2026. 03
SAMSUNG FUTURES MONTHLY

원자재 전망

[Commodity Analyst]
김광래 수석연구원
✉ kray.kim@samsung.com
옥지회 연구원
✉ jihoe.ok@samsung.com

비철금속

미국 광물 정책 대전환

- 구리 관세 우려 축소
- 대규모 광물 비축
- 콩고/인도네시아에서의 중국 입지 위축
- 중국의 딜레마
- 상호 관세 판결과 비철 시장 영향

원유

힘의 논리와 대화의 불편한 공생

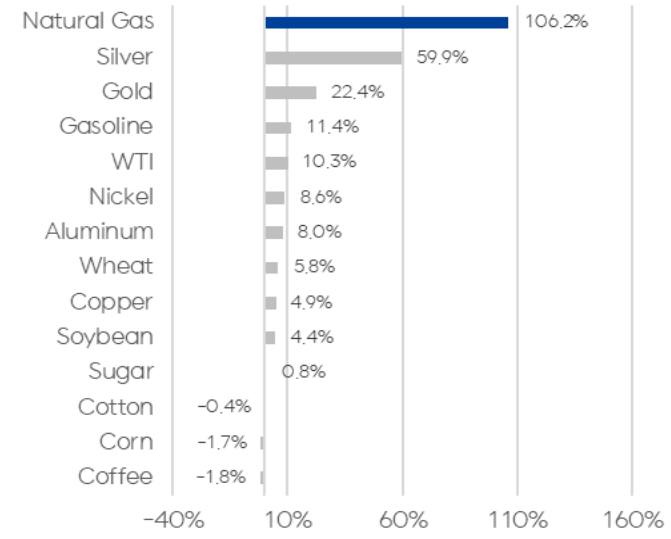
- 이번 미국과 이란 핵합의가 중요한 이유
- 원유 시장에 등장한 새로운 변수: 인도
- EU 가 준비 중인 러시아 20 차 제재가 무의미한 이유
- 결론: 이란 핵 협상이라는 큰 변수
- 천연가스: 장기예보는 하방을, 단기예보는 상방을 가르키는 중

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

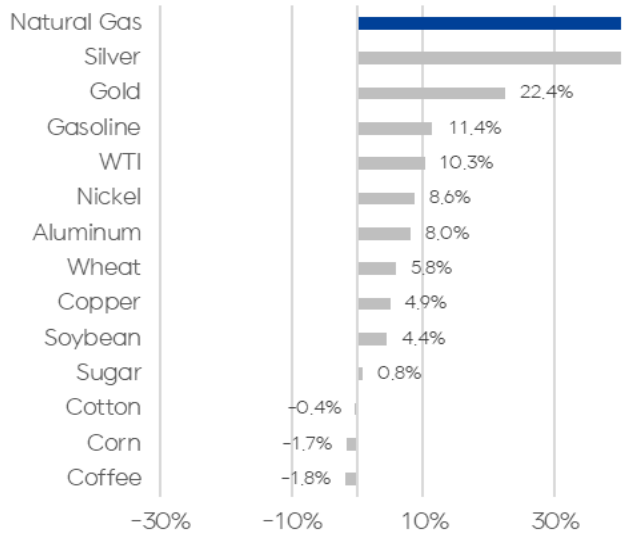
Commodities 가격 변화율 (롤오버 고려, 2/25 종가)

차트1. 작년 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

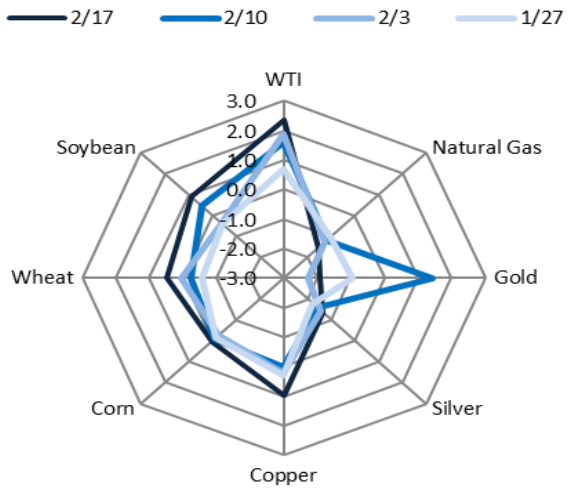
차트2. 전월 말 대비 가격 변화율



출처 : Bloomberg

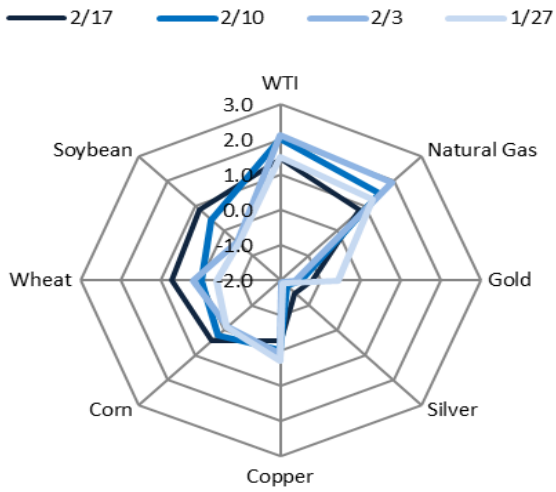
Commodities CFTC 포지션 분석

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

미국 광물 정책 전환: 구리 관세 우려 축소

미국 광물 정책 전환되며 구리 관세 우려 급감, 글로벌 구리 재고 증가

2월 25일 CME, LME, SHFE 등 글로벌 거래소의 구리 재고 총합이 23년만에 처음으로 112만 톤을 상회했다. 재고 급증에 가장 기여한 요인은 '미국 광물 정책 대전환'이다.

광물 정책 대전환의 시작은 1월 14일이었다. 이날 트럼프 대통령은 제이미슨 그리어 미 무역대표부(USTR) 대표와 하워드 러트닉 상무장관에게 *핵심 광물 및 파생상품 수입 협정을 체결하기 위해 교역 파트너들과 협상하라고 지시하는 포고문에 서명했다.

*2025년 11월 미국 지질조사국(USGS)이 발표한 Critical Minerals 목록: 구리, 알루미늄, 니켈, 아연, 납, 주석, 은, 백금, 팔라듐, 리튬, 코발트, 게르마늄, 갈륨, 희토류 등 60종

포고문에 따르면 협정의 주된 목적은 중국 주도의 광물 공급망을 재편하는 것이다. 이를 위해 미국은 정부 주도로 직접 광물 공급 계약을 맺어 가격을 설정할 방침이다. 또한 협정 과정에서 트럼프 행정부는 동맹국과 협력해 핵심광물 가격 하한제 도입을 추진할 예정인데, 포고문에는 협정이 포고일로부터 180일 이내에 체결되지 않거나 협정의 효과가 없는 경우 관세 등 다른 조치를 취할 수 있다고 명시되어 있다.

포고문이 핵심광물 관세를 유보하고 동맹국과의 가격 하한제 도입을 추진하라는 내용이기 때문에 발표 직후부터 시장에서는 미국 전기동 관세가 2026년 6월 예정대로 재검토될지에 대한 의견이 분분했다. 협정의 불확실성이 높다고 판단해 관세 우려를 떨쳐내지 못한 참가자가 있는가 하면, 광물 정책의 국면이 전환된 이상 전기동 관세 부과의 가능성은 현저히 낮아졌다고 판단한 참가자도 있었다.

세부사항이 공개되지 않아 어떠한 시나리오도 일어날 수 있기 때문에 시장 내 의견이 분분한 시점이었다. 그러나 적어도 관세를 부과하지 않을 가능성이 이전보다 높아졌다는 점은 확실했기 때문에 이때부터 일부 참가자들은 LME에서 CME로 전기동 재고 이전을 중단하기 시작했다. 미국으로의 이전 물량이 줄어들기 시작하자, 12월부터 감소하던 LME 재고는 1월 15일을 기점으로 다시 증가 전환했고, 1월 말이 되자 12월 초 재고 수준까지 회복하게 되었다.

2월 2일이 되자 백악관은 세부 사항을 공개하기 시작했다. 산업에 필요한 광물을 전략비축유(SPR)와 유사한 수준으로 비축할 것이라는 발표가(Project Vault) 나왔고, 2월 4일에는 55개 국가와(EU와 한국, 일본 등 동맹국은 물론 콩고, 잠비아, 우즈베키스탄 등 주요 광물 생산국 참여) 함께 중국과 거리를 둘 수 있는 광물 블록을(FORGE Initiative) 결성할 것이라는 소식이 전해졌다.

이렇듯 세부적인 방침이 공개될수록 점점 더 광물 관세보다는 광물 협정의 가능성이 높게 평가되기 시작했고, 결국 LME와 SHFE 재고 증가 속도는 가속이 붙게 되었다. 심지어 2월 12일부터는 LME와(CME재고의 재분배) SHFE 재고가(춘절 연휴를 앞둔 재고 누적) 가파른 속도로 증가하면서 결국 전세계 구리 재고는 112만 톤을 상회하게 되었다.

또한 재고 증가와 더불어 (1)CME 선수요 위축 (2)CME-LME 프리미엄 축소 (3)LME 전기동 Cash-3M 스프레드의 Backwardation→Contango 전환이 동시에 나타났는데, 이는 결국

현물 전기동 공급이 풍부하다는 나타내는 시그널로 작용했다. 그로 인해 '미국 광물 정책 대전환'은 구리 관세 우려 축소/재고 증가의 경로로 광물 가격에 하락 압력을 가하는 재료라고 여겨지게 되었다.

미국 광물 정책 전환: 대규모 광물 비축

미국 광물 정책 전환 영향은 대규모 광물 매수 가능성을 시사, 이는 상승 재료가 될 수 있는 부분

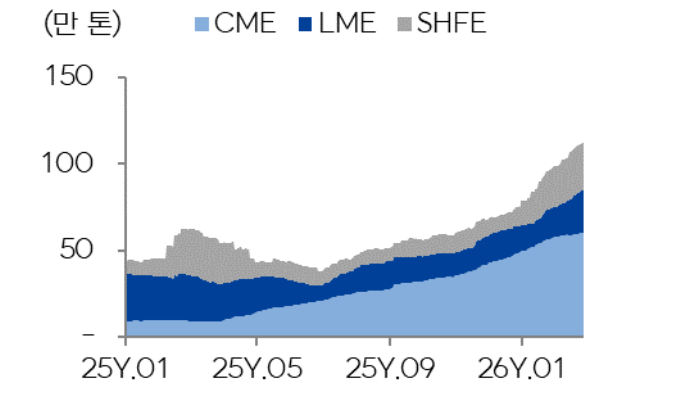
다만 다른 관점에서 살펴보았을 때, 정책 전환의 영향은 상승 압력으로도 작용할 수 있다. 선술했듯이, 2월 트럼프 대통령은 산업에 필요한 광물을 전략비축유(SPR)과 유사한 수준으로 비축할 것이라고 발표했기 때문이다. 이는 정부의 대규모 광물 매수 가능성을 시사하기 때문에 결국 광물 정책 전환은 하락과 상승, 양방향의 압력을 지니는 재료가 된다.

구체적으로 살펴보면, 2월 2일 미국 정부는 120억 달러 규모 핵심 광물 비축 계획인 Project Vault를 발표했다. 해당 프로젝트는 '미국 기업과 노동자가 어떠한 금속 부족에도 피해를 입지 않는 것'을 목표로 하며, 중국발 공급 충격에 대비하여 총 60일분의 광물을 전략적으로 비축하는 사업이다.

미국 연간 구리 소비량이 약 170~180만 톤이기 때문에 일일 소비량이 4,800톤이라고 가정하면 60일치에 해당하는 비축용 구리는 약 30만 톤이다. 이는 2월 말 LME 창고 재고량(25만 톤)보다도 무려 5만톤 많은 수준이기 때문에 정부 비축이 시작될 경우 구리 등 비철 가격에 상당한 지지를 제공할 것으로 예상된다.

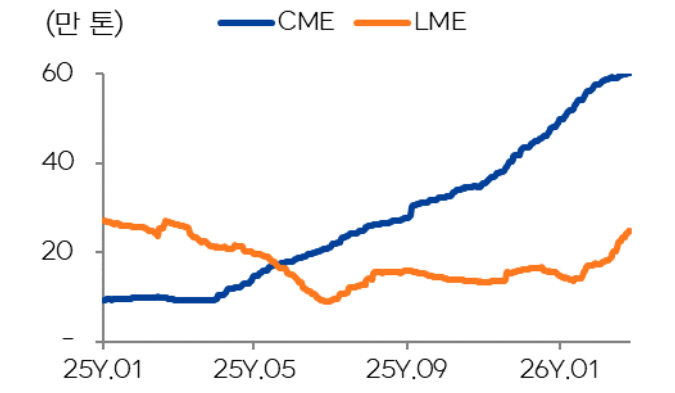
한편, Project Vault에서는 Traxys, Mercuria, Hartree Partners 등 3개 원자재 무역 상사가 선정되어 구리, 리튬, 희토류 등 필수 원자재를 글로벌 시장에서 구매, 조달하며 비축된 광물은 비상사태 발생 시 프로젝트에 가입한 회원사들에게 우선 공급된다. 현재 GM, 스텔란티스, 보잉, 구글뿐 아니라 록히드마틴(방산), 클라리오스(배터리) 등 12개 이상 주요 기업이 참여 의사를 밝혔다. 이들은 소정의 수수료를 내고 공급망 차질 시 비축분을 인출할 권리를 가지게 된다.

