Commodity

중국의 감산과 물가 상승 유발할 러-우 전쟁 종식

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나, 러시아에 대한 제재 해제 기대감↑
- 중국으로 염가에 팔린 러시아산 원자재, 종전은 중국의 감산(비용↑) 유발
- 즉, 장기간 진행된 디플레이션이 반전될 수 있다는 의미, 나비 효과에 주목

평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나, 러시아에 대한 제재 해제 기대감↑

러시아-우크라이나 전쟁 종식 기대감이 재고조되고 있다. 11월 25일 우크라이나 정부는 트럼프 미 행정부가 제안한 평화 협정을 추진할 의향이 있다고 응답했다. 러시아 측은 이번 협상안이 기존 28개 조항에서 19개로 수정(우크라이나군 규모 제한 완화(60만명 → 80만명), 모호한 NATO 추가 확장 금지 표현 등)됐다며 불만을 드러냈으나 협상 테이블에서 이탈할 생각은 없다고 강조했다. 영토(돈바스 지역) 할양 문제만큼은 유리하다는 판단이다. 트럼프 미 대통령은 추가 조율이 필요하지만 종전 합의에 가까워졌다고 언급했다. 지정학 리스크의 종식을 앞둔 것이다.

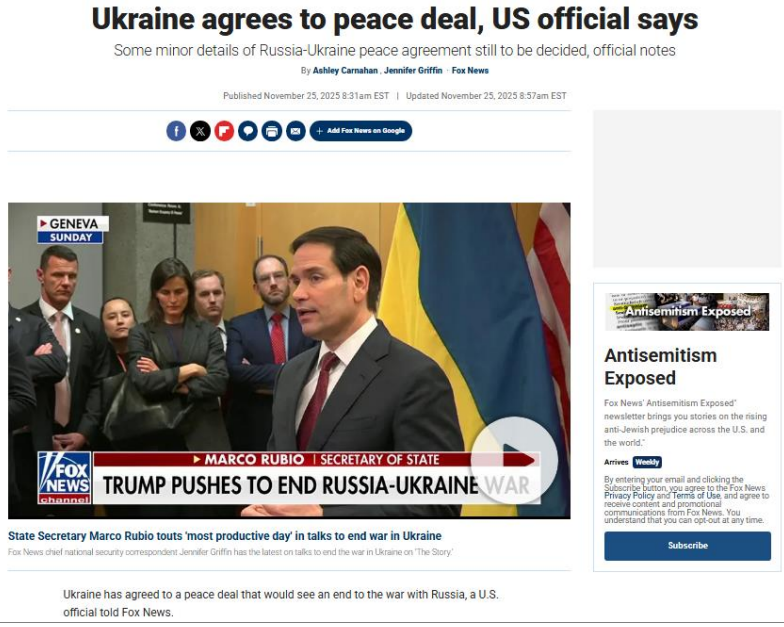
이는 협상안에 명문화된 것처럼 러시아에 대한 제재 해제 기대로 연결된다. 그 동안 러시아는 미국과 EU의 제재 탓에 원자재를 우회(환적)하여 수출했지만 결과는 그리 좋지 않다. 러시아산 우랄유/ESPO유는 중국과 인도 덕에 안정적으로 수출할 수 있었지만 수출 대상이 한정적이었기에 국제 가격보다 낮은 수준(배럴당 3~6달러)으로만 판매됐다. 러시아산 산업금속 역시 지난해 LME와 CME 거래소에서 전량 퇴출되면서 중국으로 헐값에 수출되고 있다. 그런 러시아가 정상화된다면 우랄유 가격은 국제 가격(예: 두바이유)과 스프레드가 축소될 것이며 원유/천연가스를 통한 재정 수입은 35%에서 40~45%로 회복이 가능하다.

