MARKET STRATEGY

2026. 4. 15.

글로벌투자전략팀

박주란 Analyst

juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Post-Hormuz crisis

종전 기대감 고조, 2분기 원자재 시장 점검

- 미국-이란 2차 협상 개최가 암시되며 종전 기대감이 고조. 해협 봉쇄 해제 시 물류 병목, 수출 정상화 속도 감안할 때 유가 점진적 하락 예상
- 유가와 역의 상관관계에 있는 전기동, 정광 공급 차질과 4조위안 전력망 투자가 하방을 지지

4월 중순 원자재 시장, 결론을 지어야 할 시점

- **귀금속과 산업금속에 찾아온 안도 랠리:** 트럼프 대통령이 지난 11일 이슬라마바드 회담 합의 결렬 이후 2차 협상 논의가 진행될 수 있음을 시사하며 종전 기대감이 고조. 원자재 시장은 지정학적 리스크의 승자였던 에너지가 반락하며 산업금속과 귀금속이 안도 랠리를 시현. 휴전 시한(4.21일) 종료 전후 주요 원자재를 점검할 필요성.

호르무즈 해협 봉쇄 리스크 업데이트

- **원유:** 국제유가는 시장 참가자들이 2주의 휴전이 종료되는 4.21일 내 유의미한 합의가 도출될 것을 기대하며 리스크 프리미엄을 반납 중. 합의가 성사되는 낙관적인 시나리오를 상정하더라도 물류 병목과 걸프국 원유 수출 정상화 속도를 감안하면 유가의 하락 속도는 당분간 점진적일 것.
- **농산물:** 북반구 4~5월 파종기를 앞두고 해협 봉쇄에 따른 비료 공급 차질이 우려. 제조공정 상 질소계 비료의 상승 압박이 나타나며, 미국 콘벨트 농가는 작부 변경을 통해 질소 의존도가 낮은 대두 파종 면적을 늘리는 방식으로 대응. 비료 가격 상승은 투입 원가 상승을 경유하여 수급에 영향을 주는 간접 이벤트에 해당하므로 기후, 재고 등 기타 여건을 동시에 고려할 필요. 올 여름 엘니뇨가 예고되어 기상 조건의 변화가 비료 수입 의존도가 높은 동남아시아, 중남미 등지의 작황을 악화시킬 영향을 주시.

산업금속과 귀금속, 종전 기대감과 함께 반등

- **산업금속:** 유가 흐름과 가장 강한 역의 상관성을 보이는 원자재로 전기동에 주목. 전란이 소강 상태에 진입하는 경우 금융투자 수요에 기반한 매수세가 유입될 가능성. 공급단에서는 칠레의 2월 생산량이 9년만에 최저치를 기록. 동정광 수급 차질 문제가 지속되며 구조적 하방을 지지. 중국 다운스트림 수요 개선은 만성적인 부동산 침체 문제로 인해 여전히 인내심이 필요한 구간이나, 실수요의 Buy the dip 전략으로 조정 시 저가 매수세가 유입되는 상황. 정책적으로는 15.5 경제규획('26~'30년) 기간 중 4조 위안이 배정된 전력망 투자에 주목. 해협 봉쇄가 해제된 이후에도 수출 경기 개선이 지연될 수밖에 없는 상황에서, 중국 정부가 역주기 조절과 동서간 에너지 불균형 완화를 통한 첨단 제조 지원을 위해 전력 계통 투자를 가속화할 가능성.
- **귀금속:** 금 현물은 지지선을 구축하며 1차적인 과대 낙폭 되돌림을 완료. 휴전 협상 진전으로 과도한 긴축 우려가 완화되고 중국 인민은행이 금 매입에 나선 점이 반등의 배경으로 작용. 단, 2분기 상당기간 고유가 지속으로 중앙은행의 커뮤니케이션이 동결 내지 매파적일 가능성이 있어 상단은 유동성 랠리에 기반하였던 전고점 대비 제한될 것.

Compliance Note

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 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

1. 원자재 시장 동향: 4월 중순, 이제는 결론을 지어야 할 때

귀금속과 산업금속에 찾아온 안도 랠리

- 트럼프 대통령이 이란과 2차 협상 개최 논의가 진행될 수 있음을 시사하며 종전 기대감이 고조되고 있다.
- 4월 중순이면 중재국들은 가용한 공급측 완충수단(우회 수송로, IEA 4억 배럴 전략비축유 방출, 제재 완화 및 해상 재고 소진 등)의 효과가 줄어들며 항공유를 비롯한 석유제품 품귀 우려가 심화된다. 미국 측도 시간이 많지 않다. 4.21일 종료되는 2주간의 휴전 시한이 만료된 이후에는 전쟁권한법(1973년)에 의해 의회의 동의 없이 전쟁을 수행할 수 있는 60일 경과 시점(4.28일)이 다가온다. 의회 내부에서도 대외 전쟁에 대한 여론이 크게 엇갈리는 상황에서 남은 기간 내 정계를 설득하는 일은 사실상 불가한 일로 생각된다. 대외적으로는 5.14~15일 미중 정상회담을 앞두고 있어 대중 협상력 확보가 긴요한 시점이기도 하다.

  이란 역시 군사적 타격 이외에도 미국이 해협 역봉쇄에 나서며 걸프 산유국들의 원유 수출 차질로 인한 저장 압박 문제에 직면하게 될 수 있다. 쿠웨이트는 개전 1주일 후 3.6일 일부 유전에서 감산을 시작했고 7일, 불가항력을 선언했다. 이라크는 봉쇄 4일만에 저장시설 용량 문제로 감산을 시작했고, 20일 후에는 남부 유전 생산이 급감하였다. 이란 역시 오랜 제재로 국경을 통한 수출 루트가 확보되어 있을 가능성을 배제할 수 없으나, 미국의 해상봉쇄가 1주일 이상 지속되는 경우 저장 탱크 압박 문제를 겪게 될 수 있다.
- 정치적인 측면을 감안하든, 원유 실물시장을 감안하든 중재국, 미국, 이란 모두 한계점에 이르렀다. 한 번 좌초된 협상 이후 양국이 합의점에 이르고자 물밑작업을 병행해온 결과 해빙 모드로 진전될 수 있는 실마리를 찾게 될 가능성이 점차 높아지는 상황이다. 4.7일 2주간의 휴전 이후 원자재 시장 역시 기대치에 선제 호응하고 있다. 지정학적 리스크의 승자였던 에너지가 고점을 형성하고 하락하며, **표1**에서 확인할 수 있듯 유가 흐름과 역의 상관성을 갖는 자산에서 반등세가 확인되고 있다. 반면 강달러와 긴축우려로 가파른 조정세를 시현했던 산업금속과 귀금속은 그간의 낙폭을 빠르게 만회하는 양상이 전개되고 있다. 기대의 선반영으로 과도한 낙관론은 경계해야 할 것이나 휴전 협상 전후 각 원자재를 점검할 필요성이 있다.

