

Commodity | 2026.05.20

변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을

Research Center

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com



Daishin 증권

Contents

Summary	4
매크로: 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향	5
이란 전쟁이 끝나더라도 2027년 말까지 인플레이션 방향은 불변 훼손된 유정 생산성과 디플레 수출 어려움 중국, 그리고 금이 말해줄 방향	
에너지: 내년 사상 최고치를 향해	21
조정은 저가 매수의 기회, 내년 말까지 사상 최고치 경신 기대되는 유가 뒤늦게 확인될 워터 코닝 현상과 선행 지표(금)가 말해주는 가격 방향성	
귀금속: 전고점 상회는 여전히 회의적	37
종전 시 반등 가능한 금, 그러나 기대하기 어려운 전고점 상회 케빈 워시 등장으로 추가적인 유동성(QE) 헛지 제한, CME의 정책 역시 발목	
비철금속: 지금은 비철금속 슈퍼 사이클	45
수요보다 중요한 공급, 구조적 공급 부족과 감산이 만들 가격 상승 중요한 점은 뒤늦게 반영된 유동성이 투기 수요를 유발한다는 사실	
농산물: 문제의 엘니뇨, 아직 때가 아니다	75
슈퍼 엘니뇨로 지연된 가스 상승, 비료에 의한 비용 전가도 순연될 수밖에 오히려 올해는 곡물보다 소프트, 코코아와 원당에 주목 필요	

Summary

여전히 잔존해 있는 종전 가능성, 이는 분명 원자재 가격의 하방 변수

- 지난 4월 28일, 트럼프 대통령은 호르무즈 해협 봉쇄가 장기화될 것을 대비하라 지시. 이란의 자금줄인 에너지 수출을 통제해 협상 유도하겠다는 심산 호르무즈 해협 봉쇄(원유 수출 중단 + 저장 시설 포화)는 단순 병목 현상이 아닌 구조적 문제 야기할 리스크 요인. 유정을 인위적으로 폐쇄할 시 워터 코닝 현상으로 인해 영구적 생산성 훼손 가능, 폐쇄 기간별 차이 존재하지만 기술력 부족한 이란에게는 치명적일 수밖에 없는 부분
이란과 달리 미국은 버틸 체력 보유, 2015년 폐지한 EPCA(에너지 수출 허가제)를 부활시켜 미국에 한해 중동발 인플레이션 우려 진압할 수 있다는 점
수세에 몰릴 이란, 그렇기에 종전 가능성 배제 불가. 종전은 에너지 뿐만 아니라 비철금속 제련에 사용되는 황산, 곡물의 원료인 질소계 비료 가격까지 진정시킬 Key

그러나 일어날 일은 일어나는 법, 늦어져도 변함없을 인플레이션 방향

- 그러나 머피의 법칙처럼 일어날 일은 일어나는 법, 종전이 인플레이션 도래 시점을 늦출 수는 있어도 방향은 불변
1) 이라크, 쿠웨이트, 카타르 등 산유국은 이미 유정 폐쇄가 장기간 진행된 상태, 추후 유가에 생산성 문제 반영될 수밖에 없는 부분
2) 세계 공장인 중국의 가격 인상 역시 불가피. 그간 중국은 제재 받고 있는 국가들(이란, 베네수엘라, 러시아)로부터 염가의 원유 수입하며 디플레이션을 수출할 수 있었지만 제재가 하나, 둘 해제되려는 상황에서는 지금과 같은 모델 유지 불가
특히, 3) 유동성을 선반영하는 자산이자 기대 인플레이션을 선행하는 금 가격(상승률)이 말해주는 것처럼 2027년 말까지 인플레이션의 방향은 불변

원자재 조정은 저가 매수의 기회, 내년 상반기까지 인플레이션 견인 자산에 주목

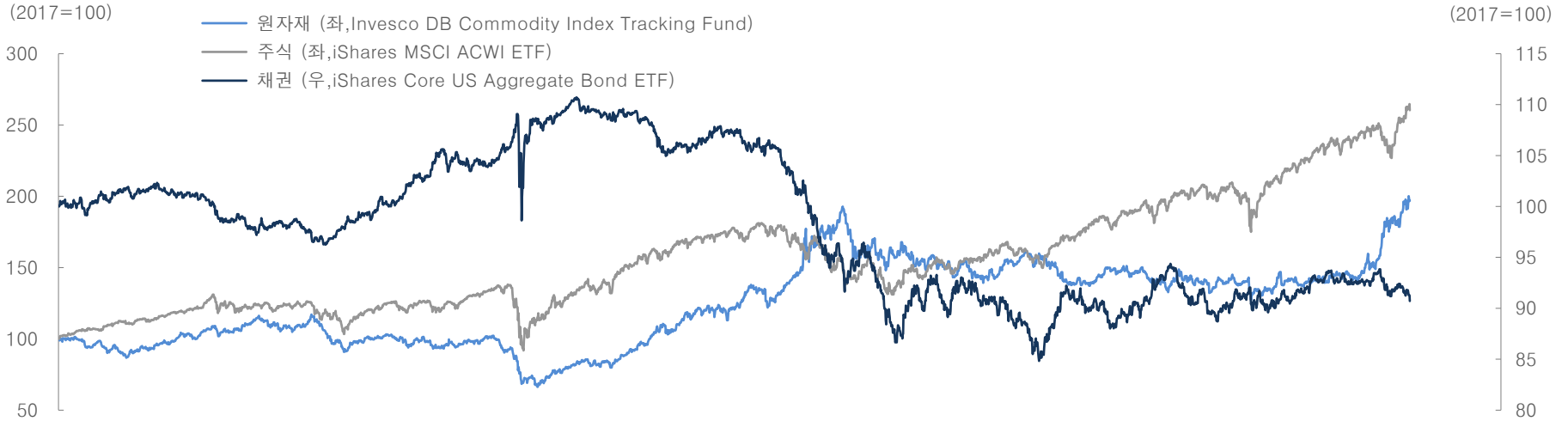
- 그렇기에 인플레이션에 베팅할 것을 권고. 과거 기대 인플레이션이 급등했던 구간(예: '20~'22년, '16~'17년, '09~'10년)에서 우수한 성과 도출한 자산들 주목
당시 로봇, 신흥국, 중소형주 등 다양한 자산들이 아웃퍼폼. 그 중 원자재 역시 양호한 성과 도출, 원유/천연가스를 비롯해 구조적 공급 부족 노출된 구리, 구리 대체재인 알루미늄, 2차전지향 금속이 우수한 성과 도출
원자재는 경기 후행 자산, 경기 침체 직전까지도 상승한다는 점에서 매력적. 지금 당장 IT H/W도 좋지만 인플레이션 견인 자산들을 통한 알파 창출 필요
그러한 점에서 호르무즈 해협이 다시 개방된다 하더라도 에너지와 비철금속에 대한 기존 비중 확대 의견 유지(2027년 상반기 기점)할 것을 권고

[매크로] 늦어져도 변함없을 인플레이 방향

이란 전쟁이 끝나더라도 2027년 말까지 인플레이션 방향은 불변
훼손된 유정 생산성과 디플레이 수출 어려움 중국, 그리고 금이 말해줄 방향

[소결] 다시 시작된 원자재 랠리. 그러나 본격적인 상승은 4/4분기부터 시작 예상

이란 전쟁으로 시작된 원자재 랠리. 그러나 본격적인 원자재 상승은 4/4분기부터 내년까지 이어질 것으로 예상



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[소결] 원자재 섹터별 전망 요약 및 가격 전망치

원자재 섹터별 전망 요약 / 가격 전망치

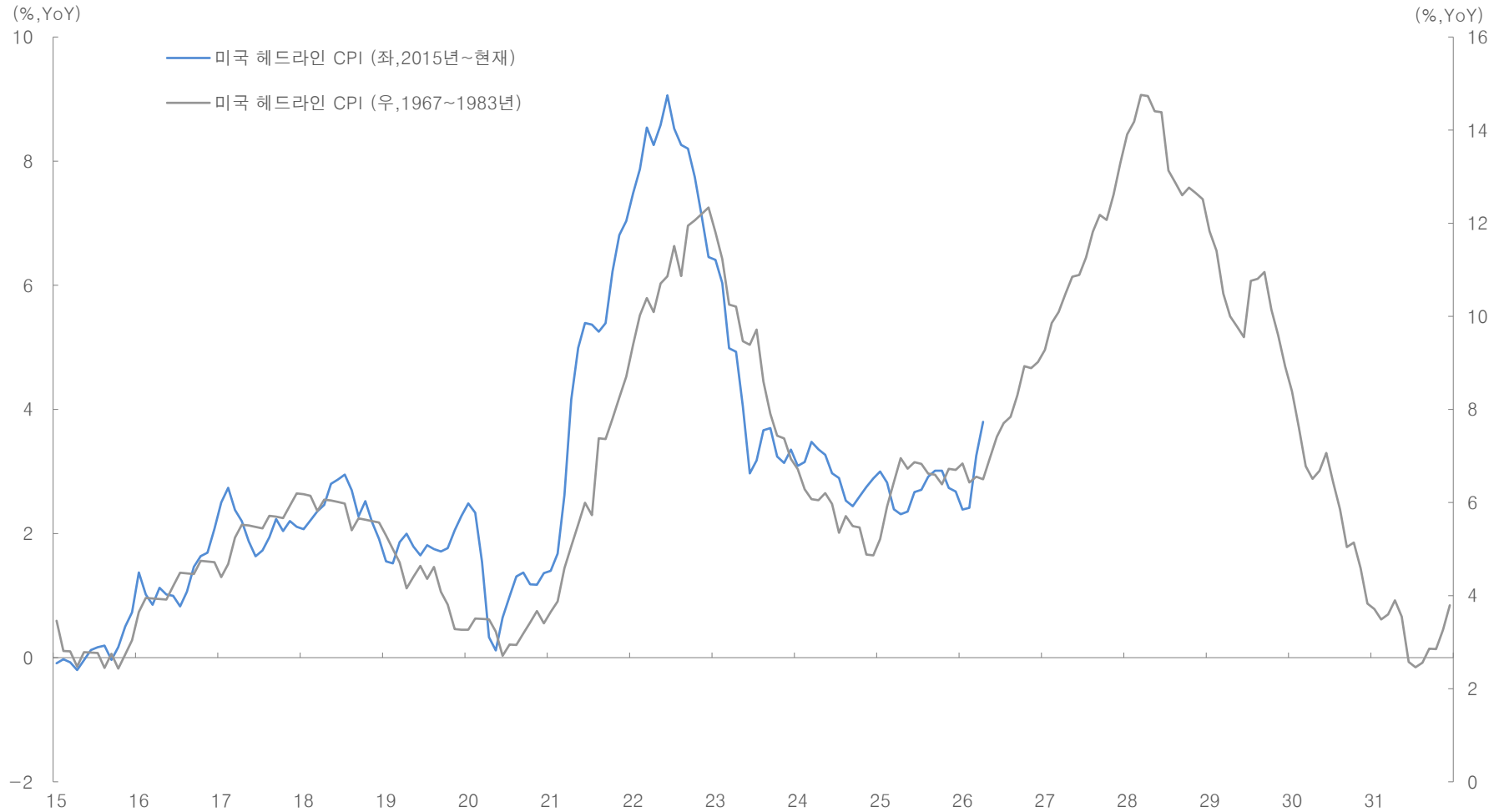
구분	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	주요내용
원자재지수	확대	확대	확대	확대	중전은 저가 매수 기회, 내년 말까지 인플레 방향은 불변. 1)중동 산유국은 장기간 봉쇄로 일부 유정 생산성 영구 훼손. 2)대이란 제재 해제 시 중국의 디플레 수출 제한. 3)기대 인플레 선행하는 금 방향 고려하면 원유 + 비철금속 통한 헷지 필요
에너지	확대	확대	확대	확대	조정 시 비중 확대 필요. 1)중동 산유국은 워터 코닝 현상 탓에 유정의 영구적 생산성 훼손. 2)7년간 등한시됐던 유전 개발 탓에 '27~'28년 신규 공급 제한. 특히, 3)지금 금 가격은 20개월 후의 유가. 4/4분기 기점으로 내년 사상 최고치 경신 기대
귀금속	확대	확대	중립	중립	스태그 우려 후퇴 시 귀금속 반등 가능. 다만, 전고점 상회 여전히 제한적. 1)QE 없다는 케빈 워시 등장은 유동성 헷지 자산인 금에게 아쉬운 부분. 2)증거금 산정 방식을 비율제로 바꾼 CME 거래소 탓에 상단 제한. 전고점 도달 시 비중 조정 권고
비철금속	확대	확대	확대	확대	이란 전쟁발 황산 수급 차질은 진정 가능한 영역. 그러나 문제는 구조적 공급 부족. 구리는 '13년부터 개발 부재로 구조적 공급 부족 직면. 2차전지향 금속과 알루미늄은 중국의 <광산업 자원법>이 발목. 뒤늦게 반영될 유동성은 투기 수요까지 자극
곡물	중립	중립	중립	확대	질소계 비료 수출 차질 존재하지만 곡물이 본격 상승하기 위해서는 원료인 천연가스 가격 상승 필요. 다만, 슈퍼 엘니뇨 탓에 올 연말까지 비용 전가 제한. 주요 곡장 지대 역시 수확 가이던스↑ 가능. 사료용 수요 역시 취약, 올해보다는 내년에 초점
소프트	중립	확대	확대	확대	슈퍼 엘니뇨의 출현으로 코코아와 로부스타 커피 산지인 동남아는 강수량↑ 가능, 인도 지역은 몬순 지연 따른 원당 생산 차질 가능. 특히, 코코아는 12개월 내내 파종-수확 시즌이 진행된다는 점에서 매력적. 당장 올해는 곡물 <소프트 섹터>

구분	2025				2026				2024	2025	2026	2027
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
국제유가(달러/배럴)	72	64	65	59	72	95	85	90	76	65	85	130
금(달러/온스)	2,858	3,288	3,459	4,157	4,857	4,700	4,900	5,000	2,390	3,420	4,900	4,800
은(달러/온스)	32	34	40	55	83	80	85	90	28	39	85	80
구리(달러/톤)	9,339	9,506	9,810	11,129	12,801	14,000	15,000	16,000	9,150	9,850	14,500	13,000
알루미늄(달러/톤)	2,624	2,444	2,621	2,831	3,193	3,500	3,700	3,900	2,422	2,630	3,600	3,400
니켈(달러/톤)	15,575	15,166	15,031	15,093	17,508	18,500	19,500	22,000	16,826	15,200	19,500	17,500
옥수수(센트/부셸)	472	452	402	431	438	550	600	650	424	440	550	700
소맥(센트/부셸)	554	535	521	522	556	650	700	750	572	530	650	900
대두(센트/부셸)	1,024	1,044	1,013	1,075	1,116	1,200	1,250	1,300	1,103	1,030	1,250	1,600

자료 : 대신증권 Research Center

[매크로] 일어날 일은 일어난다는 머피의 법칙, 인플레이션 견인 자산에 주목

다시 재발할 인플레이션, 이란 전쟁이 끝나더라도 인플레이션에 대한 우려는 끝나지 않을 것이라는 사실

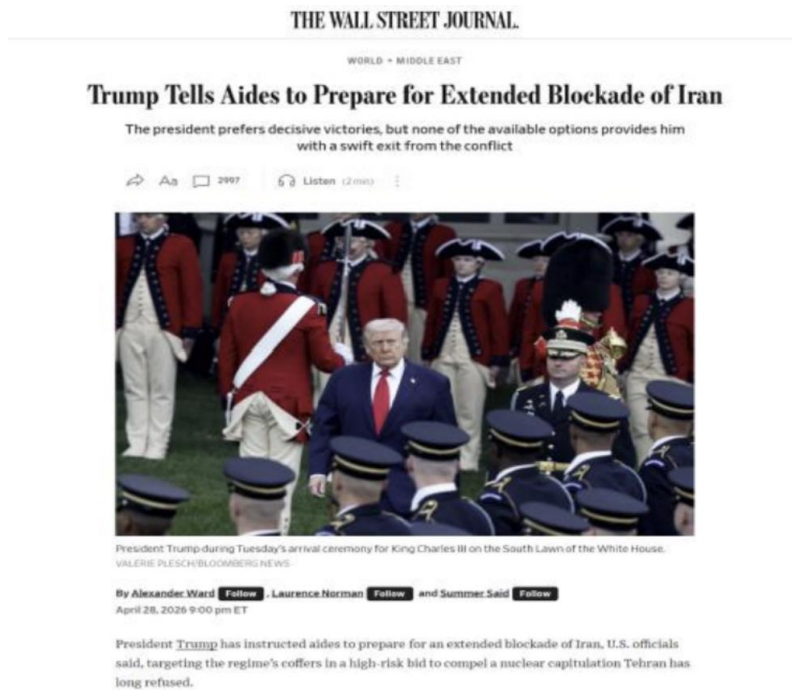


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[매크로] 트럼프 대통령, 장기적인 호르무즈 해협 봉쇄 준비하라 주문

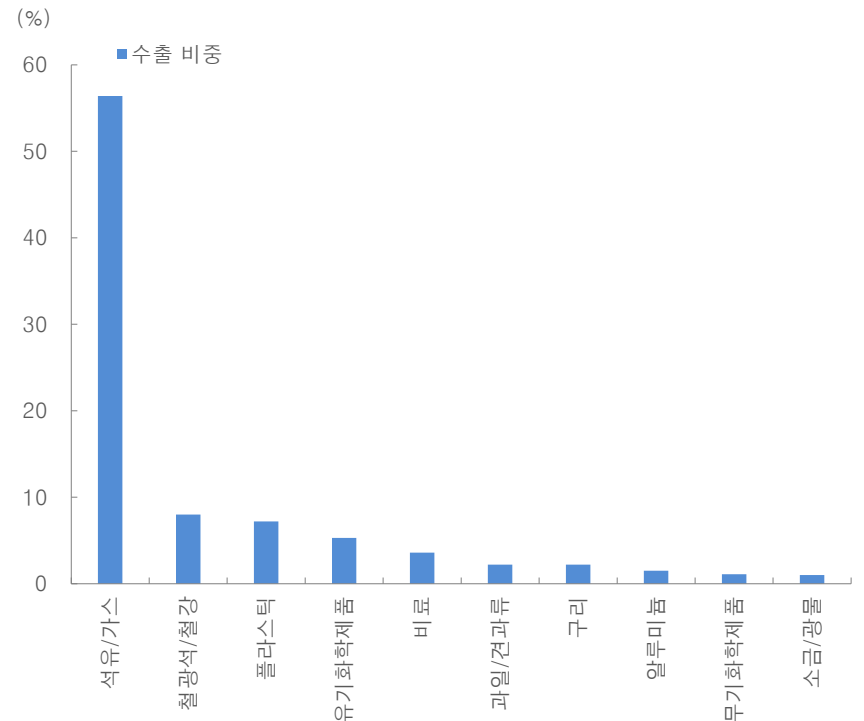
- 지난 4월 28일, 트럼프 대통령은 참모진들에게 이란에 대한 에픽 퓨리 작전은 중단하지만 장기적인 해상 봉쇄를 준비하라 지시
- 이란의 주요 수출 품목은 원유/천연가스(56%)로 전체 GDP에서 19%를 차지
- 트럼프 대통령은 이란의 핵심 자금줄인 원유/천연가스 수출을 통제하여 호르무즈 해협 통행료와 핵 개발을 포기하게끔 유도하겠다는 심산

트럼프 대통령, 장기적인 해상 봉쇄 준비하라 주문



자료 : WSJ, 대신증권 Research Center

이란의 자금줄인 원유/천연가스 수출 통제하겠다는 의도

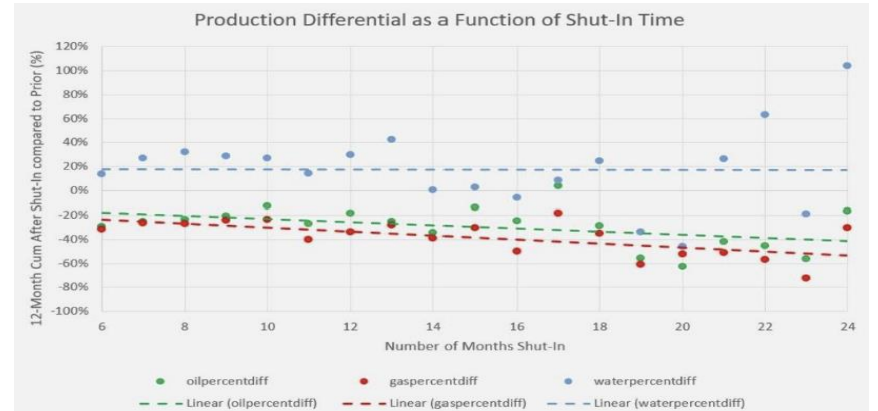


자료 : WB, Import Globals, 대신증권 Research Center

[매크로] 문제는 유정 폐쇄 시 워터 코닝 현상에 따른 원유/천연가스 생산차질 가능성

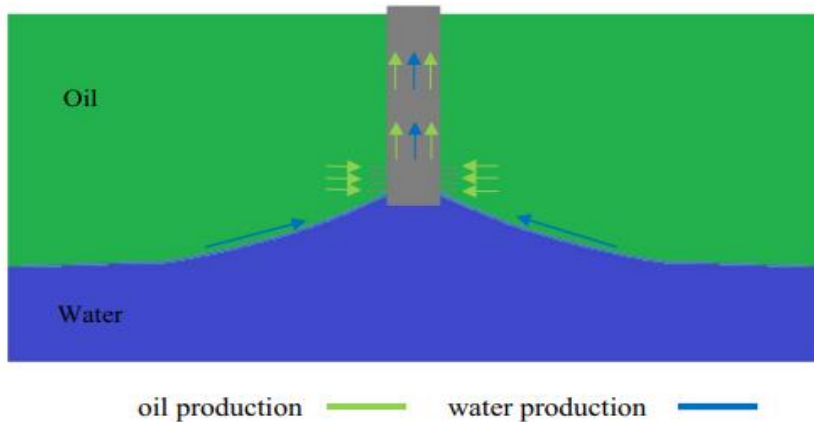
- 문제는 장기간 해상 봉쇄(원유 수출 중단 + 저장 시설 부족)로 유정 폐쇄 시 유정의 영구적 생산성 저하 유발할 워터 코닝(Water Coning) 현상
- TGS에 따르면 유정을 인위적으로 폐쇄할 경우 압력 감소로 인해 지하 저류층에 손상 발생, 유층 아래에 있던 지층수는 생산정으로 침투해 원유 흐름 패턴에 변화 유발. 원유는 물과 섞인 비율이 급격히 높아지게 되고 심화될 시 원유가 암반 틈새에 영구적으로 갇히는 상황 노출
- 보수적으로 유정 폐쇄 시 유정당 10%의 영구적 생산성 저하 발생, 3~6개월일 시 25% 이상 훼손

인위적으로 유정 폐쇄 시 최소 10%의 영구적 손실 가능



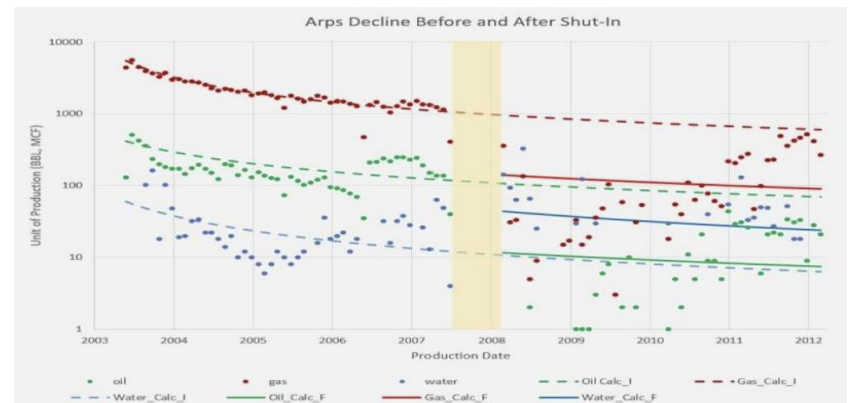
자료 : TGS, 대신증권 Research Center

문제는 인위적으로 유정 폐쇄할 경우 발생하는 워터 코닝 현상



자료 : Fatemeh Seifi 외 5명, "Using new chemical methods to control water production in oil reservoirs: comparison of mechanical and chemical methods", Journal of Petroleum Exploration and Production Technology (2024), 2024년 7월 25일, p.26 19, 대신증권 Research Center

폐쇄 기간이 3~6개월일 시 25% 이상으로 확대

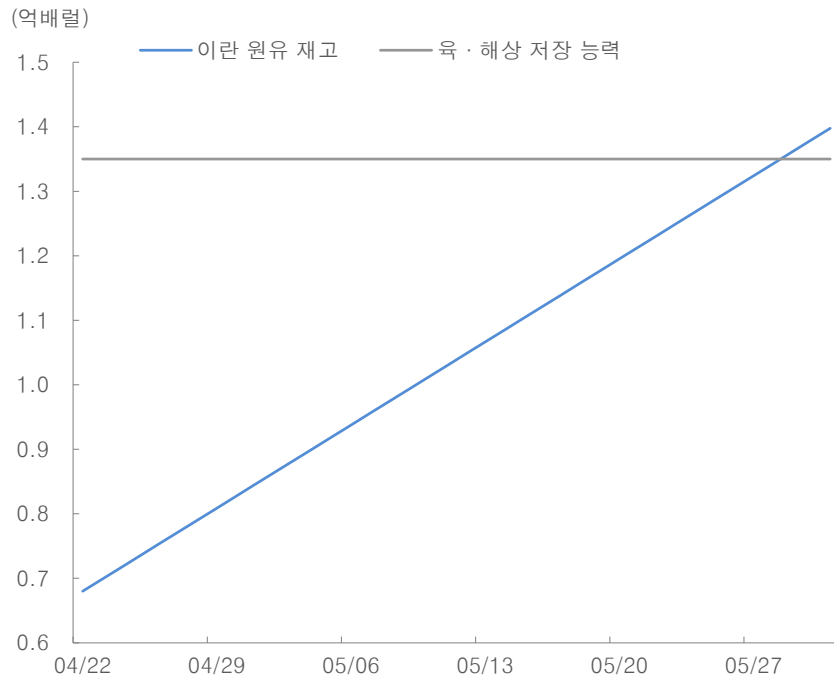


자료 : TGS, 대신증권 Research Center

[매크로] 시설 노후화 + 기술 부족 탓에 여타 산유국보다 영구적 생산성 저하 심각할 이란

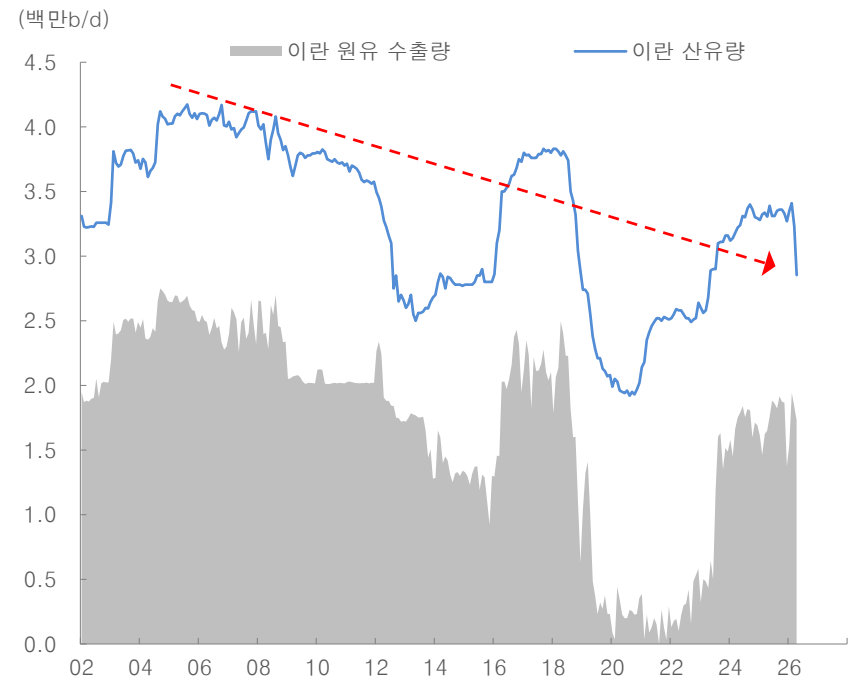
- 이란의 저장 능력은 1.27억배럴, 호르무즈 해협 내 이란과 연계된 4척의 부유식 저장탱크(VLCC급 유조선)까지 포함할 시 1.35억배럴로 추산. 지난 3월 이란의 원유 수출량이 184만b/d였던 점을 감안하면 5월말부터 점차 저장 시설 한계 직면, 유정 폐쇄 불가피
- 일각에서는 이란 원유 생산 시설의 경우 장기간 제재로 인한 노후화(유지/보수 부품 부족) 탓에 영구적 생산성 저하가 여타 산유국보다 빠를 것이 라 주장. 즉, 이란 산유량은 2005년 수준에서 더 멀어질 수밖에 없다는 것

5월말부터 한계 직면, 시설 노후화로 조기 생산성 훼손 가능



주: 육·해상 저장 능력은 호르무즈 해협 내 이란과 연계된 VLCC급 유조선 포함
 자료 : CGEP, JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

2005년 수준에서 더 멀어질 이란 산유량

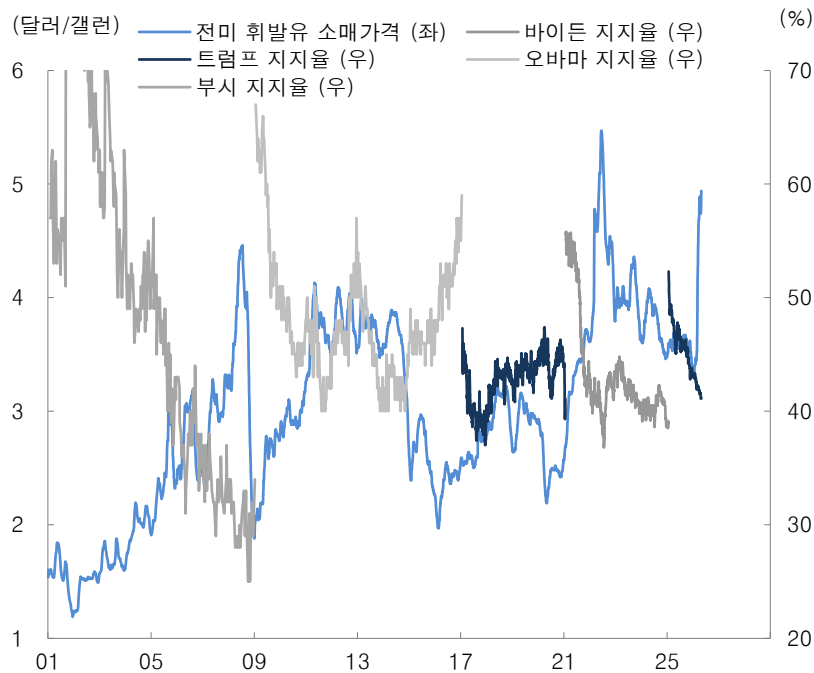


자료 : JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

[매크로] 중간선거가 아킬레스건? EPCA 부활시켜 미국 내 물가안정 가능한 트럼프

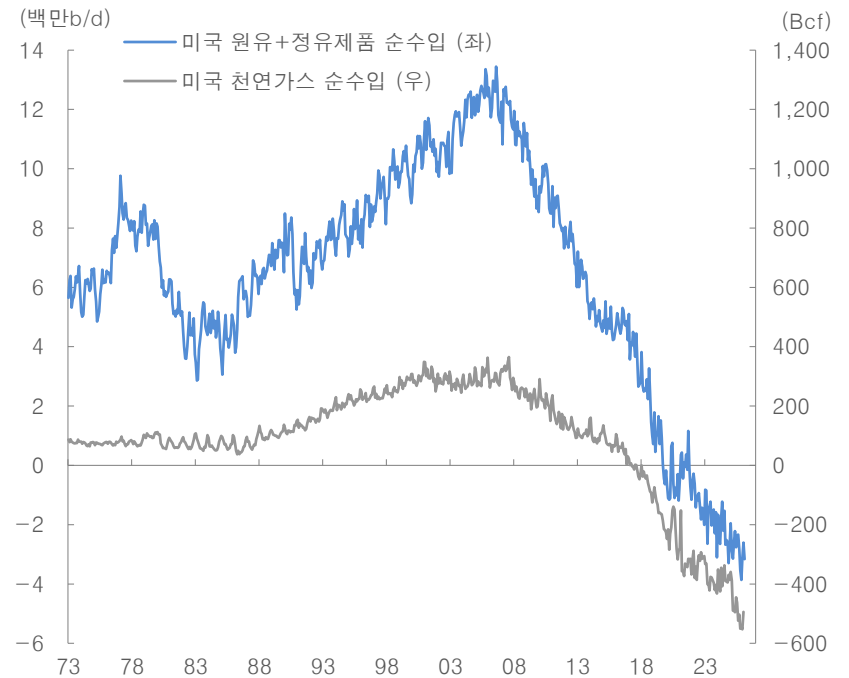
- 일각에서는 중간 선거 앞둔 상황에서 해상 봉쇄 장기화에 따른 인플레이션 우려는 부담으로 작용, 단기 내 해상 봉쇄 철회할 것이라 주장
- 그러나 미국은 버틸 체력 보유, 1973년 1차 오일쇼크 계기로 시행한 EPCA(에너지 정책·보존법: 에너지 수출 허가제)를 부활시켜 미국에 한해 물가안정 가능. 지난 3월 미 백악관 측은 EPCA는 고려 대상이 아니라 전했지만 언제든 활용 가능한 카드
- 중동발 인플레이션은 에너지 순수출국인 미국보다는 중동산 의존도가 높은 아시아와 유럽 지역이 더 우려해야 될 사안, 시간이 트럼프 대통령의 편인 이유

일각에서는 선거 앞두고 있다는 이유로 단기 내 봉쇄 철회 주장



자료 : Gallup, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그러나 EPCA 부활시켜 자국 내 물가안정시킬 수 있는 트럼프

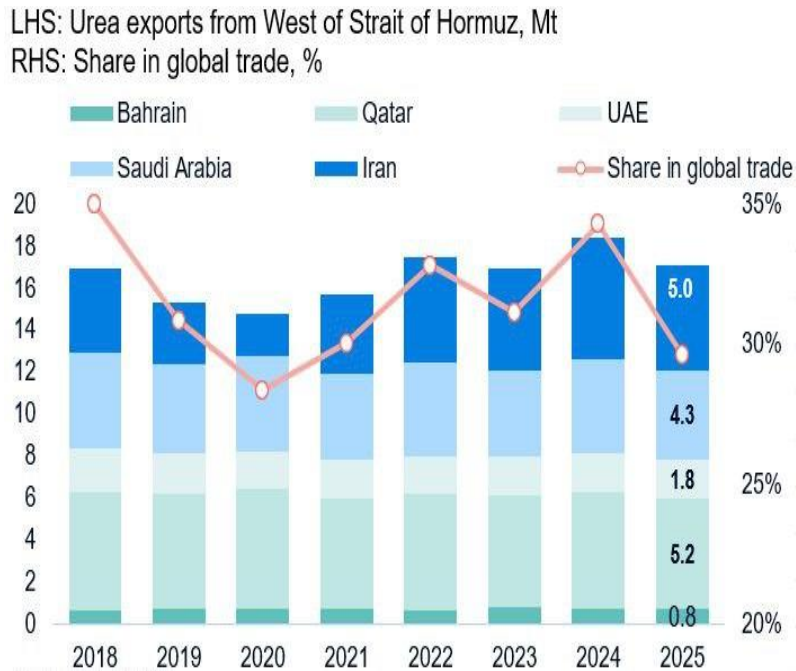


자료 : EIA, 대신증권 Research Center

[매크로] 그렇기에 협상 테이블로 복귀 서두를 수 있는 이란, 인플레 우려는 잠시 진정 가능

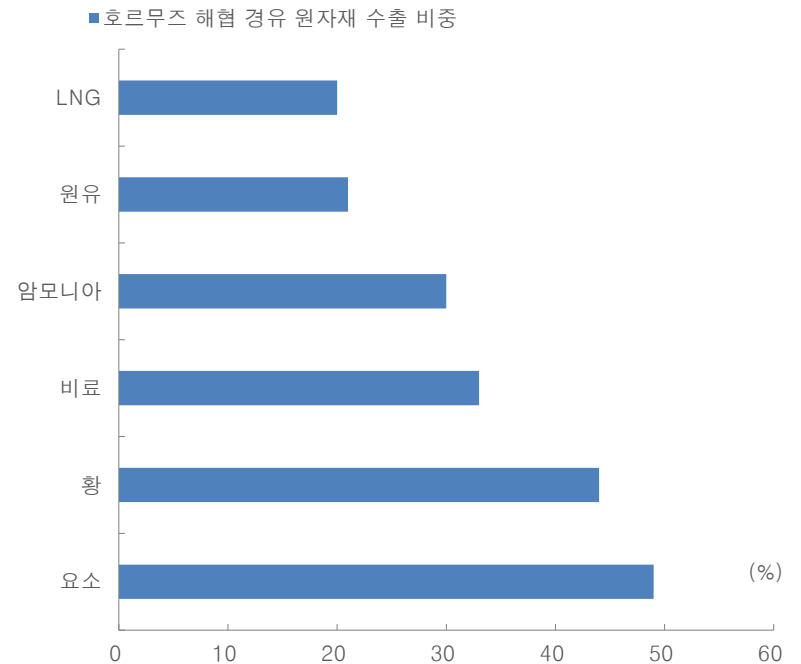
- 그렇기에 협상 테이블로 복귀 서두를 수 있는 이란, 5월 6일 이란 외무장관은 중국 측에 호르무즈 해협 개방될 수 있도록 중재 요청
- 호르무즈 해협 개방 시 유가 + 천연가스 뿐만 아니라 천연가스를 원료로 삼는 질소계 비료와 비철금속 제련에 사용되는 황산 가격 역시 진정 가능
- 전 세계 질소계 비료 해상 물동량의 33%는 호르무즈 해협 통해 수출, 소맥, 옥수수, 원면 등 농산물 가격 안정의 Key
- 비철금속 제련에 사용되는 황산 또한 전 세계의 44%가 호르무즈 해협 통해 수출. 니켈, 알루미늄 등 비철금속의 속도 조절 유도할 수 있는 부분