대러 제재 해제, 이는 중국의 감산 가속화+물가 상승 유발시킬 것이란 사실

중요한 점은 이것이 중국의 감산을 가속화시킬 것이란 사실이다. 지난 자료 〈금에서 에너지로, 유동성 뒤쫓을 원자재(11/11)〉에서 살펴본 바와 같이 지금 중국 정부는 향후 5년 동안 수출 주도형에서 내수 중심으로, 저가 생산(공급 과잉)에서 체질 개선(감산)으로 전환을 준비 중이다. 트럼프 미 행정부에 의해 한국, 인니, 베트남 등 중국의 우회 수출 루트들이 차단(제3국의 미국향 우회 수출 제품에 대한 40% 고율 관세 부과)되면서 나온 고육지책이라 볼 수 있다. 이 같은 상황에서 러시아에 대한 제재 해제(원자재 수입 가격의 정상화)는 중국계 기업들로 하여금 비용 압박을 일으켜 감산 속도를 가속화시킬 수 있다.

그렇다면 중국의 장기간 진행된 디플레이션은 반전될 수 있다. 중국의 디플레이션은 러시아-우크라이나 전쟁 발발(중국의 러시아산 원자재 수입 확대) 시점으로부터 1년이 지난 2023년 4월에 시작됐다. 역기저 효과이다. 지금도 중국의 CPI와 PPI는 대규모 유동성이 투입됐음에도 바닥에서 벗어나지 못한 상태이다. 여기서 염가에 사들였던 러시아산 원자재 가격이 정상화 된다면 중국의 물가 상승을 유발할 수 있다. 물론 신뢰성이 결여된 부동산은 물가 회복에 저해 요인이다. 그러나 디플레이션의 원인 중 하나가 해결된다는 것은 최악은 면했다로 해석이 가능하다. 그러한 점에서 러시아-우크라이나 전쟁 종식 여부와 이것이 가져올 나비 효과에 주목해야 될 때이다.

그림 1. **평화 협정 추진 의사 밝힌 우크라이나, 러시아-우크라이나 전쟁 종식 기대감↑**



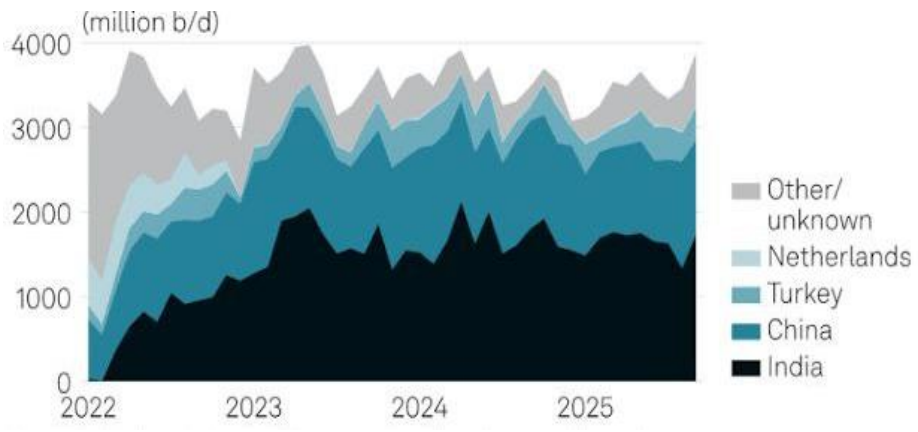
자료: FOX NEWS, 대신증권 Research Center

표1. 협상안에 명문화된 것처럼 전쟁 종식은 대러 제재 해제로 직결

구분	주요 내용
에너지	EU, 2026년 1월부로 러시아산 에너지에 대한 신규 계약 금지 2026년 6월부터 기존 단기 계약 종료, 기존 장기 인도 계약은 2028년 1월부로 전면 금지
	미국, 2025년 11월부로 Rosneft, Lukoil 등 주요 러시아계 에너지 기업에 대한 세컨더리 보이콧 부과
	미국, 2025년 2월부로 러시아계 에너지 기업에 대한 원유 추출/생산 서비스 제공 금지
	EU, 2022년 8월부로 러시아산 석탄, 목재 등 기타 상품 수입 전면 금지
	독일, 2022년 2월부로 노드스트림-II 사업 중단
산업금속	LME 및 CME, 2024년 4월부로 거래소 내 러시아산 구리, 알루미늄, 니켈 등 산업금속 거래 전면 금지
	미국, 2023년 2월부로 러시아산 알루미늄 추가 관세(200%) 부과
	LME, 러시아산 백금계 신규 상품 거래 중단
	EU 및 영국, 2022년 5월부로 러시아산 백금계 상품에 대한 추가 관세(+35%p) 부과
	호주, 대러 보크사이트 및 알루미나 수출 전면 금지

