2025. 09
SAMSUNG FUTURES MONTHLY

원자재 전망

[Commodity Analyst]

김광래 수석연구원
✉ kray.kim@samsung.com

옥지회 연구원
✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

제한된 수급 재료, 금리로 향하는 시선

- Risk-on 무드와 달러 약세 흐름 연장
- 미적지근한 중국 경기, 주요 변수는 부양책 실시 여부
- 새로운 변수로 떠오른 러시아-우크라이나 전쟁 합의
- 계속되는 대규모 광산 위협
- 다가오는 중국 알루미늄 생산 제한
- 서아프리카 군부 정권의 광산 통제력 강화

원유

끝나지 않은 OPEC+ 증산

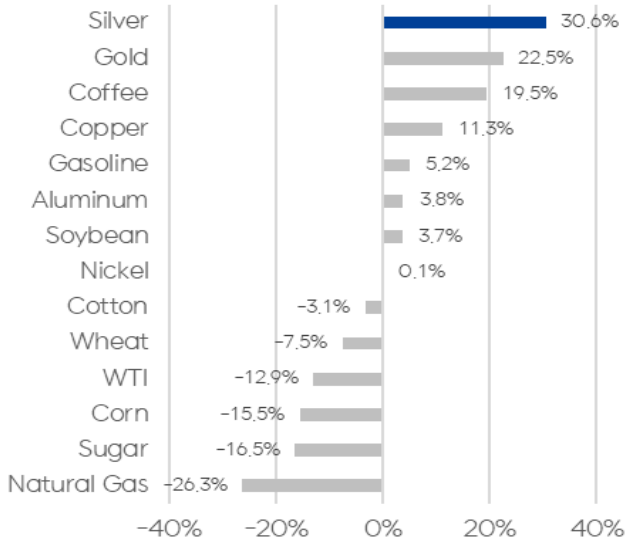
- 높아진 러-우 휴전 협상 기대
- 가자 중요한 쟁점 두 가지
- 일단은 꼬리 내린 인도
- 여름 시즌이 끝나가는 사우디
- 아직 OPEC+ 증산이 끝나지 않았다고 보는 이유

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.

Samsung Financial Networks 삼성선물

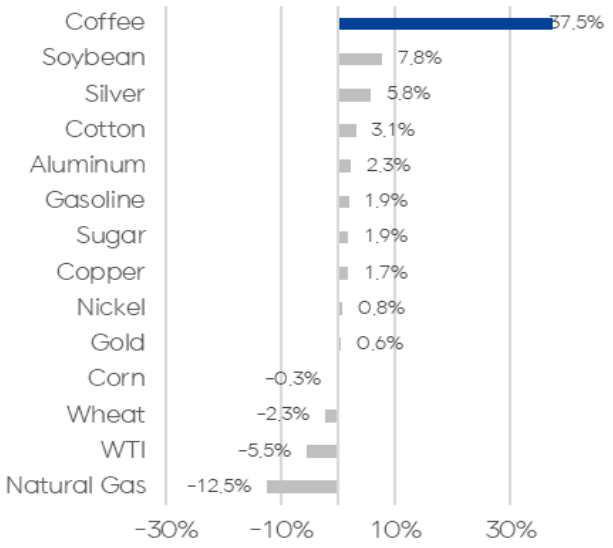
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 8/22 종가 기준)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

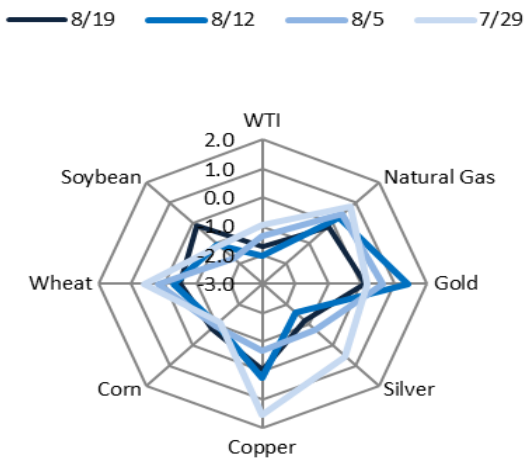
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

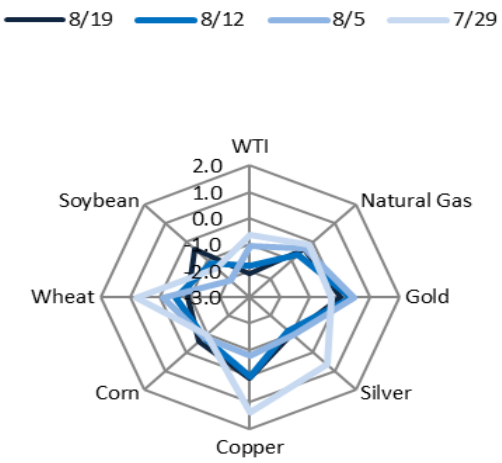
Commodities CFTC 포지션 분석

차트3. Non-Commercial 포지션 Z-score



출처 : CFTC, 삼성선물

차트4. Managed Money 포지션 Z-score



출처 : CFTC, 삼성선물

* Z Score: 기준일 값과 6개월 평균의 차이 값을 6개월 표준편차로 나눈 값. Z-Score 기준 0보다 크면 과매수 0보다 작으면 과매도 구간에 진입했음을 의미

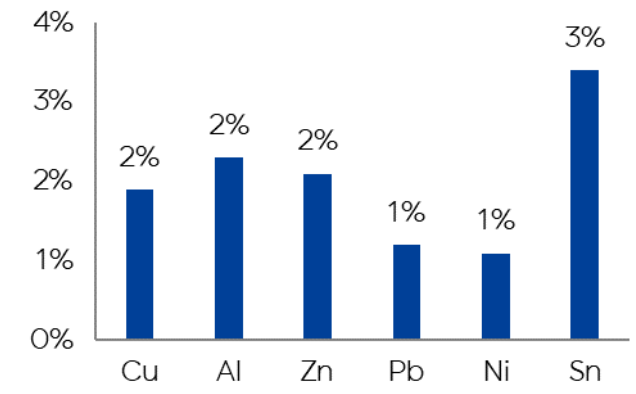
Base Metal

8월 동향

금리 인하 기대에 등락한 8월 비철

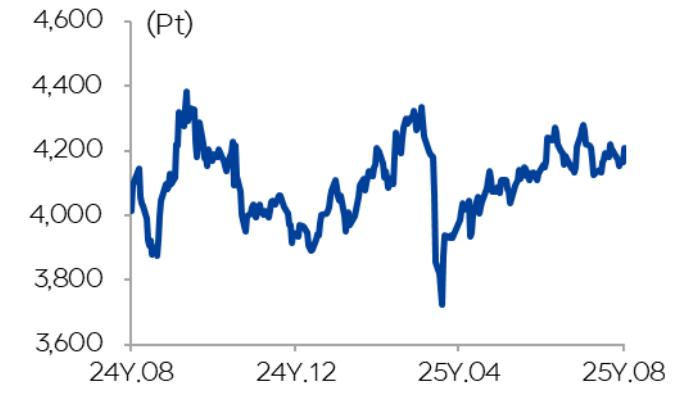
월 초 비철은 미 고용과 서비스업 지표 부진으로 연준이 9월 중 금리 인하에 나설 것이라는 기대가 높아지면서 일제히 상승했다. 이후에도 CPI가 시장 예상에서 벗어나지 않았고, 중국 무역 지표 마저 예상 외 호조를 보인 덕분에 수요 우려가 완화되자 위험 자산 선호 랠리가 이어졌다. 월 중반에는 트럼프 대통령이 중국과의 관세 휴전을 90일 연장하기로 결정했고 중국 정부가 소비 진작 방안을 발표한 점이 시장을 지지했다. 그러나 이후 민간 제조업 지표의 깜짝 개선에 금리 인하 기대가 낮아졌으며, 잭슨홀 미팅을 앞둔 부담감에 하방 압력이 가해졌다. 다만 실제 잭슨홀 연설에서 파월 의장은 '정책 기조를 조정할 필요가 있다'는 발언으로 시장에 인하 가능성을 한 점이 비둘기파적으로 해석되면서 월 말 Risk-on 무드가 다시 유지되고 있다.

차트 1. 8월 비철 가격 등락율(25.08.01~25.08.22)



출처: Bloomberg

차트 2. LMEX 지수



출처: Bloomberg

8월 전망

Risk-on 무드와 달러 약세 흐름 연장

높아진 금리 인하 가능성

잭슨홀 미팅 이후 9월 16~17일 FOMC에서의 금리 인하 가능성이 높아졌다. 파월 의장이 연설을 통해 노동 시장의 하방 리스크에 대한 우려를 표했고, 관세로 인한 인플레이션 상승이 장기화되지 않을 것이라는 확신을 강화했기 때문이다. 파월이 금리 인하에 신중한 입장을 견지하던 기존 입장을 수정하자 달러 인덱스 역시 큰 폭의 하락으로 반응하면서 비철의 주된 상승 모멘텀으로 작용하고 있다.

상승 시그널로 작용할 약달러

달러 인덱스는 FOMC 이전 발표되는 8월 고용(9월 5일)과 CPI 결과(9월 11일)가 예상에 부합한다면 추가적인 하락을 시현할 수 있으며, 이는 마찬가지로 비철 가격에도 분명한 상승 시그널로 작용할 전망이다. 한동안 위험 자산 선호 심리가 확대되는 가운데 9월 FOMC에서의 연준 스탠스 및 지표 약화 여부에 따라 10월과 12월 등 추가 인하도 기대해볼 수 있겠다.

미적지근한 중국 경기, 주요 변수는 부양책 실시 여부

실망스러운 중국 경제 지표

7월 중국 경제 지표는 예상보다 실망스러웠다. 내수 부양 정책에도 불구하고 소매판매는 지난해 동월 대비 3.7% 증가해 시장 예상치인 4.6%를 크게 하회했고, 산업생산 역시 5.7% 증가해 예상치(+5.9%)를 밑돌았다. 심지어 1~7월 부동산 개발 투자는 전년 동기 대비 12% 감소하며 지속적인 부동산 경기 침체를 확인했다.

그럼에도 강한 중국 증시

그럼에도 불구하고 중국 증시는 강한 랠리를 보이고 있다. 이는 크게 세가지 이유에서다. 먼저, 관세 리스크가 완화되었다. 트럼프는 취임 직후 중국산 제품에 고율 관세를 부과하는 무역 전쟁을 선포했지만 이후 관세가 2차례 유예되면서 외부 불확실성이 재차 완화되었다. 오히려 중국보다는 기존 우방국들이 상대적으로 높은 관세율을 부과 받는 상황이다.

다음으로, 수출이 선방했다. 7월 중국 수출 증가율은 전년 동월 대비 7.2% 증가했는데 이는 이전의 5.8% 증가와 예상치(+5.4%)를 크게 상회하는 것으로, 미국과의 교역 감소세가 한층 뚜렷해졌음에도 이머징 국가로의 수출 호조로 견조한 수준을 유지하고 있음을 알 수 있다.

지금은 부양책이 필요한 시점

마지막은 정책 기대감이다. 10월 4중 전회를 앞두고 성장률 목표를 달성하기 위해 정책 수단을 활용할 것이라는 시장 기대가 크다. 경기를 가늠할 수 있는 지표들이 경기 회복을 나타내고 있지 않은데다 내수 부진과 부동산 위축, 디플레이션이라는 3중고에 시달리고 있기 때문에 시장은 추가적인 부양책이 바닥을 지지하는 역할을 할 수 있기를 바라고 있다.

이처럼 중국 경제의 펀더멘털이 취약해지고 있으므로 **9월 비철 반등을 위해서는 연준의 금리 인하는 물론 중국 정부의 추가 부양책 실시 여부가 주요 변수가 될 것**으로 생각된다.

새로운 변수로 떠오른 러시아-우크라이나 전쟁 합의

변수로 떠오른 러-우 합의

미국과 러시아, 우크라이나의 휴전 협상이 비철 시장 변수로 떠올랐다. 우크라이나 침공으로 러시아가 서방 국가들로부터 경제 제재를 받게 되자 공급 우려가 심화된 바 있기 때문이다. 합의가 성공적으로 마무리되고 그동안의 제재가 해제된다면 러시아 물량이 공급 경색을 일부 완화하거나, 공급 과잉을 심화시킬 것으로 예상한다.

