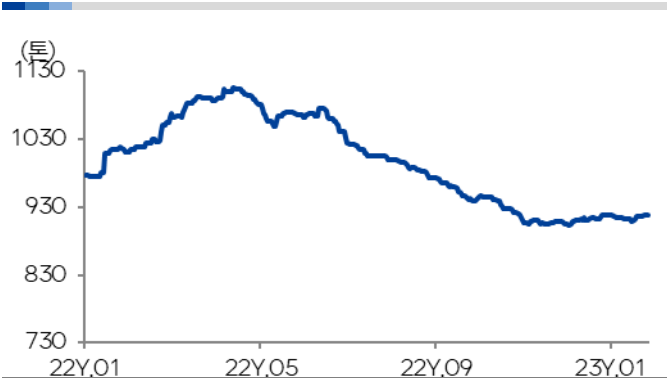
금 비상업적 순매수 포지션



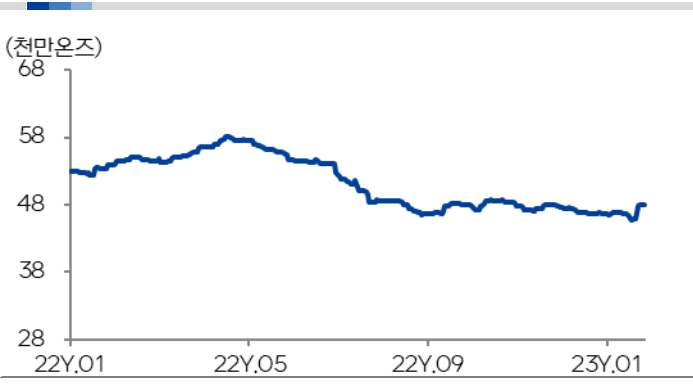
은 비상업적 순매수 포지션



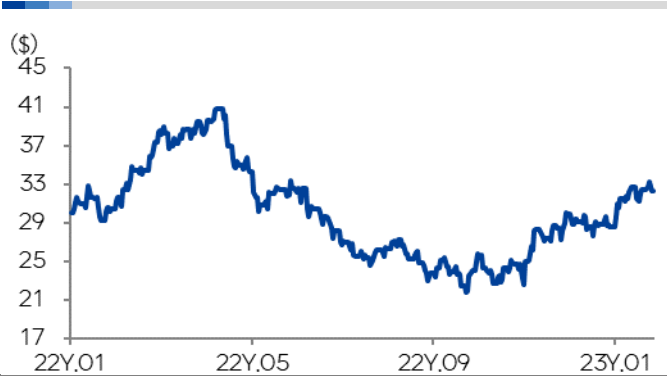
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

