원자재

유동성 선반영한 금, 이를 뒤따를 유가

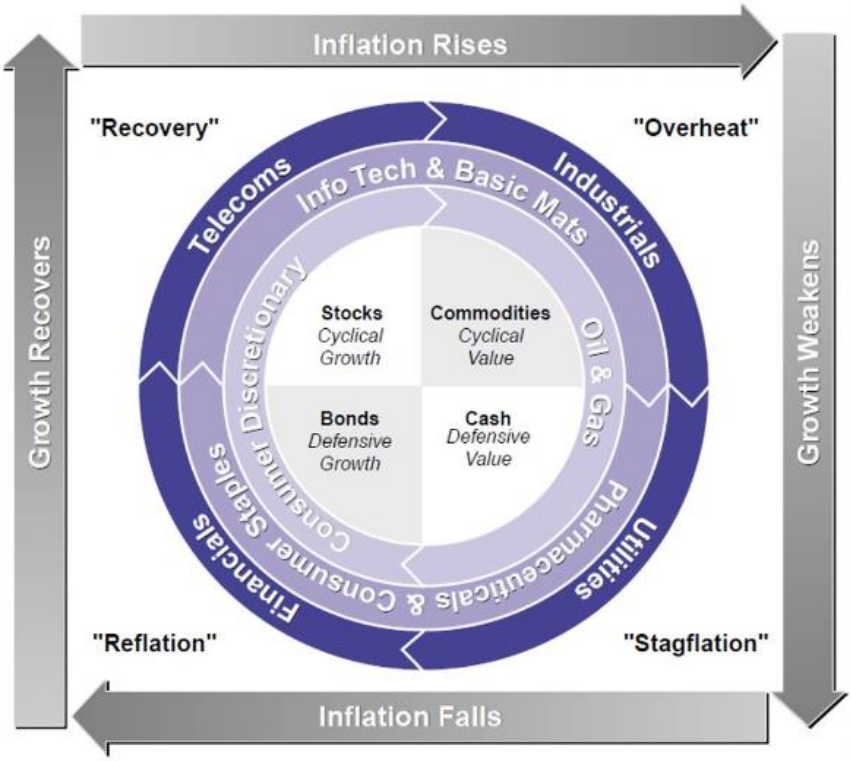
▪ 최진영 jinyoing.choi@daishin.com

시나브로 유동성 반영할 원자재

소결: 귀금속에서 에너지 주도로

- 소비에 대한 우려↑ 미국은 9월 신용카드 통한 재량 소비가 +0.88%(8월 +1.81%)로 둔화, 베이지북에서도 저소득층과 중산층이 할인 제품 소비 집중하고 있는 것으로 확인. 중국 또한 부진한 부동산 경기 탓에 소비와 투자 모두 침체 상태. AI 출현으로 기업들의 생산성 개선됐으나 구인은 그만큼 둔화. 버블 붕괴론 반대하지만 내수에 대한 고민 깊어질 수밖에 없는 시점
- 그러나 정치 이벤트 앞두고 있기에 부양 기대 가능. 중간선거 앞둔 트럼프 미 대통령은 소비 쿠폰과 단기 고용 유발할 인프라 투자에 집중할 가능성↑ 과거 5개년 계획 발표 때마다 부양 강화했던 시진핑 중국 공산당 총서기 역시 마찬가지. 이번 15차 5개년 계획 초안에서 수출→내수 주도로 전환 천명. QT 종료한 Fed는 국채 매입 나설 준비 중, PBOC는 이미 국채 매입 재개. 유동성 클라이맥스는 이제부터인 것
- 이는 원자재 시장에 낙관적 방향 제공. 원자재는 유동성을 18~20개월 후행(레버리지 투자·소비 증가 → 공장 가동률 제고 → 물동량 증가). 비미국 유동성이 연초부터 방출된 점 고려, 내년 6~7월 본격 상승의 시작, 금 가격 선행성(Fed의 정책금리 인하 기대감 형성 시 각국 중앙은행들의 헷지 수요↑) 감안하면 2027년 상반기 정점. 다시 원자재 사이클 도래하는 것. 그러한 점에서 내년 상반기까지는 지금 선도 중인 귀금속 + 구리 집중, 하반기에는 유동성 후행 효과 고려해 에너지 + 기타 산업금속 비중 확대 권고

여전히 낙관적인 방향성, 주식 사이클에서 원자재로 전환 구간일 2026년



자료 : Merrill Lynch, 대신증권 Research Center

향후 12개월 원자재 섹터별 전망 요약

구분	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	주요 내용
원자재 지수	중립	중립	확대	확대	주요국 정치 이벤트 감안하면 내년 유동성 사이클의 클라이맥스 예상. 중간선거 앞두고 강화될 미 재정정책, QT 종료로 Fed의 지원 사격(국채 매입↑) 가능. 중국은 15차 5개년 계획 통해 수출→내수 주도로 전환 예고, 5개년 원년 때마다 부양책 강화했던 시진핑, 이미 PBOC는 국채 매입 재개 선언. 유동성 선행 자산인 금 가격이 말해주는 것처럼 이를 후행(18~20개월)하는 원자재는 점진적 상승, 미 중간선거 전후로 상방 압력 확대 예상
에너지	중립	중립	확대	확대	내년 미 중간선거 앞두고 유가 안정 원하는 트럼프, 사우디와 안보 보장↔증산 맞교환 가능. 2018년 때도 OPEC+ 내 반대에도 증산 단행, 이는 내년 상반기 유가 안정화(상단: 70달러) Key. 그러나 내년 하반기로 갈수록 1)약화될 증산 여력과 2)사우디발 저유가로 인한 OPEC+ 내 불균형, 3)미 셰일 기업들의 유전 개발 지연이 만들 신규 공급 부족이 상방 요인. 특히, 중간선거 전후로 유동성 후행적 효과 나온다는 점에서 80달러 돌파 시도 예상
귀금속	확대	확대	확대	확대	지금 금 가격 조정은 저가 매수 기회. 1)물가 견인 자산인 유가 방향 감안하면 내년 상반기까지 Fed의 금리 인하 사이클 유효, 각국 중앙은행들의 헷지 수요 기대 가능. 2)구조적 측면에서도 조정기채에 대한 신뢰의 문제는 금 가격을 온스당 5,000달러까지 상승시킬 부분. 다만, 프리미엄 측면에서 부담스러운 것은 사실. 그렇기에 상대적으로 저렴한 은 주목. 유동성 사이클인 점 감안하면 내년에도 이에 민감한 은이 상대적으로 더 강할 부분
산업금속	중립	확대	확대	확대	구조적 공급 부족 상황에서 주요 구리 광산들의 불가항력은 가격 상방 요인으로 작용, 유동성 후행적 효과까지 고려하면 내년 톤당 12,000달러 시도 예상. 다만, 문제는 높은 가격 탓에 일부 수요가 저렴한 대체재 알루미늄으로 이탈한다는 점. 알루미늄은 리튬과 마찬가지로 중국 정부의 감산 타깃, 구리 가격 방향도 양호하지만 알루미늄, 리튬 등 상대적으로 저평가된 기타 산업금속에 집중 필요
곡물	중립	중립	중립	확대	미 곡창 지대에 가뭄 야기하는 라니냐 도래했지만 작년처럼 파종 시기 Miss, 사료향 수요를 9개월 선행하는 중국 양돈농가 마진은 내년에도 수요 성장 요원하다 암시. 다만, 1)질소계 비료 원료인 천연가스 가격의 구조적 상승(가격 전가)과 2)중국의 미국산 곡물 수입 재개로 가격의 점진적 회복 유효. 물론 미중 양국간 충돌 재개 가능하지만 내년 정치 이벤트 앞두고 있다는 점에서 최악은 면한 상태. 더디지만 점진적 상승한다는 기존 뷰 유지
소프트	축소	축소	중립	중립	안정화된 기상 속 농가에 대한 코트디부아르 + 가나 정부의 보조금 지원은 코코아 작황 개선 요인. 주요 원당 산지인 브라질 역시 2025/2026 생산 가이던스 +2% 상향(CONAB), 대체재로 이탈한 가공 기업들의 수요까지 가세하며 가격 악재 지속. 다만, 병충해 이슈는 여전. 특히, 주요 소프트 산지에 가뭄 야기할 엘니뇨가 내년 중반부터 확인될 수 있다는 점에서 경계감 유지 필요

자료 : 대신증권 Research Center

원자재 가격(평균) 전망치

구분	2025				2026				2024	2025	2026	2027
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
WTI	72	64	65	60	65	65	70	80	76	65	70	76
금	2,858	3,288	3,459	4,060	4,100	4,500	4,500	4,800	2,390	3,420	4,450	4,900
은	32	34	40	49	50	55	55	60	28	39	55	60
구리	9,339	9,506	9,810	10,800	11,000	11,000	11,500	12,000	9,150	9,850	11,500	13,000
알루미늄	2,624	2,444	2,621	2,800	3,000	3,250	3,400	3,600	2,422	2,630	3,300	3,400
니켈	15,575	15,166	15,031	15,000	15,500	16,000	17,000	20,000	16,826	15,200	17,000	22,000
옥수수	472	452	402	420	550	550	600	650	424	440	600	700
소맥	554	535	521	510	600	600	700	750	572	530	650	900
대두	1,024	1,044	1,013	1,038	1,100	1,200	1,250	1,300	1,103	1,030	1,250	1,600

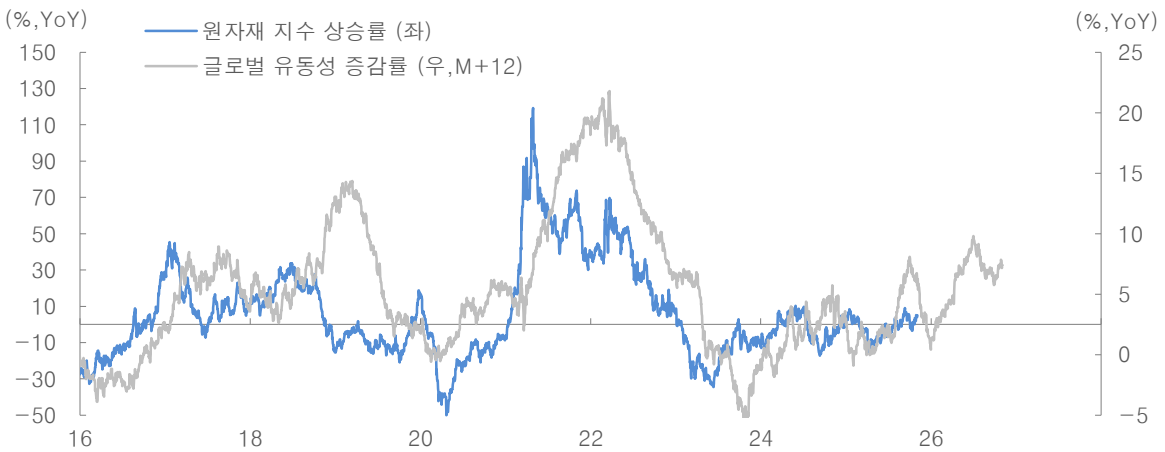
주1: WTI는 달러/배럴 기준
주2: 구리, 알루미늄, 니켈은 달러/톤 기준
주3: 금, 은은 달러/온스 기준
주4: 옥수수, 소맥, 대두는 센트/부셸 기준
주5: 음영 구간은 실제치
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