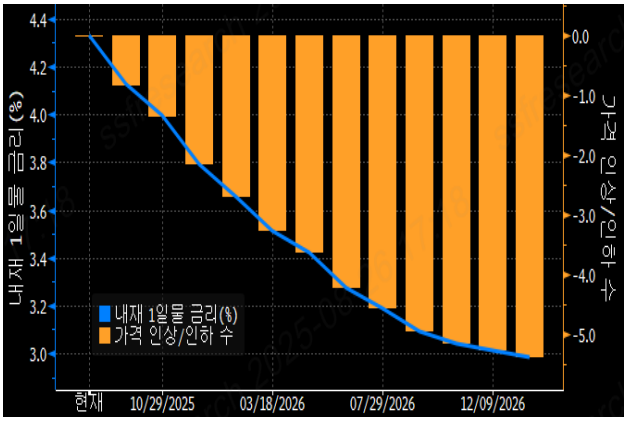
실제로 러시아는 2024 년 기준 전세계 7 위의 구리 생산 국가이고, 광산 기준 4%의 생산량 비중을 차지하기 때문에 러-우 합의에 대한 시장 관심이 집중되고 있다. 무엇보다 알루미늄(3 위)과 니켈(3 위), 팔라듐(1 위)의 주요 생산국이라는 점에서 금속 시장에서 러시아의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다.

제재 대상은 아니어도 러시아 기업 활동에 상당한 제약

게다가 러시아의 알루미늄 생산업체인 Rusal 과 니켈 생산업체인 Nornickel 은 서방의 직접적인 제재를 받지는 않았지만 일부 구매업체들이 러시아산 금속에 대한 신규 계약을 기피하거나, 서방 장비에 대한 접근이 제한되면서 생산과 판매에 어려움을 겪은 것으로 확인된다.

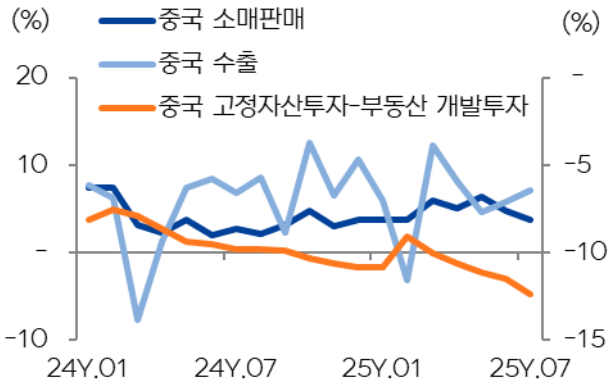
따라서 아직 요원하기는 하지만 **러시아와 우크라이나의 휴전 논의가 진전될 경우 전기동과 알루미늄, 니켈의 서방 공급이 회복될 것이라는 기대가 확산될 수 있으며, 이는 곧 가격 하방 압력**으로 작용할 수 있다.

차트 3. 향후 금리 인하 경로 예측



출처: Bloomberg

차트 4. 중국 소매판매, 수출, 고정자산투자



출처: Bloomberg

개별 비철금속 전망

I. Copper

8월 전기동 가격 동향

El Teniente 중단이 지지한 8월 전기동

8월 초 전기동 가격은 트럼프 대통령이 구리 관세에서 전기동을 제외한 영향이 지속되면서 하락했으나, 칠레 대규모 광산인 El Teniente의 중단 소식에 월 중반까지 상승했다. 광산의 정광 재고가 소진됨에 따라 같은 회사의 구리 제련소 가동도 중단되었고, 가동 재개가 단기간에 이루어지는 것은 힘들 것으로 관측되자 공급 이슈가 전기동 가격을 지지한 것이다. 그러나 월 중반 이후 해당 광산의 운영이 재개되었고, 그 외에는 별다른 수급 재료가 존재하지 않아 달러화 흐름에 연동한 등락이 이어졌다.

계속되는 대규모 광산 위협

상반기부터 이어지는 광산 생산 차질

상반기부터 시작된 대규모 광산 위협이 하반기까지도 계속되고 있다. 5 월에는 세계 최대 구리 광산 중 하나인 콩고 Kamoa-Kakula(44 만 톤/y)의 지하가 침수되면서 운영 중단되었고, 7 월에는 페루 최대 광산인 Las Bambas(40 만 톤/y)의 도로가 비공식 광산업체들의 시위로 봉쇄되어 운송에 차질이 빚어졌다.

El Teniente 붕괴로 Codelco 생산 가이던스 조정

7 월 31 일에는 Codelco 사의 주요 광산인 El Teniente(35.6 만 톤/y)가 터널 붕괴 사고로 중단되었고, 운영 재개가 지연되어 2025 년 Codelco 전체 생산 가이던스가 하향 조정되는 일도 발생했다. 해당 광산의 올해 총 생산량은 이전 추정치에서 3 만 3,000 톤 감소한 31 만 6,000 톤이 될 것이며, Codelco 의 전체 가이던스는 이전 추정치인 137~140 만 톤에서 134~137 만 톤으로 조정될 예정이다.

내년에도 여전한 광산 위협

내년 4월에는 페루 Las Bambas 광산에 다시 운영 차질이 발생할 위험이 상존한다. 이는 4월에 대선이 예정되어 있기 때문이며, 페루의 대표적인 광산인 Las Bambas는 정치적 긴장이 발생할 때마다 도로가 점거되면서 운영에 어려움을 겪었던 역사가 깊다.

TC 반등 제한하는 주된 요인

안그래도 **긴축된 정광 시장에 이 같은 광산 문제가 더해지면서 정광 수급이 더욱 타이트해진 상황이며, 이는 역대 최저 수준으로 하락한 제련 수수료(TC)의 반등을 제한하는 주된 요인**으로 작용하고 있다.

일시적으로 반등한 중국 전기동 TC

인도네시아에서 대규모 구리 선적 예정

Freeport Indonesia는 9월 16일 만료되는 구리 정광 수출 할당량의 90%를 사용하기 위해 앞으로 한 달간 구리 선적을 늘릴 예정이다. 8월 중순 현재 Freeport Indonesia는 인도네시아 정부가 3월에 부여한 수출 할당량 중 65%만을 소진했고, 35~45만 톤의 여력이 남아있기 때문이다. 그 덕분에 정광 부족/제련 마진 하락에 고군분투하던 중국 구리 제련업체들의 상황이 9월까지 잠시나마 호전되게 되었다.

의미 있게 반등한 제련 수수료

실제로 구리 정제련 수수료(TC/RC)은 여전히 마이너스 구간에 머물러 있지만 최근 들어 Freeport Indonesia가 10만 톤의 정광을 일시에 공급하자 소폭 반등했는데, 8월 14일 TC는 6월 말 톤당 -$66.5에서 -$59.6까지 올라오며 7주 연속 상승한 것으로 확인된다. 이번 현물 공급이 구리 시장 전체에 비하면 작지만, 단기적으로 중국 제련소에 의미 있는 수준으로 공급을 늘렸기 때문에 제련 수수료 반등이 가능했던 것으로 보인다.

한동안 상승할 TC

인도네시아에서의 대규모 현물 판매로 앞으로 몇 주간 중국 TC/RC는 계속해서 상승할 것으로 예상된다. 다만 장기적으로 구리 정광 시장이 공급 제약에 직면한 가운데 새로운 제련소 용량이 계속 가동될 것이기 때문에 이후 TC/RC 상승은 제한되며, 다시 역대 최저치까지 하락할 가능성이 있다.

참고로 정제련 비용(TC/RC)은 제련소 수입의 약 3분의 1을 차지하지만, 2025년 한 해 동안 현물 시장에서 마이너스 가격이 유지되면서 제련소들은 정광을 가공하는 대가로 돈을 받는 대신, 정광 가공 비용을 오히려 광산에 지불해야 하는 상황이 펼쳐지고 있다.

기록적인 중국 전기동 생산 기록 제동

전월 대비 감소한 중국 전기동 생산

중국 7 월 전기동 생산량은 전달의 130 만 톤에서 감소한 127 만 톤을(YoY +14%) 기록했다. 이는 두 가지 원인에서 비롯되었다. (1)지속적인 광석 부족의 결과이며 (2)중국 정부가 태양광과 철강, 리튬, 비철 등 공급 과잉 분야에서의 과잉 생산 해소를 주문했기 때문이다.

앞으로도 역대 최고 수준 돌파하기는 어려울 전망

6 월 중국 제련소는 처음으로 130 만 톤을 생산을 돌파했지만 제련소들이 직면한 마진 압박(마이너스 TC)과 정부의 공급 과잉 억제 정책을 고려할 때 이 수준은 당분간 지속 불가능하다. 8~10 월까지도 달리 상황은 달라지지 않기 때문에 중국 전기동 공급은 6 월이 정점이며, 당분간 그보다 생산을 늘리는 것은 어려울 전망이다.

미국 수출 제한에도 여전한 폐구리 무역

중국으로의 폐구리 수출 여전

7 월 30 일 미국은 폐구리의 최소 25% 국내 사용을 요구하며 2027 년부터 수출을 제한할 것이라고 발표했고, 중국은 미국에서의 수입품에 10% 관세를 부과하고 있지만 아직까지도 미국에서 중국으로의 폐구리 수출에는 큰 변함이 없다. 그 이유는 두가지다. 미국은 이미 발생하는 폐기물의 40%를 국내에서 소비하고 있어 최근의 제한이 의미가 없으며, 미국 딜러들은 중국 수입 관세를 피하기 위해 다른 국가로 우회 수출하고 있기 때문이다.

제3국 경로 변경을 통해 중국으로 흘러가는 상황

데이터 상으로 미국에서 중국으로의 구리 폐기물 수출은 올해 1 월의 39,373 톤에서 7 월 600 톤으로 급감했으나 중국의 전체 폐구리 수입(19 만 톤)이 연초 대비 큰 변동이 없었다는 점에 주목했을 때, 미국에서 출발한 폐구리가 경로를 변경해 궁극적으로 중국으로 흘러들어갔을거라고 유추할 수 있겠다.

미국의 새 수출처와 중국의 새 수입처가 동일

구체적으로 살펴보면, 지난해까지만 해도 중국의 주요 수입처이던 미국산 폐구리가 관세 전쟁으로 사라졌고, 이 같은 중국의 수입처 공백을 일본과, 태국, 캐나다가 메워주고 있다. 같은 시기 미국산 폐구리의 상위 수출국이 중국에서 태국과 인도, 캐나다로 바뀌었는데, 이는 관세를 피하기 위해서 제 3 국으로 운송하는 형태의 무역이 행해지고 있음을 의미한다.

관세 회피 거래 지속

즉, 중국 관세를 피하기 위해서 미국산 구리 고철을 컨테이너에 담아 제 3 국으로 운송하고 화물이 경유지에 도착하면 소유자 이름을 다른 이름과 원산지가 적힌 태그로 바꾼 후 컨테이너가 중국으로 향하는 거래가 지속되는 것이다.

미국 폐구리가 중국으로 가는 이유는 제련 능력 부족 때문

참고로 구리 자급자족을 하려는 트럼프 목표에도 불구하고 미국 내에서 폐구리가 전기동으로 전환되지 않고 여전히 중국으로 이동하는 이유는 폐구리를 정련 구리로 만들 제련소가 부족하기 때문이다.

이론적으로 구리 자급자족은 가능

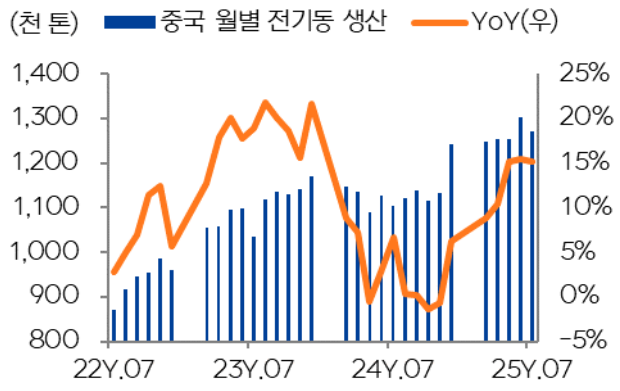
미국은 지난해 약 95 만 7,000 톤의 구리 폐기물을 수출했고, 이 중 40% 이상이 중국으로 향했다. 이 폐기물을 통해 약 58 만 톤의 전기동을 생산할 수 있기 때문에 분석가들은 이론적으로 폐기물과 정광을 수출하지 않는다면 미국이 구리를 자급자족할 수 있을 것으로 판단하고 있다.