표 1. 미국-이란 전쟁 발발 이후 국제유가(WTI)와 주요 원자재 간 상관관계

	에너지	귀금속				농산물			비철금속					
	원유	금	은	팔라듐	백금	대두	소맥	옥수수	전기동	알루미늄	니켈	아연	납	주석
원유	1.00													
금	(0.10)	1.00												
은	(0.28)	0.80	1.00											
팔라듐	(0.26)	0.59	0.72	1.00										
백금	(0.19)	0.72	0.77	0.83	1.00									
대두	0.13	(0.05)	0.01	(0.33)	(0.30)	1.00								
소맥	0.48	(0.07)	(0.03)	(0.35)	(0.28)	0.44	1.00							
옥수수	0.19	(0.23)	(0.22)	(0.44)	(0.26)	0.33	0.62	1.00						
전기동	(0.60)	0.50	0.67	0.68	0.56	(0.03)	(0.35)	(0.39)	1.00					
알루미늄	0.21	0.44	0.25	0.09	0.14	0.19	0.14	(0.10)	0.21	1.00				
니켈	(0.33)	0.09	0.28	0.30	0.34	0.03	(0.06)	0.01	0.63	0.32	1.00			
아연	(0.06)	0.64	0.55	0.40	0.43	0.07	(0.12)	(0.58)	0.49	0.46	0.27	1.00		
납	(0.15)	0.52	0.31	0.30	0.45	(0.03)	(0.33)	(0.33)	0.42	0.46	0.39	0.58	1.00	
주석	(0.36)	0.53	0.72	0.67	0.77	(0.20)	(0.22)	(0.30)	0.70	0.17	0.64	0.52	0.49	1.00

참고: '26년 3.2일~4.14일 일간 수익률 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

2. 호르무즈 해협 봉쇄 리스크 업데이트

1) 원유 시장: 다시 2주간의 휴전에 거는 기대

- **러-우전쟁 당시 전고점을 상회하지 않은 유가:** 개전 45일이 경과하였으나, 핵심 chokepoint인 호르무즈 해협 봉쇄에도 불구하고 WTI 유가는 종가 기준 4.7일 113달러/배럴을 상한으로 러-우 전쟁 당시 고점인 124달러/배럴을 돌파하지 않은 상황이다. 1) 우회 수송 확대, 2) IEA 4억 배럴 전략 비축유 방출, 3) 휴전 협상 논의가 진전되고 있기도 하고, 시장이 사태의 단기화 가능성에 무게를 둔 결과이다. 유가가 공급 차질 물량뿐만이 아니라 봉쇄의 지속시간(t)에 의존하는 함수가 되면서 선물 시장의 움직임은 전례 없는 공급차질 규모에도 불구하고 러-우 전쟁 당시 대비 낮은 가격대를 형성하고 있다.

  개전 초기, 3.9일 모즈타바 하메네이의 후계자 지명으로 인해 공포의 극단을 반영하는 장중 유가 고점을 바탕으로 시장이 예상하는 해협의 최대 봉쇄일이 4.7일임을 역산하면서, 원유 시장이 트럼프의 4~6주 종전 타임라인에 앵커링 효과를 형성하고 있을 가능성을 제기한 바 있다. 비록 해협 봉쇄는 진행 중이지만, 공교롭게도 4.7일 트럼프의 최후통첩 이후 양국이 협상 테이블에 복귀하면서 유가가 시장이 용인하는 레드라인을 넘지는 않은 것이 상방이 제한되었던 원인으로 작용했을 것이라고 판단한다. 지정학적 불확실성이 잔존하는 상황에서 전쟁의 향방을 섣부르게 예단할 수는 없으나, 4월 내 사태가 진정된다는 가정 하에 대규모 군사적 충돌이 없다면 4.7일 유가가 정점을 확인했을 가능성을 조심스레 예상해볼 수 있는 시점이다.

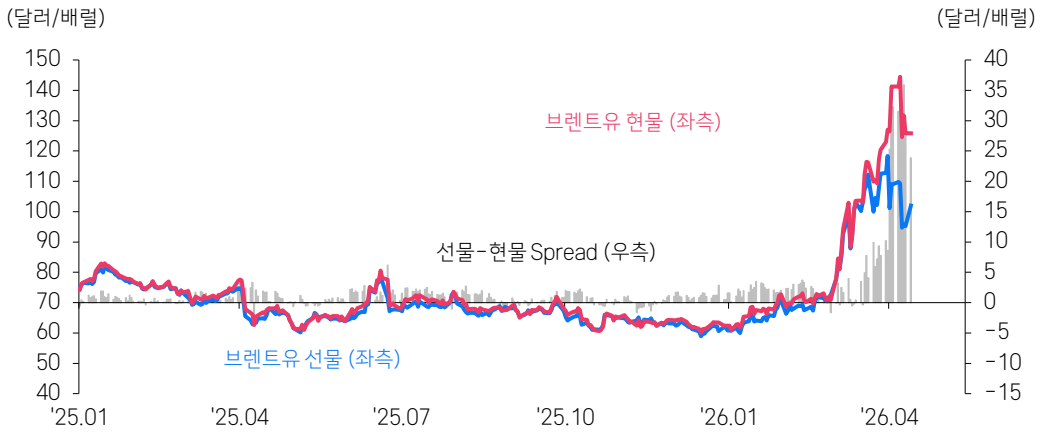
- **다시 2주간의 휴전에 거는 기대:** 현재 원유 시장 참가자들은 금주 내 유의미한 합의가 도출될 것으로 판단하며 낙관론에 무게를 싣고 있다. 다만, 시장 기대감과는 별개로 실물 시장의 유가 상방 압력은 해소되기 전으로 오히려 심화되고 있다. 브렌트 원유 선물과 현물의 차이는 배럴 당 20~30달러로 공급 불안을 반영하듯 현물에 높은 수준의 프리미엄이 형성되어 있다. 한편, 미국의 호르무즈 해협 역봉쇄로 이란산 원유 수출에 차질이 빚어질 위험이 발생하였다. 이란의 원유 수출은 '26년 1~3월 평균 기준 170만bpd이고, 그중 80~90%가 중국으로 수출되는 양이다. 중국으로 흘러가는 원유를 차단하여 이란 중재를 압박하는 한편 전쟁 자금줄을 차단하는 것이 전쟁 기간의 단축에 유리하다고 판단한 결과일 것이다. 현재로서는 중재 압력과 미-이란 양측의 협상 참여 유인이 높아지는 시점이라는 점에서 장기 소모전으로의 전개라는 Tail risk보다 4월 내 양자 양보를 통한 긴장 완화 시나리오에 무게를 두고 있다.