차트 1. LME, SHFE, CME 총 재고



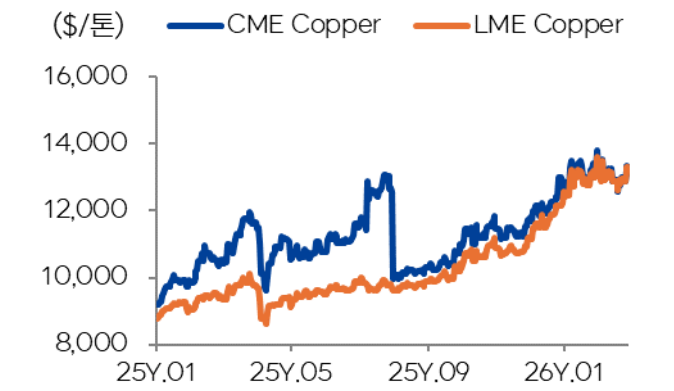
출처: Bloomberg

차트 2. CME 및 LME 재고 추이



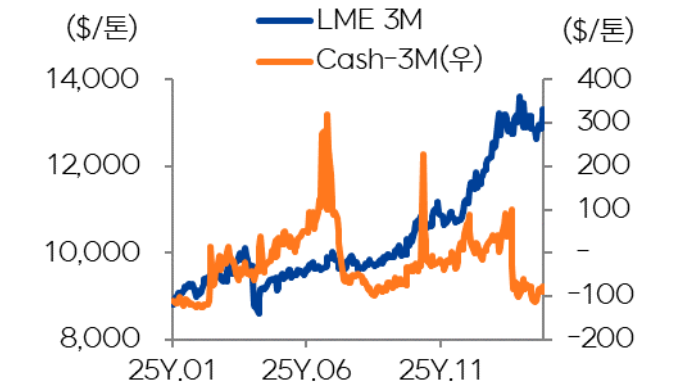
출처: Bloomberg

차트 3. CME와 LME 가격 갭



출처: Bloomberg

차트 4. LME Cash-3M 스프레드



출처: Bloomberg

미국 광물 정책 전환: 콩고에서의 중국 입지 위축

미국 중국이 영향력을 가졌던 광물 국가를 주로 공략: 콩고

미국이 광물 정책 전환에 나선 핵심 목적은 지난 20년간 중국이 막대한 자본 투자를 통해 구축해온 핵심 광물 공급망 지배력을 흔들고, 비중국 중심으로 공급 체계를 재편하기 위함이다. 이에 따라 미국은 그동안 중국이 적극적으로 투자하며 상당한 영향력을 행사해온 국가들을 우선 공략 대상으로 삼고 있다. 콩고가 첫 번째 타겟이다.

콩고와 미국의 인연은 안보를 레버리지 삼은 광물 외교가 시작점이었다.

2025년 2월, 르완다의 지원을 받는 M23 반군이 콩고 동부 요충지인 Goma와 Bukavu를 장악하면서 콩고는 사실상 내전 상태에 빠졌다. 수백만 명의 난민이 발생하고 국정이 마비된 상황에서 콩고 정부는 트럼프 행정부에 SOS를 쳤고, 그 카드로 내민 것이 바로 광물 공급권이었다.

미국의 중재로 2025년 6월 Washington Accords가 체결되며 콩고-르완다 평화협정의 기틀이 마련됐고, 같은 해 12월 4일 미-콩고 전략적 파트너십이 공식 서명됐다. 이 협정은 미국 기업의 콩고 광물 자산에 대한 우선 접근권을 골자로 한다. 트럼프 자신도 "내가 콩고-르완다 전쟁을 멈췄다. 그들이 '제발 와서 우리 광물을 가져가달라'고 했다"고 공언했다. 우크라이나에도, 그린란드에도 그랬듯, 미국식 외교 공식은 일관되었다. 빚은 광물로 갚는다.

이 전략적 파트너십을 기반으로 미국은 두 갈래 접근을 동시에 진행 중이다. 첫째, DFC(미국 국제개발금융공사) 지원 하에 국제 원자재 회사 Mercuria와 콩고 국영 광업사 Gecamines 간 구리·코발트 신규 합작법인 설립에 1억 달러 이상을 투입했다. 둘째, DFC와 아부다비 국부펀드 ADQ의 자금을 등에 업은 Orion Critical Mineral Consortium(Orion CMC)이 세계적 광산 기업 Glencore의 콩고 자산 두 곳, Mutanda Mining(MUMI)과 Kamoto Copper Company(KCC)의 지분 40%를 인수하는 협상을 진행 중이다.

기업가치 약 90억 달러 규모의 이 딜은 2026년 2월 3일 MOU가 체결됐으나, 실사와 규제 승인 절차가 남아 있어 최종 계약 단계는 아직 진행 중이다. 핵심은 지분 취득 자체보다

운영 지배권에 있다. Orion CMC는 비상임이사 선임권과 함께 자사 지분에 해당하는 생산량의 판매처를 직접 지정할 수 있는 권리를 얻는다. 즉, 구리 약 10만 톤, 코발트 약 1만 3,400톤에 대한 우선 구매권을 미국과 동맹국들이 확보하게 되는 구조다.

이처럼 콩고에서 미국 영향력이 확대되는 가운데, 2025년부터 콩고는 코발트 수출 쿼터제를 시행하며 중국에게 이중의 타격을 주고 있다.

콩고는 코발트 가격 지지를 위해 2025년 2월부터 수출 전면 금지 조치를 단행한 데 이어, 10월에는 수출 쿼터제로 전환해 수출 총량을 크게 줄였다. 콩고 광물당국(ARECOMS)이 책정한 2026~2027년 연간 수출 상한선은 96,600톤으로, 2024년 생산량의 절반에도 미치지 못하는 수준이다. 이 쿼터는 각 광산의 역대 수출 실적에 따라 비례 배분되었다.

세계 최대 코발트 생산업체인 중국 CMOC는 2024년 콩고 전체 생산량의 50% 이상을 공급했음에도 불구하고, 2026년 쿼터로 31,200톤(전체의 32%)을 배정받는 데 그쳤다. CMOC는 이미 수출 금지 기간 동안 생산을 멈추지 않고 재고를 쌓아왔으나, 허용된 수출 물량이 연간 생산량의 4분의 1에도 미치지 못하는 상황이라 재고 처리조차 가능할지 불투명하다.

반면 서구계열인 Glencore는 2026년 쿼터로 22,800톤을(전체의 24%) 배정받았는데, Glencore는 2024년 콩고 전체 생산량의 17% 비중만을 차지했기 때문에 이는 오히려 실제 생산량 대비 많은 수준이다.

여기에 미국이 아예 Glencore의 생산량 40%에 대한 판매권을 확보하는 계약을 추진하면서 중국 입장에서는 두가지 악재가 겹친 형국이 되었다. 한정된 수출 물량이 미국 우선 공급 구조로 재편될 경우, 중국으로 향하는 콩고 코발트는 구조적으로 줄어들 수밖에 없다. 결국 약 8개월간의 수출 금지로 중국 내 코발트 재고가 극도로 타이트해진 상황에서, 중국은 재개된 수출도 쿼터 제한과 미국의 물량 선점이라는 이중 압박을 받게 된 것이다.

미국 광물 정책 전환: 인도네시아에서의 중국 입지 위축

미국 중국이 영향력을 가졌던 광물 국가를 주로 공략: 인도네시아

미국이 공략한 두번째 국가는 인도네시아다. 콩고가 안보를 매개로 한 거래라면, 인도네시아는 관세가 레버리지였다. 미국은 2025년 4월 소위 '해방의 날(Liberation Day)' 관세 선언에서 인도네시아에 32%의 관세를 부과하겠다고 위협했다. 중국계 자본이 전체 니켈 제련소의 90% 이상을 장악하고 있는 인도네시아 입장에서 주요 수출 시장인 미국이 관세로 위협하는 것은 상당한 압박으로 작용했다.

협상 끝에 2025년 7월 초기 합의가 이뤄지고, 2026년 2월 19일 미-인도네시아 상호 무역협정이 최종 합의됐다. 핵심 내용은 미국이 관세율을 32%에서 19%로 낮춰주는 대신, 인도네시아는 미국에 대해 광물을 포함한 모든 산업용 원자재의 수출 제한을 전면 철폐하고, 미국 기업에 광업 분야에서 내국인과 동등한 투자 조건을 부여하는 것이다.

이 협정은 사실상 인도네시아의 핵심 자산인 니켈에 대한 미국의 접근권을 제도화한 것으로, 중국이 수십 년간 대규모 제련소 투자로 인도네시아 니켈 공급망의 업스트림부터 다운스트림까지 장악해온 상황에서 미국이 무역 협정 레버리지를 활용해 인도네시아의 수출 물량을 비중국 방향으로 틀기 시작했기 때문에 의미가 있다.

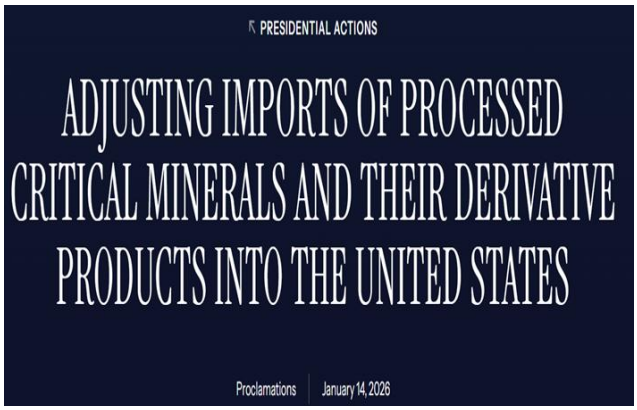
미국 광물 정책 전환: 중국의 딜레마

중국은 미국의 공격적인 광물 확보를 실질적 위협으로 받아들이는 중

중국 업계와 미디어는 미국의 이 같은 행보를 핵심 자원에 대한 실질적 위협으로 받아들이며 경계심을 드러내고 있다. 대응 방향으로는 중국이 보유한 전 세계 최대의 광물 정제·가공 능력은 단기간에 대체 불가능하다는 점을 강조해 협상력을 유지하는 것이 거론된다. 실제로 중국은 콩고의 구리·코발트를 채굴하는 데 그치지 않고 정제·가공·배터리 소재 생산까지 수직 통합된 공급망을 구축하고 있다. 미국이 콩고에서 원광을 확보한다 해도, 이를 처리할 정제 인프라가 중국 바깥에 충분하지 않다는 것은 구조적 한계다.

다만 이는 어디까지나 시간의 문제다. 중국이 정제 능력이라는 마지막 카드를 쥔 채로 버티는 동안, 미국은 물량 접근권부터 하나하나 선점해 나가고 있기 때문에 어느 쪽이 더 빠른지가 향후 10년 광물 패권의 향방을 가를 것으로 보인다.

차트 5. 광물 협정 포고문 발표



출처: 백악관

차트 6. Critical Minerals List

출처: USGS

상호 관세 판결과 비철 시장 영향

상호 관세 판결의 단기적 영향은 중국 수혜, 장기적으로는 관세 불확실성 심화

2월 20일 미국 대법원이 상호 관세를 무효화하자 트럼프 대통령은 무역법 221조로 즉시 법적 근거를 바꾸어 10% 관세를 일괄 부과했으며, 이후 15%로 인상할 것이라고 밝혔다. 이는 상호관세가 즉시 무효화된 데 따른 대체 법안이 마련된 것이다.

그에 따른 비철 영향은 중국이 221조 관세의 최대 수혜국이 되었다는 데 기인한다. 무역 연구기관인 GTA에 따르면 트럼프가 전세계 수입품에 15% 관세를 매기면서 상호관세 무효화 전보다 중국의 무역가중(품목별 비중 반영) 평균 관세율이 13.6%p 하락했다. 또한 Morgan Stanley는 대중국 평균 관세율이 32%에서 24%로 인하될 것으로 예상하고 있다.

새로운 무역 협정안이 확정될 경우, 15% 단일 관세의 근거가 되는 무역법 122조는 '심각한 국제수지 적자'시 관세를 부과할 수 있다고 정하고 있지만 정작 최대 무역적자 교역국인 중국은 혜택을 입게 된 것이다. 즉, 중국은 122조에 따른 15% 관세가 적용되는 150일 동안 완화된 관세를 적용 받게 되어 수출에 유리해진 상황이다. 이는 중국 본토 증시의 긍정적인 분위기와 맞물려 제조업체들의 수요가 회복될 것이라는 기대에 금속 가격 상승으로 이어졌다.

다만 제이미슨 그리어 미국 무역대표부(USTR) 대표가 중국에 대한 관세는 그대로(상향 혹은 하향 없이) 유지될 것이라고 밝혔고, 4월로 예상되는 미중 정상회담과 11월 미국 중간선거를 앞두고 있음에도 트럼프가 양국 간 마찰을 격화시킬 가능성을 배제할 수 없기 때문에 관세와 관련한 불확실성이 유지되고 있다.

그리어 대표는 현재 10%의 임시 관세를 부과하고 있지만, '일부 국가'에 대해서는 15%까지 인상할 것이며 '다른 국가'들에 대해서는 그보다 더 높아질 수 있다고 언급했다. 무역법 122조에 근거한 관세 상한은 15%이기 때문에 '다른 국가들'에 대해 15%가 넘는 관세를 부과할 것이라는 발언은 무역법 301조와 무역확장법 232조 등 또다른 근거를 활용하겠다는 것을 의미한다.

여기서 무역법 301조는 외국 정부의 '불합리하거나 차별적인' 무역 관행으로부터 미국 상거래를 보호하기 위해 USTR이 국가별로 불공정 무역 관행을 조사하는 것을 허용하는 조항을 의미한다. 그리고 무역확장법 232조는 외국산 수입 제품이 미국의 국가 안보를 위협한다고 판단될 경우 대통령이 수입을 제한하거나 고율의 관세를 부과할 수 있도록 한 조항이다.

구체적으로 살펴보면, 무역법 301조는 조사 개시 공지→최소 30일간의 의견 수렴→대상국과의 최소 60일 협의→공청회 개최→최종 결정 및 연방관보 공고 순으로 절차를 밟기 때문에 초기 발동 절차가 까다롭고 적용 범위가 제한적이라는 단점이 있다. 통상 6개월에서 1년 이상이 소요되며, 행정부가 일방적으로 기간을 단축할 경우 행정절차법 위반 소송에 직면할 수 있기 때문에 번거롭다. 다만 관세율 상한선이 없고 일단 발동된 뒤에는 기존 관세를 비교적 자유롭게 수정할 수 있는 재량권을 갖는다.

무역확장법 232조도 유사하다. 상무부 장관은 조사 개시 270일 이내에 보고해야 하며 이후 대통령이 최종 결정하게 되지만, 관세율 상한이 존재하지 않는다. 트럼프 행정부는 1기 때부터 이 조항을 근거로 다양한 품목에 관세를 부과해왔고, 2기 들어서도 자동차와 철강, 알루미늄에 추가 관세를 적용했다. 232조와 301조 관세 모두 트럼프 1기 이후 제기된 4,000건의 소송을 버텨냈기 때문에 법적 안정성이 어느 정도 보장되었으며, 상대국을 압박하는 트럼프식 협상 레버리지로서의 위력을 발휘할 것으로 보인다.