9월 전기동 가격 전망

9월 상승 압력 우세

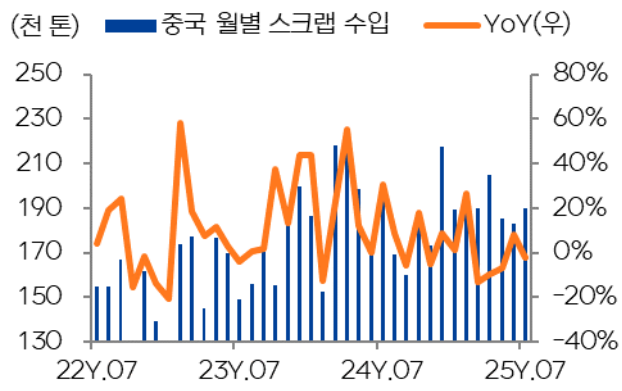
9 월 전기동은 연준의 금리 인하 기대로 위험 자산 랠리가 이어지는 가운데 생산 증가세에 제동이 걸리며 $10,000 까지 상승 압력이 우세할 것으로 판단한다. 칠레 El Teniente 광산의 일부 중단 문제가 계속해서 긴축 위협으로 작용할 수 있고, 중국 당국의 공급 과잉 제한 정책이 진행 중이기 때문에 전기동 생산이 늘어나기 어려울 전망이다. 다만 Freeport Indonesia 에서 일시적으로 대규모 정광 현물이 공급될 것이며 미국에서의 스크랩 수출이 여전히 원활하게 이루어지고 있다는 점이 상승세를 일부 상쇄시킬 수 있겠다.

차트 5. 중국 전기동 생산 증가세 정체



출처: Bloomberg

차트 6. 엇비슷한 수준으로 유지되는 중국 스크랩 수입

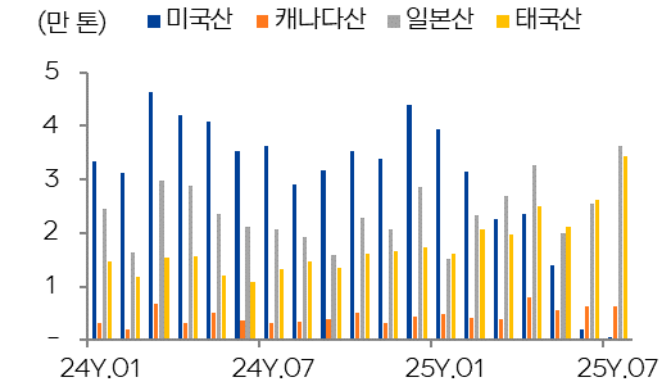


출처: Bloomberg

차트 7. 미국 구리 스크랩 수출국 변화

출처: Reuters, USA Trade Online

차트 8. 중국 스크랩 수입국



출처: Bloomberg

II. Aluminum

8월 알루미늄 가격 동향

러시아와 미국 갈등이 알루미늄 가격 지지

8월 초 알루미늄은 미국 고용 부진으로 인한 금리 인하 기대와 더불어 트럼프 대통령이 러시아에 고율의 관세를 부과할 것이라는 소식이 가격을 지지했다. 트럼프 대통령은 8월 8일까지 러시아와 우크라이나가 휴전을 하지 않을 경우 러시아와 러시아의 교역국에 100%의 관세를 부과할 것이라고 위협했는데, 러시아의 주요 교역국인 인도와 러시아가 각각 세계 2,3위의 알루미늄 생산국이기 때문에 공급 우려가 대두되었다.

비둘기 파월에 소폭 반등 마감

그러나 월 중순 이후 잭슨홀 미팅을 앞두고 경계감이 높아진 데다, 중국 비가공 알루미늄 수출이 감소했다는 소식과 더불어 트럼프와 푸틴의 종전 논의 진전으로 이전 가격을 지지했던 재료가 소멸하자 상승폭을 반납했다. 잭슨홀 연설에서 금리 인하 신호가 등장하기 전까지 약보합세가 이어졌으나, 비둘기파적으로 해석된 파월 발언 덕분에 8월 알루미늄은 소폭 반등 마감했다.

다가오는 중국 알루미늄 생산 제한

꺾이기 시작한 생산 증가율

중국 알루미늄 생산량이 정부가 정한 생산 능력의 상한인 4,500만 톤에 거의 도달하면서 알루미늄의 월별 생산량 증가율이 전월 대비 꺾이기 시작했다. 7월 생산량이 377만 9,000톤으로, 역대 최고 수준을 기록했던 5월(382톤)과 6월(380톤)에 비해 감소한 것이다.

늘어난 알루미늄 수입, 줄어든 알루미늄 수출

그에 따라 부족한 알루미늄 공급을 보충하기 위해 알루미늄 수입이 급증하고(7월 중국 알루미늄 수입 36만 톤, 전년 대비 +38% 증가) 알루미늄 수출이 크게 감소하는(7월 중국 비가공 알루미늄 수출 54만 톤, 전년 대비 8% 감소) 등 중국 알루미늄 생산 제한에 따른 나비 효과가 펼쳐지고 있다.

높아진 알루미늄 시장 긴축 가능성

중국이 알루미늄 생산 한도에 근접하면서 생산량을 늘릴 수 있는 여력이 제한적이기 때문에 올해 하반기 이후 알루미늄 시장의 긴축 가능성이 높아진 상황이다. 다만

국제알루미늄연구소(IAI)에 따르면 중국과는 별개로 세계 1차 알루미늄 생산량이(637만 3,000톤) 전년 동기 대비 2.5% 증가했기 때문에 단기적으로 가격 상승은 제한되고 있다.

서아프리카 군부 정권들의 광산 통제력 강화

기니, EGA사의 보크사이트 채굴권 취소

최근 기니는 Emirates Global Aluminum(EGA) 사가 보유한 보크사이트 채굴권 취소를 완료했다. 기니 정부에 따르면 EGA사가 알루미나 정유 공장 건설 약속을 이행하지 못했다는 점이 원인이 되었으며, 해당 채굴권은 자국 기업인 Nimba Mining사에 부여되었다. EGA는 기니 정부의 이러한 결정이 불법이라며 강하게 비판하고 있다

여타 아프리카 국가들과 크게 다르지 않은 기니 행보

기니 정부의 이 같은 '불법적인' 행보는 최근 아프리카 지역의 군부 정권들의 모습과 크게 다르지 않다. 최근 들어 서아프리카 국가, 그 중에서도 군사 정부가 이끄는 국가들은 서구 기업들과 합작 사업에서 얻는 이익의 몫을 늘리고 광산 자산 통제력을 강화하기 위해 여러가지 조치를 취해왔기 때문이다.

말리와 니제르도 광산 통제력 강화중

예를 들어 말리는 지난 6월 신규 광산법 도입 관련 분쟁이 해결되지 않자 캐나다 Barrick Mining사의 금광 중 하나의 운영권을 국가로 이관했고, 같은 달 니제르는 프랑스 Orano사의 우라늄 광산을 장악한 뒤 해당 광산이 허용량을 초과하는 우라늄을 채굴하고 있다는 이유로 강제 자산 매각 가능성을 시사했다.

보크사이트 공급 차질로도 이어질 가능성이 높은 상황

서아프리카 군부 정권들의 이 같은 행보는 광산 업체들과의 갈등의 씨앗을 키우고 있으며, 이는 향후 광석 생산에 어떤 식으로든 영향을 줄 가능성이 높다. 특히 기니 정부가 EGA의 채굴권을 박탈했을 뿐 아니라 광산 운영과 장비, 인프라에 대한 완전한 통제권을 몰수했기 때문에 **이제 글로벌 보크사이트 기업 운영은 더 이상 안전하지 않게 되었고, 이는 보크사이트 공급 차질로 이어질 가능성이 높은 상황이다**.

아프리카 주요 알루미늄 공장, 가동 중단 가능성 제기

Mozal 제련소 가동 중단 위기

아프리카에서 두번째로 큰 알루미늄 제련소인 Mozal(31.4만 톤/y)이 저렴한 에너지 공급을 확보하지 못해 폐쇄 위기에 처했다. Mozal은 원래 남아공 Eskom으로부터 전기를 공급받고 있었고, 과거까지만 해도 Eskom의 전력 비용이 높지 않았다. 그러나 최근 들어 아프리카 국가들이 심각한 전력 부족에 직면하면서 같은 조건으로 계약을 유지하기 어려워졌고, 이 부분이 제련소 운영에서 주된 화두가 된 것으로 보인다.

2026년 3월부터 유지 보수 전환될 가능성이 높음

전력 공급 협상이 교착 상태에 빠지면서 Mozal 제련소는 현재의 전력 공급 계약이 종료되는 2026년 3월부터 관리 및 유지 보수 상태로 전환될 가능성이 높아졌다. 다만 소유주인 South32는 내년 3월 이후에도 운영을 지속할 수 있도록 여러 전력 공급 주체와 협의중이기 때문에 아직까지 완전한 결론에 도달한 상황은 아니다.

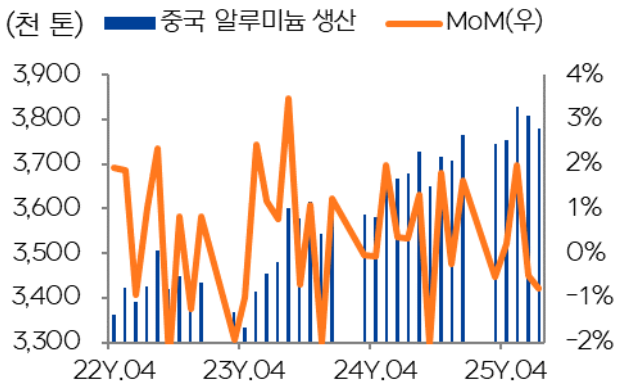
9월 알루미늄 가격 전망

9월 완만한 상승세 전망

금리 인하 기대로 금융 시장 전반에 위험 자산 선호 분위기가 이어지는 가운데 9월 알루미늄도 $2,700까지 완만한 상승세가 이어질 전망이다. 수급 재료가 부재하기 때문에 주로 매크로 이슈에 연동하여 등락할 가능성이 높다. 중국 알루미늄 생산 능력이 당국의 한도에 거의 도달함에 따라 알루미늄 생산 증가가 제한되는 점이 하단을 지지하겠지만,

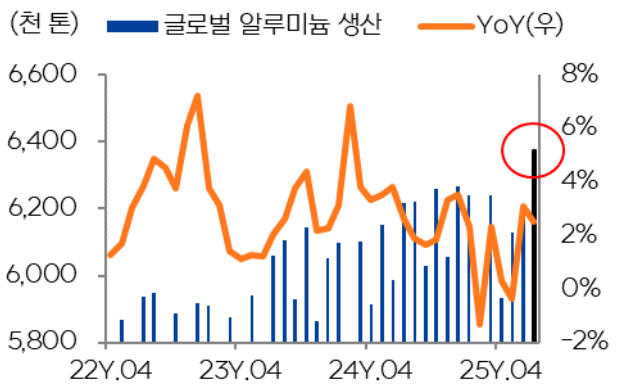
수요 증가가 동반되지 않아 아직까지 긴축 국면으로 전환되지 않았기 때문에 강한 상승 재료로 작용하기는 어렵다.