호르무즈 해협 개방 시 농산물 원료인 비료 가격 툠-다운 가능



자료 : CRU, 대신증권 Research Center

황산 역시 수출 재개, 비철금속의 속도 조절을 유도할 수 있는 부분



자료 : CSIS, EIA, Carnegie Endowment, AFBF, Kpler, 대신증권 Research Center

[매크로] 그룹에도 여전히 유효한 물가 상승 방향, ① 이미 생산성 훼손된 일부 산유국들

- 그러나 종전(호르무즈 해협 개방)은 인플레이션 도래 시점을 연기시키는 것일 뿐 방향은 여전히 불변
- 지난 3월 이라크(남부), 쿠웨이트, 카타르, 바레인 등 산유국들은 저장 능력 한계 직면하면서 유정 폐쇄 시작, 4월부터 호르무즈 해협 내 산유국 전반 유정 폐쇄 본격화. 내수용 제외하면 400만b/d의 영구적 생산성 훼손 진행됐을 것으로 판단
- 조업 정상화(호르무즈 해협 개방 가정) 시 당장 확인은 어렵지만 연말로 갈수록 영구적 생산성 훼손 여부 확인 가능, 가격은 시차 두고 반영 예상

이미 장기간 진행된 해상 봉쇄로 생산성 훼손 가능성↑



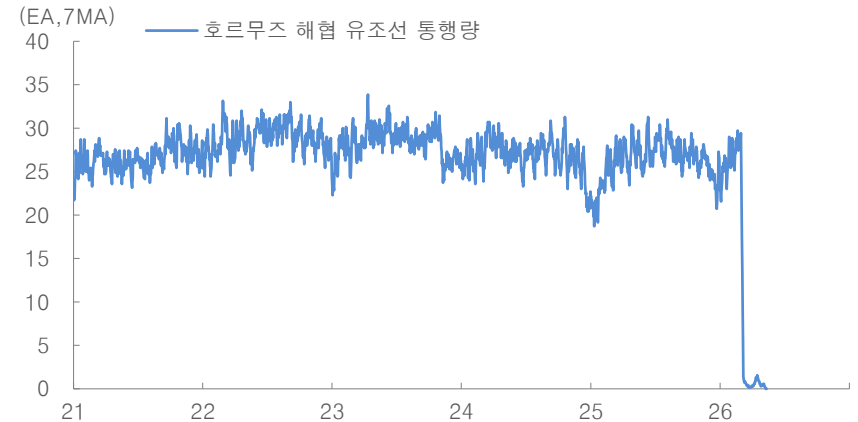
자료 : OPEC, 대신증권 Research Center

지난 3월 이라크, 쿠웨이트, 카타르 등 중심으로 유정 폐쇄 시작



자료 : EIA, 대신증권 Research Center

조업 정상화 시 연말경 영구적 생산성 훼손 여부 확인될 것

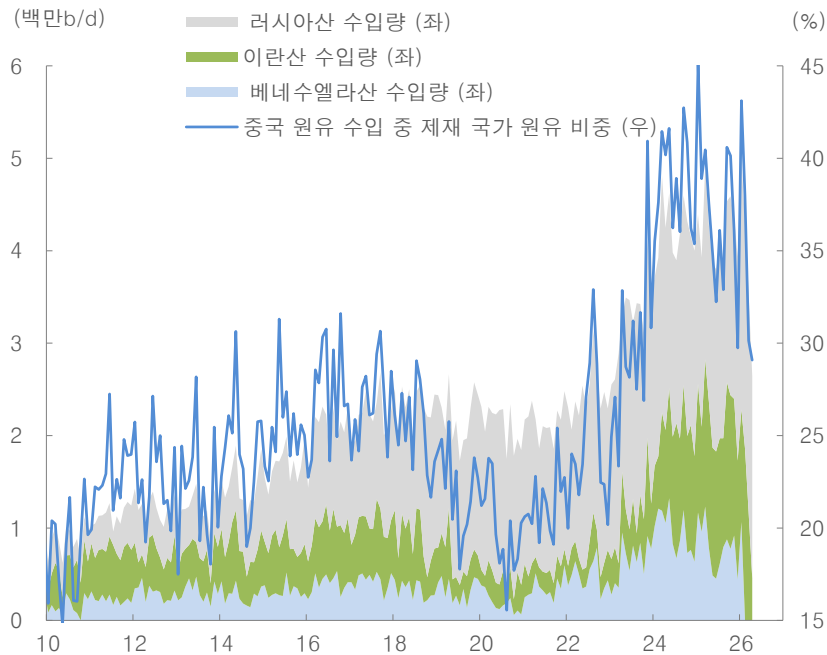


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[매크로] ②제재 국가로부터 염가의 원유 수입이 어려워질 중국, 디플레 수출의 종식

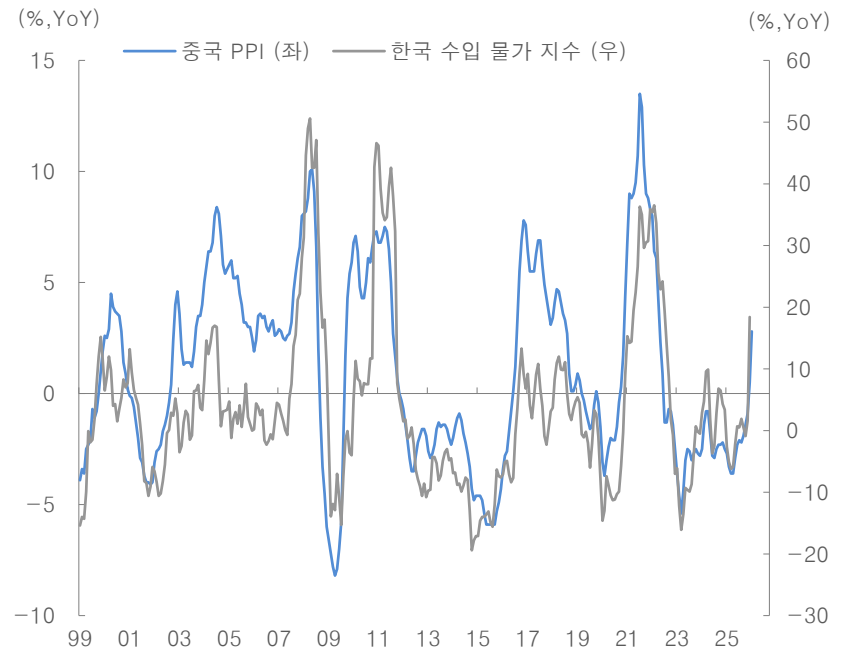
- 그간 전 세계 수입 물가가 안정적일 수 있었던 것은 AI 생산성 향상이 아닌 세계 공장인 중국 덕분, 제재 국가로부터 염가의 원자재를 구매하며 값싼 가공 제품(디플레이션)을 수출한 것이 물가 안정에 기인
- 그러나 지금은 1) 베네수엘라로부터 더 이상 50% 할인된 원유를 살 수 없어진 상황. 2) 러시아산 우랄유는 제재 해제(한시적) 영향으로 브렌트유를 상회, 수입된 러시아산 중 31%만이 장기 공급 계약 물량이기엔 부담 3)이란 전쟁이 끝난다면 더 이상 제재할 이유가 없는 이란산 중질유. 중국은 전체 원유 중 40%에 달하는 염가의 원유를 상실하게 되는 것, 이는 디플레이션 수출의 종식이자 인플레이션 우려를 자극할 요인

제재 국가로부터 염가의 원유 수입이 어려워질 중국



자료 : JODI, OPEC, 중국통계국, Kpler, 대신증권 Research Center

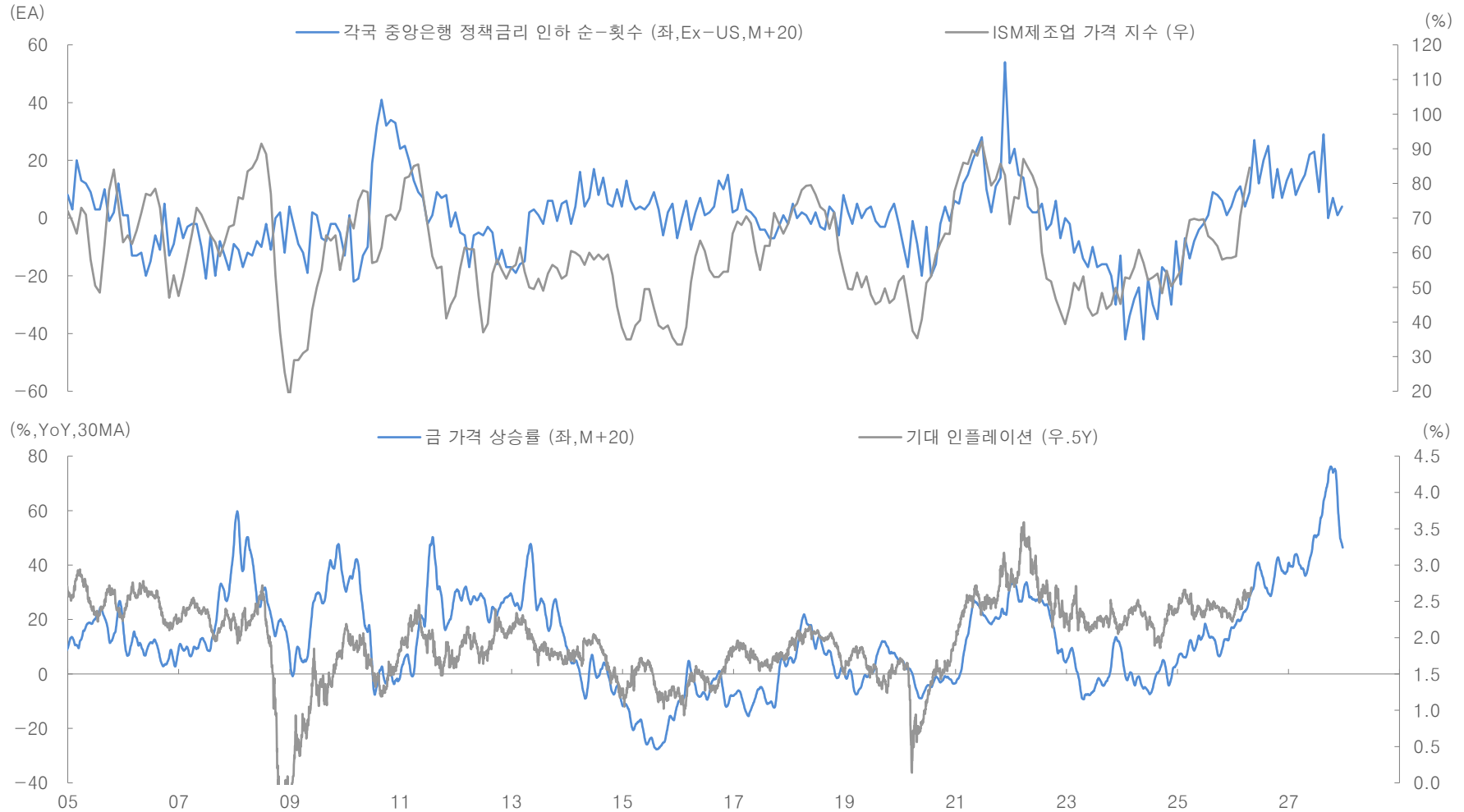
더 이상 디플레 수출이 불가능하다면 인플레이션 압력↑ 불가피



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[매크로] ③그간 과도하게 풀렸던 유동성(금 가격↑), 물가는 그런 유동성 후행한다는 사실

지난 1월말 유동성을 선반영하는 금 가격은 사상 최고치 경신, 이는 이를 20개월 후행하는 기대 인플레이션이 상승하게 될 것을 암시



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[매크로] 그렇기에 과거 인플레이션 구간에서 아웃퍼폼했던 자산(원유+비철금속) 주목

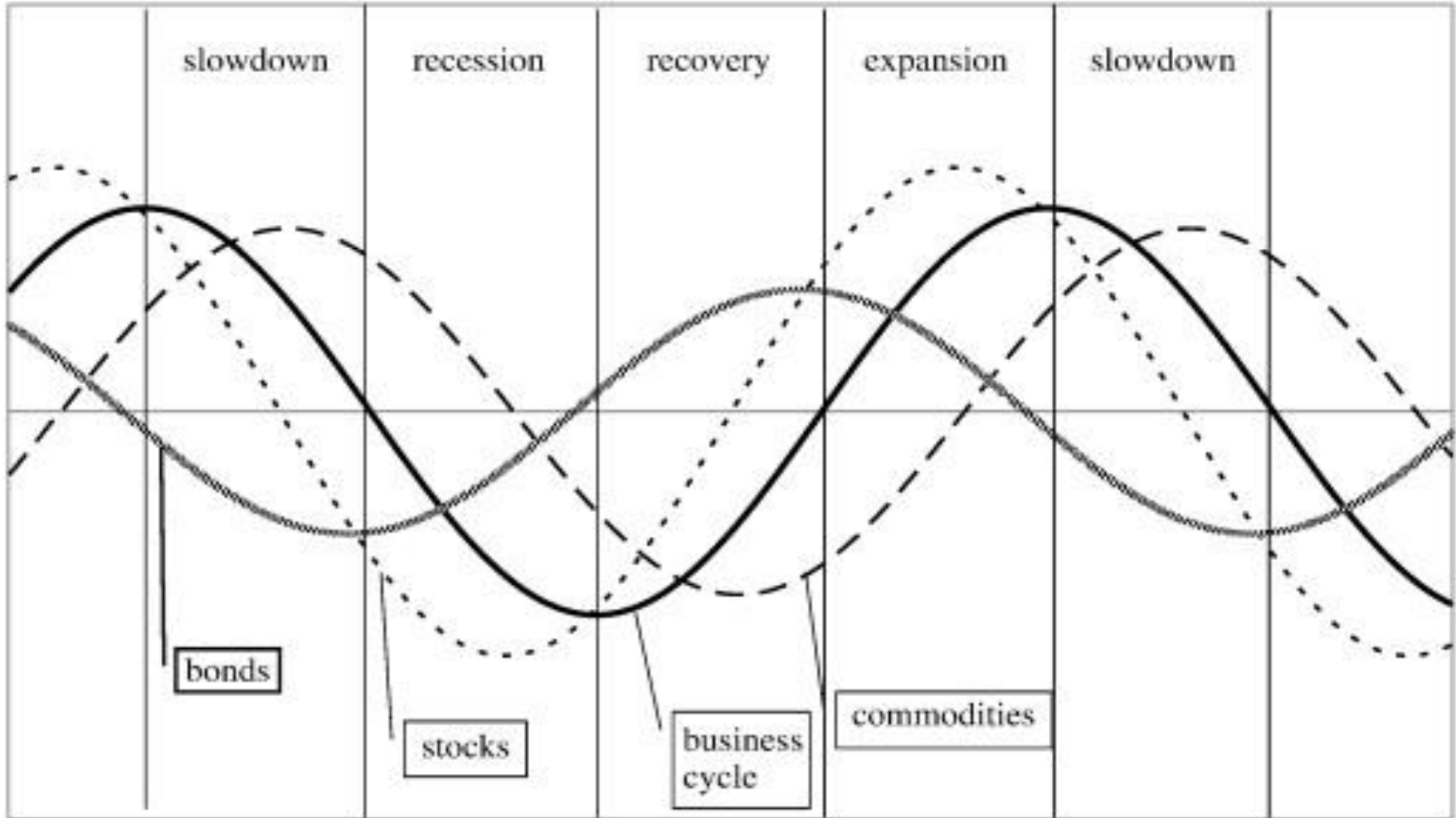
'20~'22년과 '16~'17년, 그리고 '09~'10년 아웃퍼폼했던 자산은 로봇과 중소형주, 신흥국, 그리고 원자재(원유 + 비철금속)

수익률(%YTD)	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25	'26
원자재	-33	16	12	-3	4	-8	-28	-28	19	5	-13	10	-8	41	19	-11	-3	5	35
원유	-40	19	20	1	3	24	-11	-24	25	-4	-21	5	-37	46	58	-4	2	4	27
금	5	24	29	10	7	-28	-2	-11	8	13	-2	18	25	-4	-1	13	27	64	9
비철금속	-60	86	33	-29	-8	-7	-27	-52	103	20	-28	12	14	34	11	20	-5	83	20
농산물	-21	1	22	-11	-3	-13	3	-17	-3	-6	-10	-2	-3	22	2	3	28	-4	10
DM	-43	23	5	-15	15	18	-9	-3	-2	22	-16	18	5	8	-17	15	0	27	9
EM	-55	74	17	-21	17	-8	-3	-18	9	28	-17	17	13	-1	-21	5	7	22	13
성장주	-39	35	15	1	13	31	11	4	5	28	-3	34	37	27	-30	42	32	18	3
가치주	-38	16	13	-2	15	29	11	-6	14	11	-11	23	0	23	-10	9	12	14	11
대형주	-38	23	13	-0	13	30	11	-1	10	19	-6	29	16	27	-19	24	23	16	8
중형주	-37	36	25	-3	16	31	8	-4	19	14	-12	24	12	23	-14	15	12	6	13
소형주	-35	27	25	-6	14	37	4	-6	20	13	-12	24	18	13	-22	15	10	11	17
우선주	-30	26	6	-8	11	-7	7	-1	-4	2	-10	10	2	2	-23	2	1	-2	2
장기채	28	-25	5	29	-0	-16	24	-4	-1	6	-4	11	16	-6	-33	-1	-12	-0	-1
우량채	-3	2	4	5	6	-6	5	-5	3	4	-7	13	8	-4	-20	5	-3	3	-1
전환사채	n/a	n/a	9	-12	11	16	0	-8	5	11	-8	19	49	0	-22	12	8	15	18
하이일드	-25	16	3	-1	4	-1	-4	-10	7	1	-7	8	-1	-0	-15	5	2	3	-1
물가연동채	-6	5	3	9	4	-9	2	-2	3	1	-4	6	10	1	-18	1	-1	3	1
EM채권	-7	9	5	2	12	-12	1	-4	4	5	-10	10	1	-6	-22	5	-0	8	-0
리츠	-41	23	24	5	13	-2	25	-2	4	1	-10	24	-8	37	-29	7	1	-1	10

자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[매크로] 원자재는 주식과 달리 경기 침체 직전까지도 상승, 내년 말까지 상승 가능

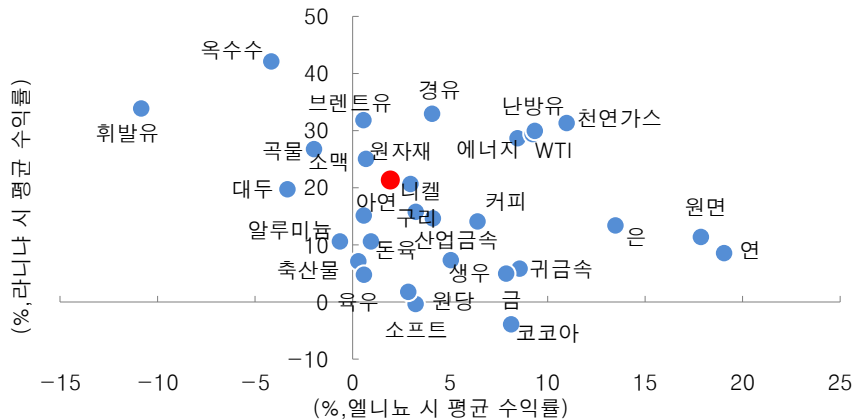
원자재는 경기를 후행하는 자산, 2022년과 2018년 때도 경기 침체 직전까지 상승. 내년 말까지 본격 상승할 방향에 초점



[매크로] 원자재, 슈퍼 엘니뇨가 진정될 올해 4/4분기부터 본격적인 상승 기대

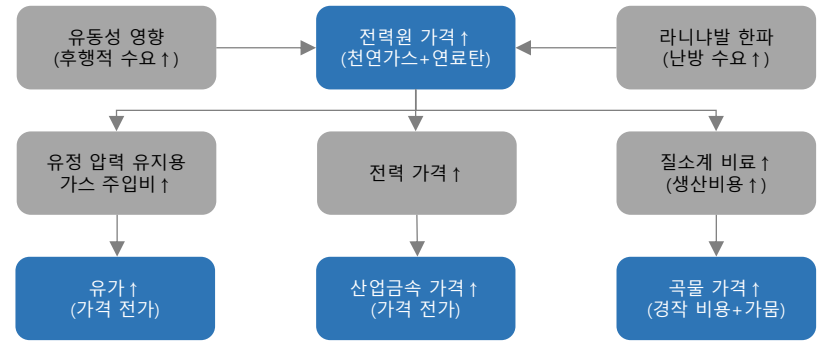
- 물론 지금은 원자재가 상대적으로 저조할 수밖에 없는 엘니뇨 구간. 엘니뇨는 무역풍(서태평양형)의 이동 속도 둔화 과정에서 출현, 제트기류 남하 흐름을 바꿔 겨울철 북반구의 기온을 평년보다 높게 유발. 이 때문에 천연가스 성과는 라니냐 때와 달리 난방 수요 약화로 상대적으로 저조, 이를 원료로 삼는 전력(비철금속) + 질소계 비료(농산물) 역시 추가 상승 탄력 제한
- 그렇기에 슈퍼 엘니뇨 진정되는 때가 중요. NOAA 측은 올해 10~12월에 엘니뇨 정점, IRI의 ENSO 예측 모델 상으로는 내년 초부터 동태평양 연안 해수면 온도 점차 하락. 슈퍼 엘니뇨가 진정된다는 것은 에너지를 비롯해 비철금속, 농산물 등 주요 원자재 성과가 한층 더 극대화될 수 있다는 의미, 4/4분기 본격 상승 기대

엘니뇨 구간에서 상대적으로 저조한 원자재



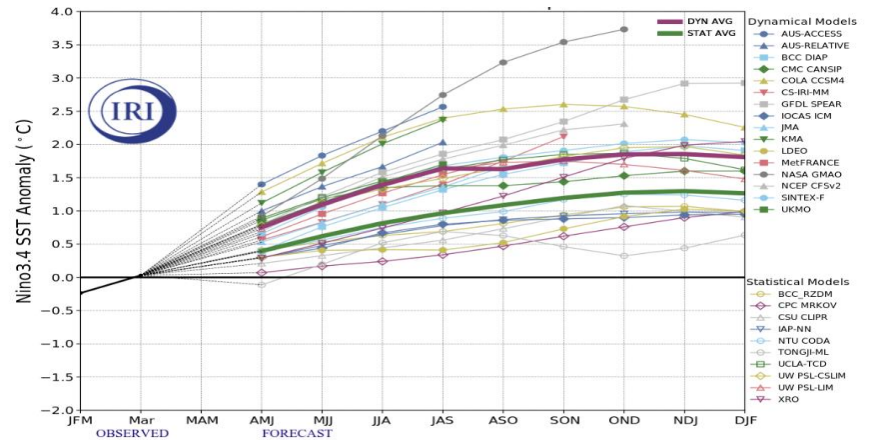
주: 1985년부터 현재 기준
 자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

엘니뇨는 천연가스 가격 상승폭을 제한, 여타 원자재도 마찬가지



자료: 윤지호, 신중호, 최광혁, 정다운, 최진영, 2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》, 에프앤미디 어, p.263, 대신증권 Research Center

그러나 4/4분기부터 슈퍼 엘니뇨 진정, 원자재의 본격 ↑ 기대



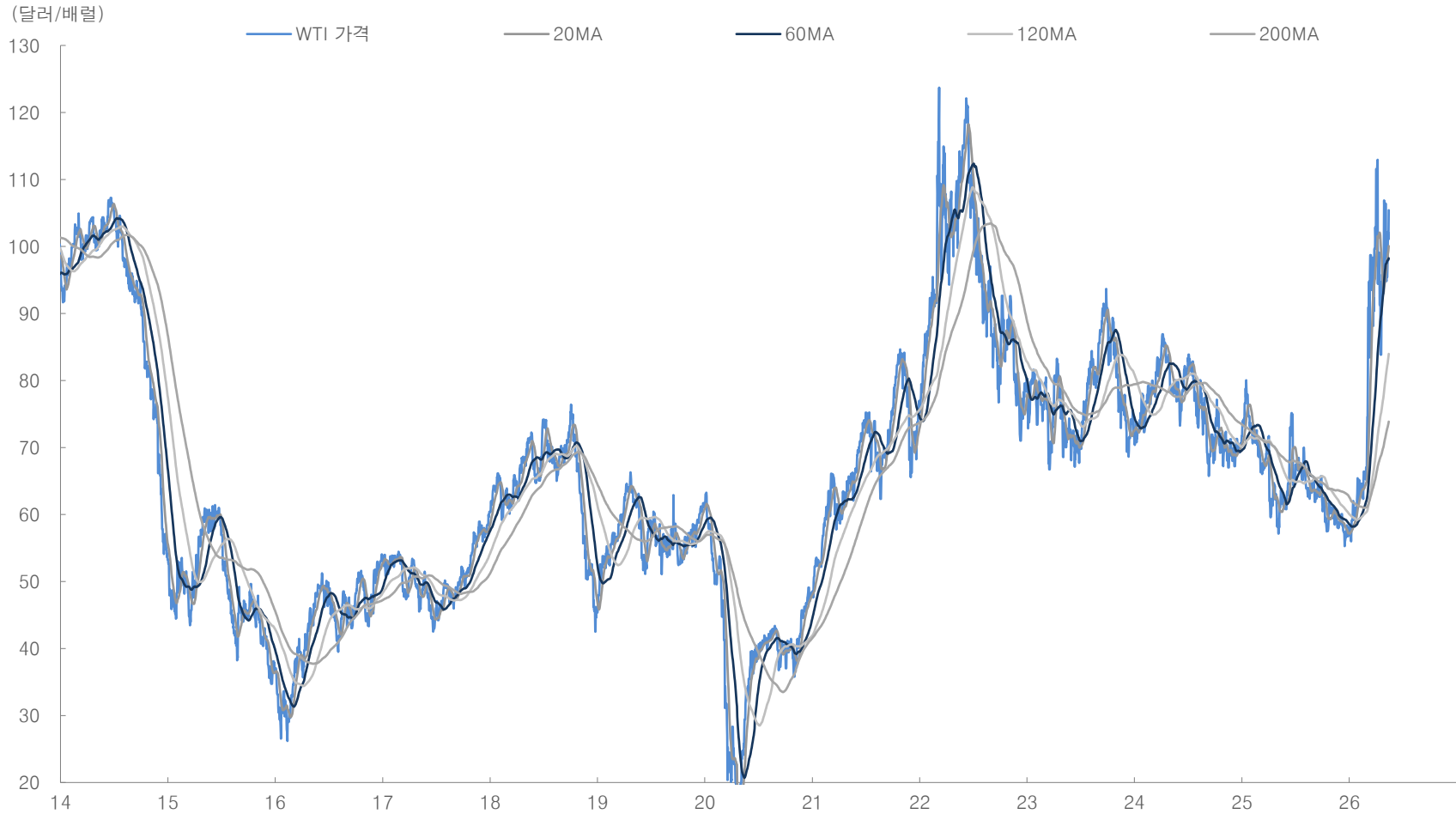
자료: CPC/IRI, 대신증권 Research Center

[에너지] 내년 사상 최고치를 향해

조정은 저가 매수의 기회, 내년 말까지 사상 최고치 경신 기대되는 유가
뒤늦게 확인될 워터 코닝 현상과 선행 지표(금)가 말해주는 가격 방향성

[원유] 조정은 저가 매수 기회, 호르무즈 개방되더라도 내년 말까지 상승 방향 불변

종전 시 배럴당 70달러 후반까지 하락 가능. 다만, 조정은 오히려 저가 매수 기회, 올해 4/4분기 기점으로 내년 사상 최고치 경신 기대

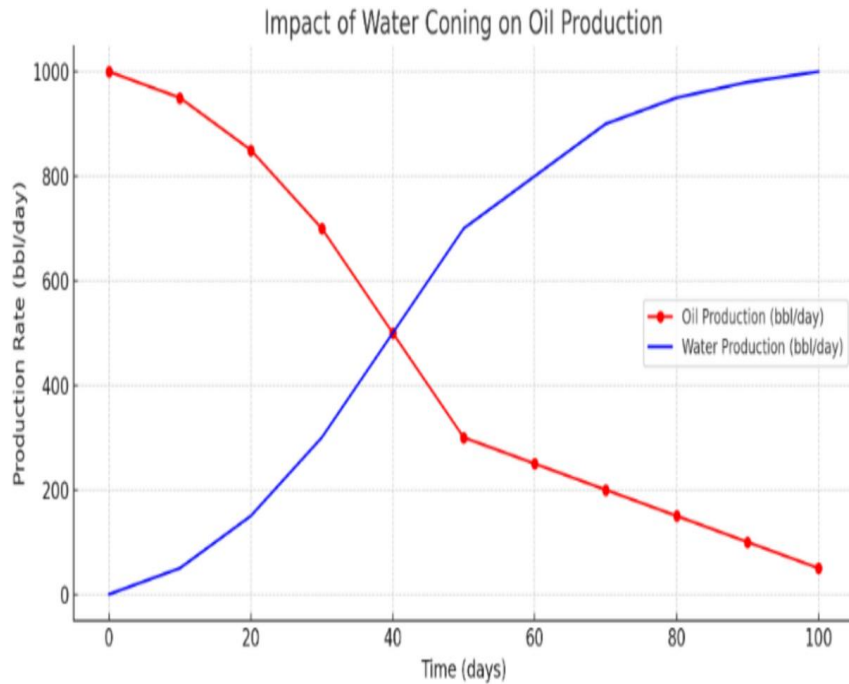


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[원유] 그러나 문제는 ①증산 부분을 상쇄할 워터 코닝 현상

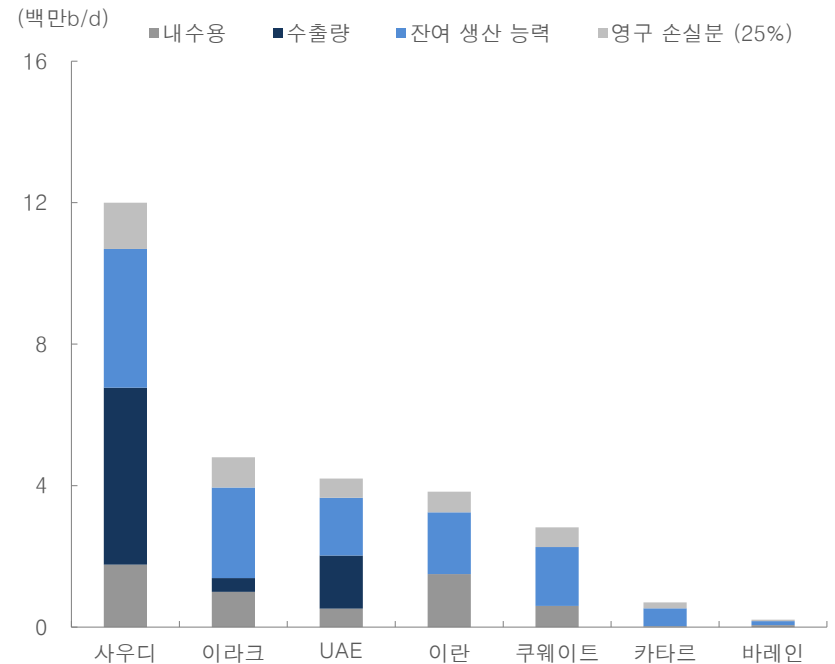
- 문제는 당초 예상보다 해상 봉쇄가 길어지면서 워터 코닝 현상에 대한 우려가 유정 폐쇄 기간이 3개월 초과 시 유정당 25% 영구적 생산성 훼손될 것으로 전해지고 있지만, 『Journal of Petroleum Exploration and Production Technology』에서는 2~3개월 내 75~90%도 가능하다 경고
- 호르무즈 해협 내 7개 산유국 중 4개국은 3월부터 유정 폐쇄 시작됐으며 사우디와 UAE는 우회 시설의 수송 능력 한계로 감산 단행, 이란은 5월 말부터 유정 폐쇄 우려도는 상황. 이들을 대상으로 보수적 기준 적용 시 400만b/d 가량 영구적 생산성 훼손, 최악의 경우 OPEC+ 내 주요국들의 증산 부분까지 상쇄 가능. 증산이 진행되는 과정에서 생산성 훼손 문제 부각될 것으로 예상

문제는 장기간 유정 폐쇄로 인한 워터 코닝 현상



자료 : Fatemeh Seifi 외 5명, "Using new chemical methods to control water production in oil reservoirs: comparison of mechanical and chemical methods", Journal of Petroleum Exploration and Production Technology(2024), 2024년 7월 25일, p.26 19, 대신증권 Research Center

25% 가정 시 400만b/d 가량 영구적 생산성 훼손 가능

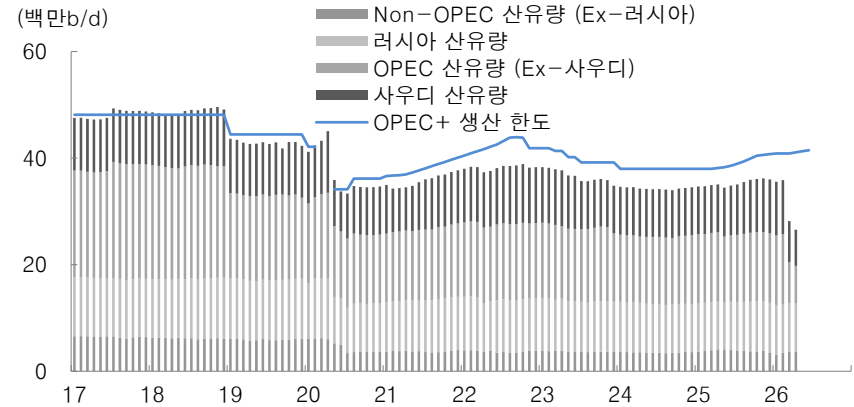


자료 : OPEC, TGS, 대신증권 Research Center

[원유] 주요 7개국 제외하면 생산 한도만큼 증산도 어려운 OPEC+

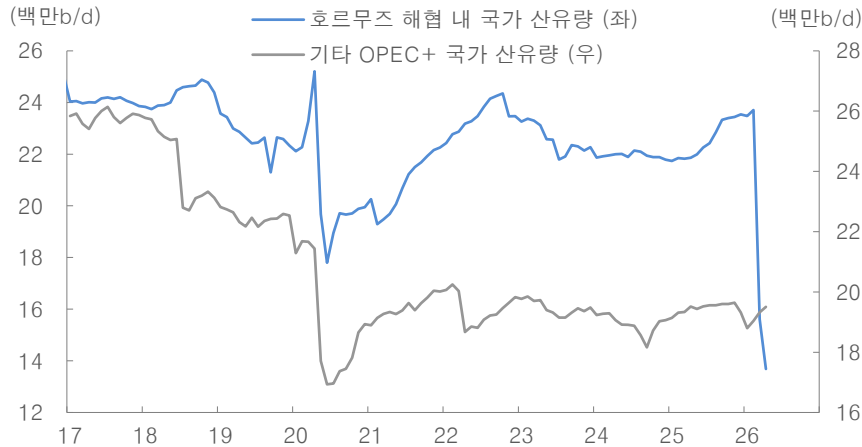
- 호르무즈 해협 내 산유국들의 유정 생산성이 훼손된 것을 다른 OPEC+ 산유국들이 보완해줄 수 있는지 미지수
- 주요 7개국을 제외하면 증산 여력 제한적인 OPEC+, 당초 허용됐던 생산 한도조차 맞추지 못하는 실정
- 사우디, 이라크, 쿠웨이트 등 유정 생산성 훼손된 국가들이 다른 협력국들에게 자신의 M/S를 양보할 수 있는지 의문이며, 재정균형유가를 고려하더라도 낮은 유가를 추구할지도 의문

7개국 제외한 나머지 산유국은 생산 한도조차 맞추지 못하는 실정



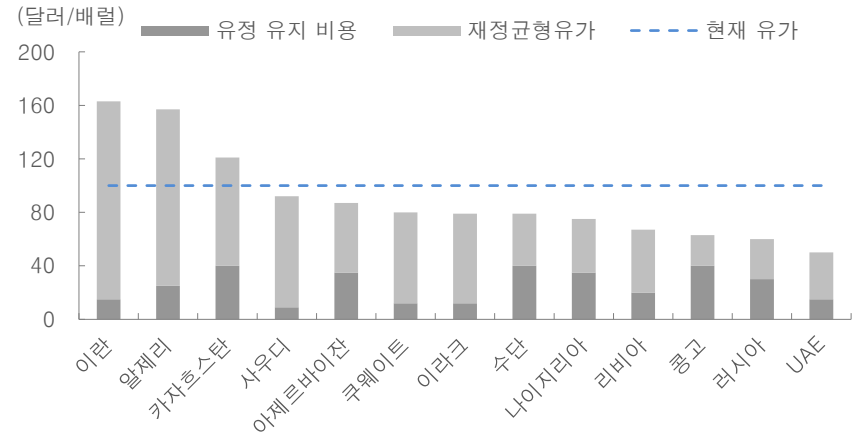
자료 : OPEC, 대신증권 Research Center

다른 OPEC+ 산유국들이 대신할 수 있다?