정리하자면, 221조 관세는 심각한 국제 수지 적자 발생시 대통령이 최대 15%의 관세를 단 150일간 부과할 수 있는 조항이기 때문에, 앞으로 5개월 동안 백악관은 232조와 301조를 활용해 정식 상호 관세를 부과하기 위한 노력을 지속할 전망이다. 어떻게든 관세를 부과하고자 하는 트럼프의 의지가 벌써부터 피로감으로 작용하고 있으며, 관세 불확실성이 상당하기 때문에 '구조적이고 장기적인' 관세가 확정될 때까지 시장은 큰 폭으로 요동칠 수 있다

3월의 꽃, 양회 Preview

5일 중국 GDP 성장률 발표 및 추가 부양책 제시 여부 주목

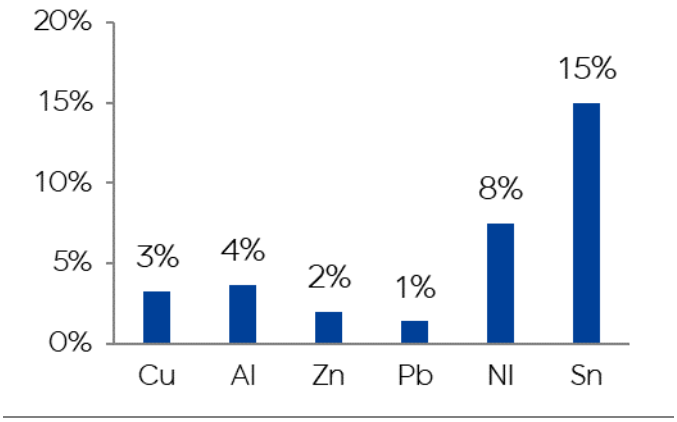
3월은 중국 양회(4일 정협, 5일 전인대)가 예정되어 있기 때문에 비철 투자자들의 기대감이 한껏 고조된다. 5일 열리는 전국인민대표대회(전인대)에서 주목할 부분은 개막식에서 리창 총리가 발표할 GDP 성장률과 이후 추가 부양책의 제시 여부다.

우선, 2월 5일 폐막한 지방정부 양회 목표치를 감안했을 때 2026년 중국 GDP 성장률 목표치는 4.5%~5.0%일 것으로 예상된다. 지방 정부 31개 성급별 양회에서 GDP성장률 목표치 평균이 5.0~5.1%p로 전년(5.3%) 대비 0.2%p 하향 조정되었고, 중국 최대 경제 지역인 광둥성이 성장률 목표를 4.5~5.0%로 제시했기 때문이다. 또한 주요 지역인 북경과 상해가 2026년 GDP 목표치의 전년 수준을 유지했지만, 그 외 소매판매/고정자산투자 증가율 등의 지표 발표에는 소극적이었던 점을 감안하면 전인대에서 지난해와 같이 5% 안팎이라는 성장률 목표치를 제시하기 어려울 것으로 생각된다.

그럼에도 2035년까지 국내총생산을 2019년의 두 배 수준으로 확대하겠다는 장기 목표와 2026년이 15차 5개년 계획(2026년~2030년) 출발점이라는 상징성을 고려했을 때 목표치가 '5%'에 미달하는 못하는 것은 상당한 시장 실망으로 이어질 수 있다.

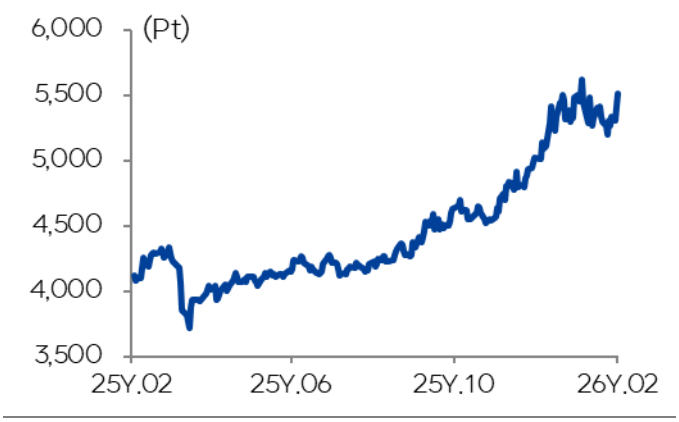
다음으로, 2026년 중국 내수 회복과 중장기 성장 경로를 좌우할 핵심 변수는 3월 양회에서 제시될 정책 강도에 있다. 지난해 발표했던 진작책들이 실질적 회복으로 이어지지 못한 만큼 3월 양회에서는 추가 부양책이 발표될 가능성이 상존한다. 만약 5%라는 성장률 목표치를 제시하는 동시에 강도 높은 추가 부양책을 발표할 경우 그로 인한 비철 가격 반등을 기대해볼 수 있겠다.

차트 7. 2월 비철 가격 등락률(2026.02.02~2026.02.25)



출처: Bloomberg

차트 8. LMEX 지수



출처: Bloomberg

I. Copper

2월 말 전기동은 1월 말 급락에 따른 낮은 기저에 3.3% 상승

2월 말 전기동 가격은 월초 대비 3.3% 상승했다. 다만 1월 말 전기동이 역대 최고 가격을 경신했던 것에 비해 2월 말 가격은 상당히 낮은 수준이다. 2월 가격이 3.3% 상승 마감할 수 있었던 것은 1월 30일 캐빈 워시發 무차별 자산 매도로 인해 월 초 기저가 낮은 상태였기 때문이다.

2월에는 춘절 연휴를 맞이한 중국 투자자들의 매수 지연과 미국 광물 정책 전환으로 인한 CME 선수요 중단이라는 재료를 소화하게 되었고, 정체 국면이 이어졌다. 다만 중국 춘절 연휴가 공식적으로 종료된 직후(2월 24일) 중국의 수입 구리 수요를 나타내는 양산항 프리미엄이 연휴 직전의 $33에 비해 60% 급등한 $53으로 나타나면서 춘절 이후에는 중국 재고 보충 수요가 가격을 지지할 것이라는 기대가 높아진 상황이다.

1~2월 중국 투자자들은 지난 12~1월 랠리 기간 동안 전기동 가격이 지나치게 높아지자 매수를 의도적으로 연기했다. 장기간의 춘절 연휴 기간 동안 공장이 운영을 멈춘다는 점을 활용하였고, 원하는 가격대에 들어올 때까지 기다린 것이다. 다만 이제 한시적으로 대중국 관세가 15%로 낮아진 만큼 한동안 중국 산업체들은 '물 들어올 때 노젓'기 위해 공장 가동률을 높이고, 이를 위해 상당한 양의 현물 구리를 매수할 것으로 예상된다.

중국發 매수 수요가 높아지면서 구리 가격은 다시 $14,000 상회를 시도할 것으로 보이며, 미국 광물 비축 계획과 상호 관세 노이즈가 진행중인 가운데 중국 전인대 등 대규모 이벤트들이 예정된 만큼 3월 전기동 가격 변동성은 커질 전망이다.

II. Aluminum

2월 알루미늄은 제련소 폐쇄 우려에 3.7% 상승

2월 알루미늄은 South32의 모잠비크 Mozal 알루미늄 제련소 폐쇄 임박과 Century Aluminum의 미국 Hawesville 제련소 영구 중단 영향에 3.7% 상승했다.

South32는 수년간 남아프리카 정부 및 전력 공급 업체와 협상을 진행해왔으나 전력 계약 체결에 결국 실패하면서 올해 3월부터 제련소를 폐쇄할 방침이다. Mozal 제련소는 중국 알루미늄 산업에 비하면 규모는 작지만 유럽 시장의 주요 공급처이기 때문에 해당 제련소 폐쇄는 공급 부족 현상을 더욱 심화할 수 있다. 중국에서는 제련소들이 정부가 정한 생산 능력 상한에 거의 도달하고, 미국에서는 알루미늄에 50% 관세가 부과되는 등 기존의 수급 이슈가 해소되지 않은 상황에서 또다른 제련소 폐쇄가 추가되면서 글로벌 알루미늄 공급 부담이 심화되었다.

Century Aluminum은 지난 2022년 러시아의 우크라이나 침공 이후 에너지 가격이 급등하자 미국 Hawesville 제련소 생산을 중단했다. 회사는 전력 가격이 안정되면 1년 안에 운영을 재개할 것으로 예상했지만, 끝내 재개하지 못했고 최근 사업장을 매각했다. 전력 소비율이 높은 알루미늄 제련소는 안 그래도 막대한 에너지를 소비하는데, 최근 들어 빅테크 기업의 데이터센터들과도 장기적인 전력 확보를 위해 경쟁해야 한다는 점이 더욱 불리하게 작용했다.

참고로 Hawesville 제련소는 연간 생산 능력이 25.2만 톤으로 미국에서 두번째로 큰 제련소였을 뿐 아니라 항공 우주 및 방위 산업에 사용되는 고급 알루미늄의 주요 공급업체였다. 지난해부터 미국 알루미늄 수입에 50% 관세가 붙어 현재 미국 알루미늄 가격은 벤치마크인 LME보다 톤당 $2,290 높은 가격으로($5,300) 거래되고 있음에도 여전히 제련소 재개가 요원하다는 점은 미국 알루미늄 산업 리쇼어링에 가장 중요한 것은 관세가 아닌 전력 비용 인하임을 시사한다.

3월 알루미늄 시장은 전력 불안으로 인한 제련소 폐쇄와 중국 알루미늄 산업의 확장 여부에 민감하게 반응하는 한편, 미국 알루미늄 관세의 완화 여부에 관심을 가질 것으로 예상된다. 서구와 아프리카 지역을 중심으로 한 전력 문제가 여전히 진행중이기 때문에 추가적인 제련소 폐쇄가 이루어질 가능성이 있고, 이는 가격에 상승 압력으로 작용할 수 있다. 또한 2월 중순 Financial Times는 트럼프가 철강과 알루미늄에 부과한 고율 관세를 완화하는

방안을 검토 중이라고 보도한 바 있기 때문에 시장은 미국 알루미늄 관세의 완화 가능성을 기대할 가능성이 있다.

지난해 여름 트럼프 행정부는 철강과 알루미늄 수입품에 최대 50% 관세를 부과하고, 세탁기와 오븐 등 해당 금속을 사용한 제품으로 적용 대상을 넓혔다. 그러나 미 상무부와 미 무역대표부(USTR) 당국자들 사이에서는 일상 소비재 가격이 오르면서 오히려 자국 소비자들이 피해를 보고 있다는 인식이 확산하고 있다. 또 한 관계자는 FT에 "관세 체계가 집행하기에 너무 복잡하다"고 언급했다고도 전해진다.

보도 당시 베센트 재무 장관이 철강/알루미늄관세 완화 가능성이 낮다고 일축하면서 재료가 일단락되었지만, 관세 완화 기대는 향후 계속될 것으로 보이며 이 같은 재료(제련소 폐쇄 우려, 관세 기대)들은 3월 알루미늄 가격에 양방향의 압력으로 작용할 것으로 생각된다.

III. Nickel

2월 니켈은 인도네시아 채굴 쿼터 감축 영향에 7.5% 상승

2월 니켈 가격은 인도네시아 RKAB(연간 채굴 쿼터) 감축과 인도네시아 및 마다가스카르 니켈 생산 시설 중단 영향에 7.5% 상승했다.

세계 최대 니켈 광산인 PT Weda Bay는 인도네시아 당국으로부터 1,200만 톤의 RKAB를 할당 받았는데, 이는 2025년 연초 할당량인 3,200만 톤과 이후 추가된 1,000만 톤을 포함한 최종 4,200만 톤의 전년 할당량에 비해 76% 감소한 수준이다. 다만 작년과 마찬가지로 인도네시아 정부가 올해도 할당량을 추가로 지정할 가능성이 있다는 점이 추가적인 가격 상승을 제한했다.

인도네시아 모로왈리 산업단지의(IMIP) PT QMB가 운영하는 니켈 가공 시설에서 산사태가 발생하면서 광산 폐기물 지대에 있던 작업자 한 명이 사망하고 작업이 중단된 점도 상승 압력으로 작용했다. 이번 사고의 원인은 지나치게 많은 폐기물로 인해 지반이 연약해지면서 쌓여있던 광미가 붕괴된 것이며, 그로 인해 목요일부터 광미 처리 구역의 작업이 중단되었다. 중국 GEM이 만든 인도네시아 기반 니켈 및 코발트 합작회사인 PT QMB는 지난해 3월에도 산사태로 인해 니켈 광산 폐기물에 작업자 4명이 매몰되는 참사를 겪었다. 같은 유형의 사고가 1년도 채 지나지 않은 시점에 또 발생하면서 HPAL(고압산 침출, High-Pressure Acid Leaching) 공정에 문제가 있다는 우려가 제기될 것으로 보인다.

인도네시아에서는 지난 10년 동안 HPAL 니켈 공장이 다수 건설되었는데, 해당 방식은 대체로 비용이 저렴하고 탄소 배출량도 적다는 장점이 있지만 산을 쓰는 공정 특성상 다른 방법에 비해 거의 두 배에 달하는 광미(산성 폐기물)를 만들어낸다는 치명적인 단점이 있다. HPAL 공장에서 배출되는 광미는 건조 및 압축 과정을 거쳐 지정된 장소에 매립되지만, 적정 수준 이상으로 쌓이는 것을 방치하는 등 폐기물 관리 시스템에 문제가 발생할 경우 광미가 붕괴되면서 생산 차질이 발생할 수 있다. 그동안에도 폭우와 지진이 잦은 지역인 인도네시아에서 HPAL 방식을 안전하게 운영할 수 있는지 의문이 제기되었기 때문에, 이번 사고를 계기로 환경 및 안전 기준을 재정비 해야한다는 목소리가 커질 것으로 생각된다.

마지막으로, 열대성 사이클론으로 인해 마다가스카르의 Ambatovy 니켈 및 코발트 광산이 폐쇄되었다는 점에 상승했다. 회사 측은 2월 10일 섬을 강타한 사이클론이 접근할 것이라는

점이 확실해지자 마자 안전을 최우선으로 고려해 조업을 중단했다. 소유주인 Sumitomo는 피해 규모를 파악하고 적절한 복구 및 재건 조치를 시행하기 위해 노력할 것이라고 언급했다. 피해 규모를 파악하는 데 몇 주가 걸리기 때문에 재가동 시기는 아직 결정되지 않았다.

지난 2018년 사이클론 Ava가 마다가스카르를 강타했을 때 Ambatovy는 복구 작업을 위해 수개월간 가동을 중단한 선례가 있으며, 심지어 이번에는 피해 규모 평가에만 수주가 소요될 것으로 예상되는 만큼 장기간의 가동 중단이 이어질 가능성을 배제할 수 없다. Ambatovy 광산 생산량은 2023년 기준 연간 생산량 41,000톤으로 전세계의 1%에 불과하지만, 전세계 니켈 광산 중 6위를 차지했고 현재 최대 생산국인 인도네시아의 RKAB 감축이 가시화된 상태이기 때문에 생산 중단이 장기화될 경우 글로벌 니켈 공급에 상당한 영향이 가해질 수 있다.