다가온 선거, 부양책이 필요한 트럼프

중간선거 앞두고 부양책 필요한 트럼프, 이제 미국도 유동성 푼다는 점에서 원자재 주목 필요

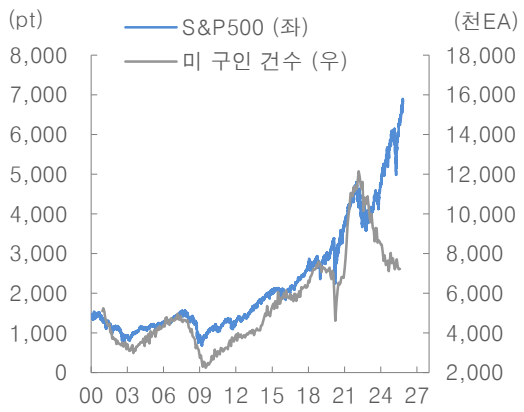
- 미국의 소비에 대한 고민 커지는 중. 9월 신용카드 통한 재량 소비는 +0.88%(8월 +1.81%)로 둔화됐으며 베이지북에서도 저소득층과 중산층 미국인들이 할인 제품 소비에 집중. ChatGPT 출현으로 기업들의 생산성 개선됐지만 그만큼 구인은 하지 않는 중. 불법체류자 추방으로 일자리 수급 맞추고자 하지만 이 역시 역부족. 일각에서 주장하는 버블 붕괴론은 반대하지만 내수에 대한 고민 깊어질 수밖에
- 그러나 그렇기에 재정정책 강화 기대. 트럼프 미 대통령은 내년 중간선거라는 정치 이벤트 앞둔 상황. 2018년 무승부라는 트라우마 가지고 있기에 다른 것보다 유권자들이 원하는 소비 쿠폰+단기 고용 유발할 인프라 투자 집중할 가능성↑ 내수에 대한 기대를 다시 한번 가져볼 수 있는 부분
- 물론 재원은 고민. 외국인들은 여전히 미 초장기채 기피 중. 각국 외환보유고 내 미국채와 금 보유 비중의 디커플링은 <변화하는 세계 질서>의 저자인 레이 달리오의 말처럼 신뢰의 문제 의미. 그러나 올해 12월부로 QT는 종료. 다시 한번 Fed의 지원 사격(국채 매입)을 기대할 수 있는 시점. 그렇다면 내년 후행적으로 나타날 OBBB 법안의 감세 효과와 부양책의 콜라보 기대
- 아직 유동성 사이클 끝나지 않은 상태. 올해(1~9월) 전 세계 유동성이 8.6조달러 풀리는 동안 미국은 이 중 5%만을 방출. 보수적이었던 미국이 유동성 투입 준비. 이미 Fed의 정책금리 인하 사이클 재개, QT 마저 종료되면서 족쇄 해제. 셧다운으로 인해 2021년 4월 이래 최고치까지 경신한 TGA 잔고는 시장에 나올 채비 중. 유동성 효과 다시 한번 기대 가능
- 이 같은 유동성은 2~3개월 후행하는 주식 뿐만 아니라 원자재에도 희소식. 원자재 지수는 유동성을 상징하는 각국 중앙은행들의 정책금리 인하 순-횟수를 18~20개월 후행. 올해 초 비미국 중심으로 글로벌 유동성 지수가 반등한 점 감안하면 내년 하반기가 1차 상승 구간, 올해 4/4분기 Fed의 QT 종료와 정책금리 인하 사이클 재개까지 감안하면 2027년 상반기가 원자재의 정점. 아직 남은 유동성 사이클 속 원자재에 대한 낙관적 View 유지

이제부터 확대될 미국의 유동성, 이를 후행하는 원자재에는 낙관적 방향 제시할 부분



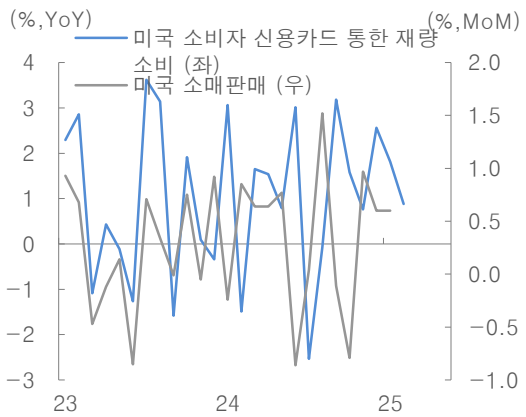
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ChatGPT 출현으로 기업 생산성↑ 구인은↓



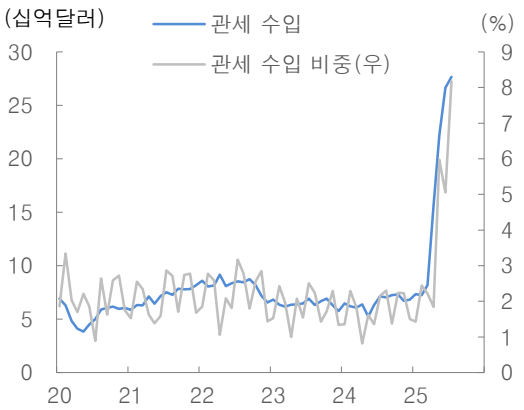
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

내수에 대한 고민 커질 수밖에 없는 구간



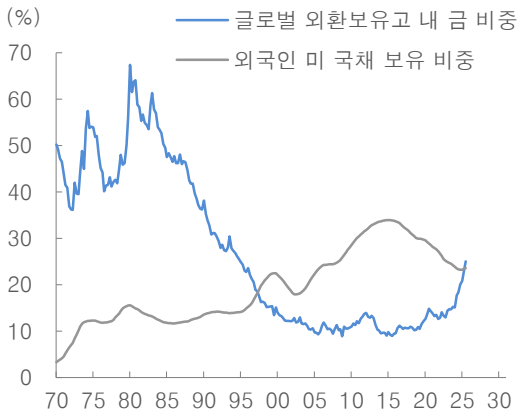
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그렇기에 선거 앞두고 관세까지 부양 활용 예상



자료: FRED, 대신증권 Research Center

외국인들의 미국채 기피, 추가 재원은 고민

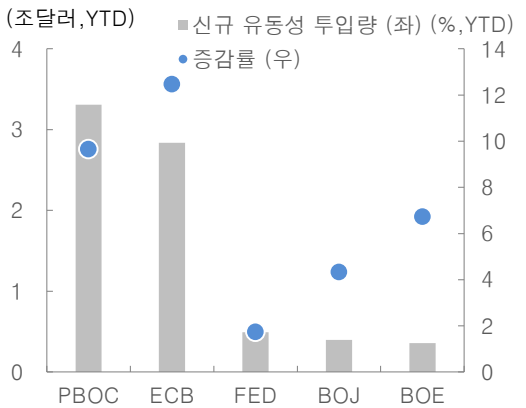


자료: FRED, IMF, 대신증권 Research Center

중요해질 Fed의 역할, 국채 매입 재개 예상

자료: FRED, 대신증권 Research Center

드디어 미국이 유동성 투입한다는 점 주목 필요



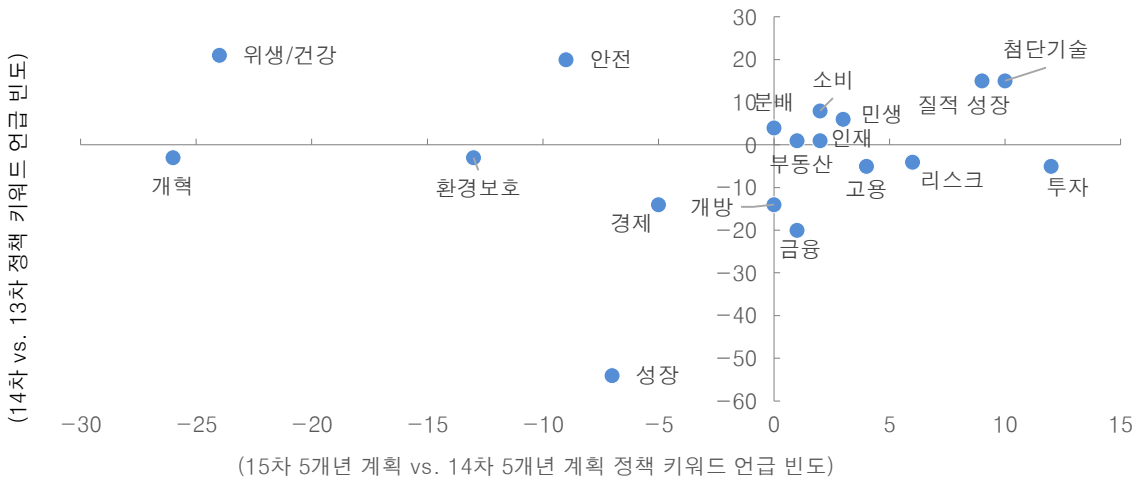
자료: PBOC, ECB, Fed, BOJ, BOE, 대신증권 Research Center

수출 주도에서 내수 중심으로, 다시 부양에 나설 중국

다시 부양 강화할 시진핑. 부동산 경기 감안하면 실물 개선 가능성↓ 다만, 원자재에는 긍정적

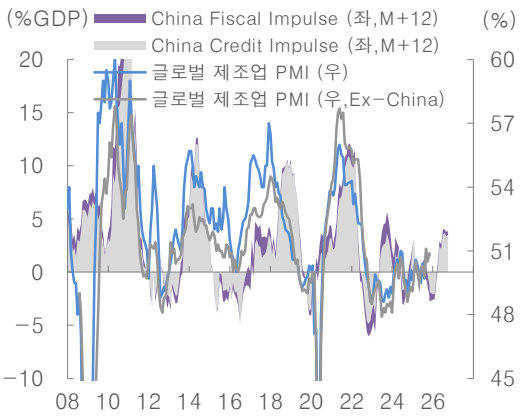
- 미국과 마찬가지로 내년은 중국에게도 중요한 해. 바로 15차 5개년 계획의 원년. 이미 향후 5년 위한 청사진 공개. 15차 5개년 계획 초안에서 언급된 주요 정책 키워드 살펴보면 이번에도 첨단기술이 가장 많이 강조, 체제 경쟁에서 살아남겠다는 의지. 이전과 차이가 있다면 내수. 14차 5개년 계획 때와 달리 개방(수출)과 성장보다 소비와 투자, 고용, 민생 등이 더 많이 강조. 장기화될 미중 관세 전쟁 고려해 수출 주도형 → 내수 중심으로, 저가 생산 → 체질 개선(감산)으로 전환하겠다는 의미
- 그렇다면 내년 내수 위한 정책 강도 강화 예상. 시진핑 중국 공산당 총서기는 과거 5개년 계획 발표 때마다 부양책 강화. 2021년과 2016년 확장됐던 Credit + Fiscal Impulse가 그 예. 이번에도 이 같은 흐름 가능. 이미 정책 위한 환경 조성. Fed의 연이은 정책금리 인하로 위안화 절하 압력 진정(미중 금리 스프레드↓), PBOC의 정책 여력 신장. 7월말 철회됐던 완화적 통화정책이 다시 재개될 수 있는 것
- 실제로 10월 27일 중국 PBOC는 연초 중단했던 국채 매입 재개 결정. PBOC 관계자는 과거 Fed의 QE와는 다른 보완적 역할일 뿐이라 설명했지만 시장금리 낮춰 유동성 유도하겠다는 것은 매한가지. Fed의 정책금리 인하가 내년 상반기에도 이어질 수 있다는 점을 고려하면 중국의 지급준비율(50bp)과 LPR 금리(10~30bp) 인하까지 기대할 수 있는 부분
- 올해 자산 시장 견인한 것은 중국의 유동성. 2025년 9월 기준으로 전 세계 유동성은 연초 대비 8.6조달러 순증했으며 이 중 중국이 가장 많은 38.6% 차지. Fed가 5%대에 그쳤던 것과 비교하면 상당한 규모. 그리고 그런 중국이 내년에도 유동성 말하는 중. 부동산에 대한 신뢰가 여전히 결여(부동산과 레버리지 트라우마 세대의 출현)되어 있다는 점에서 실물 경기 회복은 쉽지 않은 상태. 다만, 올해처럼 일드 헌팅에 나설 위안 케리 트레이드는 내년 원자재 지수의 낙관적 방향 제시해줄 것으로 예상

15차 5개년 계획 원년인 2026년, 수출 → 내수 주도로 전환하겠다는 중국



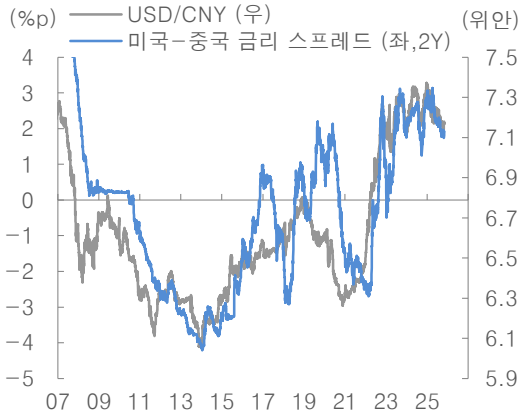
자료: 중국 정부 공식 홈페이지, 대신증권 Research Center

2021년과 2016년 당시 부양 강화했던 시진핑



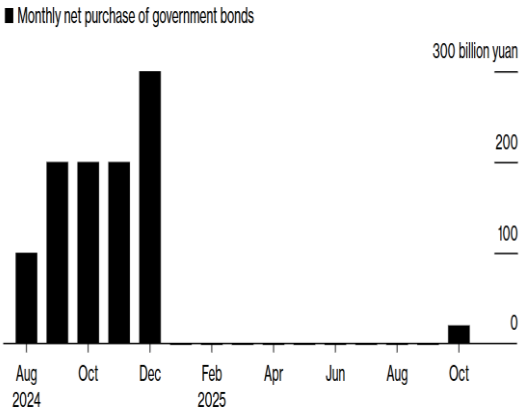
자료: Wind, CEIC, 대신증권 Research Center

Fed의 금리 인하로 정책 여력 제고된 PBOC



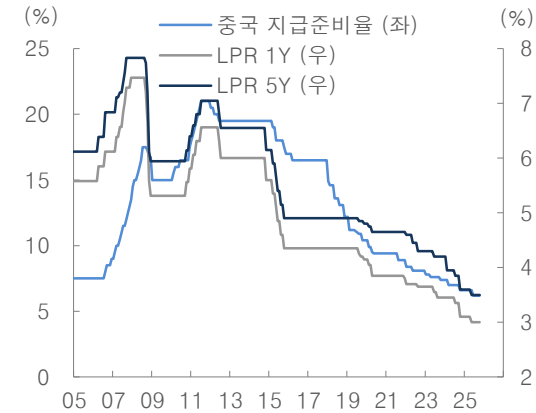
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중국 PBOC, 연초 중단했던 국채 매입 재개