- 단, 협상이 성사되는 낙관론 시나리오를 상정하더라도 물류 병목과 걸프국 원유 수출 정상화 속도를 감안하면 상당분 리스크 프리미엄 조정을 거친 85달러/배럴 이하 구간에서는 유가의 하락 속도가 당분간 점진적일 가능성이 높다. 두 차례의 휴전 협상 기대감을 거치며 호재를 선반영한 측면이 있고 물류 정상화와 원유 수출 정상화에 최소 1~2개월이 소요된다는 점이 유가의 하방 경직적 요인으로 작용할 것이다.

그림 1. 미국-이란 전쟁 이후 국제유가(WTI)와 주요 사건

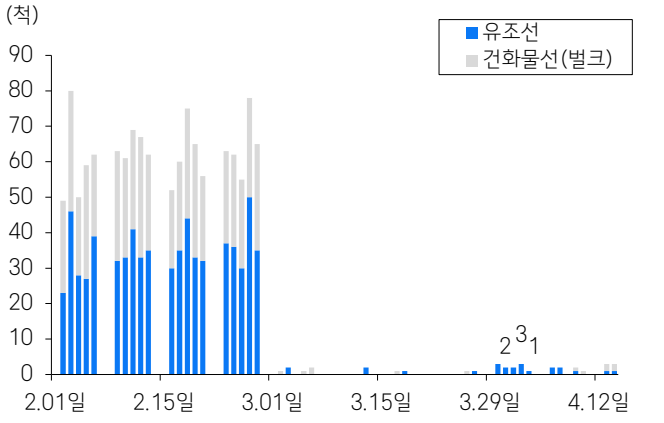
참고: 240분봉 추이, 4.15일 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 브렌트유 선물-현물 Spread



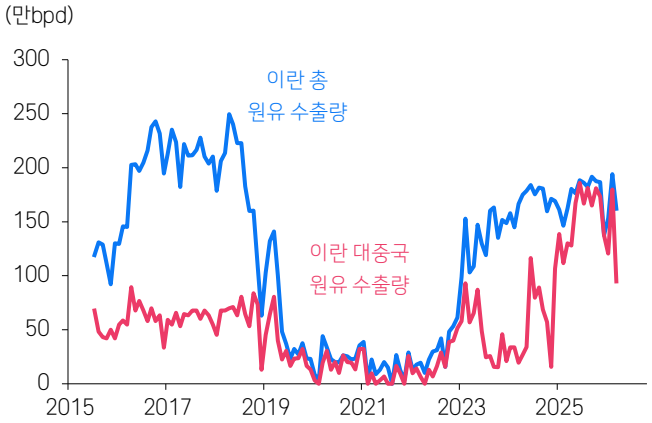
참고: '26년 4월 13일 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. 호르무즈 해협 선박 통행 대수 (서 → 동)



참고: '26년 4월 14일 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 4. 이란의 월별 총 원유 수출과 대중국 원유 수출



참고: '26년 3월 말 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

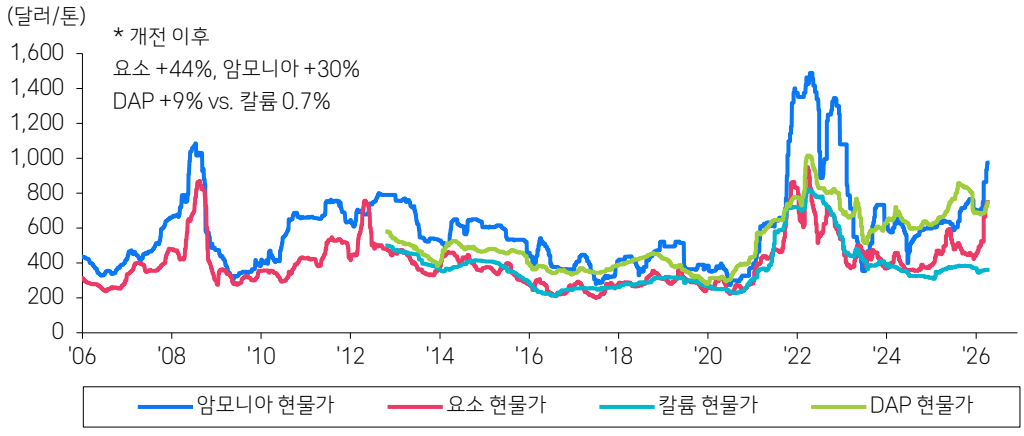
2) 농산물 시장: 질소 비료 공급 차질과 곡물가 상승 우려

- 호르무즈 해협 봉쇄로 4~5월 파종기를 앞두고 질소계 〉 인산계 〉 칼륨계 비료 순으로 공급 차질 우려와 가격 상승 압박이 나타나고 있다. '26년 3월 국제비료협회(IFA)는 이란, UEA, 카타르, 사우디, 바레인 중동 5개국이 전 세계 요소무역의 34%, 무수 암모니아에 대해서는 23%를 차지('24년 기준)하고 있으며 발표하며 해협 봉쇄에 따른 식량 위기를 경고한 바 있다.
- 비료는 크게 녹비, 쌀겨 등 자연적인 물질로 만든 1) 유기질 비료(천연 비료)와 광물이나 가스 기체를 화학적으로 가공하여 만든 2) 무기질 비료(화학 비료)로 분류된다. 사람에게 탄수화물, 단백질, 지방이 필수적인 영양소이듯 식물의 생장에 필수적인 3대 요소는 질소(N, Nitrogen), 인(P, Phosphate), 칼륨(K, Potassium)이므로, 화학 비료 역시 질소계, 인산계, 칼륨계 세 종류로 구분할 수 있다.

