

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 선임연구원

✉ kray.kim@samsung.com

옥지희 연구원

✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

'진짜' 리오프닝으로 가는 길

- 은행발 공포는 하방 요인으로 잔존, 다만 연준 긴축 완화는 호재
- 중국 경제 지표 회복되며 수요 기대 재점화
- 바닥 깊은 중국 부동산
- 전기동: 공급 차질 해소, 그러나 수요 기대 여전
- 알루미늄: 건설 경기 개선에 현물 수요 증가 예상
- 니켈: 전기차 판매 호조세지만 인도네시아 공급 급증은 하락 재료

원유

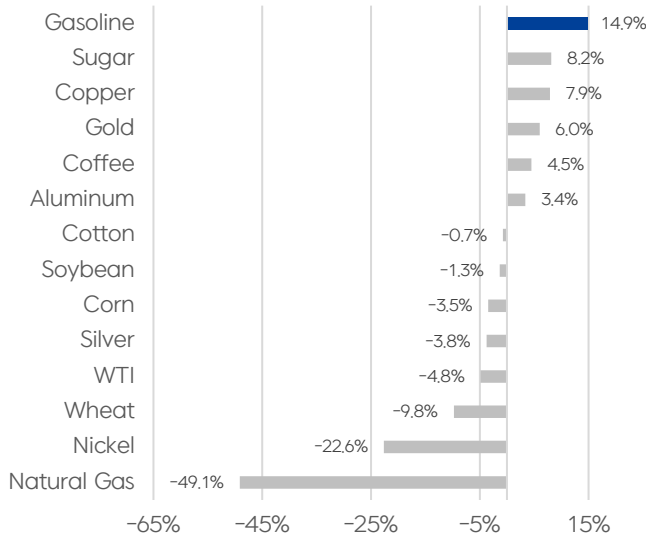
중국 리오프닝, 러시아 수출, 그리고 OPEC+

- 중국의 리오프닝 기대 일부 데이터로 확인
- 원활한 러시아 수출
- OPEC+의 예견된 슬픈 앞날
- 여전히 막혀있는 유가 상단

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.

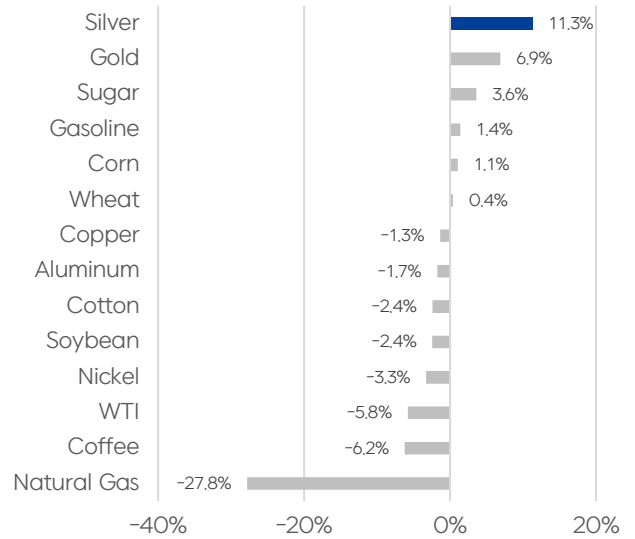
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 3/28 증가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

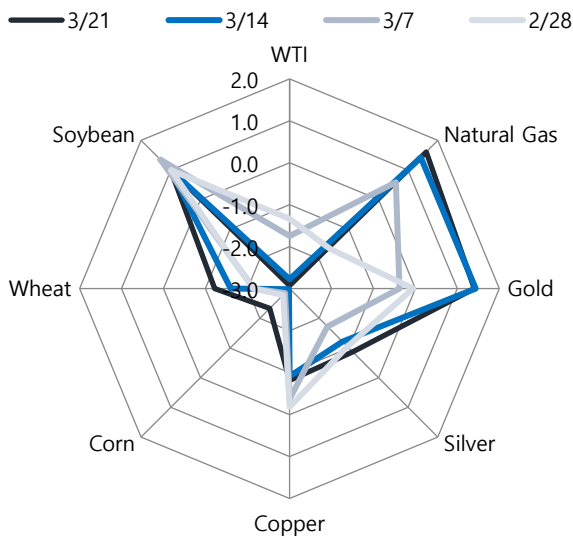
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

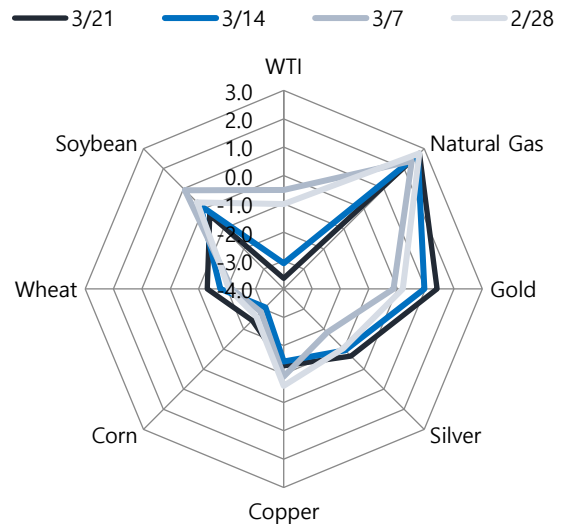
Commodities CFTC 포지션 분석

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

3월 동향: 하락 압력 우세했으나 반등하며 기세 전환

그 어느때보다 무거웠던 매크로

3월 비철 시장은 하방 압력이 우세했으나 월 말 낙폭을 줄였다. 월초 중국 당국이 양회에서 시장 기대보다 낮은 성장률 목표(5%)를 제시하면서 경기 부양을 기대하던 비철 시장에 연준 긴축 우려와 더불어 찬물을 끼얹었다. 월 중반부터는 연이은 은행 파산에 따른 금융시장 불안이 점화되어 위험 자산 회피 심리가 확산되었다. 실리콘밸리은행(SVB)와 크레디트스위스(CS) 파산은 금융 시장 전반의 투심을 악화시켰고, 비철 가격에도 하방 리스크를 부각했다. 다만 수요 회복을 시사하는 중국 경제 지표(부동산 포함)와 인민은행의 기준을 인하는 하방 압력을 일부 상쇄했다. 중국 고정자산투자는 +5.5%로 발표돼 예상치(+4.5%)와 이전치(+5.1%)를 크게 상회했고, 소매판매는 전년 대비 3.5% 증가해 확대된 내수 경기를 가늠케했다. 또한 중국 정부가 지급준비율을 25bp 인하한 점 역시 중국 경기 회복에 대한 투자자들의 기대를 자극했다. 월 말로 갈수록 은행발 금융 불안이 점차 진정되었고, 비철 시장에는 매크로보다는 개별 수급 이슈에 보다 집중하는 모습이 보였다.

월간 가격 등락률 (2023. 03 01~ 2023. 03 28)

품목	Cu	Al	Zn	Pb	Ni	Sn
등락률(%)	-1.3%	-1.7%	-5.7%	-0.3%	-3.3%	+1.7%

4월 전망: 다시 중국에 가는 기대

은행 공포 확산, 그러나 연준 긴축 완화는 호재

발 빠른 대처로 은행 우려는 완화되는 모습

은행 위기 이후 CS는 UBS에, SVB는 퍼스트 시티즌스 은행에 각각 인수되었고 미국 퍼스트 리퍼블릭 은행, 시그니처 은행 등 부동산 담보대출에 지나치게 노출된 은행들의 주가가 급락했다. 다만 미국 재무부와 연준, 연방예금보험공사(FDIC)가 예금 한도와 상관없이 전액 보증하고, 유동성이 부족한 금융기관에는 자금을 대출하겠다고 밝히는 등 은행 관련 리스크에 미국과 스위스 등 각 국 정부들이 발빠르게 대응하며 우려는 일부 완화되는 모습이다.

시장은 여전히 은행 이슈에 민감하게 반응하고 있음

그럼에도 불구하고 시장은 여전히 신용 및 금융 불안 이슈에 민감하게 반응하고 있다. 현재는 유동성 불안이 금융 위기로 이어지지 않을지를 확인하는 과정에 있으며, 고금리에 비용 부담이 커진 은행을 중심으로 부실 우려가 수시로 제기되고 있다. 시장의 반응은 비이성적인데, 펀더멘털적으로 큰 리스크가 있지도 않은 도이치뱅크 주가가 급락하는 등 막연한 은행 공포가 확산될 수 있다는 점이 문제다. 이러한 반응 자체가 뱅크런으로 이어질 수 있어 '리스크' 자체가 확대재생산될 위험이 잔존하며, 시장은 계속해서 사냥감을 찾을 것이기에 은행 위기가 세계 경제에 미치는 영향은 지속될 것이다. 약한 고리가 나타날 때마다 시장에 민감하게 반응하는 대표적인 위험 자산인 비철 금속에도 하방 압력이 가해질 것으로 보인다.

은행 불안의 순기능은 연준 긴축 강도 완화된 점

SVB와 CS의 파산으로 이어진 은행 불안의 한가지 순기능은 연준의 긴축 강도가 완화되었다는 점이다. 연준은 3월 FOMC에서 예상에 부합하는 25bp를 인상했고, 점도표에서 최종 금리는 5.1%로 나타나 시장은 연준의 매파적 스탠스가 정점을 지난 것으로 해석했다. 파월 의장은 3월 FOMC에서 몇 차례의 추가적인 금리 인상이 있을 수 있으며, 연내 금리 인하는 없다고 못박았지만 시장은 연준이 5월에 동결할 가능성을 조금 더 높게 보고 있다(3월 29일 현재 CME 페드워치는 5월 FOMC에서 동결 가능성을 58.1%로 반영).

다시 고개 든 침체 우려

한편, 주요 이벤트인 3월 FOMC가 시장의 기대를 벗어나지 않은 수준에서 결정되며 통화 결정과 관련된 문제는 5월 FOMC(5월 3일) 이전까지 비철 가격에 큰 불안 요소로 작용하지 않을 수 있다. 추후 금리 수준에 관한 불확실성이 해소된다면 이는 비철 가격에 상승 재료가 될 여지가 있다. 그러나 앞으로는 그동안의 가파른 긴축에 따른 경기 침체 우려가 제기될 가능성이 높다. 당장 4월부터 미국 은행들을 중심으로 대출 조건이 강화되면서 금융 여건의 악화와 성장을 둔화가 불가피해지며, 소비 심리 약화에 따른 민간 소비 둔화 역시 가시화될 수 있다.

중국 지표 개선 확인되며 수요 기대 재점화

양회는 실망스러웠지만, 중국 경제 회복은 순항 중

3월 양회에서 당국은 5.0%라는, 컨센서스 하단에 있는 경제 성장률 목표를 제시했으며 기대만큼의 강한 부양 정책을 제시하지 않아 시장의 실망을 한 몸에 받았다. 그러나 전인대 폐막 이후 양호한 경제지표와 실적이 잇따라 발표되었기 때문에 정책 부재에 대한 아쉬움은 오래가지 않았다. 게다가 인민은행은 깜짝 기준율 인하를 발표해 당국의 경기 방어 및 금융 안정화 의지를 보여주기도 했다. 이번 25bp 기준율 인하로 시중에는 약 5,000~6,000억 위안의 자금이 공급될 예정이다.