자료 : OPEC, 대신증권 Research Center

상이한 Cost, 사우디가 유가 하락을 추구하는지도 미지수

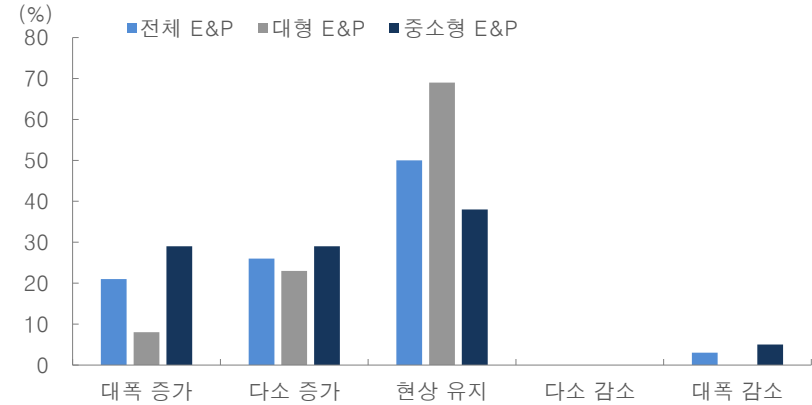


자료 : IMF, 대신증권 Research Center

[원유] 증산 나서겠지만 정치 리스크(정권 교체) 탓에 다소 소극적일 미세일 기업들

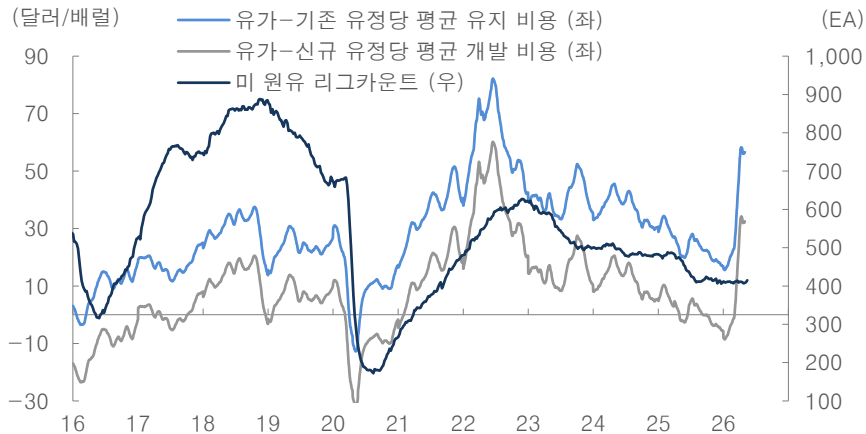
- 물론 미세일 기업들의 증산 기대 가능. 유가가 급등하면서 미세일 기업들의 신규 유정당 평균 개발 이익은 플러스(+) 전환, 유전 개발 확대 가능성↑
- 그러나 서베이에서는 시장 기대와 다른 결과 확인. 중소형 E&P 기업들 중 58%는 연초 대비 유정 증가가 예상된다고 응답한 반면, 대형 E&P 기업들은 31%만이 증가할 것이라며 미온적으로 답변
- 이전과 마찬가지로 유전 개발보다 다량의 유전 보유한 경쟁사 인수(또는 배당 확대)에 더 관심. 공급 주도하는 대형 E&P 기업들 입장에서 유가보다 정권 교체 가능성(민주당에 의한 탄소중립 정책 재강화 + 증세)이 오히려 투자 발목

공급 주도하는 대형 E&P 기업들은 31%만이 유정 증가 응답



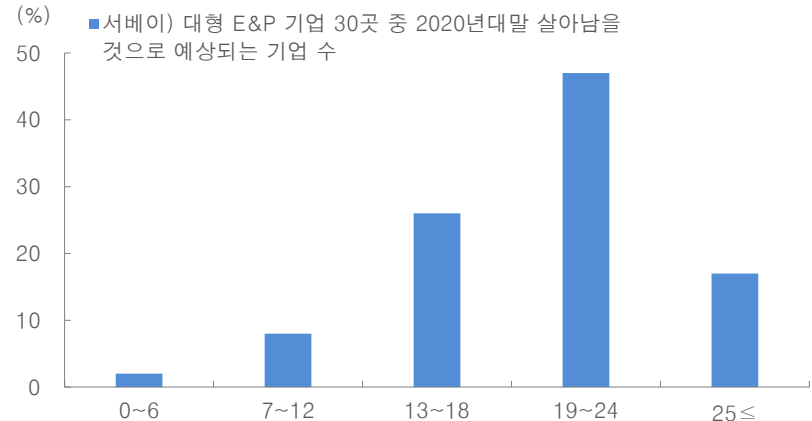
자료 : Federal Reserve Bank of Dallas, 대신증권 Research Center

유가 상승에도 유전 개발에 미온적인 미세일 기업들



자료 : Federal Reserve Bank of Dallas, Bloomberg, 대신증권 Research Center

정권 교체 우려에 유전 개발보다 경쟁사 인수에 더 관심

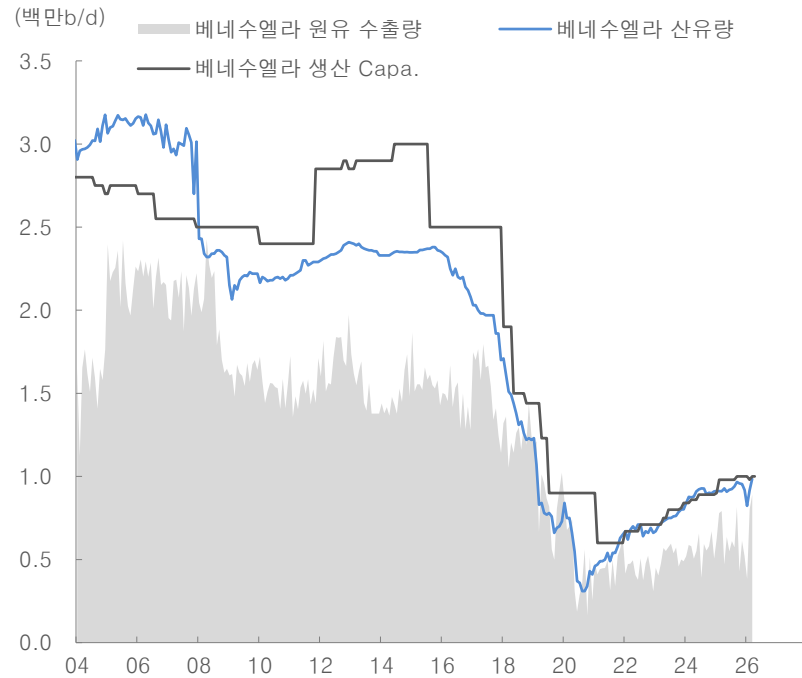


자료 : Federal Reserve Bank of Dallas, 대신증권 Research Center

[원유] 베네수엘라발 공급 과잉 가능성? 문제는 증설까지 인내가 필요

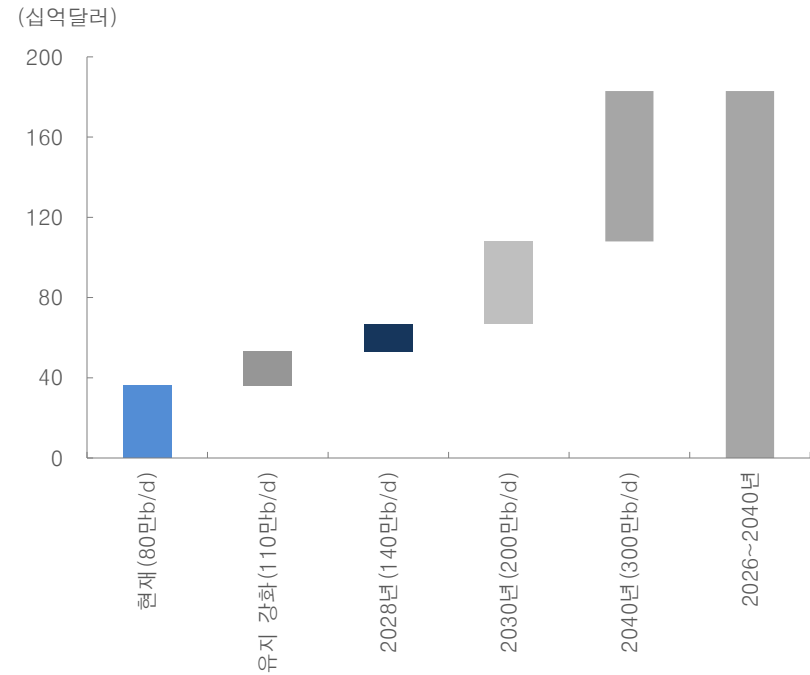
- 베네수엘라 통한 공급 역시 제한적. 지난 1월 7일 트럼프 대통령은 베네수엘라 원유 인프라에 대한 투자를 확대할 것이라면서 앞으로 베네수엘라 산 중질유는 미국 내에서 무기한 판매(시가 판매) 되도록 강제
- 일각에서는 베네수엘라발 공급 과잉 가능성 논하지만 아직 시기 상조. 현재 베네수엘라의 원유 인프라는 차베스 독재 정권 이후부터 지금까지 제대로 된 유지/보수 부재, 미국계 기업들이 투자에 나선다 하더라도 과거 수준(250만b/d)으로 회귀하는 데에만 10년, 130~140만b/d까지는 2년의 시간 소요. 경기 후행 자산인 원유가 반영하기에는 너무 먼 미래

트럼프 행정부 지원 하에 확장될 베네수엘라 원유 인프라



자료 : JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

그러나 생산 Capa.를 +30만b/d 확장하는 데에만 2년 이상 소요

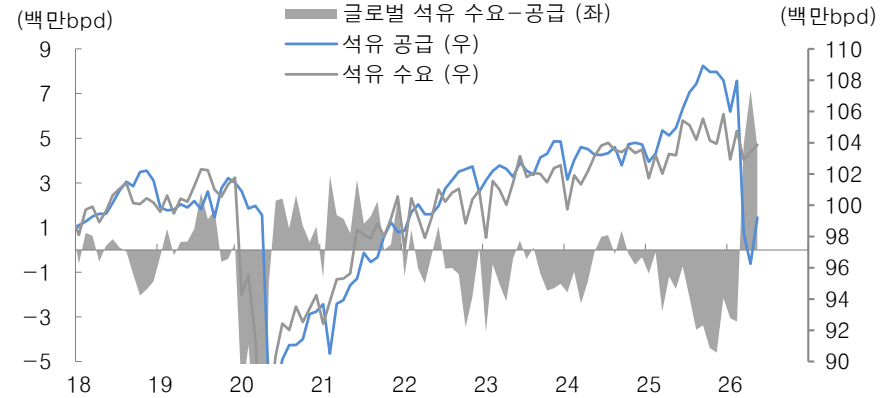


자료 : Rystad Energy, 대신증권 Research Center

[원유] 결국 뒤늦게 반영하게 될 유가, 시간이 흐를수록 워터 코닝 현상만 증명할 뿐

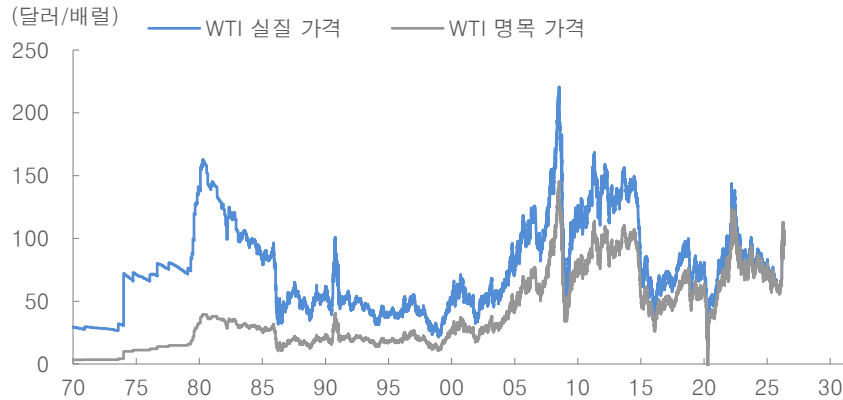
- 결국 유가는 호르무즈 해협 개방(수출 정상화) + 증산으로 하락 하더라도 뒤로 갈수록 워터 코닝 현상 노출, 올해 4/4분기부터 뒤늦게 생산성 훼손 문제 반영하기 시작할 것으로 예상
- 지금까지 유가의 추가 상승이 억제될 수 있었던 것은 전략비축유 (SPR) 방출. 그런 전략비축유 역시 이미 대규모로 방출된 상황, 재고 레벨만 놓고 보면 한계 존재
- 일각에서 고유가 부담 논하지만 2차 오일 쇼크 당시의 실질 가격 과 비교하면 여전히 낮은 레벨. 조정 때마다 저가 매수 기회로 활용 필요

결국 시간이 지날수록 워터 코닝 현상만 증명할 뿐



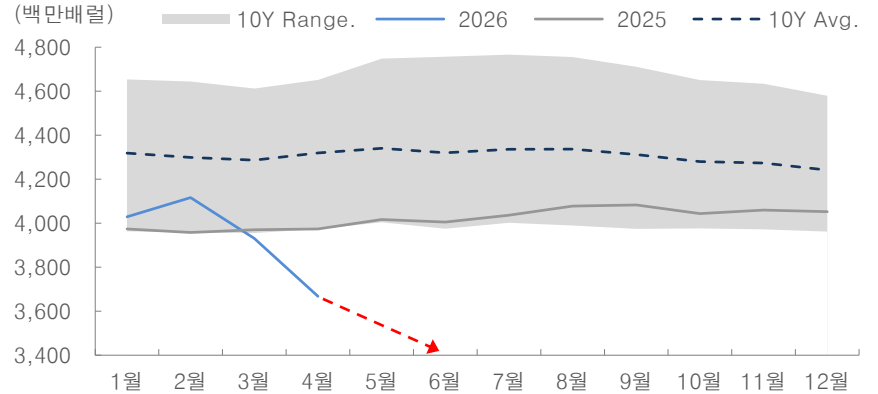
자료 : IEA, 대신증권 Research Center

더 상승해야 될 유가, 아직 2차 오일 쇼크만큼 비싸다 보기 어렵다



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

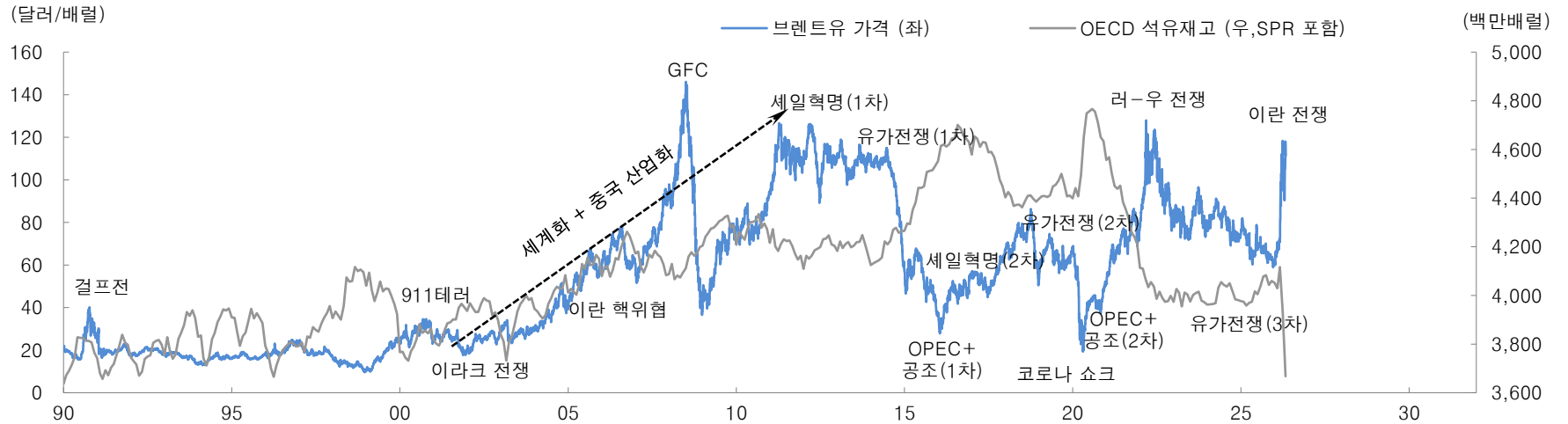
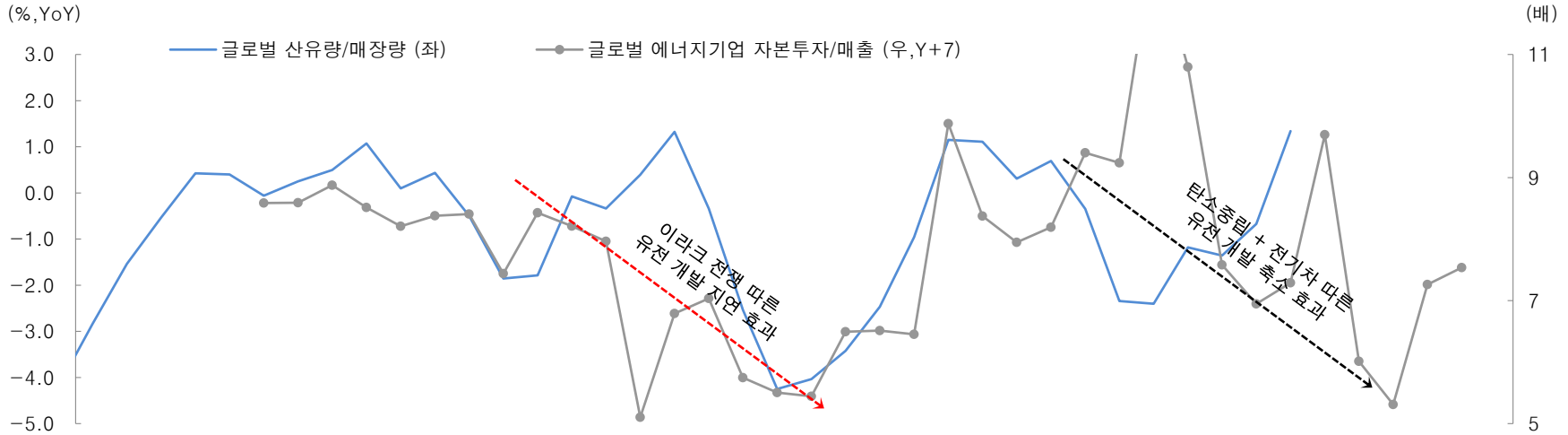
낮아진 석유 재고, 커버할 수 있는 것도 한계가 있다



주: OECD 전략비축유 (SPR) 및 육상 석유 재고
 자료 : OECD, IEA, 대신증권 Research Center

[원유] 또 다른 문제는 ②과거 낮은 유전 개발 투자가 가져올 신규 공급 부족 사태

오일 메이저들의 CapEx 투자는 공급을 7년 선행. 그간 탄소중립 정책 + 전기차 위협 탓에 불발된 투자, 이를 감안하면 내년 고유가 불가피



자료 : OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[원유] 특히, ③유동성을 뒤늦게 반영할 유가, 내년 투기 수요 집중되며 사상 최고치 예상

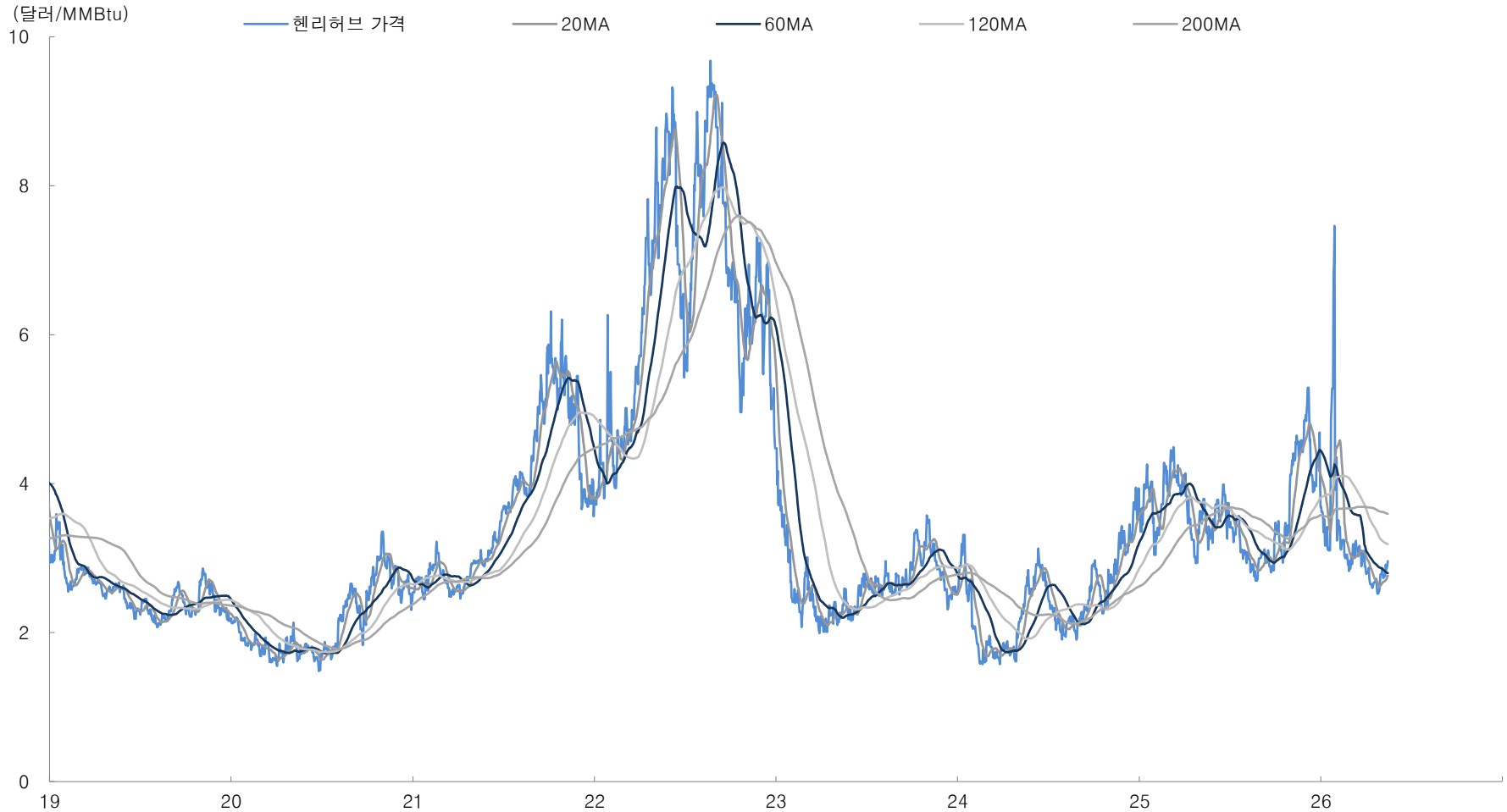
유동성 선반영하는 금이 최고치 경신했다는 것은 그간 유동성이 과도하게 풀렸었다는 것을 의미, 뒤늦게 반영하는 유가에도 낙관적 방향 제공



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[천연가스] 유가와 연동되는 천연가스, 당초 예상(4/4분기)보다는 내년에 본격 상승 기대

슈퍼 엘니뇨 탓에 순연된 천연가스 가격 상승 시점, 내년 유가 상승 영향 + 엘니뇨 후퇴 영향으로 상방 압력 확대 기대

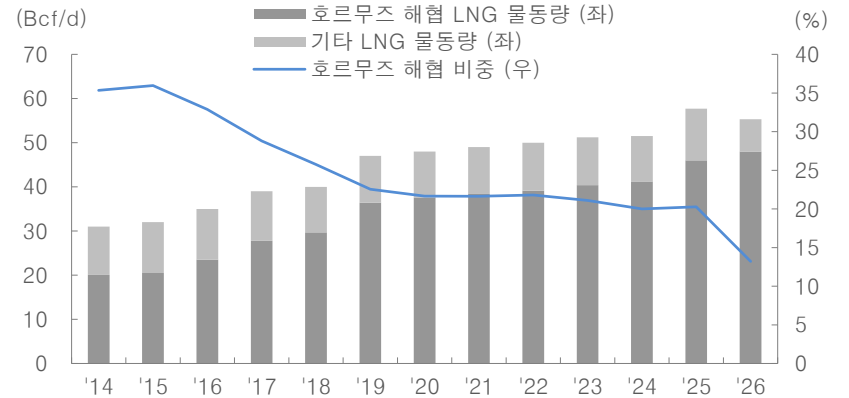


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[천연가스] 호르무즈 해협 개방 시 전 세계 LNG 해상 수출의 20%가 해방

- 호르무즈 해협 개방 시 천연가스 가격 또한 진정 가능. 원유와 달리 LNG(카타르 + UAE)는 우회로 부재, 이 때문에 전 세계 LNG 해상 수출의 20% 중단. 즉, 호르무즈 해협 개방은 전 세계 수출의 20%가 해방된다는 것
- 올 상반기 동안 아시아 국가들이 애용한 대체재 연료탄, 그런 연료탄 가격 역시 진정 가능

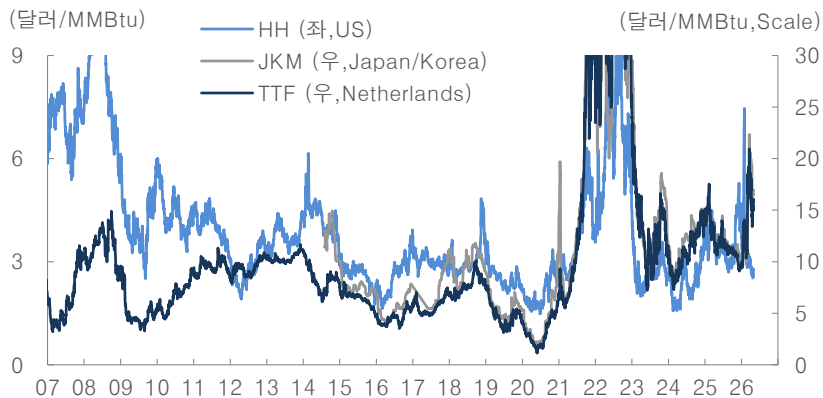
호르무즈 해협 개방 시 전 세계 LNG 해상 수출의 20%가 해방



주: 2026년은 1/4분기 기준

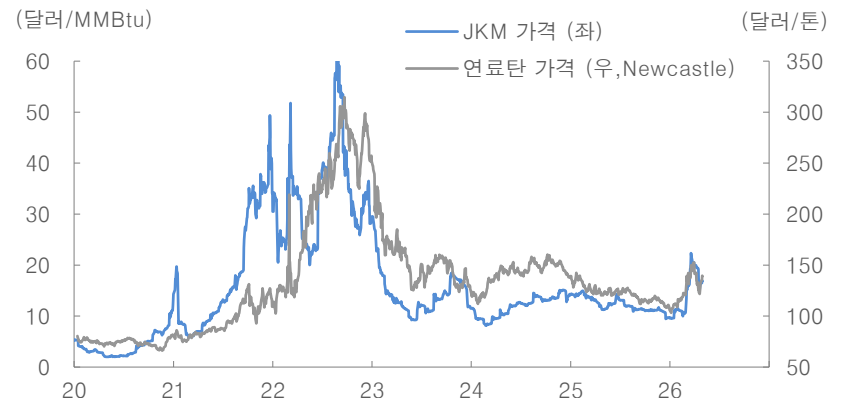
자료: EIA, 대신증권 Research Center

변동성 진정될 천연가스 가격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

LNG 부족 사태에 의해 상승했던 대체재(연료탄)도 진정 가능

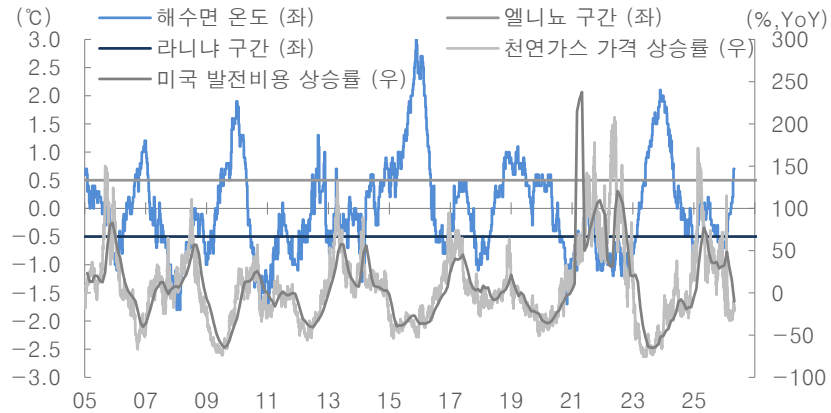


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[천연가스] 슈퍼 엘니뇨가 후퇴하기 전까지는 제한적일 겨울철 난방 수요

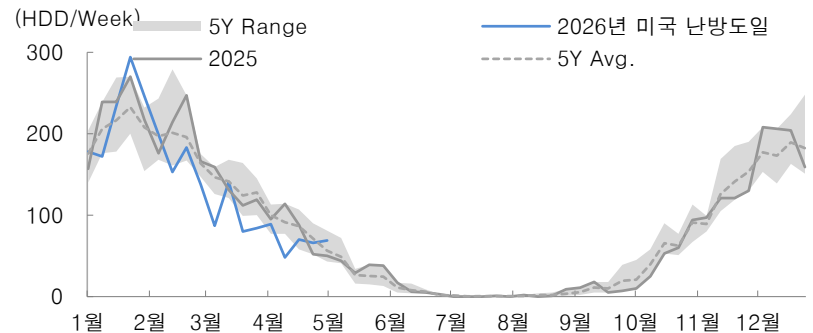
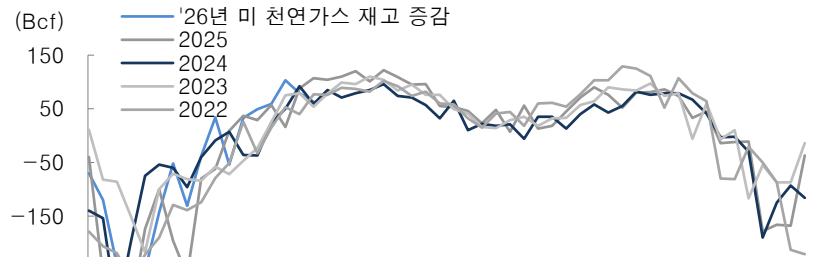
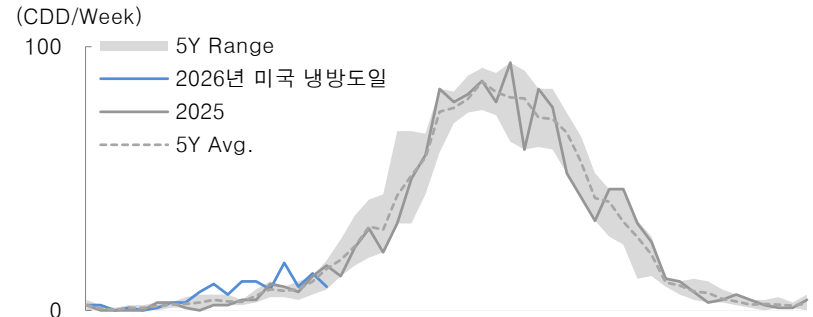
- 지금은 슈퍼 엘니뇨 구간. 엘니뇨는 무역풍(서태평양향)의 이동 속도 둔화 과정에서 출현, 제트기류 남하 흐름을 바꿔 겨울철 북반구의 기온을 평년보다 높게 유발
- 이 때문에 올 겨울 난방 수요는 지난 라니냐 때보다 악화 불가피. 올 여름철 냉방 수요는 평년보다 양호하겠지만 천연가스의 최대 수요처는 여름이 아닌 겨울철 난방. 슈퍼 엘니뇨가 후퇴하기 전인 올 연말까지는 기대 제한적

엘니뇨 때마다 상대적으로 저조한 성과 보였던 천연가스



자료 : NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

겨울철 북반구의 난방 수요를 약화시키기에 올 겨울은 기대감↓

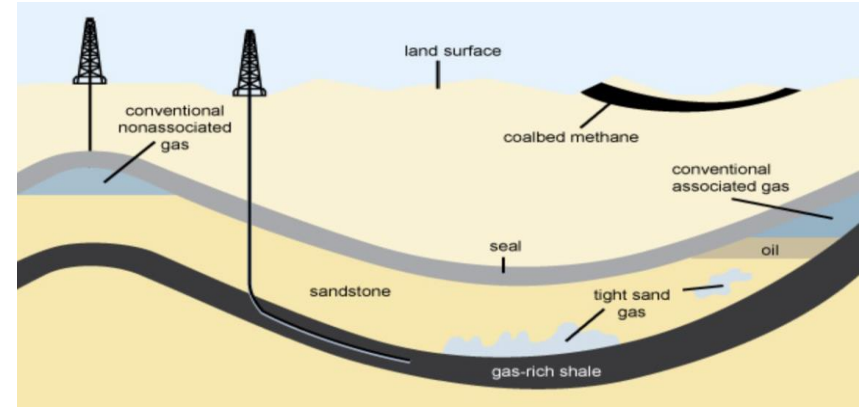


자료 : EIA, 대신증권 Research Center

[천연가스] 그러나 내년 먼저 상승한유가를 뒤쫓기 시작할 것으로 예상

- 그러나 슈퍼 엘니뇨가 진정될 내년부터는 먼저 상승한 유가를 뒤쫓기 시작할 것으로 예상
- 천연가스는 메탄 위주의 건성 가스(Dry Gas)와 탄화수소를 다량 함유한 수반 가스(Associated Gas)로 구분. 지질학적으로 깊은 지층에서 발견되는 건성 가스와 달리, 중동과 러시아 등에서 생산되는 수반 가스는 비교적 얇은 지층에 분포되어 원유와 함께 생산. 천연가스 가격이 유가와 높은 상관관계를 띠는 것도 이 때문
- 내년 슈퍼 엘니뇨 진정 + 유가 상승 본격화 가정 시 천연가스 가격은 뒤늦게 상승, 8~10달러 향해 상승 재개 기대

원유와 함께 생산되는 수반 가스(Associated Gas)