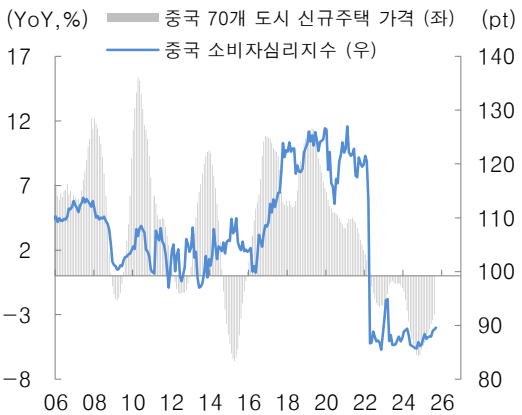
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

내년 지준율 + LPR 금리 추가 인하까지 가능



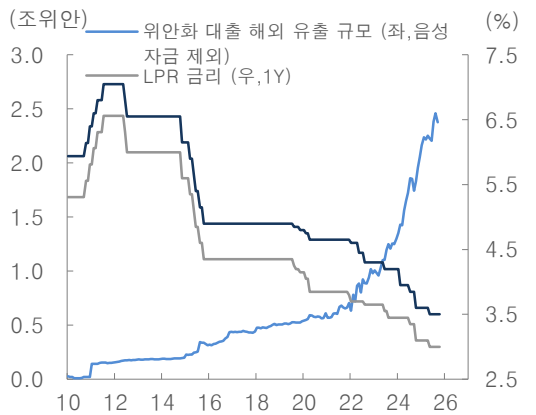
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

경기 부양 → 실물 경기 회복 유도는 불확실



자료: Wind, CEIC, 대신증권 Research Center

다만, 위안 케리 트레이드가 원자재에는 긍정적



자료: PBOC, 대신증권 Research Center

날아간 금 가격은 원자재 지수 상승의 예고편

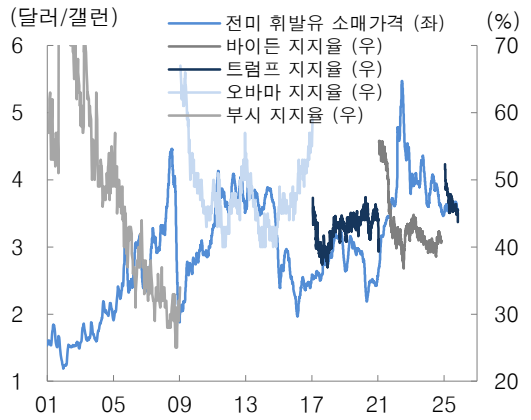
내년 상반기 사우디발 증산으로 상단 제한적. 다만, 하반기 뒤늦게 반영될 유동성 효과 유의

- 물론 원자재 지수는 내년 상반기까지 상단 제한. 중간선거 앞둔 트럼프 미 대통령은 지지율 영향 줄 유가(물가)를 옥죌 가능성↑ 10월 21일 트럼프 미 대통령은 역대 중간선거에서 여당이 92% 확률로 패배했다며 경계심 보이는 중. 재임 기간이던 2018년 중간선거 당시 무승부에 그치며 정책 추진 제동. 이번 미니 중간선거서도 패배. 그렇기에 더욱 주도면밀할 것으로 예상, 그 과정에서 유가는 피해 입을 수밖에
- 이미 유가 안정 위한 사전 물밑 작업 들어간 상태. 바로 사우디발 증산. 무함마드 빈 살만 사우디 왕세자는 지난 9월 미국-카타르 간의 '카타르 안전 보장 행정명령'처럼 상호방위조약 체결 목적으로 미 백악관 방문. 표면적으로는 미국-사우디 상호방위조약과 사우디-이스라엘 아브라함 협정 맞교환을 명시하지만 2018년(200만b/d 증산 요구) 때처럼 증산 요구 포함 가능성↑
- 증산 여력은 충분. 현재 사우디가 주도하는 OPEC+는 324.5만b/d 증산 가능. 여기서 사우디는 유휴 Capa.만 놓고 봤을 때 단독으로 204만b/d까지 증산, UAE와 쿠웨이트까지 포함할 경우 319만b/d로 증산 규모 확대 가능. 설사 러시아 비롯한 일부 OPEC+ 협력국들이 반대하더라도 2018년 때와 같이 단독 행동 가능. OPEC+는 올해에만 260.5만b/d(2025년 12월 증산분 포함)를 증산하며 유가 진정, 걸프 3국의 증산만으로도 내년 미 중간선거 전까지 유가 안정 도모할 수 있는 부분
- 다만, 문제는 유동성 후행적 효과. 이는 오늘날 높아진 금 가격이 설명. 일반적으로 금 가격은 정책금리 인하 기대가 형성되는 유동성 초입 구간에 상승(각국 중앙은행들의 헷지 수요↑). 반면, 경기 민감재이자 후행 자산인 원유는 제조업 경기가 유동성 기반으로 회복되는 때 강화되기 시작(레버리지 투자·소비 증가 → 공장 가동률 제고 → 물동량 증가). 즉, 오늘날 높아진 금 가격이 유가가 뒤쫓을 방향. S&P GSCI Energy Index가 금광 기업 ETF를 18~20개월 후행하는 것도 이 때문. 내년 상반기 동안 OPEC+의 증산 효과가 가격 억누르겠지만 연말로 갈수록 1)뒤늦게 나타날 유동성 효과와 2)낮아질 OPEC+ 증산 여력, 3)뒤늦게 확인될 신규 유전 부족이 상방 요인. 이는 쪽쇄 풀릴 미 중간선거 이후 가속화, 원자재 펀드 내 가중치 큰 에너지 반등은 원자재 지수의 반등, 내년 하반기 원자재의 귀환 알리는 기점 될 것

금 가격이 말해주는 것처럼 유동성의 후행적 효과 기대

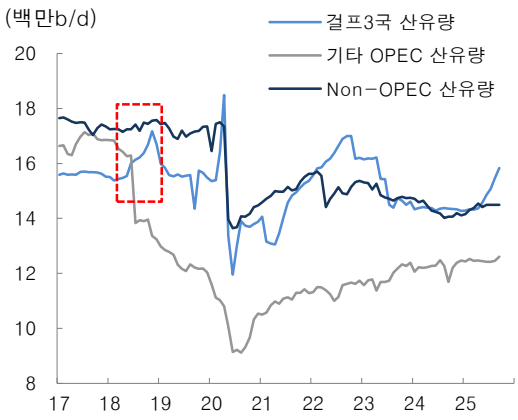
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

중간선거 앞두고 유가 안정 필요한 트럼프



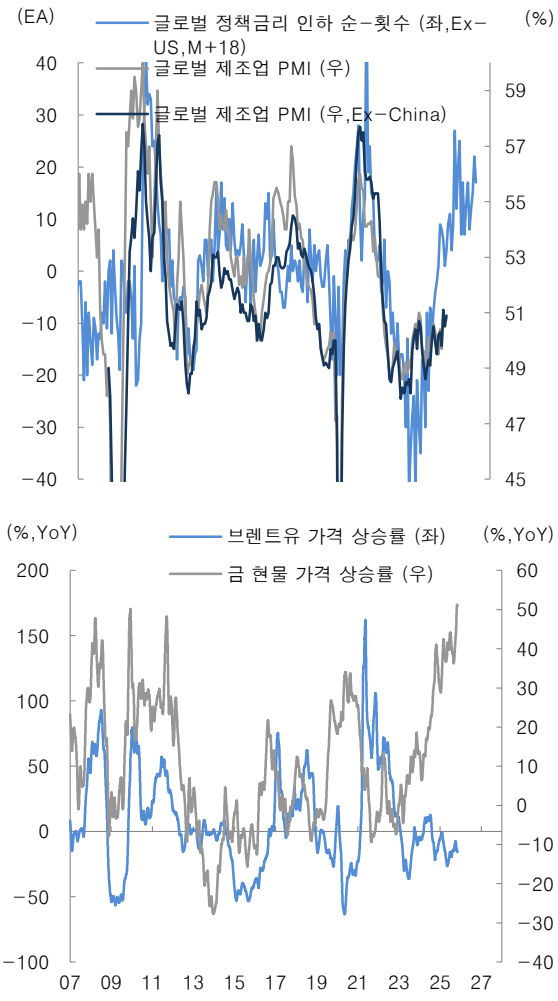
자료: Gallup, Refinitiv, 대신증권 Research Center

이번에도 사우디와 딜(안보 보장↔증산) 가능



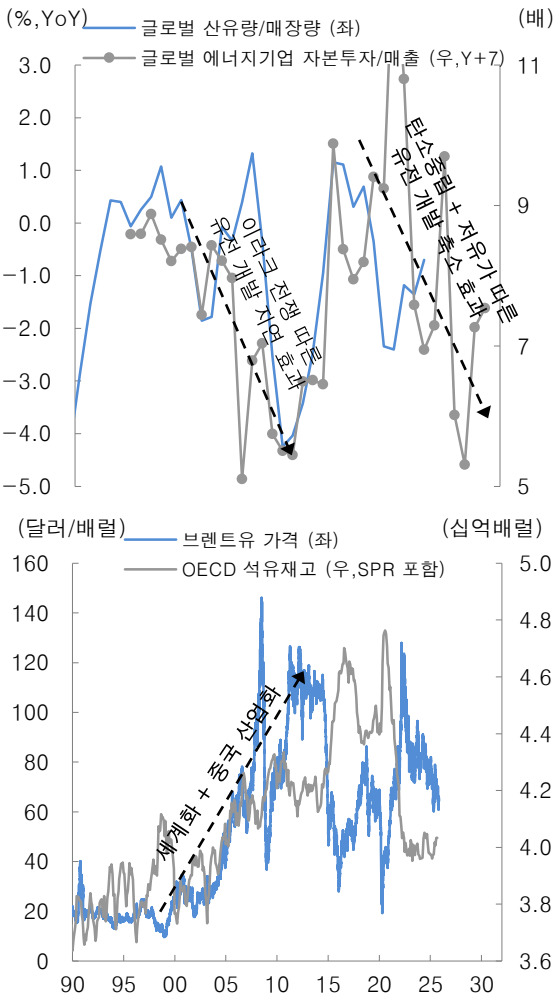
주: 걸프3국은 사우디, UAE, 쿠웨이트 지칭
자료: OPEC, 대신증권 Research Center

다만, 하반기 유동성 효과 후행적으로 반영 예상



자료: Refinitiv, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그간 미뤄진 유전 개발 감안하면 '27년 상방↑