Platinum Group Metal & Battery Metal

2월 가격 등락률 (2026. 02. 02 ~ 2026. 02. 25)

품목	Platinum	Palladium	Lithium carbonate	Lithium hydroxide	Cobalt
등락률	+10.8%	+9.7%	-0.5%	-0.9%	+0.1%

I. Platinum Group Metal

중동 긴장과 여전한 금리 우려

2월 백금과 팔라듐은 중동 긴장이 고조되면서 각각 10.8%, 9.7% 상승

2월에는 중동 긴장이 협상 교착에서 직접 충돌 국면으로 급전환되면서 이란과의 지정학적 긴장이 계속되는 점이 귀금속 가격 상승에 기여했으며, 이는 3월에도 지속적인 상승 재료로 작용할 전망이다. 다만 1월 FOMC 의사록에서 연준 위원들이 기준금리 동결에 대체로 찬성하면서도 향후 인상 가능성을 배제하지 않은 것으로 보아 금리 인상에 대한 경계감이 한동안 시장을 지배할 것으로 생각된다. 즉, 당장 금리를 올리자는 의미는 아니지만 상황에 따라 금리를 인상할 수 있다는 가능성이 제기된 것 그 자체가 시장에 부담이 되고 있으며 이는 이자를 지급하지 않는 귀금속 가격 상승을 어느 정도 제한할 수 있다.

미국, 러시아산 팔라듐 관세 부과할까?

미국이 러시아산 팔라듐에 최대 132%의 관세를 부과할 것을 잠정적으로 결정한 점이 2월 팔라듐 상승 압력으로 작용했다. 이는 지난 7월 Sibanye-Stillwater와 미국 철강 노조가 러시아산 팔라듐에 대한 반덤핑 소송을 제기한 데 따른 결과다. 소송에서 양측은 러시아산 수입품이 미국에서 공정 가격보다 낮은 가격에 판매되어 몬태나주의 Stillwater 광산 수익성을 저해하고 있다고 주장했다.

특히 Stillwater에 따르면 2022년에서 2024년 사이 팔라듐 가격이 50% 하락하는 동안 러시아의 대미 팔라듐 수출량은 35% 증가했다. 그로 인해 Stillwater는 몬태나주 광산의 PGM 생산량을 절반인 30만 온스로 줄였으며, 광산 인력 또한 대폭 감축했다.

그러나 러시아산 팔라듐 수입 증가가 팔라듐 가격 하락의 원인으로 작용했다는 분명한 인과관계를 밝히기 어렵다면 관세의 근거를 만들기 어려울 것으로 보인다. 세계백금투자협의회(WPIC)는 러시아산 팔라듐이 시장 가격보다 상당히 낮은 가격으로 수입되고 있다는 증거는 없다고 언급하기도 했다. 그럼에도 정치적 동기에 의해서라도 관세가 부과될 가능성은 여전히 있다.

러시아산 미가공 팔라듐에 대한 133% 관세의 예비 결정은 국제무역위원회와 미국 상무부의 최종 결정을 기다리고 있으며, 이 결정은 6월 중으로 완료될 예정이다. 관세가 부과된다면 단기적으로 팔라듐 가격 상승 압력으로 작용하겠지만 러시아는 2025년 8월부터 이미 미국으로의 광물 선적을 어느 정도 중단하면서 대체 시장을 모색하고 있기 때문에 큰 영향이 없을 가능성도 배제할 수 없다.

II. Battery Metal

중국 전기차 판매 부진 지속

2026년 중국 구조조정에 전기차 판매 부진 지속

1월 중국 전기차(BEV+PHEV) 판매량은 약 59.9만대로, 전년 동기 대비 20% 급감했다. 침투율 역시 38.8%를 기록하며 급감했다. 중국 전기차 판매가 크게 감소한 가장 큰 이유는 2026년 이구환신 보조금이 지방정부에서 아직 집행되지 않았으며, 올해부터 취득세 면제가 종료되면서 (10%→5%) 자동차 수요 눈높이 자체가 하향 조정되었기 때문이다.

특히 중국 자동차 판매업체 중 1위인 BYD는 1월 약 9.4만대의 판매량을 기록하며 전년 동기 대비 53% 급감한 중국 내수 판매를 반영했다. 다만 1월 해외 판매 비중은 47.8%까지 확대되며 내수보다는 수출 판매에 집중하고 있음을 보여주었다.

지난해 제 15차 5개년 계획(2026~2030년)에서 중국 정부가 포화 상태에 도달한 EV 산업을 전략적 신흥산업 목록에서 제외했으며, EV 시장의 과도한 공급 및 가격 인하 경쟁을 통제하기 시작한 만큼 1월 이후에도 중국 전기차 판매 부진은 지속될 것으로 예상된다.

중국 전기차 구조조정 시작

2월 12일 중국 국가시장감독관리총국은 자동차 제조사가 총 생산원가 이하로 차량을 판매하는 것을 사실상 금지하는 내용의 지침을 발표했다. 이는 자동차 제조사들이 경쟁사를 밀어내기 위해 대규모 할인에 나서는 꼼수를 막겠다는 취지로, 전기차 등 자동차 시장 구조조정의 신호탄으로도 해석된다.

그 동안 중국은 수백개의 전기차 기업을 난립시켜 극한의 경쟁을 유도하고, 여기서 살아남은 강자만 키우는 '메기 효과' 전략을 구사해왔다. 이번 가격 가이드라인은 가격보다는 질적인 성장을 도모하라는 신호로 여겨진다.

한편, 중국 완성차의 원가 이하 판매가 금지되면 두 가지 영향이 있을 수 있다. (1)배터리 업체에 가해지던 과도한 단가 인하 압박도 완화될 수 있기 때문에 글로벌 배터리 판가 안정화에 어느 정도 영향을 미칠 수 있다. (2)중국의 밀어내기식 수출 공제가 더욱 거세질 수 있다. 내수 시장 가격 통제로 판로가 막힌 중소 업체들이 재고 소진을 위해 해외로 눈을

돌릴 가능성이 크다. 따라서 중국 정부 규제가 내수용에 집중될 경우, 오히려 글로벌 시장에서의 수출 경쟁은 더욱 치열해질 가능성이 높아진다.

코발트 시장 주요 공급 제약 요인

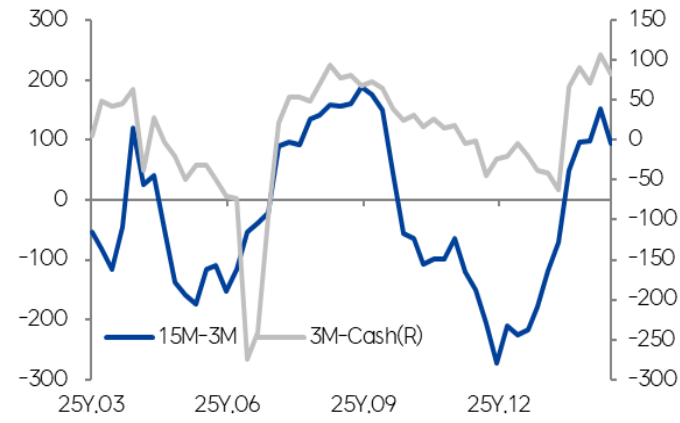
2026년 코발트 시장의 주요 제약 요인은 목표 지향적 공급 통제에 기인한다. 주요 자원 생산국들은 보다 직접적인 수단을 통해 자원 주권을 강화하고 있다. 먼저, 콩고민주공화국은 코발트 수출 쿼터제를 공식적으로 시행해 2026-2027 총 쿼터를 96,000톤으로 설정했다. 이를 통해 핵심 공급량 방출 속도를 통제하고 있다. 다음으로, 인도네시아는 니켈 광석 생산 목표를 2025년 대비 34% 축소했을 뿐 아니라 코발트를 로열티 부과 대상인 독립 광물로 분류할 계획을 발표함으로써 부산물 측면에서 영향력을 행사하고 있다.

이러한 배경 속에서 최대 소비국인 중국의 코발트 확보는 전례 없는 구조적 도전에 직면했다. 콩고 수출 쿼터제 중 중국 기업의 자체 할당량은 48,720톤으로 전체 할당량의 50%에 불과하다. Glencore 생산량의 일부만이 기존 협력 관계를 바탕으로 중국으로 수출될 뿐 ERG나 EGC 같은 회사 재고 중 거래업체를 통해 최종적으로 중국 시장으로 유입되는 비율은 매우 불확실하다. 이는 중국 공급망에서 가장 큰 위험 요소로 작용한다.

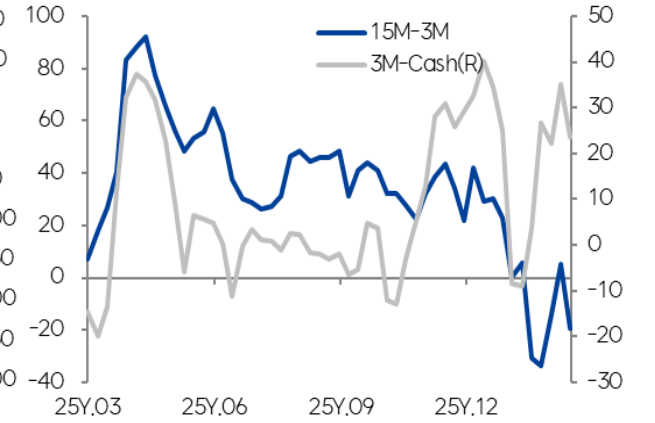
또한 2025년 2월 콩고의 코발트 금수 조치와 이후 코발트 수출 쿼터제로 아직도 콩고발 코발트 공급 차질이 이어지는 가운데 최근 들어 미국과 콩고의 협력이 강화되는 점이 중국의 콩고산 코발트 수입에 대한 지정학적 위험을 더욱 높이고, 2026년 중국의 코발트 부족 현상을 악화시킬 것으로 보인다.

이 같은 극심한 공급 불안정과 공급 확보 경쟁은 높은 가격으로 이어지며, 장기적으로 저코발트/탈코발트화 과정을 촉진할 것으로 예상한다. 코발트가 필요하지 않은 소재의 보급 가속화되어 장기적으로는 코발트에 대한 의존도가 감소할 것이라는 게 공통된 전망이다.

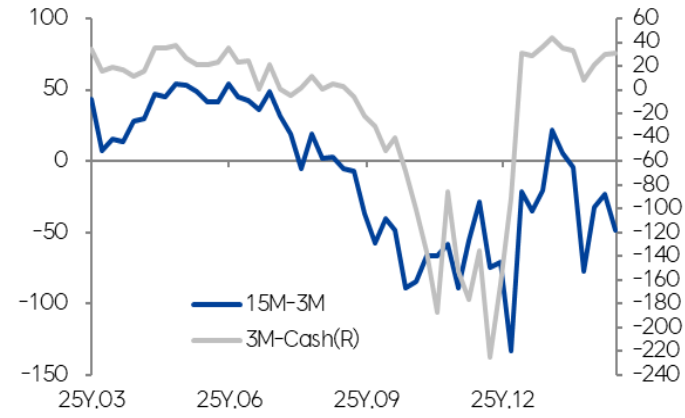
Copper Time Spread



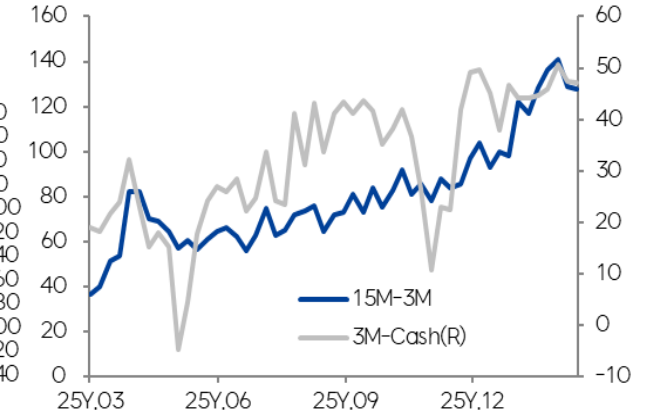
Aluminum Time Spread



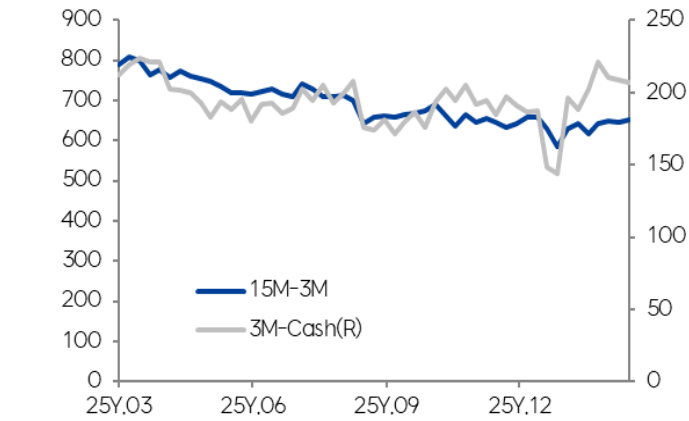
Zinc Time Spread



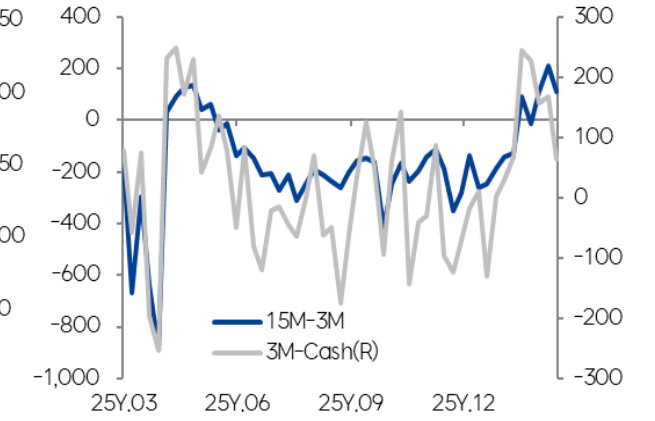
Lead Time Spread



Nickel Time Spread



Tin Time Spread



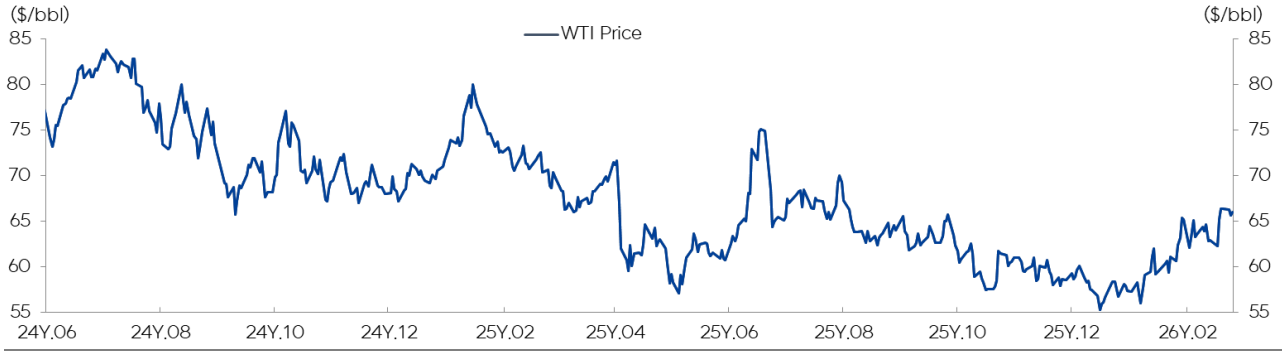
Crude Oil

미국 이란 리스크에 놀란 시장

지정학적 리스크가 이끈 한 달

2월 국제유가는 중동 지정학적 리스크, 특히 미국-이란간 긴장 고조에 따른 공급 차질 우려가 부각되며 상승 흐름을 보였다. 당시 브렌트유는 배럴당 70달러선을 상회하며 수개월래 최고치를 기록, WTI 역시 60달러 중후반에서 강세를 유지했다. 다만 IEA의 글로벌 수요 증가율 둔화 전망과 미국 등 비OPEC 생산 증가, OECD 재고 부담은 상단을 제한하는 요인으로 작용했으며, 지정학 프리미엄과 펀더멘털 둔화 우려가 교차하면서 장중 변동성은 확대되는 모습이었다. 전반적으로 한 달간 지정학 리스크 주도의 강세장이었으나, 수급 여건은 다소 엇갈린 신호를 보이며 추세 지속 여부는 여전히 불확실한 흐름을 보였다.