차트 9. 중국 알루미늄 생산 증가세 정체



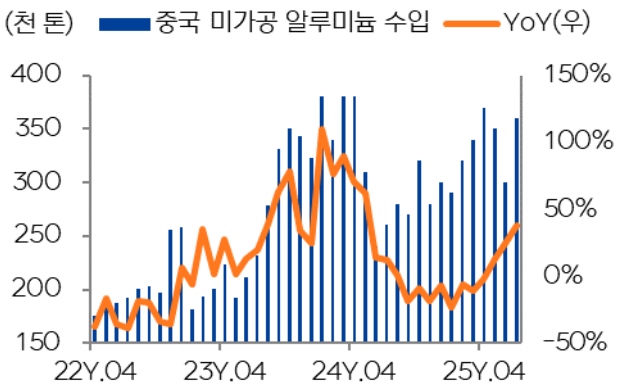
출처: Bloomberg

차트 10. 글로벌 알루미늄 생산 증가



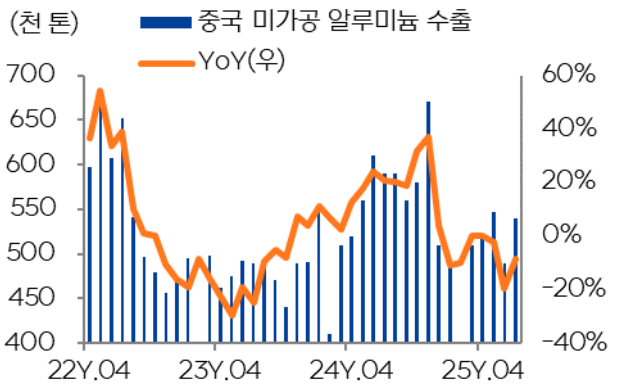
출처: IAI

차트 11. 중국 미가공 알루미늄 수입 증가



출처: Bloomberg

차트 12. 중국 미가공 알루미늄 수출 감소



출처: Bloomberg

III. Nickel

8월 니켈 가격 동향

공급 과잉 우려에도 금리 인하 기대에 상승 마감

8월 니켈 가격은 LME 재고가 지속 증가했음에도 금리 인하 기대 분위기와 중국의 과다 경쟁 제한 정책으로 철강 시장이 강세를 띄면서 강보합 마감했다. 니켈 생산이 늘어나면서 8월 6일 LME 재고는 2021년 8월 이후 처음으로 21만 톤을 상회했지만 수요 측면에서의 기대가 공급 과잉을 압도한 것으로 보인다.

니켈 생산 증가세 지속

올해 초과 공급 전망 상향 조정

인도네시아를 위시한 전세계 니켈 생산량이 늘어나면서 Fastmarkets는 2025년 글로벌 니켈 초과 공급 전망을 종전의 11만 7,000톤에서 21만 3,000톤으로 상향 조정했고, 2026년 초과 공급 규모 또한 99,000톤에서 16만 8,000톤으로 조정되었다.

인도네시아 2분기 광석 생산량 63% 증가

실제로 인도네시아 국영 광산업체인 Antam사의 2분기 광석 생산량은 전년 동기 대비 63% 증가한(447만 톤) 것으로 확인되며, 올해 인도네시아 MHP 생산은 전년비 49% 증가한 48만 톤을 기록할 것으로 예상된다(Argus Metal 추정).

향후에도 계속될 증가세

최근 인도네시아 프라보워 수비안토 대통령이 불법 광산 단속 의지를 밝히면서 **향후 채굴 규제가 도입될 여지가 존재하기는 하지만 아직까지는 분명한 시그널이 부재하기 때문에 향후에도 니켈 생산 증가세가 지속될 가능성이 높다**.

반내권(과다 경쟁 제한) 정책으로 중국 철강 시장 강세

구체화된 중국 철강 감산 조치

무질서한 경쟁 관리를 강조한 7월 말 중앙정치국 회의 이후 중국 철강 감산 조치가 구체화되면서, 그동안 기대 수준에 머물던 중국 철강 시장의 심리 회복이 두드러지고 있다. 특히 9월 3일 열병식을 앞두고 철강 허브인 허베이성 탕산시가 공장들에게 8월 16일부터 25일까지 기상 조건에 따라 생산 중단을, 8월 25일부터 9월 3일까지 기상 조건과 상관없이 생산 중단을 요구한 점이 눈에 띈다.

8월 들어 명확해진 감산 분위기

이번 조치는 7월 초 탕산시가 발표했던 제한 조치인 가동률의 30% 감축보다 강도가 높으며, 이러한 움직임은 탕산시 뿐 아니라 인근 지역으로까지 확산될 조짐을 보이고 있어 8월 들어 더욱 명확해진 감산 분위기를 보여준다.

철강업체의 낮은 수익성은 니켈에도 부정적

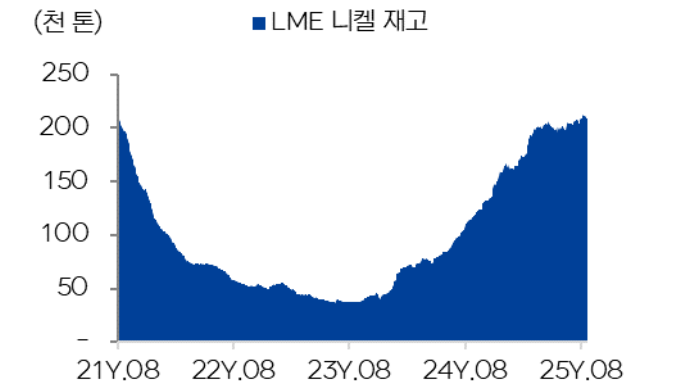
그동안 철강업체의 낮은 수익성은 철강 산업의 구조조정을 촉발하는 핵심 동인으로 작용했으며, 이는 스테인리스 스틸이 최대 수요처인 니켈 산업에도 부정적인 영향을 미쳐왔었다. **당장 조강 생산량의 감소세가 심화되는 것이 단기적으로 수요에 아쉬울 수 있지만 니켈 시장은 철강업체의 구조조정이 장기적으로 지속 가능한 수요를 창출할 수 있다는 점을 기대**하는 것으로 보인다.

9월 니켈 가격 전망

9월, 장기 부진에서 벗어날 기회가 될까

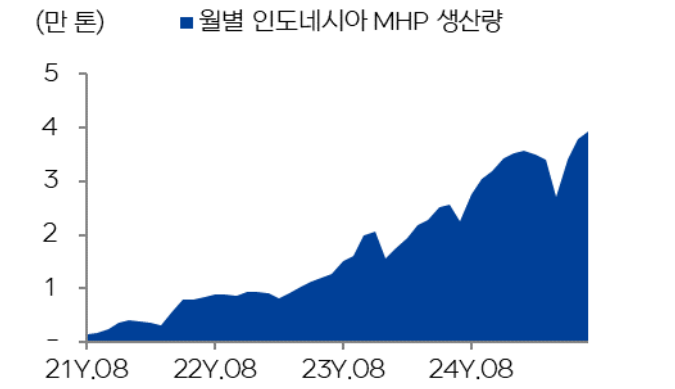
9월 니켈 가격은 중국의 철강 구조조정과 니켈 재고 증가 추이를 지켜보며 제한적인 움직임을 보일 전망이다. 다만 여타 비철과 마찬가지로 높아진 금리 인하 기대에 부응하며 $15,300 상회를 시도할 것으로 판단하며, 이번이 장기 부진에서 벗어날 기회가 될 수 있을지 관심이 주목된다.

차트 13. LME 재고 증가



출처: Bloomberg

차트 14. 인도네시아 MHP 생산 증가 지속



출처: Bloomberg, SMM

Platinum Group Metal & Battery Metal

8월 가격 등락률 (2025. 08. 01 ~ 2025. 08. 25)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	+3%	-8%	+1.4%	+2.2%	-0.3%

I. Platinum Group Metal

차별화된 8월 PGM 가격

8 월 PGM 가격은 금속별로 차별화된 움직임을 보였다. 7 월 말 고점 이후 팔라듐 가격은 계속 조정받는 중인데 반해 백금은 3% 상승 마감했다. 이는 러시아와 우크라이나 휴전 기대가 높아지면서 지정학적 긴장이 완화되었고, 두 가지 경로로 팔라듐 가격에 하방 압력을 가했기 때문이다.

러-우 휴전시 팔라듐 공급 기대가 높은 상황

이는 (1)지정학적 긴장이 완화되면서 안전 자산 수요가 위축되었고 (2)러시아가 팔라듐의 주요 생산국 중 하나라는 점에 기인한다. 러시아는 팔라듐의 최대 생산 국가로 전체 공급량 중 44%를 차지하는데, 러-우 휴전이 성사될 경우 러시아산 팔라듐 공급도 원활하게 이루어질 것이라는 기대가 높다.

골드바 관세 부과 우려에 요동친 귀금속 가격

백금 가격은 8 월 초 미국 골드바 관세 부과 해프닝의 온기를 이어받았다. 8 월 7 일 Financial Times 에 따르면 미국 세관국경보호청(CBP)은 7 월 31 일자 문서에서 스위스산 1kg 와 100 온스 골드바를 관세 대상 품목으로 명시했는데, 이전까지 면세 품목이던 골드바가 39% 관세 대상으로 분류되면서 귀금속 가격이 크게 요동쳤다.

해프닝으로 끝난 골드바 관세 사건

이는 스위스는 지난해 97 억 상당의 금괴를 미국에 수출했지만 39%의 관세가 부과된다면 미국으로의 수출은 확실히 중단될 수밖에 없기 때문이다. 다만 이후 백악관이 '잘못된 정보를 해명'하는 행정명령을 발표하면서 귀금속 가격 상승 압력은 제한되었고 현재는 해프닝으로 끝난 상황이다.

9월 PGM 강세 사이클 유효

9 월 PGM 은 **부진한 고용 지표와 예상에 부합하는 물가지표로 9 월 금리 인하가 기정사실화된 만큼 강세 사이클이 어느 정도 유효**할 것으로 예상한다. 관세발 인플레이션 우려가 여전한 경계감으로 작용하고 있으며, FOMC 전까지 발표되는 지표에 따라 달라질 여지가 있긴 하지만 9 월 연준의 기준 금리 인하에 대한 기대는 큰 변화가 없을 것으로 판단한다.

II. Battery Metal

최근 리튬 가격 상승 원인과 전망

7월 이후 시작된 리튬 랠리

리튬 부문은 전기차 수요가 예상보다 약하게 성장한 데 따른 공급 과잉에 시달리고 있었다. 그러나 7월 중국 당국이 과잉 생산에 대한 강경한 입장을 취한 이후 리튬 가격이 상승하기 시작했고, 최근까지도 랠리가 이어지고 있다.

저가 경쟁을 종식시키기 위한 정부 대책 발표

시간순으로 살펴보자면, 7월 1일 중앙재정경제위원회가 저가 경쟁을 종식시키고 노후 설비를 단계적으로 폐쇄할 것을 촉구한 뒤. 7월 18일 공업정보화부는 비철금속을 비롯한 핵심 산업 육성을 위한 대책을 발표했다.

이에 발맞추어 지방 정부는 광산업체의 중단 명령

이에 발맞추어 7월 중순 리튬 허브인 이춘시의 현지 관리들은 광산업체인 Zangge Mining의 광산 생산 중단 명령을 내렸고, 같은 곳에 위치한 세계 최대 전기차 배터리 제조업체인 CATL의 Jianxiawo 광산(연간 4.6만 톤 생산, 전세계 공급의 3% 해당) 허가도 갱신 여부가 불안해지면서 가격이 들썩이기 시작했다.

최대 광산 허가가 만료되자 탄산리튬 선물 급등

7월 30일 CATL의 임원진은 실적 발표에서 광산 허가 갱신을 신청했으며, 승인 가능성이 높다고 언급했지만 결국 허가가 만료되었고, 8월 9일부터 3개월간 작업이 중단되면서 광저우 탄산 리튬 선물의 상승폭은 일일 한도인 8%를 상회할 정도로 강세가 심화되었다.

남은 광산도 중단될 것이라는 기대 확산

또한 강화된 지방 당국의 모니터링 정책에 의거해 Jianxiawo 뿐 아니라 이춘시에 위치한 8개 광산이 모두 9월 말까지 매장량 보고서 제출 대상이 되었는데, 그에 따라 CATL과 같은 운명에 처해져 생산량을 감축하거나 중단해야 할 것이라는 전망이 확산되고 있다.

추가 중단이 이루어진다면 리튬 시장은 균형에 가까워짐

이춘시 8개 광산이 전세계 리튬 생산에서 차지하는 비중은 총 5%이기 때문에 생산 조정이 이루어진다면 2025년 초과 공급 예상치 중 6만 톤 가량이 잠식될 수 있고, 다른 공급 중단이 뒤따를 경우 리튬 시장이 한층 더 균형에 가까워지기에 시장은 지속적인 생산 중단을 기대하는 것으로 보인다.

다만 상승세 지속 여부는 의문

다만 이처럼 중국 정부의 적극적인 감산 의지로 리튬 가격 바닥이 확인된 것은 분명하지만, 앞으로도 계속 상승세가 이어질 지 여부는 불확실하다.