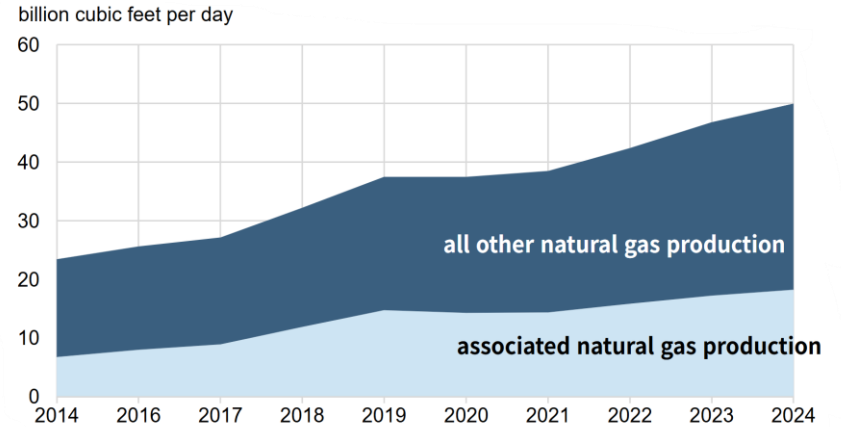
자료 : EIA, 대신증권 Research Center

내년 진정될 슈퍼 엘니뇨 + 본격 상승할 유가, 뒤쫓을 가스 기대



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

공급 비중으로 봐도 결코 작지 않은 물량, 유가는 상승 이끌 Key

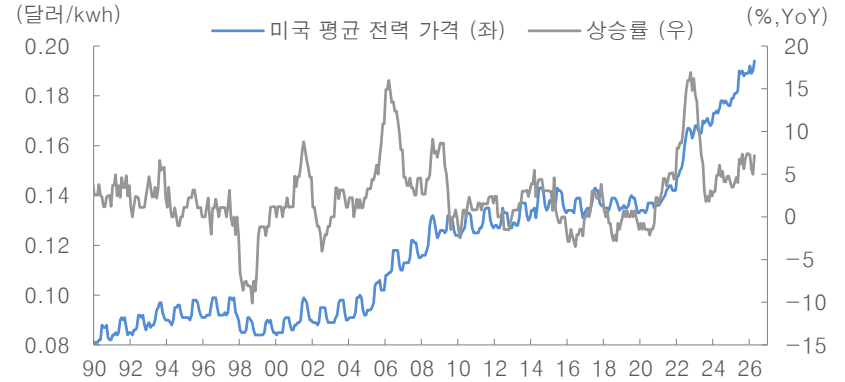


자료 : EIA, 대신증권 Research Center

[천연가스] 더디지만 점차 확인될 수요 구조의 변화(전력향 수요↑)

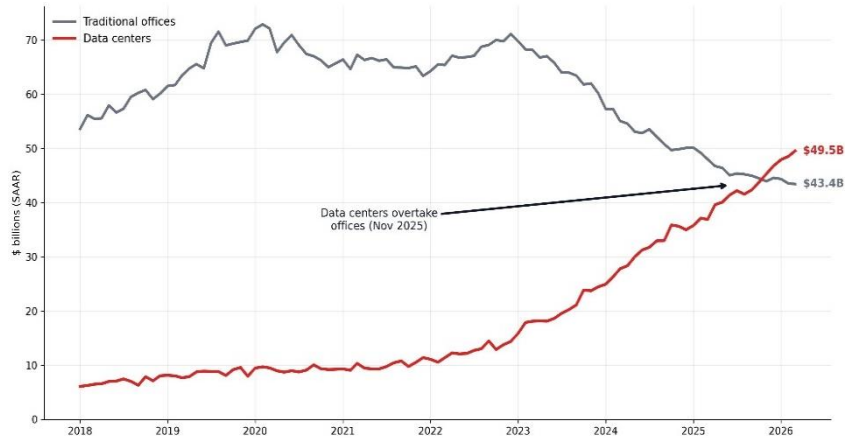
- 특히, 데이터센터 전력향 수요는 천연가스 수요의 구조 변화를 야기할 부분. 생성형 AI의 경우 일반 검색 쿼리보다 10배 이상의 전력 소비. 이를 기준으로 보면 2028~2029년 전력향 천연가스 수요는 지금보다 4~5배 이상 성장 가능
- 그간 전력향 수요는 가스터빈 출하 지연 탓에 병목 현상 발생. 2022~2024년 주문됐던 가스터빈이 출하되기 시작하면 수요 구조의 빠른 변화 가능. 여전히 더디지만 점진적으로 확대될 전력향 수요는 매력적인 포인트

지금 당장은 가스터빈 출하 지연(병목 현상)으로 전력향 수요 부진



자료 : FRED, 대신증권 Research Center

데이터센터 전력향 수요는 비약적인 성장 가능



자료 : US Census Bureau, 대신증권 Research Center

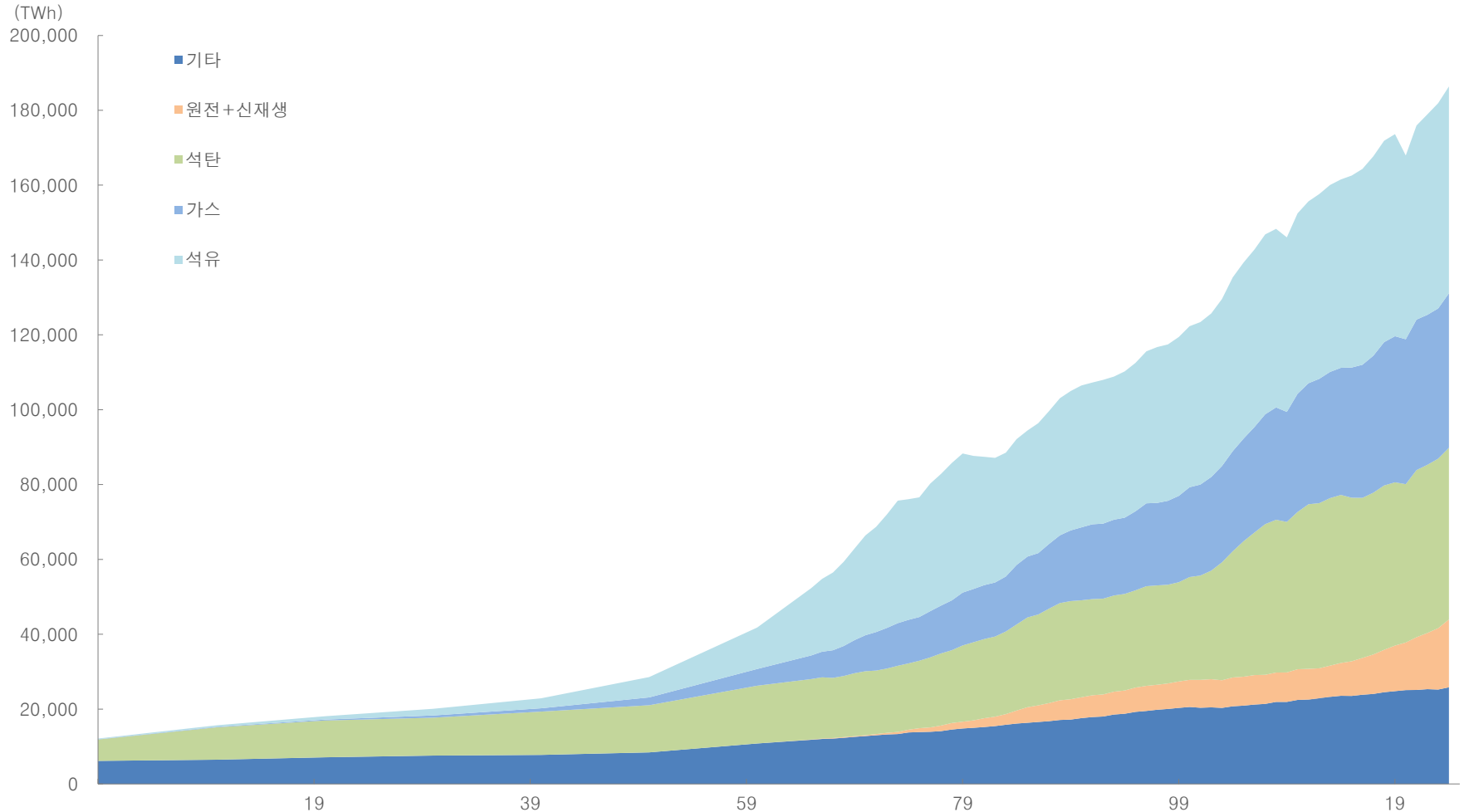
과거 주문됐던 가스터빈은 점진적 출하, 향후 수요 구조 변화 기대



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[천연가스] 여전히 글로벌 에너지원 76%는 화석 연료, 화석 연료가 야기할 수급 쇼크 유의

여전히 전 세계 에너지 소비에 사용되는 원료는 76%가 화석 연료, 내년 화석 연료가 야기할 수급 쇼크 경계 필요



자료 : OWD, 대신증권 Research Center

[귀금속] 전고점 상회는 여전히 회의적

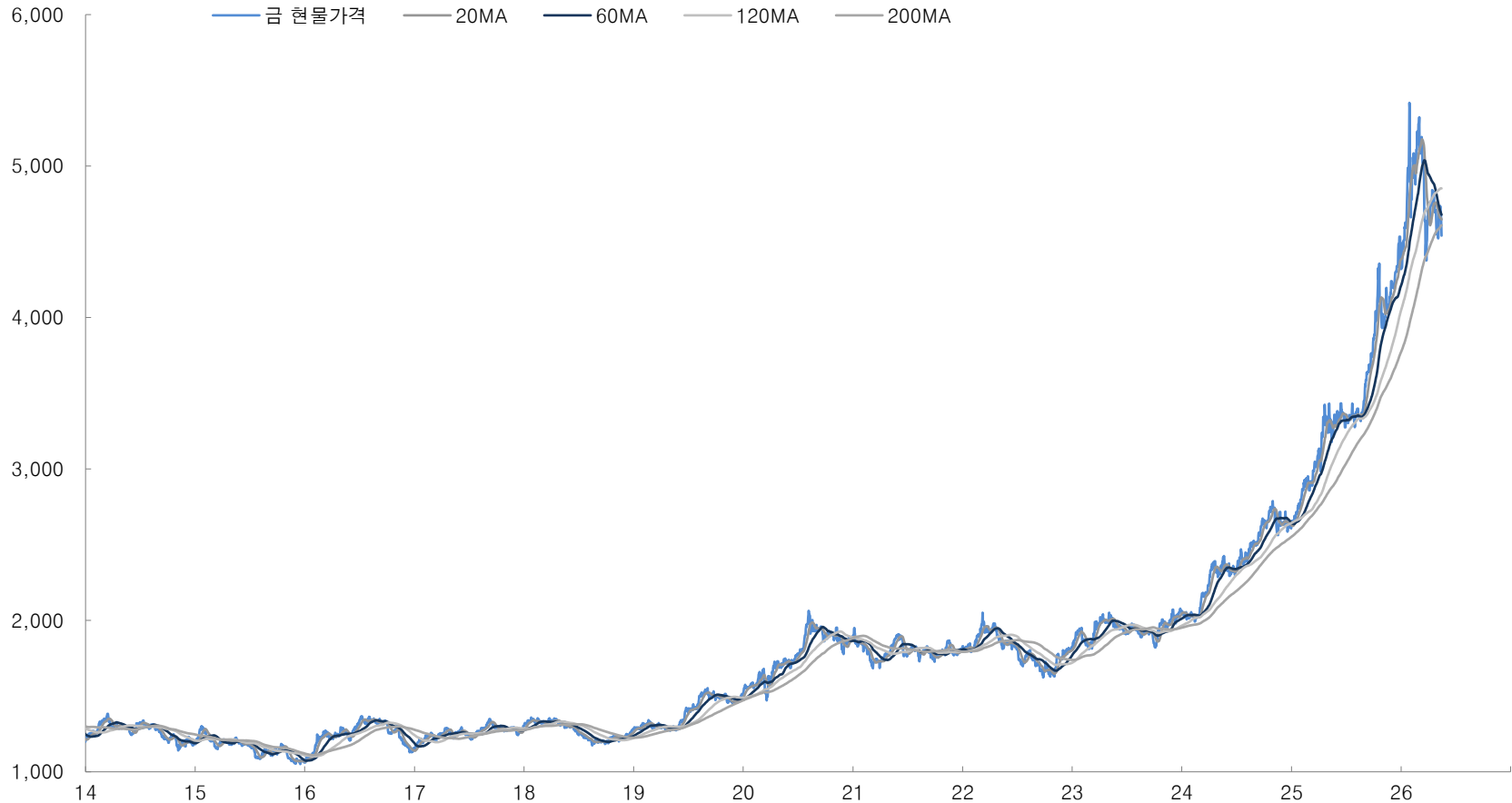
종전 시 반등 가능한 금, 그러나 기대하기 어려운 전고점 상회

케빈 워시 등장으로 추가적인 유동성(QE) 헷지 제한, CME의 정책 역시 발목

[금] 반등하더라도 쉽지 않을 전고점 상회

케빈 워시의 등장 + CME 거래소의 증거금 납입 방식 변경(비율제)으로 가격 상단 제한, 반등하더라도 전고점 상회 어려울 것

(달러/온스)

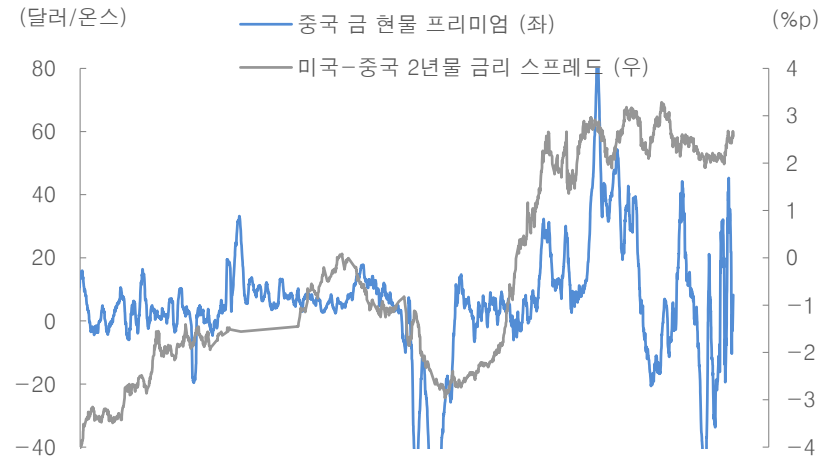


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

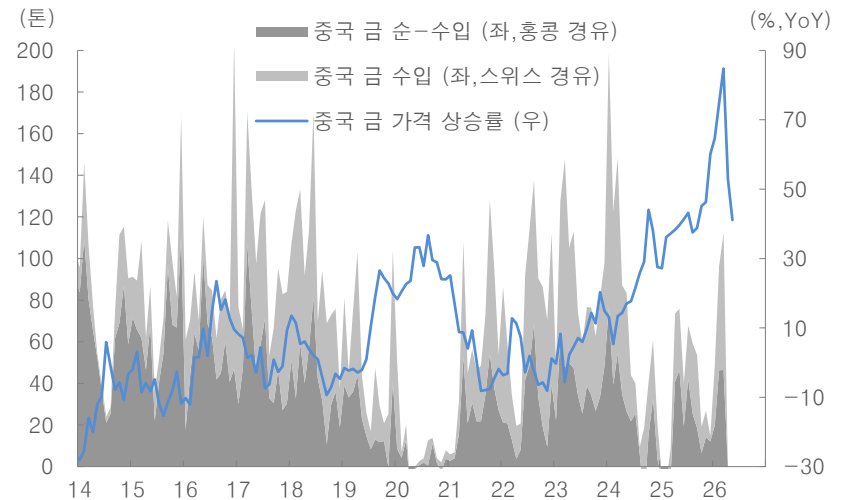
[금] 반등한 중국의 금 수요, 이는 금 가격이 바닥임을 알려주는 것

- 중국 금 ETF로 자금 유입 조금씩 재개되기 시작. 금 수입량 역시 반등, 중국 인민은행은 3월부터 금 매입 규모 재확대
- 글로벌 최대 금 소비국 중국, 중국의 금 현물 수요는 금 가격 상승을 견인하기 보다는 지금이 바닥임을 암시
- 실제로 금 가격이 낮은 구간에서 수입 규모 확대, 중국의 현물 수요를 대변하는 상하이 현물 프리미엄이 이를 증명

재확대된 중국의 금 현물 수요, 이는 금 가격이 바닥이라는 의미



금 ETF로 자금이 재유입되기 시작한 중국



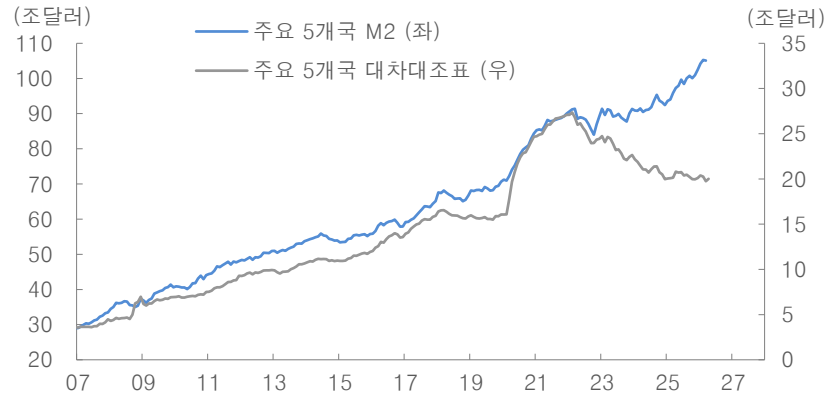
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

자료 : 중국해관총서, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금] 종전 시 정책금리 인하 기대 재개되며 반등 가능. 다만, 전고점 상회 가능성은 제한적

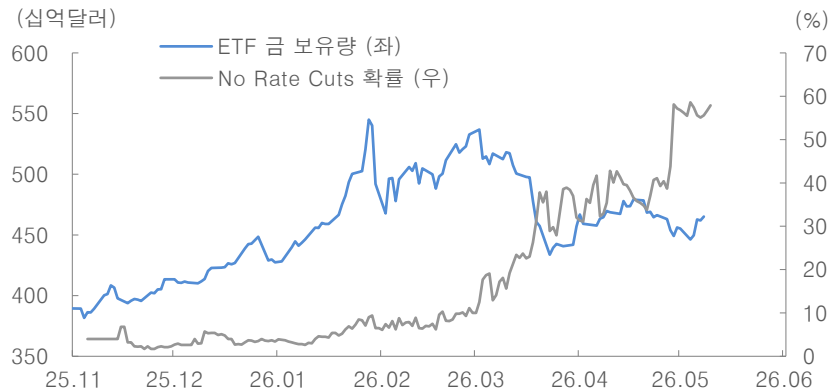
- 이러한 가운데, 종전(호르무즈 해협 개방) 시 인플레이션 우려 진정 → 정책금리 인하 기대 재개 → 금의 유동성 헷지 수요 재확대, 금 가격 반등 가능
- 다만, 문제는 QE를 반대하는 케빈 워시의 등장. 그는 정책금리 인하는 지지하지만 QE는 지양, 정책금리 인하 여력을 확보하기 위한 목적으로 대차대조표를 축소(QT)해야 한다 주장
- 금은 화폐 가치가 모종의 이유(통화량 확대, 부채 상환 능력 결여 등)로 훼손될 때 헷지할 수 있는 대표적인 수단, 과거처럼 방만한 통화량 확대가 부재하다면 금의 헷지 수요는 제한적

다만, 문제는 QE 반대하는 케빈 워시의 등장



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

종전 시 재개될 정책금리 인하 기대, 이는 금 가격 반등 시킬 요인



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

유동성 증가 속도가 제한적이라면 금의 헷지 수요 역시 제한

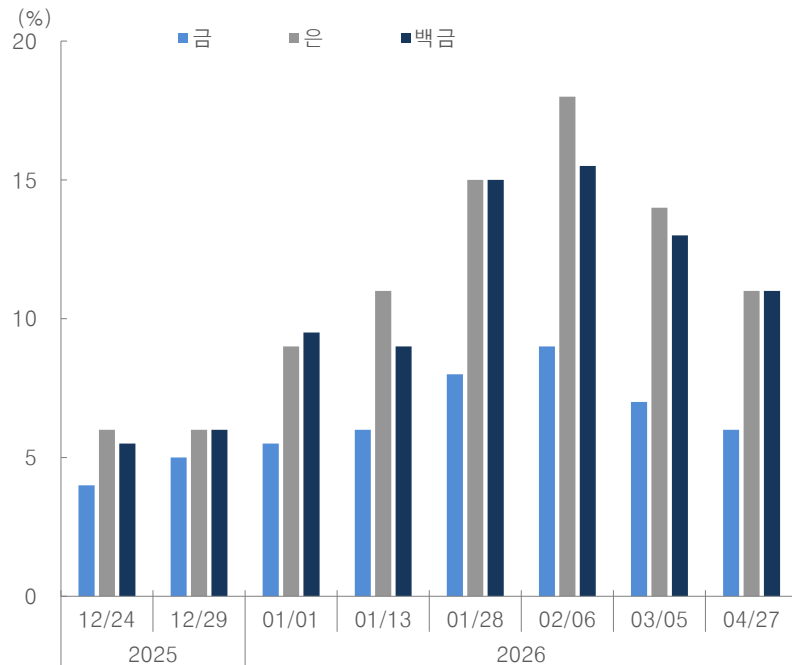


자료 : IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금] 비율제로 변경된 CME의 증거금 납입 방식, 금 가격 상승에 걸림돌

- 금 가격 상승의 또 다른 걸림돌은 CME 거래소. 지난 1월 13일, CME 거래소는 증거금 납입 방식을 비율제로 변경, 명목 가격이 상승할 시 담보금 자동 증가, 가격상방 변동성 확대 시 지급 능력 문제 부각될 수 있는 부분
- 2020년 8월 때도 추가적인 완화(통화정책) 가능성 부재 + CME 거래소의 증거금 문제가 금 가격 하방 요인으로 작용, 당시에 금 가격은 반등을 시도했으나 결국 2022년 12월까지 전고점 상회 실패. 이번에도 이와 유사할 것으로 예상

비율제로 전환된 증거금 납입 방식 역시 발목



자료 : CME, 대신증권 Research Center

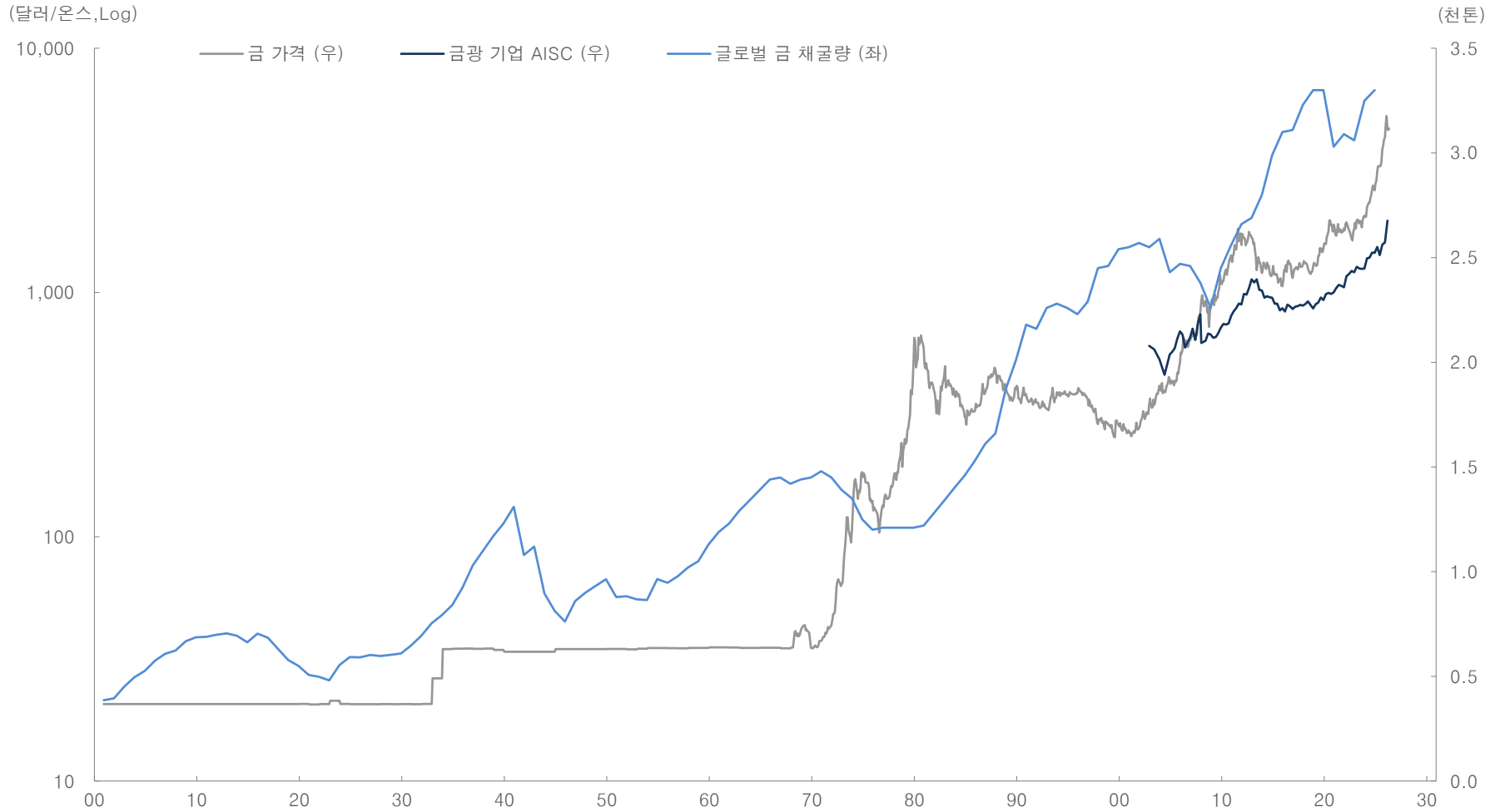
그렇기에 반등하더라도 전고점 상회 가능성↓



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금] 내년부터 공급 사이클로 들어갈 금, 수급 측면에서도 우호적으로 보기 어렵다

금 가격(또는 AISC)은 전 세계 금 채굴량을 8~10년 선행, 이를 감안하면 내년부터 2033년까지 점진적 증가 예상



자료 : WGC, FRED, USGS, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[금] 금광 기업, 내년 에너지 가격이 본격 상승할 시 금 대비 성과 ↓ 불가피

- 그렇기에 금은 전고점 근접 시 마다 비중 조정 필요. 특히, 금광 기업은 올 4/4분기부터 금보다 더 적극적인 비중 축소 권고
- 금광 기업의 취약점은 생산 비용. 비용 구조(개발 비용 제외)를 보면 인건비 + 연료비 + 전기 요금이 가장 큰 비중 차지, 이 중 연료비와 전기 요금은 석유와 천연가스로 사실상 에너지 Cost
- 올해 4/4분기를 기점으로 유가 상승 본격화 시 비용 압박 노출, 금 가격이 하락하지 않더라도 마진 스퀴지. 금광 기업/금 상대 성과 하락 불가피

내년 금보다 취약할 금광 기업, 약점은 에너지 Cost



올해 4/4분기 기점으로 유가↑ 본격화 시 마진 스퀴지 불가피



자료 : 윤지호, 신중호, 최광혁, 정다운, 최진영, 2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》, 에프앤미디어, p.283, 대신증권 Research Center

자료 : WGC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

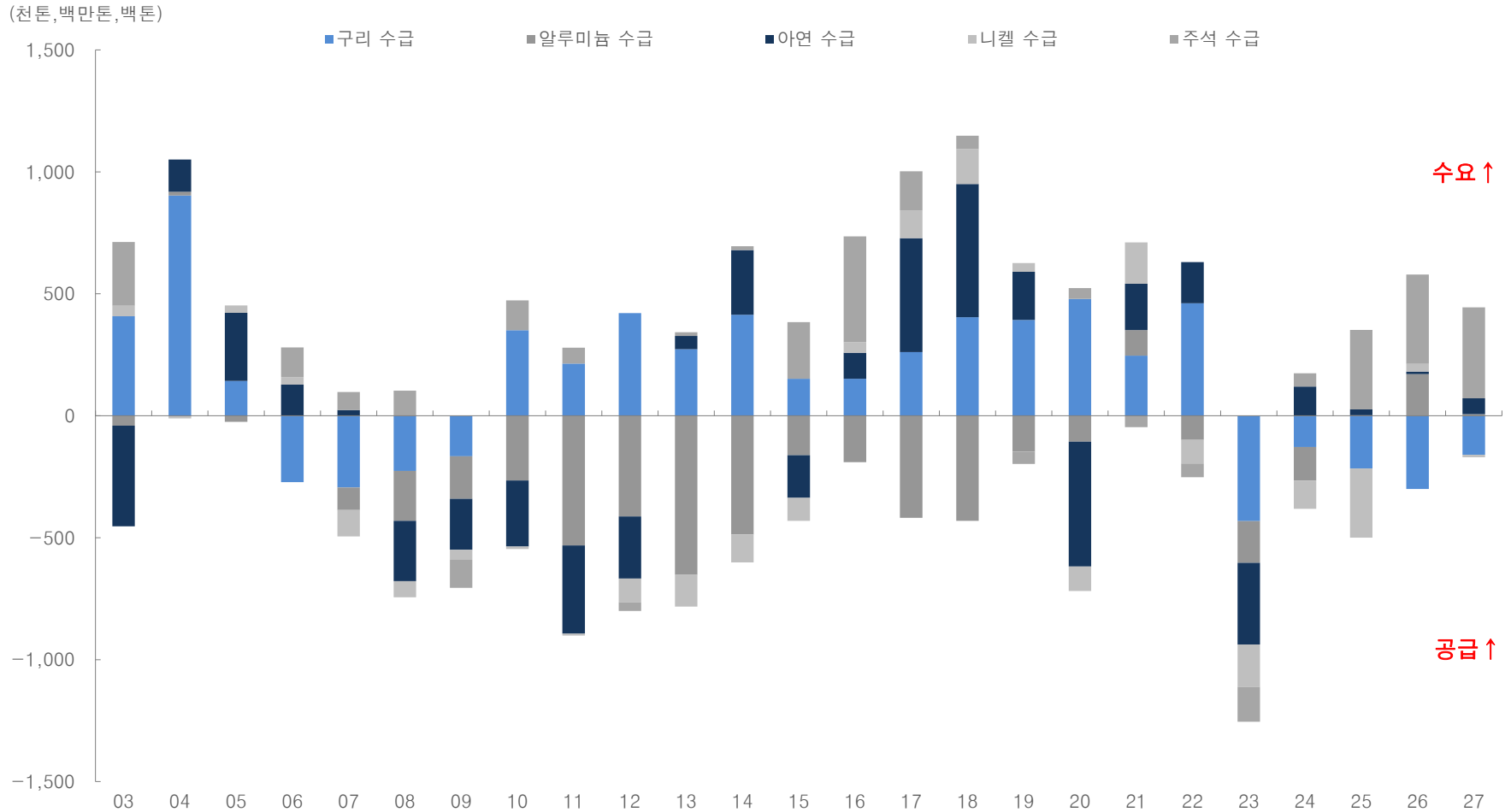
[비철금속] 지금은 비철금속 슈퍼 사이클

수요보다 중요한 공급, 구조적 공급 부족과 감산이 만들 가격 상승

중요한 점은 뒤늦게 반영된 유동성이 투기 수요를 유발한다는 사실

[비철금속] 2024년부터 타이트해지기 시작했던 수급, 가격이 뒤흔게 반응한 이유는?

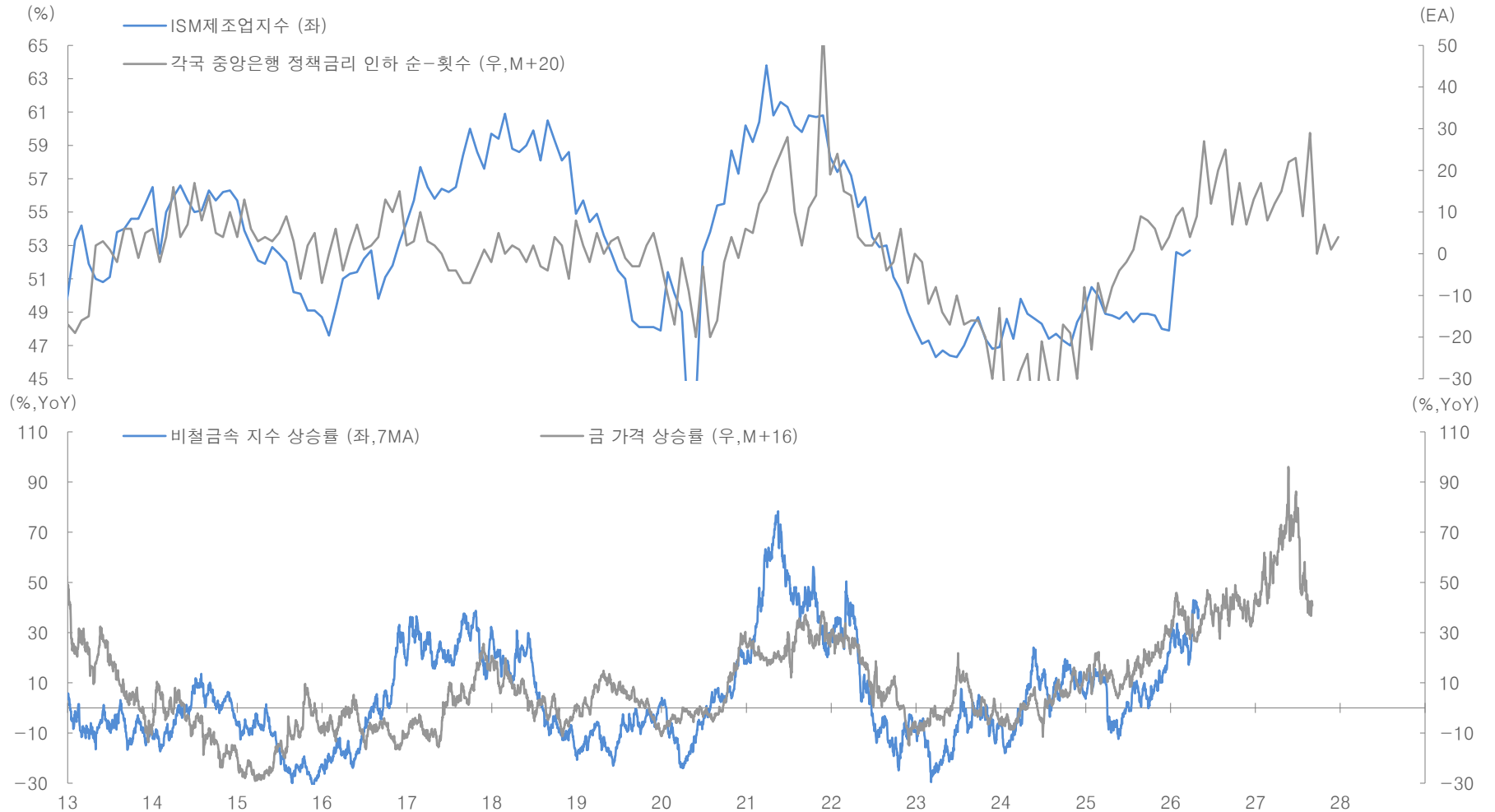
2024년부터 다시 타이트해지기 시작했던 비철금속 수급, 비철금속 가격이 뒤흔게 반응한 이유는?