차트1. 이란 이슈가 끌어올린 유가



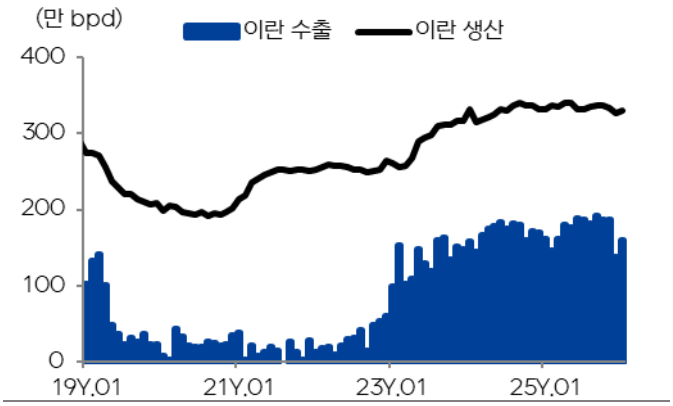
출처: Bloomberg

이번 미국과 이란 핵합의가 중요한 이유

2015 년 핵합의 연장선

이번 핵합의는 사실상 과거 2015년 핵합의의 연장선이다. 당시 주요 합의 내용은 이란이 우라늄 농축 한도를 평화용 저농축 수준인 3.67% 이하로 유지하고 농축 우라늄 보유량도 202.8kg로 제한하는 것이다. 또 핵폐기물은 이란 외로 반출해 재처리가 불가능하게 하고 IAEA(국제 원자력 협력 기구)가 핵사찰을 담당하는 등의 합의가 이루어졌다. 핵합의는 수년간 유지되며 이란 제재도 유예됐다. 하지만 2018년 이스라엘 네타냐후 총리가 갑자기 이란이 사기를 쳤다며 비밀 핵개발 정보의 존재를 주장했고, 트럼프 대통령이 이에 동조해 미국은 2018년 핵합의를 일방적으로 탈퇴했다. 이후 미국과 이란은 전쟁 직전까지 갔으나 코로나를 겪으며 모두 잠잠해졌고 바이든 행정부 시절 핵 협상이 재개됐으나 러-우 전쟁 발발로 다시 무기한 연기됐다.

차트2. 이란 생산과 수출



출처: 삼성선물

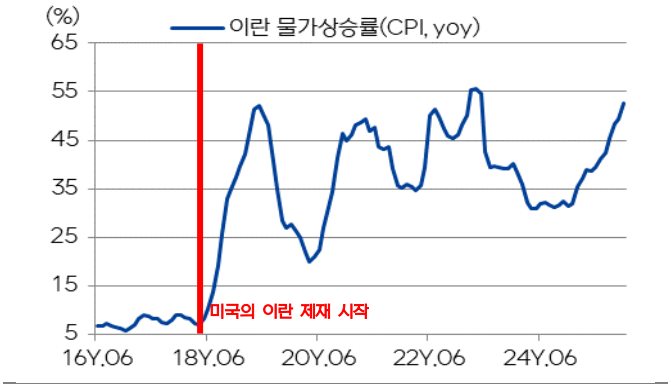
차트3. 이란 핵 농축 시설

출처: CNN

과거의 이란과 현재의 이란

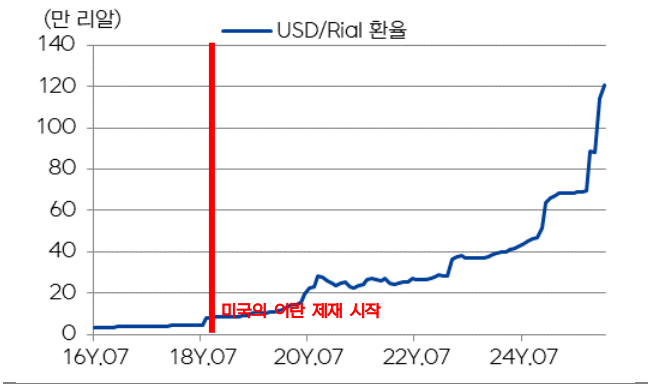
다만 차이가 있다면 과거보다 이란의 입지나 국제사회 영향력이 현저하게 약화됐다는 점이다. 이란은 수년간 미국의 제3자 제재로 경제가 파탄났다. 물가는 미국의 핵합의 탈퇴 이후 지금까지 매년 30%가 넘는 살인적인 물가 상승 압력에 노출됐고 이란 환율은 계속해서 사상 최고치를 경신 중이다. 또한 이란의 가장 큰 무기인 고농축 핵시설과 방공망은 미국의 폭격기와 이스라엘 폭격에 의해 파괴됐고, 친이란 무장단체들인 하마스(가자), 헤즈볼라(레바논), 후티반군(예멘), 친이란 민병대(이라크) 등도 이스라엘과 미국 등 군사강대국들과의 소모전으로 대부분 군사력이 소실됐다. 이는 이란의 남은 협상 카드가 많지 않음을 의미한다. 미국의 군사적 압박이 더욱더 먹힐 수 있는 이유다. 현재 이란 인근에는 이라크전 발발 직전인 2003년 이후 최대 규모의 미군이 주둔하며 이란을 압박하고 있다. 여기에 경제 파탄을 참지못한 시민들의 대대적인 반정부 시위까지 겹치면서 이란은 더욱 수세에 몰린 상황이다.

차트4. 이란 물가 상승률 제재 이후 연 평균 35%



출처: 삼성선물

차트5. 이란 환율 제재 전 3만 리알에서 120만 리알까지



출처: 삼성선물

최고 종교지도자 하메네이는 4단계 후임자까지 지정

이란 최고 종교지도자 하메네이가 그와 주요 지도자들에게 미국의 암살에 대비해 4단계에 걸친 후계자 지명을 명령했다. 이번 결정은 트럼프 대통령이 공식 석상에서 미국의 군시설 공습에도 이란이 핵 포기 요구를 수용하지 않을 경우 올해 말까지 이란 최고 종교지도자를 축출할 군사 공격을 감행할 수 있다고 언급한 이후 나왔다는

점에서 신빙성을 더했다. 최근 이란 대학가를 중심으로 반정부 시위가 확산되고 하메네이를 겨냥해 '독재자에게 죽음을'이라는 구호가 확산되고 있다. 이란내 최고 존엄인 최고종교지도자의 죽음을 직접 요구했다는 것만으로도 최고 사형까지 처해질 수 있는 중범죄인만큼, 현 정부에 대한 분노가 얼마나 큰지를 짐작케 한다. 하메네이는 자신과 고위 지도자들의 암살에 대비해 최대 4명까지 승계자 서열 지명을 명령했는데, 이는 과거 이스라엘과 미국이 하마스와 헤즈볼라 주요 지도자들과 그의 후계자들을 연이어 암살해 지도 체계를 무너뜨린 것에 대한 보완책으로 풀이된다.

베네수엘라와 이란은 다르다

미국이 지난달 베네수엘라 대통령 납치 때처럼 이란 최고지도자 축출도 저울질하고 있지만 쉽지않다. 이란 최고 종교지도자는 현재 지하 벙커에 은신 중으로 납치가 아닌 사살을 해야하는데, 벙커버스터를 이용한 폭격이 거의 유일한 수단이다. 이는 그의 종교적 위치나 상징성을 고려했을 때 무슬림 국가들의 반발이 매우 심할 것이며 미국내 주요 인물 암살이나 소프트 테러 가능성이 높아지고 사살 명분도 매우 부족하기 때문에 국제적인 비난도 피하기 어렵다. 또한 미국 특수부대가 암살 임무를 수행하기 위해서는 영공 침투가 필수적인데, 이란 3중 방공망 체계는 러시아산 S-300과 자국 사야드, 그리고 9th Day 등으로 이루어진 3중(장기, 중기, 단기용) 영공 방어 시스템으로 이루어져있어 침투 자체도 쉽지 않다.

차트6. 이란 서열 1위 하메네이

출처: Al Jazeera

차트7. 과거 이스라엘의 헤즈볼라 사령관들 암살

출처: 이스라엘 군사령부

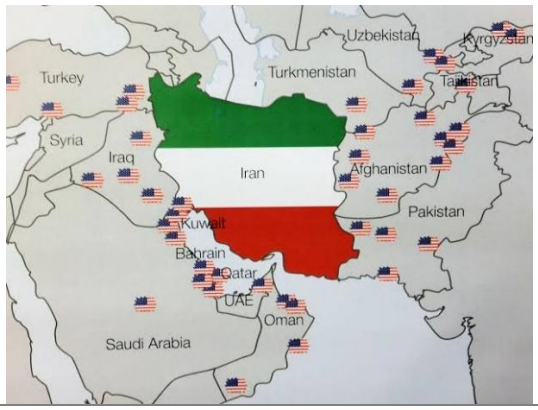
양측 모두에게 필요한 약속 대련

아직 양측 모두 협상 여지는 남겨두었으나 군사적 마찰 가능성은 여전히 높다. 다만 양측의 전면전이 아닌 과거에 그래왔듯 양측의 '약속대련'을 통해 서로 원하는 바를 취할 가능성이 우세하다고 판단된다. 약속대련이 가능한 이유는 미국이 이란을 공격할 때, 혹은 이란이 중동지역내 미군 기지를 공격할 때 주변국들의 영공이 필수적으로 활용되기 때문이다. 과거 핵시설 폭격과 같은 극비리 군사작전만 제외하면, 미국과 이란 모두 대부분 군사 공격 수시간전, 길게는 수일전 미리 영공을 통과하는 주변국들에게 공격을 예고해 상대국가에게 자연스럽게 알리고 피해를 최소화한 약속대련을 이용했다. 이는 민간 항공기 피해를 최소화하기 위함이기도 하다. 민간기에는 다양한 국적인 민간인들이 타고 있기 때문에 당사국과 외교문제로까지 불거질 수 있기 때문이다.

차트8. 이란 영공 인근 민간 항공기들

출처: Flishtradar24

차트9. 이란 주변 미군 기지들



출처: IFP NEWS

약속대련으로 미국이 얻는것과 이란이 얻는 것

또한 이러한 형태의 공격은 양측 모두가 원하는 결과를 준다. 불필요한 살상을 최소화 함으로써 전쟁 위험을 낮추는 대신 상대국이 빠져나갈 빌미를 제공한다. 이를 통해 미국은 중동 최대 군사국 본토에 직접적인 타격을 가함으로써 군사력을 전세계적으로 과시하고 다른 적대국가들에게 경고성 메시지를 보내는 효과를 얻는다. 반면 이란은 군사력 세계 최강국인 미국을 상대로 1대1 군사 공격을 단행해 당당히 미군기지 반격으로 맞섰다는 명예를 얻을 수 있다. 이러한 이유로 이란은 사상자가 다수 발생할 수도 있는 즉각적인 보복은 최대한 자제한다. 이와 같은 방법을 활용해 전쟁 직전까지 갔던 2020년 1월 솔레이마니 총사령관 암살 보복때나, 2025년 6월 핵시설 타격 보복때도 수일 뒤 수십발의 미사일을 발사했지만 미군 사상자는 0명이었다. 참고로 최근 5년간 이란과 친이란 이라크민병대는 미사일과 드론들을 동원해 중동지역내 미군기지를 180회 공격했지만 실제 미군 사망자는 단지 3명에 불과했다. 동기간 중동지역내 사고사한 미군 수만해도 90명이다. 특히 지금처럼 이란내 여론이 매우 안좋은 상황에서 미군 기지 공격 자체만으로 시선을 외부로 돌리는 효과를 얻고, 상대방은 사상자가 발생하지 않아 추가 보복은 하지 않겠다고 마무리해 내부 결속력을 강화시키는데 용이하다.

이번 핵합의는 최소 몇 년간 고정

이번 핵합의는 미국의 주도로 이루어진 만큼 한번 정해지면 최소 수년간은 지속될 것이다. 앞서 언급했듯 이란이 불리한 상황에 놓여있기 때문에 미국은 이를 최대한 활용하려하고 있고 이를 이란도 인지하고 있다. 그렇기 때문에 미국은 회의 직전까지 계속해서 의제를 기존 핵 프로그램뿐만이 아닌 이스라엘이 추가로 요구하는 미사일 프로그램 개발 중단과 저항의 축 지원 중단도 함께 요구하고 있는 것이다.