리튬 가격이 반등한다면 유휴 시설이 다시 온라인으로 전환될 수 있기 때문

우선 (1)중국 감산이 일시적일지 영구적일지 알 수 없기 때문에 올해 남은 기간 동안의 회복 추세를 예측하기에는 이르며 (2)전기차 수요 성장이 제한되어 추가적인 공급 조정이 없다면 다시 초과 공급으로 바뀔 수 있기 때문이다. 마지막으로 (3)리튬 가격이 반등하면서 그동안 생산을 중단해왔던 서구 고비용 업체들이 다시 온라인으로 전환할 수 가능성이 높다는 점 역시 위험 요인으로 상존한다.

실제로 호주 업체들은 가격 상승만을 기다리는 중

실제로 최근 호주 Pilbara Minerals의 CEO는 상황이 개선된다면 지난해 말 가격 약세를 이유로 유지 보수에 돌입했던 Ngungaju 공장을 4개월 안에 다시 가동할 수 있다고 언급한 바 있다.

9월, 추가 소식 대기

기대에 비해 아직까지의 실제 중국 감산 규모는 작기 때문에 9월은 추가적인 공급 중단 소식을 기다릴 필요가 있을 것으로 보인다. 그럼에도 중국 정부의 공급 조정 의지가 꺾이지 않는 한 리튬 가격이 장기 저점에서 벗어난 것은 확실한 부분이다.

코발트: 콩고에 쏠린 시선

코발트 상승 모멘텀 부족

세계 1위 코발트 생산국가인 콩고의 코발트 수출 금지가 진행중이기에 하단은 제한되었지만 낮은 기울기로 하락세가 이어지고 있다. 이는 (1)수출이 5개월 넘게 금지되었지만 당장 최대 시장인 중국에 공급이 부족하지 않고 (2)가격을 끌어올리기 위한 시장 예상 밖의 조치가 부재하기 때문이다.

하락 원인은 높은 재고 수준과 MHP라는 대안

그동안 쌓인 재고 **수준이 높기 때문에 소비자들이 적극적으로 구매에 나설 유인이 작고, 일부는 콩고산 수산화코발트의 대안으로 MHP 및 재활용 공급을 채택하면서 금속 가격에 미치는 영향이 미미한 것**으로 보인다.

중국 1~5월 MHP 수입은 전년 대비 23% 증가

참고로 여기서 MHP는 혼합 수산화물 침전물(Mixed Hydroxide Precipitate)을 뜻하는데, MHP는 니켈 광석을 처리하는 과정에서 생산되기에 주로 인도네시아에서 만들어지며 그렇기 때문에 콩고 수출 금지의 영향에서 자유로운 편이다. 실제로 중국의 1~5월 MHP 수입은 전년 대비 23% 증가했다.

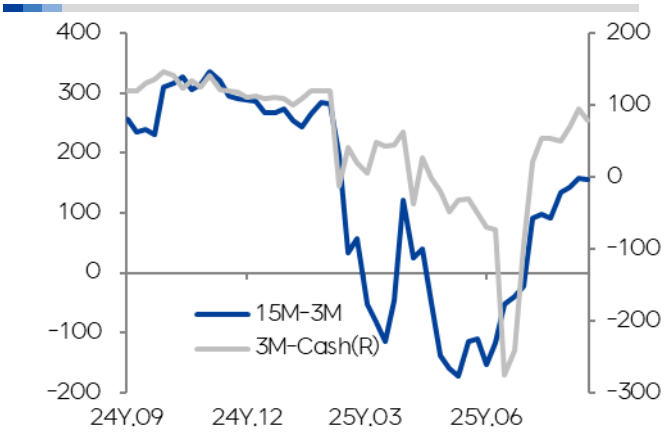
추가 정책 기다리는 시장

이제 **시장은 9월 21일 발표될 콩고의 추가 정책을 기다리고 있다**. 6월 21일에는 3개월간의 수출 금지 연장이 발표되었지만, 아무도 금지령이 해제될 것이라고 기대하지 않았기 때문에 연장 당시 패닉 장세 같은 것은 전혀 나타나지 않았다.

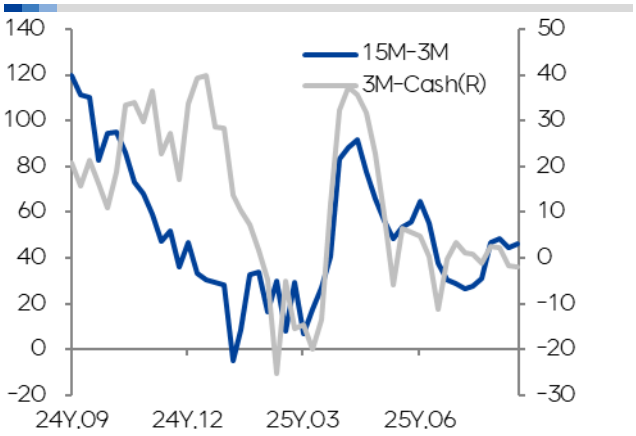
예상을 뛰어넘는 정책만이 희망

그렇기 때문에 9월에는 시장의 예상을 뛰어넘는 정책이 등장해야만 추가적인 상승이 가능할 것으로 보이며, 그렇지 않으면 현재 간신히 유지하고 있는 톤당 $34,000대의 하단조차 지지되지 않을 것으로 판단한다.

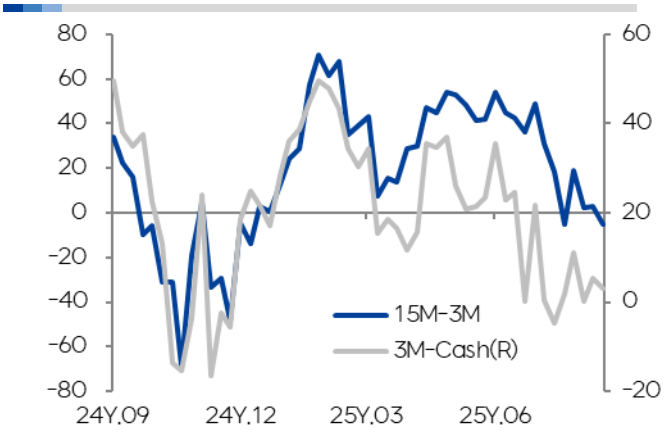
Copper Time Spread



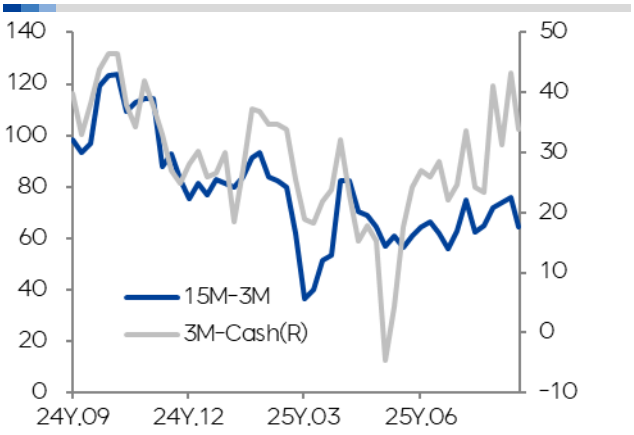
Aluminum Time Spread



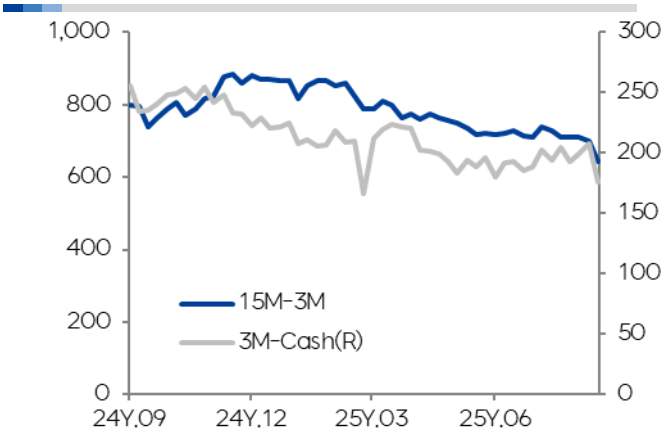
Zinc Time Spread



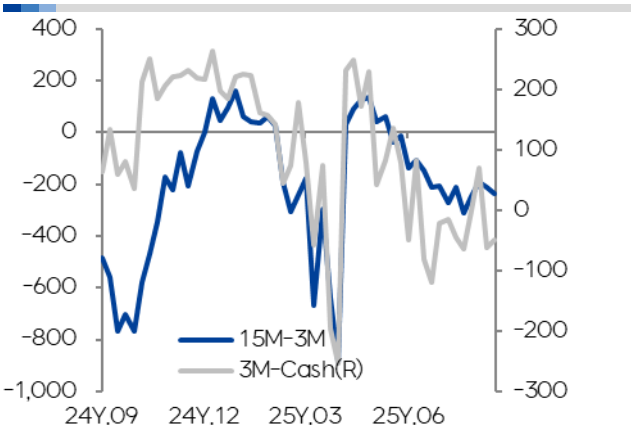
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



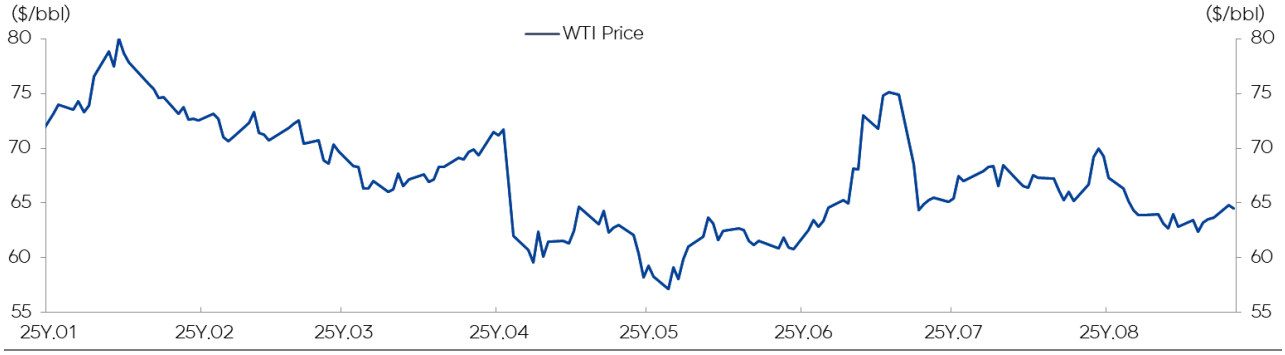
Crude Oil

8월 동향: 강하게 막힌 상단

$60 초중반에 갇힌 유가

8월 유가는 $60 초중반에서 제한된 움직임을 보였다. 월초 OPEC+가 자발적 추가 감산 속도를 높이면서 공급 과잉에 대한 우려를 키웠지만 미국이 러시아 제3자 제재를 명시하며 인도에 추가 관세를 부과하고 러시아가 드루즈바와 CPC 송유관 가동을 중단하는 등 공급 차질 우려가 하방 압력 일부를 상쇄했다. 러시아와 우크라이나 정상이 트럼프 대통령과 각각 정상 회담을 갖고 이후 미국을 포함한 3자 정상 회담 가능성이 부각되며 유가에 또다른 하방 압력으로 작용했으나, 네타냐후가 가지지구 완전 점령으로 방향을 완전히 틀면서 유가 하단을 방어했다. 상하단 움직임을 제한하는 이슈들이 계속해서 나오면서 유가는 뚜렷한 방향성을 찾지 못한 채 $60 초반에서 제한된 움직임을 이어갔다.

차트1. 8월의 유가는 $60 초반중에 안착



출처: Bloomberg

아직 끝나지 않은 OPEC+의 증산

높아진 휴전 협상 기대

우크라이나 젤렌스키 대통령을 지원하기 위해 영국, 독일, 프랑스를 비롯해 이탈리아, 핀란드, EU, 나토 지도자들이 함께 백악관에 동행했다. 이들은 트럼프 대통령의 안보 보장 철회 저지를 위해 새로운 우호조약에 서명했고, 미국을 제외한 우크라이나 지원을 위해 의지의 연합 등 협력 장치들을 마련했다. 트럼프 대통령은 유럽 지도자들이 이제서야 문제를 스스로 해결하려고 한다며 적극적인 대처에 만족감을 보였다. 유럽 정상들이 백악관까지 직접 찾아와 한마음 한뜻으로 힘을 모은 데는, 이번 휴전 협상 성사 가능성이 그 어느 때보다 높아졌음을 의미한다. 트럼프 대통령은 우크라이나의 안보 보장과 관련해 신중한 입장은 유지, 북대서양조약기구(NATO) 회원 가입은 불가능하다고 못 박았으며 절대 일어나지 않을 일이라고 강조했다. 다만 안보 문제와 관련해 트럼프 대통령은 국가안보팀에게 우크라이나 안보 보장을 위해 유럽과 협조하라고 지시한 바 있다. 일단 푸틴 대통령과 젤렌스키 대통령의 양자 회담(헝가리 부다페스트 예상)이 있은 뒤 트럼프 대통령이 포함된 3자 회담이 열릴 예정이다.