주: 구리, 아연, 니켈은 천톤, 알루미늄은 백만톤, 주석은 백톤
 자료: WBMS, ICSG, IAI, ILZSG, INSG, ITA, 대신증권 Research Center

[비철금속] 뒤늦게 반영된 유동성 효과, 이렇게 등장한 투기 수요는 감산 명분 삼아 상승 주도

유동성을 뒤늦게 반영하는 비철금속, 이 시기 등장한 투기 수요는 내년 상반기까지 구조적 공급 부족 + 감산을 명분 삼아 가격 상승 주도 예상

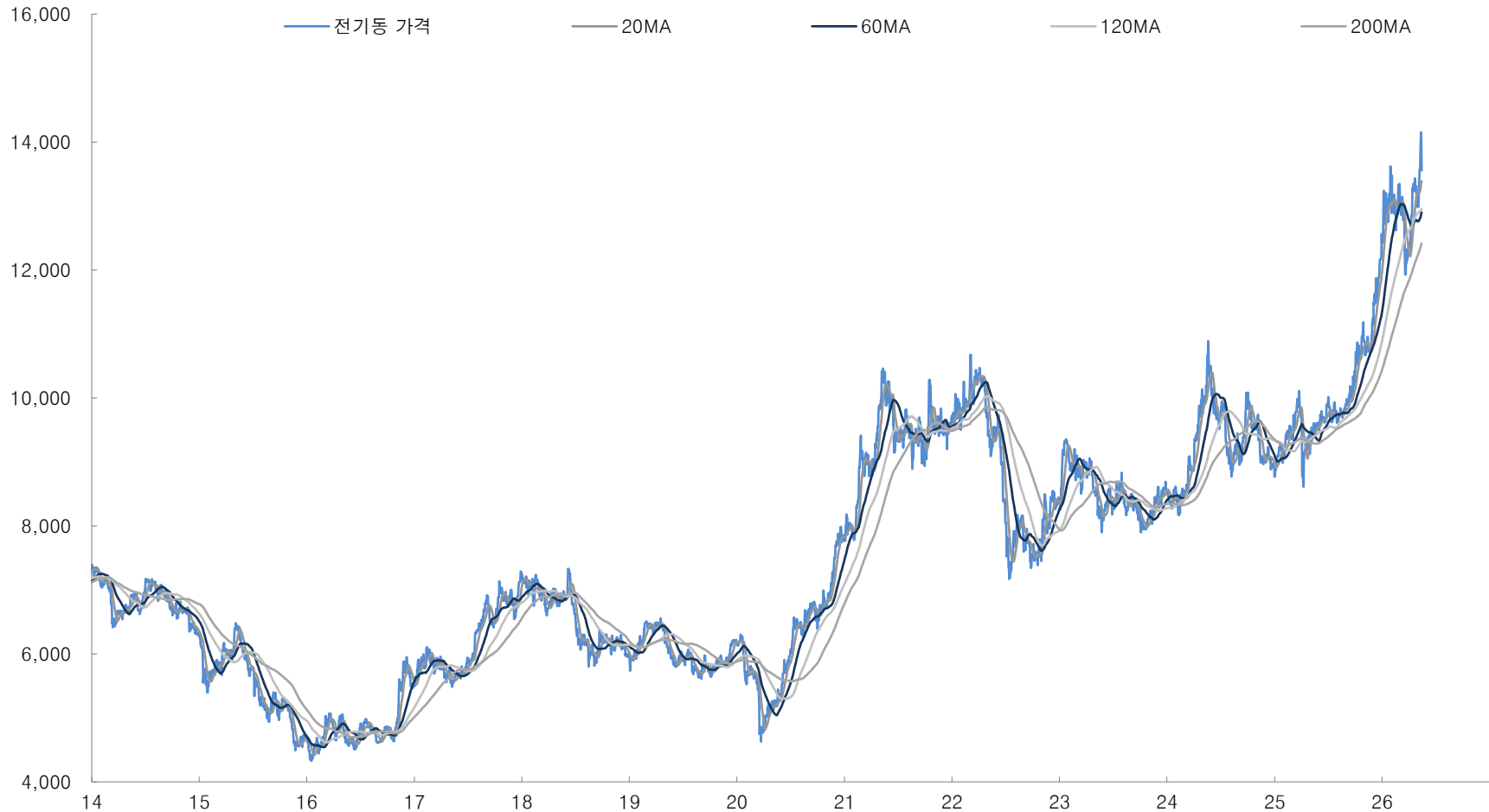


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[구리] 구조적 공급 부족 + 폭발적으로 성장하는 수요, 톤당 15,000달러 돌파 기대

여전히 해결되지 않은 구조적 공급 부족, 이에 더해 폭발적으로 성장하는 수요. 뒤늦게 반영되고 있는 유동성까지, 가격 추가 상승 견인할 것

(달러/톤)

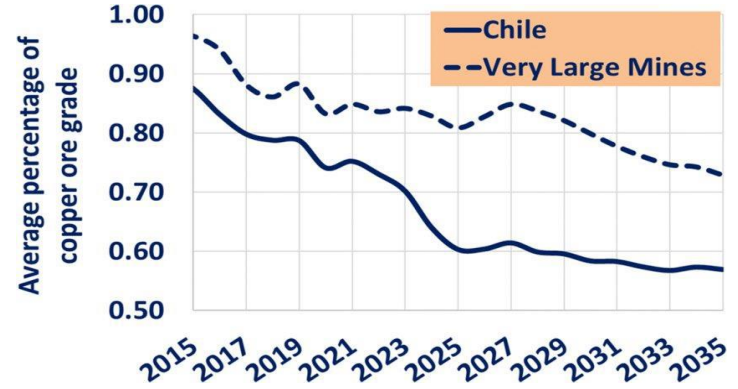


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[구리] 구조적 공급 부족 직면한 구리, 광산 노후화로 생산성↓

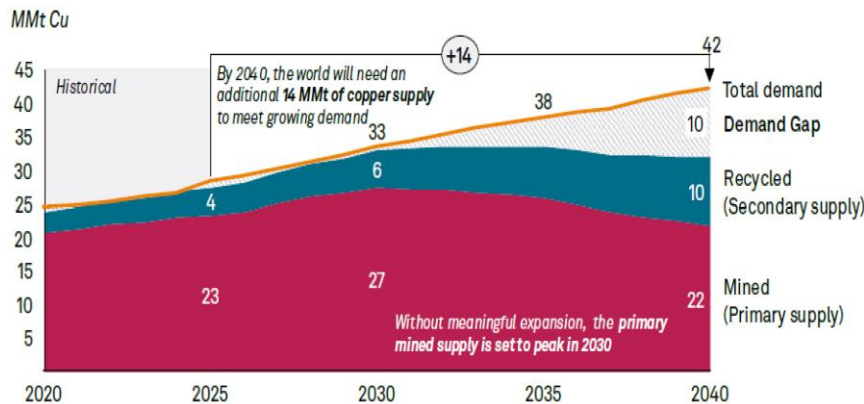
- 비철금속 중 공급이 가장 타이트한 금속은 구리. 구리는 여전히 구조적 공급 부족 문제가 해결되지 않은 상태
- 광산 노후화로 구리 함량은 계속 미달. 과거 구리 광석 50톤 채굴했을 때 1톤의 전기동이 생산됐다면 지금은 150~190톤 채굴해야만 1톤의 전기동 생산되는 실정
- 추락한 동 정광 TC, 이는 공급 측면에서 구리가 부족하다는 것을 증명

구리 함량은 광산 노후화로 인해 계속 미달



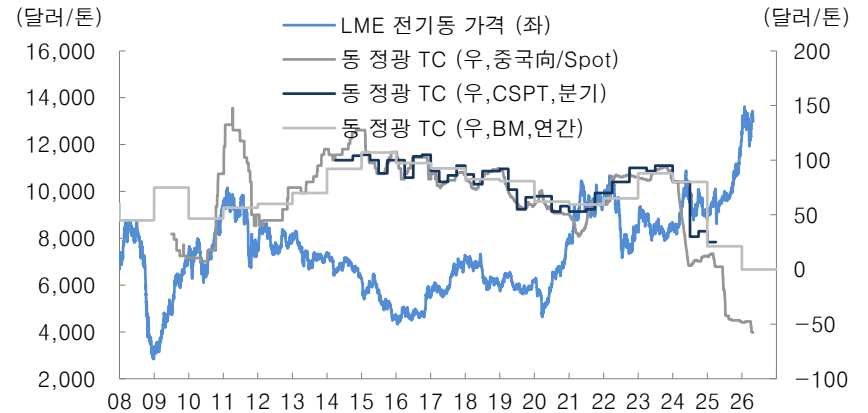
자료 : Cochilco, 대신증권 Research Center

구조적 공급 부족 문제에 직면한 구리



자료 : S&P Global, 대신증권 Research Center

추락 중인 구리 정광 TC가 타이트한 수급 설명

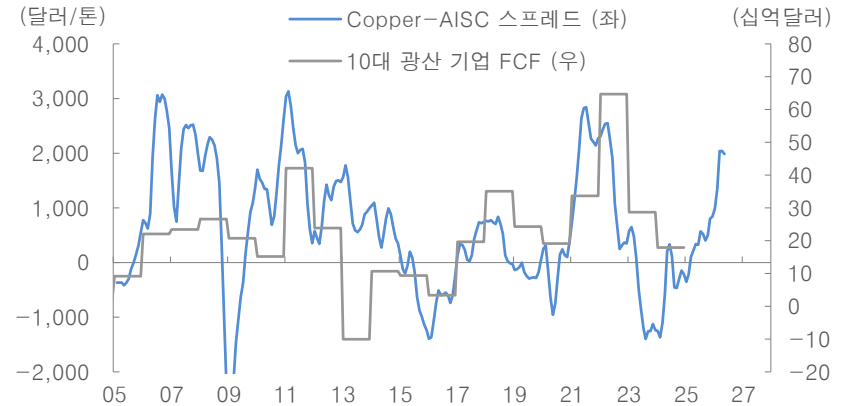


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[구리] 당장 광산 탐사/개발 투자 늘린다 하더라도 문제는 실제 채굴까지 긴 시차

- 글로벌 광산 탐사/개발 투자는 2013년 중국발 공급 과잉 사태 + 남미 광산들의 파산 이후부터 지금까지 본격적으로 확대되지 못한 상태
- 물론 높아진 구리 가격을 기반으로 투자 확대 가능. 구리 가격-AISC 스프레드는 플러스(+)로 전환, 주요 광산 기업들의 FCF 역시 재반등 방향, 이는 광산 탐사/개발 투자 증가로 연결될 부분
- 그러나 문제는 탐사/개발부터 실제 채굴까지 걸리는 긴 시차. 이론적으로 구리 광산은 실제 채굴까지 10~15년, 최소 8~10년 소요. 이를 감안하면 공급에 대한 기대 지양

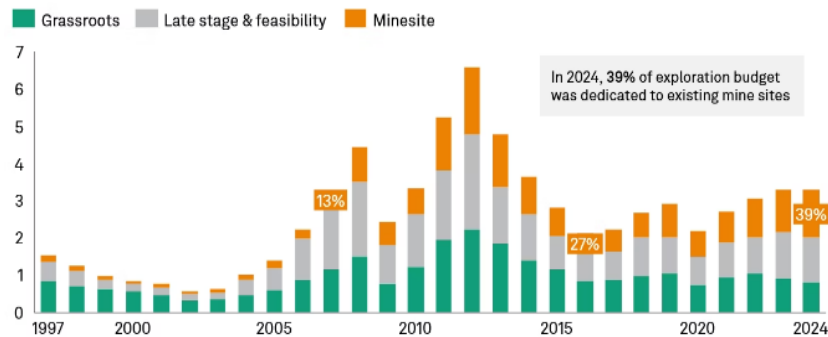
이제 높아진 구리 가격 기반으로 투자 늘리면 끝?



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

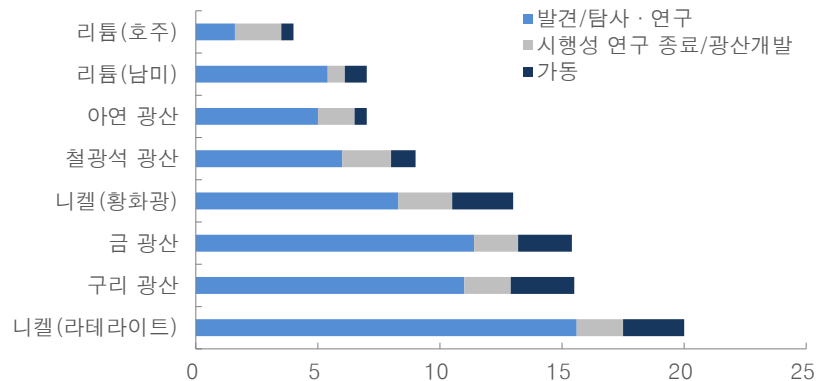
2013년 공급 과잉 사태 이후 현저히 낮아진 광산 탐사/개발 투자

Real 2025 \$US, billions



자료 : S&P Global, 대신증권 Research Center

문제는 실제 채굴까지 걸리는 긴 소요 기간

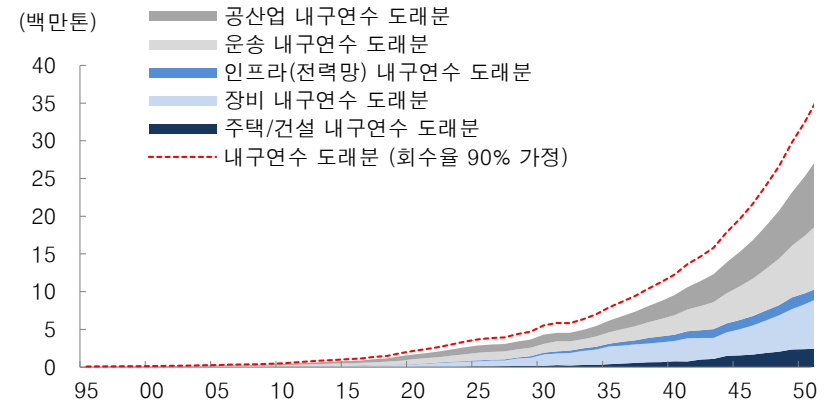


자료 : S&P Global Market Intelligence, IEA, 대신증권 Research Center

[구리] 재활용 통한 공급? 가용할 스크랩이 부족하다. 프리미엄이 급등한 것도 이 때문

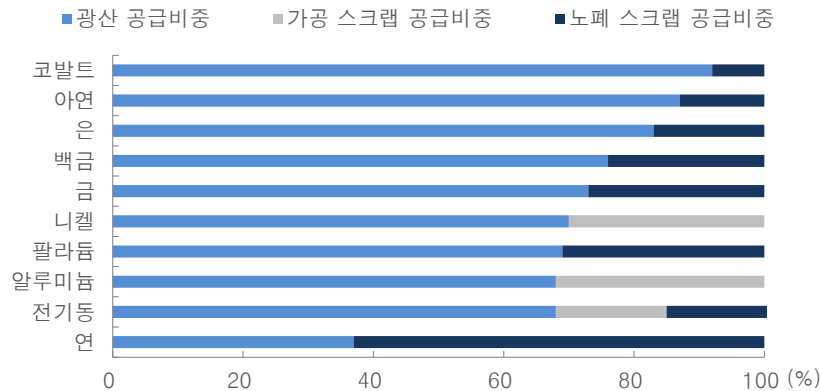
- 재활용이 대안으로 언급되고 있지만 문제는 가용 스크랩이 부족하다는 점. 구리가 가장 많이 소비됐던 시점은 2005~2010년 BRICS 국가들의 고도 성장기, 전력망(28~35년) 등 기존 제품들의 내구연수를 감안하면 최소 2028~2030년. 그 이전까지는 가용 스크랩 부족
- 앞서 Codelco 측은 한국, 중국, 유럽 등지에 대한 구리 벤치마크 프리미엄을 대폭 상향, 구리 수급 상황이 그만큼 심각하다는 의미

문제는 가용 스크랩 부족



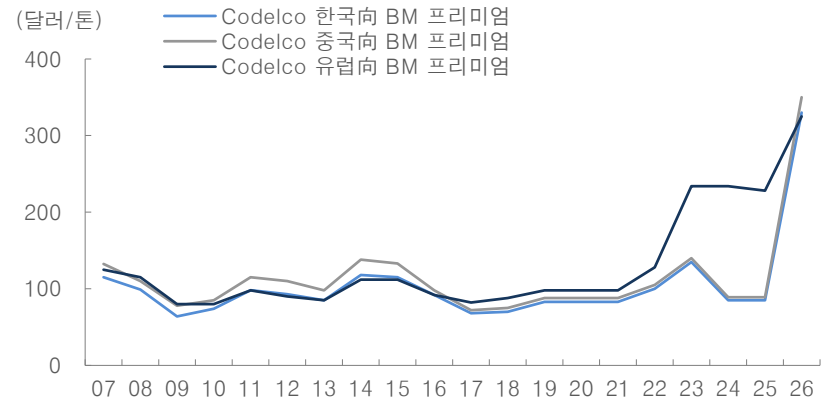
주: 내구연수 신규 도래분은 1995년 기준
 자료: ICA, IWCC, WBMS, 대신증권 Research Center

재활용 통한 공급을 기대할 수 있겠지만



자료: ICSG, Wood Mackenzie, BGRIMM, 대신증권 Research Center

구리 프리미엄이 대폭 상향됐다는 것은 수급이 심각하다는 의미



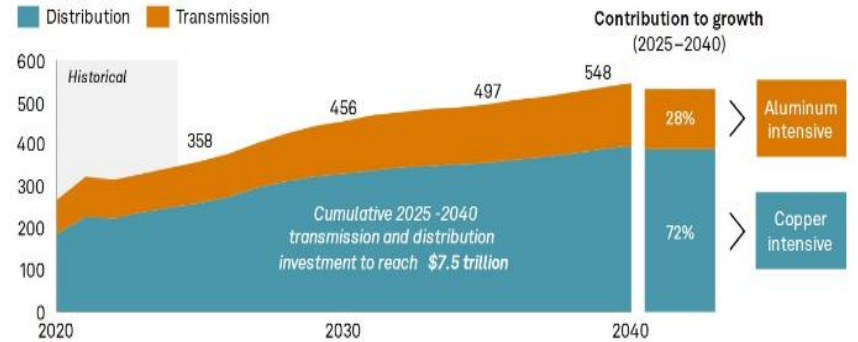
자료: Codelco, 대신증권 Research Center

[구리] 구조적 공급 부족 상황에서 수요는 폭발적, 미국과 중국이 비축 경쟁에 나서는 이유

- 더딘 공급과 달리 수요는 빠른 속도로 변화 중, 바로 데이터센터와 전기차. AI 데이터센터의 자체 구리 수요는 크지 않지만 중요한 것은 이를 중심으로 한 전력 인프라. 대규모 전력을 안정적으로 공급 받아야 하기에 구리 수요가 큰 초고압 송전 설비가 필수
- 전기차 역시 마찬가지. 중국의 보조금 축소, EU의 내연기관차 금지 조치 완화, 미국의 세액 공제 폐지로 기대감은 낮아졌지만 자동차용 구리 수요에서 수요 구조에 변화가 발생한 것은 사실
- 한층 더 타이트해질 구리 수급, 미국 정부와 중국 정부가 구리 비축 경쟁에 나서는 이유

초고압 송전 설비향 수요는 폭발적

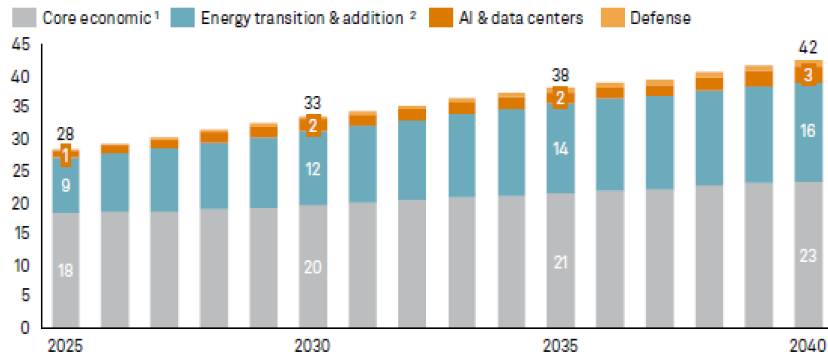
Real 2024 US\$, billions



자료 : S&P Global, 대신증권 Research Center

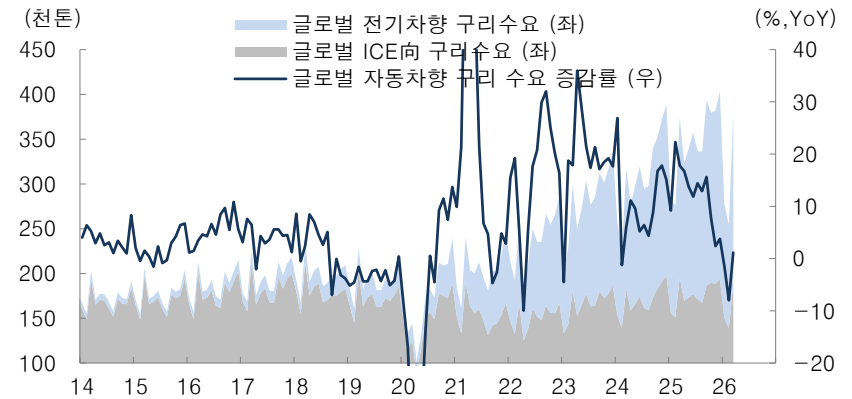
구조적 공급 부족 상황에서 수요는 폭발적으로 성장

Million metric tons copper (MMt Cu)



자료 : S&P Global, 대신증권 Research Center

자동차용 수요는 전기차 덕에 수요 구조까지 변화

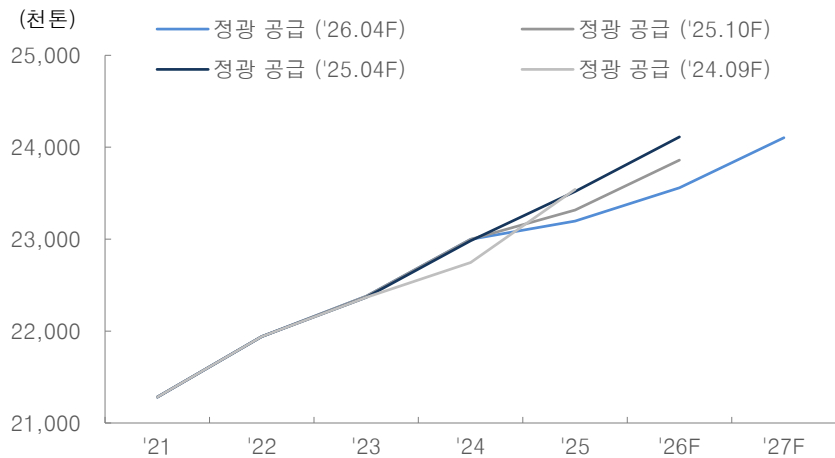


자료 : WBMS, SNE, 대신증권 Research Center

[구리] 내년까지도 타이트할 수급, 톤당 15,000달러 돌파 기대

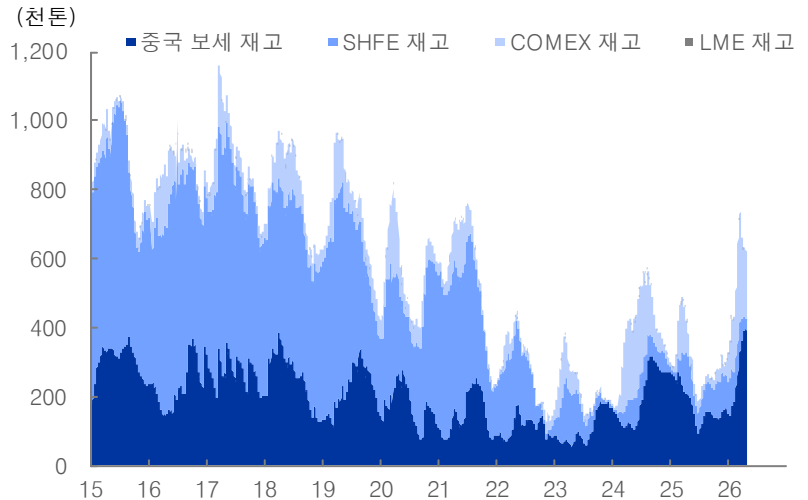
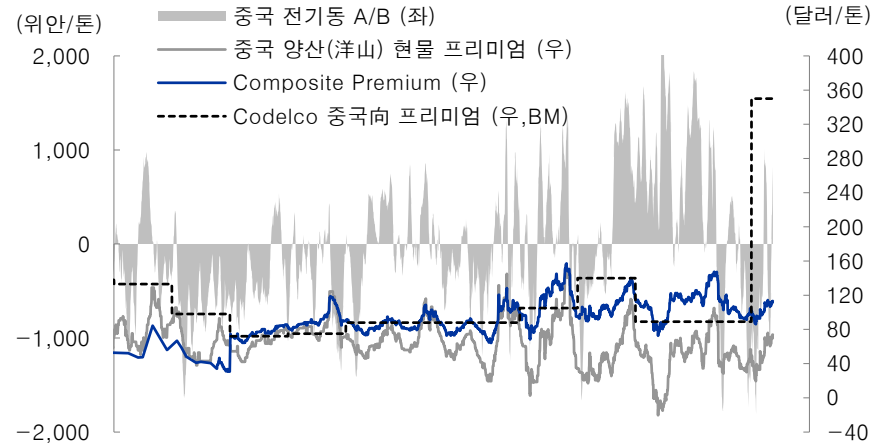
- 그러한 점에서 구리에 대한 비중 확대 권고. ICSG는 2026년 글로벌 구리 정광 공급 전망치를 기존보다 0.77%p 하향 조정, 2027년에도 낮은 공급 불가피할 것으로 전망
- 해결되기 어려운 구조적 공급 부족과 폭발적으로 성장하는 수요, 이 같은 환경에서 현물 프리미엄은 우-상향. 경기 침체 발생한다 하더라도 2022년처럼 여타 금속보다도 타이트한 수급이 가격 하단 지켜줄 것. 하반기 톤당 15,000달러 돌파 기대

내년까지도 타이트할 수급, 가격은 추가 상승 가능한 환경



자료 : ICSG, 대신증권 Research Center

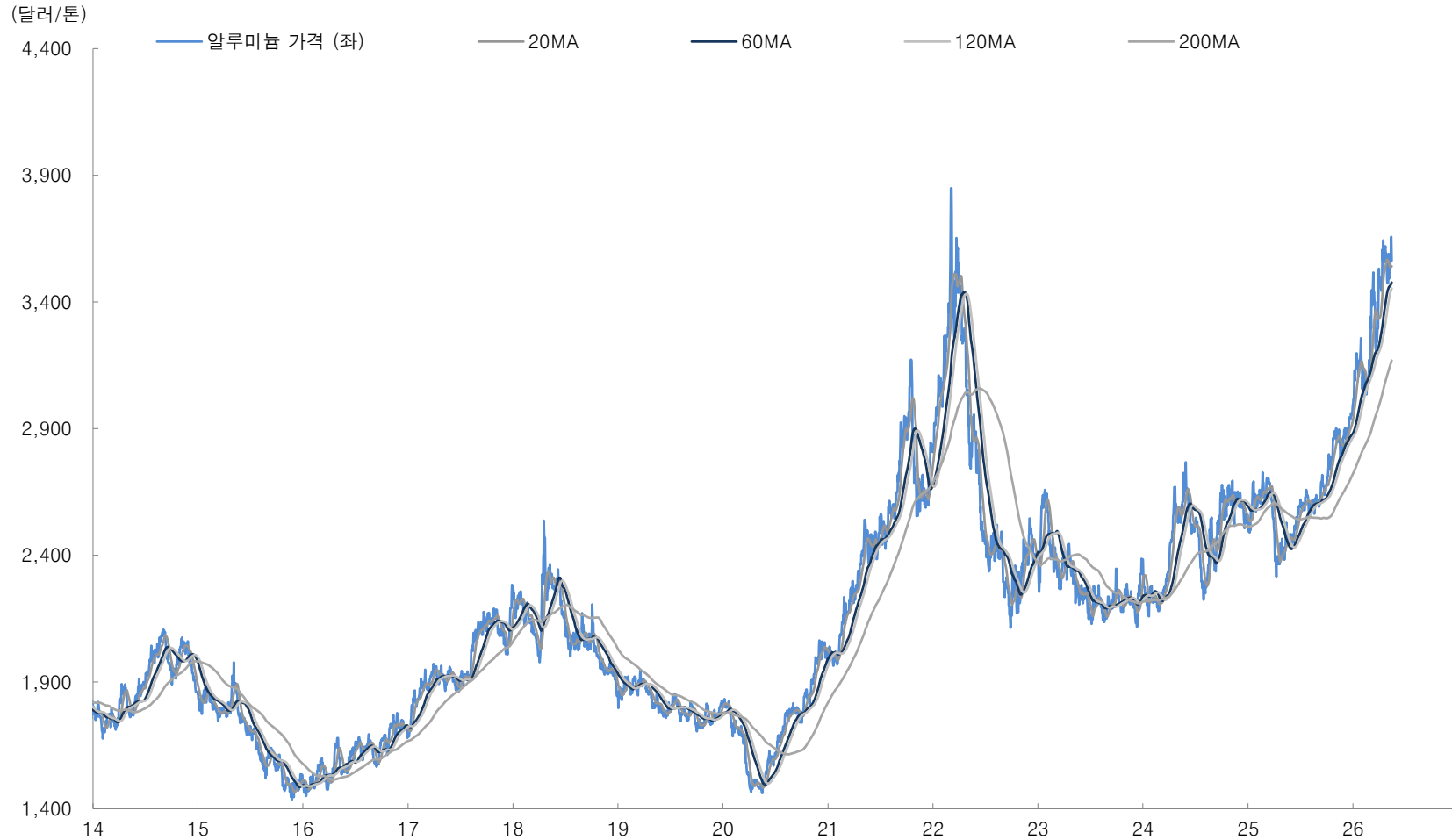
그러한 점에서 현물 프리미엄 방향성은 우-상향 예상



자료 : Codelco, Wind, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[알루미늄] 구리보다도 강력할 알루미늄, 내년 상반기까지 비철금속 시장 주도할 것

구리보다 강력할 알루미늄. 구리로부터 전이된 대체 수요 + 중국의 생산 제한 + 중동 생산 시설 파괴는 내년 상반기까지 가격 상승 주도할 것



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[알루미늄] 구리가 강해지는 방향이라면 대체재인 알루미늄은 폭발적 상승 가능

- 구리 가격이 강해지는 방향이라면 대체재인 알루미늄은 폭발적으로 강해질 상품. 알루미늄은 구리보다 전기전도와 열전도는 낮지만 구리 1톤당 2.5톤의 비율로 대체 가능. 초고압 송전 설비, 전기차 등에는 고순도 구리(Grade A 또는 Codelco의 EQ Grade)만 요구되지만 가전/전자기기, 건설 현장 등 전체 구리 수요의 65%는 알루미늄으로 대체해도 무방
- 즉, 2.5톤의 알루미늄 가격이 1톤의 구리 가격 수준(구리 가격의 85~90%)만큼 상승 가능하다는 의미. 구리보다 알루미늄의 상승 여력이 더 클 것으로 예상되는 이유

구리가 강해질 방향이라면 대체재 알루미늄은 폭발적 강해질 상품



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

알루미늄, 구리보다 전기전도와 열전도는 낮지만

성능	구리	알루미늄
20°C하 팽창계수 X 10 ⁻⁶ /°C	23	16.6
20°C하 열전도 BTU/ft/hr/ft ² /°F	126	222
20°C하 전도성 %IAS	61	101
인장강도 lb/In ²	12,000	32,000

자료 : 윤지호, 신중호, 최광혁, 정다운, 최진영, 2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》, 에프엔미디어, p.302, 대신증권 Research Center

고순도 구리가 불필요한 수요처에는 대체 가능

구분	대체재	등급	주요 사용처
전기전도	알루미늄	알루미늄 < 구리 (1.5배 이상)	동선, 전자 및 관련 설비
열전도	알루미늄	알루미늄 < 구리 (2.0배 이상)	열교환기, 라디에이터, 냉동 장치, 해수 담수화 및 관련 설비
화학적 안정성	아연/STS/PVC	-	수도 배관, 밸브, 수조, 인테리어

자료 : 윤지호, 신중호, 최광혁, 정다운, 최진영, 2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》, 에프엔미디어, p.302, 대신증권 Research Center

[알루미늄] 수요와 달리 제한된 공급, 강화되는 중국의 생산규제

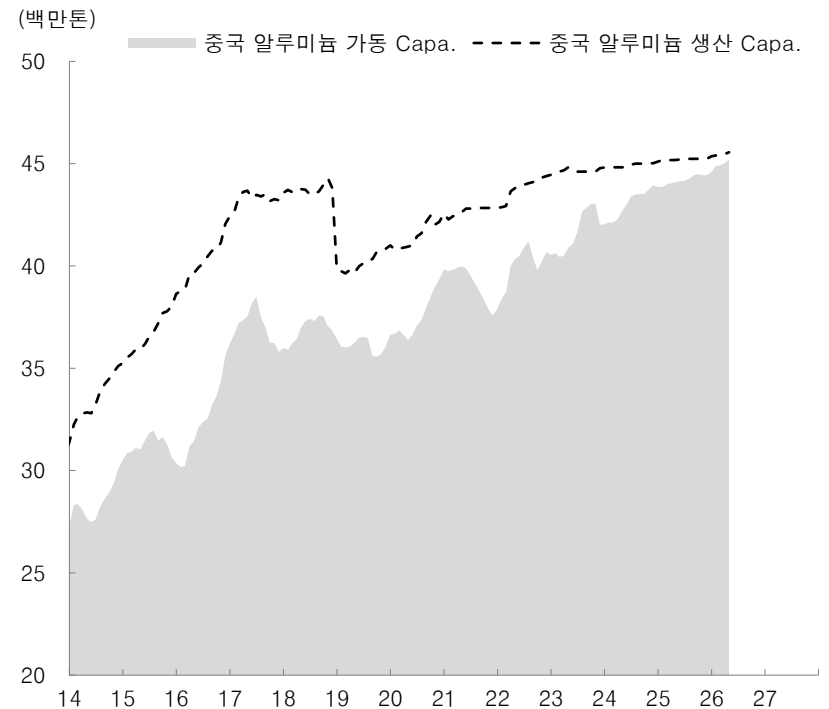
- 한편, 수요와 달리 알루미늄 공급은 제한적인 상황. 지난해 3월 28일 중국 정부는 <알루미늄 질적 성장 시행 방안(2025~2027)> 통해 1) 자체 보크사이트 생산 시설을 보유하고 있으면서도 2) 전력원 30% 이상이 재생에너지일 경우에 한해 알루미나 생산 Capa. 증설 허용
- 3) 알루미늄 역시 톤당 전력 투입량이 13,000kwh일 시 알루미늄 생산 Capa. 증설 허용한다고 명시. 이는 기존 기준(톤당 13,300kwh)보다 한층 더 강화된 것으로 사실상 증설 금지하겠다는 의미. 중국의 알루미늄 생산 Capa.가 4,500만톤대에 머물고 있는 근거

중국 정부, 질적 성장 유도 목적으로 알루미늄 증설 기준 강화

구분	주요내용
	보크사이트 생산 능력 제고(2027년까지 3~5% 확대) 목적으로 자체 보크사이트 생산 시설 보유 시 알루미나 생산 Capa. 증설 허용
	재생 에너지 사용 비율 30% 이상 시 알루미나 생산 Capa. 증설 허용
신규	알루미늄 전력 투입 기준(톤당 13,000kwh) 준수 시 알루미늄 생산 Capa. 증설 허용
	알루미늄 재활용 적극 장려(현재 생산량: 1,055만톤 → 2027년 생산량: 1,500만톤)
	경쟁력 낮은 노후 생산 시설 퇴출, 업계 M&A 적극 장려
기존	기존 제련소 알루미늄 생산 시 전력 투입 기준 강화(톤당 13,450kwh → 13,300kwh), 미준수 시 20kwh당 0.1위안 누진세 적용
	전해알루미늄/알루미늄 가공 제품 수출 시 환급세 폐지

자료 : 대신증권 Research Center

이 때문에 중국의 알루미늄 생산 Capa.는 4,500만톤대에서 제한

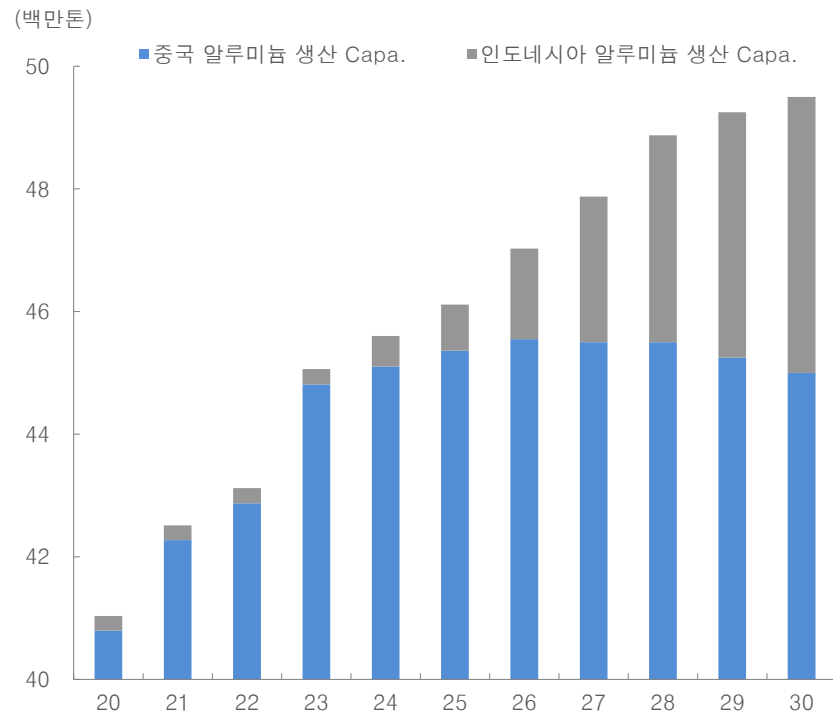


자료 : ALD, 대신증권 Research Center

[알루미늄] 인도네시아의 돌풍은 매섭지만 높은 비용 + 송전 손실 문제로 한계 존재

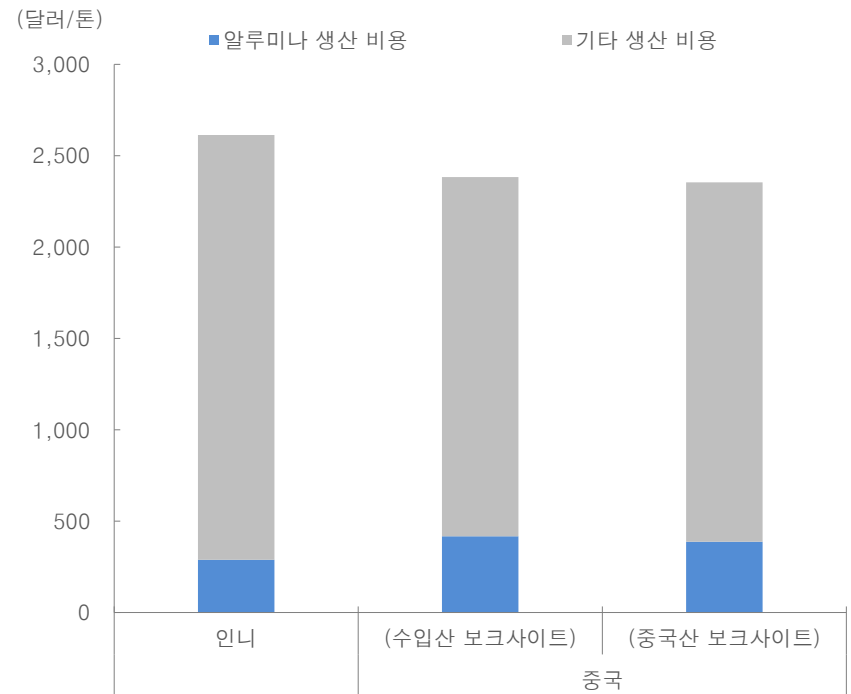
- 물론 인도네시아의 증설은 경계 대상. 글로벌 5대 보크사이트 산지인 인도네시아(6%)는 2023년 6월부터 보크사이트 수출 중단, 니켈과 마찬가지로 외국 기업들의 투자 유치 통해 부가가치 높은 알루미늄 산업 육성하겠다는 목적
- 현재 인도네시아의 알루미늄 생산 Capa.는 170만톤 수준에 그치고 있지만 2030년에는 400만톤까지 확장 계획
- 다만, 불안정한 송전 능력 탓에 중국 대비 11% 높은 생산 비용 가지고 있어 과거 중국처럼 무분별한 증산은 제한적