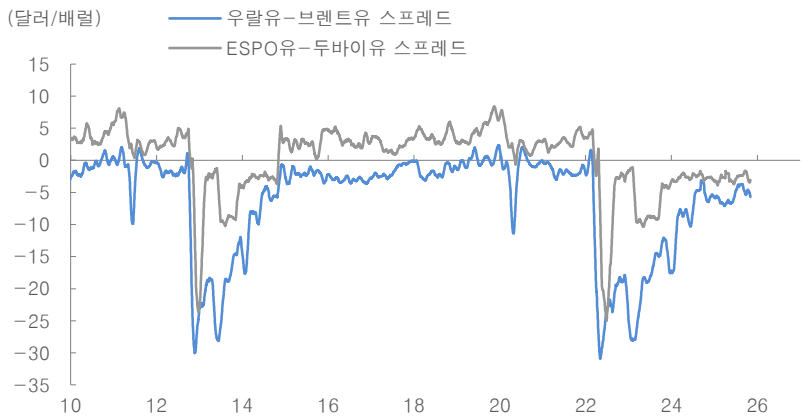
자료: 대신증권 Research Center

그림 2. **그간 미국과 EU의 제재 탓에 중국과 인도로 염가에 팔렸던 러시아산 원자재**



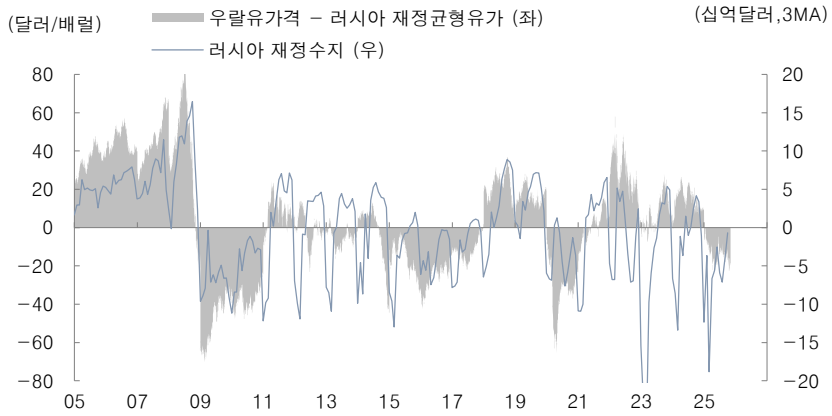
자료: S&P Global Commodities, 대신증권 Research Center

그림 3. 전쟁이 종식된다면 더 이상 이들에게 염가에 팔 필요 없다



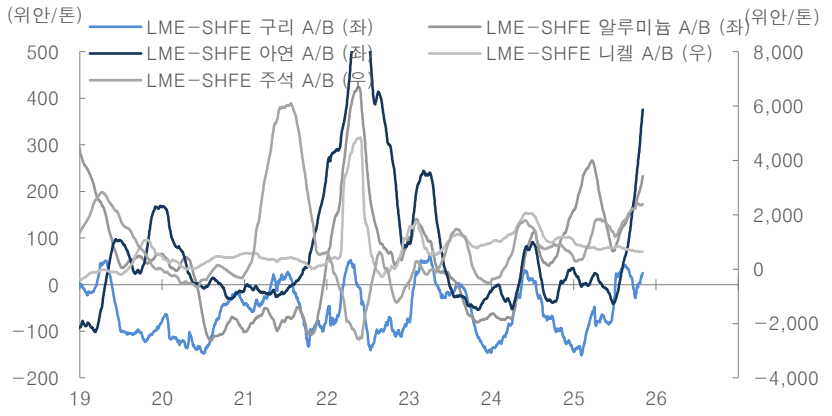
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 4. 훼손된 러시아의 재정 역시 회복될 수 있다