차트2. 러시아와 우크라이나 전쟁 지도

출처: CNN

차트3. 굴욕을 무릅쓰고 백악관 모인 EU 정상들

출처: 백악관

협상 타결 가능성이 높아진 이유

이번 러-우 협상 타결 가능성을 높게 보는 이유는 다음과 같다. 먼저, **러시아와 우크라이나가 지상 작전을 최대한 자제하며 현 수준의 공방을 유지하고 있어 확전에 대한 의지가 없다**. 이들 모두 2022년부터 시작된 전쟁에 상당히 지쳐있고, 군사력과 경제력이 크게 고갈됐다. 또한 국내 여론도 장기화된 전쟁에 현정부를 향한 불만도 커지고 있다. 더 중요한 것은 **양측 정상 모두 휴전에 대한 의지를 강하게 내비치고 있기 때문**이다. 둘째로 **트럼프 대통령의 적극적인 개입**이다. 트럼프 대통령은 대통령 당선 전부터 당선 직후 러우전쟁 종전을 단언해왔다. 하지만 예상외로 젤렌스키 대통령은 완강했고 푸틴 대통령을 조종하기 어려웠던 것으로 보인다. 그간 러시아의 대변인이라는 오명 속에서 상당히 자존심이 긁혔다. 트럼프 대통령은 관심을 독차지하고 싶어 하고 본인이 주도하는 모습을 보여주는걸 좋아한다. 또한 노벨 평화상을 받고 싶다고 공공연하게 말하고 다니며 노골적으로 노리고 있는데, 이보다 더 좋은 명분은 찾기 힘들다. 트럼프의 적극적인 협박과 회유로 러시아와 우크라이나 정상이 처음으로 대면 협상을 시작한다. **마지막으로 유럽 정상들의 태도 변화다**. 이러한 분위기 변화를 읽은 유럽 정상들도 부랴부랴 짐을 싸서 백악관에 도착했다. 중재에서 한몫 거들었다는 소리를 듣기 위해 숟가락 얹기 바쁘다.

가장 중요한 쟁점 두 가지는?

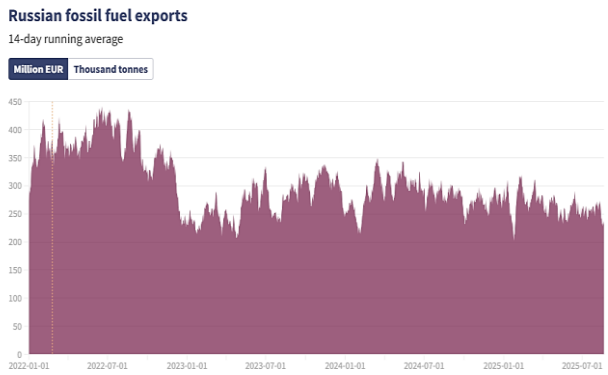
이번 협상에서 가장 큰 쟁점은 두 가지다. **하나는 우크라이나 안전에 대한 보장, 다른 하나는 영토 양보**다. 러시아는 이미 우크라이나의 나토 가입에는 명백하게 거부의사를 밝혔기 때문에, 연합국들의 다국적군 주둔 가능성이 높다. 다만 미국은 자국군 주둔 대신 유사시 공중지원을 약속할 가능성이 높다. 다만 러시아가 다른 나라 군대의 우크라이나 주둔 여부를 동의하지는 않은 상태다. 2015년 러시아로 이미 병합된 크름 반도는 트럼프가 러시아 영토임을 인정했기 때문에, 남은건 이번에 러시아가 점령한 우크라이나 동부 지역을 우크라이나가 얼마나 포기할지가 결국 이번 회의의 핵심이다. 트럼프 대통령도 우크라이나의 영토 일부 포기를 사실상 기정사실화하며 압박하고 있는데, 젤렌스키 대통령도 일부 영토는 넘겨주고 일부는 독립국 형태로 남겨 러시아 점령을 인정하지 않겠다는 의지를 보여줄 가능성이 크다.

전쟁 전후 러시아산 원유의 행방

러-우 전쟁이 본격적으로 시작된 2022년 2월과 비교해 현재 러시아 원유 수출액은 약 40% 이상 감소했다. 다만 **확실하게 짚고 넘어가야할 것은 이중 일부는 당시 2022년 평균 유가가 서방국들의 대러 제재 우려로 $95/배럴에 달했던 반면, 현재 유가는 $65/배럴 수준인 점을 감안해야 한다는 점이다. 전체 수출량 기준으로는 전쟁 이전과 비교해 약**

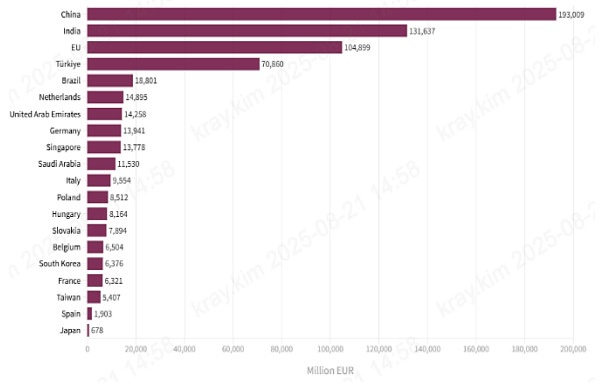
10%정도만 감소했다. 공교롭게도 현재 러시아가 감산을 약속한 물량과 유사하다. 전쟁 이전과 비교했을 때 EU의 원유 수출 감소분 대부분은 중국과 인도로 향했다. 물론 그럼에도 불구하고 EU는 여전히 러시아산 원유, 천연가스, 석탄을 수입하고 있다. 러시아에게 무려 18번의 '타격은 적지만 강력해 보이는' 제재를 가하면서도, 전쟁 시작부터 지금까지 중국, 인도 다음으로 가장 많은 러시아산 원유를 수입한 주체이기도 하다는 점에서 내로남불 비판에서 자유롭기 어렵다.

차트4. 전쟁 이후 감소한 러시아산 원유 수출액?



출처: CREA

차트5. EU, 여전히 전쟁 이후 러시아산 원유 3위 수입 주체

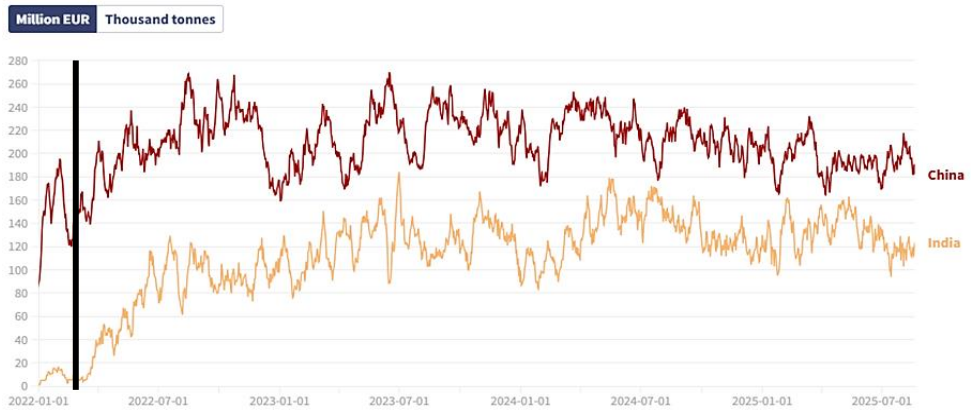


출처: CREA

일단은 꼬리내린 인도

트럼프 대통령이 인도에 50% 관세 부과를 예고한 가운데, 기존 예정된 협상이 연기되면서 타결 가능성은 더욱 불투명해졌다. 당초 25일 예정된 미국 무역대표단의 인도 방문도 돌연 취소됐고 새 협상 일정도 따로 정해지지 않았다. 미국이 이달 초 인도에 25% 상호 관세와 더불어 러시아산 원유 수입을 문제삼아 25% 추가 관세까지 더해 부과했기 때문에, 협상 결렬시 오는 27일부터 인도산 수입품에는 총 50% 관세가 적용될 예정이다. 다만 7월 인도 원유 수입은 2023년 9월 이후 최저 수준으로 줄었는데, 러시아산 원유 수입은 전월 대비 24.5% 감소해 하루 150만 배럴에 그쳤다. 이는 **러시아산 가격 할인 축소와 몬순 시즌에 따른 수요 둔화, 그리고 트럼프 미국 대통령의 대러 원유 수입 경고 영향 때문**이다. 민간 정유사가 러시아산 수입의 60%를 차지했으며, 국영 정유사들은 중동과 미국산으로 대체 구매를 늘리고 있다. 7월 전체 수입에서 러시아 비중은 34%였고, 중동산 원유 비중은 5개월 만에 최고치로 상승했다.

차트6. 전쟁 직후 급증한 중국과 인도의 러시아산 원유 수입

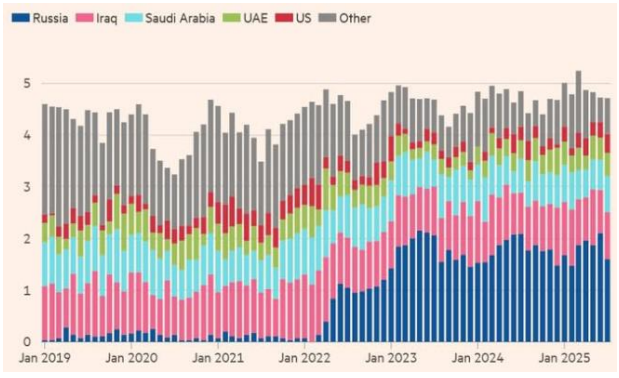


출처: CREA

우방국인 인도를 압박하는 미국

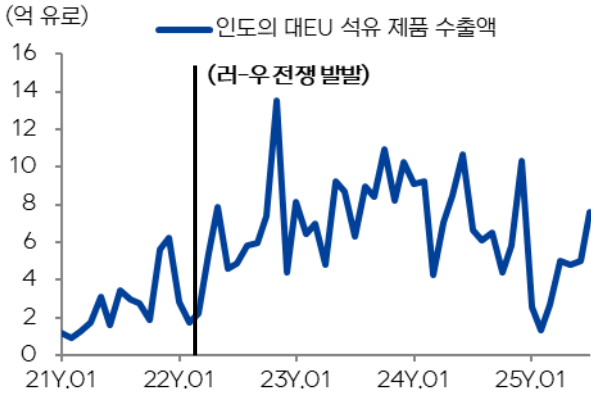
인도가 지난 수년간 서방국들의 러시아산 원유 수출 제재에도 러시아산 원유 수입이 40배 이상 증가한데에는 나름의 이유가 있다. 러시아와 우크라이나 전쟁 전후로 **미국과 유럽의 에너지 가격 폭등 이후 에너지 물가 안정을 위해 인도가 값싼 러시아산 원유를 우회해서 유럽과 미국에 재수출하거나 가공해서 석유 제품 형태로 수출해줬기 때문**이다. 이 때문에 인도는 수년간 서방국들의 대러 제재에도 암묵적인 합의하에 러시아산 원유를 수입해올 수 있었다. **전쟁 이전만 하더라도 인도는 러시아산 원유를 하루 3만 배럴 가량 수입했으나 작년 인도는 러시아산 원유 175만bpd를 수입**했다. 인도의 러시아산 원유 수출은 이번 미-인 관세 협상의 주요 변수로 자리잡을 전망이다. 미국의 추가 관세 부과 조치는 즉시 시행되는 것이 아닌 90일 이후에 진행되는 것으로 실제 부과 가능성은 낮고, 중국과의 무역 협상, 러시아와의 평화 협상을 앞둔 미국이 압박 차원에서 보여주기식 요식 행위 가능성이 더 크다고 보는 곳도 있다.

차트7. 러-우 전쟁 가장 큰 수혜자는 인도



출처: Financial Times

차트8. 급증한 인도의 대유럽 석유제품 수출



출처: 삼성선물

러시아 원유 수출 제재, 점진적 완화에 무게

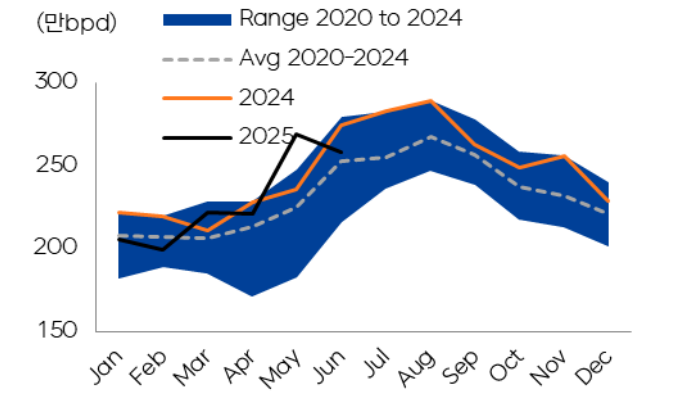
협상이 타결될 경우, 대러 제재는 완화될 가능성이 높다. 다만 러시아에 대한 불신 때문에 일시적으로 승인하는 것이 아닌 점진적인 제재 완화 쪽이 우세하다. 애초에 제재를 가한 서방국들도 이미 수입처를 상당부분 미국과 중동 등으로 돌려놨고 2021년과 2022년 두

차례 러시아발 에너지 위기를 겪으면서 러시아산 공급에 대한 불신이 깊게 자리잡고 있기 때문이다. 제재 완화는 두 가지 측면에서 유가에 하방 압력으로 작용한다. **하나는 기존 러시아산 원유 제재와 러-우 전쟁 장기화로 시장에 반영되어왔던 리스크 프리미엄 완화, 다른 하나는 그간 어쩔 수없이 생산이 제한됐던 러시아의 OPEC+ 태도 변화 가능성**이다. 그동안은 러시아가 제재로 수출이 원활하지 않아 생산 감축에 고분고분했으나 향후에는 러시아 원유 생산을 억제하기 쉽지 않을 것이다. 휴전 협상에 진전이 있을 경우 조만간 1차 자발적 감산 되돌림에 대한 논의가 본격화될 가능성이 높다.

사우디 여름 성수기 시즌 종료

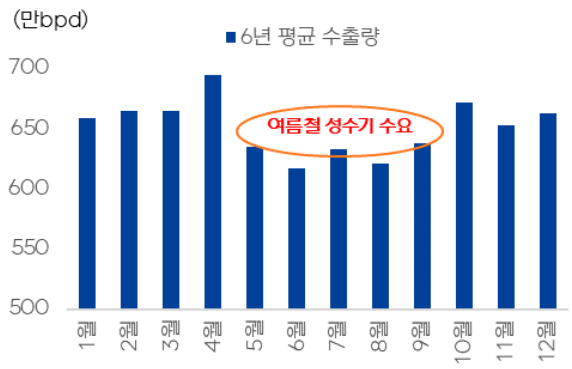
6월과 7월 OPEC 보고서에서 사우디 원유 생산량이 사우디 정부의 요청에 시장 공급량(Supply to Market)이라는 새로운 용어로 변경됐다. 6월에는 미국과 이란과의 갈등으로 인한 공급으로 어쩔 수 없었다는 핑계를 댔지만 이번 보고서 발표에서는 별다른 설명조차 없었다. 원래 실제 생산량은 기존과 같은 Secondary Sources 들의 수출물량, 인공위성, 시장 관계자들 의견과 정부나 기관의 생산 보고 등을 반영해 상대적으로 객관적인 추정치의 평균인 반면, 시장 공급량은 정부에서 주장하면 그대로 받아들여진다. 실제 사우디 생산량을 감안하면, 사우디 생산쿼터를 두 달 연속 넘었다. 사우디가 주장하는 시장공급량은 생산량에서 국내 재고나 사용분을 뺀 것을 의미한다. **사우디가 이를 택한 이유는 여름철 성수기에 접어든 사우디가 국내 수요 충당을 위해 생산량을 일시적으로 늘렸지만 실제 생산량보다 더 줄여서 발표할 수 있다는 이점**이 있기 때문이다. **향후 성수기 피크가 지난 9월과 10월에는 다시 원래대로 실제 생산량을 쓸 수도 있지만 만약 시장이 적응할 경우 스리슬쩍 현 수준 생산량을 유지한 채로 발표를 이어갈 가능성도 존재**한다.

차트9. 사우디의 뚜렷한 여름철 원유 수요



출처: 삼성선물, JODI

차트10. 여름철 감소하는 사우디 원유 수출



출처: 삼성선물, Bloomberg

향후 OPEC+의 예상 행보

앞서 언급한 이유들은 OPEC+내 감산 결속력을 약화시키는 요인들이다. **더욱 우려되는 부분은 그중 하나가 비OPEC 맹주국인 러시아, 다른 하나는 OPEC 맹주국인 사우디라는 점**이다. 현재 OPEC+의 2차 추가 감산(220만bpd) 되돌림은 종료됐다. 1년 반에 걸쳐 하기로 한 감산 되돌림(증산)을 1년 앞당겨 조기 종료시켰다. 이는 전세계 하루 공급량의 2.2% 수준이다. **다음 회의는 9월7일 예정이다. 조만간 남은 1차 자발적 추가 감산(168만bpd) 되돌림 논의가 있을 가능성**이 높다. 지난번 감산 스케줄을 살펴보면 매달 13.88만bpd씩 증산을 예고했던 바 있다. OPEC+는 이미 시장이 익숙하고 큰 가격

변동없는 검증된 수치를 선호한다. 또한 스케줄도 연말 또는 12개월로 끊는걸 선호한다. 공교롭게도 **1차 자발적 감산분인 168만bpd라는 수치는 13.88만bpd로 나누면 약 12개월로 떨어진다**. 조만간 이와 관련된 스케줄이 발표될 가능성이 높다고 판단된다. 물론 OPEC의 감산 발표는 감산 스케줄 발표 시점이 중요하기 때문에, 기존처럼 지정학적 리스크 이슈에 편승해 발표할 가능성이 높다.

결론: OPEC+의 증산은 아직 끝나지 않았다

조만간 1차 자발적 감산에 대한 되돌림 스케줄 나올 것

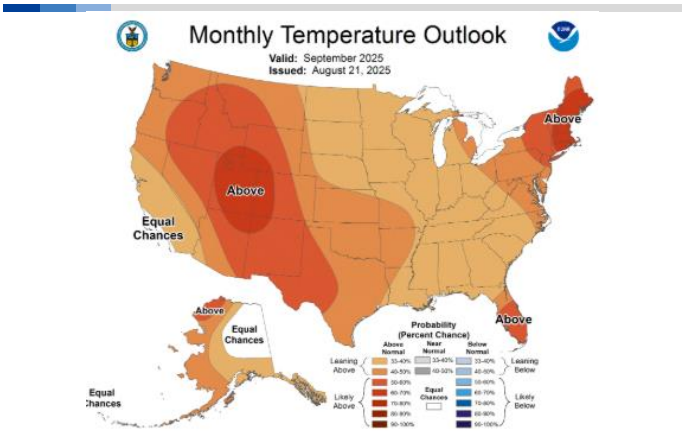
OPEC+의 2차 자발적 감산이 1년 빠르게 종료되면서 시장에는 증산에 대한 우려가 잦아드는 듯 하다. 하지만 실상은 다르다. 당장 7월부터 OPEC발 생산과 수출이 데이터상 눈에 띄게 늘기 시작했고, 러시아 제재 완화 기대와 사우디 여름철 성수기 종료로 맹주국들의 증산 의지가 그 어느때보다 강하다. OPEC 내부적으로도 면제국들인 이란과 베네수엘라, 나이지리아는 수년째 증산을 해왔고, 보상플랜의 70%를 차지하는 이라크와 카자흐스탄도 이런저런 핑계로 추가 감산에 소극적인 모습을 보이고 있다. OPEC+는 이미 다양한 지정학적 리스크에 편승해 2차 자발적 추가감산 되돌림을 큰 유가 하방 압력없이 성공적으로 마무리했다. 그리고 이들에게는 아직 '공식 감산합의량인 200만bpd와 1차 자발적 감산분인 166만bpd가 남아있다. 그간 유가 하단을 지탱해오던 지정학적 리스크들 대부분이 마무리 국면에 돌입하면서 이들은 1차 자발적 감산 되돌림 스케줄 발표 시기를 간보고 있을 가능성이 높다. **우리는 그간 전세계 원유 공급량 5% 수준의 감산과 이스라엘 관련 중동 전쟁, 그리고 러-우 전쟁 등이 가까스로 유가를 받치고 있는 세상**을 살아 왔다. 그럼에도 유가는 $60 초중만에 머물르고 있는데, 이 마저도 **이들 대부분이 원래대로 되돌려지기 시작하면서 하방 압력은 더욱 가중될 전망**이다.

Natural Gas

예상보다 더뎠던 수요

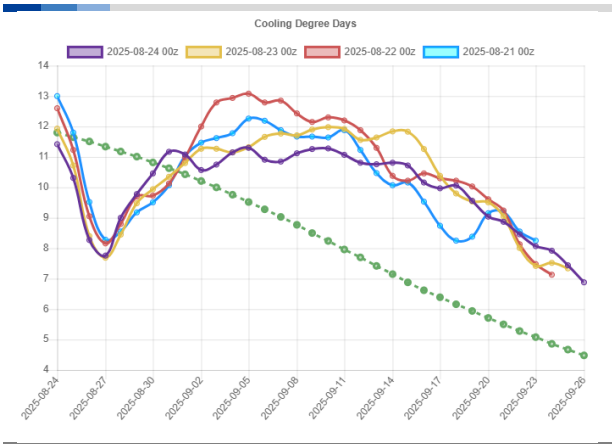
8월 천연가스 가격은 하방 압력이 우세했다. 8월 들어 기온이 빠르게 낮아지면서 여름철 냉방 수요가 급감했기 때문이다. 남부 지역의 기온은 예년보다 높았으나 미국 전역 날씨가 빠르게 진정되면서 온화한 날씨가 이어졌고 시장이 우려했던 열돔 현상도 제한적인 수준으로 나타났다. 또한 유럽과 아시아 등지의 외부 수요는 상대적으로 견고했지만 미국 주요 LNG 수출 터미널 가동 중단이 LNG Inflow 증가세를 주춤하게 만들었으며 여전히 예년보다 높은 수준의 천연가스 재고와 예상보다 높은 재고 증가세도 가격 하방 압력으로 작용했다.

차트11. 9월 전반적으로 높은 기온 예상



출처: NOAA(8월21일 발행 기준)

차트12. 9월 장기 수요는 예년보다 높으나 추세상 하락



출처: Truewx

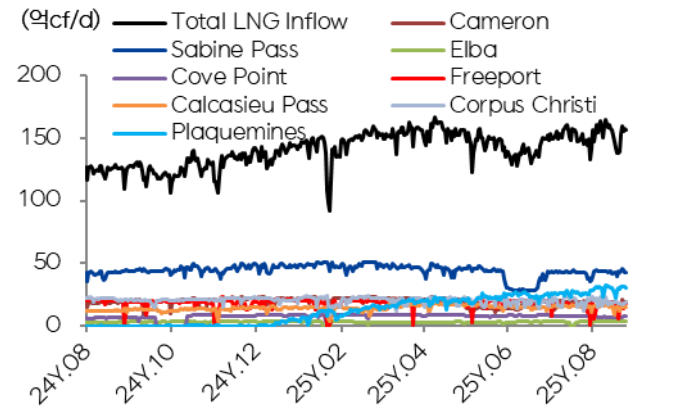
9월도 8월 수준의 날씨 기대

8월 텍사스와 플로리다, 루이지애나 등을 중심으로 남부 지역 고온 다습한 날씨가 냉방 수요를 높였으나 북동부 지역이 비교적 선선한 날씨를 기록해 냉방 수요가 빠르게 감소하면서 지역별 편차를 보였다. **9월은 계절적으로 여름철 피크가 종료되며 수요가 점진적으로 감소하는 구간**이다. 현재 장기 예보상으로는 9월 초부터 예년보다 높은 기온이 예상되지만 계절적으로 꾸준하게 수요가 감소하는 구간이다. 또한 수요 자체가 그리 높지 않기 때문에 날씨에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 다만 유럽 겨울철 대비 재고가 아직 충분하지 않아 미 LNG 관련 수요가 꾸준하게 늘 가능성이 높고 미국내 겨울철 대비 베팅이 9월부터 시작되는 만큼 하단 강한 지지력을 유지할 가능성이 높다.

Plaquemines의 존재감

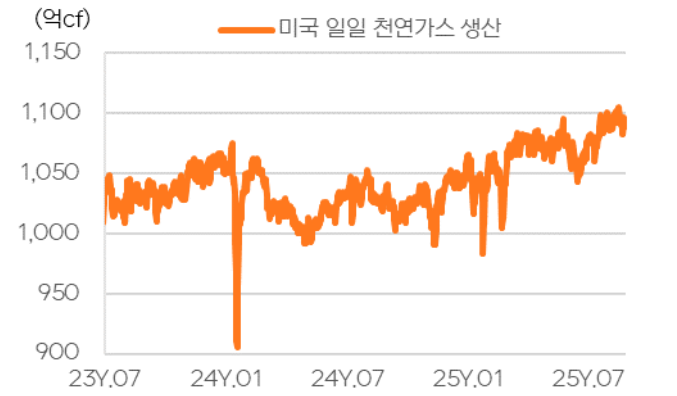
Plaquemines Inflow가 8월 중순 3bcf/d를 넘어 3.3bcf/d를 기록했다. 7월 본격적으로 Phase2 생산에 박차를 가함에 따라 18대의 추가 Train이 생산을 시작해 현재는 전체 36대 중 28대가 운행 중이다. **Plaquemines phase2는 Corpus Christie phase3 확장과 더불어 LNG 관련 수요를 강하게 견인하고 있다**. Freeport LNG 수출 플랜트 열차 1기가 전력 문제와 압축기 시스템 문제로 일부 Inflow 감소가 있었지만 빠르게 회복해 원래 수준을 유지했고, 미국 전역의 **LNG Inflow 관련 수요는 꾸준하게 반등하며 조만간 금년 4월 기록한 역대 최고치를 갱신할 전망**이다.

차트13. LNG 관련 수요는 꾸준하게 늘어날것



출처: 삼성선물

차트14. 미국내 생산, 투자 부진으로 상승세 주춤

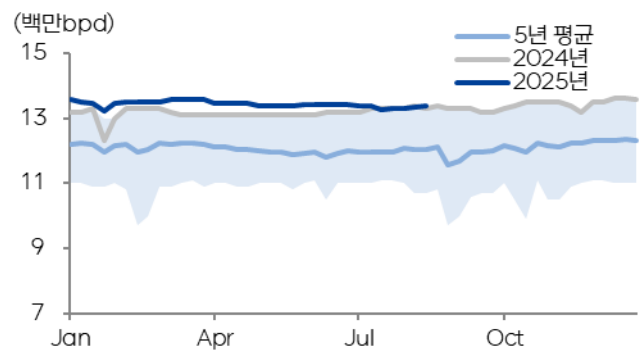


출처: 삼성선물, Bloomberg

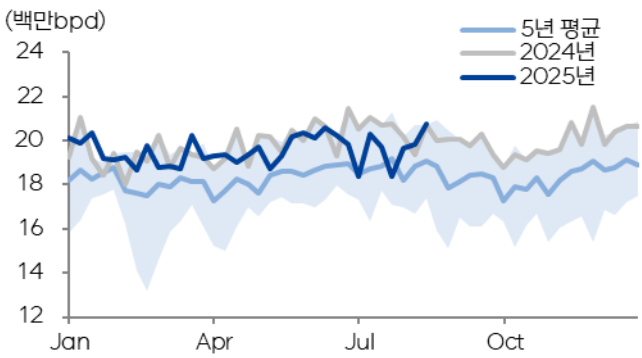
9월은 시장의 겨울나기 사전 준비 기간

8월 중순 이후 날씨가 시장 예상보다 빠르게 온화해지면서 미국내 수요가 급격하게 낮아졌다. 9월 기온은 8월보다 평균 5도 가량 낮다. 천연가스 시장에서 9월과 10월은 통상적으로 겨울철 시즌을 준비하는 달이다. 과거에는 그 시기가 10월부터였지만 2021년과 2022년 두차례 에너지 위기를 겪고 난 이후 베팅 시계가 좀 더 앞당겨졌다. 9월에는 미국 대부분 지방의 기온이 서늘해지고 남부 일부 도시들만 30도 이상의 기온을 유지한다. **이처럼 온화한 가을 날씨에는 수요 자체에 대한 기대가 높지 않아 생산 변동이나 LNG 관련 외부 수요 영향을 더 많이 받는다.** 아직까지 미국내 뚜렷한 생산 증가세나 투자 급증이 나타나지 않고 있으나 LNG 관련 수요는 계속해서 증가할 전망이다. 금년 Plaquemines Phase 1과 2 수출이 원활하게 이루어지고 있고, Corpus Christi Stage3 가동 시작했으며, Golden Pass도 시운전을 준비 중에 있다. 예년보다 2% 가량 높은 수준의 천연가스 재고는 여전히 가격 상승에 부담요인으로 작용하겠으나, **제한된 증산 우려와 꾸준한 수요로 상승 압력이 소폭 우세할 전망**이다. 9월 천연가스 가격은 $3/MMBtu 돌파를 시도할 가능성이 높다.

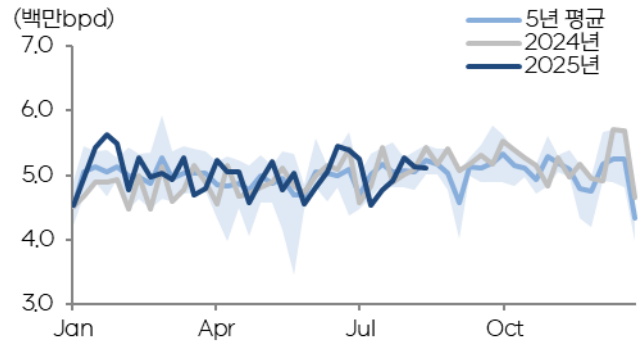
미국 원유 생산 (5년 Range)



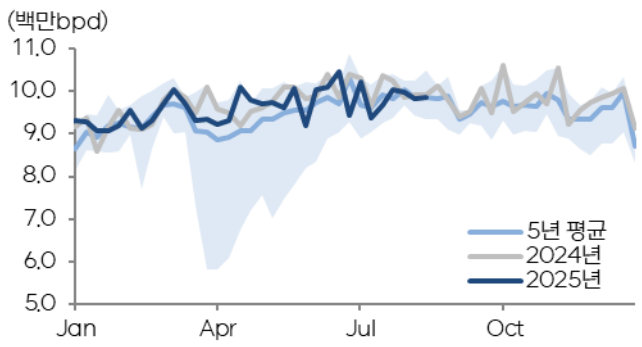
미국 원유 수요 (5년 Range)



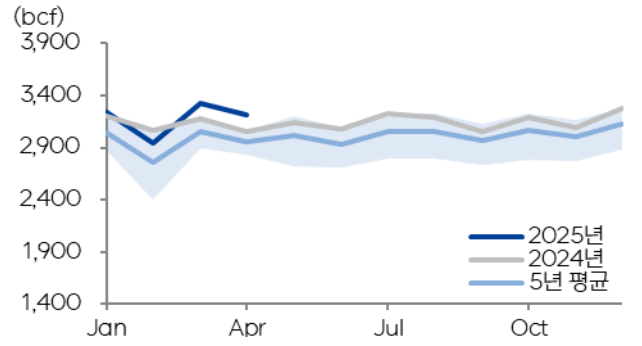
미국 정제유 수요 (5년 Range)



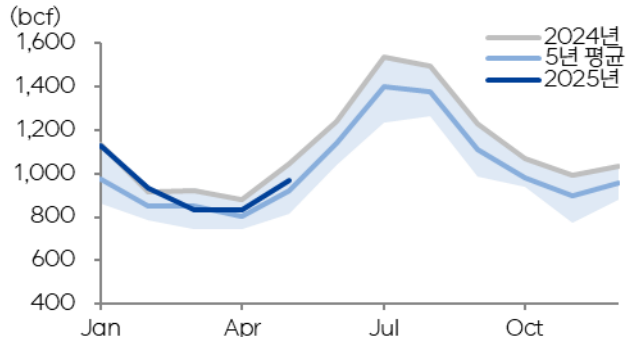
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



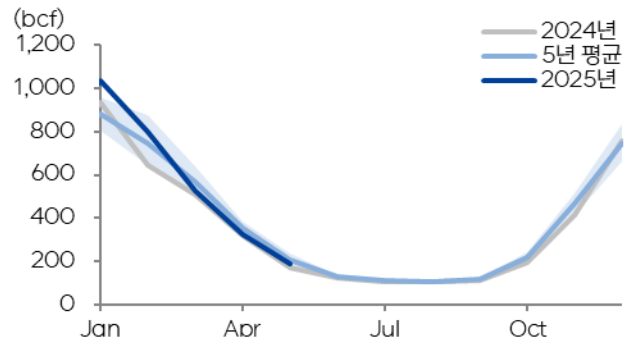
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



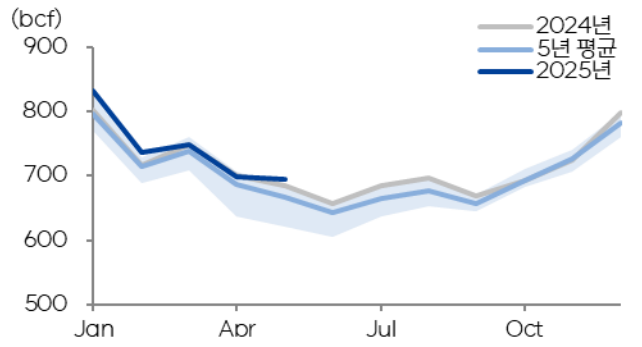
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)

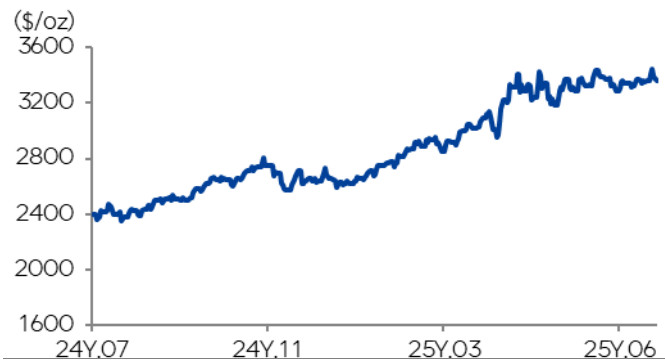


미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



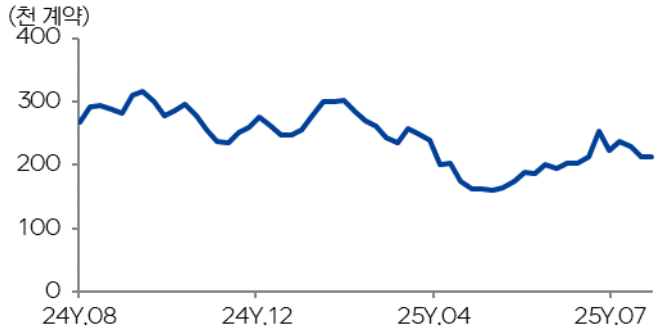
기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

금 가격 추이



은 가격 추이

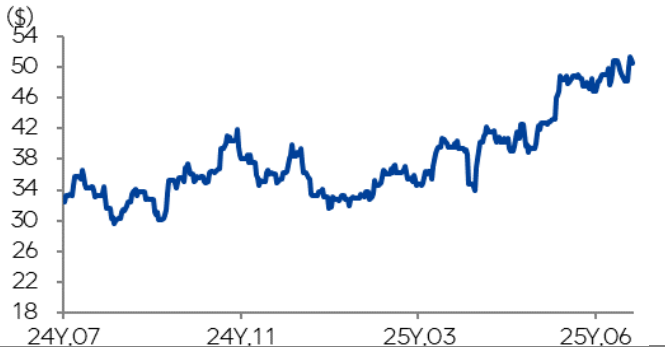
금 비상업적 순매수 포지션



은 비상업적 순매수 포지션

SPDR 금 보유량

iShare Trust 은 보유량

금 광산 주식 ETF

은 광산 주식 ETF