공격적으로 증설에 나서는 인도네시아



자료 : ALD, SMM, 대신증권 Research Center

다만, 중국보다 높은 비용 + 송전 손실 문제 탓에 한계 존재

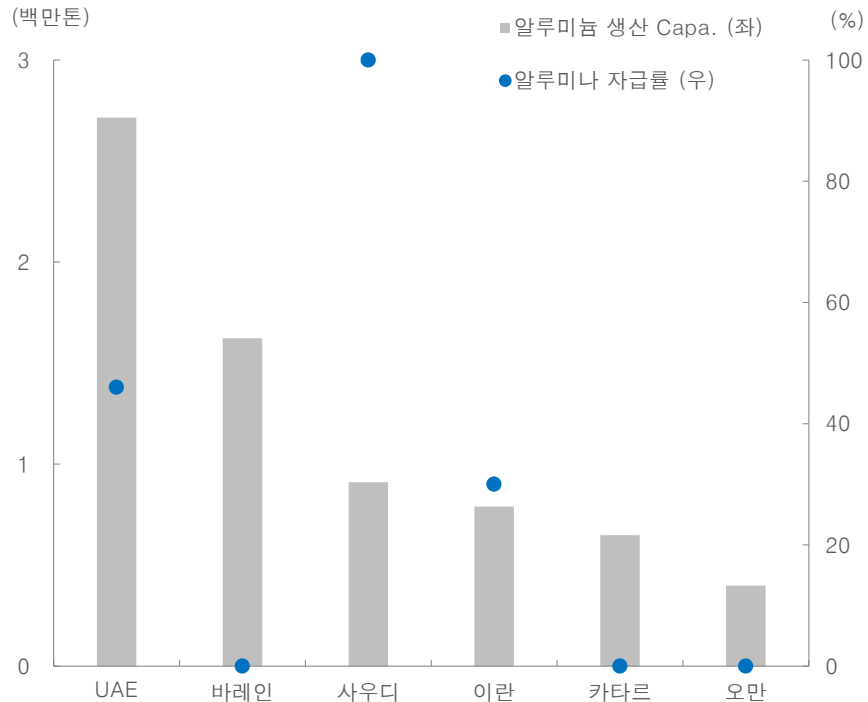


자료 : CITC, 대신증권 Research Center

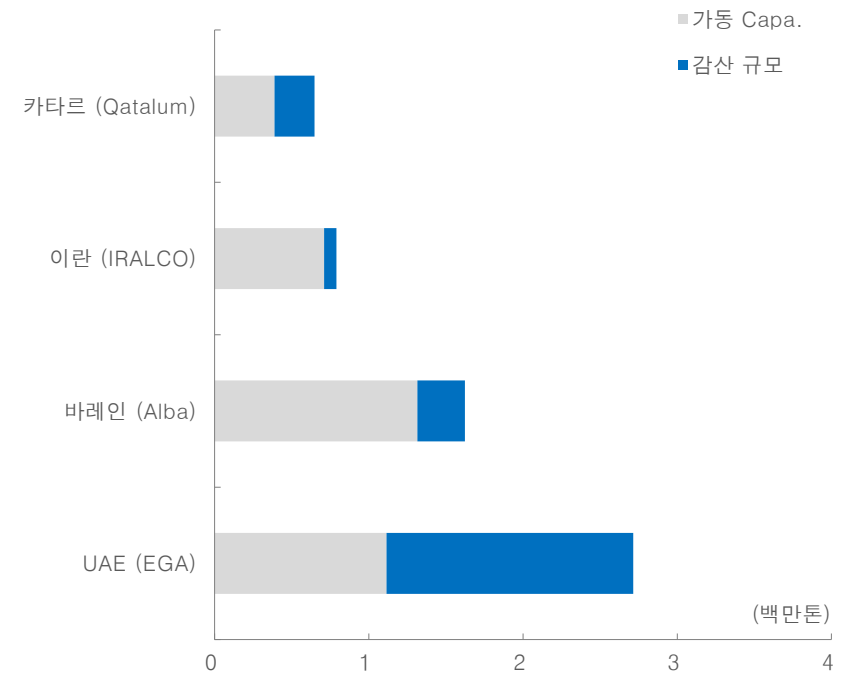
[알루미늄] UAE와 바레인, 이란의 군사 공격으로 생산 능력 상실, 정상화까지 12개월 소요

- 중동 지역의 알루미늄 생산 Capa.는 전 세계 9.2% 차지. 이번 이란 전쟁에 노출된 지역은 UAE, 바레인 등 4곳으로 생산 차질 규모만 전 세계 공급의 2.9%(225만톤)
- 종전(호르무즈 해협 개방) 시 조업 재개되겠지만 문제는 EGA와 Alba의 생산 능력 일부가 군사 공격으로 상실했다는 점. 당국은 완전 정상화까지 12개월 소요될 것이라 발표, 연말까지 공급 부족분 감내 필요

중동 지역 알루미늄 공급은 전 세계 9.2%, 2.9%는 차질 발생



문제는 생산 능력 상실한 UAE와 바레인, 정상화까지 12개월 소요



자료 : ALD, SMM, Wind, 대신증권 Research Center

자료 : ALD, SMM, Wind, 대신증권 Research Center

[알루미늄] 가격, 2021년처럼 전력원 가격이 본격 상승할 시 추가 상승 불가피

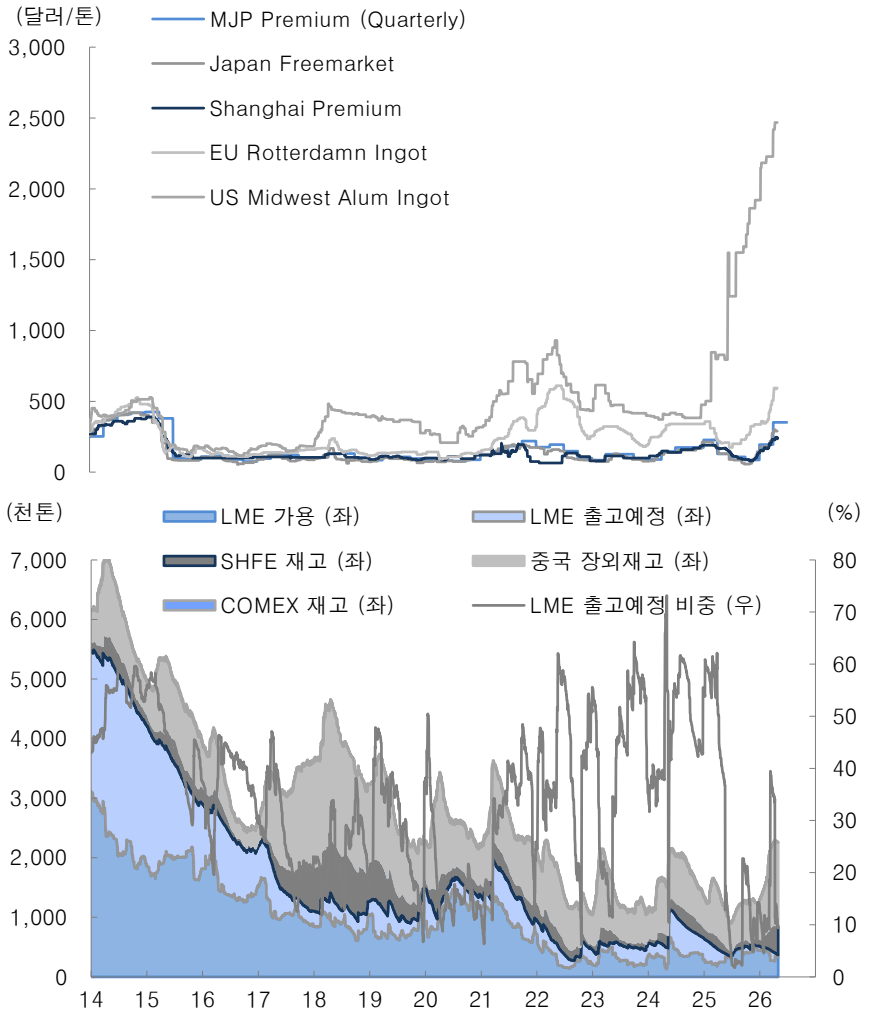
- 알루미늄 가격은 내년에도 추가 상승 가능. 알루미늄은 생산 비용 중 원료인 알루미나(보크사이트) 보다도 더 많이 투입되는 것이 전력. 전력원인 천연가스 가격이 내년부터 본격 상승하는 방향임을 감안하면 비용 전가 따른 추가 상승 가능
- 2021년 투기 수요는 전력원 가격 상승을 탄소중립 정책 + 신재생에너지향 수요로 포장, 이번에는 감산과 데이터센터(전력망), 그리고 태양광으로 포장할 것

알루미늄 가격, 2021년처럼 전력원 가격 상승 시 추가 상승 가능



자료 : Wind, 대신증권 Research Center

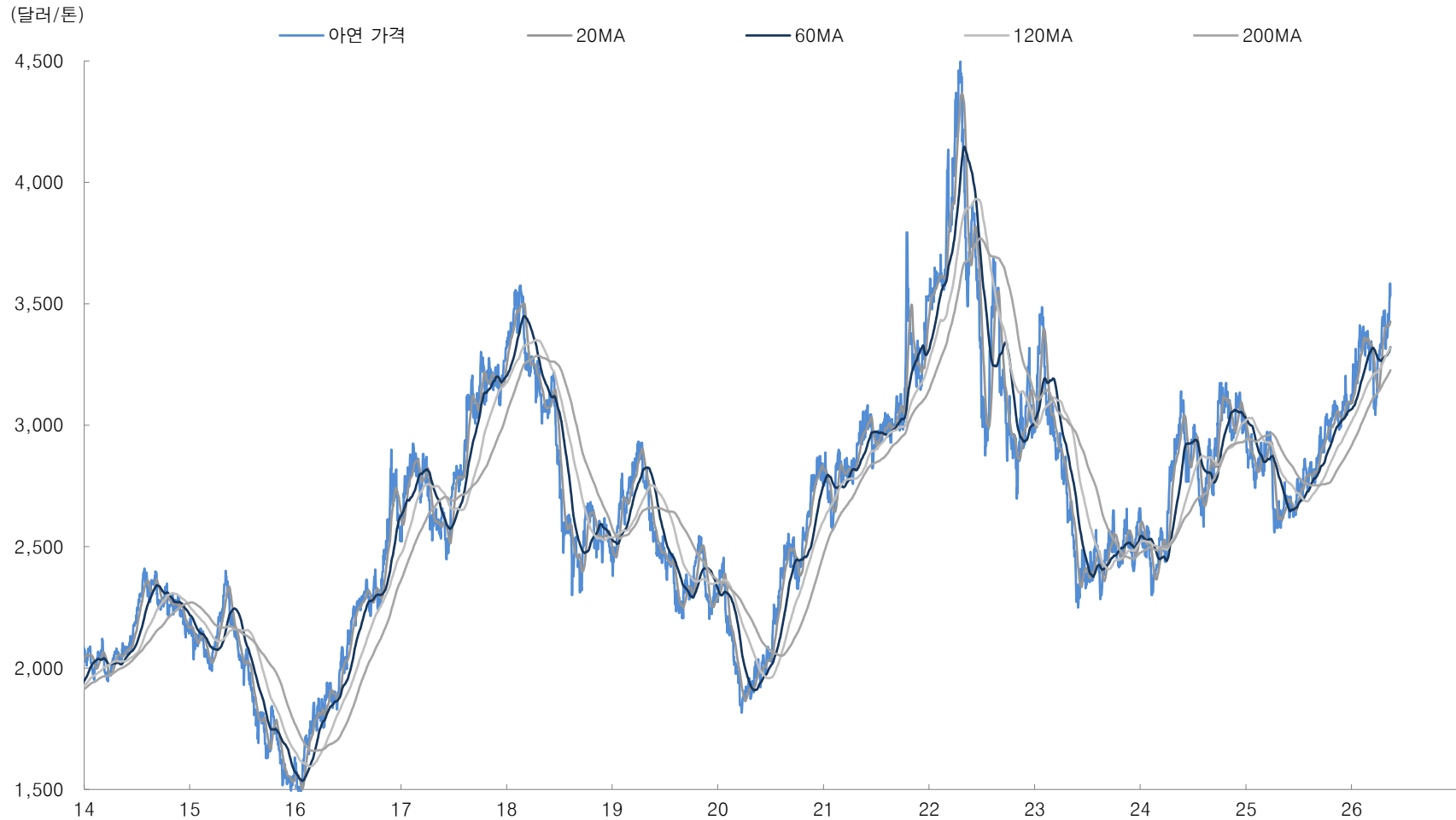
타이트할 수급 속 프리미엄은 내년 중순까지 상승 예상



자료 : Wind, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[아연] 도금향 수요가 부진함에도 상승할 아연 가격, 수요보다 중요한 것은 공급

여전히 취약한 수요. 그럼에도 가격이 상승할 수 있었던 것은 투기 수요가 가져온 감산 + 재건 기대 논리

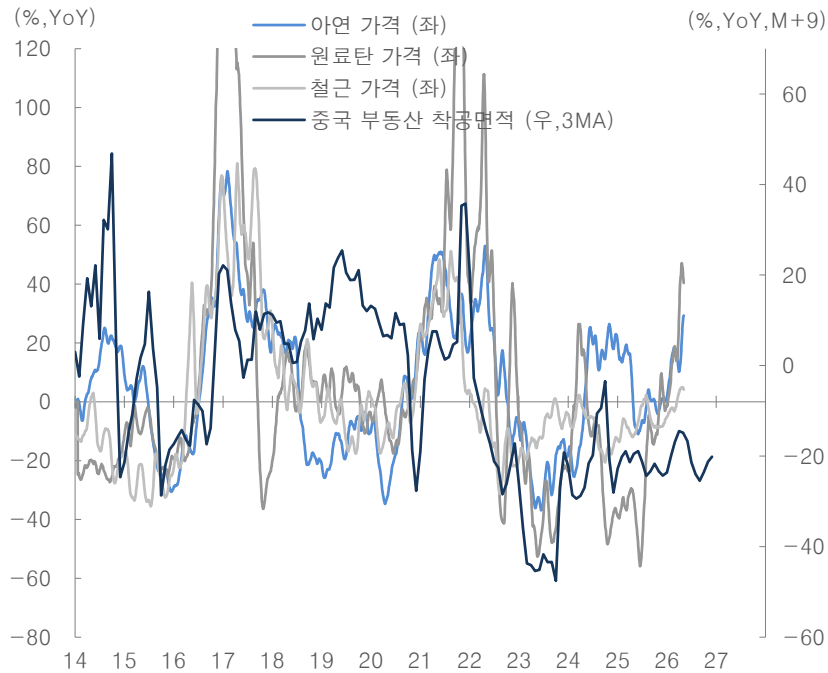


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

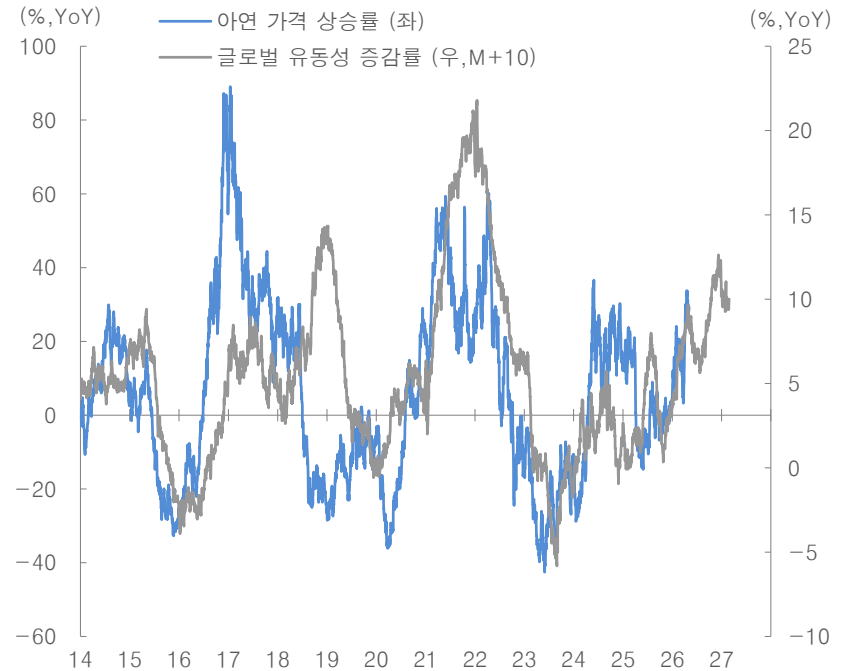
[아연] 아연이 강한 이유는 뒤늦게 반영된 유동성 효과, 투기 수요가 집중되기 적합한 환경

- 아연과 철근, 원료탄은 부동산(건설)향 수요로 대변되는 대표 원자재, 이 때문에 중국의 부동산 착공면적 증감률을 9개월 후행. 지표만 놓고 보면 수요는 취약, 부동산 착공면적 증감률은 연말까지 아연 가격이 부진할 것을 암시
- 그럼에도 아연 가격이 강한 이유는 뒤늦게 반영된 유동성 효과. 아연은 여타 비철금속들과 마찬가지로 글로벌 유동성 증감률을 6~10개월 후행, 투기 수요가 집중되기 적합한 환경. 유동성을 후행하는 철강 가격이 실제도 없는 중동 + 우크라이나 재건과 중국의 도시 배관 교체 프로젝트를 기대감을 선반영하고 있는 것과 같은 맥락

취약한 수요, 그럼에도 아연이 강한 이유는?



뒤늦게 반영된 유동성 효과, 투기 수요가 집중되기 적합한 환경

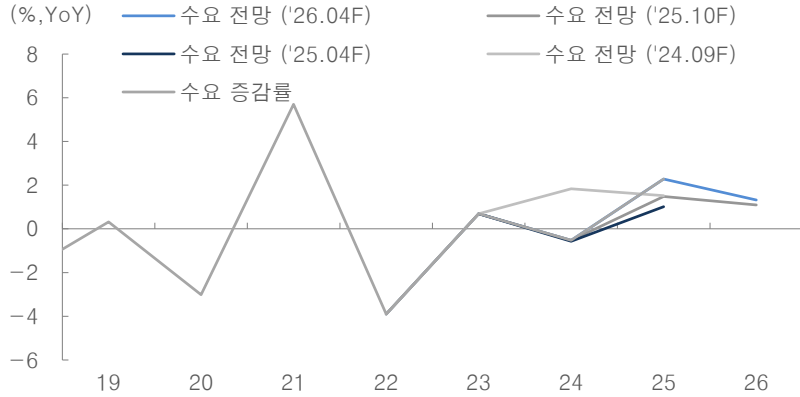


자료 : Bloomberg, Wind, 대신증권 Research Center

자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

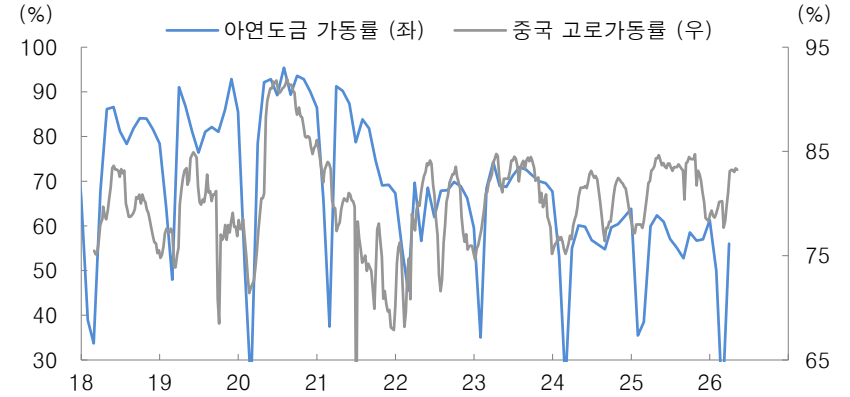
[아연] 도금향 금속인 아연, 실제로 수요는 여전히 취약한 상태

아연 수요는 여전히 낙관적으로 보기 어렵다



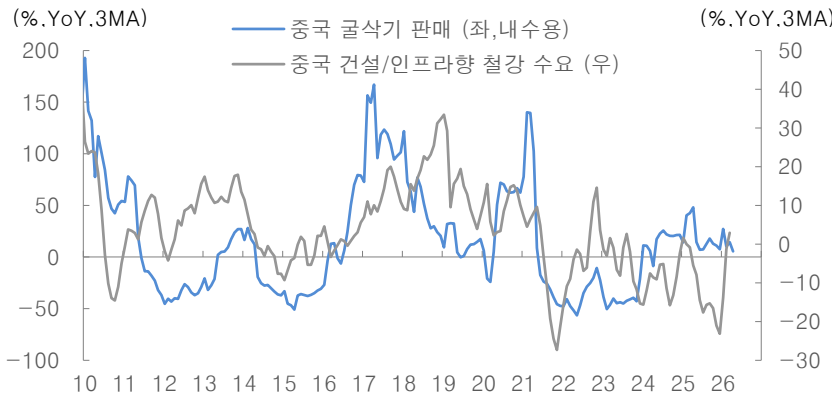
자료: ILZSG, 대신증권 Research Center

도금향 금속인 아연, 2021년 이후부터 지금까지 여전히 취약



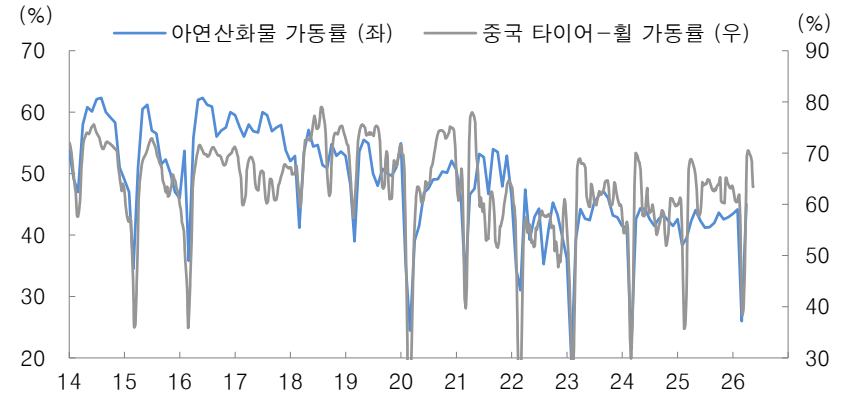
자료: Wind, 대신증권 Research Center

중국의 부동산 경기가 발목



자료: WBMS, Wind, 대신증권 Research Center

내연기관차량 수요 역시 장기간 위축된 상태

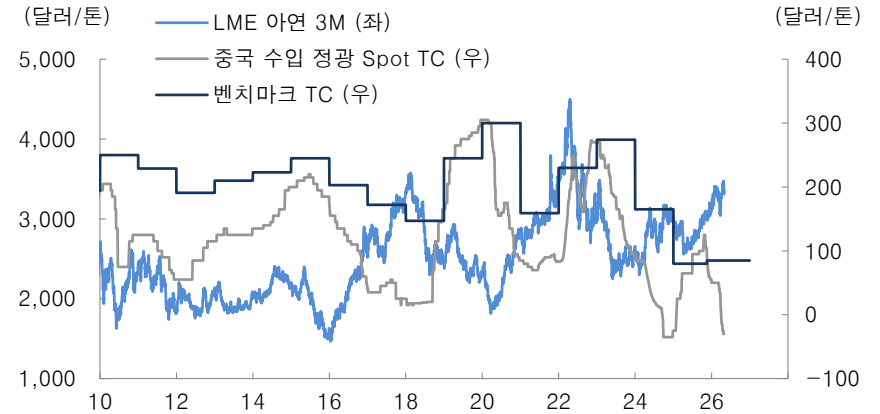


자료: Wind, 대신증권 Research Center

[아연] 지금 투기 수요는 도금향 수요보다 감산을 가격 상승의 명분으로 삼고 있다

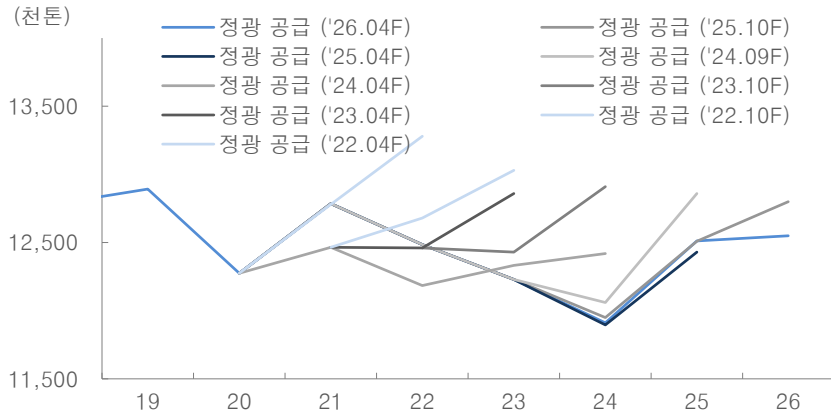
- 뒤늦게 유동성 반영하기 시작하면서 등장한 투기 수요, 이들은 취약한 수요보다는 공급을 명분으로 가격 상승 견인
- 실제로 ILZSG 측은 올해 글로벌 아연 정광 공급 전망치를 지난 전망치 대비 -1.95% 하향. 글렌코어 측은 Antamina 광산의 주요 채굴 상품을 구리·금으로 전환, 2대 산지인 페루는 불안정한 에너지 공급 체계(2026년 3월 가스관 폭발 따른 전력난 발생) 탓에 생산성 의문
- 타이트한 정광 공급은 낮아진 정광 Spot TC 통해서도 확인 가능. 마진 축소로 중국계 제련 기업들의 감산 가능성↑ 투기 수요는 이 부분에 초점

낮아진 생산성, 이는 정광 Spot TC 통해서도 확인 가능



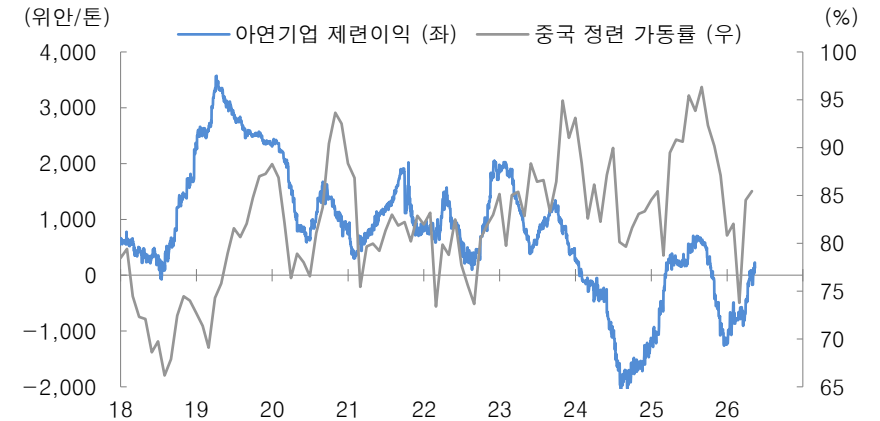
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

ILZSG, 글로벌 정광 공급 전망치 재하향



자료 : ILZSG, 대신증권 Research Center

이익 감소로 제련 기업 감산 가능성↑ 투기 수요는 이 부분에 주목

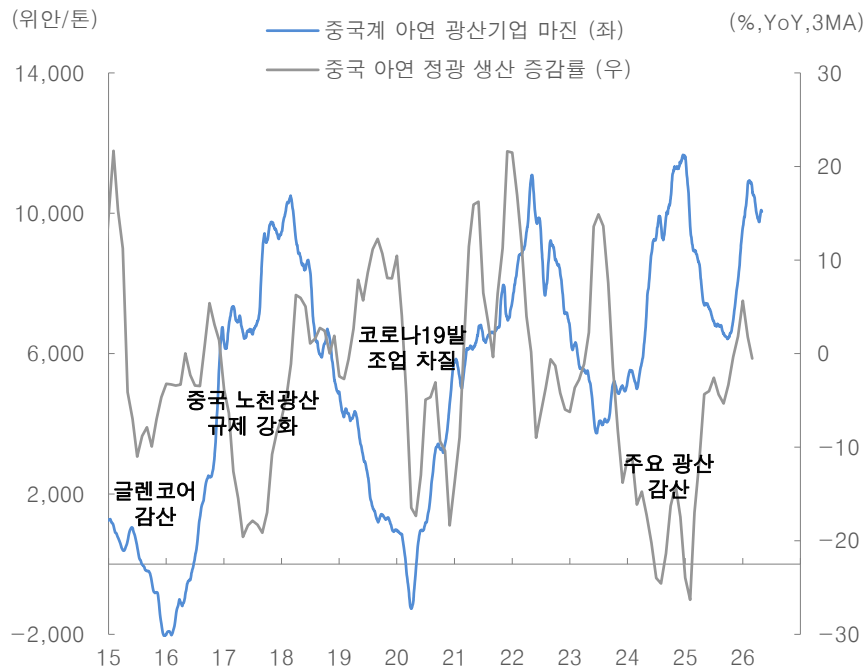


자료 : Wind, 대신증권 Research Center

[아연] 광산들의 높아진 이익 감안하면 공급↑ 가능하지만 문제는 그간 외면한 광산 개발

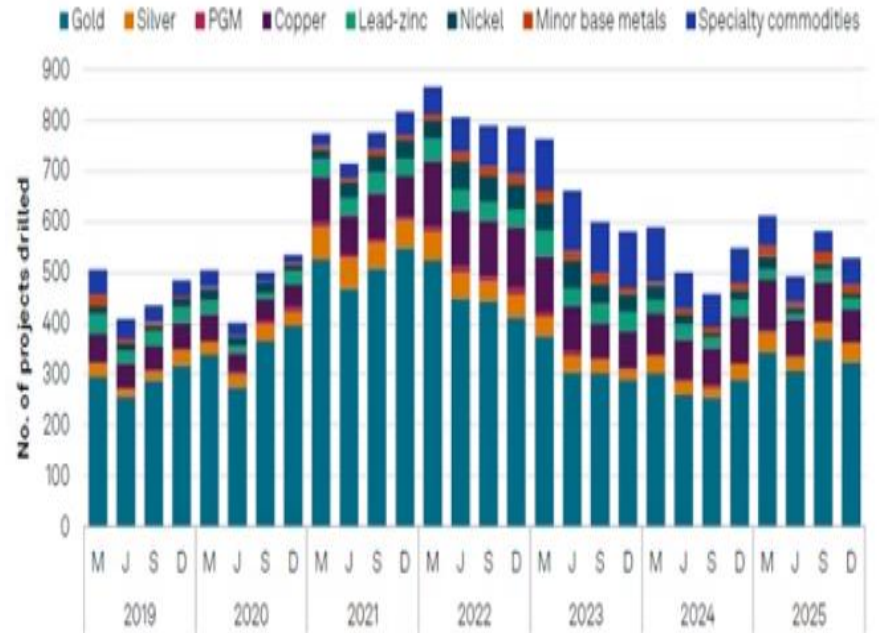
- 물론 광산 기업들의 높아진 이익 감안하면 정광 공급 재확대 가능, 중국계 아연 광산 기업들만 하더라도 톤당 10,000위안 이상 마진 확보
- 그러나 문제는 그간 등한시됐던 광산 개발 투자. CapEx 투자는 공급을 선행. 아연/연 광산은 2022년 이후부터 지금까지 개발 프로젝트 감소세, 실제 아연 정광 생산량이 2021년 수준을 상회하지 못하는 이유
- 구리와 같은 구조적 공급 부족은 투기 수요가 가장 좋아할만한 소재, 이를 기반으로 내년 상반기까지 아연 가격에 대한 낙관적 접근 필요