서프라이즈였던 고정자산투자

3월 발표된 중국 경제 지표는 대체로 호조를 보였는데, 이는 기대대로 중국 경제가 회복하고 있음을 시사한다. 먼저, 1~2월 고정자산투자는 전년 대비 5.5% 증가하며 +4.5%였던 예상치와 전월의 5.1%를 크게 상회했다. 그 중에서 부동산 투자는 -5.7%로 기록되었으나, -8.5%였던 예상치보다 양호한 결과를 보인 점에 시장은 환호했다. 같은 날 발표된 1~2월 소매판매는 전년 동월 대비 3.5% 증가해 시장 예상치에 부합했고, 전월의 -1.8%보다 크게 개선되었다. 제조업 역시 회복 모멘텀을 보였는데, 2월 차이신 제조업 PMI는 51.6으로 집계되어 전월의 49.2와 예상치인 50.7을 상회했으며 7개월만에 업황 기준선인 50을 상회했다. 2월 중국 수입은 1,970억 달러를 기록하며 작년 동월보다 4.2% 증가해 4개월 만에 반등에 성공했으며, 1년 사이 가장 큰 폭으로 늘었다. 1월 수입은 전년 대비 21.4% 급감한 바 있다.

중국 부동산이 바닥을 졌었다는 기대감 상승

작년부터 지속된 당국의 부동산 경기회복 노력에 힘입어 2월 주택 지표도 개선되었는데, 이에 중국 부동산이 바닥을 찍었다는 기대감이 높아지고 있다. 먼저, 2월 70개 도시 주택 가격은 전월 대비 0.3% 증가하면서 18개월 만에 상승 전환했다. 70개 도시 가운데 신규 주택과 기존 주택 가격이 전월에 비해 상승한 도시는 각각 55개(전월 36개), 40개 도시(전월 13개)에 달했으며, 특히 1선 도시 신규 판매 가격은 전월비 0.2% 상승했고 전년 동기비로도 1.7% 올랐다. 또한 1~2월 중국 부동산 판매 면적은 YoY 3.6% 감소해 -31.5%였던 12월 대비 크게 개선됐고, 중국 민간 부동산 연구소 China Index Academy에

따르면 2월 신규주택판매는 전월 대비 31.9% 늘어 -34.3%를 기록했던 1월 대비 큰 폭으로 증가했다.

거래 면적, 판매액 모두 증가하자 당국의 부양 효과가 반영되기 시작했다는 평가

게다가 시장정보업체인 중국부동산정보(CRIC)에 따르면 중국 내 30개 도시의 2월 부동산 거래 면적도 1,662만㎡로, 전년 동월 대비 40% 이상 증가한 것으로 나타났다. 부동산 시장의 회복 여부는 거래량 증가로 먼저 알 수 있기에 이는 향후 부동산 가격 상승을 시사하는 중요한 지표로 여겨질 수 있다. CRIC가 발표한 100대 부동산 개발업체의 2월 신규 주택 판매액 역시 전년 동월 대비 14.9% 증가한 4,616억 위안(88조 원)으로 집계됐다. 이는 20개월만에 처음으로 증가세를 기록한 것으로, 중국 당국의 부동산 부양 효과가 시장에 반영되기 시작했다는 평가를 받았다.

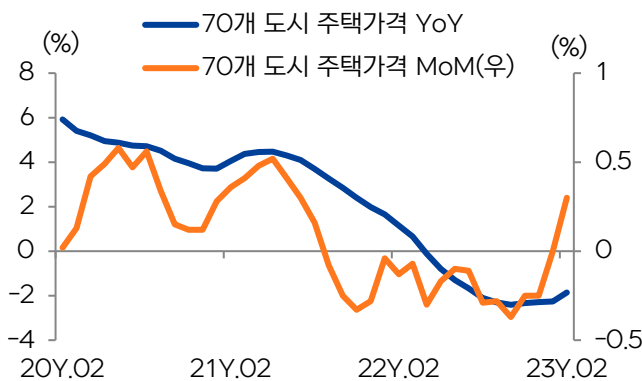
산업생산, 수출 부진 높은 실업률

다만 중국의 경기 회복세가 아직까지 충분히 가시화되지 못하고 있음을 보여주는 지표도 있었다. 1~2월 산업 생산은 전년 대비 2.4% 증가한 것으로 발표돼 +2.6%였던 예상치를 하회했다(그래도 전월의 1.3%보다는 상승폭이 확대됨). 2월 중국 수출은 2,140억 달러로, 1월의 -10.5%보다는 호전됐으나 전년 대비 -1.3% 감소한 것으로 나타났다. 서방국에서의 수요 부진으로 주요 수출 항구에는 빈 컨테이너가 쌓이는 모습이 목격되기도 했다. 게다가 2월 전국 실업률은 5.6%, 16~24세 청년 실업률은 18.1%까지 상승하며 예상치를 상회해 소비 경기가 느리게 개선될 수 있다는 우려까지 제기되었다.

시장의 기대가 쏠릴 4월 지표

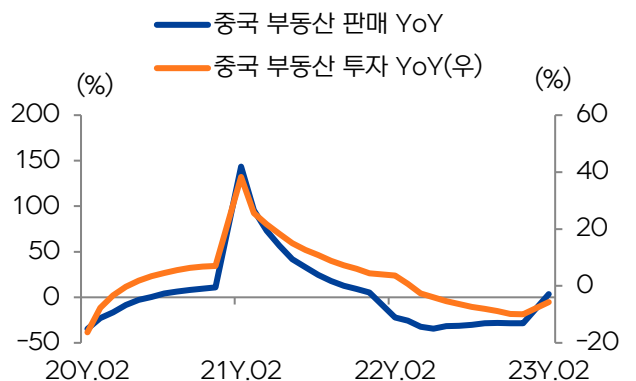
이와 같은 미진한 지표에 아직까지 중국 경기 회복에 대한 의구심은 있을 수 있으나 부동산 가격이나 제조업 지표 등이 반등세를 보이고 있으며 중국 당국과 지방정부의 지속적인 지원이 이어질 것이기 때문에 4월 지표에는 시장의 기대가 집중될 전망이다. 장쑤성 난통시 정부에서는 주택공적금 대출 한도를 상향 조정했으며 시안과 베이징은 신에너지차 교체 보조금을 지원하는 등 각 지방 정부에서 부동산/소비 관련 정책을 펼치고 있다. 이와 같은 부양 정책 효과가 시장에 반영될 여지는 충분할 것으로 판단된다. 따라서 중국 정부의 정책들과 맞물려 4월부터는 중국발 수요 회복 기대가 비철 가격을 견인할 주요 재료로 작용할 것으로 보인다.

차트 1. 중국 70개 도시 주택 가격



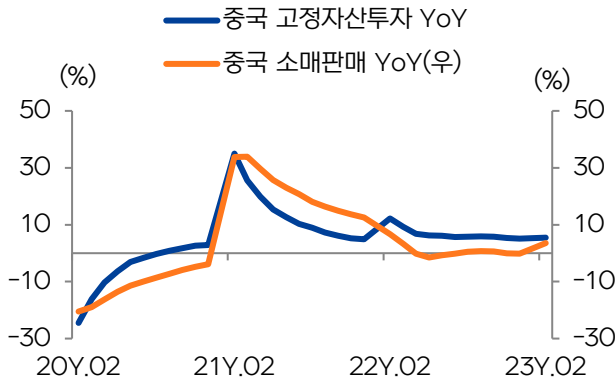
출처: Bloomberg

차트 2. 중국 부동산 판매 및 투자



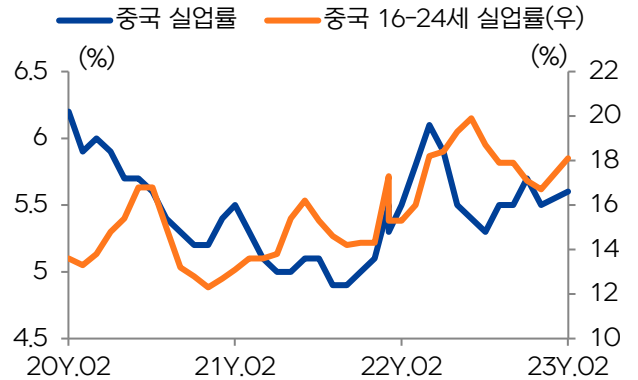
출처: Bloomberg

차트 3. 중국 고정자산투자, 소매판매



출처: Bloomberg

차트 4. 중국 실업률



출처: Bloomberg

개별 비철금속 전망

I. Copper

3월 동향: Hawkish 연준에 내렸다 Dovish FOMC에 오른 구리

미 긴축과 은행 시스템
우려에 하락했다 반등한 구리

3월 구리는 실망스러운 양회 결과와 미 긴축 지속 전망에 매도세가 유입되며 하락하다, 월 중순 은행 시스템 위기가 발발하자 120일 이동 평균선 지지에도 실패하며 \$8,500선까지 내어줬다. 그러나 그 후 연준의 스탠스가 Dovish해지고 각 국 정부에 의해 은행 문제가 어느 정도 매듭지어졌으며, 중국 경제 정상화 시그널이 나타나자 \$9,000를 상향 돌파했다.

증가할 4월 구리 수입 수요

중국 산업 수요 회복 속에 구리 재고 하락세

중국의 비가공 구리 및 구리 제품 수입은 1~2월에 9.3% 감소한 87만 9,000톤을 기록했는데 이는 춘절 연휴가 수입 수요를 약화시켰기 때문이다. 1,2월과는 달리 3~4월은 계절적으로 중국 수요가 회복세를 띄는 편이며 리오프닝으로 인한 효과가 발휘되기 시작해 수입 수요가 증가할 것으로 보인다. 실제로 매년 춘절 연휴 이후 4~6주간 재고가 증가 추세에 있다가 성수기에 진입하면 감소하는 패턴이 반복되어왔다. 2월 한달 간 증가세였던 SHFE 전기동 재고는 3월 내내 감소했으며, 3월 24일에는 전주 대비 11.6% 감소한 161,152톤으로 8주래 최저치를 기록했다(3/17 전주비 -15.2% 3/10 -10.8%). 또한 양산항 프리미엄은 3월 23일 톤당 \$47.5를 기록하며 3개월 최고치에 근접했는데, 이는 중국의 구리 수입 수요가 개선되고 있음을 나타낸다.

타이트한 SHFE, LME 재고

한편, SHFE 뿐 아니라 LME 재고 역시 3개월 만에 가장 많이 감소했기 때문에 현재 전세계의 구리 수급은 상당히 타이트한 편이다. 3월 27일 LME On warrant 재고는 41,875톤으로, 63,150톤이었던 전년 3월 27일 재고에 비해 33% 감소했으며 전체 재고 중 C/W 비중은 40.3%에 달한다. 이와 관련하여 우드 맥킨지사는 정련동 시장 수급이 작년 16만 4,000톤 공급 과잉에서 올해 56,000톤 공급 부족으로 전환될 것으로 예상한 바 있다. 동사는 금년 중국 리오프닝에 따른 경기 회복으로 세계 동 소비량이 전년 대비 2.6% 증가할 것으로 전망했다.

**골드만삭스와 트라피구라는
최근 구리 슈퍼사이클 전망**

최근 골드만삭스와 트라피구라 역시 구리 시장의 슈퍼사이클이 이어질 수 있다고 전망했다. 골드만삭스는 글로벌 재고 소진 속도로 인해 2분기 말까지 가용 재고가 사상 최저치인 12만 5,000톤로 줄어들 수 있기 때문에 근 시일 내에 구리 가격이 \$10,000에 도달할 것이라고 주장했다. 골드만삭스의 장기 구리 가격 목표는 \$15,000이다. 트라피구라의 금속 공동 대표인 Kostas Bintas는 중국의 수요 반등으로 이미 낮은 구리 비축량이 고갈될 위험이 있기 때문에 2022년 3월 최고가인 \$10,845를 넘어 올해 \$12,000를 돌파할 수 있다고 말했다.