  이중 잎과 줄기 생장에 도움을 주는 질소계 비료는 공정 상 천연가스를 요구하는 무수암모니아를 핵심 원료로 하여 에너지 가격과 가스 공급에 민감할 수밖에 없다. 질소비료는 질소를 하버-보슈(Haber-Bosch) 반응으로 암모니아로 전환한 뒤 후속 공정을 통해 요소, UAN(요소 질산 암모늄), 질산암모늄 등으로 가공하여 생산되기 때문이다. 공기 중의 질소 농도는 78%에 달하지만, 자연 상태의 질소(N_2)는 화학적 결합이 매우 안정적이라 식물이 흡수할 수가 없다. 질소를 비료 형태로 만들기 위해서는 하버-보슈 공정이라는 별도의 화학 반응이 필요하다. 1918년 노벨 화학상을 수상한 프리츠 하버는 고온, 고압 상태의 실험실 환경에서 질소, 수소, 촉매를 반응하게 하여 암모니아를 합성하는데 성공했고, 이후 카를 보슈가 하버의 발견을 공장에서 대량 생산이 가능하도록 기술적으로 개선하였다. 이 공정의 첫 단계에서 천연가스는 수소를 제공하는 원료이자, 400~500℃ 이상의 고온 조건을 갖추기 위한 열 에너지원에 해당한다. 원유와 함께 천연가스 생산 비중이 높은 중동 국가들이 비료 무역에 강점을 지닌 배경이다.

  인산계 비료에 해당하는 인산일암모늄(MAP), 인산이암모늄(DAP)은 무수암모니아에 인산을 반응시켜 제조되므로 질소계 비료 다음으로 에너지난에 취약하다. 반면 합성비에 따라 상이하기는 하나 전반적인 칼륨계 비료는 정제된 칼륨 광석을 주원료로 가공되므로 앞선 두 비료 대비 영향이 제한적이다.
- 이러한 제조공정 상의 차이로 인해 해협 봉쇄 이후 미국 콘벨트 지역의 비료 내륙 유통 가격은 요소 〉 암모니아 〉DAP〉 칼륨 순으로 상승폭이 높게 나타났다.

그림 5. 미국 콘벨트(Cornbelt) 비료 유통 가격

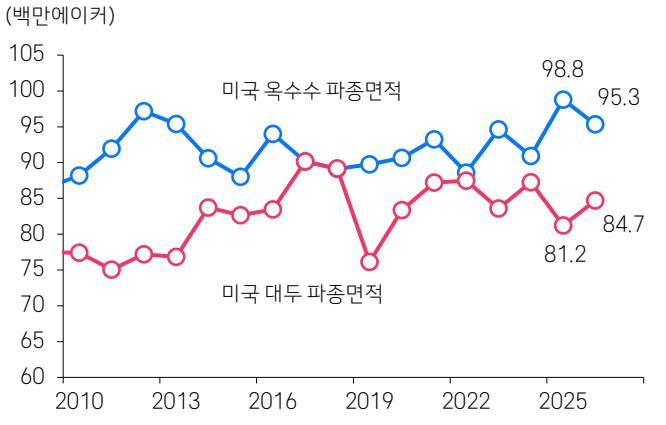


참고: '26년 4월 2주차 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

- **질소 의존도가 높은 작물은 옥수수 〉 소맥 〉 대두 순이다.** 농가는 질소 비료 가격 상승 시 수익성이 악화되어 파종기에 옥수수 대신 질소 의존도가 낮은 대두로 작부를 변경하게 된다. 3월 말 미국 농무부는 농가들이 26/27시즌 옥수수 파종 면적을 지난해 9,879만 에이커에서 9,533만 에어커로 줄이는 대신, 대두 재배 면적은 8,122만 에이커에서 8,470만 에이커로 늘릴 전망이라고 발표하였다. 비록 올해 옥수수 파종 면적은 감소할 것으로 예상되나, 여유 있는 기말재고로 콘탱고(공급 과잉) 상태에 있는 미국 옥수수 수급 여건과 북반구가 파종기를 앞두고 비료를 상당분 비축하고 있어 비료 현물가 상승에도 불구 극도의 수급난에 처해있지는 않다는 점을 감안하면 곡물가에 미치는 영향은 다소 제한적일 것으로 생각된다.
- **'22년 러-우전쟁 당시보다 파급 경로가 간접적이라는 점도 직전의 애그플레이션 상황과 구별되는 지점이다.** 비료 가격이 급등했다고 하여 농작물의 작황을 곧바로 단정지을 수는 없으며, 역사적으로 모든 에너지 쇼크가 식품 가격 전반의 광범위한 애그플레이션을 수반하지는 않았다. 장기적이고 추세성이 있다고 할 만한 애그플레이션은 1) 에너지 공급 쇼크, 2) 비료 혹은 일부 작물이 아닌 주류 곡물이 유통되는 회랑의 차단, 3) Crop calendar 상 파종, 추비, 차기작 면적 결정기와 공급 차질의 중첩, 4) 낮은 재고 수준으로 인한 완충 효과의 부족, 5) 기후 재난, 수출 규제 등의 요인 중 2~3개가 중복되는 경우 발생하였다.

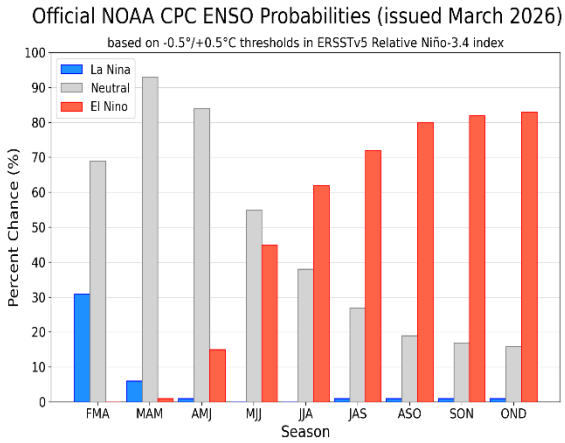
  대표적인 사례가 최근의 '22년 러-우 전쟁 사례이다. 에너지 공급 차단에 더하여 러시아-벨라루스 비료의 수출 제한, 특히 밀, 옥수수, 해바라기유를 중심으로 하는 흑해 곡물 수출 차질이 동시에 벌어지며 식량 가격의 급등이 나타났다. 2026년 미국-이란 전쟁은 직접적인 주류 농산물의 수급 차질보다 비료라는 투입 원가의 상승을 경유하여 시차를 두고 농산물의 생산 조건에 변화를 주는 간접적인 이벤트에 해당하므로, 최근의 애그플레이션과 동일선 상에서 비교하기에는 어려운 사례라고 생각된다.
- **오히려 원자재 관점에서는 올여름 주요 기상예측 기관에서 지구의 평균 기온을 높이는 엘니뇨 발생을 예고하고 있다는 점을 예의주시해야 한다.** 비료가격이 높은 수준에서 향후 기후적인 요소가 작물 별, 지역별로 상이한 영향력을 미칠 수 있다. 국제기후예측연구소(IRI) 3월 예보에 따르면 3~5월간에는 80%의 확률로 현재같은 ENSO 중립 상태가 유지되겠으나, 5~7월 들어서 엘니뇨가 나타날 가능성을 72~80%로 제시하며 올해 말까지 엘니뇨가 지속될 수 있다고 전망하였다. 엘니뇨는 적도 동태평양의 3개월 이동평균 해수면 온도 편차가 0.5도 이상 높은 상태가 지속되는 기상 현상이다. 엘니뇨 발생 시 미국 콘벨트에는 습윤한 환경이 조성되어 옥수수 작황이 개선될 수도 있지만, 비료 수입 의존도가 높은 중남미 지역의 기상 이변 위험이 높아지는 한편 아시아와 오세아니아는 고온건조한 기후로 가뭄과 폭염이 유발된다. 브라질에 생산이 밀집된 소프트(원당, 커피 등), 호주 밀, 인도, 방글라데시 등지의 쌀 작황이 타격을 입을 우려가 있다.