물론 광산 기업들의 높아진 이익 감안하면 공급 재확대 가능



자료 : WBMS, ILZSG, Wind, 대신증권 Research Center

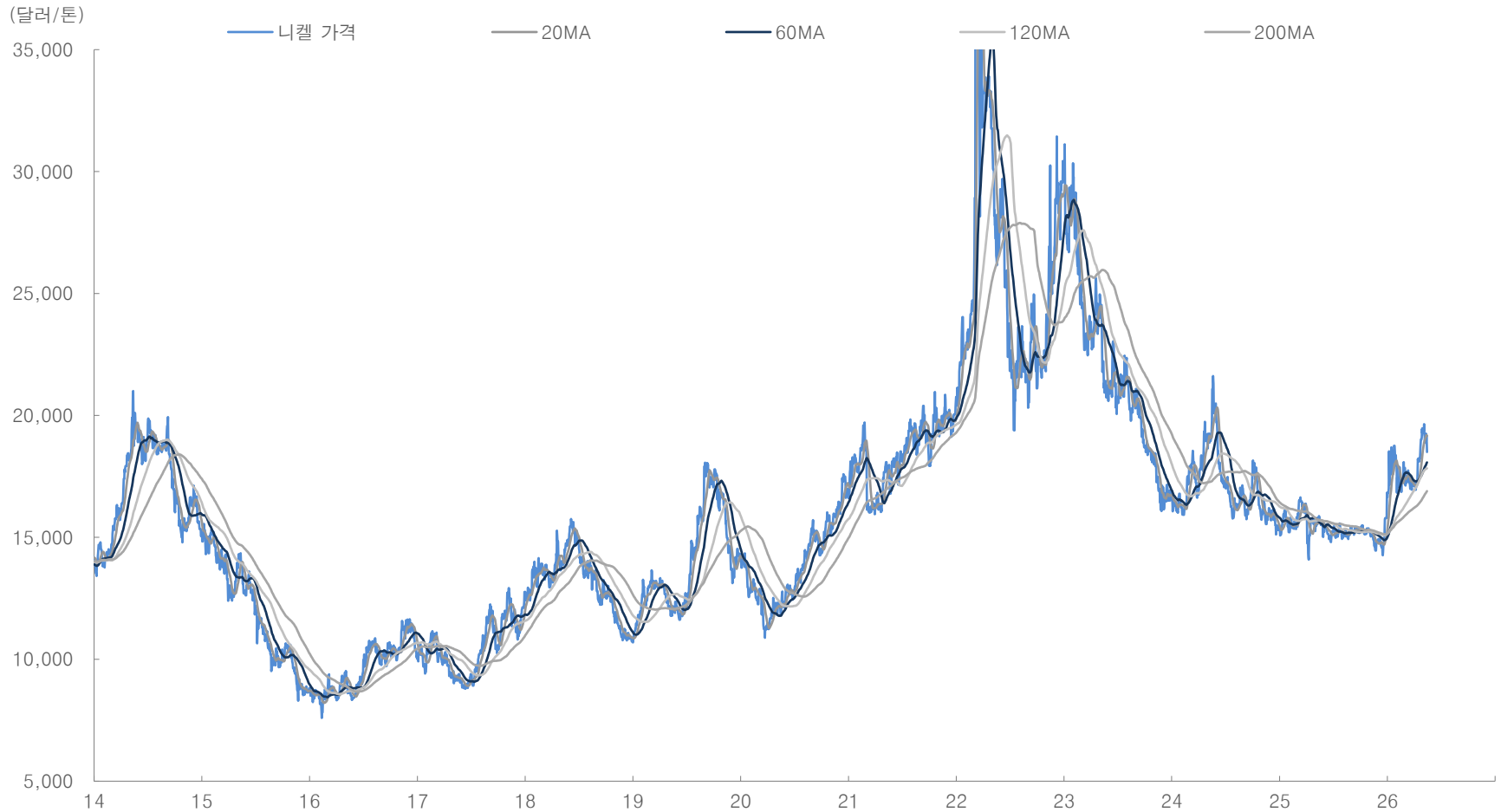
그러나 그간 등한시됐던 광산 개발, 신규 공급은 기대 제한적



자료 : S&P Global Market Intelligence, 대신증권 Research Center

[니켈] 니켈 역시 수요보다는 감산 + 공급 차질 우려에 초점

전기차향 수요는 약하지만 지금 시장은 인도네시아의 감산 + 필리핀의 생산 비용 상승 효과에 초점

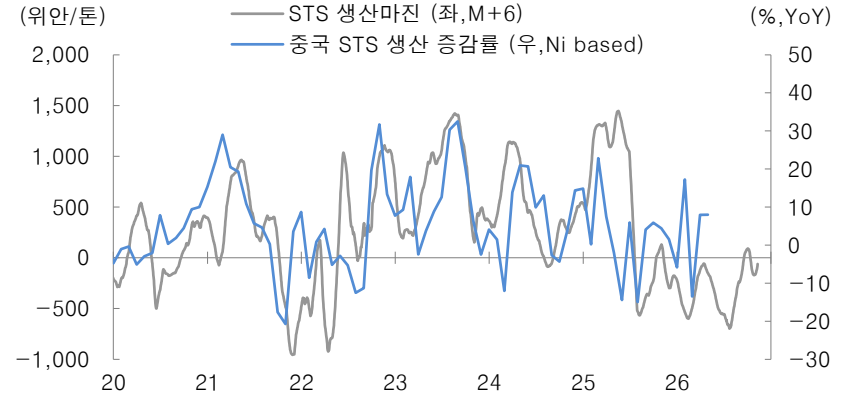


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[니켈] 전기차와 STS향 수요는 여전히 취약

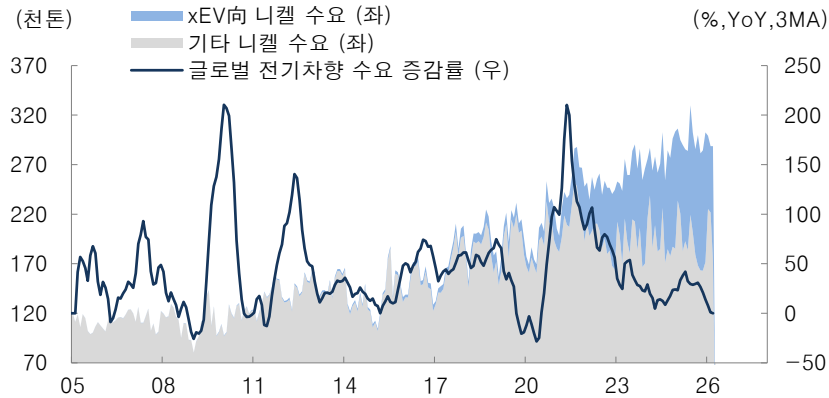
- 니켈 수요는 여전히 취약. INSG는 올해 글로벌 니켈 수요 증감률 전망치를 기존보다 2%p 낮은 +4.2%yoy로 조정
- 실제로 전기차향 수요 비중은 판매세가 둔화되면서 40%대에서 29.3%로 축소. EU의 내연기관차 금지 조치 완화 + 전기차에 대한 미국의 세액 공제 폐지 앞두고 기대감 툭-다운
- 최대 수요처인 STS향 역시 취약한 것은 마찬가지. 여전히 부진한 중국의 건설 경기, 이 때문에 니켈 수요를 선행하는 STS 생산 마진은 마이너스(-) 권역 위치, 올 연말까지 큰 기대 제한적

STS향 수요는 연말까지 기대감 제한적



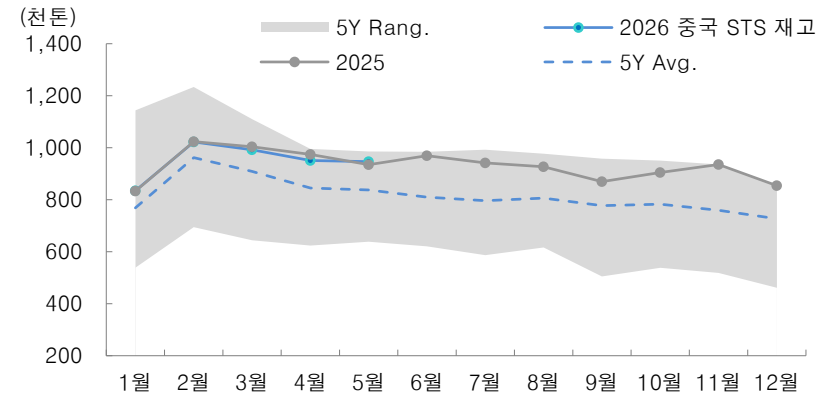
자료 : Wind, My Steel, 대신증권 Research Center

전기차향 니켈 수요는 성장성 급격히 둔화



자료 : WBMS, SNE, Marklines, 대신증권 Research Center

STS 재고만 하더라도 과거 5년 레인지 상단 위치

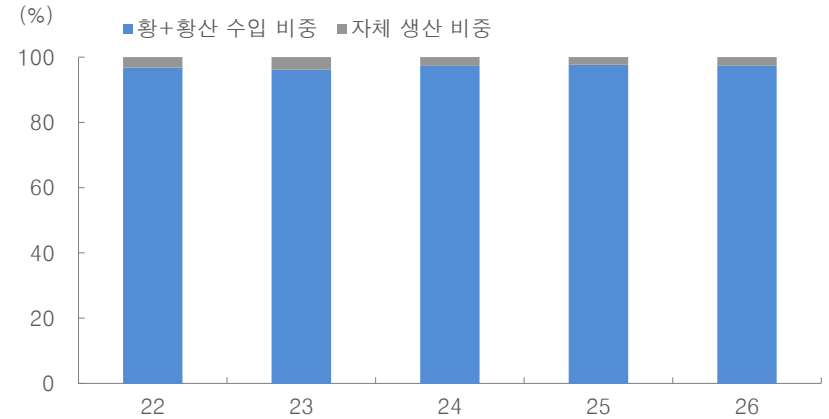


자료 : Wind, 대신증권 Research Center

[니켈] 호르무즈 해협 개방시 황산 수출↑ 인니의 니켈 생산차질 우려↓ 가능

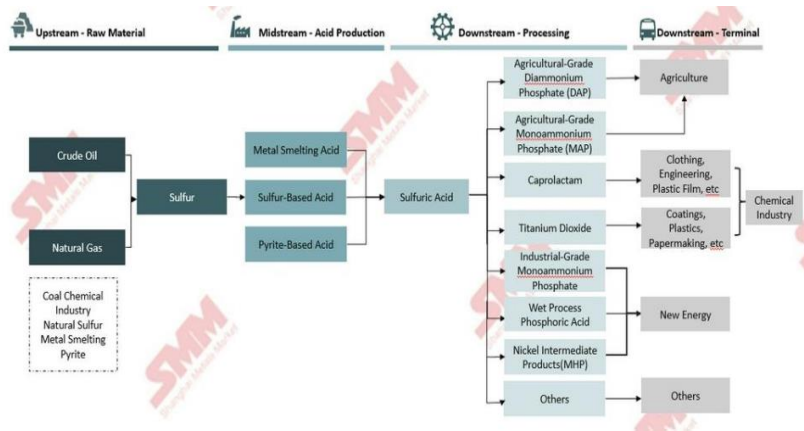
- 종전(호르무즈 해협 개방) 시 가격 조정 가능. 현재 호르무즈 해협 봉쇄가 길어지면서 황산 부족 발생한 상황, 니켈, 구리 등 비철금속 전반 생산 차질 우려↑ 가격상방 변동성 확대
- 그렇기에 종전이 중요. 글로벌 최대 니켈 산지는 인도네시아, 인도네시아는 2.5%만을 국내에서 조달, 대부분은 호르무즈 해협에 의존. 종전 시 이들의 조업 정상화 가능, 추락한 황산니켈 제련 이익 역시 반등 가능

중동산 황산 의존도 높은 최대 니켈 산지인 인도네시아



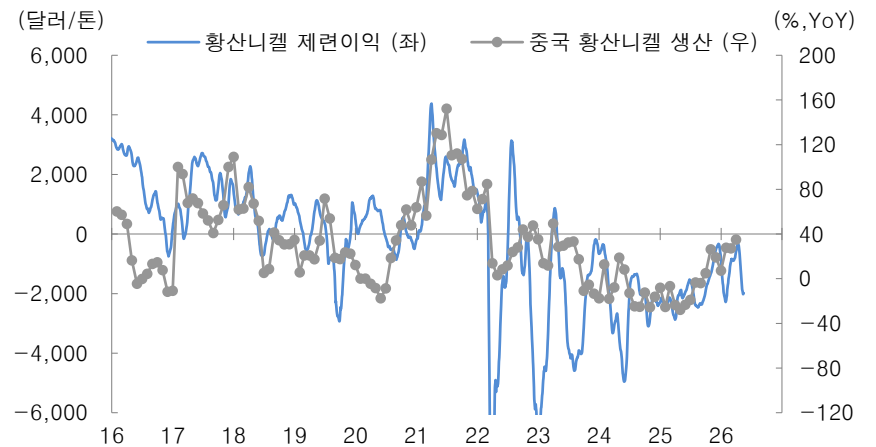
자료 : SMM, 대신증권 Research Center

호르무즈 해협 봉쇄가 촉발한 황산 부족 사태



자료 : SMM, 대신증권 Research Center

종전(호르무즈 해협 개방) 시 니켈 생산 차질 우려 툰-다운 가능



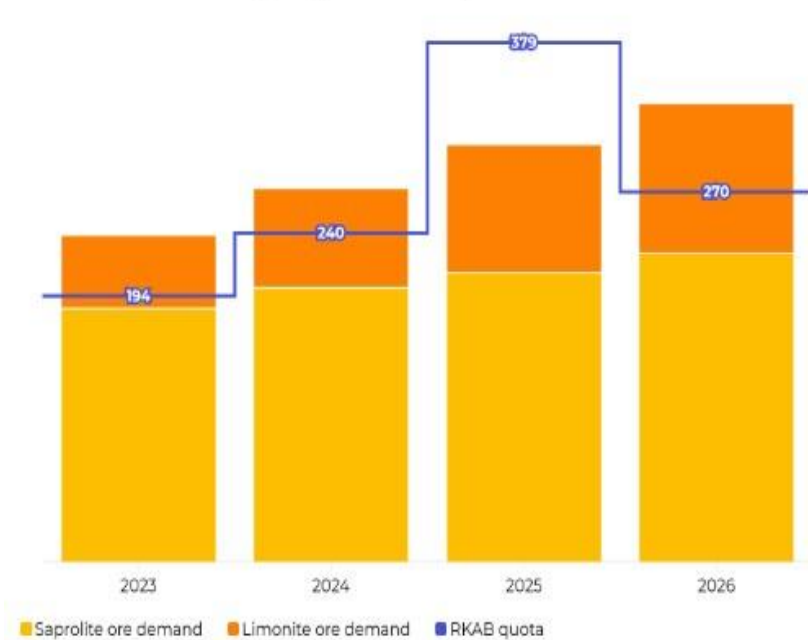
자료 : Wind, 대신증권 Research Center

[니켈] 그러나 문제는 인도네시아 정부 주도로 전개되는 대규모 감산

- 그러나 인도네시아 정부 주도로 전개될 대규모 감산은 가격 하방 경직성 강화시킬 Key
- 인도네시아 정부는 올해 광산 기업들에게 니켈 채굴 할당량을 2024년 생산 수준대로 삭감
- 2022~2024년 니켈이 공급 과잉 발생했던 원인은 인도네시아의 대규모 증산, 그런 인도네시아가 감산을 진행한다는 점에서 수급 안정화 가능

인니 정부, 올해 니켈 채굴 할당량을 2024년 생산 수준으로 삭감

Indonesian ore demand by ore type and RKAB quota. Units: Mwmmt



니켈 최대 생산자 인니의 감산은 가격 하방 경직성 강화 요인



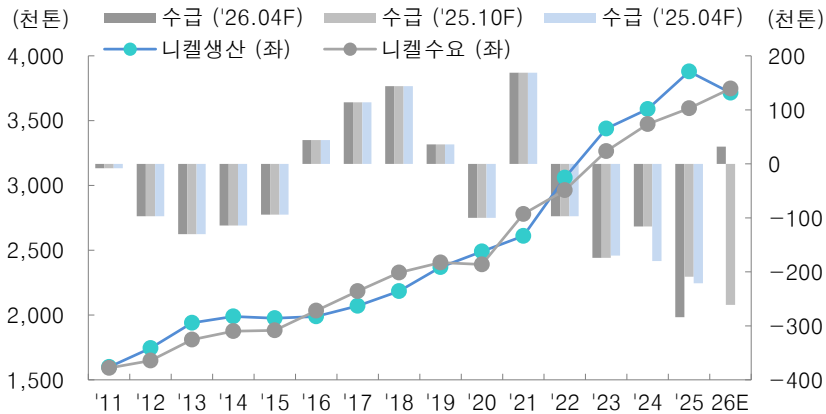
자료 : BENCHMARK, 대신증권 Research Center

자료 : Bloomberg, SMM, Macquarie, 대신증권 Research Center

[니켈] 인도네시아의 NPI/FeNi 초과이익세 인상 가능성, 니켈은 수요우위 전환 가능

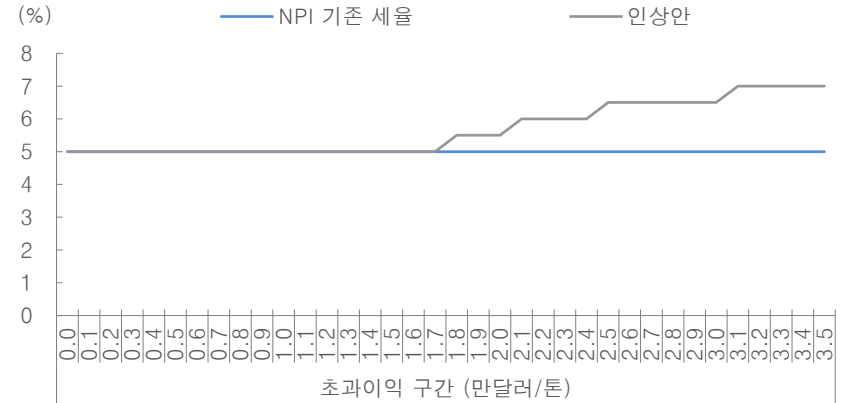
- 인도네시아 정부는 당초 NPI/FeNi에 대한 초과이익세 인상을 잠정 연기. 다만, 인상 방향은 여전히 유효
- 2015년 신광업법 시행 당시 자국 내 고부가가치 산업(니켈 제련) 투자 유치 위한 목적으로 니켈 정광 수출 금지, 이후 중국 니켈 제련업은 인도네시아로 대거 이탈
- 이와 마찬가지로 NPI/FeNi에 대한 초과이익세 인상 계획은 중국의 전기차 관련 산업을 강제 유치하기 위한 목적, 그러한 점에서 세금 인상은 순조롭게 진행 예상
- 인도네시아의 감산, 그리고 초과이익세 인상으로 발생할 수출 공백은 니켈 수급을 개선시킬 Key, 올해 수요우위 전환 가능

인니의 감산과 증세는 니켈을 수요우위로 전환시킬 것



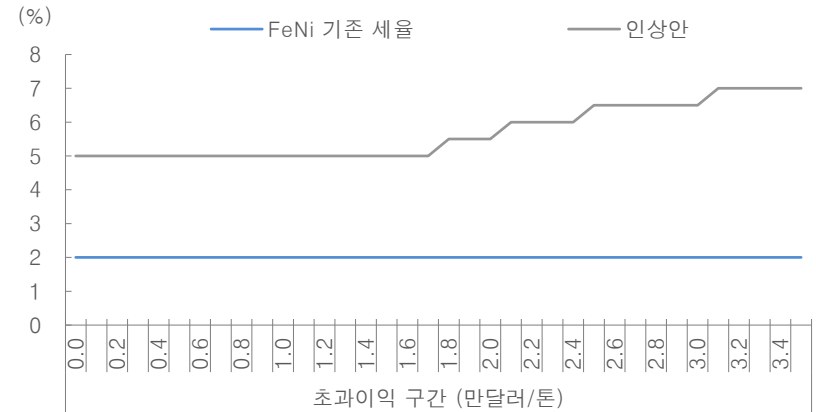
자료 : INSG, 대신증권 Research Center

잠정 연기된 NPI/FeNi에 대한 초과이익세 인상



자료 : SMM, 대신증권 Research Center

그러나 고부가가치 산업 유치 위해 예정대로 인상 예상

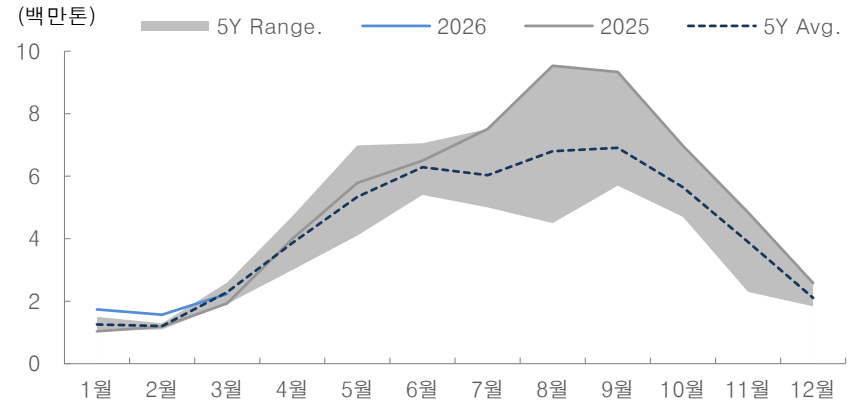


자료 : SMM, 대신증권 Research Center

[니켈] 내년 공급 역시 문제, 에너지 가격 본격 상승 시 필리핀 생산 Cost↑ 비용 전가 불가피

- 내년에도 니켈 가격 상승 방향 유효. 니켈 2대 산지는 필리핀, 그 중에서도 주요 생산지는 Surigao 지역. 이 지역은 매년 10월부터 익년도 3월까지 우기, 노천 광산(라테라이트 계열)과 수출 항구에서는 안전상 이유로 4~9월 선적 진행
- 문제는 에너지 가격이 올해 4/4분기를 기점으로 내년 사상 최고치를 경신할 시 필리핀 광산들의 생산 비용↑ 불가피하다는 점. 실제로 올해 2월말 이란 전쟁 발발하면서 에너지 가격 급등하자 필리핀의 니켈 광물 생산 비용↑ 비용 전가되면서 니켈 가격도 급등. 내년 상반기까지도 니켈 가격 상승이 기대되는 이유

광산 + 수출 항구에서는 안전상 이유로 4~9월 선적 진행



주: 필리핀 니켈 정광 수출 추이

자료: My Steel, 대신증권 Research Center

니켈 주요 산지인 Surigao, 매년 10월부터 익년도 3월 우기

지역	우기	출하시기	품위	정광공급비중
Surigao/ Tubay	매년 10월 ~익년도 3월	매년 4~10월	M.High	78%
Palawan	매년 4~10월	매년 11월 ~익년도 7월	Low	10%
Zambales	매년 4~10월	매년 11월 ~익년도 7월	M.Low	6%
Tawi-Tawi	-	-	M.High	6%

자료: 대신증권 Research Center

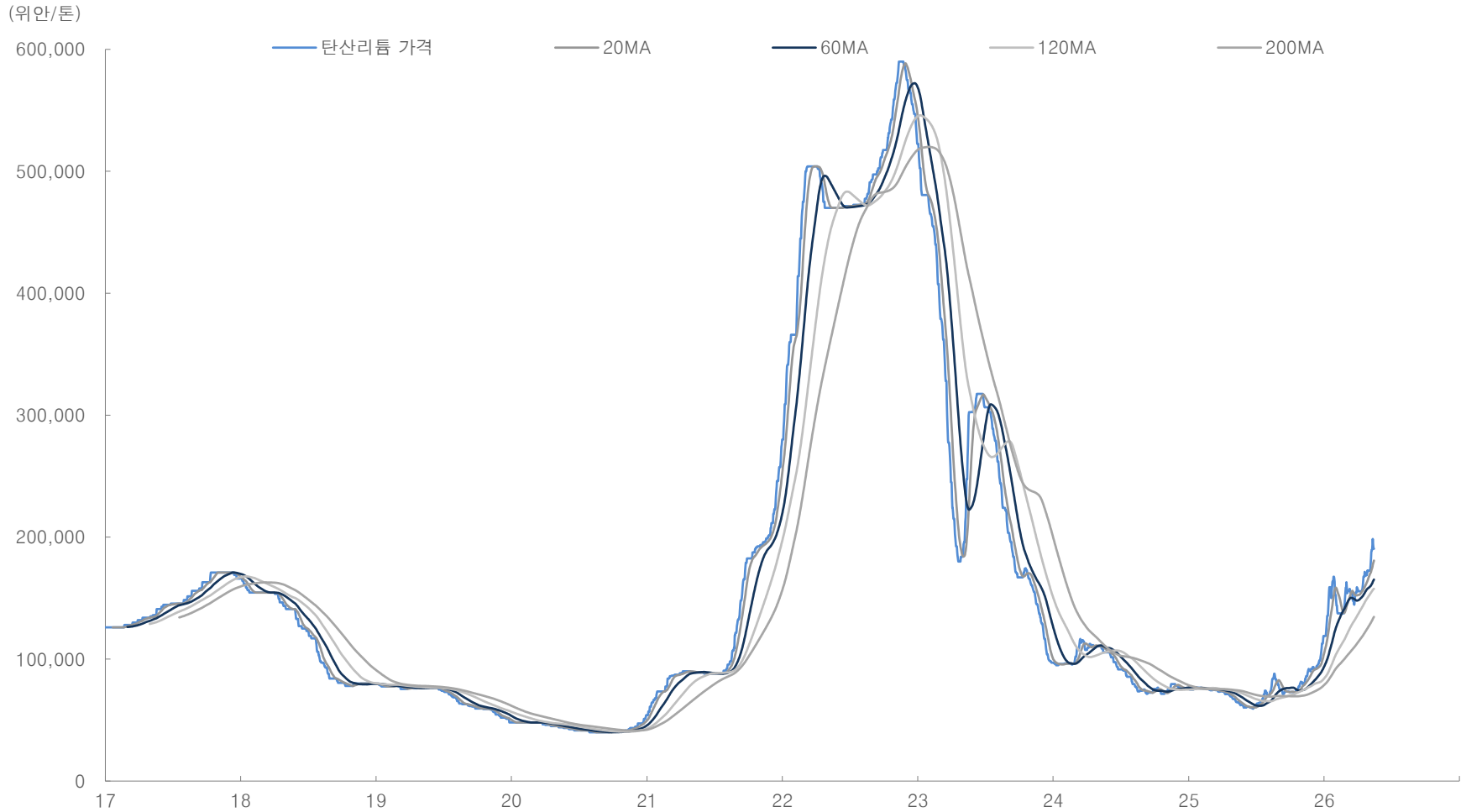
문제는 내년 에너지 가격 상승 시 생산 Cost↑ 비용 전가 불가피



자료: S&P Global Market Intelligence, 대신증권 Research Center

[리튬] 리튬, 중국의 감산과 뒤늦게 반영될 유동성 고려, 내년 40만위안까지 상승 유효

업-스트림과 미드-스트림에서 동시 다발적으로 감산하는 중국. 이러한 가운데, 뒤늦게 반영될 유동성은 투기 수요를 한층 더 강화시킬 것

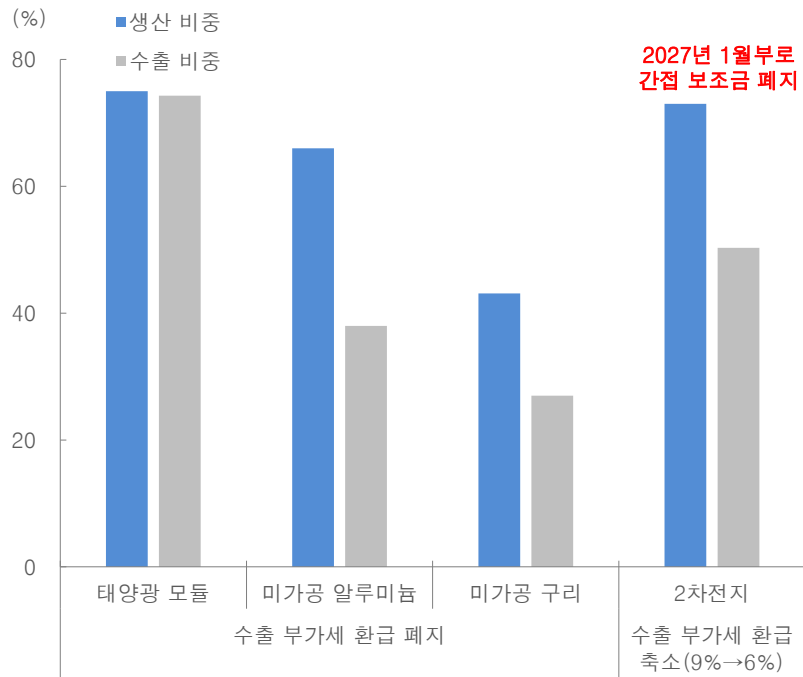


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[리튬] 리튬 가격을 견인하는 중국, 내년에는 간접 보조금 전면 폐지 예고

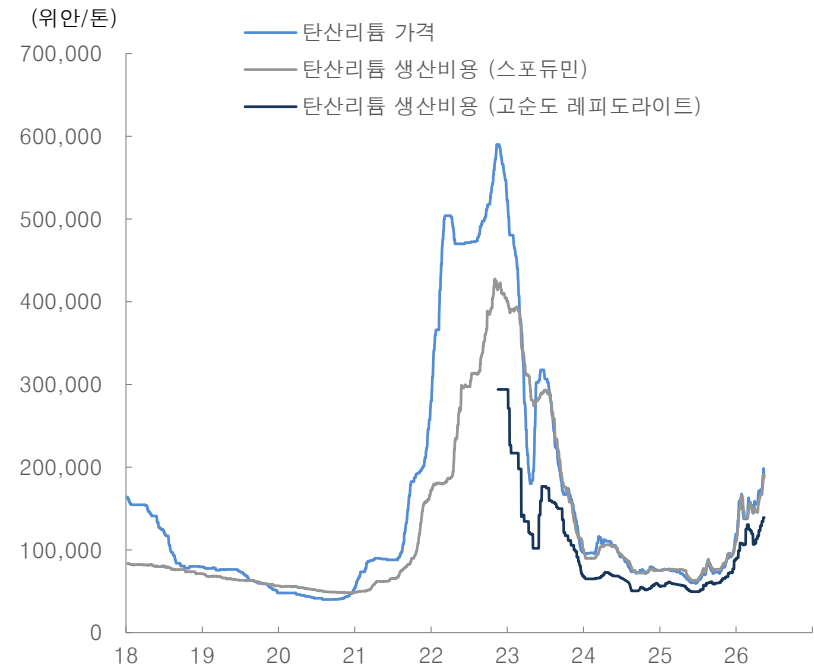
- 지난해부터 리튬 가격 상승을 견인하는 것은 수요도 아닌 중국의 정책. 중국 정부는 2차전지 생산 기업들의 자연 감산 유도 목적으로 2024년 11월부터 간접 보조금(수출 부가세 환급률) 삭감, 올해 4월부터는 9% → 6%로 삭감, 2027년 1월에는 간접 보조금을 전면 폐지한다는 방침
- 중국의 2차전지 생산 기업 대부분은 수직 계열화 형태, 2차전지에 대한 압박(생산 비용 ↑)은 업-스트림(광산-제련)의 감산을 유발

중국 정부는 2차전지에 대한 간접 보조금 ↓ 자연 감산 유도



주: 전 세계에서 중국의 생산 및 수출 비중
자료: WBMS, 대신증권 Research Center

간접 보조금 축소 영향으로 생산 비용 상승폭 확대

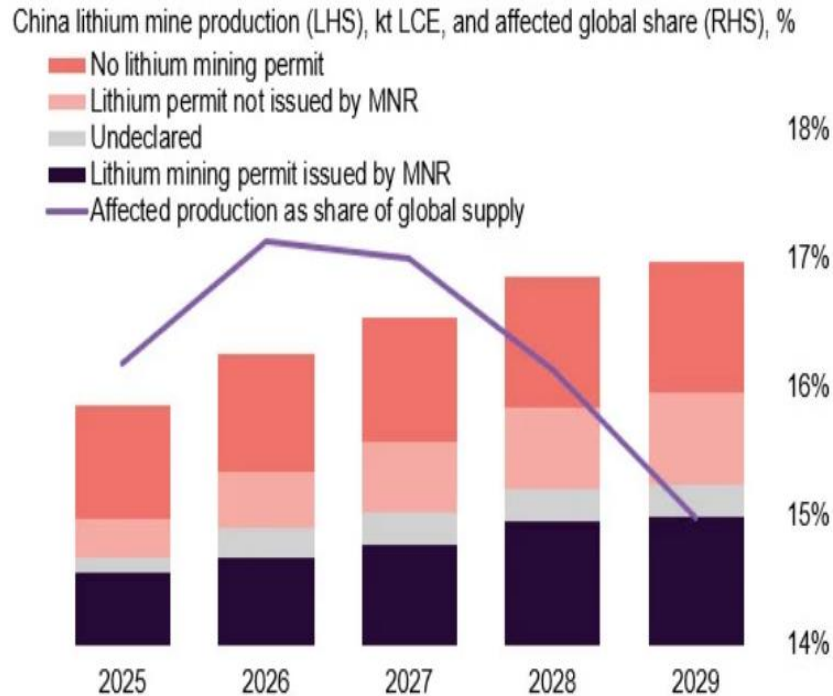


자료: Wind, 대신증권 Research Center

[리튬] 한층 더 강화된 중국의 감산, 가격 추가 상승 가능

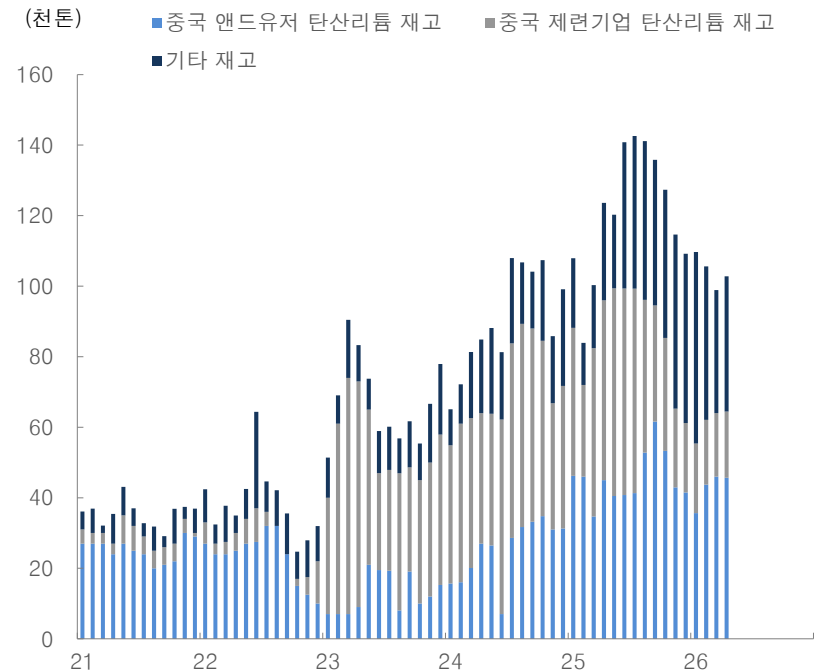
- 감산 조치는 업-스트림에서도 동시 다발적으로 진행 중. 지난해 7월 중국 자연자원부는 새로 시행된 <광산업 자원법>을 근거로 리튬(전략광물) 채굴 활동에 대한 감독·심사 강화(채굴 인가량 초과 여부, 무허가 채굴 활동 유무, 환경 영향/안정성 평가 등)하기로 결정, CATL 등 주요 생산 기업들이 채굴 허가권을 재발급(갱신) 받았음에도 조업 정상화가 지연되는 이유
- 5월 9일에는 자원 보존 목적으로 <광산업 자원법> 추가 보완, 전략광물에 대한 무분별한 탐사/개발 방지한다는 방침. 중국 내에서는 해당 조치가 시행될 경우 장시 지역의 리튬 공급 10%가 영구히 제한될 것으로 추정

감산 조치는 업-스트림에서도 동시 다발적으로 진행



자료 : CRU, 대신증권 Research Center

지난해 7월부터 빠르게 감소한 제련소 재고, 감산 효과 확인

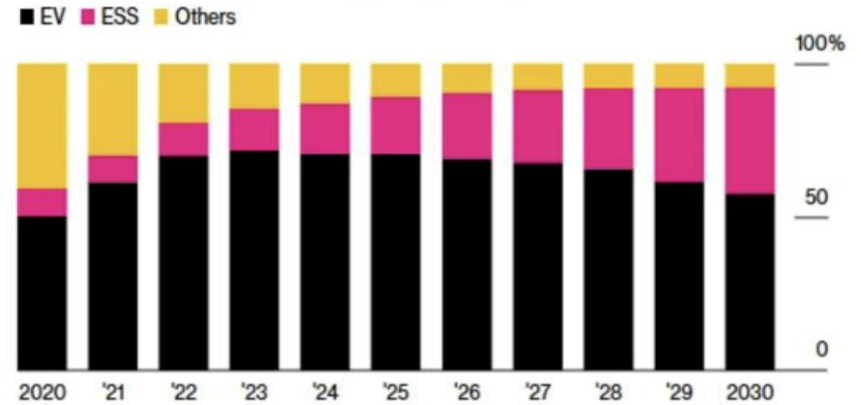


자료 : My Steel, 대신증권 Research Center

[리튬] 특히, 뒤늦게 유동성 반영하면서 투기 수요↑

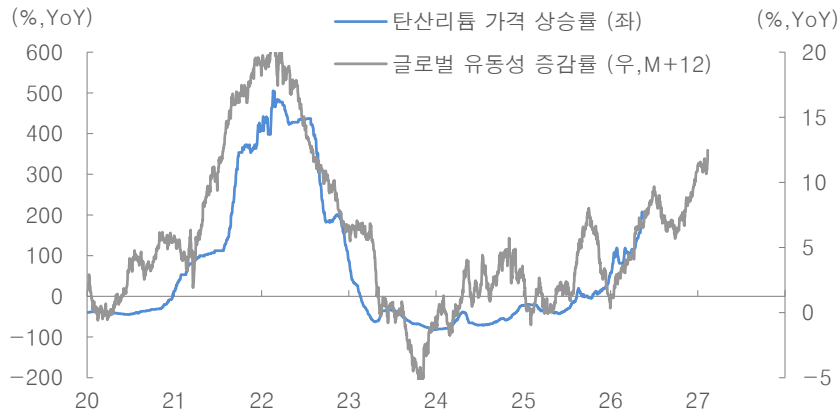
- 특히, 가격 상승 견인하는 주요 원동력은 유동성. 리튬은 다른 비철금속과 마찬가지로 유동성을 후행(12개월)하는 자산, 뒤늦게 반영될 때마다 투기 수요↑
- 지금 투기 수요에게 중요한 것은 명분, 일각에서는 높아진 유가를 이유로 ESS 수요가 팽창될 것이라 주장. 전체 리튬 수요에서 ESS 향은 21%에 불과, 하지만 투기 수요에게 중요한 것은 현재가 아닌 미래 성장성. 뒤늦게 반영되고 있는 유동성 + ESS의 성장 기대 (투기 수요) 가 리튬 가격을 내년 상반기까지 이끌 것

ESS향 수요는 전체 리튬 수요에서 21%에 불과



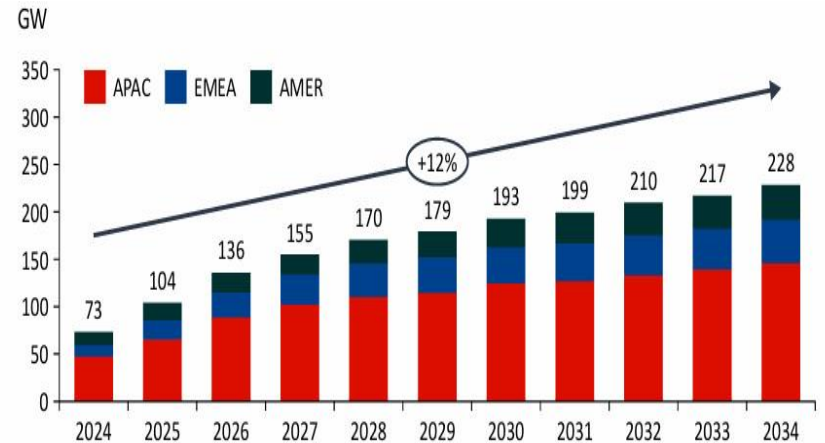
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