공급 차질 이슈 완화

**광산발 공급 차질 모두
정상화됨**

다만 구리의 수급 긴장은 근래 들어 완화되고 있다. 한동안 광산 문제로 인해 공급 차질 이슈를 겪었지만 홍수 피해를 복구한 인도네시아 Grasberg 광산, 계약 합의에 도달한 Cobre Panama, 시위가 약화된 페루 광산 등이 운동을 재개하고 있기 때문이다. 페루의 Las bambas(연 38만 톤)와 Antapaccay(연 20만 톤) 광산은 시위 완화 이후 평시와 같이 가동되고 있다고 밝혔으며, 그에 따라 올해 페루 생산 및 수출은 정상화될 것으로 보인다. First Quantum Minerals는 파나마 정부와 Cobre Panama 광산을 두고 대립해왔으나 3월 8일 연간 최소 3억 7,500만 달러의 세금을 지불하는 최종 계약에 합의했고, 한동안 중단되었던 구리 작업 모두 정상화되었다.

**대규모 광산 개장, 중국 경제
구리 생산 크게 증가하는 중**

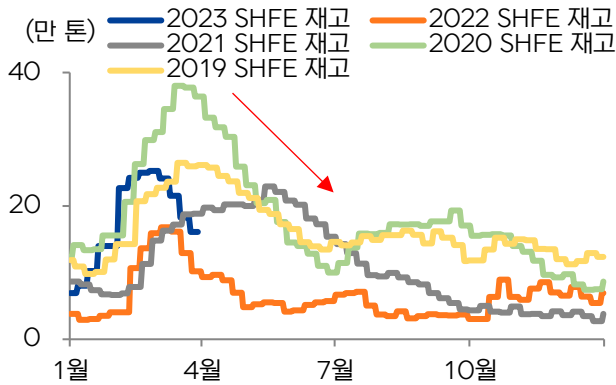
게다가 연간 약 50만 톤의 구리를 생산할 수 있는 몽골 Oyu Tolgoi 광산이 지하 생산을 시작하는 등 당분간 세계 구리 공급이 증가할 가능성도 상존한다. 원래 노천 채굴 방식으로만 연간 13만 톤을 생산했던 Oyu Tolgoi는 지하 생산으로 인해 2030년까지 세계에서 네번째로 큰 구리 광산이 될 것으로 예상된다. 또한 연초 2개월 동안의 중국 경제 구리 생산량은 전년 대비 10.6% 증가한 195만 톤을 기록하기도 했는데, 이는 하루 기준 32,966톤으로, 사상 최고치다. 이처럼 공급이 원활해지면 중국의 긍정적 수요 신호로부터 파생된 가격 상승 흐름이 일부 상쇄될 수 있다.

4월 전망: 공급 차질 해소 불구 전기동 수요 호조에 상승 예상

**전기동 수요 호조에 상승할
4월 구리**

4월 구리 가격은 공급 차질 이슈가 해소되고, 정련동 공급이 증가함에도 불구하고 중국발 전기동 수요 호조에 상승할 전망이다. 은행 부문의 혼란이 구리에 미치는 영향은 여타 위험자산에 비해 제한될 가능성이 높으며, 4월 가격에는 연준의 긴축 완화와 더불어 펀더멘털 요인에 따른 상승이 주효할 것으로 예상된다.

차트 5. SHFE 계절적 재고



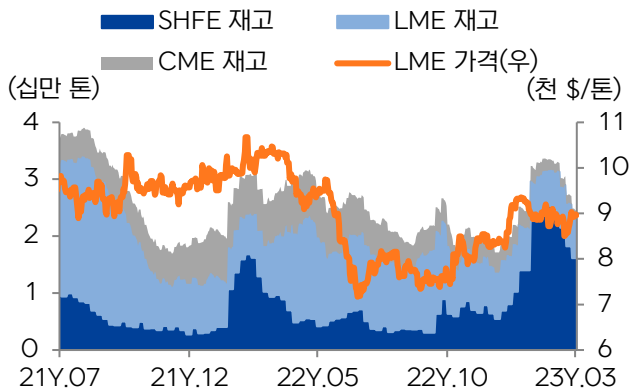
출처: Bloomberg

차트 6. 양산항 구리 프리미엄



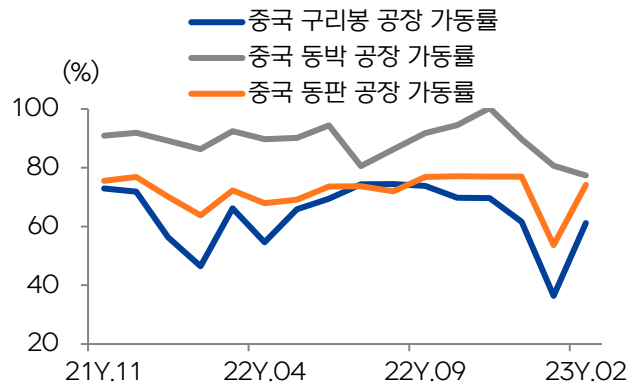
출처: Bloomberg

차트 7. 전세계 거래소 재고



출처: Bloomberg

차트 8. 중국 구리봉/판/박 공장 가동률



출처: Bloomberg

II. Aluminum

3월 동향: 구리와 같이 V자 반등

3월 알루미늄은 전기동과 비슷한 방향성을 띄며 \$2,254까지 하락 후 반등했다. 알루미늄의 등락에는 여타 비철과 마찬가지로 매크로 이슈가 무겁게 작용했다.

알루미늄 공급 불확실성 잔존(생산량: 유럽 ↓ 중국 ↑)

서유럽 알루미늄 제련소는 낮은 생산량을 여전히 유지하고 있다. 지금까지 프랑스 Aluminium Dunkerque만이 가동 재개를 발표했을 뿐, 감축하거나 중단한 제련소 중 다시 정상화 된 곳은 거의 없으며 심지어 Speira사는 독일 Rheinwork 제련소 폐쇄 계획을 밝혔다. 이는 천연가스 가격이 2021년 8월 이후 최저 수준으로 떨어졌음에도 불구하고 에너지 비용 재상승에 대한 위협이 여전히 크기 때문이다.

다만 겨우내 전력 부족으로 생산량을 감축했던 중국 알루미늄 제련소들이 점차 가동률을 회복할 것으로 보이는 점은 공급 우려를 완화한다. 전력 배급과 관련된 불확실성이

**구리와 비슷한 방향성 보인
알루미늄**

**가동 재개하지 않는 유럽
제련소**

**중국 제련소 생산 증가가
공급 우려를 일부 완화**

잔존하기는 하지만 수력 발전량 부족으로 인한 원난성 감소는 2월 말 종료되었으며 Gansu성 북서부에서는 새로운 생산 능력이 가동되었다. 또한 Guizhou와 Sichuan을 포함한 남서부 제련소들은 생산량을 늘리고 있다. 특히 2월 기준 Suchuan 지역의 제련소는 공장 가동률을 80% 회복했으며 우기인 5-6월에 이르면 가동률이 90%에 달할 것으로 보인다. 중국 1~2월 알루미늄 생산량 합은 674만 톤으로, 전월에 대비해서는 감소했지만 전년 동기 633만 톤에 비해서는 7.5% 증가한 바 있다. 게다가 LME 알루미늄 재고는 3월 19일 하루 만에 21,800톤 가량 상승해 타 비철금속 대비 공급 과잉 우려를 낳기도 했다.

중국 알루미늄 현물 수요 증가/재고 감소 추세

2분기 *MJP 프리미엄이 전분기 대비 45~71% 이상 높게 제시되는 등 최근 알루미늄 현물 수요가 증가하고 있다. 1분기 프리미엄은 2022년 4분기보다 12~13% 인하된 톤당 85~86달러였으나 2분기에는 톤당 125~145달러 수준으로 제시될 것으로 알려졌다. MJP 프리미엄 상승은 부동산과 자동차 부문 수요 호조에 기인한 것으로 보이며, 1분기 알루미늄 수요는 크지 않았지만 2분기부터는 중국 당국의 부동산 부양 정책과 지방정부의 자동차 소비 보조금 지원 등으로 수요가 반등할 것으로 예상된다. 이와 관련하여 Guangzhou Futures 역시 다운스트림 제조업이 탄력을 받으면서 중국 알루미늄 재고가 줄어들고 있다고 언급한 바 있다.

4월 전망: 강보합세 시현할 4월 알루미늄

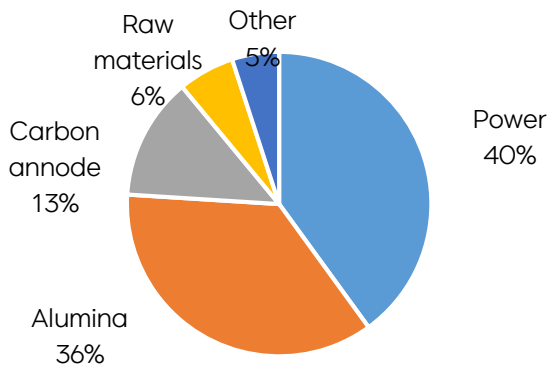
4월 알루미늄 가격은 공급 불확실성에도 불구하고 MJP 프리미엄 상승과 부동산 거래량 증가 등 현물 수요 상승에 힘입어 상승할 것으로 생각한다. 다만 수급 여건을 감안해 \$2,450선 부근으로 강보합세 시현할 것으로 보인다.

MJP 프리미엄 상승할 듯

MJP: 일본 알루미늄 프리미엄을 의미하며 아시아 지역 알루미늄 프리미엄의 기준 가격이 됨. 수요자들은 알루미늄 제조업체들과 매 분기 프리미엄에 대해 협상

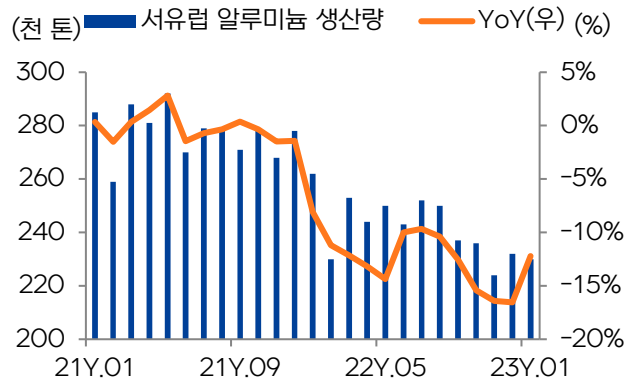
수요 증가에 힘입어 상승할 4월 알루미늄

차트 9. 알루미늄 제련 비용 구성



출처: IAI, CINA, ING

차트 10. 서유럽 알루미늄 생산 추이



출처: Bloomberg

III. Nickel

3월 동향: 5개월래 최저치 기록했으나 반등

아시아 시간 개장 지연 및 인도네시아 공급 증가 우려에 저점 낮춘 니켈

3월 니켈은 여타 비철과 같이 매크로 이슈에 연동하여 하락 후 반등했다. 특이점은 LME 창고에서 니켈 계약 사항에 위배되는 물질이 발견되면서 아시아 시간 개장이 지연되었고, 인도네시아 니켈 공급 증가 우려에 \$22,250까지 저점을 낮췄다는 것이다.

LME 니켈 창고에서 니켈이 아닌 돌 주머니 발견

LME 창고에서 계약 사항 충족하지 못하는 니켈 발견

LME는 Access World사가 관리하는 로테르담 창고에서 계약 사항을 충족하지 못하는 니켈을 발견한 후 전수 조사를 위해 아시아 시간대 니켈 거래 재개를 기존 3월 20일에서 27일로 일주일 연기했다. 로테르담 니켈 창고에서 발견된 돌 주머니는 총 9개의 Warrant에 해당한다. 각 6톤씩 총 54톤이므로 전체 니켈 유통량에 비하면 극히 소량이지만, LME 창고 내부의 금속은 일반적으로 품질에 문제가 없는 것으로 간주되기 때문에 이 소식은 시장에서 큰 파장을 일으켰다. 해당 Warrant의 소유자는 JP Morgan이지만 JP Morgan이 해당 '니켈'을 인수했을 때 이미 금속은 창고 내부에 있었기 때문에 동사는 이번 사건과 무관하다. 일부 돌 주머니는 Trafigura와 유럽의 무역상인 Stratton Metals로 배송됐다고 알려져 있다.