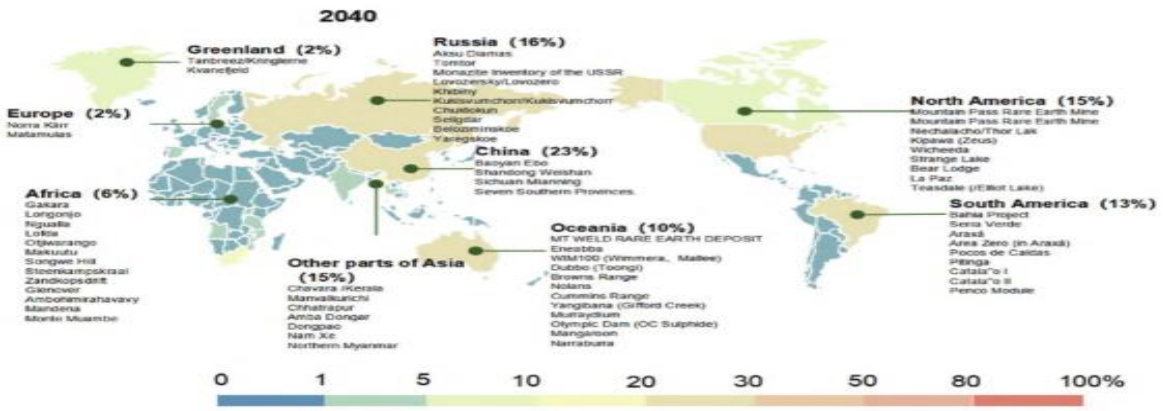
자료: Refinitiv, BP, OPEC, OECD, 대신증권 Research Center

트럼프의 희토류 투자, 당장 공급 과잉은 없다

각국의 희토류 밸류체인 투자는 미래 공급 과잉 우려 요인. 다만, 관건은 긴 시차

- 10월 30일 미중 정상은 관세 문제와 관련하여 확전 잠정 봉합하기로 합의. 트럼프 미 대통령은 중국에 대한 추가 관세(+100%)와 펜타닐 관세(20% → 10%), 입항 수수료 부과 조치 유예하기로 결정, 중국 측은 희토류 수출 통제 조치와 미국산 곡물 수입 제한 조치, 선박 입항 수수료 부과를 유예하는 것으로 화답. 원자재 시장에서 가장 이슈가 됐던 희토류 문제가 일단락된 것
- 그럼에도 베센트 미 재무장관은 중국을 믿을 수 없다며 동맹국과 희토류 공급망 재구축할 것이라 시사. 실제로 미국 내 희토류 채굴-정제련-가공-리사이클링 밸류체인 구축 목적으로 희토류 생산 기업인 MP머티리얼즈에 4억달러 투자한 데 이어 11월에는 희토류 자석 생산 스타트업에 14억달러 투자 결정. 이외, 호주의 희토류 채굴-정제련 사업에 30억달러 투자 결정, 일본과 해외 희토류 채굴-가공 사업에 공동 투자하기로 합의. 태국, 말레이시아와는 신규 희토류 매장지에 대한 우선 투자-채굴-구매 권리 갖는 MOU 체결. 탈중국 위한 행보 가속화
- 위 조치들은 미래 공급 과잉 유발 요인. 중국 정부 산하 싱크탱크인 중국과학원(CAS)은 2024년 희토류 국유화 조치로 중국 내 광산 투자가 정체된 상황에서 새로운 공급자가 계속 진입한다면 중국의 시장 점유율이 62% → 2035년 28%로 추락 경고. 과거 사례 통해 그 후과 확인 가능. 2010년 9월 중국 측에서 일본과 센카쿠 열도 분쟁 이유로 희토류 수출 잠정 중단. 이를 계기로 일본은 호주의 희토류 생산 기업 Lynas에 2.3억달러 대출 제공, 2023년에는 2억달러 추가 투자. 그 결과 생산된 중희토 중 65%를 조달 받게 된 상태. 2011년 전 세계 희토류 공급(광산 기준)의 92%를 차지했던 중국이 60%대로 추락하게 된 시발점. 그리고 이번 사태 계기로 밸류체인 투자가 재차 강화된다면 미래 공급 과잉 불가피
- 다만, 시차는 존재. Rainbow Rare Earths의 조지 베넷 CEO는 생산 시설 투자부터 생산까지 15년 소요된다며 당장 공급 과잉 가능성 일축. 일본 역시 투자 성과 도출하기까지 7~8년 소요. 오늘날 투자는 미래 공급 과잉 유발하지만 지금을 의미하지 않는다는 점. 중국의 미국향 수출 재개됐지만 12개월 유예일 뿐, 정치 이벤트 종료 후 재충돌 가능성 + 투자-생산 리드 타임 감안하면 희토류는 여전히 낙관적

중국과학원, 신규 플레이어 진입으로 미래 공급 과잉 경고



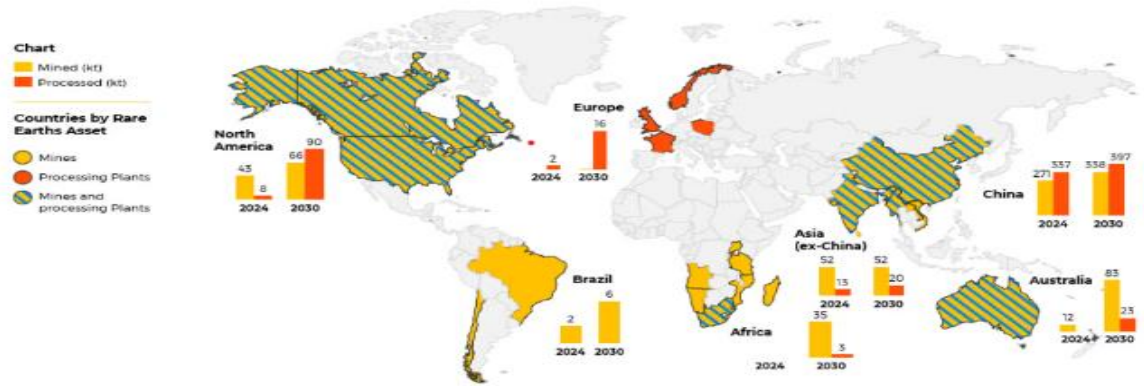
자료: CAS, 대신증권 Research Center

희토류 밸류체인(채굴-정제련-가공-리사이클링) 전반 탈중국 시도하겠다는 미국

구분	광산	정·제련				가공	
	채굴	화합물	분리		희토금속	합금	영구자석
			경희토	중희토			
중국	가동 중	가동 중	가동 중	가동 중	가동 중	가동 중	가동 중
미국	가동 중	개발 단계	개발 단계	개발 단계	중단	중단	개발 단계
호주	가동 중	테스트					
영국					가동 중	가동 중	
에스토니아			가동 중				
독일							가동 중
프랑스			가동 중	가동 중			
말레이시아		가동 중	가동 중				
미얀마	가동 중	가동 중					
베트남					가동 중	가동 중	가동 중
부룬디	가동 중						
일본				가동 중	가동 중	가동 중	가동 중
러시아	가동 중	가동 중	가동 중				
인도	가동 중	가동 중	가동 중				

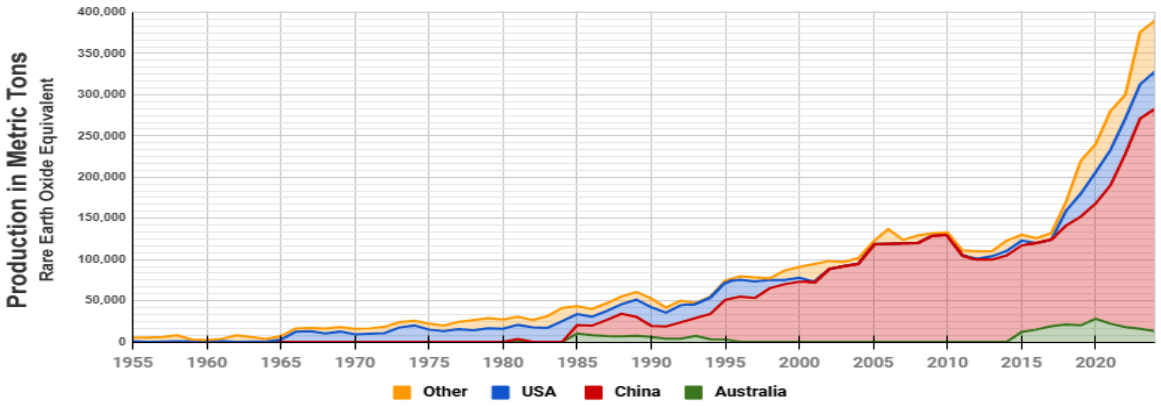
자료: The White House, CTSEC, 대신증권 Research Center

러시아산처럼 정치화된 중국산 희토류, 이는 미국과 다른 국가들의 투자 촉진, 미래 공급 과잉 요인



자료: Benchmark, 대신증권 Research Center

다만, 문제는 밸류체인 설비 갖추기 까지의 긴 시차, 당장 공급 과잉은 제한적



자료: USGS, Geology, 대신증권 Research Center

원유: 40달러대 저유가는 없다

사우디의 여전한 증산 기조, 그러나 하단 방어할 3가지

- 11월 2일 OPEC+는 주요 8개국의 12월 생산 한도를 +13.7만b/d 확대하되 내년 1~3월에는 증산 잠정 중단한다 결정. 앞서 사우디 측은 증산 규모를 확대해야 한다고 밝혔지만 러시아 측에서 재정균형유가를 이유(미국의 우크라이나 지원 강화 따른 전쟁 장기화 우려)로 거부권 행사하면서 보수적으로 돌변

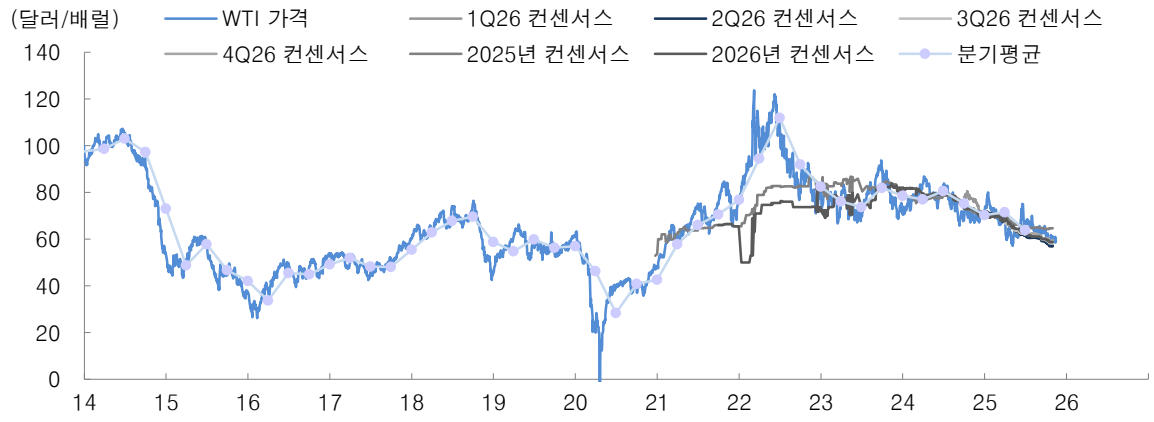
- 다만, 추가 증산 우려는 여전. 사우디는 2025년 4월부터 2026년 중반까지 단계적으로 증산하려던 1차 증산 계획(220만b/d)을 2025년 9월에 조기 달성. 뿐만 아니라 2027년 1월 추진 예정이던 2차 증산 계획(165만b/d) 마저 올해 10월로 조기 추진. 시장 점유율 확대를 명분으로 사우디의 증산 의지가 여전한 상황에서 이번 2차 증산 계획 종료 시점 역시 빠르게 앞당겨질 수 있는 부분

- 특히, 미국과 사우디 간의 공조 가능성 역시 관건. 트럼프 미 대통령은 내년 중간선거 앞둔 상태, 미 대통령 지지율과 유가(물가) 간의 상관성 감안하면 유가 안정이 그 어느 때보다 중요한 시점. 그렇기에 이번에도 사우디 측과 안보 보장 ↔ 증산 교환 가능성↑ 2018년 중간선거 전에도 사우디는 OPEC+ 내부의 반대 무릅쓰고 단독 행동 나서며 트럼프 미 대통령과의 약속 지킨 사례 존재, 유가에는 최악의 환경

- 그러나 이는 시장에 몇 가지 의문 남긴다는 사실. 바로 1)약화될 증산 여력. OPEC+는 올해 260.5만b/d 증산, 추가로 324.5만b/d 증산 여력 존재. 만일 잠정 중단된 2차 증산 계획을 1차 때처럼 빠르게 재개 시 시장은 내년 하반기 유가 통제력에 대한 의문 품을 수밖에 없는 부분. 또 하나는 2)사우디발 저유가가 OPEC+ 내 불균형 야기한다는 사실. 지금도 주요 8개국은 증산 중이지만 생산 비용이 높은 나머지 협력국은 오히려 감소세. 8개국 증산이 협력국들 압박하는 구조라면 내년 공급 과잉 우려 다소 과도

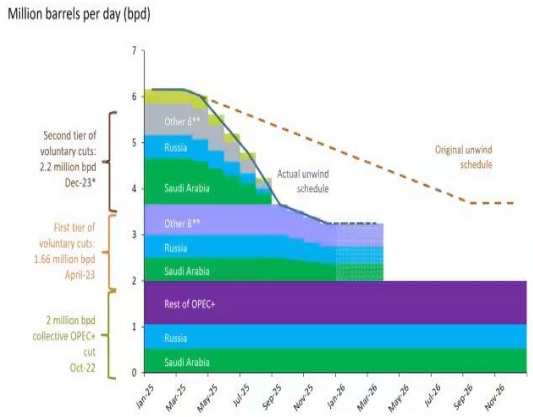
- 비슷한 맥락에서 3)경쟁자들의 유전 개발까지 방해. 미 셰일 기업들은 OBBB 법안으로 유전 개발 비용 낮아졌으나 4월 인상된 철강 관세 탓에 그 폭은 1.99달러 미만이라 지적. 유가까지 낮아지며 신규 유정 개발 비용 적자(-) 전환, 향후 12개월 CapEx 예상 지수가 5년래 마이너스(-)로 돌아선 원인. 2015년과 2020년 저유가는 유전 개발 저해, 2016년과 2021년 신규 공급 부족 사태 유발, 내년 하반기부터도 후폭풍 가능. 내년 중간선거 전까지 70달러로 상단 제한적이나 4/4분기 80달러선 돌파 시도 예상

내년 상반기 상단은 70달러로 제한, 중간선거 전후로 80달러선 돌파 시도 예상



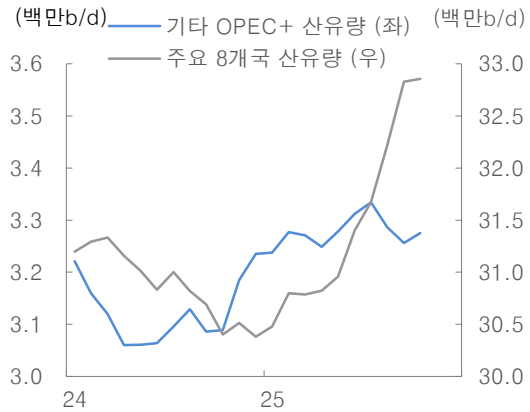
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사우디발 증산, 내년 말로 갈수록 증산 여력↓



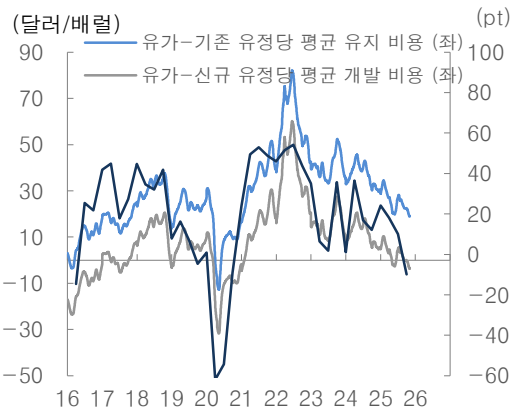
자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

저유가는 협력국의 공급+유전 개발까지 방해



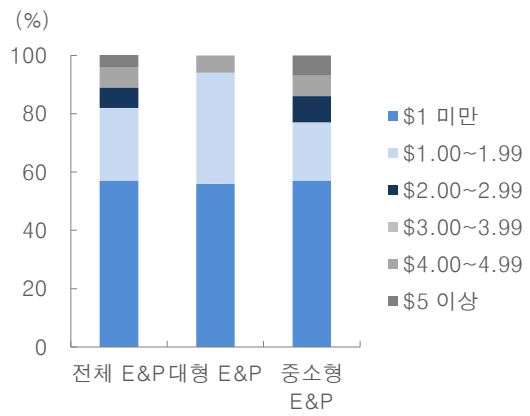
자료: OPEC, 대신증권 Research Center

미국도 마찬가지. 저유가 탓에 유전 개발 이익↓



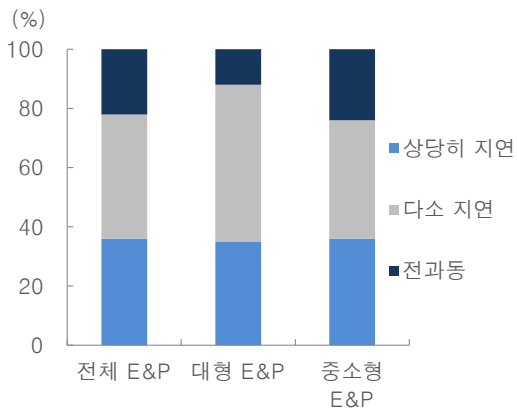
자료: Dallas Fed, 대신증권 Research Center

OBBB 따른 유전 개발 비용↓ 효과도 제한적



자료: Dallas Fed, 대신증권 Research Center

미 셰일 기업들의 유전 개발 지연 불가피



자료: Dallas Fed, 대신증권 Research Center

2026/27년 신규 공급은 고민될 수밖에

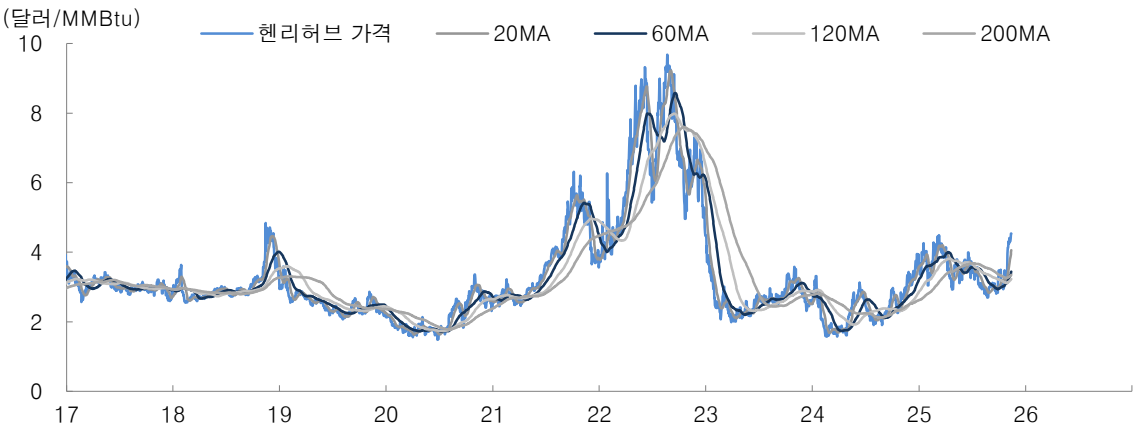
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

천연가스: 내년 하반기 구조적 성장 바라봐야 할 때

다시 도래한 천연가스 계절, 낙관적일 수요 구조의 변화

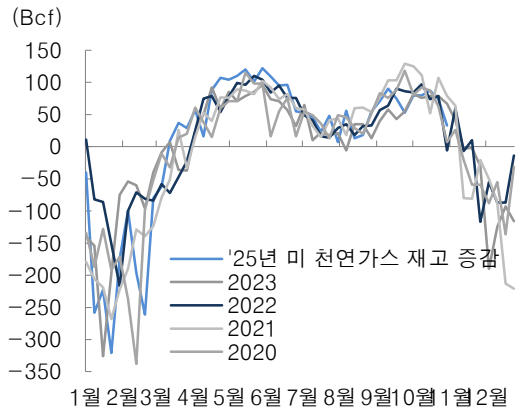
- 지난 8~9월 2.5~3.5달러 구간에서 잠잠하던 천연가스(미 헨리허브 기준) 가격은 10월 들어 반등 시도. 겨울철 난방 시즌 시작된 것. 천연가스의 최대 수요처는 여름철 냉방 아닌 겨울철 난방, 전체 수요 중 65% 차지하는 주거/상업, 제조업향 수요가 이 시점부터 확대. 11월물로 교체되는 9월말 이후부터가 가격 반등 시작인 이유
- 이 같은 수요는 내수뿐 아니라 수출 기대까지 자극. 미국산 LNG를 수입 받는 국가 대부분은 북반구 위치. 미국 내 난방향 수요가 확대되는 것처럼 다른 북반구 국가들도 확대되는 것은 마찬가지. 러시아-우크라이나 전쟁 종식 가능성(대러 제재 해제에 따른 러시아산 수입 재개 가능성) 가능성이 존재하지만 EU는 정치 리스크로 얼룩진 러시아산 천연가스 수입 예정대로 금지할 것이라 전달. 이 같은 배경 하에서 천연가스 가격은 내년 3월 5~6달러까지 상승 가능
- 물론 경계 필요. 바로 겨울철 라니냐의 후퇴. 10월 20일 IRI 측은 라니냐가 2026년 1/4분기까지 이어지겠지만 2026년 4월부터는 엘니뇨가 발생할 수 있다 경고. 겨울철 라니냐는 북극 한파 막아주는 제트기류 약화시켜 강추위가 멕시코만 앞바다까지 남하할 수 있도록 지원. 이와 달리 무역풍(서태평양향)의 이동 속도 둔화 과정에서 출현하는 엘니뇨는 제트기류의 남하 흐름을 바꿔 평년보다 높은 기온 형성. 2023년 10월 ~ 2024년 3월 미 천연가스 가격이 난방 시즌임에도 무력했던 것도 엘니뇨 때문. 2026년 하반기 난방 시즌이 고민 될 수밖에 없는 부분
- 그러나 내년 하반기부터 바라봐야 될 부분은 구조적 변화. 바로 데이터센터에 의한 전력향 수요. ChatGPT의 경우 일반 검색 쿼리보다 10배 이상 전력 소비. 이를 기준으로 보면 전력향 천연가스 수요는 폭발적 성장 가능, 2020년대 말에는 4~5배 도달 예상. 내년 하반기부터 줄하될 가스터빈이 이미 방향 제시 중. 그간 폭발적 가스터빈 주문에도 불구하고 줄하까지의 긴 시차 탓에 전력향 천연가스 수요는 제한적, 전력 가격의 가파른 상승도 이 같은 이유. 하지만 2022~2024년 급증했던 주문량은 이제 줄하 앞둔 상태. 이를 감안하면 천연가스 공급 우려 ↓ 수급 개선시켜 내년 말 7~8달러까지 상승 예상

계절성 넘어설 LNG 수출과 전력향 수요, 수요 구조의 변화에 주목



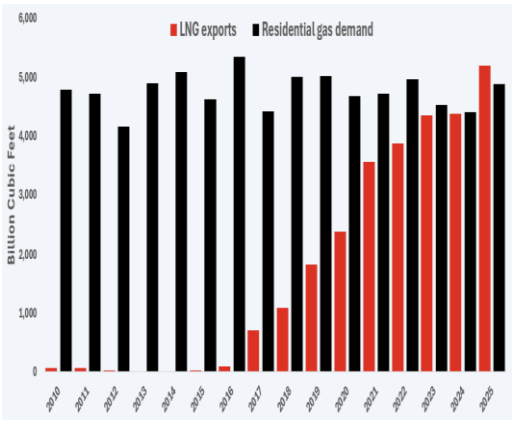
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