특히, 뒤늦게 유동성 반영하면서 투기 수요↑



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

그러나 투기 수요는 미래 성장성을 명분으로 접근할 부분



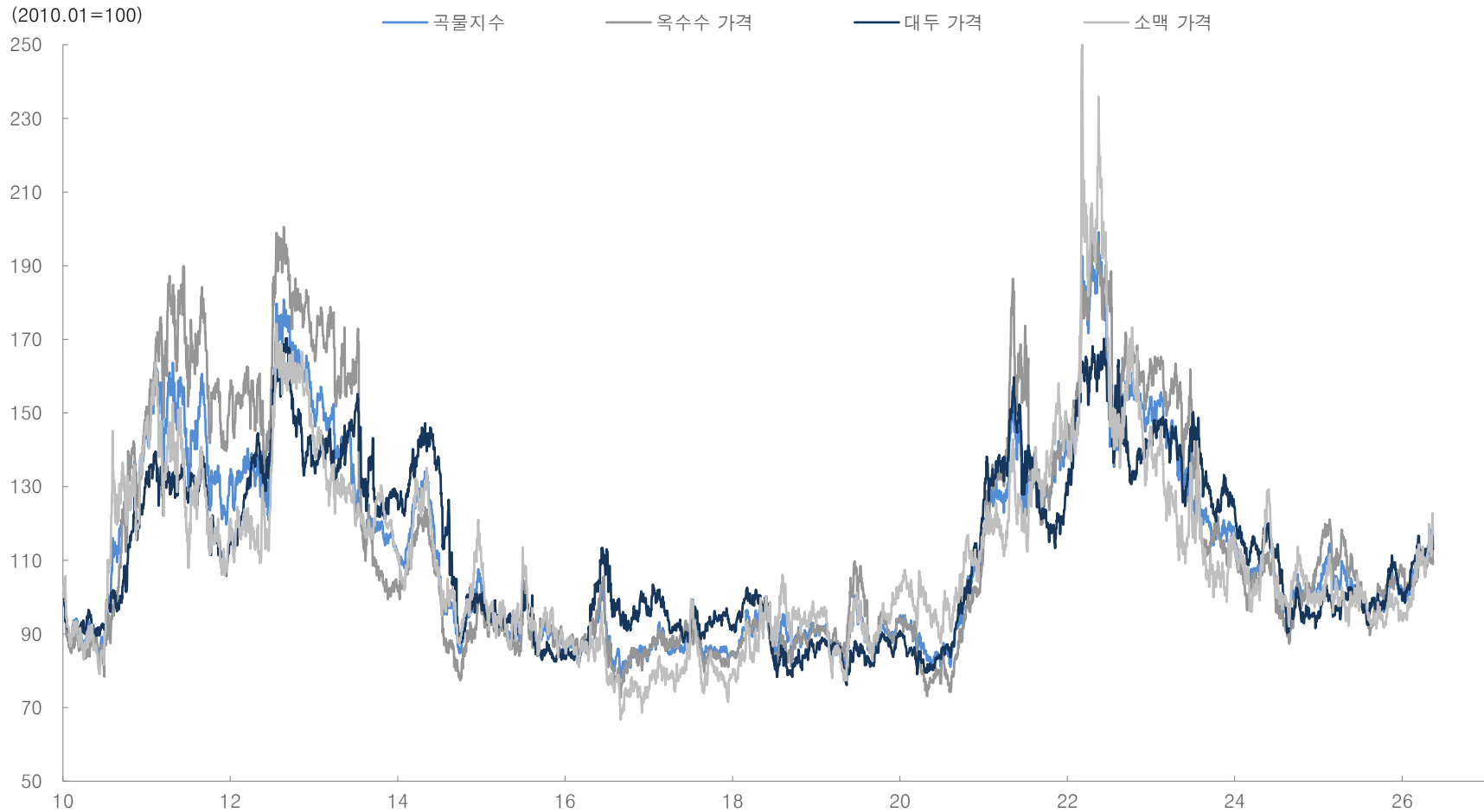
자료 : Rystad Energy, 대신증권 Research Center

[농산물] 문제의 엘니뇨, 아직 때가 아니다

슈퍼 엘니뇨로 지연된 가스 상승, 비료에 의한 비용 전가도 순연될 수밖에
오히려 올해는 곡물보다 소프트, 코코아와 원당에 주목 필요

[곡물] 반등한 곡물. 다만, 이는 이란 전쟁 + 미중 합의의 결과, 본격 상승은 올해보다는 내년

반등한 곡물. 다만, 이는 어디까지나 이란 전쟁 + 미중 합의의 결과. 본격적인 상승은 올해보다는 내년, 올해는 소프트의 반등 가능성 주목

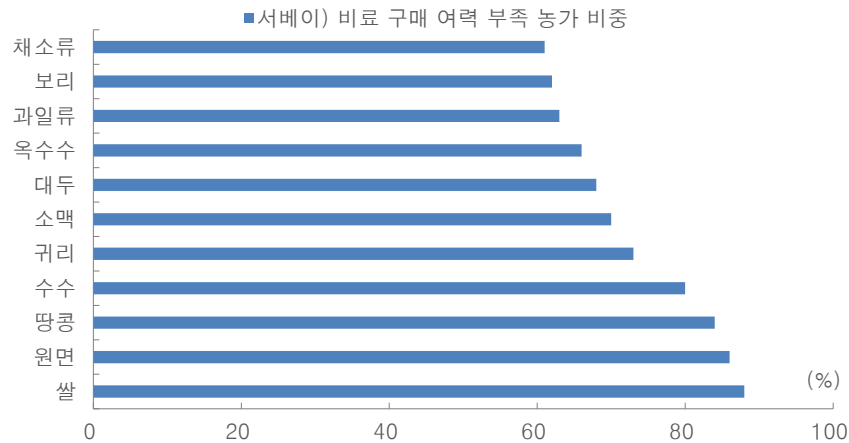


자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[곡물] 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 비료 구매 부담, 인플레이션 압력↑

- 일각에서는 농산물 대란 가능성 경고. 호르무즈 해협 봉쇄 사태로 전 세계 질소계 비료 수출의 33%가 차단된 가운데, 보밀 + 옥수수(북반구)의 파종 시즌이 도래했기 때문
- AFBF(미 농업 개량 연맹) 서베이에서는 미국 내 농가 중 70%는 비료를 구매할 여력이 없는 것으로 확인
- 질소계 비료 가격 상승률은 식품 CPI를 6개월 선행, 곡물 공급에 대한 전망이 악화(신곡 수확 가이드스↓ 또는 작황 우수 등급↓) 될 것이라는 일각의 주장이 설득력을 얻는 순간

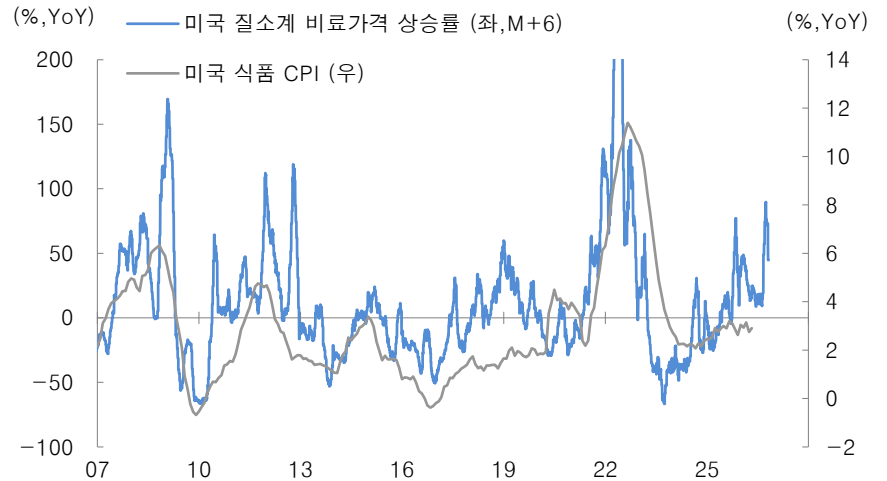
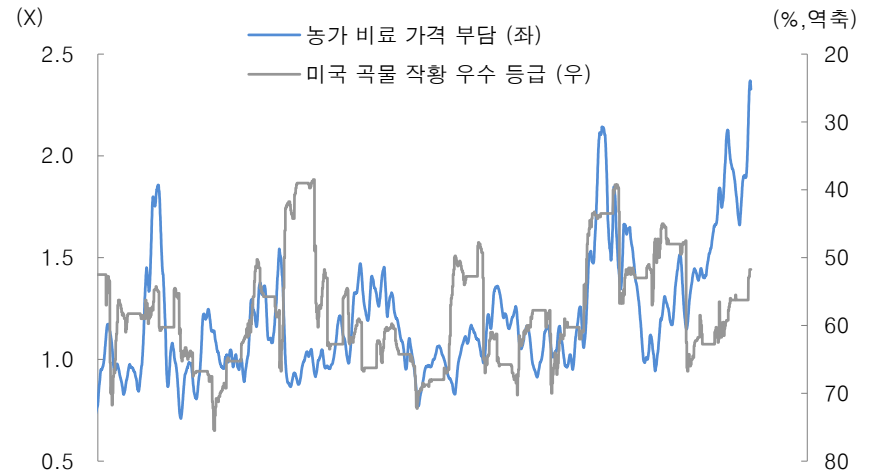
호르무즈 해협 봉쇄되면서 비료 구매 부담↑



주: 미국 농가 5.7백명 대상 서베이(4/3~4/11)

자료: AFBF, 대신증권 Research Center

높아진 비료 가격, 이는 6개월 후 식품 물가의 상승을 경고

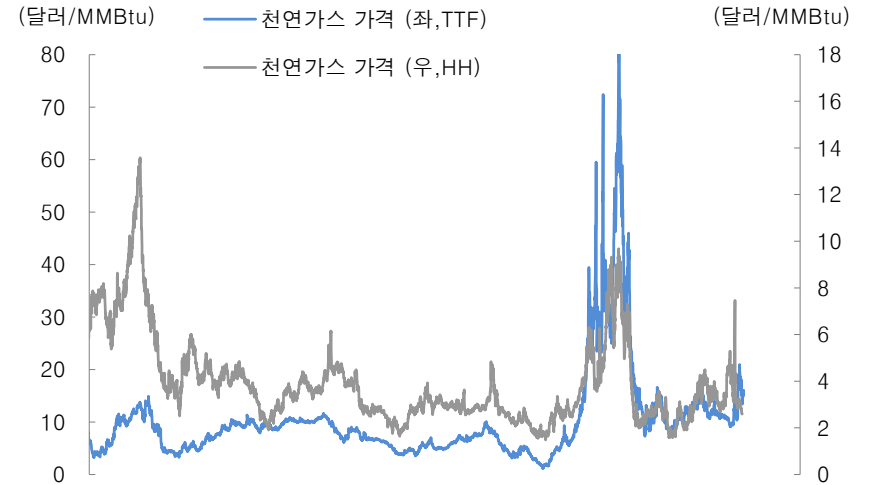


자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

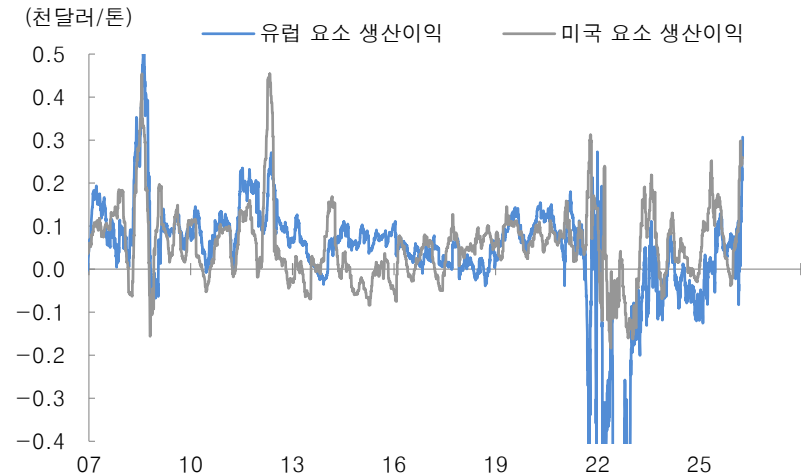
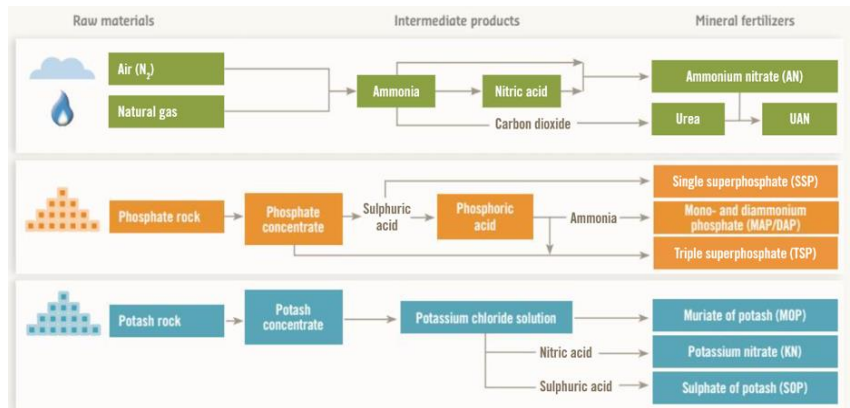
[곡물] 다만, 당장 농산물 대란 가능성 지양. 비료 원료로 보면 올해보다 내년↑ 가능성 무게

- 다만, 당장 농산물 대란과 같은 과도한 비관론 지양. 미국과 이란은 종전 위한 물밑 협상 지속. 예단하기 어렵지만 전쟁 종식 시 수출의 빠른 정상화 가능
- LNG 수출까지 재개된다면 천연가스를 원료로 삼는 질소계 비료 가격은 한층 더 빠르게 안정될 수 있는 부분. 천연가스의 본격적인 상승 시점이 내년으로 순연됐다는 점에서도 당장 농산물 대란을 고민하는 것은 시기 상조

가스의 본격 상승 시점은 내년으로 순연, 곡물도 내년↑ 더 유력



질소계 비료 원료인 가스, 호르무즈 해협 개방 시 가격 진정 가능



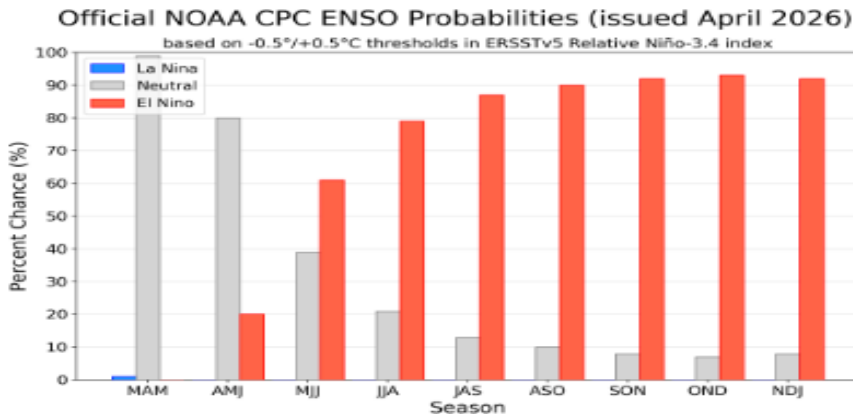
자료 : Fertilizers Europe, 대신증권 Research Center

자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[곡물] 특히, 지금은 슈퍼 엘니뇨 구간, 곡물 작황에 우호적인 환경

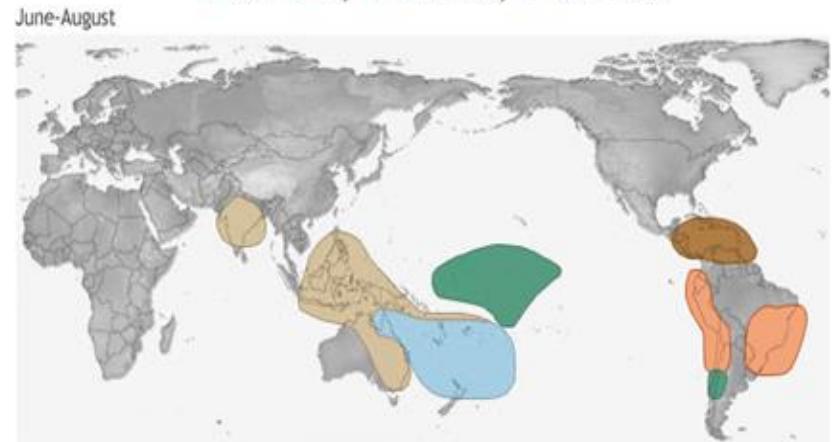
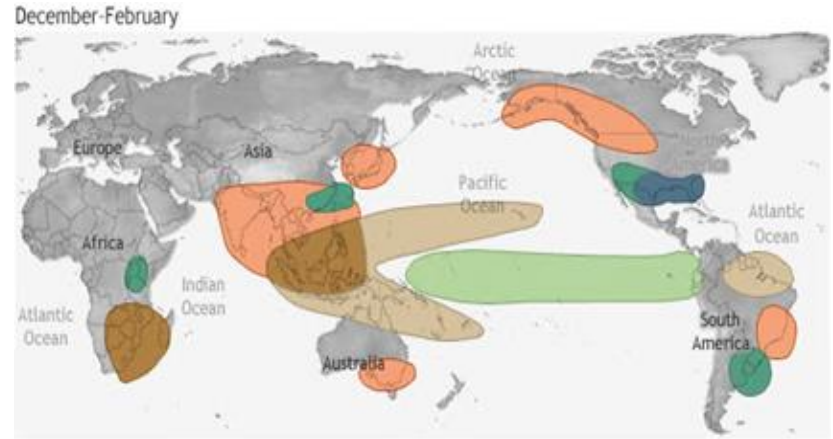
- 특히, 지금은 슈퍼 엘니뇨가 도래한 구간으로 이는 수확 가이드를 상향시킬 요인
- 엘니뇨란 적도를 기준으로 무역풍(서태평양)의 이동 속도가 둔화될 때 발생. 기류는 라니냐 때와 달리 동태평양(또는 중앙태평양) 부근에 집중 형성되는데 주요 곡창 지대(미 중부, 브라질 서남부, 아르헨티나 전역)가 인접한 동태평양 연안의 강수량이 높아 (따뜻한 해수 유입)지고 해수면 온도는 평년보다 0.5°C 높아지는 것도 바로 이 때문
- 호주 등 일부에서 소맥 생산에 문제가 발생할 수 있지만 곡물 전반에 미치는 영향 제한적, 이를 감안하면 올 연말까지 수확량↑ 가능

중요한 점은 지금이 슈퍼 엘니뇨 구간이라는 것



자료 : CPC/IRI, 대신증권 Research Center

엘니뇨는 미국과 남미(서남부) 곡창 지대에 강수량 개선시킨다



자료 : NOAA, 대신증권 Research Center

[곡물] 파종 주기에 맞춰 등장한 슈퍼 엘니뇨, 신곡 수확 가이드런스 상향 조정될 일

파종 주기에 맞춰 등장한 엘니뇨 + 추가 상승이 제한된 질소계 비료 가격은 신곡의 수확 가이드런스를 상향시킬 부분

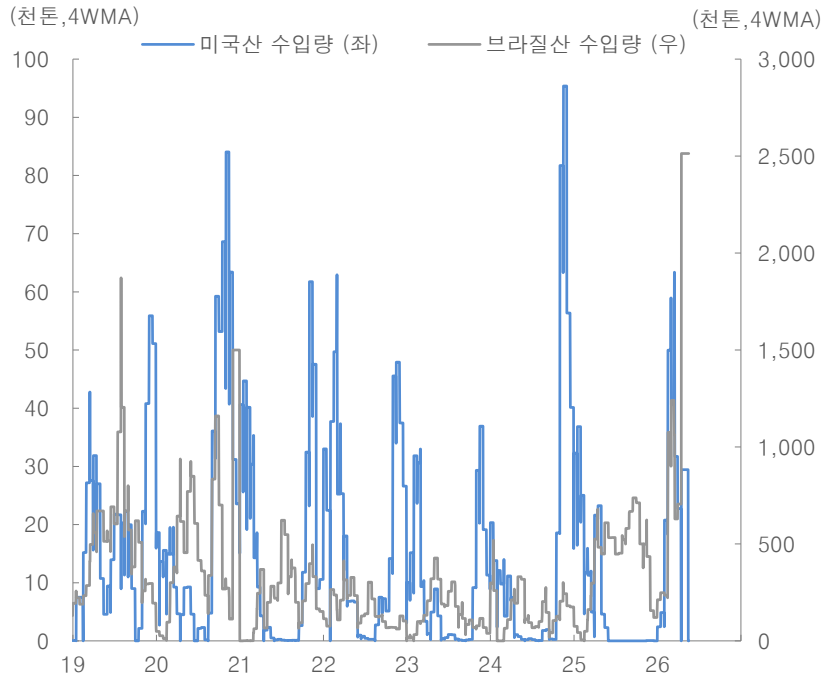
구분	지역	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	생산 비중 (%)	수출 비중 (%)
소맥	중국(봄밀)			파종					수확					17	0
	중국(겨울밀)					수확				파종					
	EU(봄밀)		파종						수확					17	17
	EU(겨울밀)						수확			파종					
	인도	파종			수확							파종		13	3
	러시아(봄밀)				파종				수확					12	20
	러시아(겨울밀)								수확		파종				
	미국(봄밀)				파종					수확				6	10
	미국(겨울밀)								수확		파종				
옥수수	미국				파종						수확			30	27
	중국		파종						수확					24	0
	브라질(1기)					수확						파종		11	29
	브라질(2기)	파종						수확							
	EU			파종								수확		5	1
	아르헨티나					수확					파종			3	16
대두	브라질				수확							파종		41	55
	미국					파종				수확				31	33
	아르헨티나(1기)				수확							파종		9	2
	아르헨티나(2기)	파종				수확							파종		
	중국				파종					수확				5	0
	파라과이											파종		3	4

자료 : 대신증권 Research Center

[곡물] 중국의 미국산 수입 확대, 이는 가격 상승보다는 하방 경직성 강화 요인일 뿐

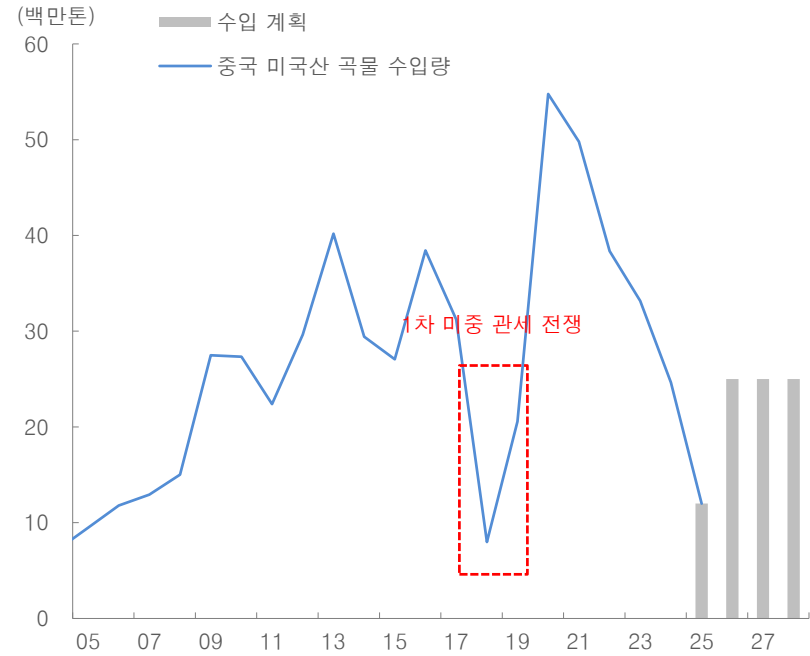
- 물론 지난해 11월 APEC 정상회담에 이어 이번 미중 정상회담에서 중국의 미국산 수입 확대는 긍정적
- 다만, 매입하기로 약속한 양은 미중 관세 전쟁 이전과 비교하면 현저히 낮은 수준
- 중국의 미국산 곡물 수입 확대는 가격 상승 요인이기 보다는 사실상 하방 경직성 강화에 그칠 소재

물론 중국의 미국산 곡물 수입 재개는 긍정적



자료 : 중국 상무부, 대신증권 Research Center

다만, 이는 이전과 비교하면 낮은 규모, 가격 하단만 지지할 뿐

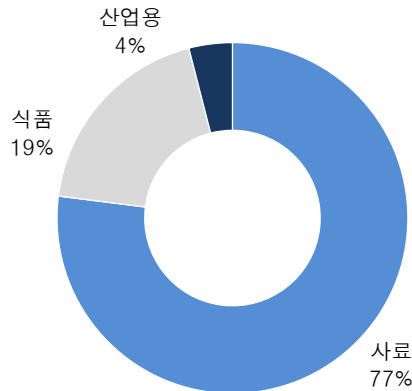


주: 곡물은 대두, 옥수수, 소맥 등 3종 지칭
 자료 : USDA, 대신증권 Research Center

[곡물] 중국의 내부(사료용) 수요 고려하면 약속 이행 역시 다소 회의적

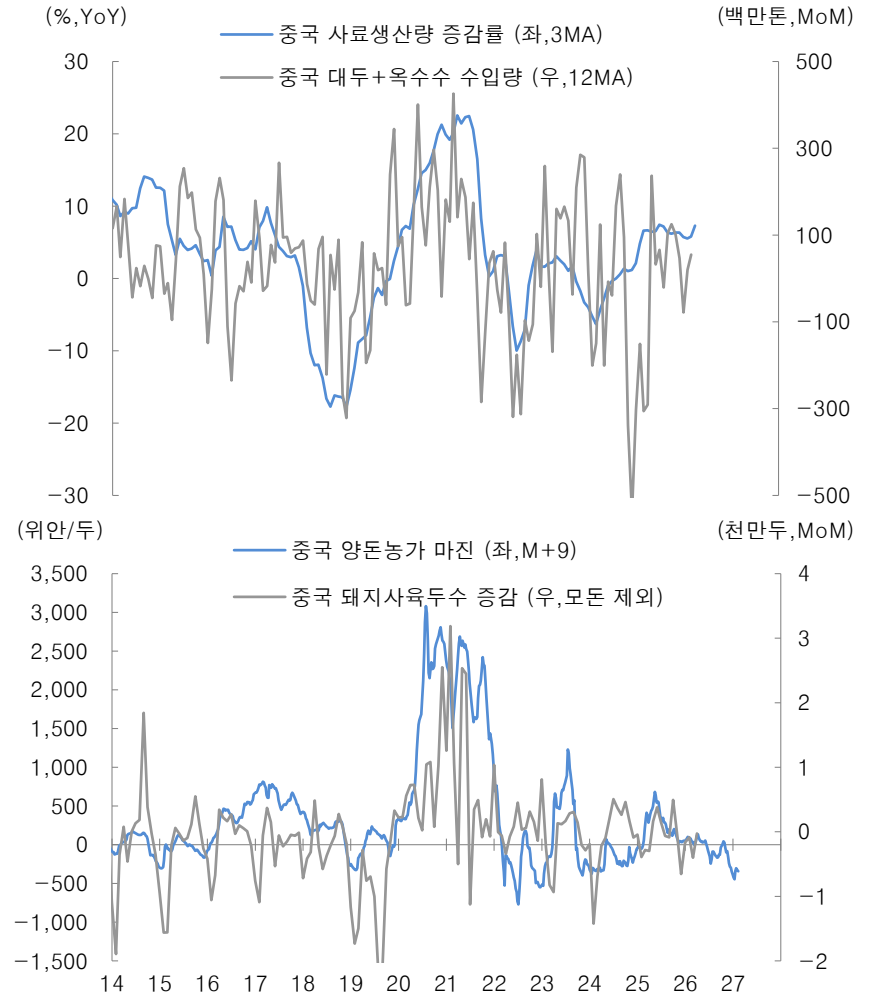
- 미국과 수입 확대를 약속했지만 중국의 약속 이행이 회의적인 이유는 내부(사료용) 수요가 취약하기 때문
- 지난 4월 18일 중국 농업농촌부는 돈육 가격의 추가 하락을 막기 위한 목적으로 양돈 농가에 사육 규모 감축 주문. 중국 내 외식 소비 위축 + 돈육 공급 과잉 사태가 계속되면서 감산 지시 내려진 것
- 사육 두수를 줄이는 국면이라면 사료용 수요 역시 감소 불가피. 중국 양돈 농가 마진은 사료용 수요를 9개월 선형, 이를 감안하면 올 연말까지 중국의 수요 확대는 기대하기 어려운 부분

대두의 최대 수요처인 사료



자료: Our World in Data, 대신증권 Research Center

양돈 농가 마진은 연말까지 중국의 수요가 취약할 것을 암시

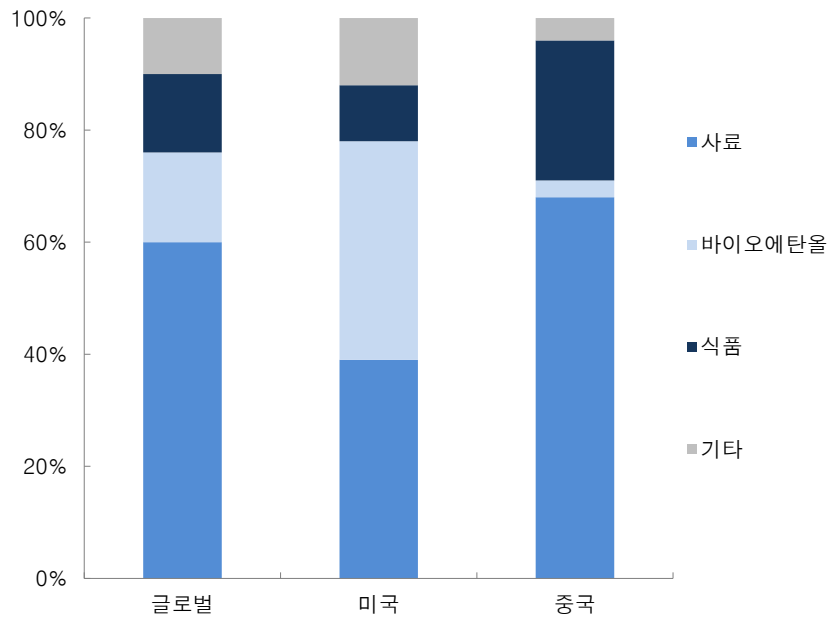


자료: CEIC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[곡물] 유가를 보더라도 올해보다는 내년이 더 강해질 곡물

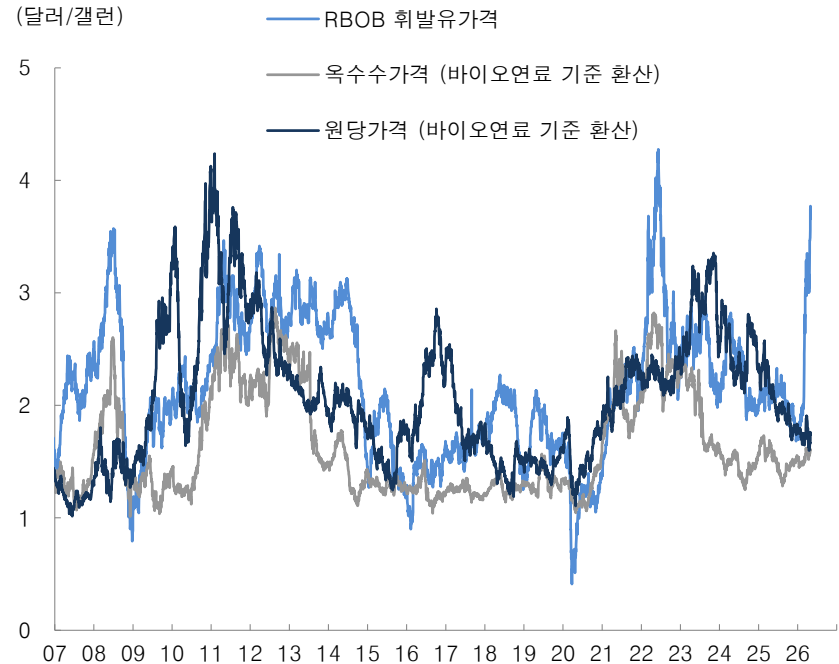
- 옥수수의 2대 수요처는 휘발유를 대체하는 바이오 에탄올, 그렇기에 휘발유 가격 방향이 중요
- 유가는 높지만 종전에 따른 하방 가능성 감안하면 올해 바이오 에탄올향에 대한 기대 제한적
- 다만, 1) 일부 산유국들이 직면하게 될 워터 코닝 리스크, 그리고 2) 에너지 가격이 유동성(금 가격)을 뒤늦게 반영할 것을 고려하면 내년 본격적인 에너지 가격 상승 기대. 이를 고려하면 바이오 에탄올향 수요는 올해보다 내년, 곡물 섹터는 내년이 더 강해질 상품

옥수수의 2대 수요처인 바이오 에탄올



자료 : USB Market View, 중국통계국, 대신증권 Research Center

내년 유가가 본격 상승 시 곡물의 본격 상승 시작



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

[소프트] 지금 당장은 곡물보다 코코아, 원당 같은 소프트의 반등 가능성 주목

- 지금 당장은 곡물보다 코코아, 원당 등 소프트 자산의 상승이 더 유력. 소프트는 곡물과 달리 엘니뇨 환경에서 작황 악화. 엘니뇨 시 서태평양으로 이동하는 무역풍은 이동 속도 둔화, 이럴 경우 최대 로부스타 커피 산지인 베트남(36.5%)은 6월부터 익년도 1월까지 엘니뇨발 가뭄 노출
- 글로벌 2대 원당 산지인 인도는 파종 기간(8~9월) 몬순 지연으로 평년보다 건조한 현상 출현. 주요 코코아 산지인 인도네시아의 경우 코코아의 특성상 1~12월 전체가 수확 기간이기에 생산 차질 불가피
- 그러한 점에서 지금 당장은 곡물 보다 소프트의 반등 가능성 주목

곡물보다 코코아, 원당 같은 소프트의 반등 가능성 주목



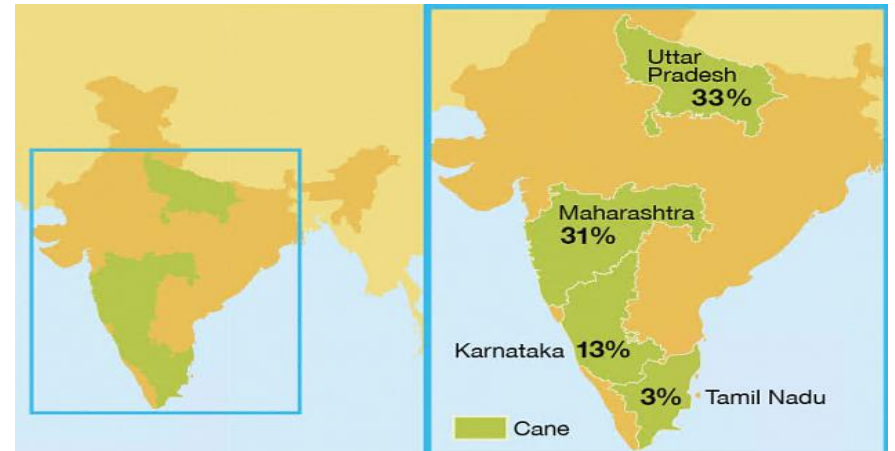
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

주요 로부스타 커피 산지인 베트남, 엘니뇨 시 강수량↓



자료 : CBC, 대신증권 Research Center

원당 산지인 인도, 엘니뇨는 파종 기간(8~9월) 몬순 지연 유발



자료 : ABSugar, 대신증권 Research Center

[소프트] 소프트 중 코코아는 1~12월이 전부 파종-수확 시즌이라는 사실

소프트 중에서 코코아는 1~12월 모두 파종-수확 주기라는 사실, 그렇기에 엘니뇨 상황에 더 취약

구분	지역	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	생산 비중(%)	수출 비중(%)
원당	브라질								수확					21	41
	인도			수확									수확	20	14
	태국			수확									수확	6	16
	중국			수확									수확	5	-
	호주							수확						2	5
코코아	코트디부아(메인)		수확										수확	38	40
	코트디부아(소형)						수확								
	가나(메인)		수확										수확	19	13
	가나(소형)						수확								
	인도네시아(메인)												수확	11	1
	인도네시아(소형)						수확								
커피	브라질								수확					36	26
	베트남		수확										수확	17	20
	콜롬비아(1기)												수확	7	9
	콜롬비아(2기)					수확									
	인도네시아												수확	7	6
	에티오피아			수확									수확	5	3

자료 : 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 최진영)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.