그림 6. 미국 옥수수, 대두 파종 면적



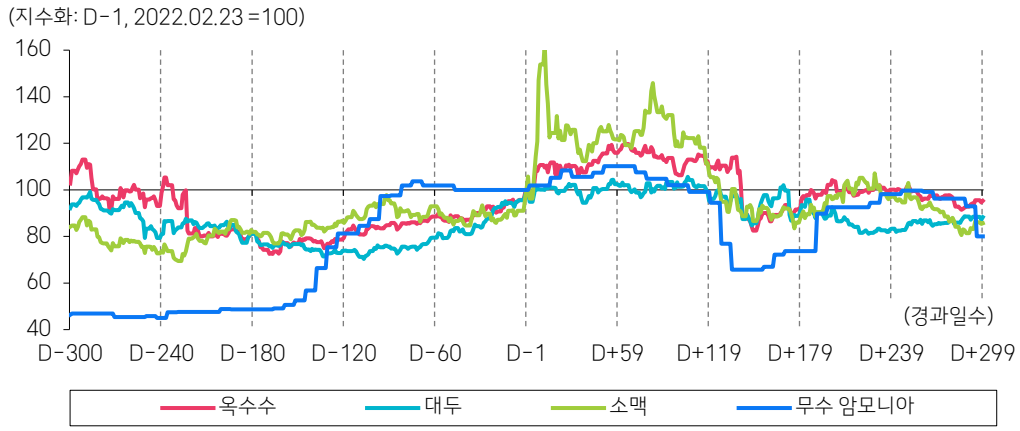
참고: '26년은 3월 미국 농무부 발표
자료: USDA, CEIC, 삼성증권

그림 7. IRI 엘니뇨 전망 (2026년 3월)



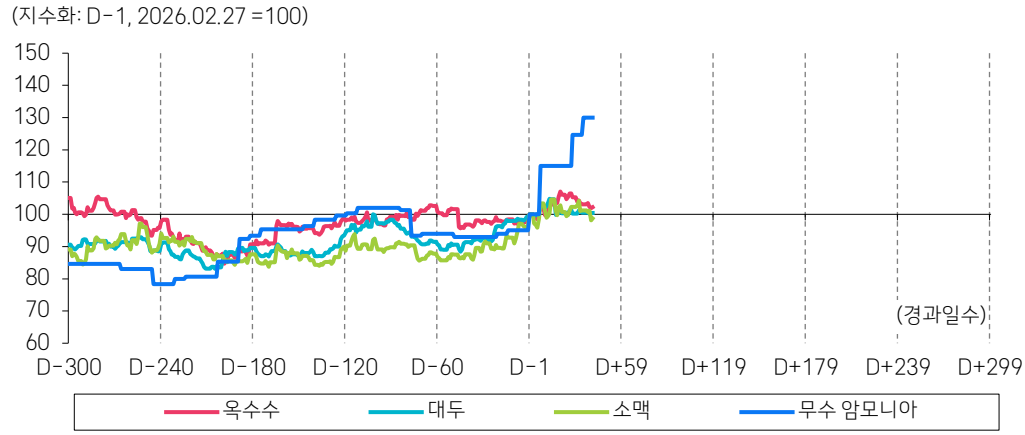
자료: IRI, March 2026 인용

그림 8. 2022년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 곡물 시장



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 9. 2026년 미국-이란 전쟁 발발 이후 곡물 시장



자료: Bloomberg, 삼성증권

3. 산업금속 시장: 고유가의 대표적인 피해자

비철금속 -전기동, 매크로에 숨겨진 공급 쇼티지 우려

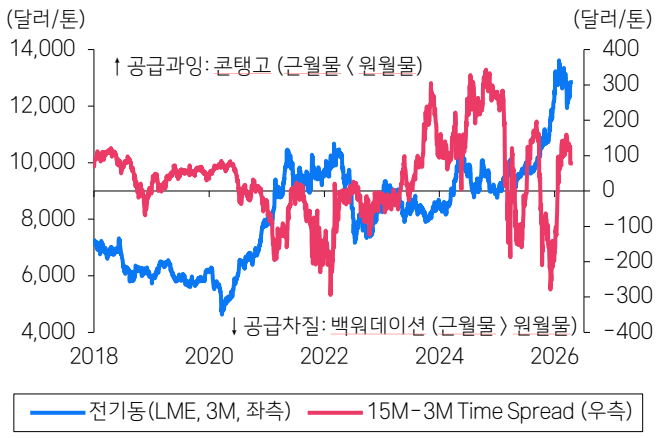
- **유가와 강한 역의 상관관계에 있는 원자재:** 미국-이란 전쟁 발발 전 까지만 해도 연초 전기동(LME, 3M)은 금, 은에 이어 투기적 유동 자금이 유입되며 연일 신고가를 경신했다. 지난해 대형 광산 사고로 원료단에서 공급 차질 우려가 불거지는 가운데 미국을 위시한 주요국 PMI의 확장 기준선 상회 흐름, 달러 약세, 위안화 강세 기조가 우호적인 매크로 여건으로 작용하였다. AI 데이터센터 발 중장기 수요 모멘텀이 전기동 투자매력을 높이기도 했다.

  다만, 고공행진하는 전기동 가격으로 인해 중국의 실물 수요는 부진하였고, 전쟁은 경기 둔화 우려를 야기하여 실물과 금융이 바라보는 가격의 괴리를 축소하는 조정의 계기가 되었다. 앞선 **표1**에서 확인되는 바와 같이 유가 급등으로 상징되는 전쟁 발발 이래, 원유와 전기동 가격의 상관관계는 -0.6으로 주요 원자재 가운데 가장 높은 음의 상관성이 확인된다. 전란이 소강 상태에 진입하여 유가가 점진적으로 하락하는 경우 전기동이 가장 민감하게 상승 반응할 수 있는 상태임을 시사하는 대목이다. 2분기 전기동(LME, 3M) 예상 등락 범위로는 11,800~13,800달러/톤을 제시한다.