난방 시즌 도래, 천연가스 가격 상방 압력↑



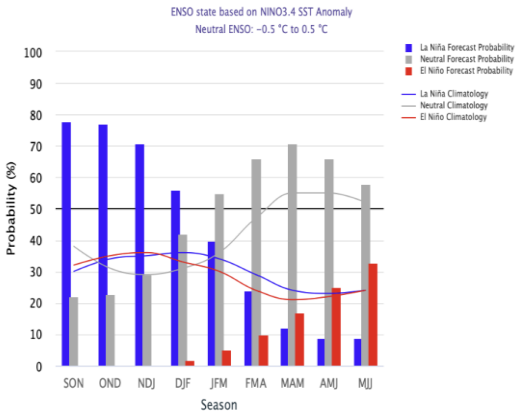
자료: EIA, 대신증권 Research Center

LNG 수출 기대 역시 가격에 긍정적 요인



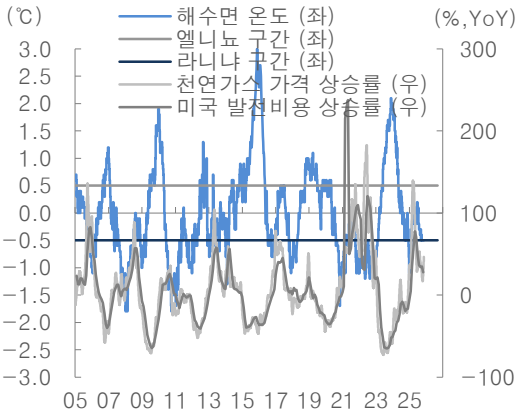
자료: ROI, 대신증권 Research Center

물론 내년 라니냐 후퇴+엘니뇨 출현 경계



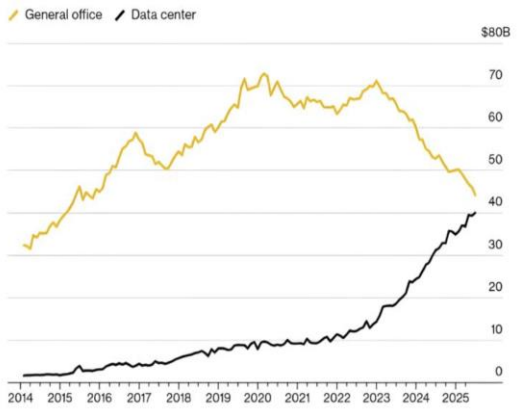
자료: CPC/IRI, 대신증권 Research Center

이는 천연가스 가격에 분명 악재



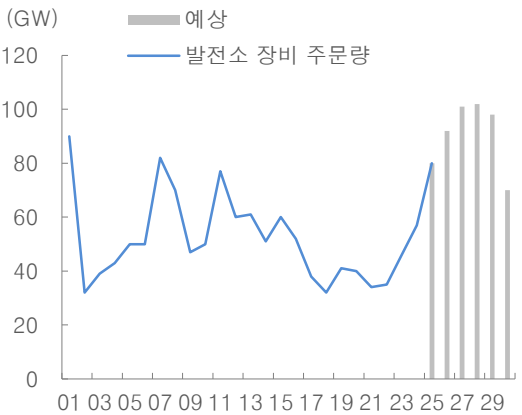
자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그러나 전력향이라는 수요 구조의 변화 주목



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

출하될 가스터빈, 병목 현상 개선으로 수요↑



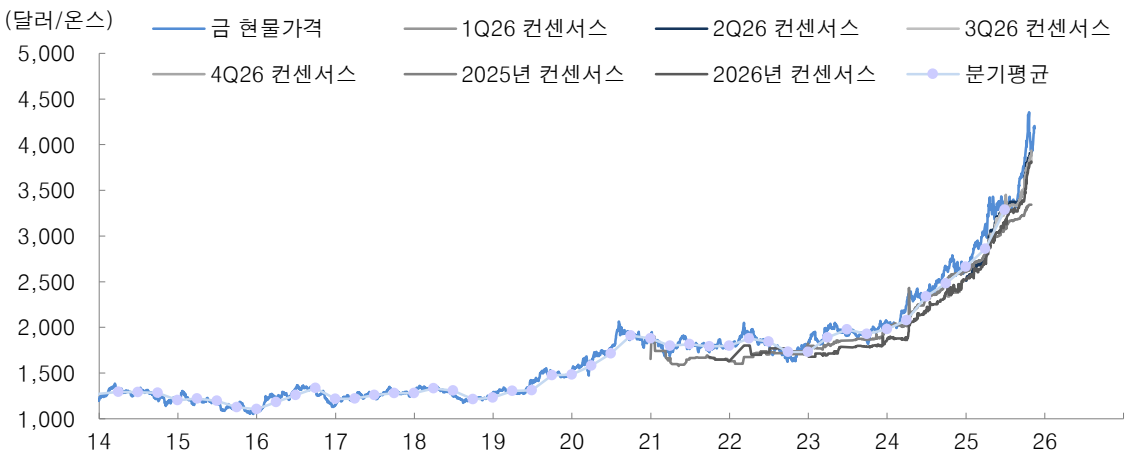
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

금: 금도 좋지만 그래도 은이 더 좋다

저가 매수 기회는 맞지만 그래도 은에 집중해야 한다

- 사상 최고치에서 급락했던 금 가격은 온스당 4,100달러선 재돌파, 사상 최고치 경신 재시도. 이처럼 반등 가능한 이유는 1)투자 환경이 매력적이기 때문, 바로 Fed의 재개된 금리 인하 사이클. 채권 보유 비중이 큰 각국 중앙은행들은 실질금리(=명목금리-기대 인플레이션)가 하락할 것을 대비해 무이자 자산인 금 보유 비중 확대. 물가 견인하는 유가는 내년 상반기까지 플랫 예상, 이를 감안하면 Fed의 정책금리 인하는 내년 상반기까지 계속, 중앙은행들의 헷지 수요에 대한 기대는 가격 추가 상승 동인
- 2)장기적 관점에서도 금은 온스당 5,000달러까지 구조적 상승 유효. 앞서 《변화하는 세계 질서》의 저자 레이 달리오는 지금이 1930~1940년대(대공황과 세계 대전), 1970년대(닉슨 쇼크)와 유사하게 흘러가고 있다 지적. 실제로 2020년 중국발 코로나19 쇼크와 2022~2023년 두 개의 전쟁으로 발행된 대규모 부채는 신뢰의 문제 유발. 초장기채는 Fed 없이는 입찰도 힘들어 보일 정도로 신뢰의 문제 봉착, 이는 각국 외환보유고 내 금과 미국채 보유 비중의 디커플링과 금으로 이탈한 자금 등이 반증. '금 이외 모든 것은 신용일 뿐'이라는 JP모건의 말을 상기시켜주는 대목
- 다만, 방향성 측면에서 매수 기회는 맞지만 프리미엄 부담이 큰 것 또한 사실. 그렇기에 상대적으로 저렴한 은 또는 주식 비중 확대 권고. 금은 정책금리 인하 기대 커지는 때 상승하는 반면, 은은 유동성이 팽창하는 때에 상승 속도 가속화. 지금 유동성은 팽창 속도가 가속화될 기미 보이는 중. 이미 Fed의 QT는 종료, TGA 잔고 역시 방출될 시점. 중국은 위안화 절하 압력(미중 금리 스프레드↓) 진정되면서 국채 매입 재개에 이어 지급준비율과 LPR 금리 인하 시점 고민 중. 유동성에 민감한 은과 주식에 매력적인 환경
- 금보다 높은 변동성은 리스크 요인이지만 당장 추가 하락 제한적. 유동성 민감한 은과 주식은 각국 중앙은행들의 정책금리 인하 순-횟수를 후행. 그간 정책금리 인하 순-횟수 상승한 점 감안하면 2026년 6월까지 안정적 상승, 이번 Fed의 추가 금리인하까지 감안 시 2027년 6월까지 상승 가능. 풍부해질 유동성, 은/금 또는 S&P500/금 Ratio의 상승을 암시. 금도 좋지만 알파 창출 위해 은 비중 확대 권고

온스당 5,000달러까지 낙관적이지만 여전히 상대적으로 저렴한 은에 집중

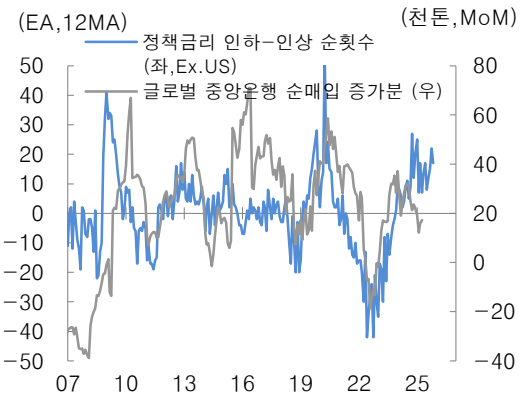


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Fed의 금리 인하 사이클은 현재 진행형

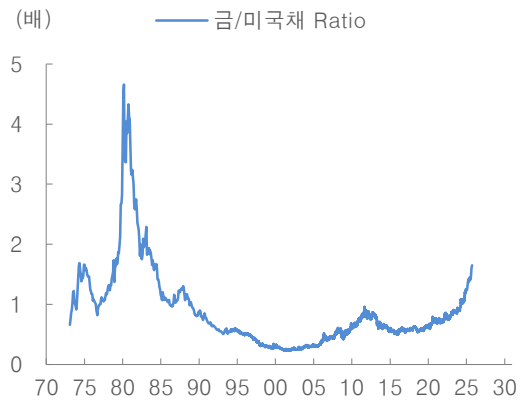
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

헷지 수요는 금 가격 상승 동인



자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

레이 달리오 말처럼 신뢰의 문제 봉착한 미국채

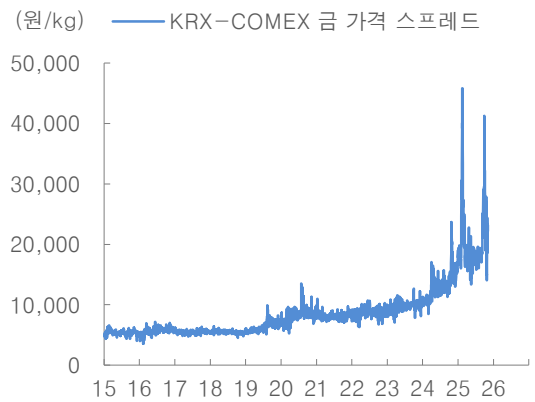


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

초장기채에서 금으로, 구조적 상승 요인

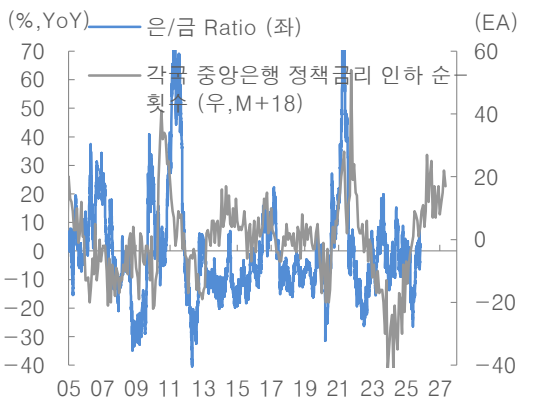
자료: FRED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물론 높은 프리미엄은 부담



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그렇기에 유동성 민감한 은, 상대 성과↑ 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

구리: 또다시 흔들리는 광산, 그런 구리를 방해할 알루미늄

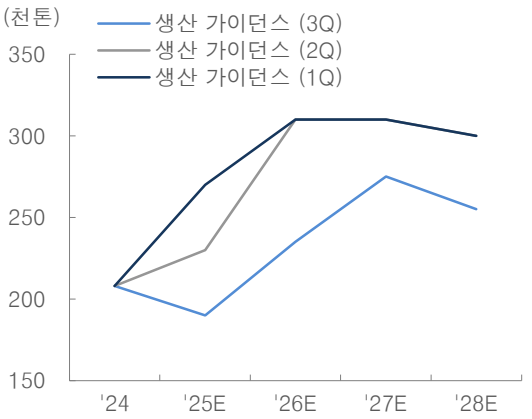
주요 광산 불가항력 + 구조적 공급 부족은 가격에 매력적, 그러나 걸림돌은 대체재 알루미늄

- 구리 가격은 톤당 10,000달러 상회. 10월 22일 Teck Resource 측에서 칠레 QB-2 확장 프로젝트를 광미 처리 지연 문제로 잠정 중단, Quebrada Blanca 노천 광산에 대한 2025~2028년 생산 가이던스를 대폭 하향 조정했기 때문. 올해에만 2번째 생산 가이던스 하향 결정으로 가격 상승 가팔랐던 이유
- 수급은 한층 더 타이트해질 수밖에 없는 부분. 앞서 9월 Freeport-McMoRan의 Grasberg 광산(인니 소재)은 산사태로 PT Freeport Indonesia의 2026년 생산량을 기존 가이던스 대비 35% 하향. 7월 칠레 El Teniente 광산은 붕괴 사고로 공급 가이던스 11% 하향 조정, 5월 DRC의 Kamoa-Kakula 광산은 홍수 사태로 인해 2026~2027년 확장 계획 연기. 이번까지 포함하면 전 세계 정광 공급의 7%가 흔들린 것으로 ICSG의 2026년 정광 공급 전망치가 이전보다 하향(-0.2%p) 조정된 것도 이 때문
- 특히, 가격이 업-스트림의 단기 이슈에 민감하게 반응하는 이유는 구조적 공급 부족이라는 배경. 지난 자료 <프리포트 맥모란발 구리 가격 상승, 그래도 칠레가 좋다(9/26)>에서 살펴본 바와 같이 1) 채굴량은 사상 최고치 경신 중이지만 구리 함량은 광산 노후화로 인해 미달. 이는 중국계 제련 기업들의 감산과 주요 3국(한국, 일본, 스페인)의 우려 표명을 통해 심각성 알 수 있는 부분
- 광산 개발 투자가 2017년부터 확대되기 시작했으나 2) 실제 채굴까지의 긴 시차(10~15년) 감안하면 2028년 말까지 신규 공급은 기대하기 어려운 상태. 3) 재활용 통한 공급 또한 스크랩 부족(기존 제품의 내구연수 미도래)으로 전체 공급의 33%에 그치는 실정. 빠른 속도로 확장 중인 수요와 달리 더딘 공급이 구리 가격에 대한 낙관론을 더하고 있는 것
- 다만, 구리의 걸림돌 존재, 바로 대체재 알루미늄. 알루미늄은 구리보다 전기전도와 열전도는 낮지만 구리 1톤당 2.5톤의 비율로 대체 가능. 데이터센터, 전기차 등은 고순도 구리만 사용 가능하지만 가전/전자기기 등 수요의 65%는 알루미늄으로 대체 충분. 톤당 9,000달러 상회 기간 길어질수록 대체재로 수요 이탈 가속화. 지금 구리 1톤-알루미늄 2.5톤 가격 스프레드는 대체 여력 여전히 크다는 것을 의미. 이를 감안하면 구리 가격은 내년 12,000달러대까지 상승하겠지만 알루미늄 대비 상대 성과 저조 예상