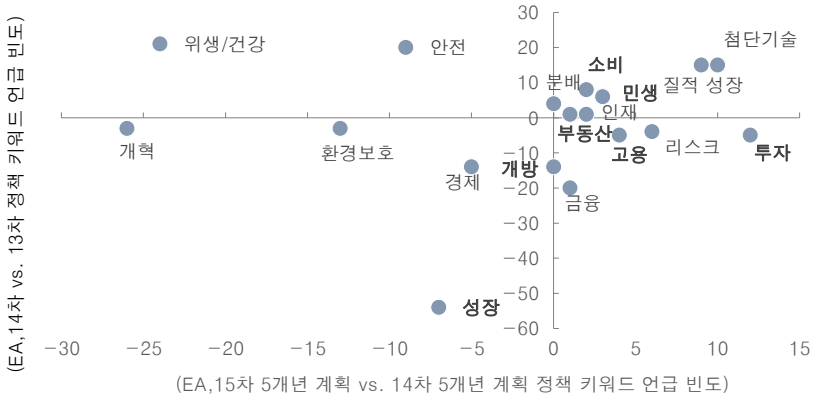
자료: Nordea Bank, IMF, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 5. 중요한 점은 이것이 중국 기업들로 하여금 감산(비용↑)을 유발할 것이란 사실



자료: Wind, 대신증권 Research Center

그림 6. **향후 5년간 수출→내수 주도로, 저가 생산→감산으로 전환 예고한 중국 정부**



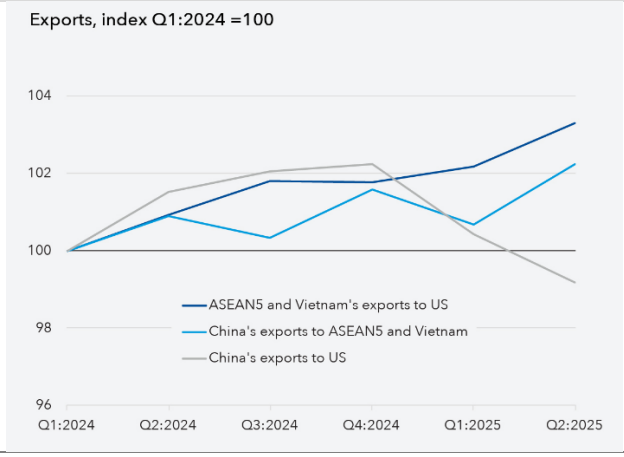
자료: 중국 정부 공식 홈페이지, 대신증권 Research Center

표2. 중국 정부는 점진적인 감산 준비 중

시기		주요 내용
2024년	7월 30일	**중국 공산당 중앙정치국, 저가 경쟁 지양, 저가 중심의 낙후 설비 퇴출 필요**
	8월 30일	철강공업협회, 자율성에 따라 재고 억제, 시장 안정 주력, 기업 리스크 최소화
	10월 14일	태양광산업협회, 저가 경쟁 지양, 공급 과잉 부문 퇴출, 시장에 따른 수급 균형 추구
	10월 31일	시멘트협회, 저가 경쟁 행위 적극 방지. 중장기적 지역별 M&A 활성화, 저가 중심 낙후 설비 퇴출
	11월 15일	중국 공신부, 태양광 총량 통제 원칙 준수 강조
	11월 18일	전력원 산업협회, 낙후 설비 퇴출, 신재생에너지 산업의 동반 성장 도모
	12월 5일	태양광산업협회, 저가 경쟁 예방 위한 논의 본격화, 태양광 산업의 지속 발전 가능 방안 강구
2025년	3월 5일	**양회 정부 업무보고, 지방정부의 저가 제품 생산 기업 보호 철폐, 저가 경쟁 근절 위한 제도 조속히 강구**
	3월 23일	중국 주요 철강기업, 자발적으로 10% 공동 감산 추진
	5월 31일	자동차공업협회, 불공정 경쟁 적극 차단, 독과점 행위 감시 강화
	6월 10일	철강공업협회, 시장 자율성 확립, 저가 경쟁 적극 차단. 산업의 지속 발전 가능성 강구
	7월 1일	**중국 공산당 재경위원회, 무질서한 저가 경쟁 유발 기업에 대한 관리 강화/퇴출, 제품의 질적 향상 유도**
	7월 1일	태양광산업협회, 주요 태양광 유리 기판 생산 기업들 중심으로 30% 공동 감산 추진(예상: 15~20%)
	7월 1일	자연자원부, 새로 시행되는 〈광산업 자원법〉 근거로 리튬을 전략 광물로 지정, 채굴 허가권 감독 강화
	7월 17일	칭하이성 하이시주 자연자원국(지방정부), Zange Mining(Zijin Mining)의 리튬 광물 생산 잠정 중단 명령
	7월 24일	장시성, 리튬 생산 기업들에게 부여한 채굴 인가량과 실제 채굴량 불일치 지적, 관련 부문 조사 강화
	8월 6일	공신부, 〈철강 산업 안정적 성장 추진 계획(2025~2026)〉 통해 생산 Capa. 통제 강화, 체질 개선 촉진
	8월 9일	CATL, 채굴 허가권 만료로 Jianxiawo 지역에서의 리튬 생산 활동 잠정 중단
	8월 10일	중국 CIAPS 협회, 정부 지시에 따라 2차전지 생산 기업들과 감산 방안 논의
	9월 16일	**시진핑 공산당 총서기, 치우스 통해 저가 경쟁 근절, 노후 설비 퇴출 통해 시장 안정 도모할 것이라 강조**
	9월 18일	중국 SAC, 폴리실리콘 생산 과정에서 새로 도입한 에너지 소비 기준 미충족 시 해당 제조 업체 폐쇄 예고
	10월 9일	Zangge Mining(Zijinmining), 자연자원부로부터 리튬 채굴 허가권 인가 공시