- **동정광 수급 차질과 조정 시 보충 매수세 유입은 하방을 지지 내지는 높이는 요인:** 전체 동광석 생산의 23%를 점하는 1위 생산국인 칠레의 2월 생산량이 37.5만 톤으로 '17년 2월 이후 9년 만에 최저치를 기록했다. 지난해 7월 엘 테니엔테 지반 붕괴 사고의 여파가 지속되고 있어 국영기업인 코델코(Codelco)의 생산이 크게 부진했기 때문이다. 사고 복구가 완료된 지역이 순차적으로 조업을 재개했지만, 핵심 구역은 광산 감독국의 세부 조사가 마무리되기 전까지 조업이 중단될 예정이며 노동 감독과 안전규제 영향이 불확실성 요인으로 남아있다. 광산 노후화, 고품위 광상의 고갈로 구리 원광의 품위가 구조적으로 낮아지는 상황에서 광산의 공급자 우위 환경은 심화되는 양상이다. 정광 가공 대가로 제련소가 받는 제련 수수료(TC)는 -78.2달러/DMT를 기록하며 정광 공급 여건이 연초 대비 한층 악화되었다.

  물론 중국의 비철금속 시황 회복이 가시화되기 전까지는 여전히 인내심이 필요한 구간으로 생각된다. 휴전 협상 이후 전기동 저가 매수세에 힘입어 양산항 프리미엄은 74달러/톤까지 상승하였고, 비축기를 마친 뒤 재고가 4주 연속 감소하고 있으나 여전히 SHFE 전기동 재고는 5년 범위 상단 부근에서 계절적으로 높은 수준을 유지하고 있다. 재고 소진기를 맞아 실수요자들의 Buy the dip 전략으로 저가 매수세가 유입되고 있는 것으로 확인되나, 상대적으로 여유가 있는 정련동 재고 여건이 상방을 제약하며 제한적 등락세가 예상된다.

그림 10. 전기동(LME, 3M)과 타임 스프레드 추이

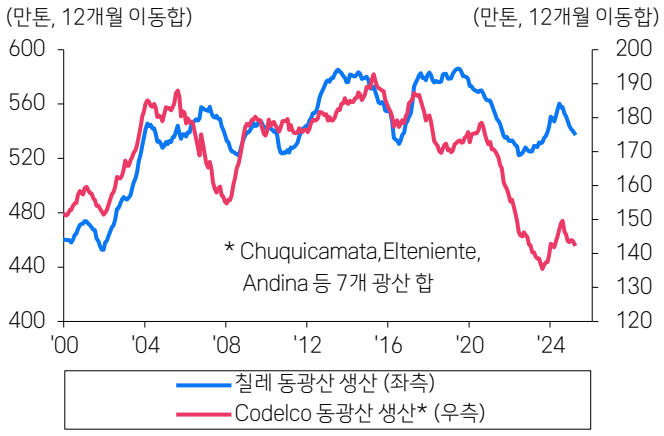


참고: '26년 4월 14일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 11. 중국 위안화와 환율과 전기동(LME, 3M) 추이

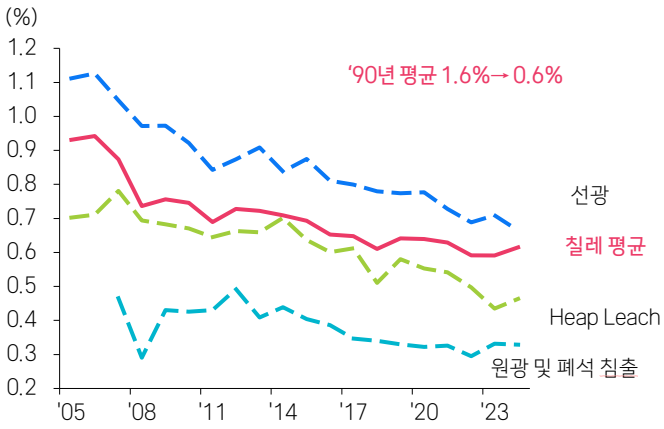
참고: '26년 4월 14일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 12. 칠레 및 Codelco 동광산 생산 추이



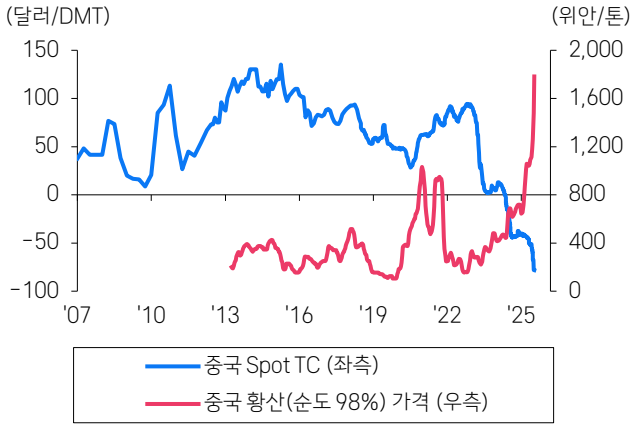
참고: '26년 4월 13일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 13. 처리 공정 별 칠레 구리 원광 품위



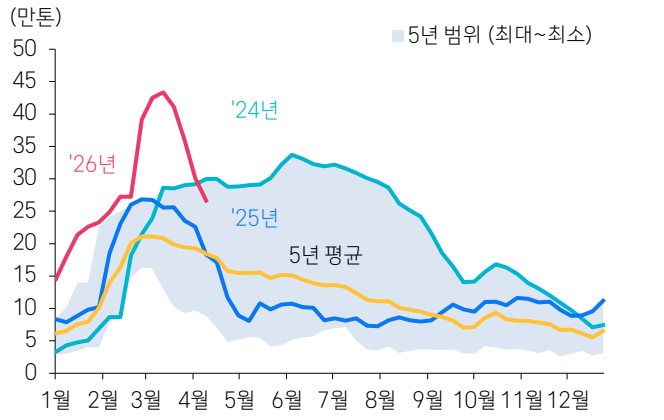
참고: 칠레 총 구리 생산량 97.3%을 점하는 광산 대상
자료: 칠레 구리 위원회, 삼성증권