구리 가격, 내년 말 12,000달러대까지 상승하겠지만 알루미늄 대비 낮아질 상대 성과

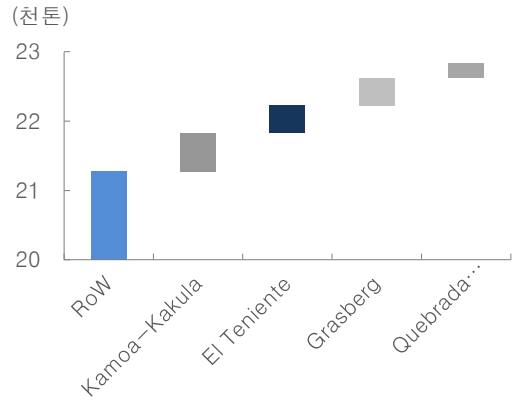
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Teck Resource, 생산 가이던스 대폭 하향



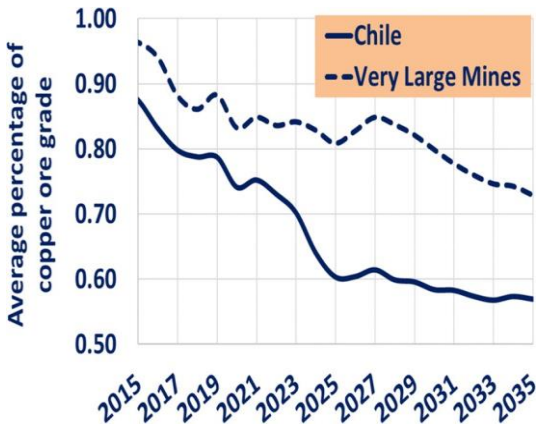
자료: Teck Resource, 대신증권 Research Center

올해 가이던스 하향된 광산만 전체 공급의 7%



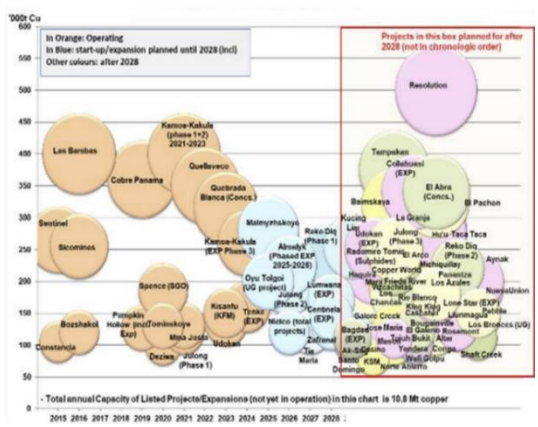
자료: ICSG, 대신증권 Research Center

광산 노후화 따른 구조적 공급 부족 역시 문제



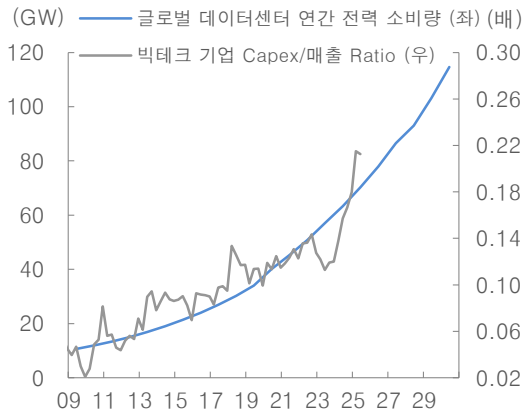
자료: Cochilco, 대신증권 Research Center

신규 공급은 2028년 이후에나 가동 가능



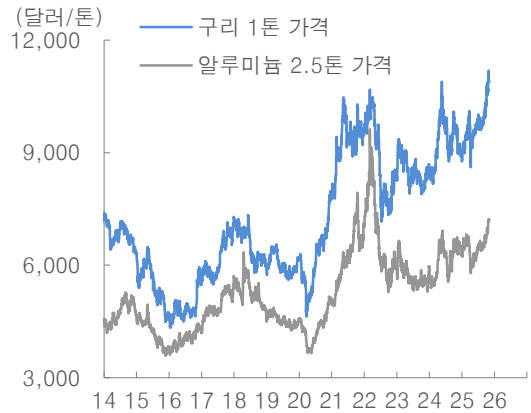
자료: ICSG, 대신증권 Research Center

수요 구조의 변화로 타이트한 수급



자료: McKinsey, IEA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

다만, 대체재 알루미늄 탓에 낮아질 상대 성과



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

리튬: 시진핑의 감산 타깃, 철강보다 리튬

다시 기대되는 2015년급 감산, 그러나 과거와는 다를 감산 대상

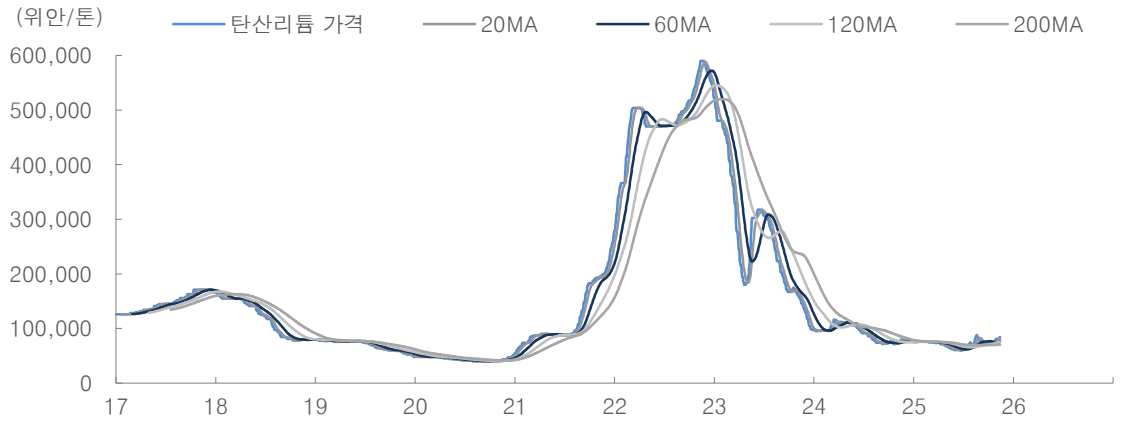
- 시진핑 중국 공산당 총서기의 감산 의지와 달리 시장은 여전히 반신반의 중. 9월 17일 중국 SAC는 폴리실리콘 생산 시 정부의 에너지 소비 기준(6.4kgce/kg)을 충족하지 못할 시 퇴출 방침 전달. 사실상 폴리실리콘 생산 Capa. 중 30% 감축 시키겠다는 것. 반면, 중국 공신부는 <철강 산업 안정적 성장 추진 계획(2025~2026)>과 <철강 생산 Capa. 교체 시행 방안(의견 수렴안)> 통해 생산 Capa. 증설 금지와 + 노후 설비 퇴출 약속했지만 과거와 같은 대규모 감산 조치 부재, 감산 의지 오해 생길 수 있는 부분

- 그러나 이 같은 편차 발생한 이유는 감산 대상 규정하는 기준 탓. 2015년 대규모 감산 조치가 발표됐던 당시 중국 정부는 업종 내 적자 기업 비중 따라 감산 대상 설정. 51%였던 철강과 69%였던 석탄 업종이 선정됐던 것이 이 같은 이유. 이를 이번에도 동일하게 적용할 경우 철강(34%)과 석탄(24%) 업종은 제외. 반면, 이번에는 적자 기업 비중이 40% 초과하는 2차전지와 태양광이 1순위. 온도차 원인이 이것

- 그러한 점에서 2차전지 밸류체인의 핵심인 리튬은 감산 대상 1순위. 중국 상무부는 2차전지에 대한 수출 환급세율 혜택 축소(13% → 9%)한데 이어 이번에는 2차전지 일부 소재 수출을 정부 허가 필요 품목으로 지정. 수직 계열화라는 2차전지 업종의 특수성 고려해 수출 압박하여 감산 종용하겠다는 취지. 업-스트림에 대한 조치 또한 이와 동일. 지난 7월 중국 자연자원부는 새로 시행되는 <광산업 자원법(개정)>을 근거로 리튬을 전략광물로 지정해 채굴 허가권에 대한 감독 강화. CATL, Zangge Mining(Zijin Mining) 등 주요 생산자들의 조업이 잠정 중단됐던 것이 이 때문. 이는 가격 측면에서 상징적

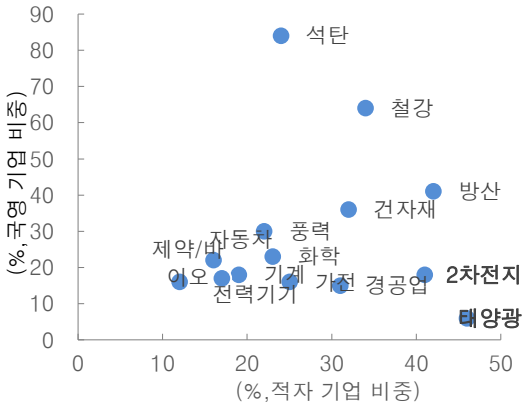
- 중국 정부 입장에서 감산은 필수 불가결. 내수는 보조금 + 구조 전환(탈내연기관차)으로 연명. 그런 상황에서 트럼프 미 행정부는 한국, 인니, 베트남 등 중국의 우회(환적)수출 루트를 차단(제3국의 미국향 우회(환적)수출 제품에 대한 40% 고관세 부과). 수출 활로까지 제한된다면 중국 내 저가 경쟁 문제는 2013~2015년 같은 공급 과잉 유발, 감산 강도 강화는 필수 불가결. 과거 철강/비철 산업 공급 과잉 때도 중국 정부의 감산 정책이 가격 회복 유도, 리튬도 회복 가능. 풍부해지는 유동성 역시 리튬 가격에 낙관적 방향 제시 중, 이는 2차전지 밸류체인 전반이 뒤쫓을 방향. 일희일비보다 정부 감산 의지에 집중

중국 정부의 감산 + 풍부해질 유동성은 가격 회복의 Key, 리튬에 대한 기존 낙관적 시각 유지



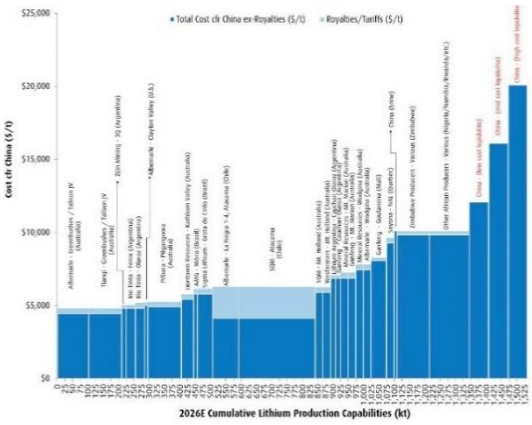
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

업종별 적자 기업 비중은 중국 정부의 감산 척도



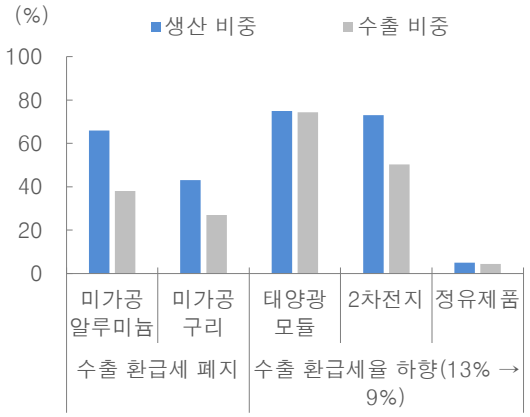
자료: Wind, 대신증권 Research Center

감산 타깃 1순위는 2차전지 밸류체인, 리튬



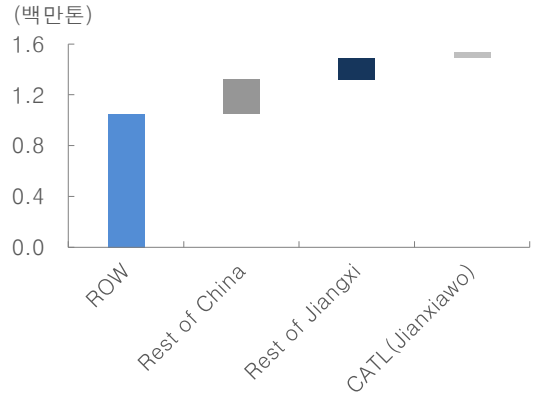
자료: BMO, 대신증권 Research Center

감산 유도 목적으로 리튬에 대한 특혜 축소



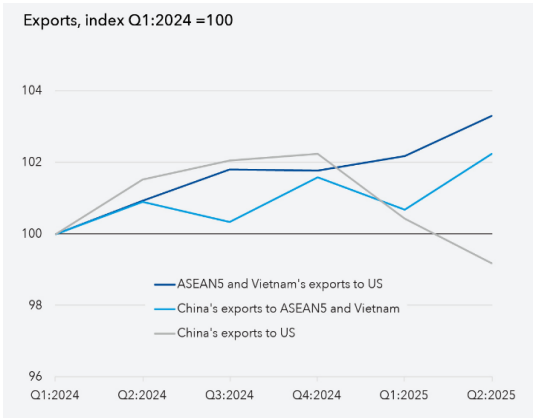
주: 전 세계에서 중국의 생산 및 수출 비중
자료: WBMS, 대신증권 Research Center

전략광물로 지정하며 생산 통제 강화



주: 리튬 연간 생산량
자료: Wind, 대신증권 Research Center

미국의 우회수출 차단으로 감산 서두를 수밖에



자료: IMF, 대신증권 Research Center

유동성까지 풍부해진 환경, 이를 뒤쫓을 가격

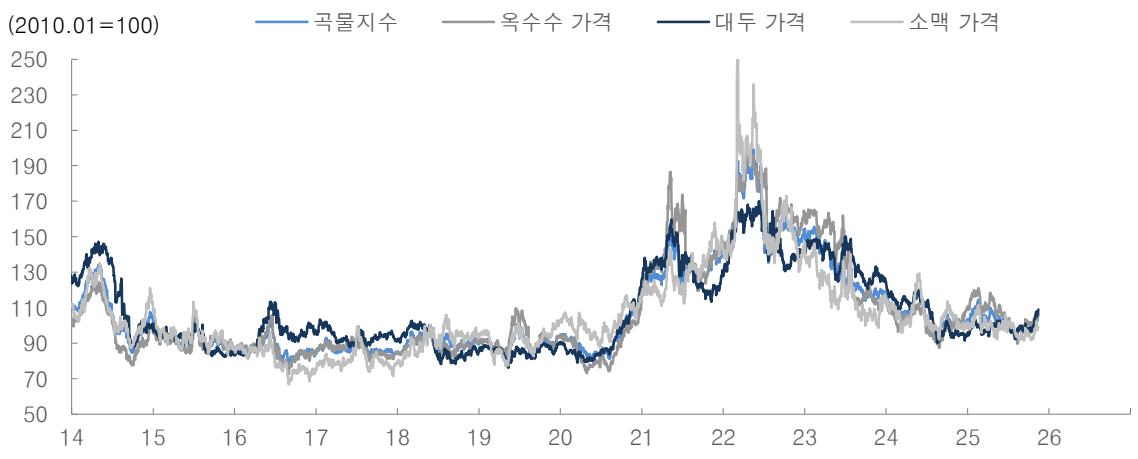
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

곡물: 휴전 돌입한 미중, 최악은 면했다

중국의 미국산 수입 재개, 최악은 면했다

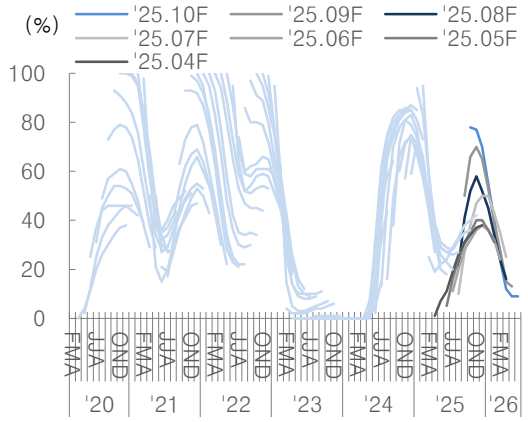
- 곡물 섹터는 다시 반등 시도. 줄곧 하락세 이어갔던 S&P GSCI Grain Index는 연초 대비 플러스(+) 목전. 그간 중국 정부는 미중 관세 전쟁을 이유로 미국산 곡물 수입을 제한(미국산 → 남미산 대체). 그랬던 중국이 수입 재개 나선다는 소식 전해지면서 곡물 가격 반등한 것
- 물론 가격 측면에서 공급은 여전히 비우호적. 지난해 10월 미 곡창 지대에 가뭄 야기할 라니냐 등장했으나 파종 시기 Miss, 단기에 소멸. 이번 라니냐도 뒤늦게 발생, 공급 차질 가능성↓ 심지어 미 곡창 지대 작황에 유리한 엘니뇨까지 출현할 것으로 관측, 2026/2027년 수확 가이던스는 상향 조정 불가피
- 대체 수요까지 부진한 상황에서 과거와 같은 수요 성장 제한적. 9월 16일, 중국 농업농촌부와 발개위(NDRC)는 돈육 공급 과잉 이유로 올 연말까지 돼지 사육 두수를 100만마리 이상 감축, 목표치 미달 시 양돈농가에 보조금 지원 중단 시사, 사료향 수요가 위축될 수밖에 없는 이슈. 이를 선행하는 양돈농가 마진이 말해주는 것처럼 향후 9개월 동안 사료향 수요의 유의미한 회복 기대 제한적
- 다만, 질소계 비료발 가격 전가는 재주목해야 될 부분. 앞서 살펴본 바와 같이 천연가스는 내년 하반기 구조적 상승('22~'24년 주문됐던 가스터빈 줄하 시작 → 천연가스 수요(전력향) 병목 현상 개선) 앞둔 상태. 이를 원료로 삼는 질소계 비료 가격에는 호재이며 후행적으로 곡물 가격에 가격 전가 유발할 부분
- 특히, 미중 관세 전쟁의 휴전은 긍정적. APEC 정상회담에서 중국 측은 올해 미국산 대두를 1,200만톤 구매 합의, 향후 3년간 매년 2,500만톤의 미국산 곡물 구매 약속. 10월 29일 중국 국영기업인 COFCO의 미국산 대두(구매 시작으로 곡물 수입 재개. 당장 수급 상황 부정적이나 최악은 면했다는 점이 중요)
- 물론 내년 중간선거 이후 미중 충돌 재개될 가능성↑ 2019년 5월에도 미국 측은 중간선거 끝나자 중국산 제품에 2배 이상 고관세 부과. 중국 역시 이를 알기에 연간 구매량을 2023년(3,316만톤)과 2020년(5,478만톤)보다 낮은 2,500만톤으로 결정. 그러나 양측 모두 내년 정치 이벤트 앞두고 있다는 점에서 당분간 전면전 제한적. 이를 감안하면 내년 곡물 가격은 더디지만 점진적 상승이란 기존 뷰 유지

곡물 섹터, 중국의 미국산 곡물 수입 재개 + 질소계 비료발 가격 전가로 점진적 회복 전망



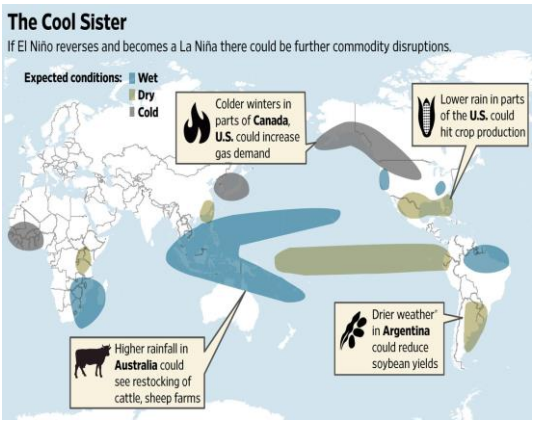
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

라니냐 재발했지만 파종 시즌은 비켜갔다



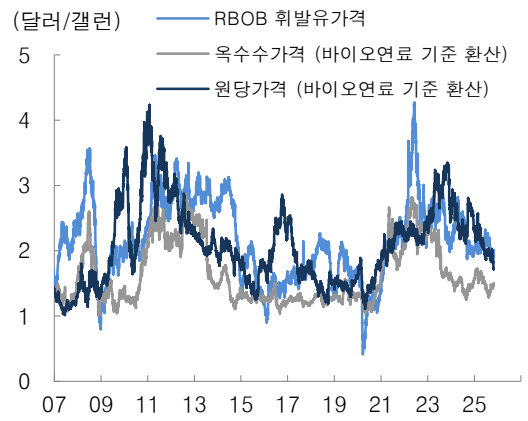
자료: CPC/IRI, 대신증권 Research Center

미 곡창 지대의 라니냐발 가뭄 가능성↓



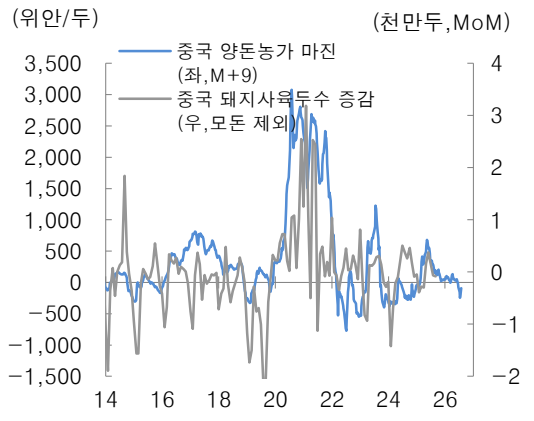
자료: WSJ, 대신증권 Research Center

휘발유 대체 수요는 강하지 않은 상태



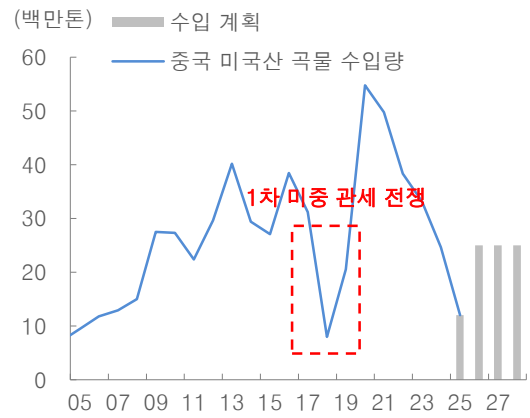
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

사료향 수요 역시 내년 말까지 기대하기 어렵다



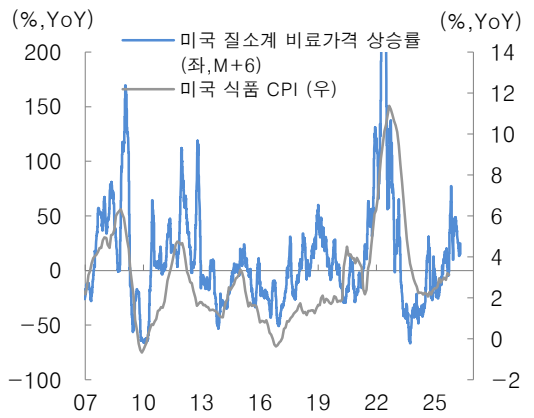
자료: 중국농업농촌부, CEIC, 대신증권 Research Center

그나마 중국의 미국산 수입 재개는 긍정적



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

내년 말 질소계 비료발 가격 전가도 기대 요인



자료: Bloomberg, 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 하시기 바랍니다.