저농축 우라늄 생산 허용 여부가 이번 회의의 핵심

이번 회의는 현실적으로 핵 프로그램에 대한 합의가 주를 이룰 것이다. 하지만 미국과 이란은 핵프로그램에 대해 극명한 입장차를 보이고 있다. 미국은 이란이 핵 프로그램을 완전히 포기하고, 기존 고농축 우라늄은 외부로 방출, 평화적 사용을 위한 저농축 우라늄은 외부에서 조달할 것을 요구 중인 반면, 이란은 평화적 사용을 위한 저농축(3.67%) 자체 생산은 허용하라는 입장이다. 현재 이란은 고농축(60%) 우라늄 400kg 이상을 보유 중으로 알려졌는데 이는 수주내로 핵무기 9개 제조가 가능한 규모다. 미국 입장에서 만약 이란의 저농축 우라늄 생산과 보유를 허락할 경우, 향후 이란은 기존 원심분리기를 직렬로 연결하고 수를 늘리거나 농축 과정을 반복하기

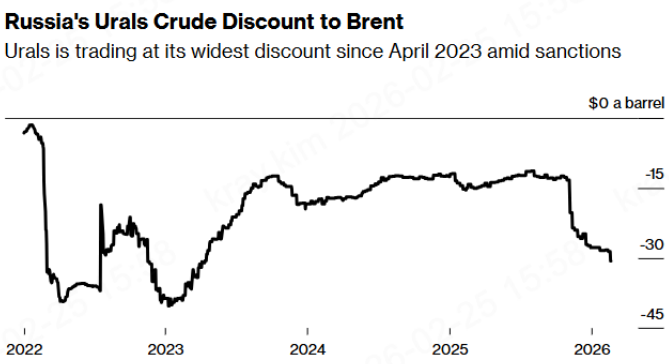
만해도 고농축(60%)이나 무기급(90%) 우라늄 생산이 가능하기 때문에, 이란의 저농축 생산 자체를 금지시키려고 하는 것이다. 이란 입장에서는 만약 외부에서 저농축 우라늄을 조달할 경우 자국 핵 프로그램 자체가 외부 수급에 휘둘리고 핵 자주권을 완전하게 포기하는 것이기 때문에 기를 쓰고 생산권을 지키려고 한다. 현재 미국은 이란에 표면적으로는 대화를 요구하면서도 이라크전(2003년) 이후 최대 규모의 군사력을 인근 해역에 동원해 압박하고 있어 동등한 협상은 쉽지 않을 것으로 보인다. 이란은 이러한 압박을 이겨내고 이번 협상에서 미국에 저농축 우라늄 생산 허용, 제재 완화 등을 받아내야 하는 상황이다. 이란에게도 기존 고농축 재고 희석, 고농축 우라늄 외부 반출, 미국 기업들의 에너지 투자 등 제시할 당근이 있기는 하지만 이번 핵협상은 2015년 핵협상과 비교해 이란에게 매우 어려운 협상이 될 것이다.

원유 시장에 등장한 새로운 변수: 인도

차트10. 트럼프 대통령과 모디 총리 통화 후 급관세 인하

출처: AFP

차트11. 러시아산 우랄유, 브렌트유 대비 디스카운트



출처: Bloomberg

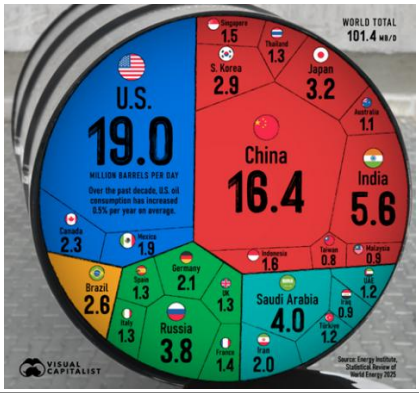
인도가 원유 시장에서 다시 주목받는 이유

트럼프 대통령은 인도 모디 총리와 통화 이후 러시아산 원유 수입을 중단하고 미국과 베네수엘라산 원유를 더 많이 구매하는 데 동의했다고 밝혔다. 또한 미국과 인도간 무역 합의로 인도에 부과했던 상호관세 25%를 18%로 인하하고 기존 러시아산 원유 수입에 대한 제재성 관세 25%도 철회했다. 다만 인도 정유사들은 기존 계약을 마무리할 유예기간이 필요하다는 입장을 유지하고 있다. 인도 최대 민간 정유사는 러시아사 로스네프트사와 10년 장기계약을 체결(하루 50만 배럴)했고 국영 정유사들 또한 1년 단위 연간 계약을 맺은 상태기 때문에 기존 계약은 유지하겠다는 입장이다. 이들은 달러화 제재를 피하기 위해 루블화나 루피화로 결제하고 러시아가 운영하는 암흑 선단을 이용해왔다. 아마 완전 중단은 어렵겠지만 1일 50~60만bpd 수준으로 줄이는 대신 미국산과 베네수엘라산으로 대체하는 방안을 논의할 전망이다. 인도 입장에서도 가격 경쟁력이 높은 러시아산 원유 수입을 완전 중단하는데는 분명 부담을 느낄 것이다.

인도는 세계 3위 원유 수입국

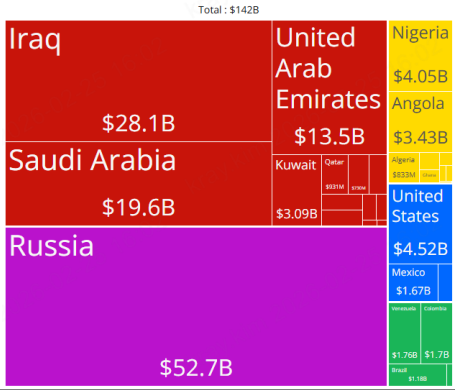
인도는 세계 3위 원유 수입국이자 소비국으로 전체 원유 수요의 약 85%를 해외 수입에 의존하고 있다. 작년 기준 하루 약 480만 배럴을 수입했다. 수입 구조는 최근 몇 년 사이 크게 변화해 러시아가 할인된 원유를 대량으로 공급해 전체의 약 40%를 차지하는 최대 공급국으로 부상했고, 이라크(약 20%), 사우디아라비아(약 15%), UAE, 미국 순 이었다. 러시아와 우크라이나 전쟁 이전까지는 대부분 물량을 중동에서 수입해 왔지만 전쟁 이후 인도는 적극적으로 러시아산 값싼 원유를 대량으로 수입하기 시작해 전쟁 이전 대비 러시아로부터 수입 원유 물량을 60배 이상 늘렸다. 인도내 원유 및 석유제품 총수요는 경제 성장과 차량, 물류, 항공 수요 증가에 따라 최근 5년간 연평균 약 30만bpd씩 꾸준히 증가해 연간 4% 내외 성장률을 보인다. 작년 전세계 원유 수요 증가분 중 인도가 30만bpd로 가장 큰 순증을 보였고 세계 원유 수요 증가에 가장 큰 비중을 차지했다(중국은 20만bpd 전후로 2위). 전체 석유 수요에서 디젤이 약 40% 내외로 가장 크고, 휘발유가 약 15%, 가정, 상업용 연료인 LPG가 약 12% 수준이며, 그 외 항공유, 나프타, 아스팔트 등이 나머지를 차지한다.

차트12. 인도는 세계 3위 원유 수입국



출처: Bloomberg

차트13. 인도가 수입하는 원유 주요수출국

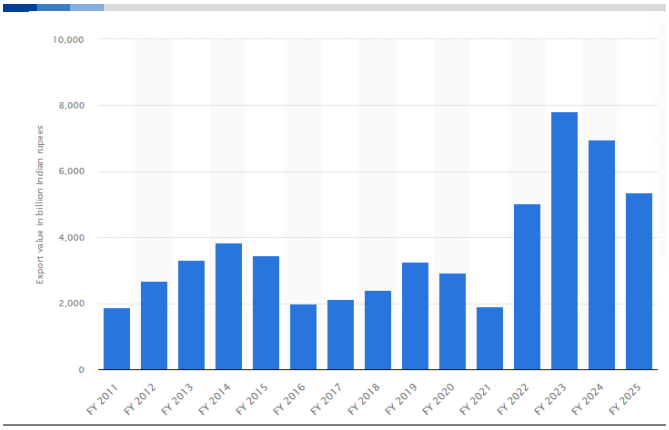


출처: OEC

매년 4%씩 증가하는 원유 수요

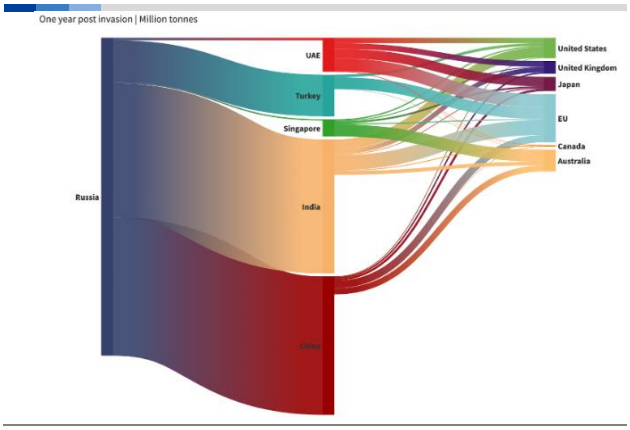
약 7~8%대에 달하는 인도의 경제 성장률과 매년 4%씩 증가하는 내부 수요를 충족하기 위해 인도는 원유 수입을 꾸준하게 늘려왔고 작년 인도 원유 수입은 재작년에 이어 또다시 역대 최고치를 경신했다. 그리고 이러한 인도의 원유 쇼핑의 중심에는 러시아가 있었다. 제재로 판로가 막혀있던 러시아는 할인된 가격으로 대량 구매자를 찾아나섰고 실리를 중요시하는 인도는 그 기회를 포착했다. 전쟁 직후 러시아 우랄유 가격은 국제 시장에서 최대 배럴당 30달러 이상씩 할인되어 판매했기 때문에 인도에게는 최적의 구매처였다.

차트14. 러-우 전쟁 이후 인도의 석유 제품 수출 급격히 증가



출처: 인도 재무부

차트15. 돌고 돌아 일부는 다시 미국과 유럽으로

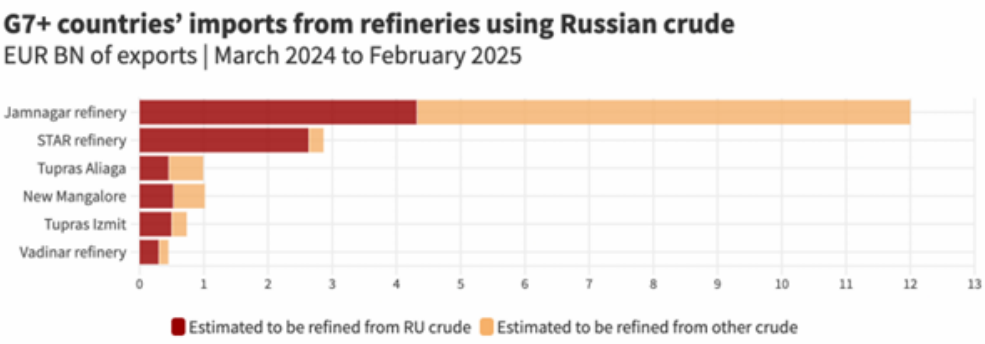


출처: CREA

어떻게 인도는 서방국들의 제재를 피했나?

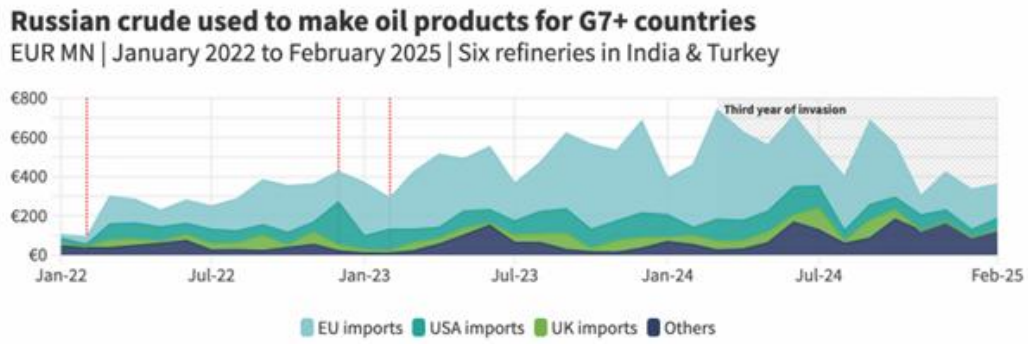
앞서 서술한대로 아무리 그림자선박이나 달러 결제를 우회했다고 한들 서방국들의 제3자 제재가 있었는데 어떻게 가능했을까? 이는 미국과 유럽의 암묵적인 승인이 있었기에 가능했다. 당시 미국과 유럽은 에너지 가격 급등이 초래한 물가잡기에 여념이 없었다. EU가 러시아의 최대 수입원인 원유 관련 제재를 가하기는 했지만 치솟는 에너지 물가를 잡아야 했기에 여러 루트들을 열어뒀다. 심지어 유럽은 러시아 제재 직후에도 자국 에너지 안정을 위해 러시아산 원유 수입을 수년간 300만bpd 전후로 유지했던 점을 감안했을 때 눈 가리고 아웅식의 제재와 그럴듯한 규제들을 쏟아낼 수 밖에 없었다. 에너지 물가가 치솟으면서 물가 상승 압력에 그대로 노출됐던 유럽은 겉으로는 강력한 제재를 가하는듯 했지만 우회 루트로 러시아산 원유를 받아들였는데, 그 중심에는 인도가 있었다. 인도의 러시아산 원유 수출량은 전쟁 이전 대비 무려 80배 이상 증가했고 전체 원유 수입량의 1%에 불과했던 러시아산 비중은 급격하게 늘어 작년 기준 40%까지 증가했다. 이렇게 받아들인 물량 중 상당수는 인도에서 가공돼 유럽으로 수출됐다. 전쟁 이전과 비교했을 때, 약 100만bpd 수준이던 인도의 대유럽 석유제품 수출은 평균 3배 이상 증가했다.

차트16. 여전히 인도와 튀르키예를 통해 주요국들에게 공급되는 러시아 관련 석유 제품들 1



출처: Russia Fossil Tracker

차트17. 여전히 인도와 튀르키예를 통해 주요국들에게 공급되는 러시아 관련 석유 제품들 2

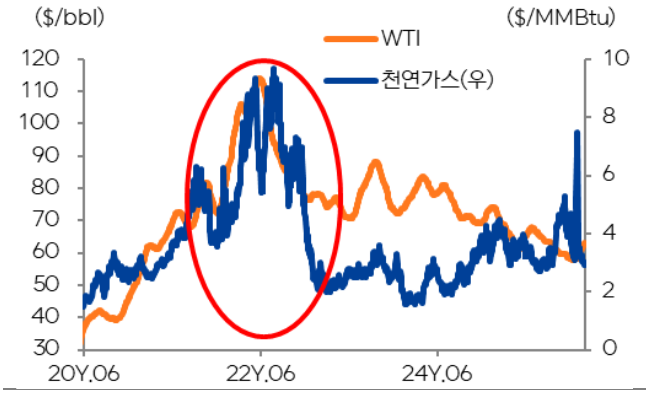


출처: CREA

인도의 러시아산 원유 수입 금지는 일단 유가에 상승 압력으로 작용

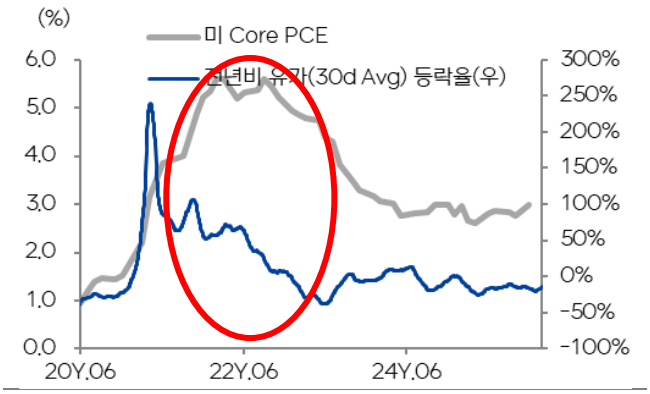
이러한 상황에서 미국과 인도의 무역 합의안이 발표됐다. 인도산 관세를 기존 50%에서 18%로 낮췄고 인도는 향후 5년간 미국산 에너지와 곡물을 포함한 상품 $5,000억 구매를 약속하며 화답했다. 또한 인도는 러시아산 원유 수입을 중단하겠다고 약속했다. 이미 큰 틀에서 트럼프 대통령과 모디 총리의 합의가 이루어졌기 때문에 세부내용 수정을 거쳐 내달 중 정식 무역 협정은 이루어질 전망이다. 다만 최근 미국이 팩트시트를 슬그머니 수정하고 인도 정유업체들도 정부에 수입 중단 유예를 강력하게 요청하고 있어 변수들은 여전히 존재한다. 일단 하루 150만 배럴 가량을 러시아로부터 수입하던 인도가 하루아침에 수입을 0배럴으로 줄일리는 만무하다. 인도 최대국영기업은 로스네프트와 10년 계약(50만bpd)을 맺었기 때문에 중소형 기업들을 중심으로 점진적인 수입처 전환이 이루어질 가능성이 높다. 그 과정에서 인도는 기존에 수입해왔던 전례가 있고 안정적으로 공급을 할 수 있는 미국을 우선시할 것이다. 이 점은 미국내 원유 가격에 하단 지지 요인 중 하나로 작용할 전망이다.

차트18. 당시 원유 가격과 천연가스 가격



출처: 삼성선물

차트19. 미국 에너지 물가와 Core PCE



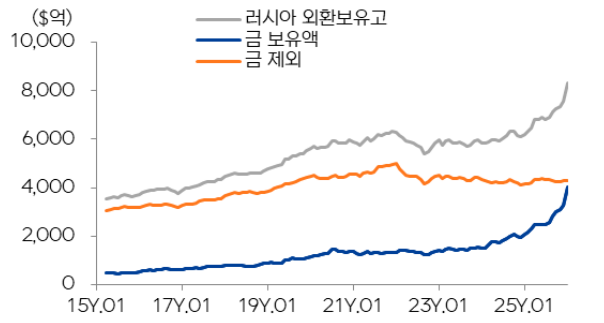
출처: 삼성선물

EU가 준비중인 러시아 20차 제재가 무의미한 이유

러시아가 어렵다고?

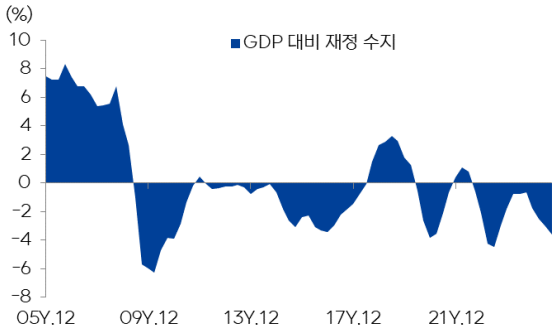
러시아와 우크라이나 전쟁이 시작된지 4년이 지났지만 수많은 제재들 속에서도 러시아는 아직 건재하다. 러시아 금 보유액은 전쟁 전과 대비해 두배 이상 늘었고 이를 제외한 외환보유액도 안정적인 수준을 유지 중이다. 러시아 재정 수지는 GDP 대비 4%대 적자를 보이고 있지만 이는 과거와 비교해도 별반 차이가 없는 수준이다. 심지어 러시아 루블화는 전쟁 이전 수준으로 환율이 안정화됐다. 미국이 작년말 러시아 국영 기업인 Lukoil과 Rosneft를 강력하게 제재하며 인도와 중국 일부 기업들이 수입량을 줄이는 시늉을 하기도 했지만 대부분 다시 수입을 재개했고 지금까지 유럽이 주도한 수십가지의 제재는 러시아에게는 공염불 수준이다.

차트20. 러시아 외환보유고, 도리어 상승 중



출처: Bloomberg

차트21. 러시아 재정 수지, 예전과 큰 차이 없어

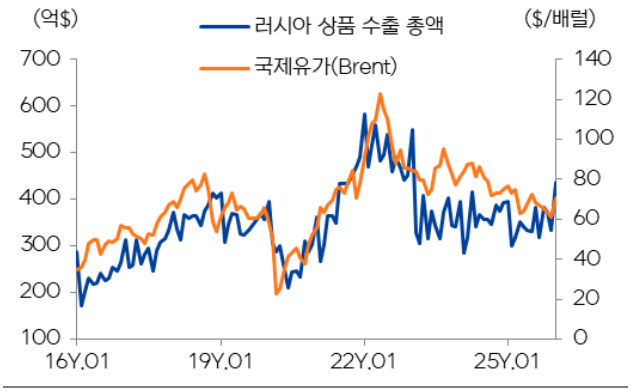


출처: Bloomberg

무늬뿐인 EU의 20번째 제재

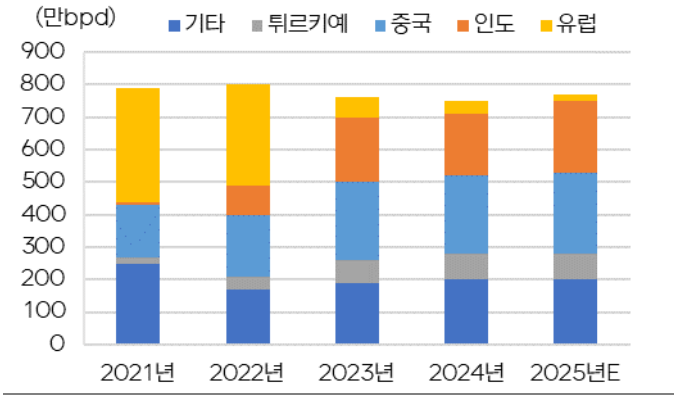
유럽연합(EU)은 러시아의 해상 원유 수출을 지원하는 일부 선박에 대해 보험, 수리, 선박 관련 서비스, 금융 제공 등을 전면 금지하는 20번째 대러 제재 패키지를 준비 중이라고 발표했다. 표면적으로는 공급 차질 가능성을 자극하는 조치처럼 보였으나 실제로는 수출 자체를 차단하거나 선박을 나포하는 직접적 통제 조치가 아닌 서비스 제한에 그쳐 실효성은 제한적이라는 평가가 지배적이다. 이 때문에 시장에서는 실질적인 공급 감소 가능성을 낮게 보며 유가 반응도 미온적인 흐름을 보였다. 러시아 원유 수출을 근본적으로 압박하려면 러시아산 원유를 구매하는 제3국과 기업까지 제재하는 세컨더리 보이콧을 적용해야 하지만, EU는 에너지 수급 구조상 러시아산 원유에 대한 간접 의존을 완전히 해소하지 못한 상황이라 강경 조치는 어렵다. 세컨더리 보이콧이 시행될 경우 중국과 인도 등 러시아산 원유를 대량으로 수입하는 국가뿐 아니라 이들이 정제해 다시 유럽으로 수출하는 석유 제품까지 차단될 수 있어 역으로 유럽내 공급 불안과 가격 상승을 초래할 가능성이 크다. 그나마 지금에라도 이렇게 용기를 낸것도 러시아 에너지가 필수적으로 필요한 겨울이 끝자락에 도달했기 때문이다.

차트22. 제재가 아닌 유가 따라가는 수출 총액



출처: 삼성선물, Bloomberg

차트23. 년도별 러시아산 원유 주요 수출국



출처: 삼성선물

그동안의 제재는 과연 효과가 있었나?

실제로 러시아에서 EU로 직접 유입되는 원유 비중은 러-우 전쟁 이전 약 25% 수준에서 현재 2% 내외까지 급감했으나, 중국과 인도가 할인된 러시아산 원유를 매입해 정제한 뒤 석유 제품 형태로 재수출하면서 사실상 우회 공급이 이어졌다. 그 결과 명목상 수입 감소에도 불구하고 물리적 공급 공백은 상당 부분 대체됐고, 러시아 수출 역시 구조적으로 유지됐다. 이번 제재 역시 '보여주기식 조치'라는 평가가 나오는 배경이다. EU 집행위는 2025년 러시아의 석유와 가스 재정 수입이 전년 대비 24% 감소했다고 밝히며 제재 효과를 강조했으나, 세부적으로 보면 이는 수출 차단보다는 국제 유가 하락 영향이 더 크게 작용했다. 러시아산 원유 평균 가격이 2024년 대비 약 17% 하락했고 수출 물량 감소는 약 3% 수준에 그쳐 물량 기준 타격은 제한적이었다. 즉 재정 악화의 주된 원인은 가격 요인이며 제재로 인한 실질적인 공급 차단 효과는 크지 않았던 것이다. 결국 이번 20번째 제재 역시 보여주기식 조치에 가까우며, 중국과 인도를 경유한 우회 공급 구조와 세컨더리 보이콧 부재가 지속되는 한 러시아 원유 수출을 근본적으로 제한하기 어렵다.

결론: 이란 핵 협상이라는 큰 변수

결렬되더라도 군사적 마찰은 최대한 빠르게, 최소한으로 이루어질 것

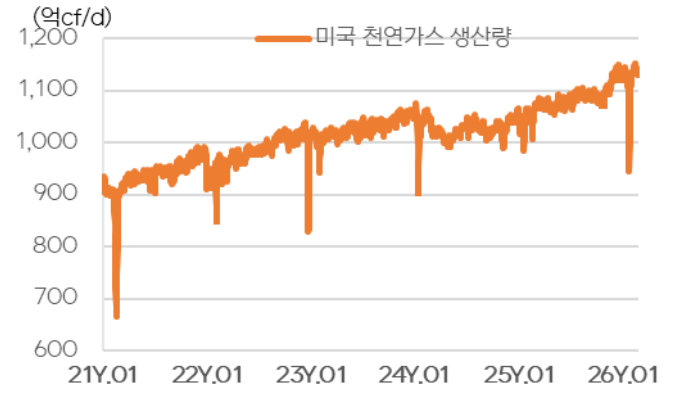
이란 핵협상이 결렬되고 군사적 마찰이 현실화될 경우 유가 충격은 러-우 전쟁 초기보다 클 가능성이 있다. 이란과 사우디, UAE, 이라크 등 주변 산유국 생산이 합산 약 2,000만bpd에 달하고, 좁은 호르무즈 해협을 통해 1,500만bpd가 수출되는 구조상 해협 봉쇄 또는 통과 리스크 확대만으로도 공급 불안이 가격에 빠르게 반영될 수 있기 때문이다. 미국이 이란 인근에 2003년 이후 최대 수준의 군사 자산을 전개하며 압박 수위를 높이고 있어 시장은 일정 부분 리스크 프리미엄을 유지하고 있으나, 전면전보다는 이란-이스라엘간 단기 충돌이나 미-이란간 제한적(약속대련식) 충돌에 그칠 가능성이 높다. 트럼프 방식대로 단기내 극적 합의가 도출될 경우 지정학적 프리미엄이 빠르게 제거되며 유가에 하방 압력이 형성될 수 있지만, 제재 완화와 핵 프로그램을 둘러싼 협상의 성격상 단기간 일괄 타결보다는 협상 불확실성이 지속되며 유가 하단을 지지하는 구조가 이어질 가능성이 높다고 판단된다. 3월 유가는 이란 관련 리스크 반영해 $60대 중반 수준 지지력을 유지할 전망이다.

Natural Gas

날씨 관련 수요 둔화

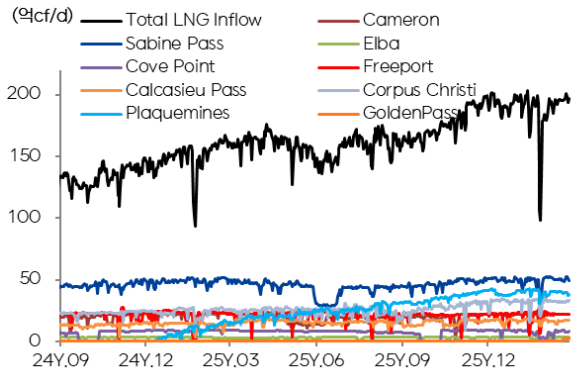
2월 천연가스 가격은 예년보다 온화한 날씨 영향에 하방 압력이 우세했다. 미국내 빠른 생산 회복과 더불어 재고 감소세 둔화까지 더해진데다, 남부 지역 파이프라인 병목현상으로 와하 허브 현물가도 15일 넘게 마이너스를 기록하는 등 수급 완화 시그널이 강하게 나타났다. LNG 관련 수요는 꾸준하게 증가했으나 천연가스 수요 피크인 1월이 지났고, 2월 날씨마저 평년보다 온화한 영향에 $3 지지에 실패했다.

차트24. 미국내 천연가스 생산 회복세 뚜렷



출처: Bloomberg

차트25. LNG 총수요에 GoldenPass 신규 수요 추가 예정



출처: 삼성선물

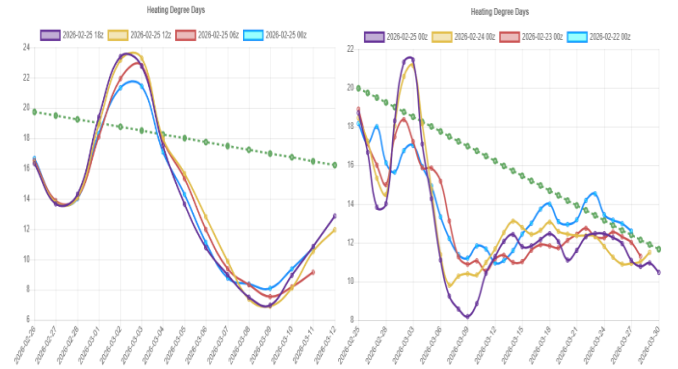
2월 LNG 수요 증가 호재, 3월에도 이어질 것

LNG Inflow는 2월 중 역대 최고치를 기록할 것이 예상되는 가운데, Golden Pass(2.4bcfd) 프로젝트의 시운전 영향으로 추가 상방 모멘텀 존재할 전망이다. Golden Pass 프로젝트는 카타르에너지(70%)와 엑손모빌(30%)의 합작회사로 최소 $100억(14조원)의 자금이 투입됐다. 작년 말부터 본격적인 시운전을 시작했고 현재는 전체 캐파 중 10%(0.25bcf/d) 가량만 가동 중이다. 또한 3월중 꾸준하게 생산량을 늘려갈 것으로 예상된다. 엑손모빌 컨퍼런스 콜에 따르면 3월 중 첫 LNG 화물 수출과 1번 트레인(0.79Bcf/d)에서 완전한 생산이 이루어질 것으로 예상 중이며 이후 트레인2와 3번 시운전을 준비할 예정이다. LNG 총수요는 작년 평균 기준 약 91.5Bcf/d로 이중 LNG 관련 수요가 16%인 14.9Bcf/d를 차지했다. 만약 예정대로 첫 LNG 생산이 이루어질 경우 약 0.8Bcf의 추가 수요가 발생하는 만큼 천연가스 가격 주요 지지요인으로 작용할 전망이다.

3월초 깜짝 한파 가능성에 유의

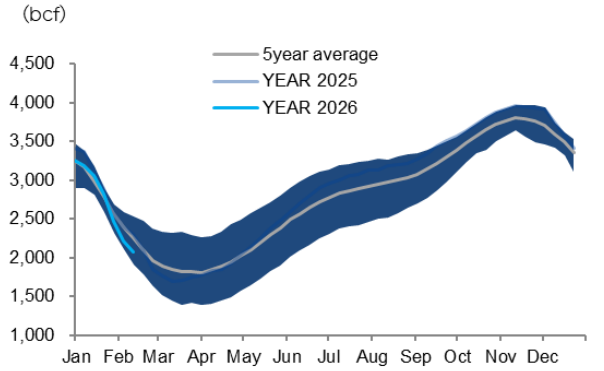
한가지 변수는 역시 날씨다. 현재까지 천연가스 가격은 2월초부터 급격하게 온화해진 장단기 날씨 예보를 충실하게 반영해왔다. 통상적으로 천연가스 시장에서는 겨울 수요 피크인 1월, 그리고 그 다음 피크월인 12월과 2월, 그리고 겨울철 초입과 막바지인 11월과 3월 순으로 겨울철 날씨 영향권내에서 움직인다. 다만 겨울철 막바지인 3월 수요가 11월 수요보다는 일반적으로 높고 재고가 계속해서 감소하는 구간이기 때문에 더욱 주목받는 월 이기도 하다. 통상적으로 3월 수요는 100~110Bcf/d 전후이나 한파 발생시 20% 이상의 난방 수요가 급증하고 생산 차질까지 동반되기 때문에, 깜짝 한파 발생 가능성에도 민감하게 반응한다. 최근 예보에서 확인되듯 3월초 중 제트기류 속도 둔화로 북극 한파 일부 남하 가능성이 높아지고 있는 점은 향우 천연가스 가격 변동성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다.

차트26. 단기 날씨 예보와 장기 날씨 예보



출처: Truewx

차트27. 천연가스 재고, 다시 예년 수준으로?

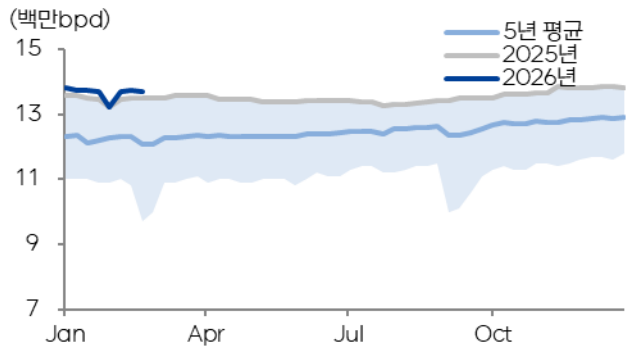


출처: 삼성선물

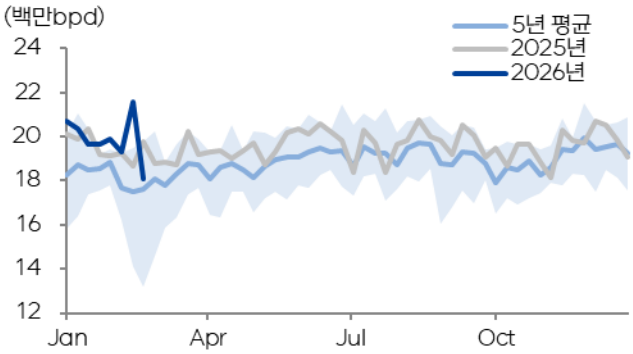
장기는 하방을, 단기는 상방을 가르키는 중

3월 천연가스 가격은 겨울철 피크 이후 LNG 관련 수요 영향에 점진적으로 하단을 지지받을 것으로 보인다. 장기 날씨 전망은 여전히 예년보다 온화할 것으로 예상되나 최근 업데이트된 단기 날씨 예보에서 3월초 깜짝 추위 가능성이 점점 높아지는 점은 천연가스 가격에 우호적이다. 겨울철 피크 막바지 날씨 관련 이슈가 여전히 주요 변수로 작용할 것으로 예상되는 가운데, 장기 날씨 예보만 감안하면 3월 중 평년보다 5% 가량 낮은 수준이던 천연가스 재고를 다시 예년 수준이상으로 끌어올릴 가능성이 높다. 장단기 예보의 상반된 움직임 속 3월 천연가스 가격은 LNG 관련 수요 반영해 제한적인 상승 압력이 우세할 전망이다.

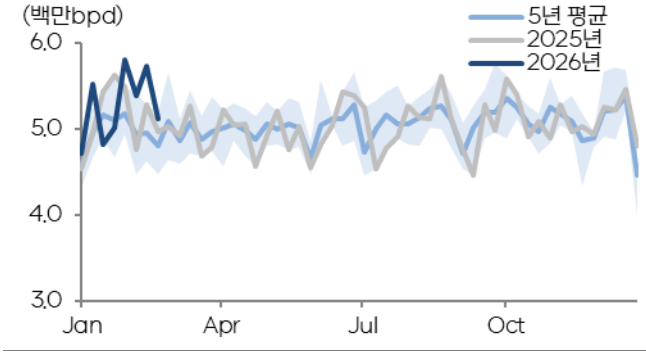
미국 원유 생산 (5년 Range)



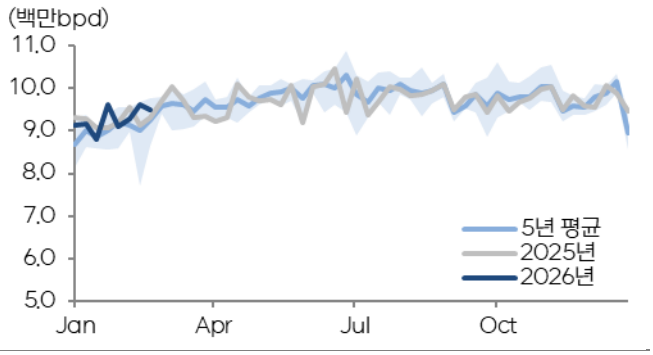
미국 원유 수요 (5년 Range)



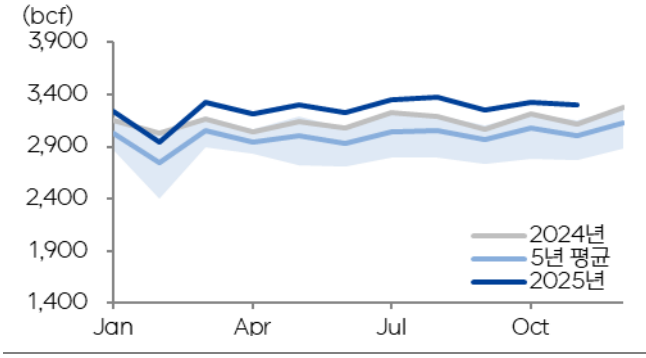
미국 정제유 수요 (5년 Range)



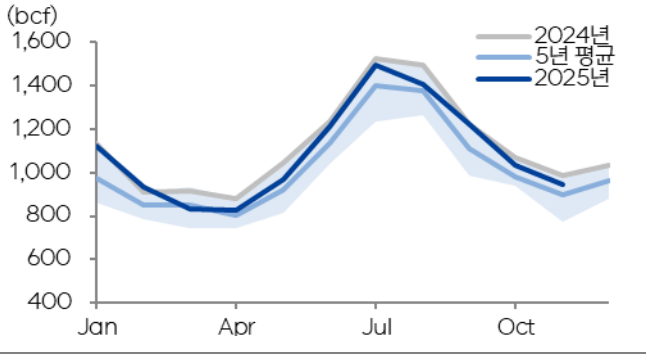
미국 가솔린 수요 (5년 Range)



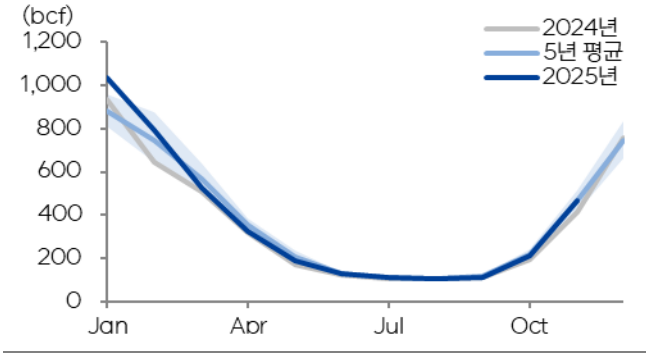
미국 천연가스 생산 (5년 Range)



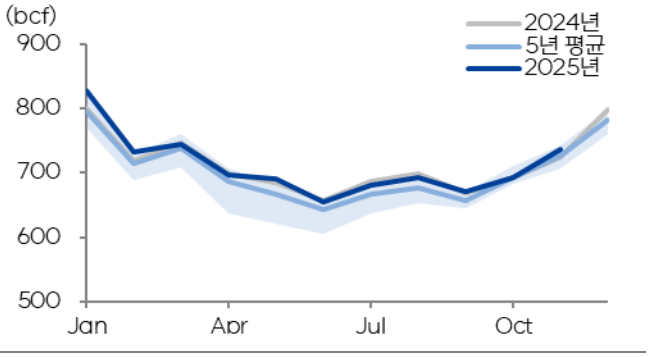
미국 발전부문천연가스 수요 (5년 Range)



미국 주거부문천연가스 수요 (5년 Range)



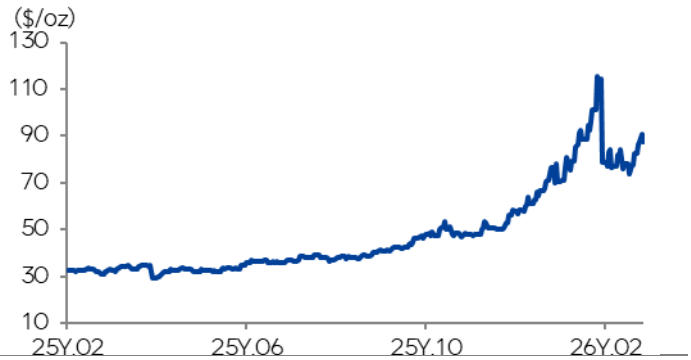
미국 산업부문 천연가스 수요 (5년 Range)



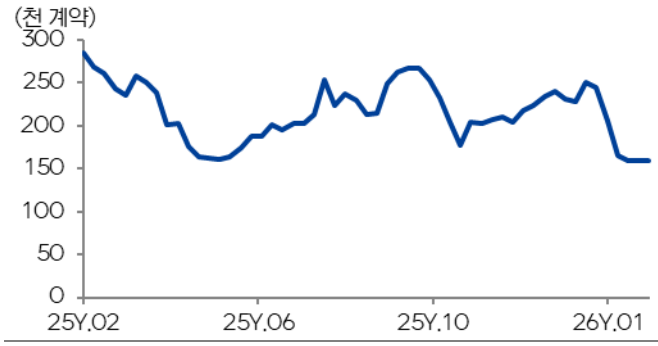
*상기 천연가스데이터는 EIA에서 제공하는 월별 공식 확정치로 약 두달의 딜레이가 존재함

금 가격 추이

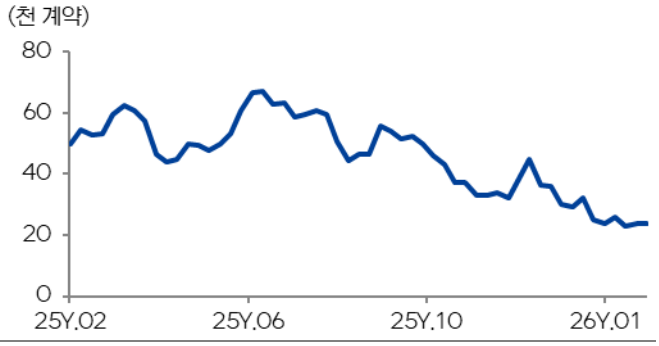
은 가격 추이



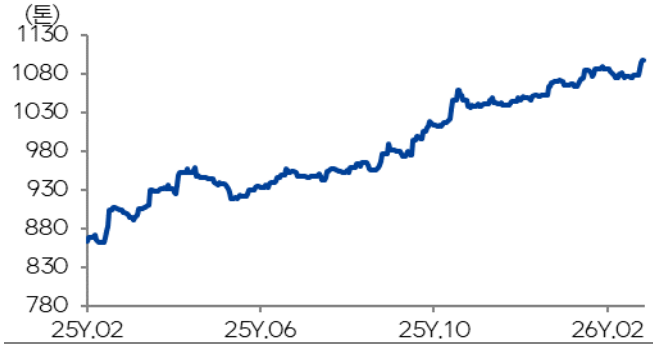
금 비상업적 순매수 포지션



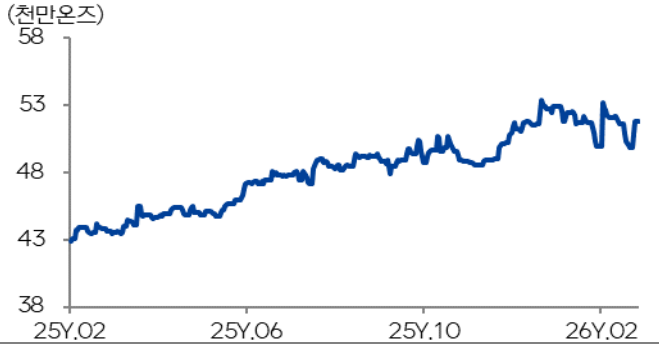
은 비상업적 순매수 포지션

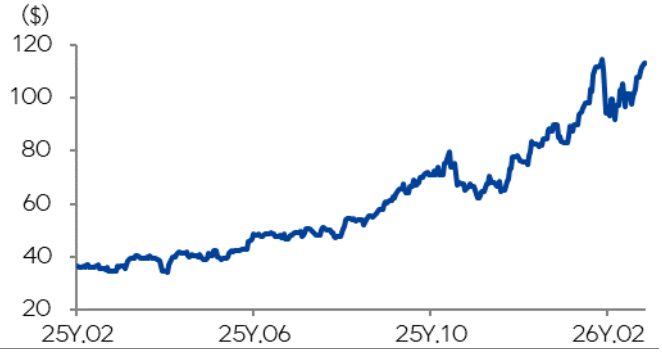


SPDR 금 보유량



iShare Trust 은 보유량



금 광산 주식 ETF

은 광산 주식 ETF