이 문제는 해당 창고에 국한됐을 것으로 추정됨

창고 관리 회사는 창고에 니켈을 반입할 때 금속을 확인하고, 창고에 있는 동안은 안전하게 보관할 책임이 있기 때문에 Access World는 이번 일에 대한 보상을 해야한다는 압력에 직면했다. Access World 측은 처음 '니켈'을 반입할 때 무게를 잰 기록이 남아있고, 돌과 니켈의 무게가 다르므로 돌이라면 알아챘을 것이라며 중간에 누군가 들어와 니켈을 돌로 바꿨다고 주장하고 있다. 한편, 전세계의 니켈 재고를 조사한 LME는 이 문제가 해당 창고에 국한된 사례라고 밝혔다.

중국 전기차 판매 호조 당분간 계속되겠지만 지속 가능성은 의문

2월 중국 전기차 판매 호조

중국자동차공업협회(CAAM)에 따르면 2월 신에너지차 판매는 52만 5천 대로, 작년 동기 대비 55.9% 급증하며 시장 점유율을 26.6%까지 끌어올렸다. 중국승용차협회(CPCA)도 2월 신에너지 대형 트럭 판매량이 1.73만 대로 전년 대비 66%, 전월 대비 199% 증가했다고 발표했다. 이러한 중국 전기차 판매 호조는 보조금 중단으로 인한 판매 감소 영향이 가격 인하 경쟁과 지방정부의 보조금 지원으로 어느 정도 해소되었음을 시사한다.

지방 정부 전기차 지원책은 계속 발표되는 중

지방 정부의 자동차 소비 지원 패키지는 지속해서 발표되고 있다. 베이징시는 8월 31일까지 신에너지차 교체 지원금으로 최대 1만 위안을 지급하기로 했으며, 충칭시는 6월 30일까지 신에너지차로 교체 시 자동차 구매 보조금을 1,000~3,000위안 지원한다. 또한 산시성 시안시 정부도 신에너지차를 구입시 2,000~6,000 위안의 보조금을 지급하며, 성 내에서 생산되는 신에너지차 신규 증가분에 대해 1대당 2,000위안의 보조금을 완성차 업체에 지급하겠다고 발표했다.

전기차 판매는 당분간 증가하겠지만 지속 가능 한지는 의문

다만 지방 정부의 보조금 정책이 활발히 개시되고는 있지만 중앙 정부 보조금에 미치지 못하는 수준이며 지급 요건도 까다로운 편이라 수요 진작 효과가 지속될 지 확실하기 힘들다. 게다가 전기차 생산 업체들의 가격 인하 역시 잠시 할인 효과가 있을 수는 있으나 기업별 비용이 확대되며 출혈 경쟁이 될 수 있어 근본적인 소비 회복 방법인지 의문이다.

다만 지속 가능성과는 별개로 소비 진작 노력에 힘입어 한동안 전기차 생산 및 판매는 증가할 것으로 보인다.

글로벌 생산량 급증으로 공급 과잉 우려

인도네시아 생산 증가로 공급 과잉 우려

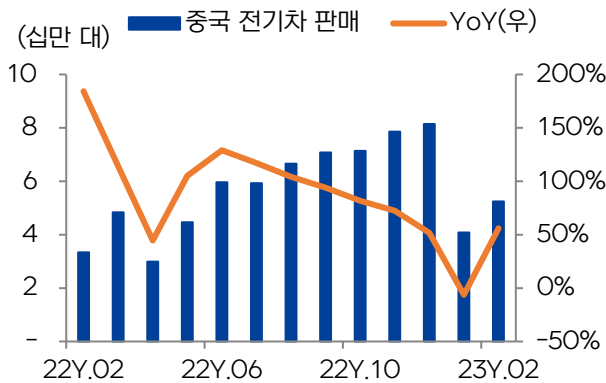
국제니켈연구그룹(INSG)은 1월 전세계 니켈 시장이 201,600톤 초과 공급(전월 초과공급 +21,800톤)이라고 발표했다. 1월 전세계 니켈 생산량은 전년 대비 22% 증가한 것으로 나타났는데, 현재 속도라면 올해 니켈 생산량은 연간 320만 톤을 초과할 것으로 예상된다. 이러한 급증은 인도네시아의 지속적인 생산 증가에 의해 주도된다.

4월 전망: 불확실한 전기차 수요+초과 공급 우려 잔존

초과 공급 우려 잔존하지만 SHFE 재고의 빠른 감소는 하방 압력을 감소 시킴

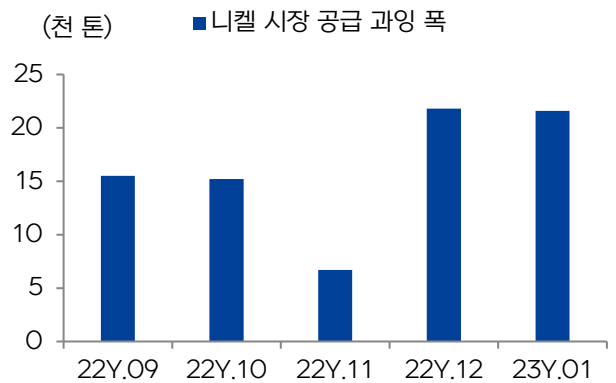
가격 메리트가 사라졌을 때도 전기차 최대 시장인 중국에서 수요 성장세가 지속될지는 의문이다. 전기차 수요 불확실성과 더불어, 인도네시아를 위주로 생산량이 빠른 속도로 증가하는 점이 니켈 가격 하락 요소로 작용할 전망이다. 다만 SHFE 재고 감소세 감안해 4월 니켈은 \$22,000선 저점의 약보합세를 보일 것으로 보인다.

차트 11. 월별 중국 전기차 판매량



출처: China Association of Automobile Manufacturers

차트 12. 세계 니켈 시장 공급 과잉 폭



출처: International Nickel Study Group

IV. Zinc

3월 동향: 가장 크게 하락한 아연

가장 큰 낙폭 기록한 아연

3월 아연은 비철 종목 중 가장 큰 하락폭(-5.7%)을 기록했다. 연준 긴축 스탠스 및 은행 위기와 더불어 중국이 탄소 배출 억제 정책에 따라 올해 철강 생산량을 감축할 것이라고 보도된 것이 가격 하락의 요인이다.

중국 조강 생산량 재감축 방안 검토

중국 정부는 철강 생산량 감축 고려 중

중국 정부는 탄소 배출 억제 정책에 따라 2023년에 연간 조강 생산량을 약 2.5% 줄이는 방안을 검토하고 있다. 철강은 대표적인 탄소배출 과다 산업으로, 중국 탄소 배출량의 약 15%를 차지한다. 2021년 중국 탄소중립 선언 이후 21년 전년대비 3% 감소, 22년 전년대비 1.7% 감소하는 등 중국 조강 생산량은 지속해서 줄어든 바 있다. World Steel에 따르면 2월 세계 철강 생산량은 전년 대비 1% 감소했는데, 여기서 감산 압력이 더 가해진다면

이는 아연 가격에 추가적인 하락 재료로 작용할 수 있다. 당국의 최종 결정은 6월 말 이전에 내려질 예정이다.

아연 수요 회복하자 제련 비용/SHFE 재고 하락

아연 TC 하락하기 시작함

중국 3월 아연 정광 처리 비용(TC)이 1~2월 최고치인 5,100위안(약 742달러)에서 하락하기 시작했다. 이는 중국의 아연 정광 수요가 회복되고 제련소 가동률이 증가했기 때문이다. 향후 몇 달간 전통적으로 아연 수요에 대한 피크 시즌에 접어들기에 TC는 추가적으로 감소할 수 있다.

SHFE 아연 재고 감소세

SHFE 아연 재고는 제련소 가동률은 증가하지만 한동안 다운스트림 수요는 크지 않았기 때문에 3월 10일까지 급증했으나, 중국 시장 수요 회복을 배경으로 최근 2주는 연속해서 감소했다(각각 -8.4%, -12.1%). 작년 79%였던 중국 아연 제련소 가동률이 올해는 83%까지 증가할 것으로 예상되지만(우드 맥킨지 전망) 건설 업체들의 철강 수요 증가로 재고 소진 가능성이 상존하기에 단기적으로 가격 강세를 보일 수 있다.

중국 외 지역 공급 차질 가능성 상존

유럽 지역 아연 제련소는 재가동이 예정되어 있지 않음

SMM사에 따르면 3월 중국 아연 생산량은 전월 대비 11.8%, 전년비 13% 증가할 것으로 예상되지만(560,400톤), 중국 외 지역에는 정제 아연 공급 차질 가능성이 있다. 최근 재개장한 프랑스 Auby 제련소 외에는 유럽 지역 제련소들의 재가동이 예정되어 있지 않기 때문이다. 제련 비용에서 전력 비중이 높은 아연의 특성상 독일 Nordenham과 이탈리아 Portovesme 제련소 등은 에너지 대란으로 인해 작년 가동을 중단했으나, 두 제련소를 소유하는 Glencore사는 천연가스 가격이 크게 하락했음에도 운영 재개와 관련된 언급을 하지 않고 있는 실정이다.

4월 전망: 중국 철강 수요 증가로 아연 가격 상승 예상

4월 아연 가격 강세 전망

현재 LME 재고는 역사적으로 낮은 편이며, 리오프닝 및 계절적 요인에 따라 중국 철강 수요가 회복되면서 4월 아연 가격은 \$3,100 회복을 시도할 수 있다. 다만 중국의 정제 아연 생산이 추가적으로 급증하거나 당국의 조강 생산량 억제 정책이 최종 결정될 가능성이 있다는 점은 하방 요인이다.

V. Lead

3월 동향: 낙폭이 적었던 납

낮은 하락폭 기록한 3월 납

3월 납은 여타 비철에 비해 하락폭(-0.3%)이 크지 않았다. 2월 중국 자동차 판매가 전월 대비 급증했으며, 3월 24일 SHFE 재고가 25.1% 감소해 중국발 수요 기대에 따른 매수 심리가 증가했기 때문이다.

크게 증가한 중국 자동차 판매

2분기 중국 자동차 전망도 밝음

중국자동차공업협회(CAAM)에 따르면 1월에는 자동차 생산과 판매가 전월보다 각각 33.1%, 33.5% 급증했으나 2월 자동차 생산과 판매는 각각 203만 2천 대와 197만 6천대를 기록해 전월보다 27.5%, 19.8% 증가했다. 이러한 호조는 테슬라를 비롯한 자동차

생산업체들이 앞다투어 가격을 인하하고, 지방 정부들이 구매 보조금 지원을 통해 자동차 판매 촉진에 나선 결과로 보인다. 중국 정부의 소비 우호 정책에 따라 2분기 자동차 생산 및 판매 전망도 밝을 것으로 예상된다.

4월 전망: 상승세 이어갈 4월 납

상승 추세를 이어갈 4월 납

3월 재활용 납은 낮은 가격의 영향과 2차 납 제련소의 유지 보수 관계로 타이트한 공급을 유지했다. 원활하지 않은 재활용 납축전지 공급이 자동차 판매 호조의 지속과 함께 납 가격에 의미있는 지지력을 제공할 전망이다. 따라서 4월 납은 3월 말과 같은 상승 추세를 이어갈 것으로 보인다.

VI. Tin

3월 동향: 유일하게 상승한 주석

유일하게 상승한 3월 주석

3월 주석은 매크로 이슈에 하락하며 전저점인 \$21,605에 도달했으나 경기에 민감한 주석 특성상 은행 스트레스 둔화 및 연준 긴축 중단 시사에 낙폭을 회복하며 월초 가격 이상으로 반등해 유일하게 상승 마감(+1.7%)했다.