그림 14. 중국 TC(정광 처리 수수료)와 황산 가격 추이



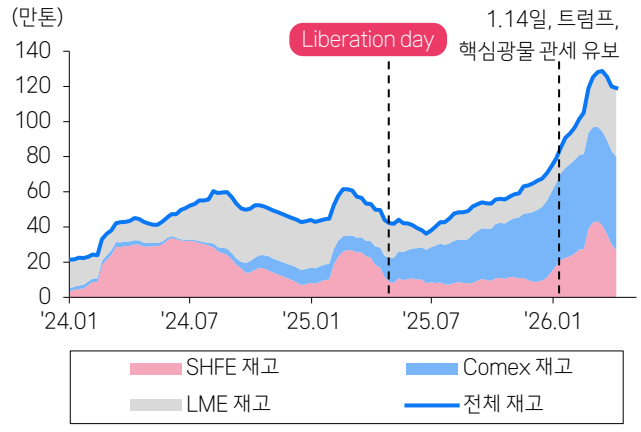
자료: Bloomberg, Wind, 삼성증권

그림 15. 상해 SHFE 거래소 전기동 재고



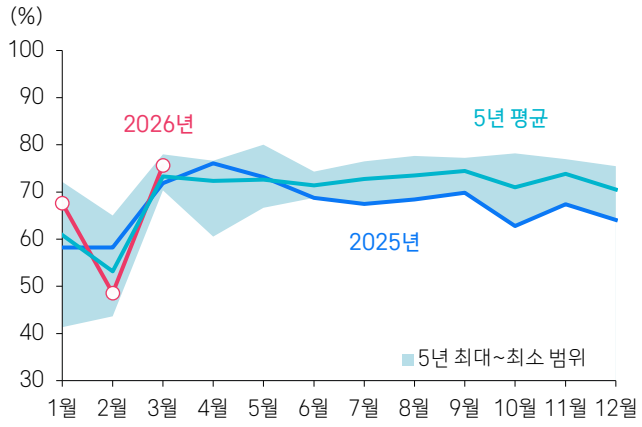
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 16. 3대 거래소 전기동 재고 추이: CME, LME, SHFE



자료: Wind, Bloomberg, 삼성증권

그림 17. 중국 구리 중간재 가동률

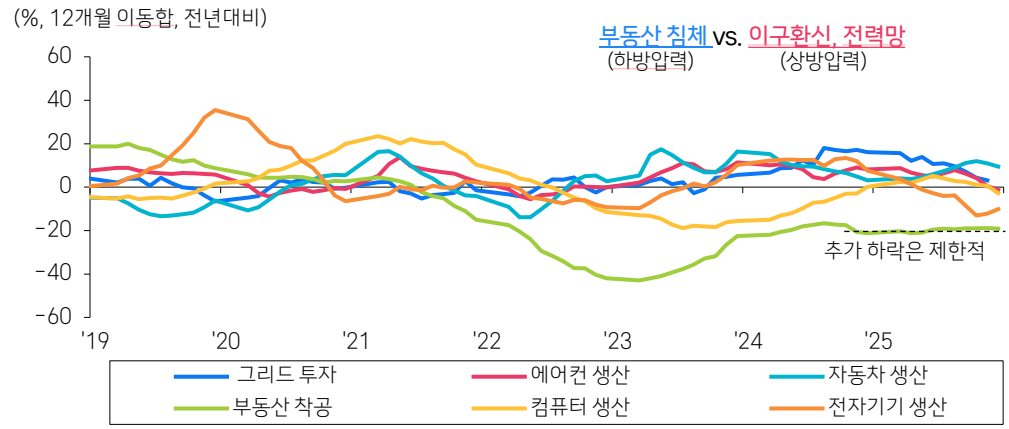


참고: 동선, 동봉, 동판/시트 & 스트립, 동관의 생산량 가중 가동률
자료: SMM, Bloomberg, 삼성증권

• **정책 모멘텀에 주목:** 그럼에도 불구하고 긍정적으로 평가할 수 있는 부분은 1) 지난 헝다 사태 이후 줄곧 중국 경제를 짓누르던 부동산 부문 악화 상태가 바닥권에 근접하였다는 점과, 2) 15.5 경제규획 기간('26~'30년) 4조 위안의 전력망 투자가 예고되었다는 점이다. 전기동은 최종 내재 수요 기준으로 30%를 부동산/건설이 점하나, 가공업체들의 직접 수요 기준으로는 전력 계통 수요가 절반을 차지한다. 단기 가격 등락은 전력망이, 중장기 시황은 부동산이 좌우하는 구조인 것이다. 지난 헝다 부동산 디폴트 시기, 부동산 시황 악화에도 불구 전력망 투자가 경기 하방을 방어하는 역주기 조절 수단으로 활용되면서 전기동 가격은 약세가 아니라 박스권 횡보세를 보이며 소위 버티는 흐름을 시현한 바 있다.

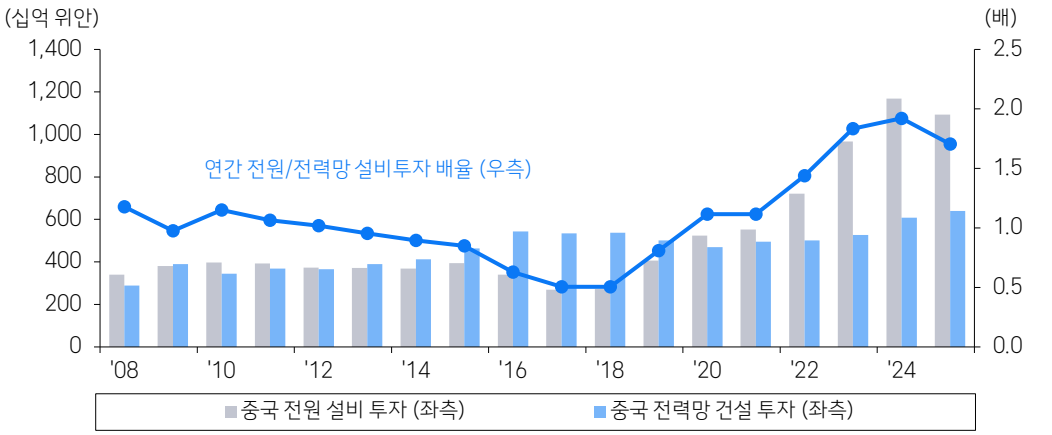
1월 초 중국 발개위(NDRC)와 국가에너지국은 3월 양회를 앞두고 '27년까지 전력망 투자의 대상이 되는 43개 프로젝트, 10개 도시를 발표하였다. '21년 전력 부족사태 이후 대대적으로 단행된 전원 투자 대비 전력계통에 대한 투자가 상대적으로 부진하기도 했고, 서부에서 생산된 전력을 원활히 수송하여 동부 첨단 제조업을 지원하기 위해 전력 송전망 용량을 '25년말 340GW에서 '30년 420GW(+24%) 이상 확대하는 서전동송(西电东送) 프로젝트가 추진되고 있다. 호르무즈 해협 봉쇄 해제 이후에도 운임, 해상 보험료 상승으로 인해 중국 경기의 하방을 지지했던 수출 경기 개선이 지연될 수밖에 없는 상황이다. 부동산 경기 부진에 따른 추가 수요 압박이 제한된 상황에서 중국 정부가 내수 부양을 통해 위안화 강세 흐름을 용인하는 한편 전력망 투자를 가속화하며 전기동 가격에 우호적인 투자 환경이 조성될 가능성에 주목한다.