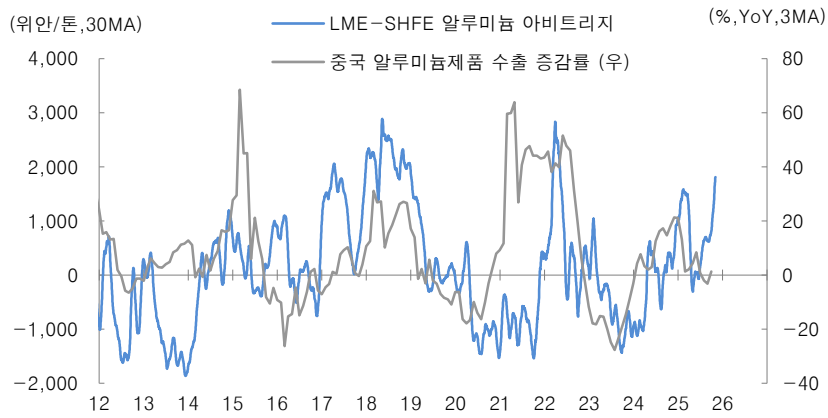
자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 중국의 감산, 트럼프 행정부의 우회(환적)수출 루트 차단 탓에 결정된 고육지책



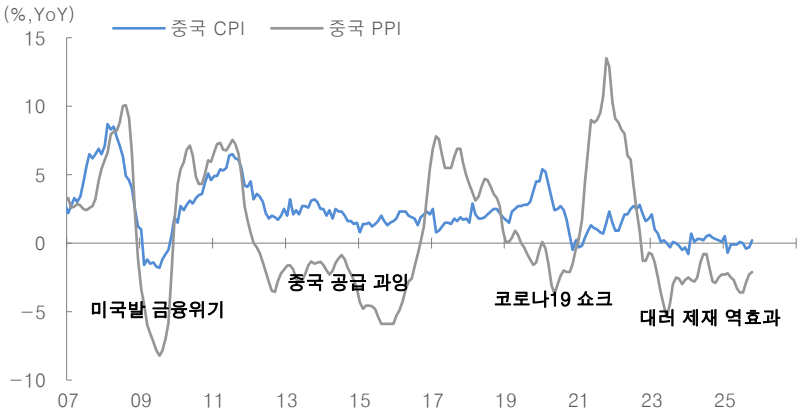
자료: IMF, 대신증권 Research Center

그림 8. 이 같은 상황에서 러시아산 가격 정상화는 아비트리지↓ 감산 가속화시킬 요인



자료: Wind, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국의 디플레이션 상황을 역전시킬 Key



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 10. **신뢰성 결여된 부동산은 장애물. 다만, 최악은 면할 수 있다는 점에서 주목 필요**

자료: Wind, CEIC, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 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 하시기 바랍니다.