중국 전자제품 소비, 반등할까?

전자제품 소비 반등은 시간이 걸릴 듯

중국 시장조사기관 Cino Research에 따르면 세계 최대 스마트폰 시장인 중국의 1월 스마트폰 판매량은 전월 대비 44.6% 증가한 2,766만 대를 기록했다. 다만 이는 춘절 프로모션 등 계절성 이벤트로 인한 일시적 반등이라는 분석이 많다. 수요가 회복되는 데는 시간이 필요하기 때문에 적어도 올해 상반기까지는 소비 둔화가 지속될 것이라는 이유에서다. 그럼에도 불구하고 중국 정부가 막대한 재원을 투입해 내수시장을 활성화하기 위해 노력하고 있으며, 일부 지방 정부에서는 소비 진작을 위한 보조금을 지원하고 있기 때문에 시간이 지나면서 중국 전자제품 수요 부진이 다소 해소될 수 있으리라 생각한다.

타이트한 주석 수급 해소될 가능성 존재

인도네시아 주석 수출 2배 증가

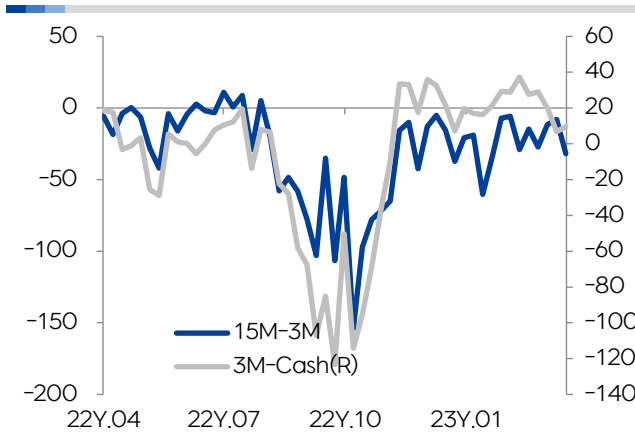
WBMS에 따르면 1월 글로벌 주석 시장은 700톤 공급 부족이었던 12월에 이어 600톤 초과 수요 상태를 유지했다. 그러나 세계 경기 둔화로 글로벌 반도체 업황은 여전히 악화되고 있는 한편 인도네시아 주석 수출은 1월 1,536톤에서 2월 3,187톤으로 두 배 증가했으며, 페루 당국과 지역 시위대 간의 협상 진전으로 페루 Minsur사의 San Rafael 광산의 운영이 재개되어 4월 주석은 초과 수요 상태의 수준이 낮거나 초과 공급으로 전환될 가능성이 있을 것으로 보인다.

4월 전망: 매크로 이슈에 예민하게 등락할 4월 주석

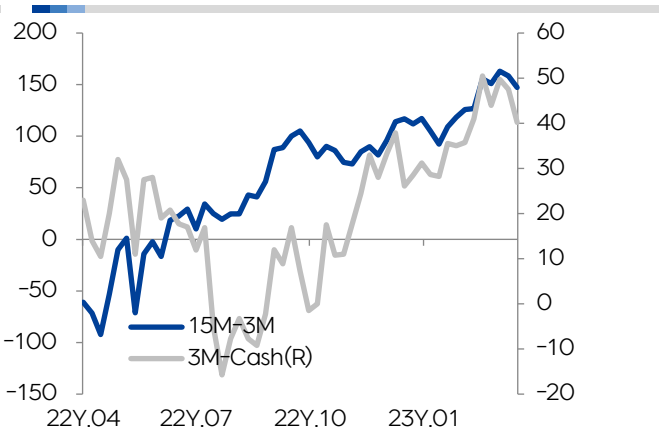
수급보다는 매크로 이슈에 등락할 4월 주석

4월 주석 가격은 수급보다는 매크로 이슈에 따라 등락할 것으로 판단한다. 다만 헝가리 반도체 경기 침체 우려가 해소되기 쉽지 않아 펀더멘털 약세 상황이 예상되기 때문에 4월은 대체로 3월 말보다 대체로 약보합 수준에서 가격이 형성될 것으로 보인다.

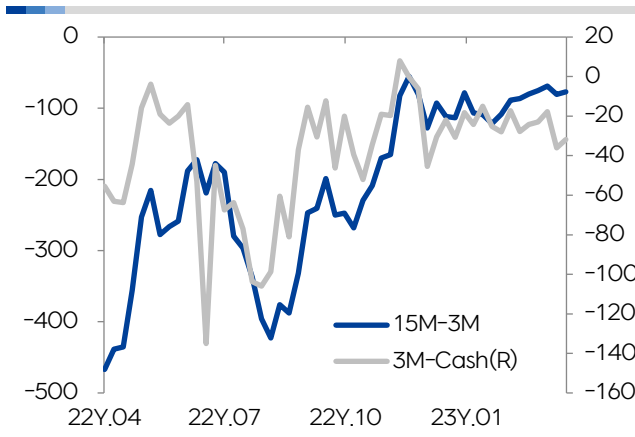
Copper Time Spread



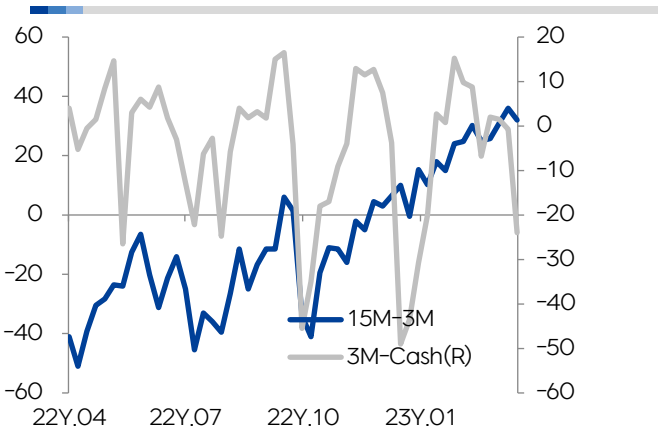
Aluminum Time Spread



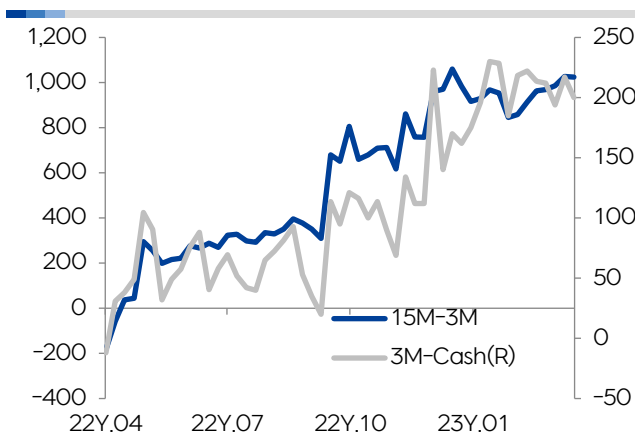
Zinc Time Spread



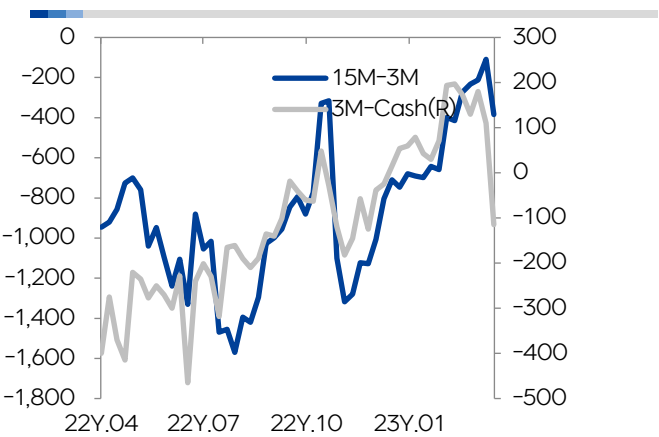
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



Crude Oil

3월 동향: 줄어든 수요 기대

**\$80에서 \$70로의 하향
평준화**

월 초 미국 겨울 폭풍 피해가 부각되고 이란발 지정학적 리스크(미국의 이란산 원유 제3차 추가 제재, 83.7% 초고농축 우라늄 발견 등)가 부각되면서 \$80를 상회하기도 했으나, 연이은 연준위원들의 강경발언과 연준이 강조했던 주요 데이터들이 인플레이 우려를 높이면서 금리 인상에 대한 기대가 유가 상단을 제한했다.

또한 UAE의 OPEC+ 탈퇴설 보도와 사우디 에너지 장관이 연말까지 현재 수준의 감산을 유지할 것을 시사하는 발언이 하락 압력으로 작용했으며 이후 미국 중형 은행인 SVB와 시그니처 은행의 연이은 파산과 세계적인 IB 은행인 크레딧스위스(CS)의 파산 가능성이 부각되면서 원유를 포함한 원자재 전반에 투심을 크게 악화시켰다. 주요 정부의 발빠른 조치(SVB 은행에 대한 예금 전액 보증, UBS의 CS 인수)와 대형은행들의 또다른 중형 은행인 FRC에 대한 은행예금 지원 등을 통해 사태는 일단락되는 듯했으나 AT-1(신증자본증권/ 코코본드) 이슈가 재차 부각되며 \$200억 규모의 조기상환을 앞둔 유럽 은행들의 신증자본증권 금리가 급등하면서 우려가 지속되었다.

한편 중국 시진핑 주석이 3연임을 공식선언함과 동시에 7년간 국교를 단절했던 사우디(수니파 맹주국)와 이란(시아파 맹주국)을 극적으로 중재해 화해를 시키고 예멘 반군 문제도 평화적으로 해결될 조짐이 보인점은 유가에 또다른 하방 압력으로 작용해 \$70 전후에서 등락을 이어갔다.

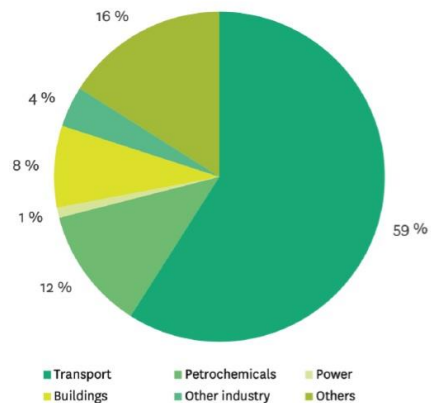
4월 전망: 중국 리오프닝, 러시아 수출, 그리고 OPEC+

차트1. 금년 중국 원유 수요 작년 대비 5% 증가 예상



출처: Bloomberg, EIA

차트2. 중국 섹터별 원유 수요 비중(2019년)



출처: Geopolitique

I. 중국의 리오프닝 기대 일부 확인

데이터상 확인되는 중국 리오프닝 관련 수요

중국 리오프닝 기대는 계속해서 유가에 상승 압력으로 작용하고 있다. EIA는 중국 금년 원유 수요에 대해 베이징과 상하이 등 주요 도시들 봉쇄로 수출과 내수 시장이 급감하고 전세계적으로 코로나 유행을 거치며 수요가 전반적으로 감소했던 작년과 달리 **금년 원유 수요는 작년(1,515만bpd) 대비 71만bpd 증가한 1,586만bpd로 역대 최고치를 경신할 것으로 예상했다.** 중국 정부가 춘절 직전 강력한 제로코로나 정책에서 위드코로나 정책으로 급격하게 선회한데다 민족 대이동 기간인 춘원 (1월7일 ~ 2월15일) 기간이 종료되고 실제 데이터상으로 수요 개선세가 확인되기 시작하면서 리오프닝에 따른 수요 회복 기대는 더욱 커졌다. 중국 전체 원유 수요에서 운송 관련 원유 수요는 약 60%를 차지한다. 이중 항공 관련 수요가 15%, 자동차 관련 수요가 45%다.

중국 3월 항공사 이용객에서 확인된 수요

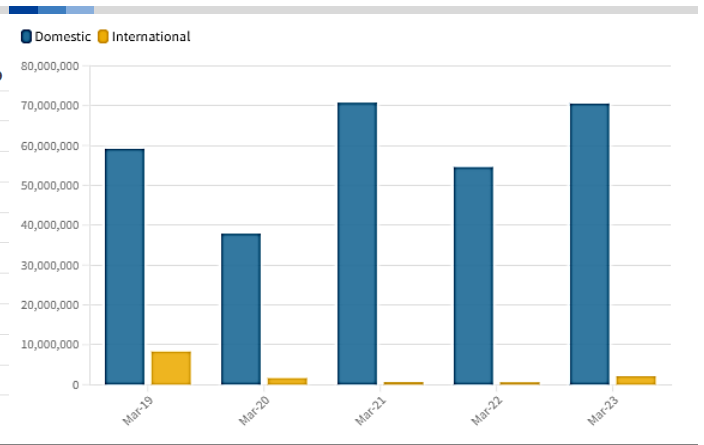
중국 Top10 항공사들의 3월 국내선 이용률을 살펴보면, 코로나 이전인 2019년과 비교해 평균 23.4% 가량 증가했다. 국외선은 작년 대비 2배 이상 증가해 예년 대비 20% 수준까지만 회복되었지만 전체 이용객 대비 차지하는 비중이 3% 수준으로 낮아 큰 의미가 없고, 국내선 이용객이 코로나 이전 국내선과 국외선의 합보다 많다는 점 또한 고무적이다. 중국 주요 국영 에너지 기업인 CNPC에 따르면 금년 중국 제트 연료 생산량은 작년 대비 18.4% 급증한 69.8만bpd가 될 것으로 예상했다.

차트4. 중국 Top10 항공사 3월 국내 여행객 현황

Airline	Mar 2023	Mar 2023 vs Mar 2019
China Southern Airlines	11,990,877	24%
China Eastern Airlines	10,515,968	19%
Air China	7,987,526	34%
Hainan Airlines	3,847,445	-3%
Sichuan Airlines	3,735,587	35%
Shenzhen Airlines	3,704,595	15%
Xiamen Airlines Company	3,409,530	23%
Shandong Airlines	3,003,976	13%
Spring Airlines	2,040,120	42%
Juneyao Airlines	1,973,567	32%

출처: NBS

차트5. 중국 여행객 이용, 국내선이 압도적

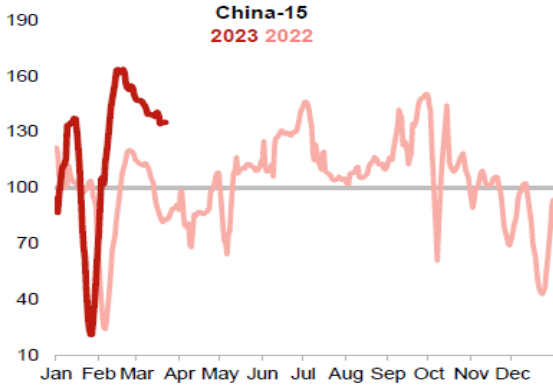


출처: OAG

전체 중국 원유 수요의 45%를 차지하는 자동차 관련 지표도 긍정적

중국내 원유 수요의 가장 큰 비중을 차지하는 자동차 관련 지표도 긍정적인 시그널을 보내고 있다. Baidu에서 발표한 **3월 중국 자동차 혼잡 지표에 따르면, 중국내 오미크론 확산 이전과 대대적인 주요 도시 봉쇄 이전인 2021년(실제 자동차 관련 원유 수요도 코로나 발생 이전인 2019년보다 10% 가량 높음)보다 높은 수준을 기록** 중이다. BNEF에서 발표한 중국내 주요 자동차 이용 도시 15곳의 월간 밀집도 또한 2월과 3월 크게 개선되어 기준월인 2021년 1월 대비로 그리고 작년 대비로도 큰 폭으로 개선되면서 자동차 운송 관련 수요가 크게 증가한 것을 확인할 수 있었다.

차트6. 주요 도시들의 자동차 혼잡도 증가



출처: Baidu

차트7. 2021년 그리고 2022년 대비 2월과 3월 혼잡도 증가

	Indexed to January 2021 = 100												previous year = 100			
	Mar 22	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan 23	Feb	Mar	Jan 23	Feb	Mar
China-15	96	90	102	129	111	112	138	103	95	78	88	147	135	94	170	157
Beijing	110	94	95	104	144	145	171	107	78	59	107	172	156	101	193	143
Chengdu	117	108	118	130	94	85	75	104	94	93	83	134	126	84	164	108
Chongqing	96	95	106	117	98	61	130	86	31	52	81	125	108	84	153	112
Dongguan	73	90	129	134	103	110	140	120	135	92	47	128	134	62	171	183
Guangzhou	110	77	125	148	119	143	161	110	56	59	81	169	169	87	200	153
Ningbo	139	104	163	185	147	146	186	124	144	112	63	134	122	58	128	88
Qingdao	49	71	92	110	91	109	106	96	80	53	45	82	75	64	165	154
Shanghai	60	29	36	117	114	152	200	110	166	87	74	147	144	77	174	240
Shenzhen	68	137	176	166	125	151	149	140	175	109	79	167	168	92	219	248
Shijiazhuang	309	284	339	353	301	253	222	285	107	179	317	507	421	87	156	136
Suzhou	91	64	135	153	119	130	155	119	145	87	69	132	119	64	233	131
Tianjin	78	100	88	132	87	93	82	138	124	78	97	141	131	150	168	168
Wuhan	114	100	127	132	111	98	132	72	83	85	110	191	178	109	255	156
Xian	106	112	133	122	92	93	143	90	112	101	115	147	126	213	112	119
Zhengzhou	79	65	62	102	79	83	95	47	33	66	93	113	99	142	136	126

출처: BNEF

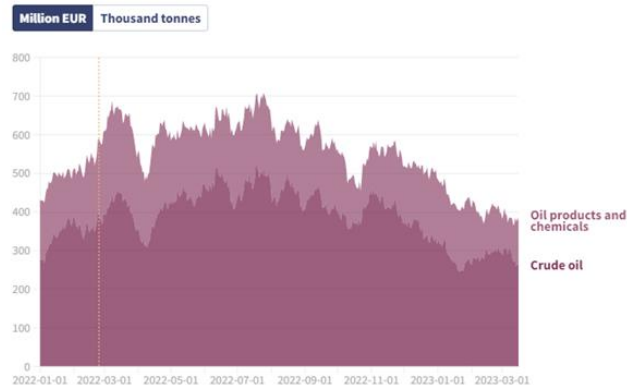
*0= 빨간색

단순한 이연 수요인지 아니면 확실한 추세적인 수요 개선의 시작점인지는 수개월간의 추가적인 확인 필요

다만 여기서 우리가 간과하면 안되는 부분이 코로나 이후 지난 2년간 중국은 시장 가격보다 훨씬 저렴한 가격의 러시아산 원유를 대량으로 수입해 왔다는 점이다. 여기에 중국은 제로코로나 정책을 고수해 왔던터라 국내 수요도 제한적으로 증가하는데 그쳤기 때문에, **중국내 원유 재고는 코로나 이전 8억 배럴보다 많은 10억 배럴 가량으로 추정된다**(중국은 전략적으로 원유 재고를 정기적으로 공표하지 않음). 그로 물론 중국이 세계 최대 원유 수입국으로 전세계 원유 공급량의 10% 가량을 꾸준히 수입하고 있음에도 **단순하게 중국의 리오프닝으로 인한 수입 증가로 이어질 것이라 기대하기에는 무리가 있다고 판단되며**, 최근 확인되고 있는 중국내 수요(전체 수요의 90% 차지, 나머지 10%는 수출 관련 수요)가 그동안 눌러있던 이연 수요인지 아니면 확실하게 중국내 수요 개선이 눈에 띄게 증가한 것인지 여부는 추가적인 확인이 필요해 보인다.

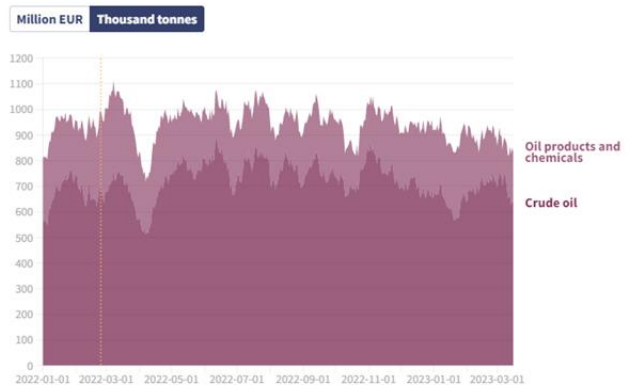
II. 너무나도 원활한 러시아 수출

차트8. 석유 수출액 감소는 확인



출처: EuroStat

차트9. 하지만 규모는 크게 줄지 않았다?



출처: EuroStat

EU의 가격 상한제로 러시아 에너지 수입 42% 감소?

IEA 자료에 따르면 러시아의 2월 원유와 석유 제품 수출은 한 달간 약 \$116억(15조원)으로 작년 2월 200억달러 대비 42% 가량 감소했다. 시장에서는 G7과 유럽연합(EU)이 러시아산 원유(12월5일)와 석유제품(2월5일) 가격 상한제 도입으로 인해 러시아 수출액이 감소했다고 대대적으로 보도했다. IEA는 서방국들의 제재가 전세계에 원유와 석유 제품 공급을 제한하지 않으면서 동시에 러시아의 수익 창출 능력을 위축시키는 효과를 거뒀다고 강조했다. 하지만 정작 주목해야할 부분은 따로 있다. 러시아산 석유 제품 수출(전체 에너지 수출의 13%)은 10% 가량 감소했지만 **러시아 에너지 수출액의 가장 큰 비중(52%, 천연가스 25%)을 차지하는 원유 수출은 작년 수준을 유지하고 있으며, 작년 2월 평균(\$90) 대비 유가가 금년 2월 \$75 수준으로 20% 가량 낮아진 점도 감안해야 한다.**

차트10. 주간 러시아 해상 원유 수출

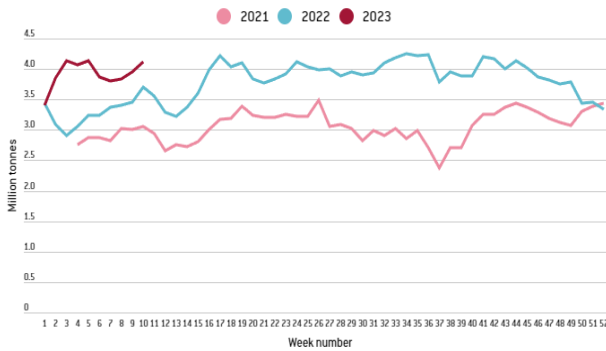
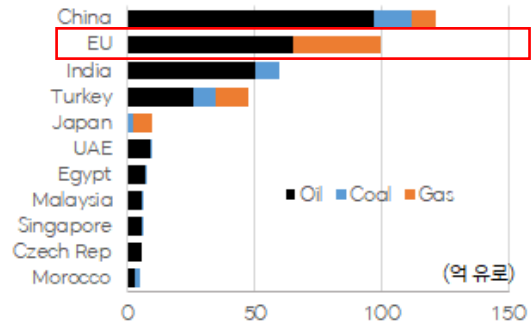


차트11. 연초 대비 러시아산 에너지 수입액 EU가 여전히 2위



출처: Bruegel computation

*3월20일 출처: CREA

EU의 노력은 인정, 하지만 풍선 효과는 막지 못했다

EU차원에서의 노력은 분명하게 있었다. 규제 분위기를 주도해 러시아산 원유 수입을 빠르게 줄여나갔고 일부 아시아 국가들과 아프리카 국가들도 이에 동조하기 쉬운 환경을 조성했다. 그 결과 우크라이나 사태 이전과 비교해 이들의 수입 감소분은 총 160만bpd 가량에 달했다. 하지만 정작 가격 상한제 합의에서 단일국가 기준 비중이 가장 높은 중국과 인도(대부분 수입한 물량을 석유 제품으로 가공해 다시 서방국들에 수출)가 빠졌다. 동기간 **유럽으로 향하던 원유 물량이 100만bpd 감소할 동안 중국과 인도로 향하는 물량이 총 150만bpd 증가**했고 러시아가 올해 1~2월 사우디를 제치고 중국 최대 석유 수출국에 등극한 점과 중국과 인도가 러시아 전체 수출의 70% 이상을 차지해 가격 상한제에 동참하지 않은 두 국가로의 풍선효과가 확인됐다.

유럽, 파이프라인을 통한 수입은 일부 줄여

러시아는 파이프라인을 통해 30% 가량의 원유를 수출(대부분 중국과 EU)한다. EU가 러시아의 해상 원유 수입을 차단했지만 여전히 연초 대비 중국 다음으로 가장 많은 원유를 수입하고 있는 원인이 여기에 있다. EU는 3월 기준 드루즈바 송유관을 통해 러시아산 원유를 약 80만bpd 가량 수입 중이다. **유럽이 러시아로부터의 에너지 수출을 1/3 수준으로 줄였지만 우크라이나 사태 이후 지금까지의 EU의 러시아산 에너지 수입액은 1,500억유로로 2위인 중국(680억 유로)과 비교해도 두 배 이상 높다.** 금년부터 EU 주요 수입국인 독일과 폴란드가 러시아로부터 파이프라인 원유 수입을 금지하겠다고 선언한 바

있다. 현재는 러시아산 원유를 대체하기위해 드루즈바 송유관을 통해 카자흐스탄 원유를 공급 받으려고 노력 중이다. 다만 문제는 정치적으로 러시아의 영향력 아래있는 카자흐스탄에 막강하게 작용해 휘둘리기 쉽고, 파이프라인을 러시아 트랜스넵트(국영기업)이 관리하는 데다, 드루즈바 송유관을 통해 유럽으로 송출하기 위해서는 지리적으로도 러시아를 거쳐야하기 때문에, 공급받는 입장에서 리스크가 많다. 우크라이나 사태가 1년이 지난 지금도 유럽은 여전히 보여주기식 제재를 강조하고 있지만 러시아 자금줄 옥죄기라는 대의 명분과 에너지의 안정적인 공급측면에서의 실익을 모두 얻지 못한 듯 하다.

III. OPEC+의 예견된 슬픈 앞날

수요 감소 우려로 인한 유가 하락기에는 존재감이 없는 OPEC 감산

연내 금리 인하에 대한 기대가 시장에 반영되기 시작했으나 은행 시스템 불안, AT-1 본드, 미국 상업 부동산 관련 리스크 부각에 따른 경기 침체 가능성이 가시화되면서 원유 수요 전반에 대한 불안이 확산되고 있다. 특히 수요 감소로 인한 유가 하락기에는 시장 예상치를 크게 뛰어넘는 수준의 감산이 진행되어야 가능한데, 코로나 당시 \$20에 불과하던 유가는 OPEC+의 역대급 감산 합의(970만bpd)로 유가의 빠른 반등을 유도하는데 성공했던 바 있다. 다만 당시 유가는 \$20 수준을 유지했기 때문에 OPEC+국가들 입장에서 생존을 위한 어쩔 수 없는 선택이 필요했던 상황이었으나, **지금은 \$70 언저리에서 지지와 저항을 반복하고 있는 만큼 극박한 상황이 아니고 수요에 대한 기대가 워낙 낮기 때문에 웬만한 감산 규모로는 상승 모멘텀으로 전환시키기 어렵다.** 또한 통상적으로 OPEC의 감산 규모는 전체 생산 캐파 대비 %로 부과되는데, 향후 유가 상승률이 이를 상회할 것이라는 기대가 낮을 경우 굳이 감산을 진행할 이유가 없다. 결국에는 과거에도 그랬듯, OPEC 맹주국인 사우디와 비OPEC 맹주국인 러시아가 주도적으로 추가 감산을 진행해야 하지만, 두 나라가 처해있는 상황은 녹녹치 않다.

이래저래 바쁜 사우디

사우디는 최근 중국의 중재하에 이란과 합의를 함으로써 소원해진 미국과의 관계를 세계에 다시한번 각인시켰다. 두 국가의 국교가 단절된지 7년만의 이벤트로 시진핑 주석의 3연임이 확정된 베이징에서 회합이 이루어진 점이 크게 부각되었다. 이번 사건으로 수십년간 중동지역에서 '선의의 중재자' 역할을 강조해왔던 미국의 영향력은 크게 위축되었다고 평가받고 있으며, 미국 정치권내에서도 바이든 정부의 중동 지역 외교 실패라고 비난했다. **미국이 이란과 적대적인 관계를 유지하고 있는 가운데, 사우디와의 관계도 멀어진 반면, 중국은 사우디와 이란의 최대 원유 수입국으로 발돋움한 만큼 두나라 모두 실리를 추구하는 외교 전략이 주요하게 작용했다.** 하지만 사우디도 미국을 달래기 위해 평화 협정 체결 바로 다음날 미국 보잉기 161대 구매 계약을 체결(약 46조원 규모)했고 현재 물가 잡기에 여념이 없는 미국의 의지에 반해 유가의 강한 반등을 줄만한 규모의 추가 감산을 단행하기 어렵다고 판단되며, 현재 집중하고 있는 Saudi Vision 2030과 병행하기에도 금전적으로 상당한 부담으로 작용할 전망이다.

나서서 감산을 할 이유가 없는 러시아

러시아는 앞서 언급한 것과 같이 서방국들의 제재 속에서도 열심히 수출 하고 있다. 가격 상한제도 명목상으로 존재하지만 실제 우랄유는 \$60보다 더 낮은 가격으로 판매되고 있기 때문에 유명무실한 제재다. 그렇기 때문에 러시아의 실제 생산 감소량도 최대 수십 배럴 수준에 불과할 것으로 시장도 추정하고 있다. 러시아 입장에서도 최근 웬만한 수준의 추가 감산으로는 유가를 끌어올리기 어렵다는 점을 충분히 인지하고 있고 향후 감산 회의가

6개월 단위로 잡혀있기 때문에, 코로나 당시처럼 매월 진행되던 때와는 달리 감산 되돌림을 가격에 기민하게 반응하며 진행하기 어렵다. 또한 수요가 연내 회복될 기미가 뚜렷하지 않은 상황에서의 급격한 감산 되돌림은 유가에 큰 하방 압력으로 작용할 가능성이 높다. 두 맹주국이 은행 시스템 리스크가 부각되면서 에너지 장관들의 미팅이 있었음에도 뚜렷한 해결책을 내지 못하고 있는 상황이며 **향후 수요 감소 이슈가 더욱 부각되며 유가가 \$60 부근까지 하락할 경우 두 국가의 추가 감산이 진행된다고 하더라도 그 규모는 100만bpd를 넘기 어려울 것이다.** 이는 전체 OPEC+ 생산량(면제국들 포함 약 5,000만bpd)의 2% 수준으로 지금과 같은 대규모 수요 감소 우려가 팽배해있는 시장에서 유가 상승 반전을 시킬 여력이 부족하다. 과거 사례들을 통해 유추해봤을 때 수요 감소기에 유가가 상승 반전으로 전환된 경우는 하루 400~500만bpd 가량의 대규모 생산시설 파괴나 하루 물동량 3,000만 배럴 이상인 호루므즈 해협 이용 장기간 불가, 코로나 당시 역대 최대 규모의 OPEC+ 감산(970만bpd) 수준이 아니고서는 사실상 유의미한 수급상의 트렌드 변화를 주지 못했다.

OPEC 감산의 종착역은?

결국 OPEC의 귀착점은 하나다. 과거 감산에서도 수차례 그래왔듯이, 수요 감소 우려로 가격 하락 압력이 가중되어 있는 상황에서는 가장 먼저 눈치껏 증산을 하는 전략이 자국 이익에는 가장 유리하다. 물론 모든 국가들이 담합해서 감산 레벨을 유지하는 것이 최선이겠지만 이는 유가가 감산 % 이상으로 유가 상승이 기대될 때 가능한 시나리오로 **각국가별 다른 재정균형 BEP와 원유 수출 의존도, 자국내 외환보유고와 경제 상황 등을 감안하면 각자 다른 한계점(Threshold)에 도달하는 시점은 제각각일 것이며 이는 결국 감산 불이행으로 이어질 가능성이 높다.** 과거와 같은 사우디와 러시아의 강한 리더십이 부재하고 수요 불안으로 다시 \$60대 유가를 맞이하고 있는 OPEC 국가들의 수요에 대한 불안은 조만간 수면위로 부상할 것이다.

결론: 여전히 막혀있는 유가 상단

4월 유가는 여전히 하방 압력이 우세할 것

중국 리오프닝 기대가 일부 데이터상 확인되며 수요 개선에 대한 기대가 살아난 가운데, 최근 터키와 이라크 관련 리스크가 부각되고 러시아의 전술핵 배치 가능성, 서방국들의 주력 전차 우크라이나 제공 등이 지정학적 리스크를 부각시키며 유가에 지지력을 제공하고 있다. 하지만 ①미국과 중국 비롯한 주요 원유 소비국들의 재고는 여전히 예년 대비 10% 이상 높고 ②OECD 재고 또한 꾸준히 증가하는 등 아직까지도 시장에서는 뚜렷한 수요 개선 시그널이 부재하다. 또한 ③미국의 꾸준한 증산과 더불어 ④러시아의 원활한 공급, ⑤OPEC의 감산 의지에 대한 불확실성은 시장내 공급 과잉에 대한 불안을 더욱 키울 가능성이 높으며, 아직 완전하게 해소되지 않은 ⑥금융시스템 불안과 경기 침체 우려는 계속해서 **유가 상단에 강한 저항 요인으로 작용할 전망이다.**

Natural Gas

3월 천연가스 등향 \$3.0MMbtu 상회한 후 꾸준히 하락

3월 미국 천연가스는 유럽내 주춤한 재고 감소, 미국내 생산량 증가와 겨울철 난방 수요 감소 영향에 1% 가량 하락해 한 달내 최저치를 기록했다. 또한 미 연방정부의 Freeport LNG 수출항 풀가동 최종 승인에도 불구하고 수출항의 정상가동까지는 다소 시간이 걸릴

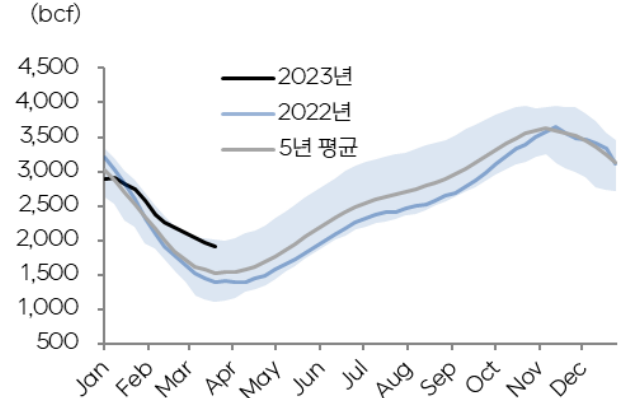
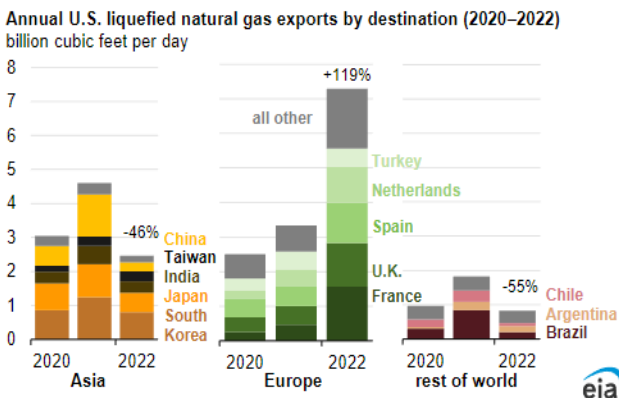
수 있다는 전망까지 더해지면서 하방 압력이 가중됐다. 천연가스 재고는 5년 평균 감소량인 450억cf보다 큰 폭인 720억cf가 소진되었지만, 여전히 5년평균 대비 18% 가량 높은 수준의 천연가스 재고와 Freeport LNG항으로 향하는 물량이 최대 출력 규모인 21억cf/d에 다소 못 미치는 15억cf/d에 불과한 점이 우려를 키웠다. 한편 미국 천연가스 생산량은 2월 981억cf/d보다 많은 985억cf/d 수준으로 작년 말 최고점인 999억cf/d 보다는 낮지만 최근 꾸준히 증가세를 유지하고 있는 점이 천연가스 가격에 부담 요인으로 작용해 천연가스는 \$2/MMBtu 초반까지 꾸준히 하락했다.

작년 미국 최대 LNG 수출지는 유럽이 압도적

유럽내 천연가스 재고는 55% 수준을 기록 중이다. 겨울철 소진기는 종료되었고 1월 이상 고온 현상으로 수요가 급감해 예년 평균인 40%보다 높은 수준을 기록했지만, **미국 LNG 수출항 full 가동 재개 및 러시아 파이프라인 천연가스 공급량이 예년 대비 30% 수준에 불과한 만큼 미국산 LNG 수요 증가가 기대된다.** 미국은 작년 하루 평균 106억cf의 LNG를 수출했는데 이중 70% 가량이 유럽으로 향했다. 2021년 대비 유럽향 LNG 수출 물량은 무려 119%(40억cf) 증가했다. 미국을 제외한 2위 호주와 3위 카타르의 대유럽 수출 비중은 아시아와의 지리적 이점으로 대아시아 수출 비중이 압도적으로 높으며 유럽으로의 수출 비중은 각각 0.3%와 10%에 불과해 큰 수출 증가를 기대하기 어렵다.

차트13. 작년 미국의 대유럽 LNG 수출은 2배 이상으로 증가

차트14. 미국내 천연가스 재고 현황



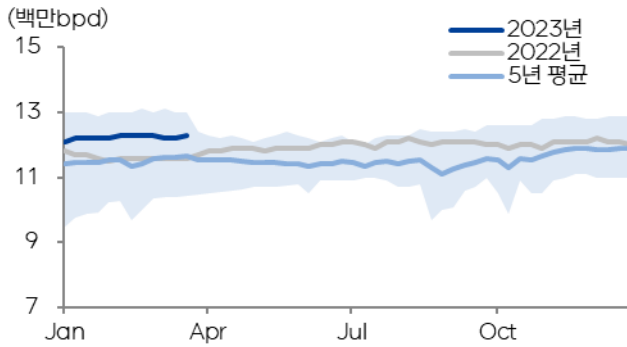
출처: EIA

출처: EIA, 삼성선물

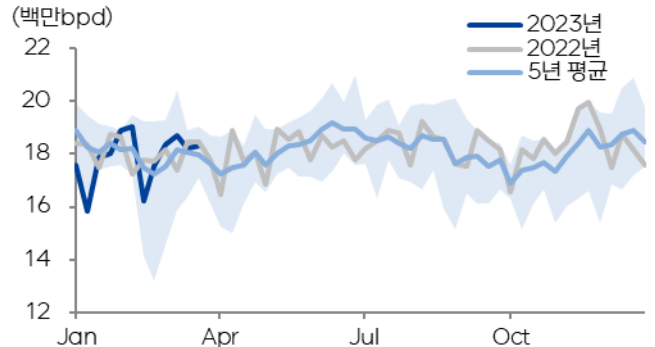
4월 천연가스 전망: 수요 확인과 미국내 재고 감소가 천연가스 가격을 지지할 것

러시아와 우크라이나간의 평화 무드 조성 노력은 최근 두 나라간의 무력 마찰과 조건에 대한 이견차 서방국들의 주력 탱크 지원으로 유야무야되는 분위기로, 당분간 러시아와 독일 직항의 노드스트림1과 2의 재가동 가능성이 낮고, 터키, 벨라루스, 우크라이나를 통과하는 파이프라인을 통한 천연가스 공급도 제한적인 수준(30%)일 것으로 예상된다. 유럽의 천연가스 재고 축적기에 본격적으로 진입함에 따라 미국 LNG 수출의 25%를 차지하는 Freeport 수출항의 완전 재개방과 맞물리며 미국내 천연가스 수요 개선에 따른 재고 감소가 본격적으로 확인되면서 하단 지지력을 유지시킬 전망이다. 미국내 꾸준한 천연가스 생산 증가와 원자재 전반에 드리운 경기침체에 따른 수요 감소 우려가 천연가스 가격에 부담요인으로 작용하겠으나 ①지정학적 리스크 프리미엄과 ②4월 미국 중기 날씨가 예년보다 평균 1도 가량 낮을 것이라는 전망, ③유럽의 LNG 수입 본격화 영향에 **\$2 후반까지 회복을 시도할 것**이다.

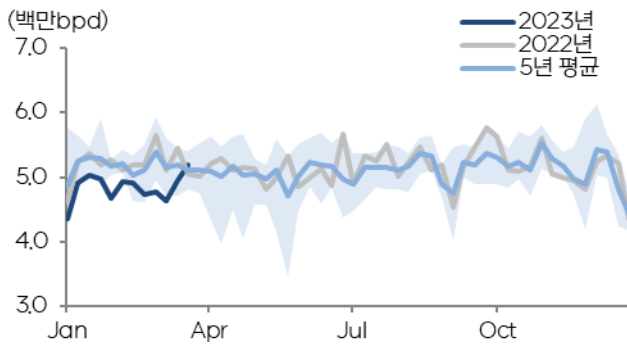
미국 원유 생산 (5년 Range)



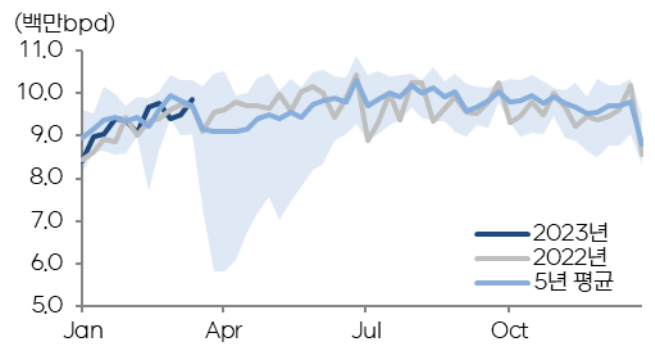
미국 원유 수요 (5년 Range)



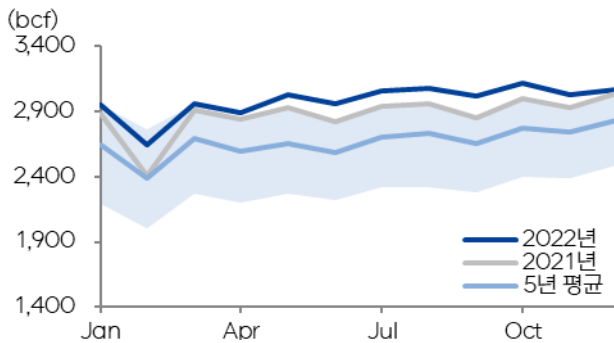
미국 정제유 수요 (5년 Range)



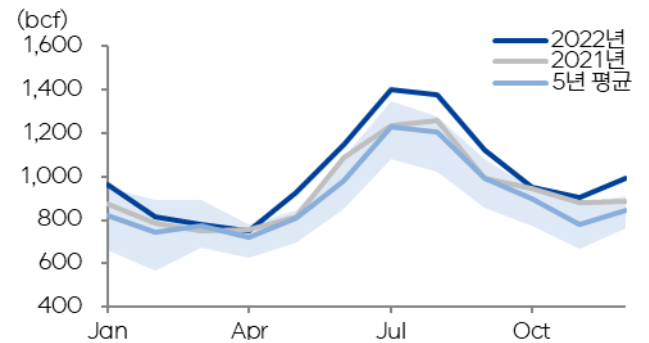
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



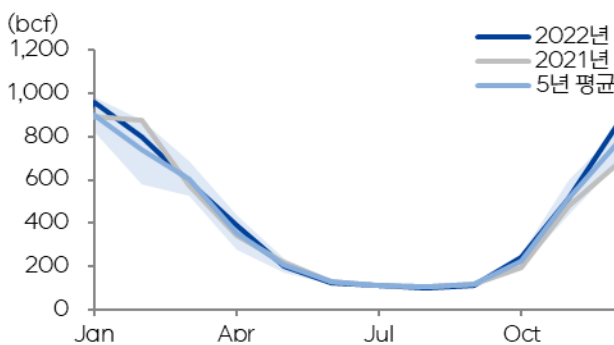
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



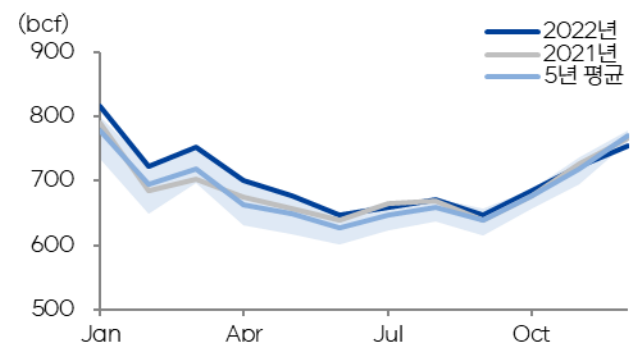
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

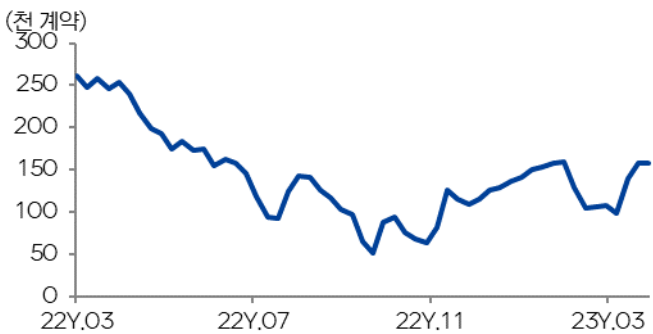
금 가격 추이



은 가격 추이



금 비상업적 순매수 포지션



은 비상업적 순매수 포지션



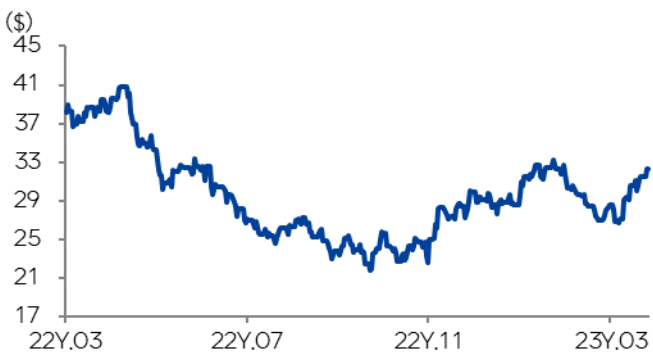
SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF



은 광산 주식 ETF

