리서치센터 투자전략팀

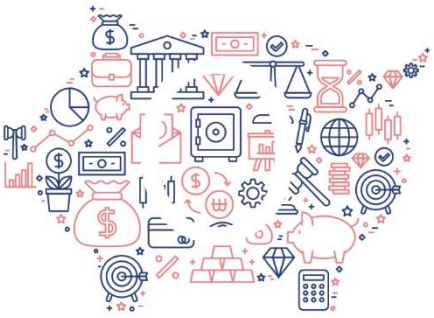
Commodity

M M

vol. 68 2025. 11. 14

Market Inside

천연가스(HH), 가격 급등의 원인과 전망



Point 1. Investment Idea
Point 2. 원자재 기업 Leader & Lagger
Point 3. 원자재 투자자 포지션 현황

TY

LS증권

원자재
Analyst 홍성기
sungki.hong@ls-sec.co.kr
RA 신승윤
seungyun.shin@ls-sec.co.kr

Market Inside | Commodity

천연가스(HH), 가격 급등의 원인과 전망

Contents

Point 1. Investment Idea 3
Point 2. 원자재 기업 Leader & Lagger 8
Point 3. 원자재 투자자 포지션 현황 11

천연가스(HH), 가격 급등의 원인과 전망

여전히 높은 재고 수준, 그러나 가격 급등

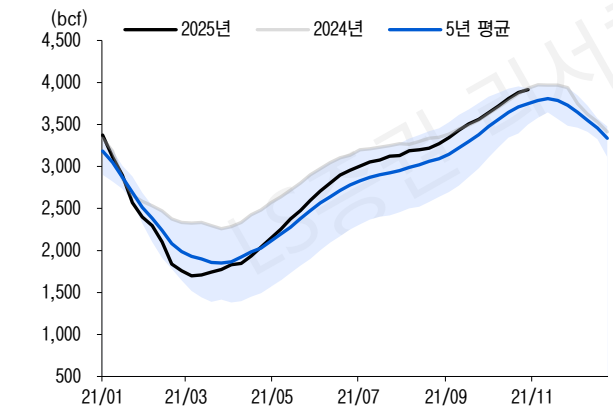
- 미국 천연가스 가격은 12월물 선물 기준으로 10월 중순 저점 대비 25%, 10월말 대비 18% 상승. 본격적인 난방 시즌이 시작되며 천연가스 가격 급등세 시현. 당사는 3분기 가격 하락을 저가 매수의 기회로 추천한 바 있음

- 다만 10월말 기준 천연가스 재고 수준은 평년대비 168bcf 높은 수준이며, 평균적인 천연가스 추정 가격은 $2.7/mmbtu에 불과(10월말 12월물 가격 $3.8/mmbtu). 또한 현재 가격으로 역산한 재고 수준은 평년대비 150bcf 낮아야 함

그림1 **10 월 중순부터 반등한 천연가스 가격**

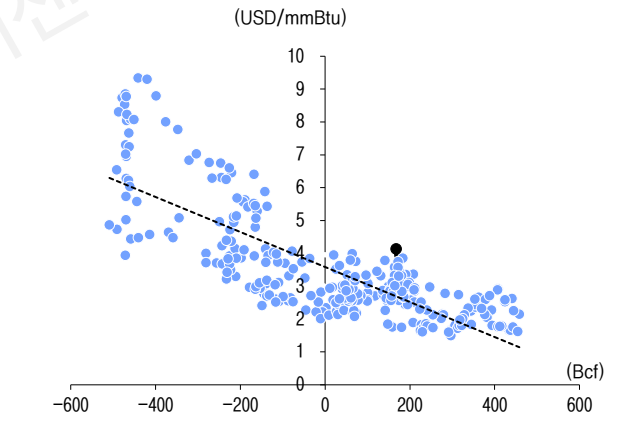
자료: LS증권 리서치센터

그림2 **미국 천연가스 재고 추이**



자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림3 **미국 천연가스 평년대비 재고와 가격**



자료: EIA, LS증권 리서치센터

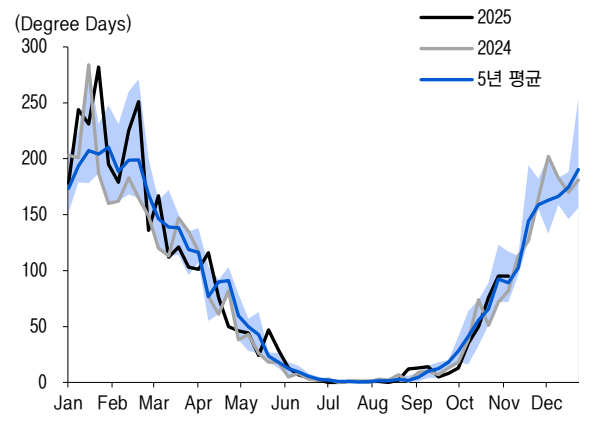
1. 겨울철 수요 전망은?

- 현재 난방 시즌에 돌입한 미국의 난방도일수(HDD)는 [그림4]와 같이 평년 수준에 그침. 다만 난방도일수 전망[그림5]은 계절적으로 높은 수준을 나타내며 천연가스 가격 상승을 뒷받침

- 그러나 미국의 겨울철 전반적인 난방도일수, 기온은 평년대비 온화할 것이라는 전망이 지배적. EIA는 겨울철 난방도일수는 평년대비 -2%, 전년대비 -3%로 감소하고, 이에 난방 부문 천연가스 수요도 평년대비 -2%, 전년대비 -5%로 감소할 것으로 전망함

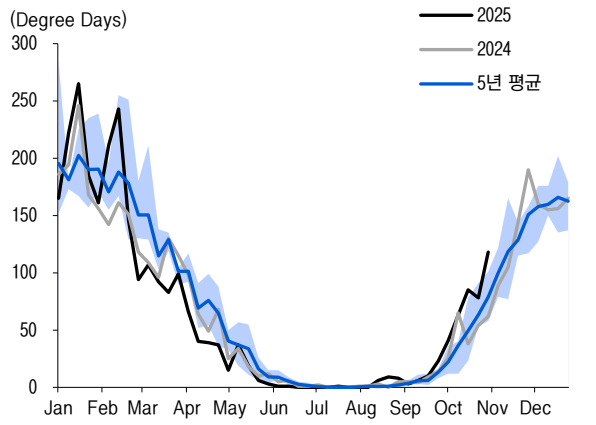
- 물론 겨울철 기온 전망에는 불확실성이 높은 편이며 일각에서는 내년 1월 미국의 기온이 남동부 지역을 중심으로 평년대비 낮아질 것으로 전망하고 있음. 그러나 **이러한 겨울철 수요 전망에도 3,915bcf의 재고 수준과 $4.4/mmbtu의 가격을 정당화하기에는 무리가 있음**

그림4 현재 난방도일수(HDD) 추이



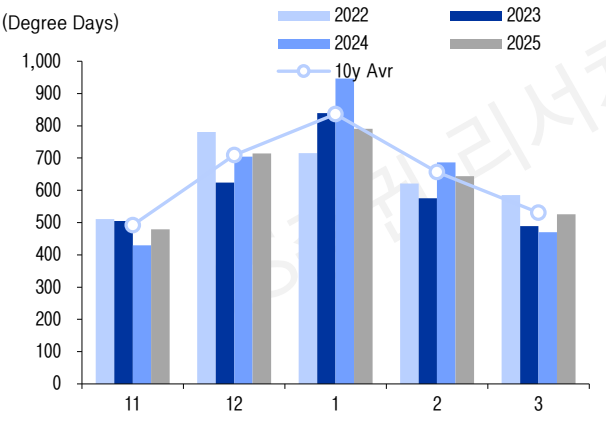
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림5 향후 난방도일수(HDD) 전망



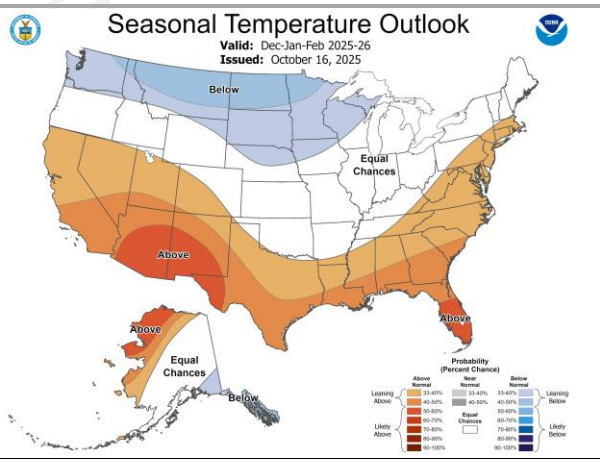
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림6 겨울철 난방도일수(HDD) 전망



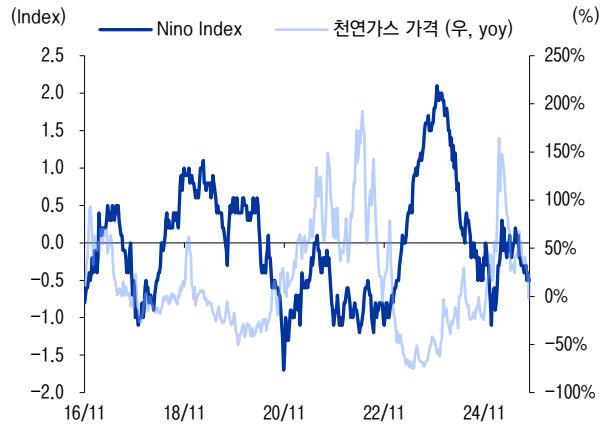
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림7 12 월~2 월 미국 기온 전망



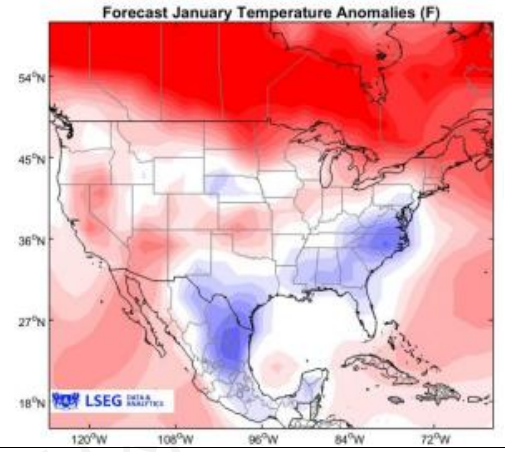
자료: CPC, LS증권 리서치센터

그림8 다시 (-)로 전환된 Nino Index



자료: NOAA, LS증권 리서치센터

그림9 1 월 미국 기온 전망



자료: LSEG, LS증권 리서치센터

2. 미국 수출 증가의 효과 – 미국과 유럽 천연가스 시장 연결 강화

- 미국 천연가스 가격의 상승 요인으로 추정되는 주요 원인으로 미국의 LNG 수출 증가를 들 수 있음. 올해 미국의 천연가스 순수출은 작년 대비 26% 이상 급증. 미국의 순수출은 작년 11월 12.3bcf에서 금년 10월 17.6bcf로 급증. 주로 Plaquemines LNG 수출 터미널의 조기 가동에 따른 것으로 파악됨

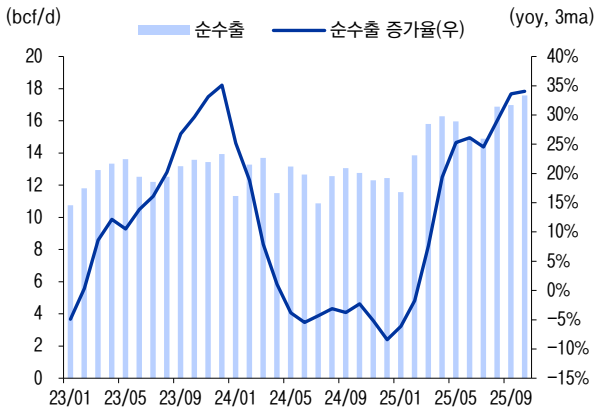
- 한편 유럽 내 천연가스 재고는 평년대비 9% 낮은 수준으로, 러시아 산 수입 감소의 영향이 반영됨. 그러나 [그림13]에서와 같이 낮은 재고에 비해 TTF 가격은 낮은 수준에 머무르며 미국 HH 천연가스와 정반대의 상황을 나타냄

- 미국 HH 가격 상승과 유럽 TTF 가격 안정에 따라 TTF-HH 스프레드는 우크라이나 전쟁 이후 최저 수준으로 하락 중. 미국과 유럽의 천연가스 가격은 미국 LNG 수출 용량 증가에 따른 재고 이동의 증가를 반영하여 각각 재고 대비 고평가, 저평가된 것으로 추정

- 다만 **이러한 점을 고려하더라도 최근의 미국 천연가스 가격 상승세는 다소 과도한 것으로 추정.** 미국 천연가스 수출은 전년 동월 대비 4.8~5.2bcf/d 증가했고, 미국 국내 생산은 3.6bcf/d 증가. 미국 국내 수요는 전년과 거의 유사하다는 점을 고려할 때, **수출에 따른 재고의 감소 효과는 약 1.2~2.0bcf/d 수준으로 현재 평년대비 168bcf 높은 재고가 평년 수준으로 회귀하는데 약 80일 이상 소요.** 게다가 현재의 천연가스 가격으로 역산하면 재고는 평년대비 150bcf 낮아져야 하고 추가로 70일 이상 소요됨

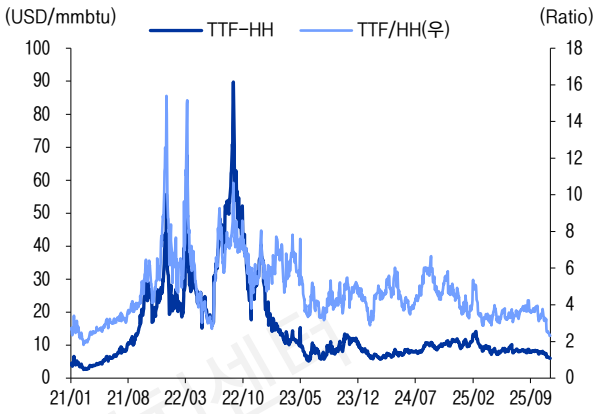
- 장기적으로 데이터 센터 관련 전력 부문 수요 증가와 LNG 수출 터미널 확대에 따른 미국 천연가스 가격 디스카운트 해소에 따라 HH 가격이 중장기적으로 우상향할 것이라는 전망은 유지. 다만 단기적으로 TTF-HH 되돌림 유의

그림10 미국 천연가스 순수출 추이



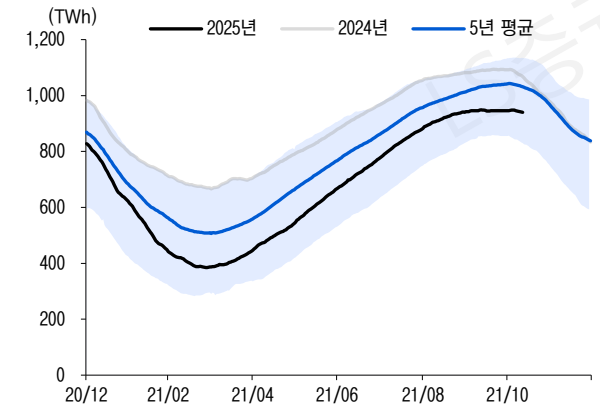
자료: EIA, LS증권 리서치센터

그림11 TTF-HH 가격 스프레드



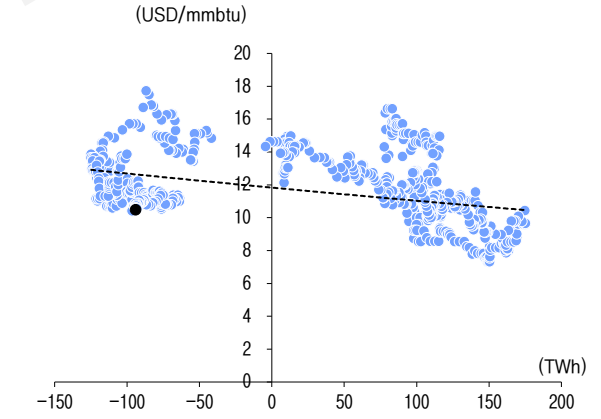
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림12 유럽 천연가스 재고 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림13 유럽 천연가스 평년대비 재고와 가격



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

표2 원자재 가격 동향

섹터	거래소	상품명	11/12	1W%	1M%	3M%	6M%	1Y%	YTD%
에너지	NYMEX	WTI Crude Oil ($/bbl.)	58.5	-1.9	-1.0	-7.4	-6.4	-14.1	-18.4
	ICE	Brent Crude Oil ($/bbl.)	62.7	-1.3	-0.4	-5.2	-4.1	-12.8	-16.0
	NYMEX	RBOB Gasoline (¢/gal.)	195.5	2.4	8.8	-5.7	-8.7	-0.5	-2.3
	NYMEX	Heating Oil (¢/gal.)	248.2	2.0	11.6	10.6	15.9	12.2	6.9
	NYMEX	Natural Gas ($/MMBtu)	4.53	7.1	20.1	61.4	36.0	55.9	24.8
	ICE	Newcastle Coal ($/MT)	113.1	-1.9	4.2	1.3	14.2	-20.5	-9.7
	ICE	Uranium U308 ($/lb.)	77.9	-1.1	-1.6	7.8	8.9	0.3	6.9
귀금속	COMEX	Gold ($/t oz.)	4,213.6	5.5	2.0	25.8	32.4	62.1	60.3
	COMEX	Silver ($/t oz.)	53.5	11.3	6.0	41.1	66.2	74.2	84.7
	NYMEX	Platinum ($/t oz.)	1,631.4	4.4	-3.6	21.6	64.8	73.0	82.5
	NYMEX	Palladium ($/t oz.)	1,505.3	3.8	-1.7	33.1	57.3	60.4	66.7
비철금속	COMEX	Copper (¢/lb.)	510.6	2.4	-0.7	13.2	12.1	23.9	28.1
	LME	Copper 3M ($/MT)	10,944.0	2.3	1.1	11.2	15.8	19.7	24.8
	LME	Aluminum 3M ($/MT)	2,894.5	1.6	4.8	10.5	16.6	12.9	13.4
	LME	Zinc 3M ($/MT)	3,075.0	1.1	1.8	8.0	14.2	4.7	3.2
	LME	Lead 3M ($/MT)	2,095.5	3.7	5.4	4.0	4.8	3.5	7.4
	LME	Nickel 3M ($/MT)	15,053	0.1	-1.0	-1.8	-3.8	-5.3	-1.8
	LME	Tin 3M ($/MT)	37,399	4.9	4.7	10.4	14.0	23.8	28.6
	LME	Cobalt Spot ($/MT)	48,135	0.0	13.8	46.4	44.7	98.2	98.1
	COMEX	Lithium Hydrox ($/kg)	9.97	1.7	4.4	22.2	16.5	6.7	5.3
철금속	MB	Iron Ore 62%Fe ($/MT)	97.9	-0.7	-2.1	-0.7	2.8	4.6	2.7
	SHFE	HRC (CNY/MT)	3,258.0	0.3	-0.2	-5.2	1.0	-4.9	-3.8
	SHFE	Steel Rebar (CNY/MT)	3,039.0	0.5	-1.5	-5.5	-1.1	-6.2	-7.9
곡물	CBOT	Corn (¢/bu.)	449.3	-0.1	5.1	20.9	1.3	4.8	-2.0
	CBOT	Soybeans (¢/bu.)	1,133.8	0.0	10.6	12.1	8.0	13.0	13.6
	CBOT	Wheat (¢/bu.)	552.5	-2.7	7.6	9.4	5.2	0.0	0.2
소프트	ICE	Cocoa ($/MT)	5,757.0	-11.0	-2.2	-34.5	-47.2	-26.8	-50.7
	ICE	Coffee (¢/lb.)	376.7	-4.5	2.6	19.5	0.1	42.9	17.8
	ICE	Cotton (¢/lb.)	64.8	-2.4	-0.7	-3.4	-0.1	-5.8	-5.2
	ICE	Sugar (¢/lb.)	14.5	2.9	-7.0	-14.3	-17.1	-32.0	-24.6
축산물	CME	Live Cattle (¢/lb.)	225.0	3.1	-9.0	-4.6	6.0	22.0	16.1
	CME	Feeder Cattle (¢/lb.)	327.5	2.3	-12.4	-5.2	10.3	32.7	24.5
	CME	Lean Hogs (¢/lb.)	81.5	0.7	-6.3	-25.6	-18.7	-1.0	0.3

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

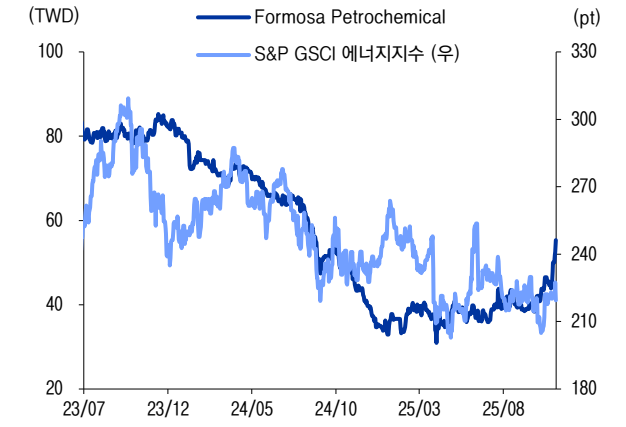
원자재 기업 Leader & Lagger

표3 주간 수익률 상하위 에너지 기업

	기업명	티커	1W%	1M%	3M%	1Y%	YTD%	비고
1	Formosa Petrochemical	6505 TT	22.8	35.5	33.4	23.4	60.1	대만 최초 민간정유기업이자 최대규모 에틸렌 생산업체
2	Texas Pacific Land	TPL US	9.5	12.8	17.5	-28.5	-9.0	텍사스주의 토지신탁회사, 주수입원은 E&P기업의 로열티
3	Devon Energy	DVN US	8.9	6.1	5.7	-8.1	7.6	미국 E&P/운송기업으로 2.1억배럴의 석유 매장량 보유
1	Cameco	CCJ US	-2.8	0.5	18.0	70.1	80.1	글로벌 1위 우라늄 생산기업, 대표광산으로 Cigar Lake 보유
2	China Coal Energy	1898 HK	0.3	18.8	13.3	31.7	27.8	중국 2대 석탄생산기업, 코스크, 채굴장비 생산까지 영위
3	Chevron	CVX US	0.4	0.9	-0.7	-1.3	5.9	7대 석유 메이저 중 하나로 Fortune 16대 기업

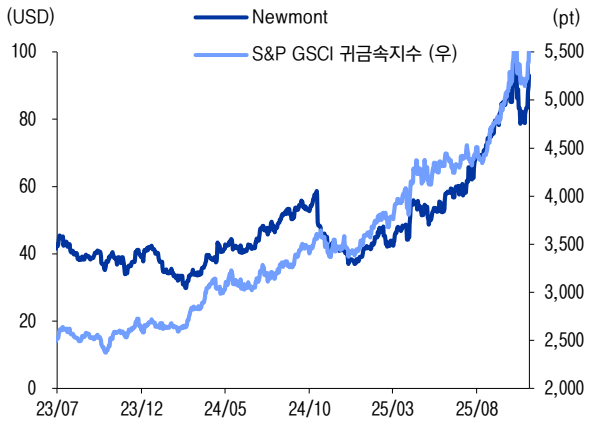
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림14 에너지 수익률 상위 기업 주가 추이



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림15 귀금속 수익율 상위 기업 주가 추이



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

표4 주간 수익률 상하위 귀금속 기업

	기업명	티커	1W%	1M%	3M%	1Y%	YTD%	비고
1	Newmont	NEM US	14.0	4.1	35.0	123.8	150.1	S&P500 유일 금광기업, 전세계 대상으로 공급
2	Barrick Gold	ABX CN	13.1	14.1	61.5	120.5	134.7	글로벌 주요 금광기업으로 업계 최대규모 광산 보유
3	Pan American Silver	PAAS CN	12.7	-0.3	21.9	75.4	84.8	메이저 은생산기업으로 라틴아메리카 국가에서 광산(10개)
1	Industrias Penoles	PE&OLES*	1.9	-10.1	26.4	161.6	178.3	멕시코 2대 금광기업으로 멕시코 최초 금, 아연/연
2	B2Gold	BTO CN	2.5	-18.0	12.5	51.7	65.9	캐나다계 금광기업으로 말리/나미비아/필리핀에 광산 운영
3	Franco-Nevada	FNV CN	5.5	-2.1	14.3	74.8	65.8	광산기업에 대한 채굴자금 지원 통한 로열티 수취

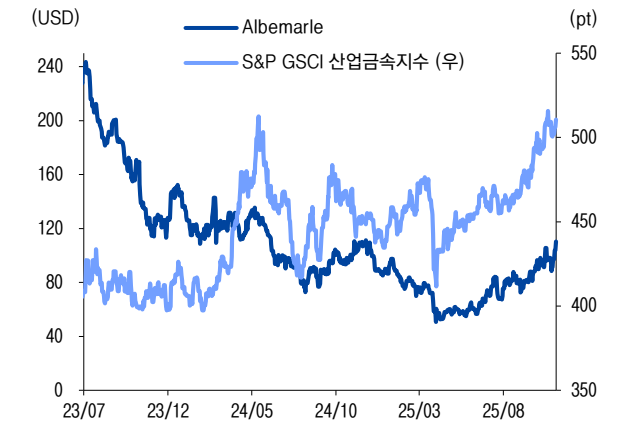
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

표5 주간 수익률 상하위 산업금속 기업

	기업명	티커	1W%	1M%	3M%	1Y%	YTD%	비고
1	Albemarle	ALB US	20.0	14.5	41.5	7.3	28.2	미국 리튬, 브롬생산기업으로 해외 매출비중 80%
2	Lundin Mining	LUN CN	15.4	24.2	65.3	94.6	111.6	캐나다계 기업으로 구리(69%), 아연(11%), 니켈(11%) 생산
3	Pilbara Minerals	PLS AU	15.1	31.9	49.8	9.6	56.6	호주계 리튬생산기업으로 글로벌 최대규모 Pilgangoora광산
1	China Northern Rare	600111 CH	-4.6	-21.0	21.6	81.2	114.8	글로벌 최대 중국계 희토류생산기업
2	Xiamen Tungsten	600549 CH	-4.6	1.7	44.7	52.2	75.8	텅스텐 카바이드 생산기업이자 중국 4대 희토류 생산업체
3	Reliance Steel &	RS US	-0.2	0.2	-3.6	-13.7	2.5	북미 최대 철강, 알루미늄 가공/유통기업, 미국 전역에 시설

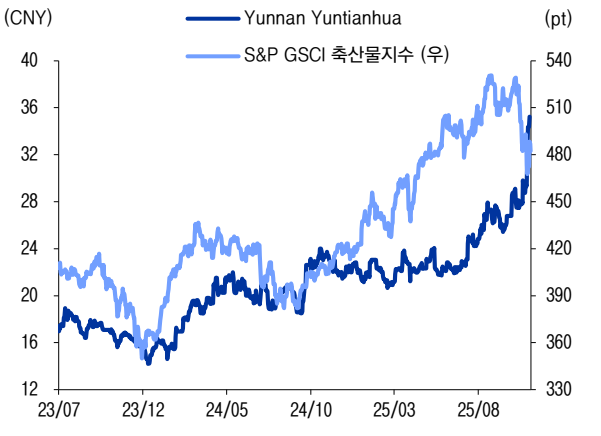
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림16 산업금속 수익률 상위 기업 주가 추이



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림17 농축산물 수익률 상위 기업 주가 추이



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

표6 주간 수익률 상하위 농축산물 기업

	기업명	티커	1W%	1M%	3M%	1Y%	YTD%	비고
1	Yunnan Yuntianhua	600096	17.3	20.3	36.8	50.7	55.2	중국 화학비료 생산기업으로 중국 인산암모늄 수출의 25% 차지
2	Nutrien	NTR CN	10.5	0.5	9.0	28.5	31.0	글로벌 최대 칼륨 생산기업이자 3위 질소계 생산기업
3	WH Group	288 HK	8.9	10.8	7.8	39.5	41.1	글로벌 최대 양돈농가(연간 도축량 1,500만마리) 보유
1	Mosaic	MOS US	-2.9	-17.8	-18.4	-1.5	3.6	글로벌 최대 인산계, 칼륨계 비료 생산기업
2	CF Industries	CF US	-0.4	-3.9	2.2	0.6	-0.7	암모니아 생산기업으로 청정수소, 친환경 암모니아 사업 주력
3	Charoen Pokphand	CPF TB	0.5	-7.0	-10.5	-12.3	-6.6	글로벌 최대 사료생산기업이자 3대 가금류/돈육생산기업

자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

원자재 ETF 시장 현황

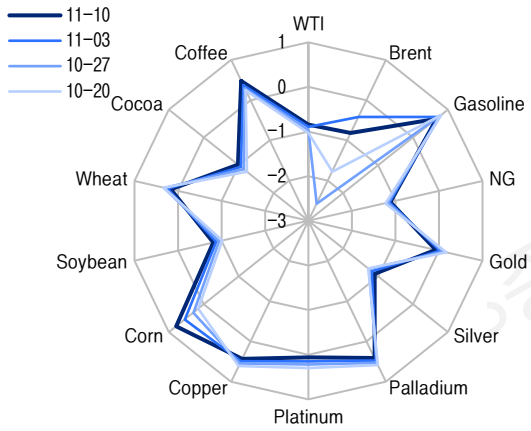
표7 원자재 ETF 수익률 동향

섹터	분류	Ticker	AUM(mUSD)	11/12	1W%	1M%	3M%	6M%	YTD%	1Y%
Broad	선물형	PDBC	4,545.8	13.69	0.8	2.8	5.2	7.5	2.9	2.9
		DBC	1,301.8	23.04	1.0	3.1	5.5	8.7	4.5	4.6
		GSG	1,091.8	23.23	0.8	2.1	4.9	8.3	15.8	11.5
		DJP	688.9	37.59	2.9	5.0	12.4	12.7	23.7	20.7
		FTGC	2,191.4	27.07	1.7	4.2	9.2	11.2	20.6	16.4
	주식형	GUNR	5,467.2	44.85	3.9	2.8	8.5	14.9	9.5	16.1
		GNR	3,580.6	60.92	4.7	3.4	8.9	14.1	7.5	13.2
Energy	선물형	USO	895.0	69.79	-1.7	-0.7	-5.4	2.5	4.7	-1.3
		UNG	646.7	14.65	7.5	20.3	17.1	-12.3	-27.8	7.2
		KRBN	172.4	34.13	0.4	2.7	12.7	18.3	-6.5	6.5
	주식형	OIH	1,108.9	284.30	0.3	13.9	18.6	24.6	-8.1	-5.9
		XOP	1,848.7	132.05	5.9	3.8	5.5	5.3	-3.5	-6.2
		AMLP	10,206.9	46.22	-1.6	1.7	-3.8	-5.9	8.7	-3.4
		URA	5,196.2	47.64	-4.8	-14.1	22.1	71.9	72.0	55.1
Precious	선물형	GLTR	2,196.9	182.69	6.8	1.9	29.5	41.5	100.7	63.8
		GLD	141,079.3	385.99	5.3	2.1	25.6	31.2	101.9	60.8
		SLV	25,836.7	48.32	10.7	2.2	40.1	64.9	121.9	72.1
		PPLT	1,946.6	147.47	3.9	-0.6	19.1	63.3	61.8	69.9
		PALL	815.8	134.28	3.6	-0.5	28.3	53.1	32.8	54.6
	주식형	GDX	23,862.4	79.25	12.1	-0.2	37.3	71.1	155.6	119.5
		SIL	3,768.5	70.43	12.7	-6.3	30.9	78.6	148.3	98.1
Industrial	선물형	DBB	143.9	21.80	1.0	3.2	10.4	18.1	19.1	9.8
		CPER	332.3	31.50	2.0	-0.3	12.5	10.1	30.5	20.9
	주식형	XME	2,761.3	96.38	6.1	-10.8	19.6	62.1	61.1	44.1
		PICK	863.9	46.95	3.8	1.6	16.8	27.4	9.0	20.0
		COPX	3,444.6	63.32	6.8	-1.3	36.2	60.2	68.9	51.0
		LIT	1,378.6	62.31	2.5	7.0	37.4	61.5	22.3	35.8
		REMX	1,369.9	68.41	7.3	-13.6	20.5	74.0	11.1	43.3
Agr	선물형	DBA	766.9	26.40	-0.6	0.0	-0.8	-3.4	27.3	3.2
		CORN	50.9	18.03	-0.1	4.7	7.5	0.5	-16.4	-1.2
		SOYB	51.6	23.45	0.1	8.7	7.2	8.0	-13.2	7.9
		WEAT	122.4	4.29	-1.8	6.5	2.1	-4.0	-28.1	-13.2
	주식형	MOO	596.0	72.68	3.2	1.1	-0.9	0.4	-4.6	4.5
		VEGI	86.6	39.35	1.6	2.5	-0.8	-2.8	3.0	8.2

자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

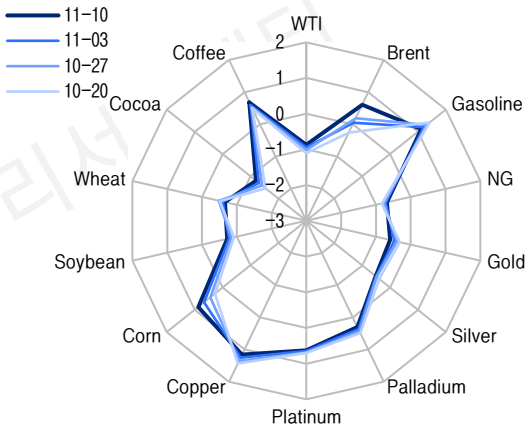
원자재 CFTC 순매수 포지션 (미결제약정 대비)

그림18 비상업 순매수 비율 Z-score



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림19 관리자금 순매수 비율 Z-score



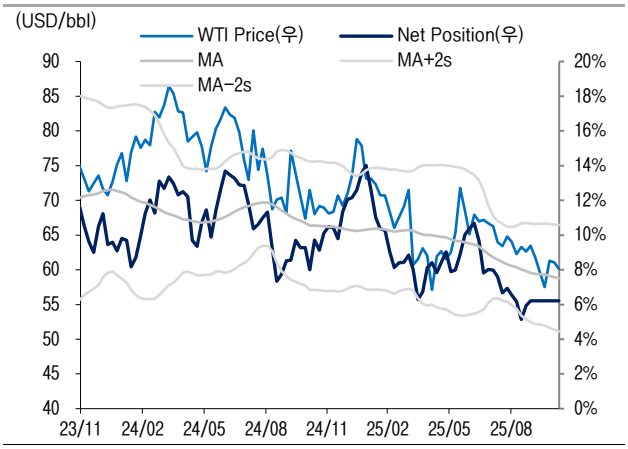
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

표8 CFTC 미결제약정 대비 순매수 포지션 Z-Score (6 개월 평균 기준)

Z-Score	Non-Commercial	WoW	Managed Money	WoW
WTI	-0.84	0.05	-0.87	0.07
Brent	-0.82	-0.40	0.61	0.56
Gasoline	0.67	-0.06	1.12	-0.09
NG	-1.12	0.02	-0.69	0.04
Gold	-0.07	-0.10	-0.60	-0.12
Silver	-1.10	0.09	-0.52	-0.01
Palladium	0.41	-0.06	0.30	-0.07
Platinum	0.06	-0.09	0.62	-0.02
Copper	0.43	-0.06	1.16	-0.10
Corn	0.79	0.25	0.87	0.21
Soybean	-0.81	0.07	-0.72	0.06
Wheat	0.16	-0.07	-0.66	-0.06
Cocoa	-0.98	0.08	-1.19	0.10
Coffee	0.48	0.11	0.68	0.08
Sugar	-1.08	0.07	-1.02	0.06
Cotton	-0.48	0.03	-0.41	0.05

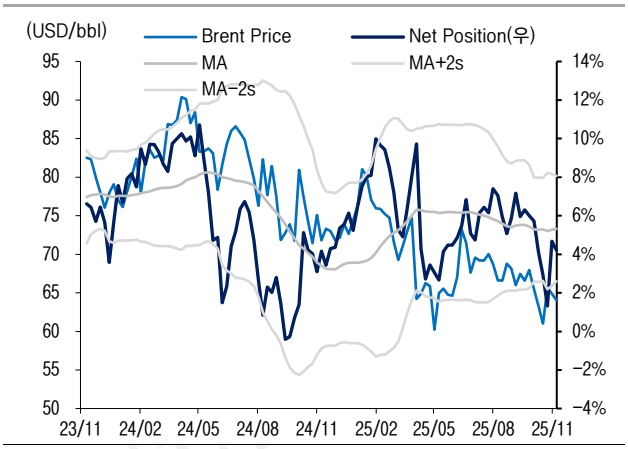
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림20 WTI



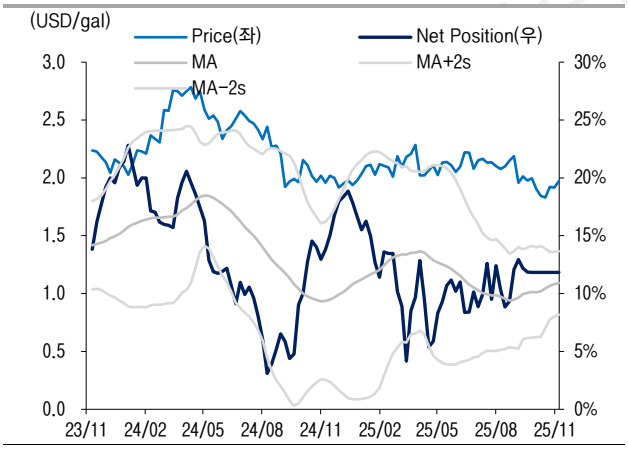
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림21 Brent



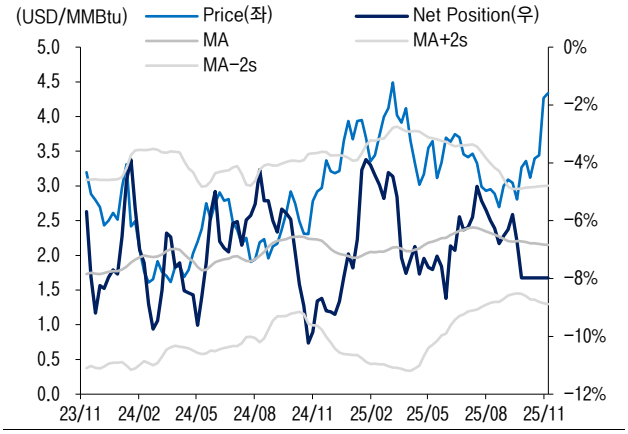
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림22 Gasoline



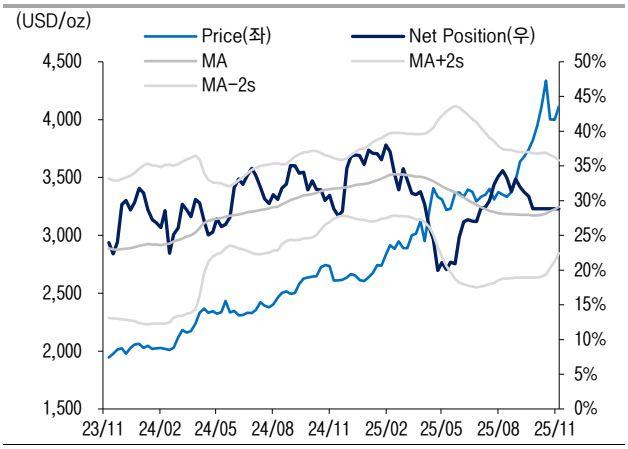
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림23 HH Natural Gas



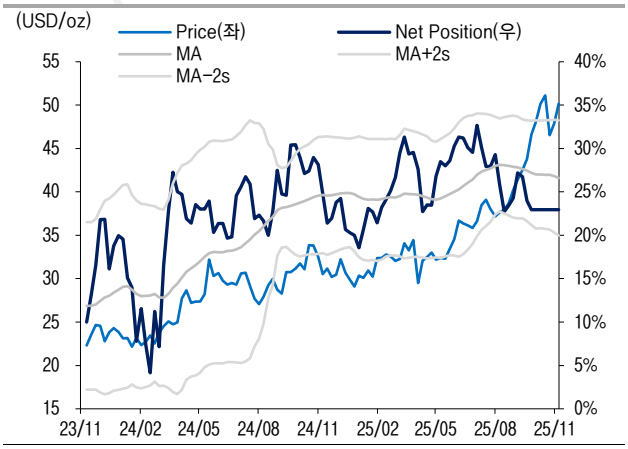
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림24 Gold



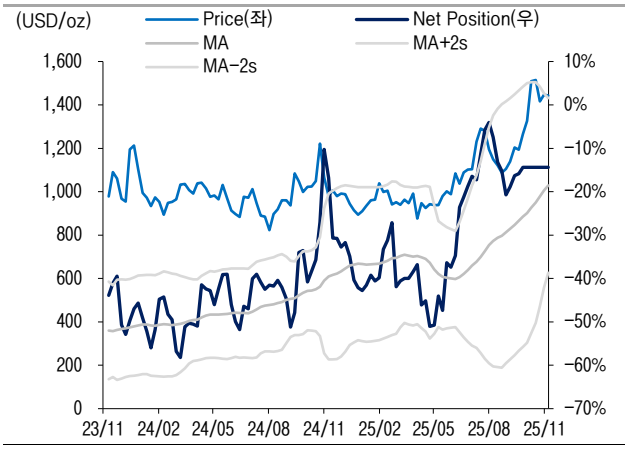
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림25 Silver



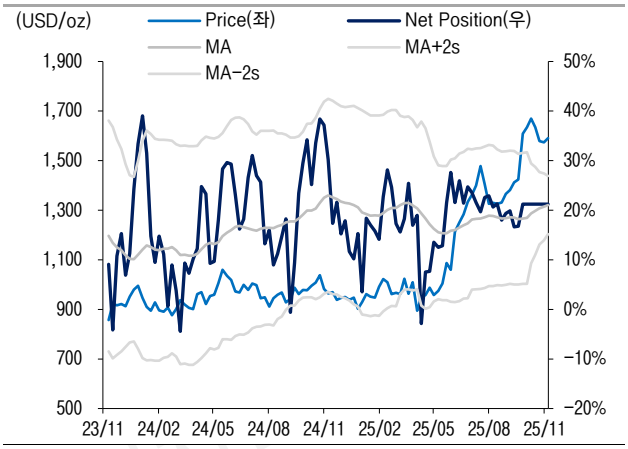
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림26 Palladium



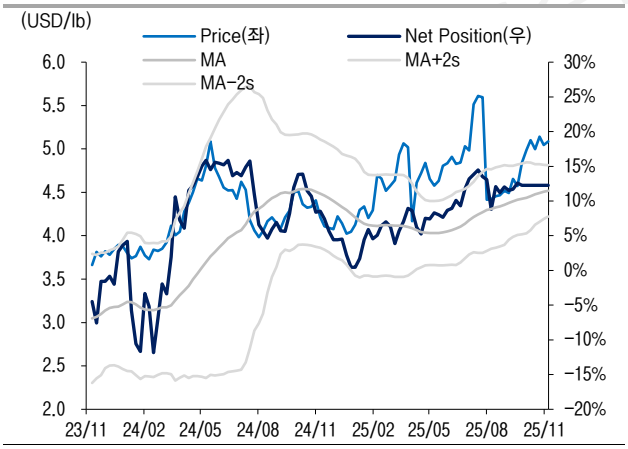
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림27 Platinum



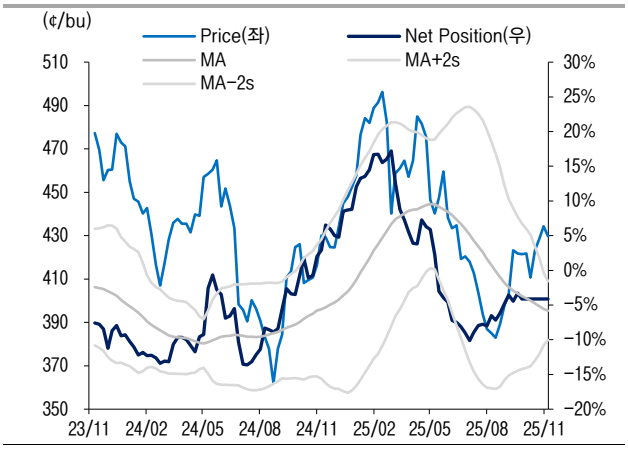
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림28 Copper



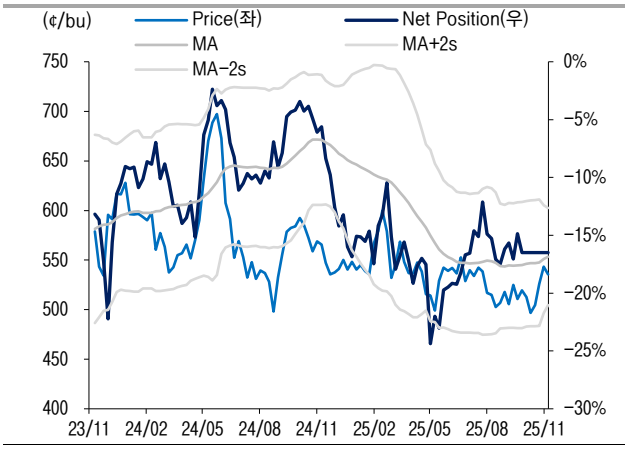
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림29 Corn



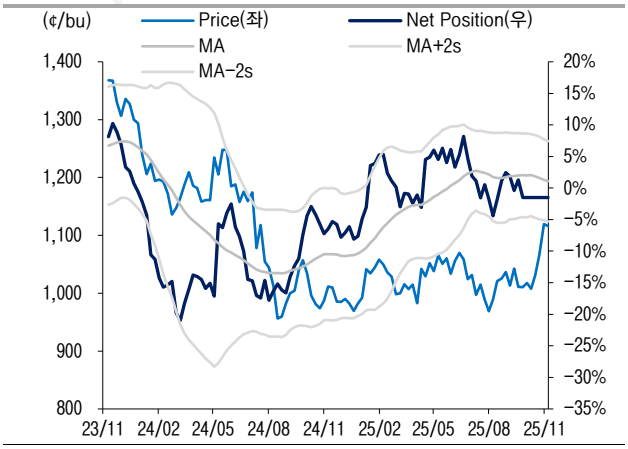
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림30 Wheat



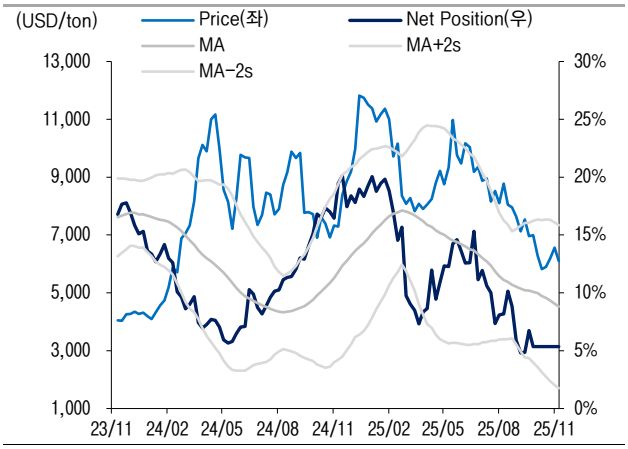
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림31 Soybean



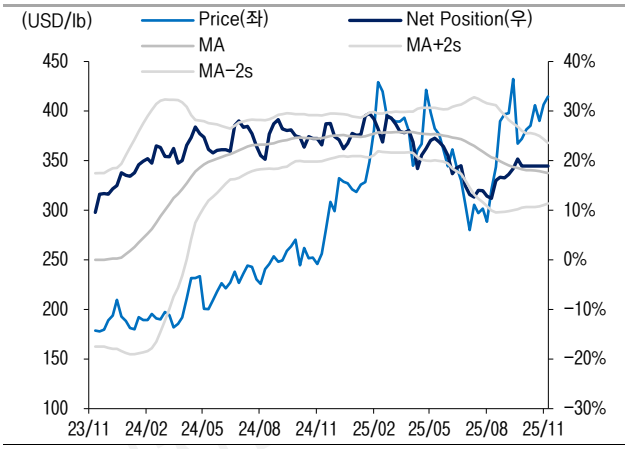
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림32 Cocoa



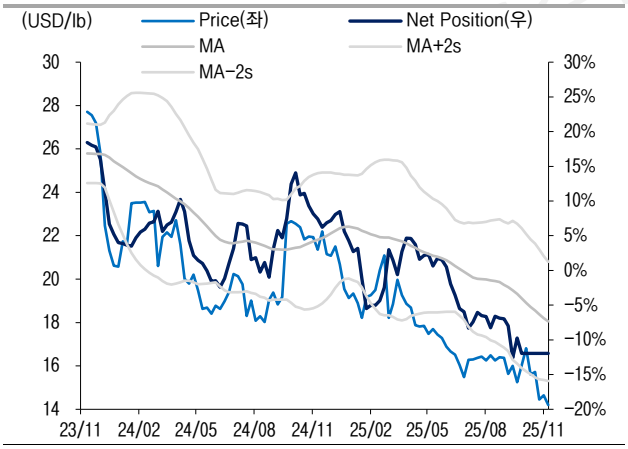
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림33 Coffee



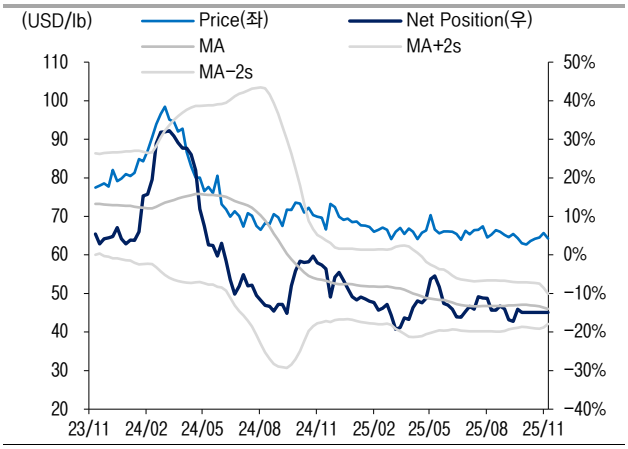
자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림34 Sugar



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

그림35 Cotton



자료: Refinitive, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 홍성기, 신승윤)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.