그림 18. 중국 구리 최종 소비 부문 별 증감률



자료: CEIC, 중국 국가통계국, 중국 가전협회, 삼성증권

그림 19. 중국 전원 투자와 전력망 투자 금액 추이



자료: 중국 발개위(NDRC) 산하 국가에너지국(NEA), Bloomberg, Wind, 삼성증권

4. 귀금속: 기술적 저점 확인 후 반등 성공

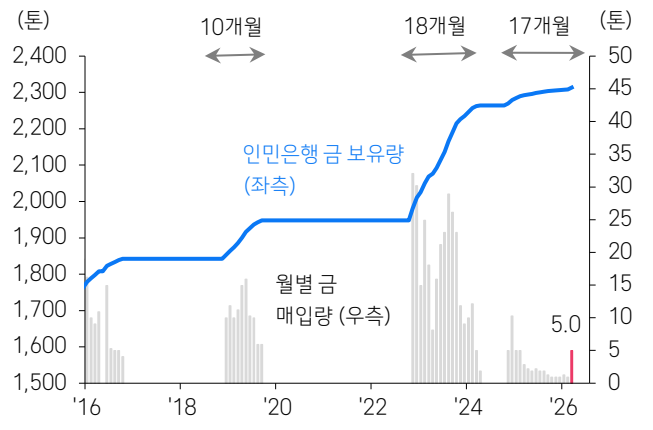
금 – 상당기간 지속될 고유가, 추가 상승 모멘텀은 다소 아쉬운 상황

- 3.23일 장중 4,100달러/t oz까지 급락하며 43년만에 주간 기준 최대 낙폭을 보였던 금 현물이 4,300~4,400달러/t oz에서 지지선을 구축하며 기술적 반등세를 시현했다. 2분기 목표 상단으로 제시했던 5,000달러/t oz 탈환까지 3~4% 남짓을 남겨두고 있는 시점이다.
- **금 저가 매수 출현과 중앙은행 매도세 진정:** 미국-이란 전쟁 개전 이후에는 고금리, 고유가, 강달러의 3高 환경에 더하여 수급적으로는 ETF의 대규모 자금 유출, 중앙은행의 금 매도세가 급락의 배경으로 작용하였다. 그러나, 수요가 아닌 공급 측 shock에 대해서는 중앙은행이 급격한 긴축보다는 사태를 주시하면서 신중한 태도를 보일 것이라는 인식이 확산되는 가운데, 오히려 경기 위축에 대한 우려와 미국 국방 예산 증액에 따른 정부 부채 문제가 부각되며 금에 대한 저가 매수세가 출현하였다. 한편 글로벌 자산시장이 유가에 대한 민감도를 낮추며 낙폭을 회복한 점도 여타 자산의 손실 상쇄를 위해 금에 대한 차익실현 압박을 약화시킨 요인이었다.

  특히 러시아가 1~2월 전비 충당을 위해 14톤의 금을 매각한데 이어 3월 중 튀르키예 중앙은행이 리라화 가치를 방어하기 위해 60톤의 금을 매각하였으나, 최대 금 매수자인 중국 인민은행이 3월 5톤의 추가 매입을 통해 17개월 연속 금 매수를 이어 나가며 중앙은행의 외환보유고 다변화 기조가 연장되고 있음이 확인된 점도 투자심리를 개선하였다.
- 4월 들어서 금은 급락 이후 4주 연속 상승세를 연장하고 있다. 통화정책 긴축에 대한 과도한 우려가 휴전 협상으로 진정 국면에 이르며 기술적 과매도 상태가 해소되었고, 1차적인 과대 낙폭 되돌림은 어느정도 진행된 상황이라고 생각된다. 전쟁 직후 동결 내지 금리 인상을 반영했던 금리선물시장은 현재 인상 가능성을 크게 반영하고 있지는 않지만, 여전히 내년 7월까지 1회의 금리인하를 확신하지 못하는 신중한 태도를 견지하고 있다. 미국-이란 전쟁 불확실성이 4월 내 해소된다면 시장이 반영하는 금리 인하 시점은 내년 하반기보다 앞당겨질 수 있다는 점에서 금에 우호적인 여건이 될 것으로 예상한다.

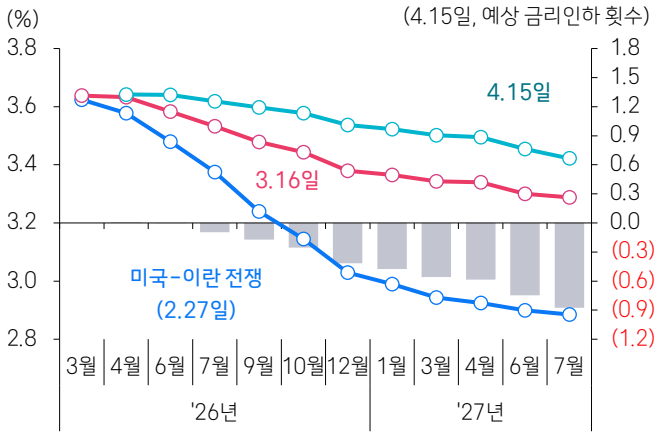
  2분기 인플레이션 재가속에 대한 경계감으로 인해 각국 중앙은행의 커뮤니케이션이 동결 내지는 매파적일 수밖에 없는 가운데, 4.21일 케빈 워시 의장의 청문회를 두고 통화정책에 대한 민감도가 높아지는 시점이다. 고유가가 상당 기간 지속될 상반기 중에는, 유동성 랠리 상황에서 달성했던 전고점 탈환이 어려울 것으로 보는 연유이다. 미국-이란 전쟁 협상 불확실성을 감안하여 현재로서는 2분기 금 현물 예상 등락 범위로 4,400~5,000달러/t oz를 유지한다.

그림 20. 중국 인민은행 금 보유 및 매입 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 21. 금리선물시장에 반영된 기준금리 경로



자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA