

Community

원자재

원자재

Cycle

by

Non-Cyclical

LS증권 2026 하반기전망
리서치센터 투자전략실
2026. 6. 1

- Part I Non-Cyclical이 이끄는 Cycle: 과거와는 다른 원자재 사이클
- Part II 에너지: For Whom the Bell Tolls
- Part III 귀금속: Buy the Dip
- Part IV 비철금속: 원자재 사이클의 중심

원자재

Analyst 홍성기

sungki.hong@ls-sec.co.kr



LS증권 원자재 담당 홍성기입니다.

2026년 상반기 원자재 시장은 귀금속과 비철금속의 강세에 이어 이란 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등까지 더해지며 빠른 섹터 로테이션을 보였습니다. 전쟁은 유가와 천연가스, 석탄 등 에너지 가격뿐 아니라 비료와 황산 가격을 통해 니켈, 농산물 등 여타 원자재 시장에도 광범위한 영향을 미치고 있습니다. 과거 2000년대 원자재 사이클이 중국의 산업화와 세계화에 기반했다면, 이번 사이클은 AI 데이터센터, 전력 인프라, 에너지 전환과 같은 Non-cyclical 수요와 지정학적 자원 경쟁, 구조적 인플레이션 압력이 함께 이끄는 새로운 국면에 진입하고 있습니다.

Part I에서는 이번 원자재 상승 사이클의 핵심 동력인 **Non-Cyclical 원자재 수요**에 대해 논의했습니다. AI 데이터센터와 전력 인프라, 에너지 전환 투자는 경기 사이클과 무관하게 지속되고 있으며, 구리와 알루미늄 등 주요 금속 수요의 중심축도 경기민감 부문에서 비경기순환적 수요로 이동하고 있습니다. 여기에 주요국의 자원 공급망 확보 경쟁과 자원 국수주의, Fiscal Dominance 우려에 따른 Debasement Trade가 더해지며 과거와는 다른 원자재 사이클이 형성되고 있음을 분석했습니다.

Part II에서는 **에너지 시장**을 중심으로 이란 전쟁과 호르무즈 해협 정상화 과정을 분석했습니다. Base Scenario에서는 6월 중 호르무즈 정상화를 전제로 유가가 단기 급락 후 점진적으로 균형을 찾아갈 것으로 전망했습니다. 반면 봉쇄가 장기화되는 Worst Scenario에서는 전략비축유 방출 효과가 소진되고 OECD 상업적 재고가 크게 감소하며 유가 상승 압력이 재차 확대될 수 있음을 분석했습니다.

Part III 귀금속 부분은 **Buy the Dip** 관점에서 분석했습니다. 1분기 본격적인 Boom-bust 사이클을 경험한 귀금속 시장은 이란 전쟁 이후 미국 국채금리 상승과 달러화 강세, 실질금리 상승의 영향으로 조정을 받았습니다. 단기적으로 지정학적 리스크가 오히려 금리와 달러를 통해 금 가격에 부담으로 작용하고 있으나, 중장기적으로는 구조적 인플레이션 압력과 Debasement Trade, 중앙은행 매입 수요가 금 가격의 하방을 지지할 것으로 판단하고 있습니다.

Part IV 비철금속 부문에서는 **원자재 사이클의 중심**으로서 구리, 알루미늄, 아연 시장을 점검했습니다. 구리는 AI 인프라와 전력망, 에너지 전환 수요가 하방 경직성을 제공하는 가운데, 정광 부족과 중국 제련소 감산 가능성이 공급 리스크로 작용하고 있습니다. 알루미늄은 중동 생산 차질과 전력난, 에너지 비용 상승으로 역대급 공급 부족 압력이 심화되고 있으며, 데이터센터 확대에 의한 전력 수요 증가 역시 생산 제약 요인으로 부각되고 있습니다. 아연은 주요 광산의 증산 지연과 중국 내외 정광 수급 불균형으로 제련 수수료가 다시 압박받고 있으며, 공급 부족 재개 가능성이 높아지고 있음을 분석했습니다.

항상 차별화된 분석을 통해 원자재 시장에 대한 깊이를 더해 나가도록 하겠습니다.

Contents



LS증권 2026 하반기 전망: 원자재 | 원자재 Cycle by Non-cyclical

- Part I 04 Non-Cyclical이 이끄는 Cycle
과거와는 다른 원자재 사이클
- Part II 17 에너지
For Whom the Bell Tolls
- Part III 43 귀금속
Buy the Dip
- Part IV 58 비철금속
원자재 사이클의 중심

Part I

Non-cyclical이 이끄는 Cycle

과거와는 다른 원자재 사이클

- 원자재 상승 사이클의 동력들
- 견조한 제조업 경기, 무역, 유동성이 원자재 사이클 지지

2026년 원자재 시장 현황

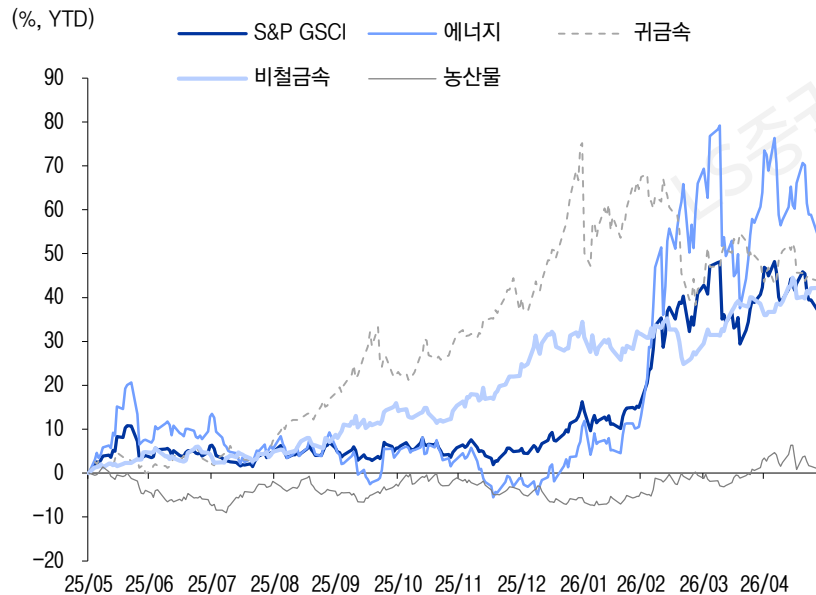
● 귀금속, 비철금속, 에너지로의 빠른 로테이션

- 연초 귀금속, 비철금속 강세에 이어 이란 사태로 인한 에너지 가격 급등

● 이란 전쟁의 광범위한 여파

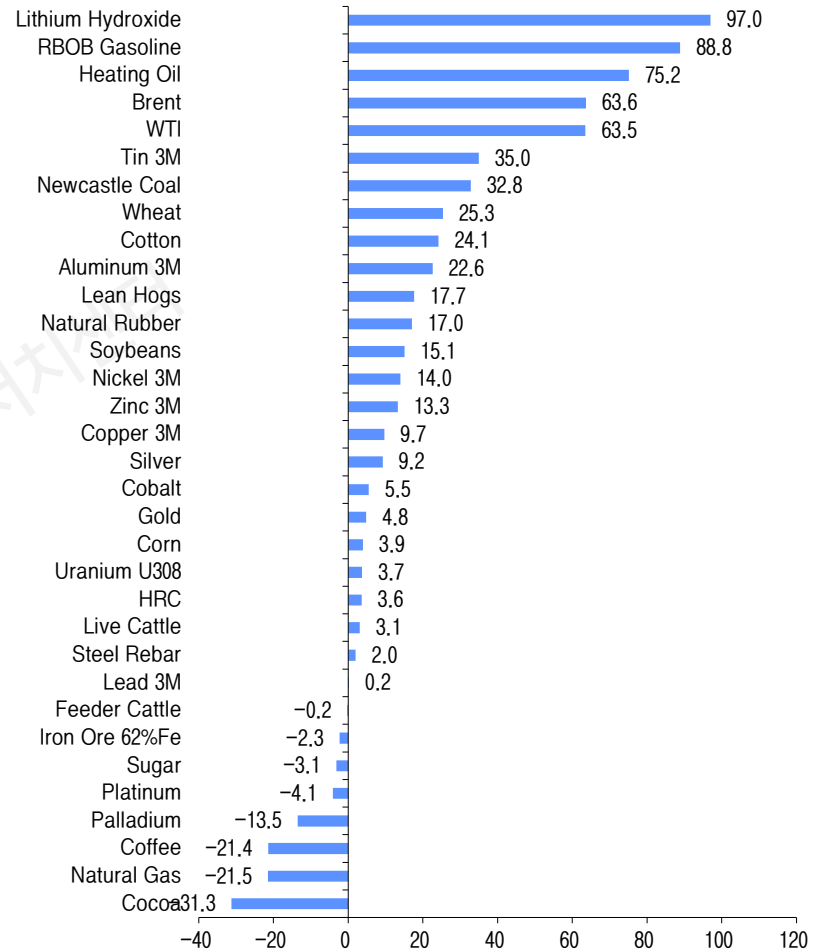
- 이란 전쟁은 유가, 천연가스, 석탄 등 에너지 가격 상승 뿐 아니라 비료, 황산 가격 상승을 통해 니켈, 농산물 가격에도 영향
- 전쟁 종료 여부에 따른 가격 향방에는 유의

최근 1년 원자재 섹터별 수익률



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

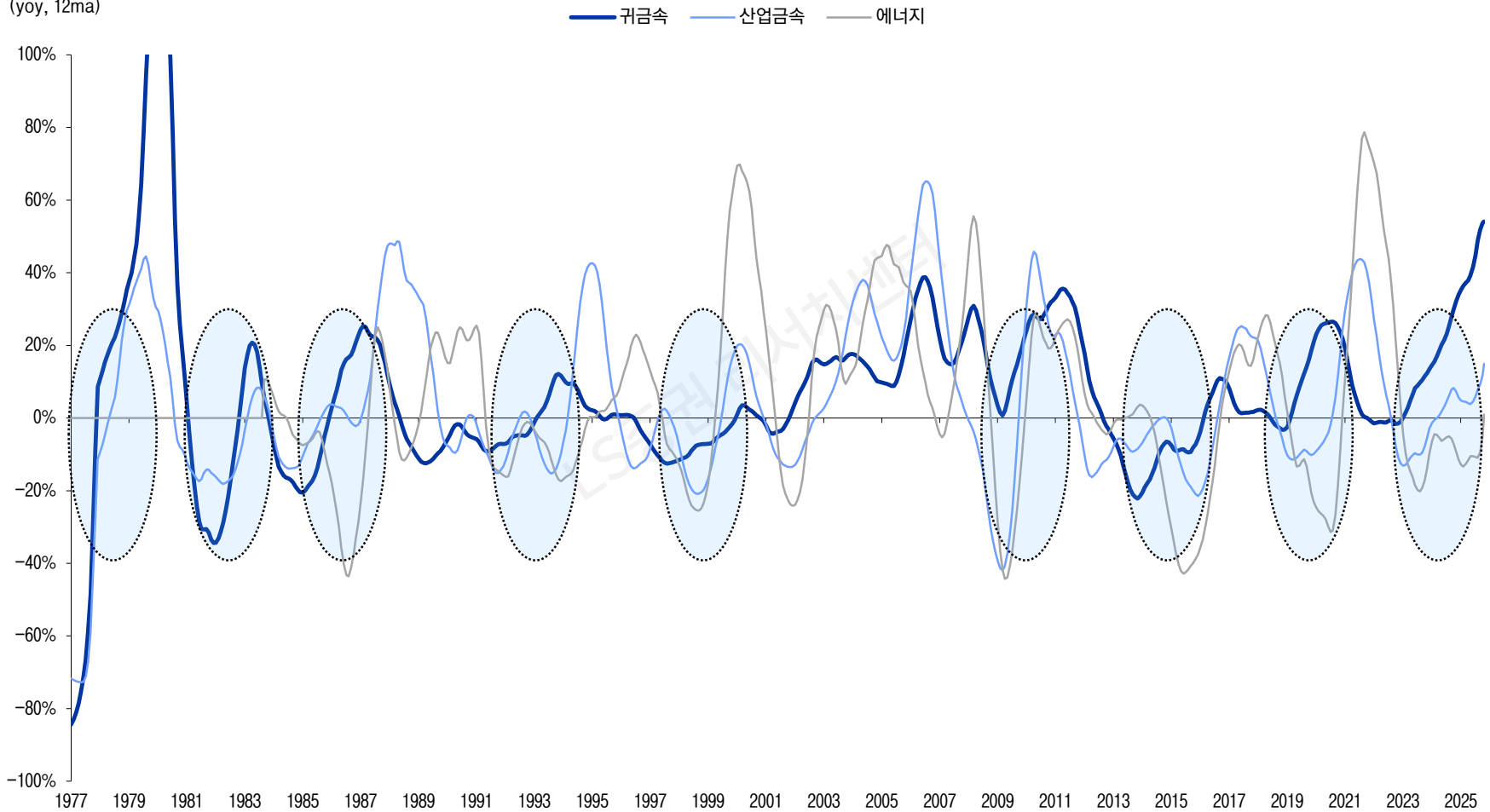
2026년 원자재 품목별 수익률



원자재 상승 사이클 지속

GSCI 섹터별 원자재 지수 사이클

(yoy, 12ma)



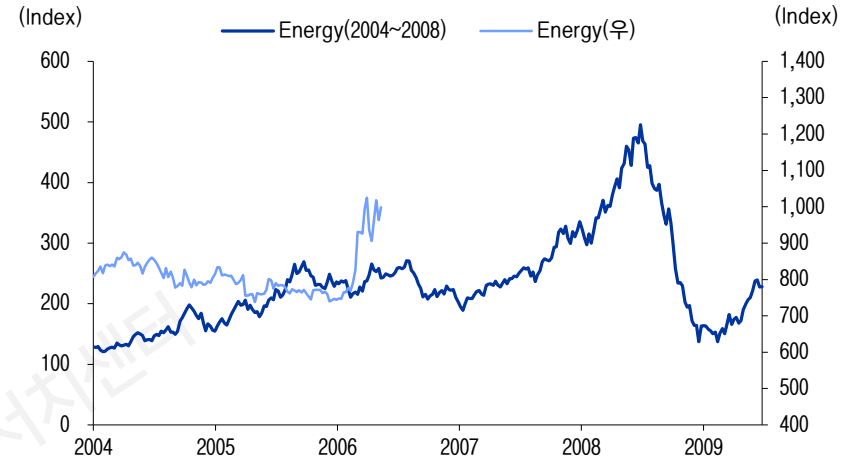
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Again 2006?

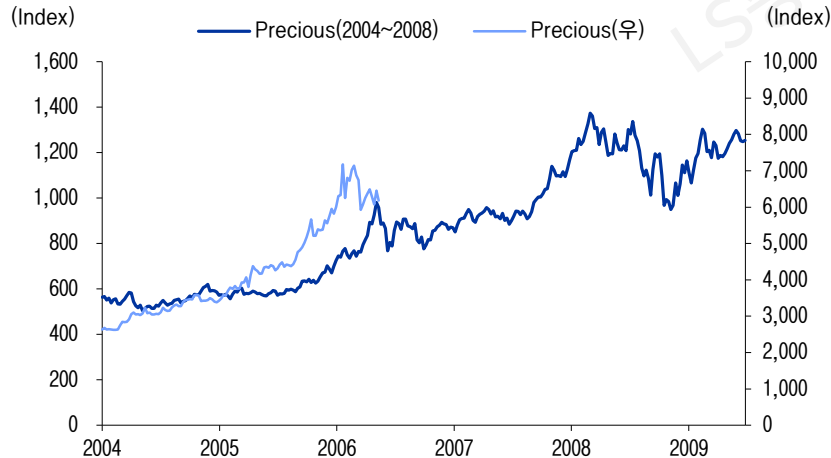
GSCI 비교



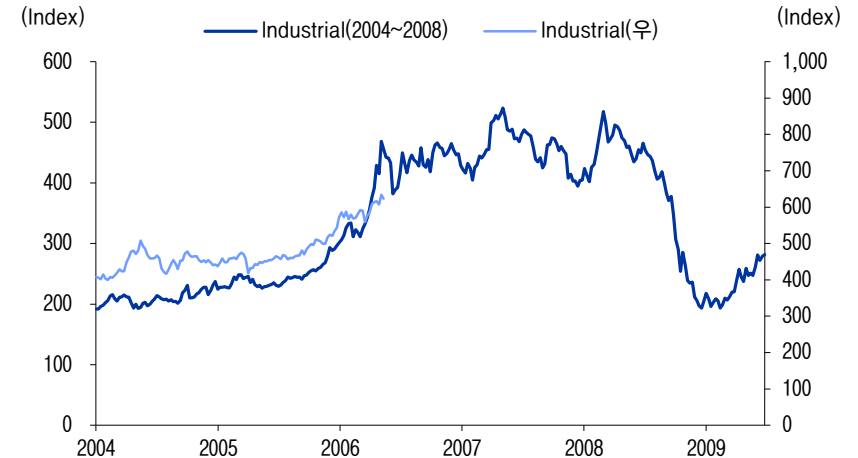
Energy Index 비교



Precious Index 비교



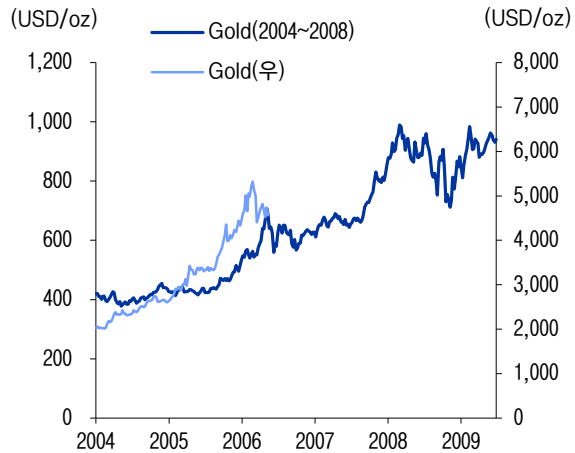
Industrial Metal Index 비교



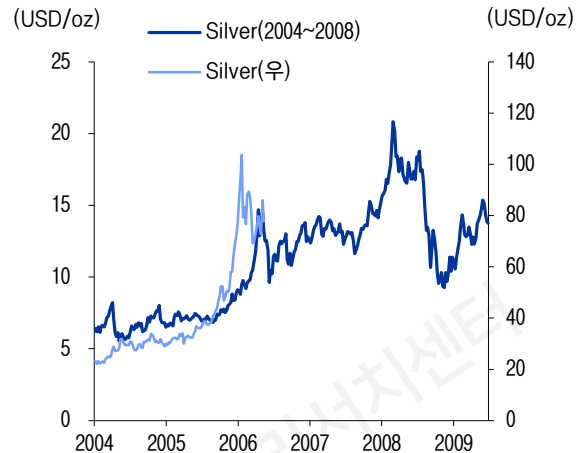
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Again 2006?

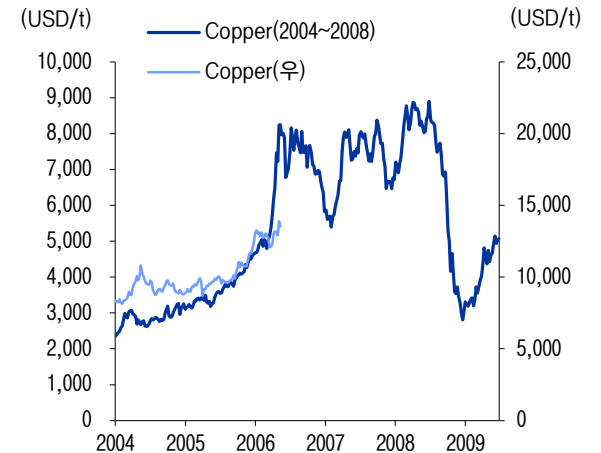
Gold 비교



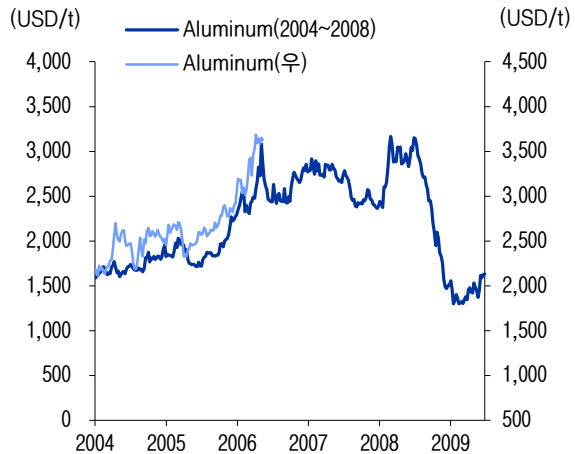
Silver 비교



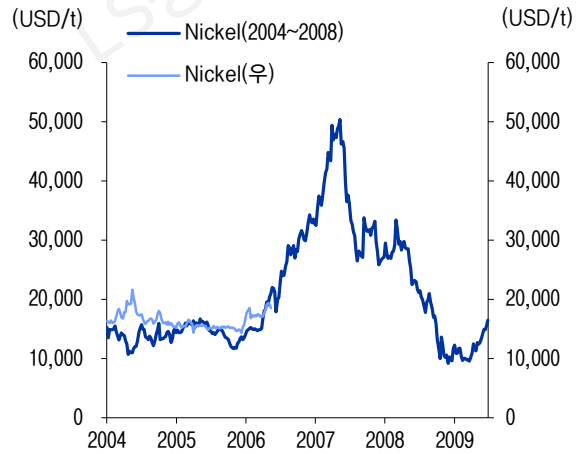
Copper 비교



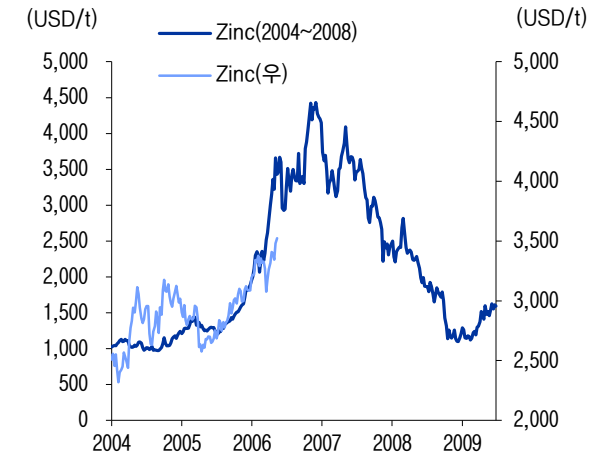
Aluminum 비교



Nickel 비교



Zinc 비교

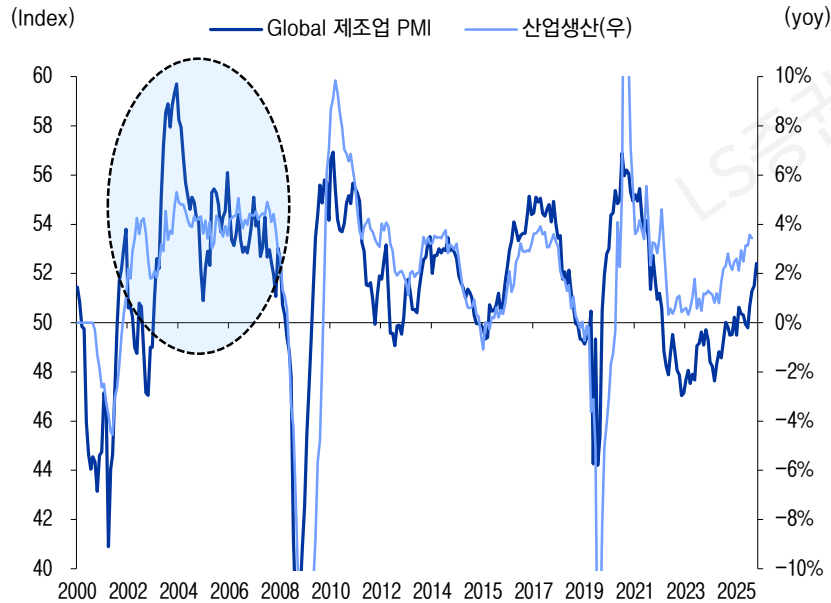


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

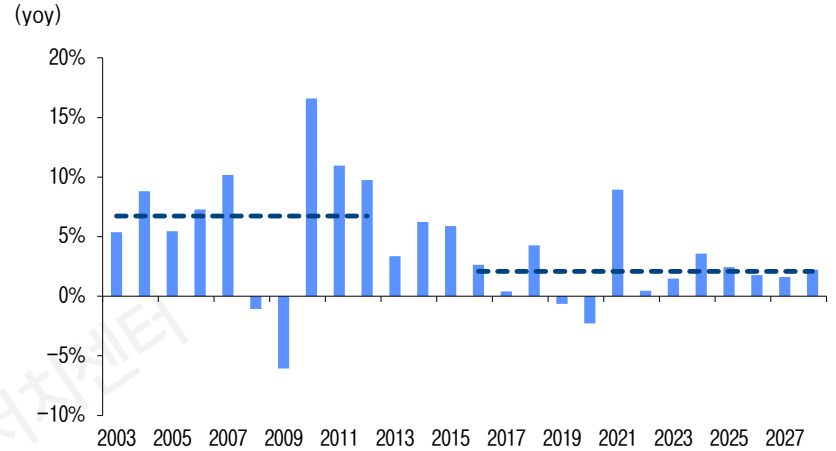
그러나 과거와는 다른 사이클

- 2000년대 원자재 수퍼사이클의 동력은 세계화와 중국의 산업화에 따른 수요 폭증
- 중국은 10%대의 원자재 수요 증가율을 나타내며 구조적인 공급 부족을 초래

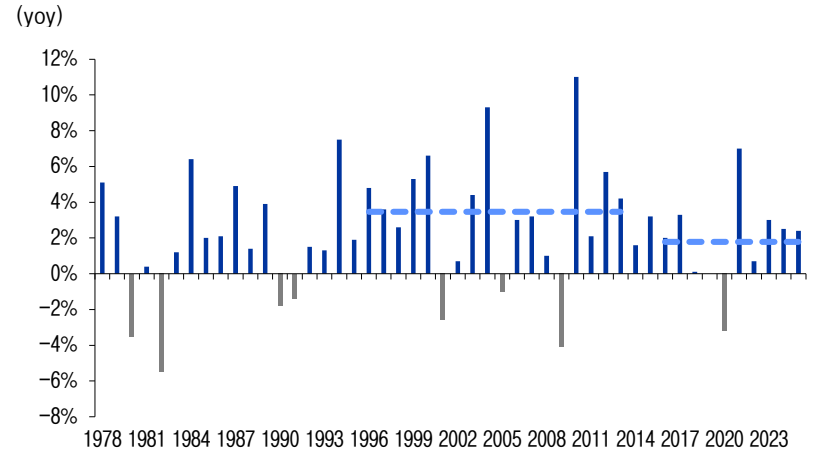
세계 제조업 PMI, 산업생산 추이



Aluminum 수요 증가율



Copper 수요 증가율

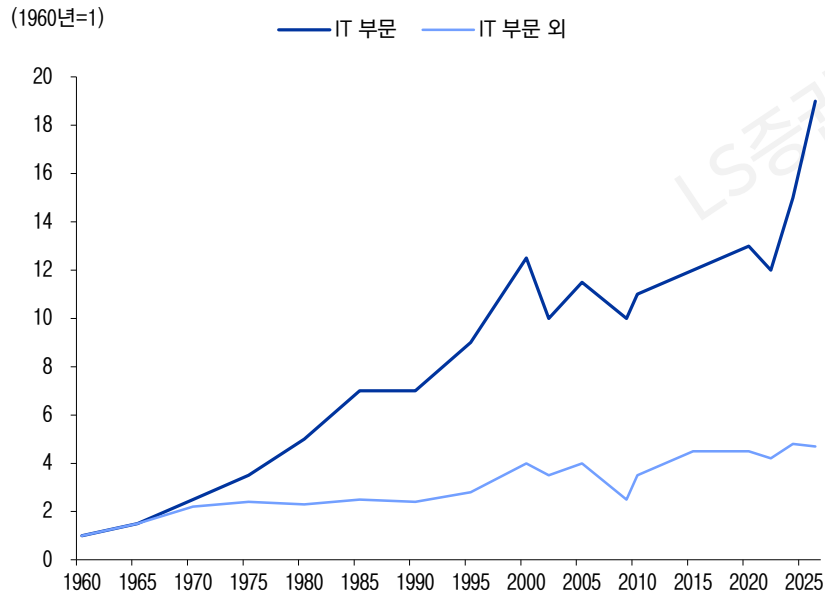


자료: Bloomberg, 산업자료, JPM, S&P, ISM, LS증권 리서치센터

1. Non-cyclical 수요가 Cycle을 이끈다

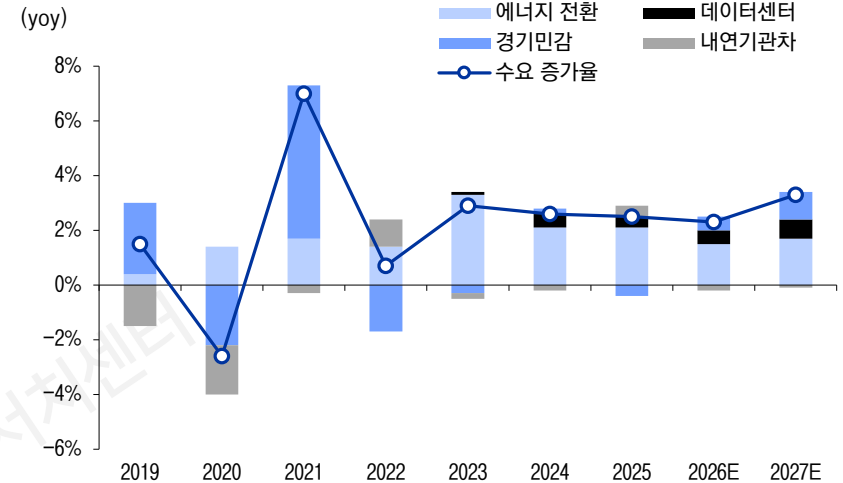
- 미국의 AI 관련 투자사이클은 지난 1960년대 이후 가장 빠른 속도
- 2020년대 AI 데이터센터와 전력인프라, 에너지 전환 관련 투자는 경기 사이클에 무관하게 지속
- 구리, 알루미늄 수요의 증가에서 경기민감 부문이 기여하는 비중이 낮아지고, 데이터 센터와 에너지 전환의 비중이 대부분을 차지

미국 비거주용 실질 고정자산투자 추이

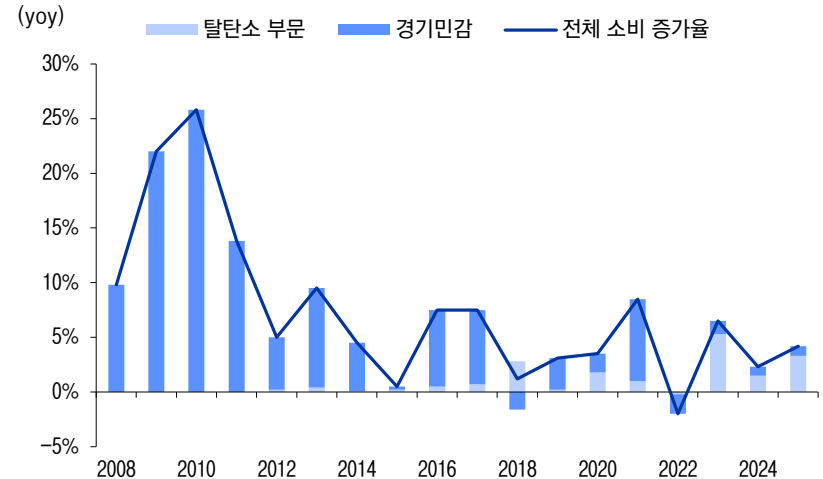


자료: NBS, SMM, LS증권 리서치센터

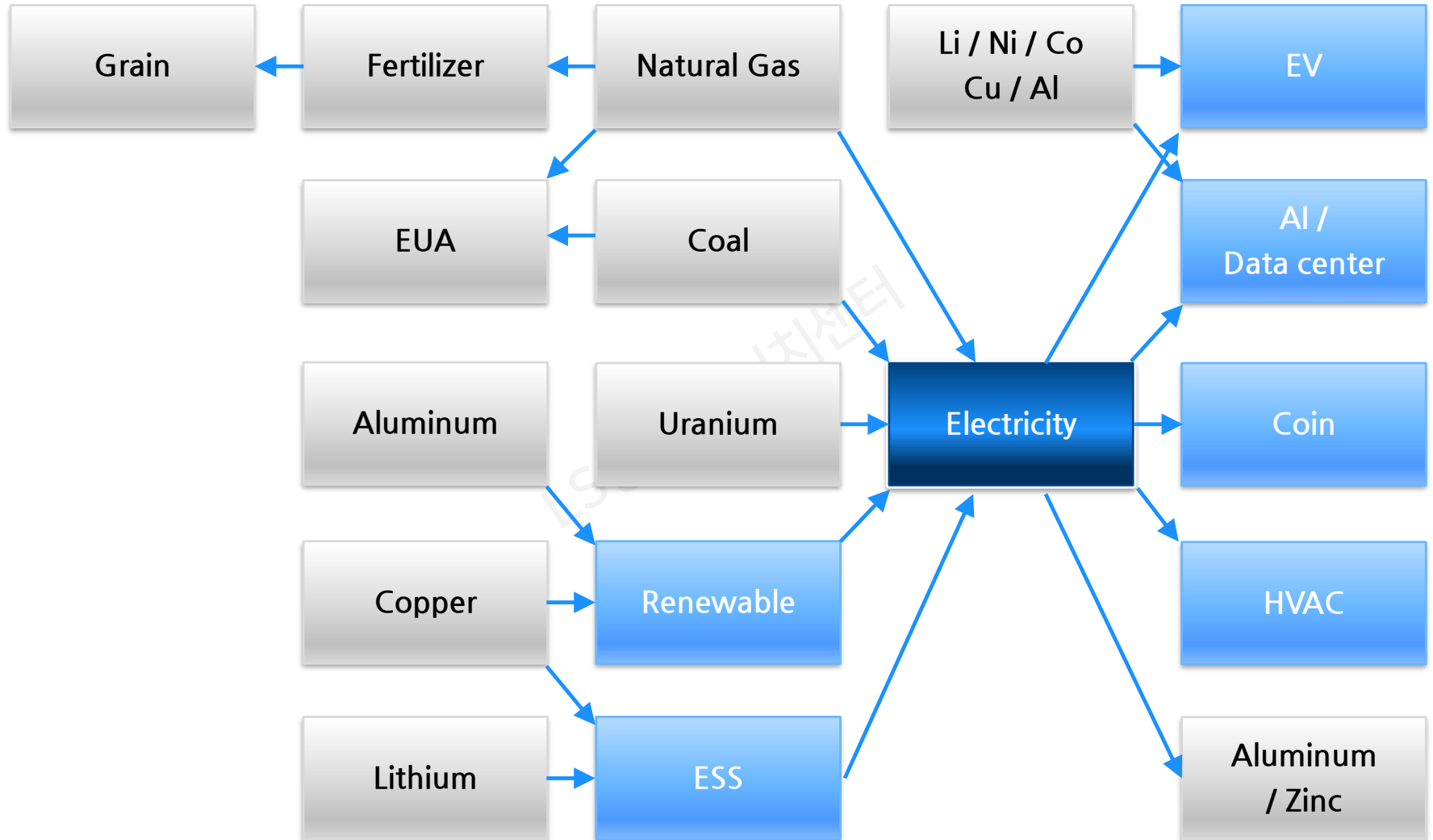
구리 수요 증가율과 부문별 기여도



알루미늄 수요 증가율과 부문별 기여도



1. Non-cyclical 수요가 Cycle을 이끈다



2. 지정학과 자원 경쟁

- 2020년대 코로나 사태, 러-우 전쟁에 따른 자원 공급망 리스크를 경험한 주요 서방국들은 자원 공급망 확보를 위한 정책 설계
- 신냉전 시대, 주요국들은 중국에 대한 자원 의존도 낮추기 위해 전략 비축 및 자국 내 정제련 확대
- 한편 원자재 부국들은 원광 수출 금지와 자국 내 제련소 설치 정책 등 자원 국수주의 강화

주요국들의 자원 공급망 확보

미국

- Project Vault 가동 : 60일치 분량 핵심광물 비축
- Mine, baby, mine : 미국 내 광산 개발 규제 완화
- 동맹국 중심의 양자 협력. 정제련 역량 강화

EU

- CRMA : 2030년까지 핵심광물 40% 역내 정제련, 25% 재활용
- 미국과 핵심광물 공동 개발, 공동 비축 MOU 추진

중국

- 자원 통제권 강화, 국유기업 통폐합
- 핵심광물 수출 통제 (희토류, 비료 등)
- 글로벌 광산 지분 선점 (아프리카, 남미, 동남아)

원자재 부국들의 자원 국수주의

인도네시아

- 광물 자원 국수주의 성공적 정착 모델
- 원광 수출 금지와 역내 제련소 설치 정책
- 니켈에서 보크사이트, 구리 정광으로 품목 확대

콩고민주공화국

- 세계 코발트 공급의 70% 이상 ; 코발트 수출 통제
- 현지인 주주 및 노동자에 10% 지분 할당 강제
- 국가 무상 지분 확대 : 광업권 발행 시 국가에 지분 무상 배분

짐바브웨

- 아프리카 최대 리튬(스포듀민) 생산국
- 리튬 원광 및 미가공 광물 수출 전면 금지, 1차 제련시설 설치 강제

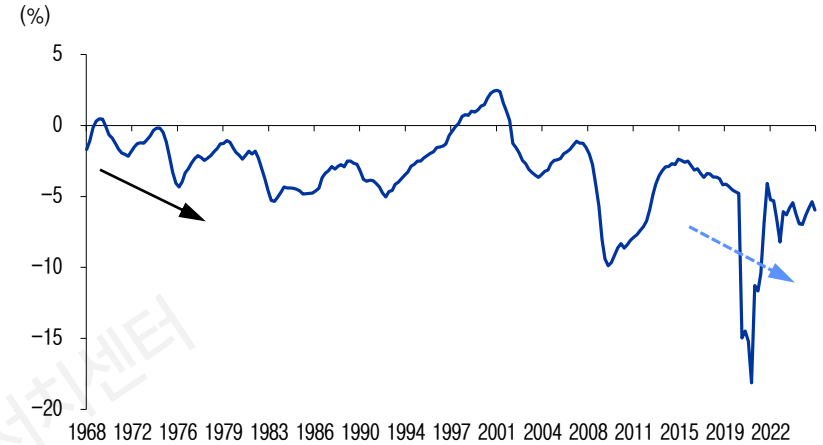
3. 구조적 인플레이션 사이클과 Debasing Trade

- 1970년대 과도한 재정 지출+완화적 통화정책 물가를 자극
- 현재 미국 GDP 대비 정부부채 120%를 상회, 재정 파탄을 막기 위해 중앙은행이 고금리 정책을 펼 수 없을 것이라는 "Fiscal Dominance" 의견 대두
- 만약, Level-up된 단기 기대인플레이션이 장기로 전이된다면?

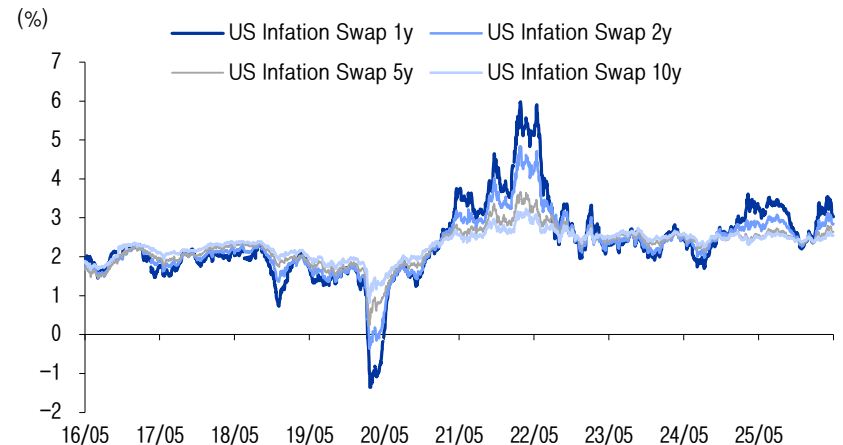
미국 CPI와 기준금리 장기 추이



미국 재정수지/GDP 추이



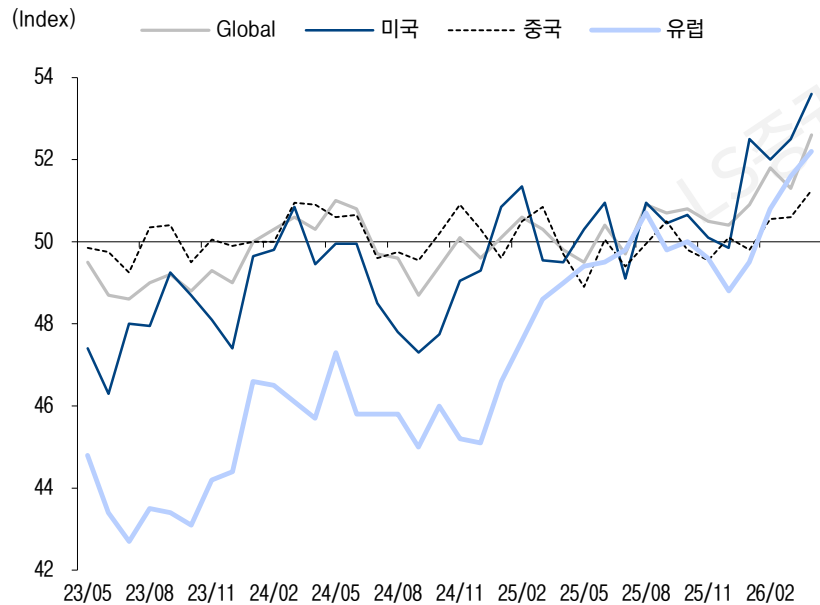
미국 장단기 기대인플레이션



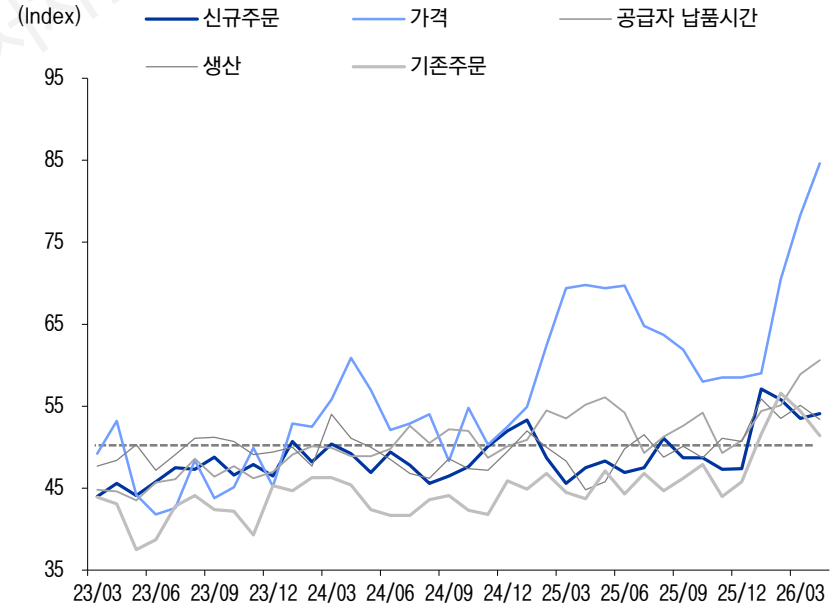
제조업 PMI 호조세, 단 가격 지표 왜곡 유의

- 주요 경제권 제조업 PMI 2022년 이후 최고치, 뚜렷한 확장권 진입
- 단 2025년 관세, 2026년 이란 전쟁에 따른 가격 지표 왜곡 유의

제조업 PMI 지수



미국 ISM 제조업 지수 세부 항목

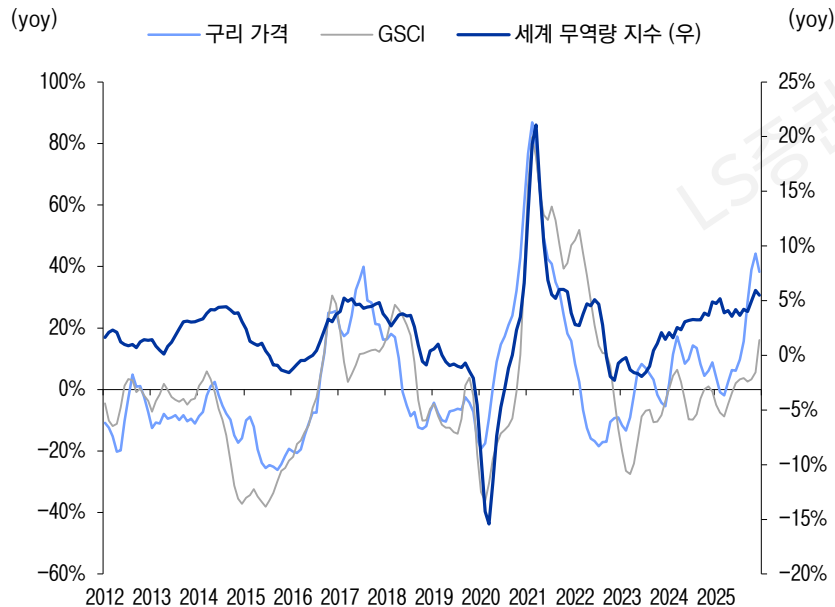


자료: S&P, ISM, JPM, LS증권 리서치센터

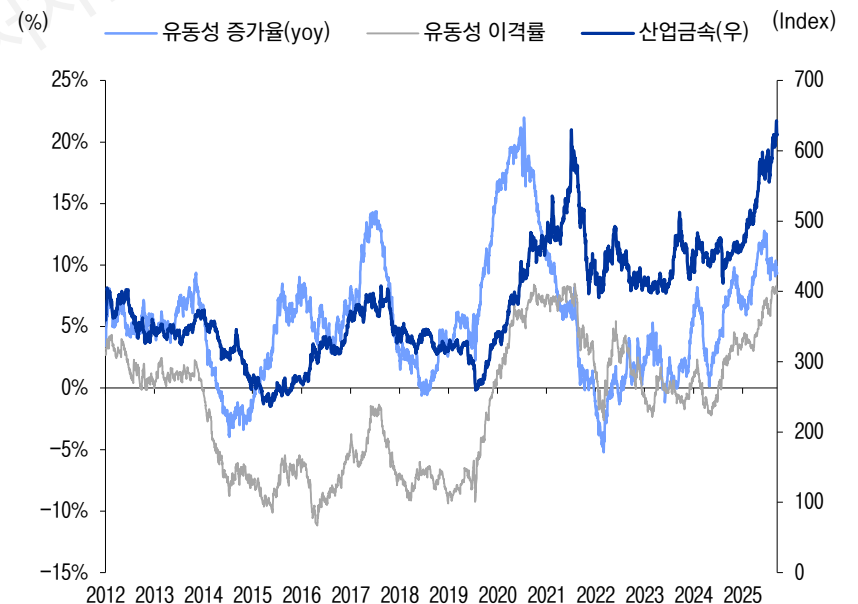
실물과 유동성, 원자재 사이클 지지

- 트럼프 관세 정책에도 불구하고, 세계 무역량 지수는 견조한 흐름 지속
- 코로나 시기 이후 가장 오랜 기간 확장 국면을 나타내고 있는 유동성 지표도 원자재 상승 사이클 지지

세계 무역량 지수와 구리 가격



글로벌 유동성(M2)과 산업금속 지수



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

원자재 가격 전망 (26. 5. 29)

종목명	전망기관	2025	2026E				2026E
			Q1	Q2	Q3	Q4	
WTI (USD/bbl)	LS	64.8	72.4	92.0	82.0	75.0	80.4
	블룸버그 컨센서스	64.8	72.4	89.5	83.0	75.0	80.2
천연가스 (HH) (mmBtu)	LS	3.6	3.5	3.0	3.3	3.8	3.4
	블룸버그 컨센서스	3.6	3.5	3.1	3.5	4.0	3.5
금 (USD/oz)	LS	3,440	4,840	4,680	4,800	5,080	4,850
	블룸버그 컨센서스	3,440	4,840	4,737	4,850	5,000	4,857
은 (USD/oz)	LS	40.1	82.3	78.0	80.0	81.9	80.6
	블룸버그 컨센서스	40.1	82.3	77.5	77.8	76.6	78.6
구리 (USD/t)	LS	9,968	12,850	13,400	14,000	14,000	13,563
	블룸버그 컨센서스	9,968	12,850	12,725	12,566	12,500	12,660
알루미늄 (USD/t)	LS	2,638	3,192	3,600	3,700	3,800	3,573
	블룸버그 컨센서스	2,638	3,192	3,517	3,575	3,400	3,421
아연 (USD/t)	LS	2,850	3,260	3,450	3,500	3,500	3,430
	블룸버그 컨센서스	2,850	3,260	3,200	3,125	3,125	3,178

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Part II

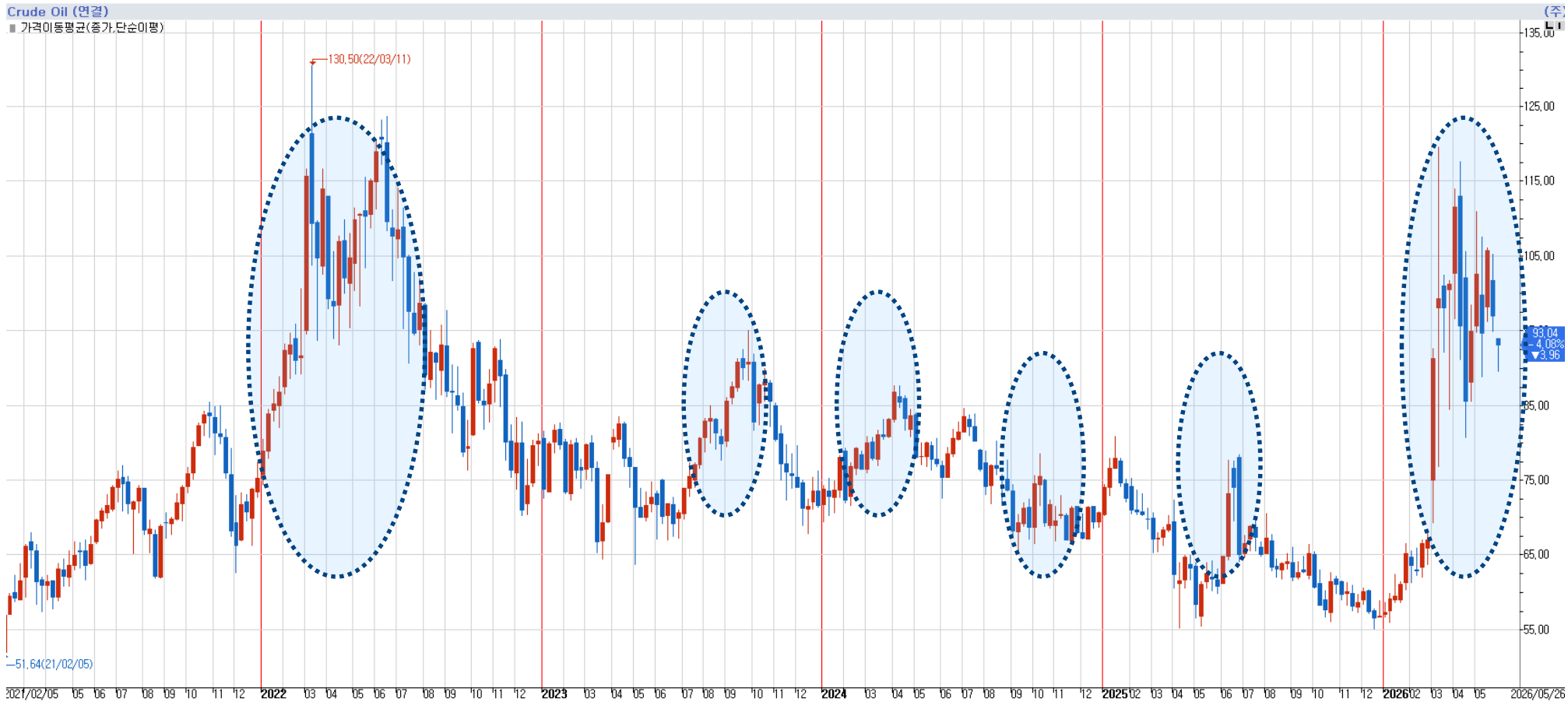
에너지

For Whom the Bell Tolls

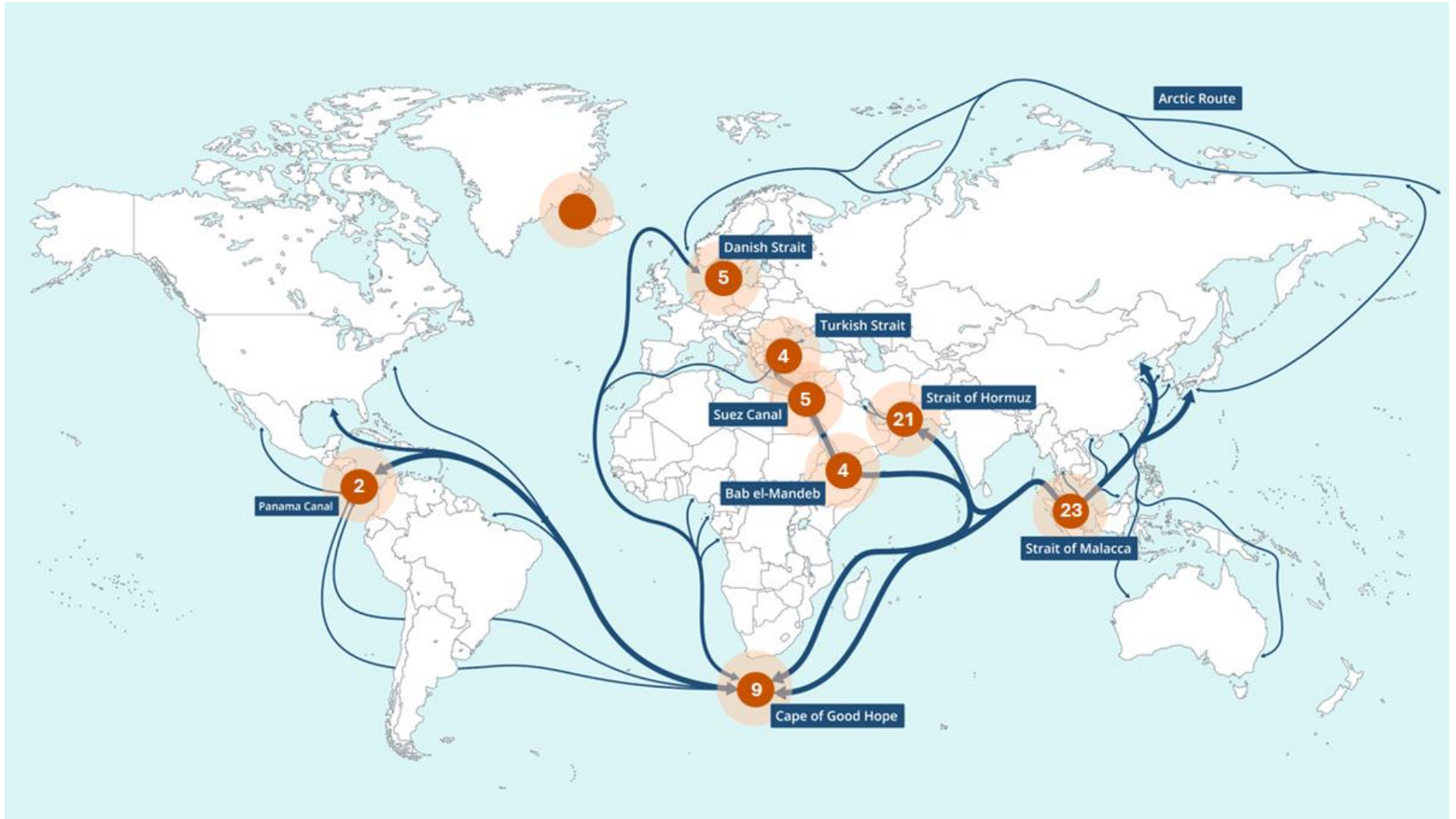
- 유가 - 호르무즈 정상화 과정 예상
- 시나리오 별 재고 및 유가 전망
- 천연가스 - 이란 사태 영향 분석
- 빠르게 도래한 엘니뇨

원유 시장 Review

WTI 유가 추이와 지정학적 리스크



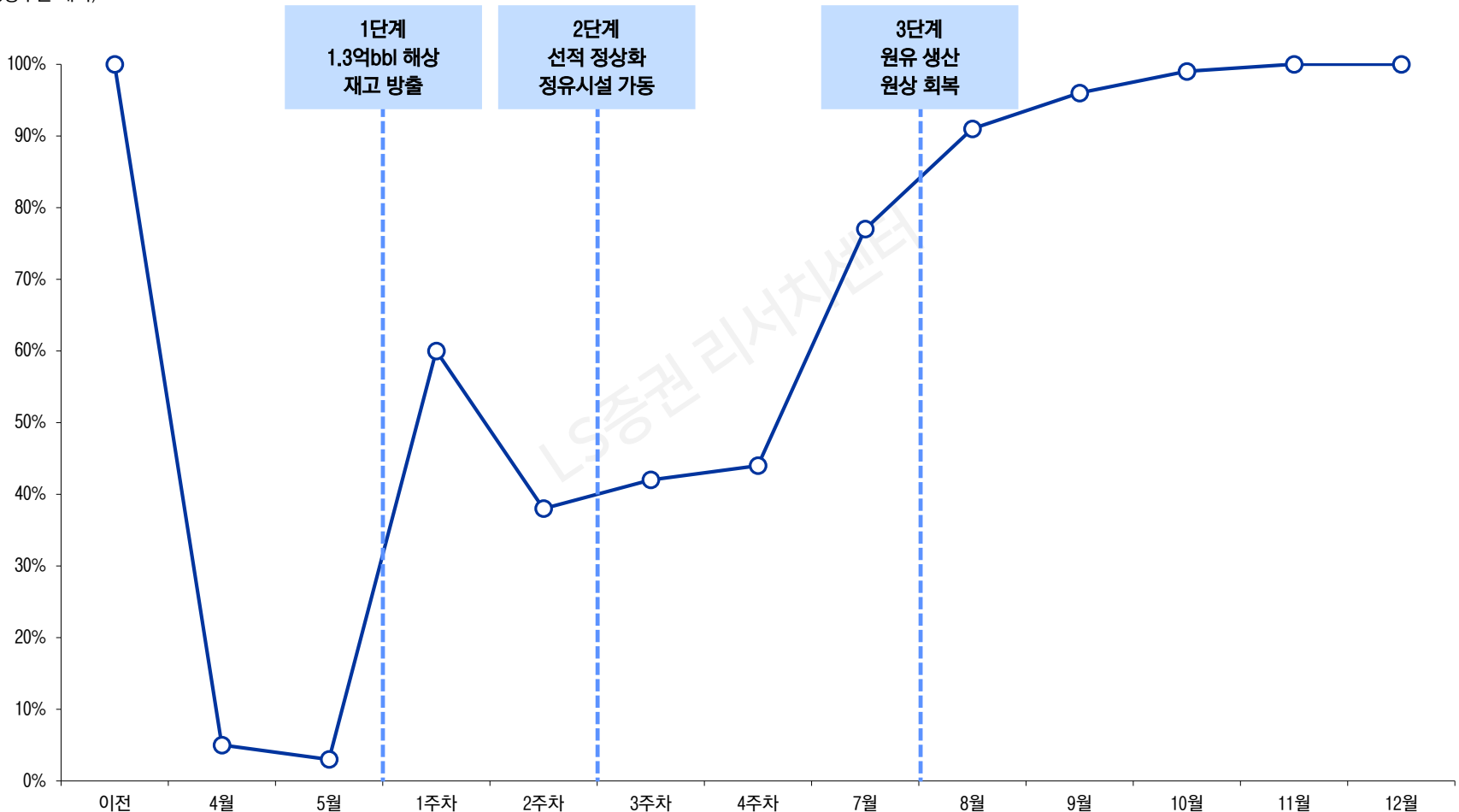
주요 해상 석유 운송 통로와 운송량



호르무즈 정상화 과정 예상

정상화 단계 및 기간에 따른 석유 운송 흐름 (5월말 해소 가정)

(정상수준 대비)

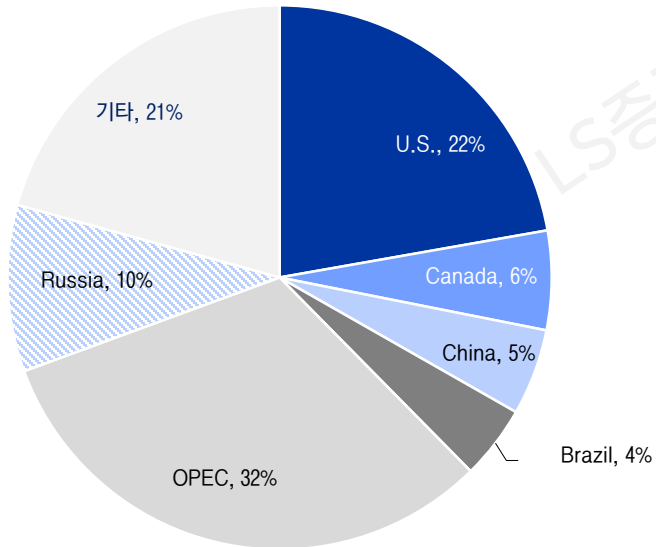


자료: JPM, LS증권 리서치센터

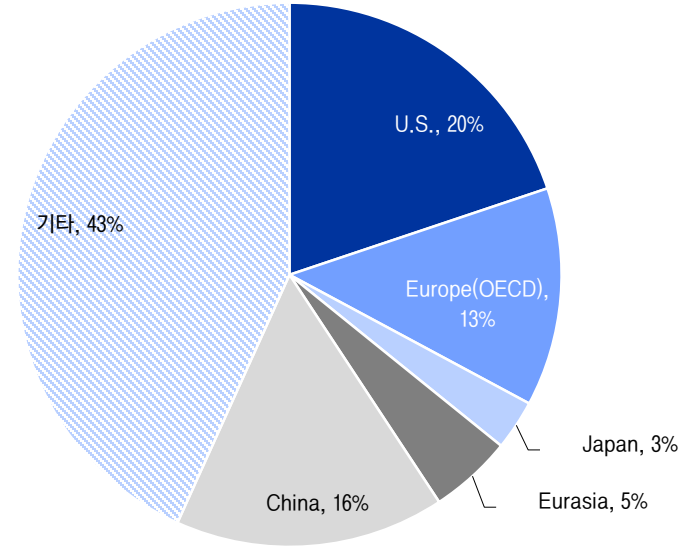
석유 시장 수급 기초

- 전세계 석유 수급은 약 일일 1억500만 배럴 (1억500만bpd)
- 석유 생산국 1위 미국(22%), 2위 사우디(13%), 3위 러시아(10%), 4위 캐나다(6%), 5위 중국(5%)
- 석유 소비국 1위 미국(20%), 2위 중국(16%), 3위 EU(OECD)(13%)

전세계 석유 생산 비중 (2025년)



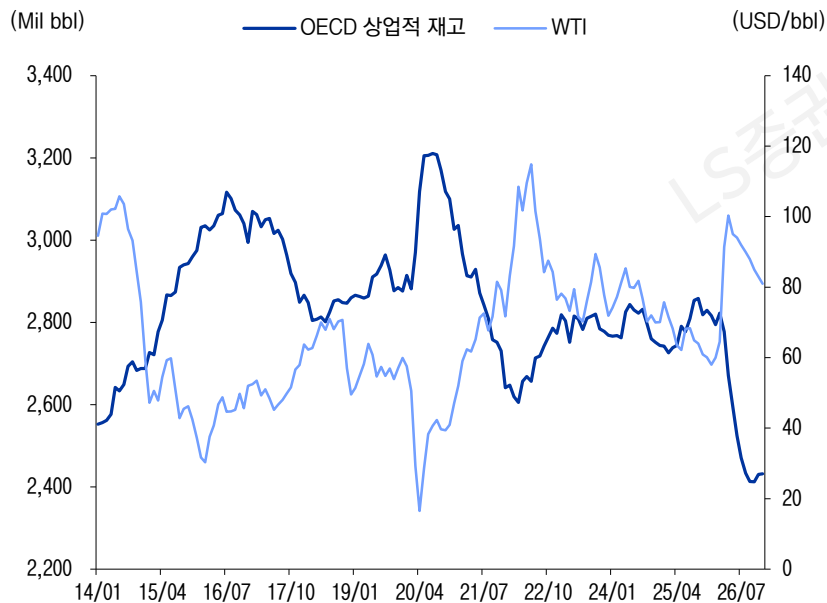
전세계 석유 소비 비중 (2025년)



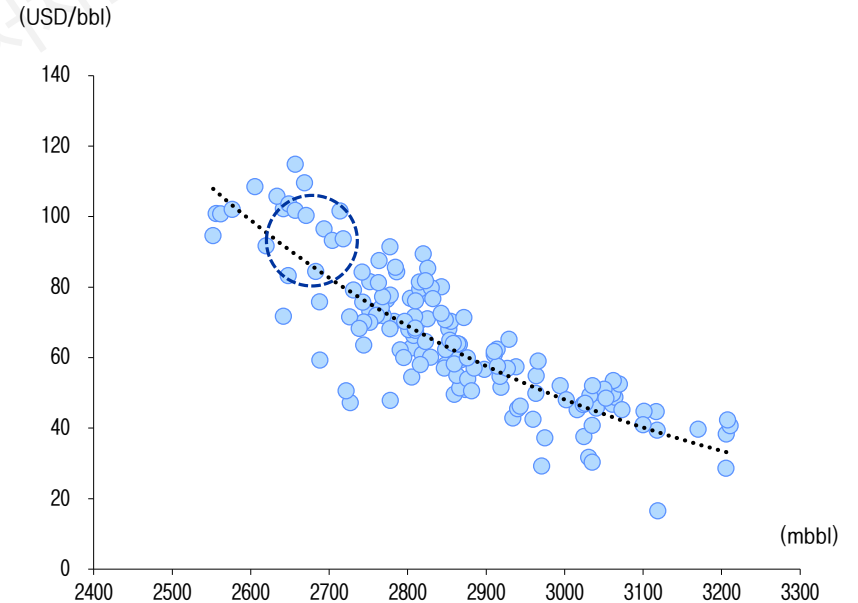
재고 모형에 따른 유가

- 공급 차질 발생 → OECD 상업적 재고 감소 → 유가 상승
- 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 전세계 석유 공급 차질은 1,000~1,200만bpd로 추정
- 이에 따른 재고 감소를 감안할 때, 4분기까지 OECD 상업적 재고는 24억bbl로 감소 예상

OECD 상업적 재고와 유가 (EIA 예상)



OECD 상업적 재고와 유가

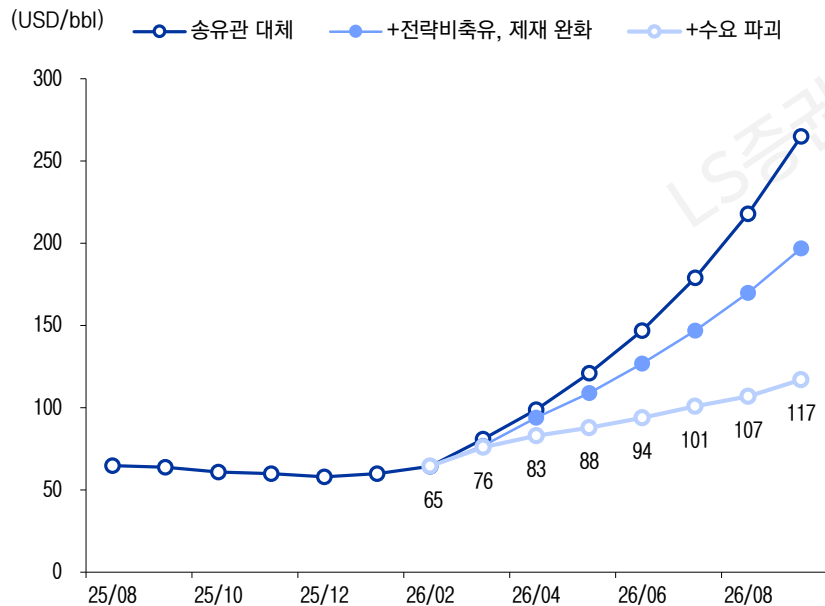


자료: Bloomberg, OPEC, EIA, LS증권 리서치센터

재고 모형에 따른 유가와 리스크 프리미엄

- 현재 실제 재고 감소는 1) 기존 공급 과잉 상황, 2) 대체 송유관, 3) 전략비축유와 제재 유예, 4) 수요 파괴로 인해 예상보다 더디게 감소 중
- 이에 재고 모형에 따른 유가 전망도 이란 전쟁 초기 예상보다 낮게 조정
- 현재 시장에서는 6월말까지 호르무즈 해협의 정상화 가능성을 가장 높게 반영 중

호르무즈 폐쇄 기간 및 상황 별 유가 시나리오



호르무즈 해협 정상화 확률 베팅 (6월말, 7월말 기준)

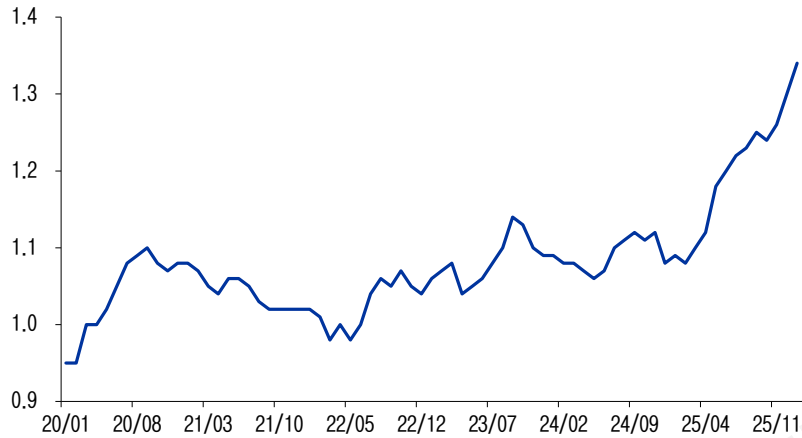


자료: EIA, Pplymarket, LS증권 리서치센터

예상보다 타격이 적은 중국, why?

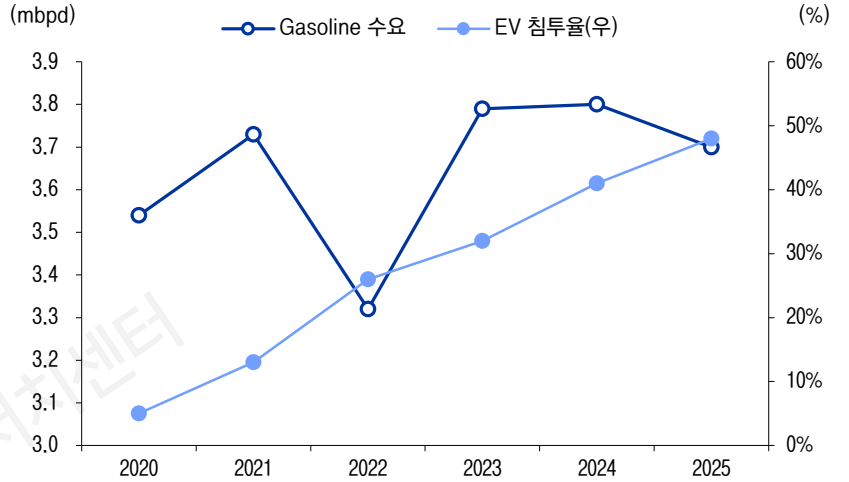
중국 원유 비축 재고 (2026년 1월까지 추정치)

(Bil bbl)



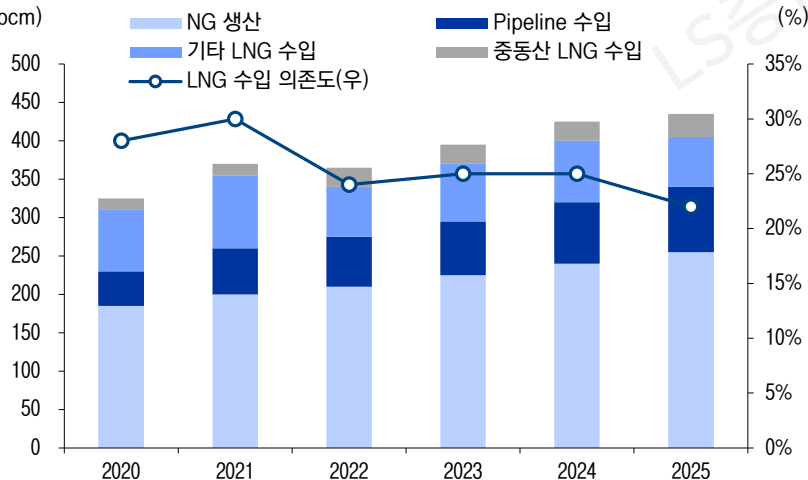
중국 EV침투율과 가솔린 수요

(mbpd)



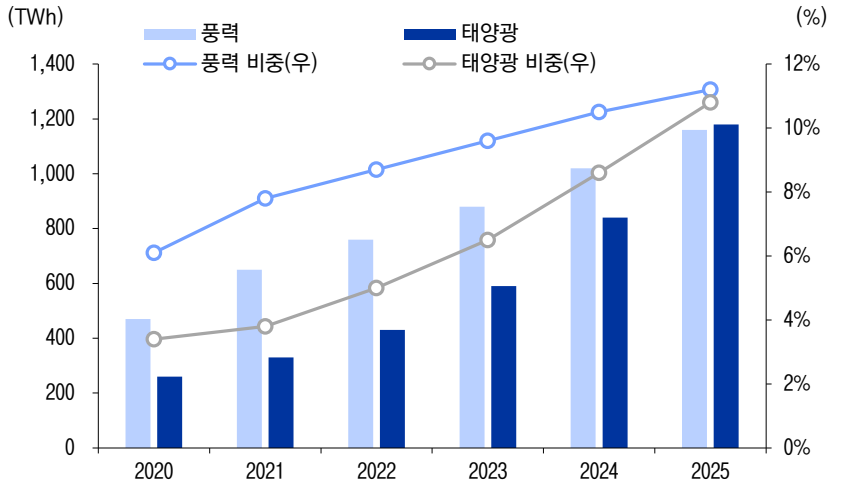
중국 천연가스 공급 및 LNG 수입 의존도

(bcm)



중국 전력발전 신재생 에너지 비중

(TWh)

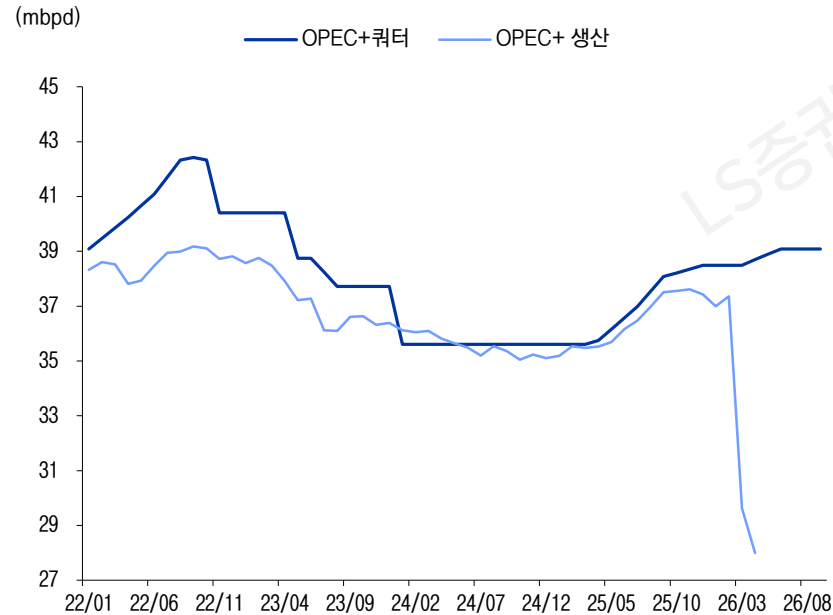


자료: EIA, S&P, 산업자료, LS증권 리서치센터

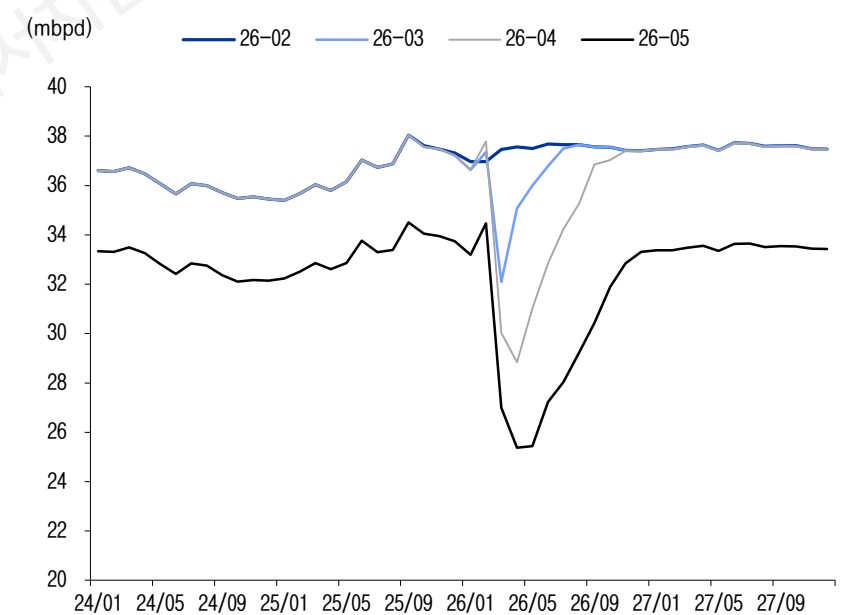
OPEC+ 생산 전망

- 중동 지역 OPEC+ 회원국 생산은 3월 800만bpd, 4월 1000만bpd 감소
- OPEC+는 4월부터 약 20만bpd씩 쿼터를 상향하고 있으나, 실제 증산 가능 물량은 거의 없음
- EIA는 OPEC+ 생산이 6월부터 회복된다고 가정해도, 11월에야 95%까지 회복될 것으로 전망

OPEC+ 쿼터와 실제 생산



EIA의 OPEC+ 생산 전망 변화

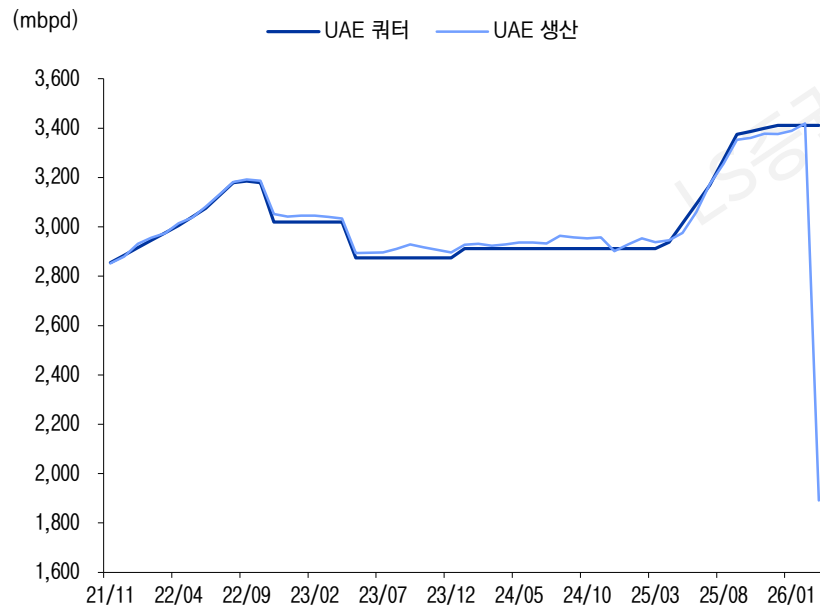


자료: EIA, IEA, OPEC, LS증권 리서치센터

UAE는 왜 OPEC+를 탈퇴했을까

- UAE는 기존 대규모 투자로 생산 Capa 500만bpd까지 확대시켰으나, OPEC 쿼터로 인해 실제 생산 360만bpd에 그치며 불만 누적
- 이란 전쟁 발발 이후 외교 및 군사적으로 미국, 이스라엘과의 밀착 강화
- OPEC 탈퇴 이전 미국에 통화 스왑 라인 요구는 향후 미국이 원하는 증산과 안정적인 달러 공급 및 안보 지원을 협상한 것으로 추정

UAE 생산쿼터와 원유 생산



자료: EIA, IEA, OPEC, Reuter, Fortune, LS증권 리서치센터

UAE의 OPEC 탈퇴와 미국과의 막후 협상

Reuters World Business Markets Sustainability Legal Commentary Technology Inve

UAE says it is discussing currency swap line with US

FORTUNE

UAE officials reportedly warned they may be forced to use yuan or other currencies if they run low on dollars amid the Iran war

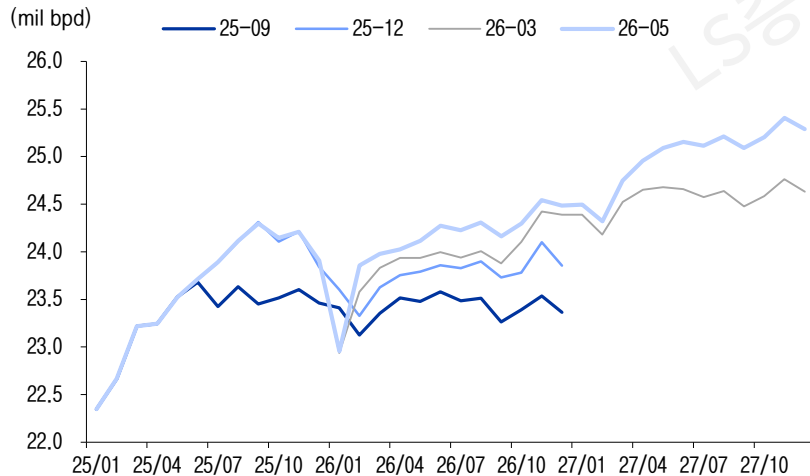
Why China may benefit from the UAE's Opec withdrawal amid Iran war oil crisis

Beijing may have access to increased supply – though Strait of Hormuz disruption remains a serious constraint, analysts say

미국 Shale Oil 증산 가능성

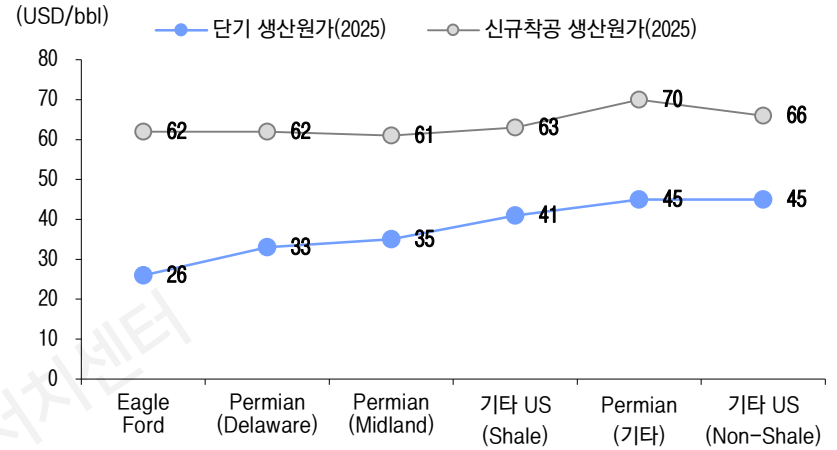
- EIA, 5월 전망에서 미국 생산 전망 2026년말 기준 60만bpd, 2027년말 기준 80만bpd 상향
- 이란 전쟁 발발 이전 전망에서 2026년 생산 정체, 2027년 40만bpd 감소를 예상한 바 있음
- 단, 유정 수와 리스 수는 아직 유가에 반응하지 않고 있음. 3~6개월의 시차 고려할 때, 하반기 생산 반등 예상

미국 석유 생산 전망 변화 (EIA)

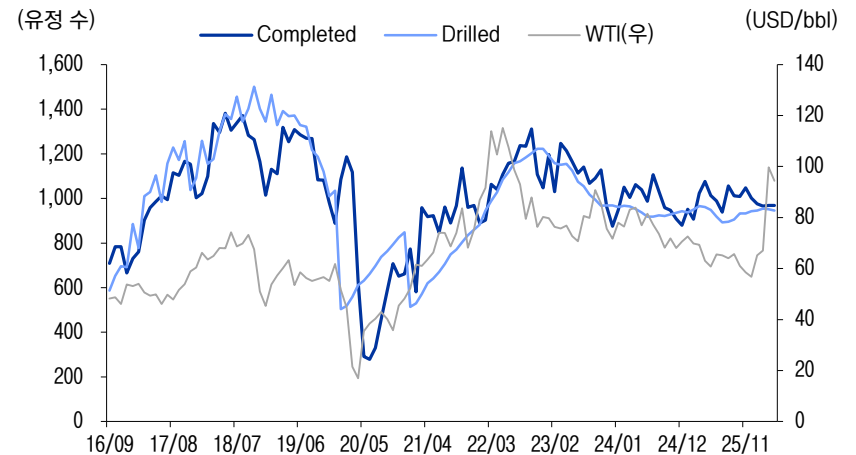


자료: EIA, Dallas Fed, LS증권 리서치센터

미국 부문별 원유 생산원가



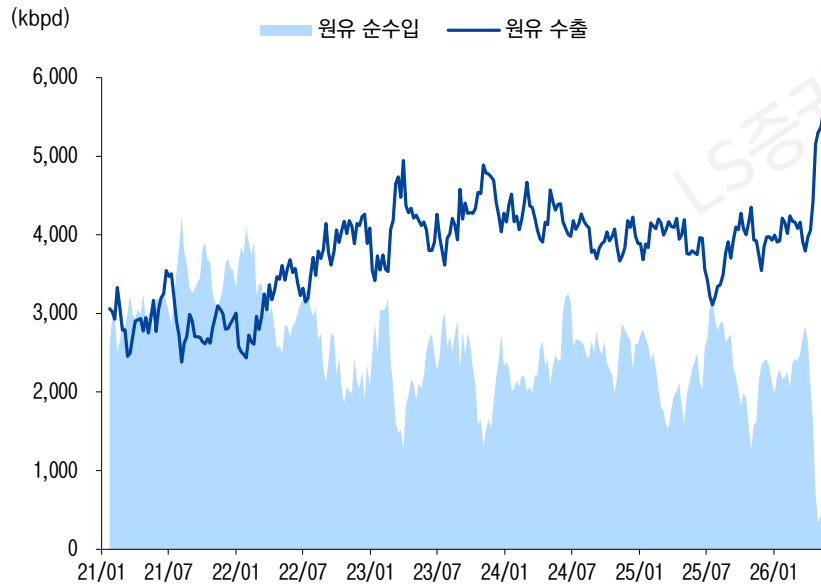
미국 원유 생산 추이



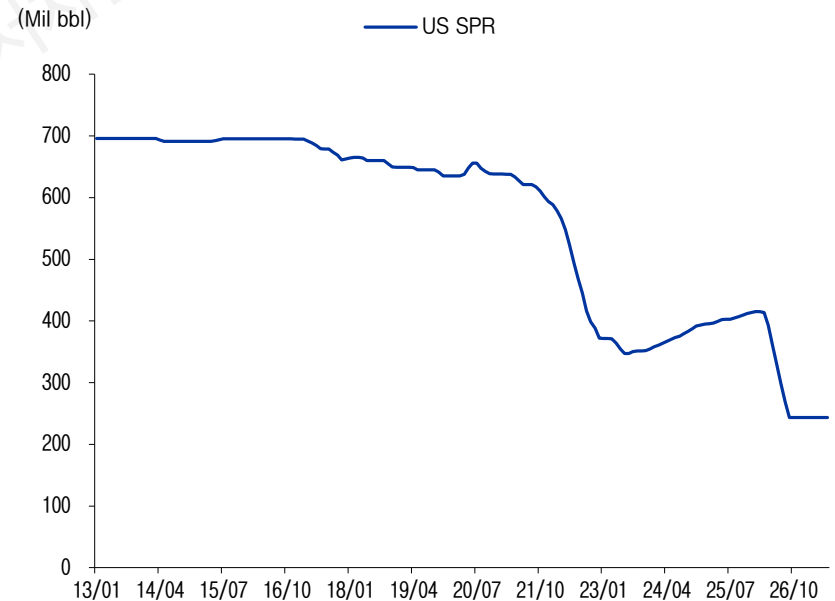
미국 원유 수출 증가, 비축유 감소

- 미국의 원유 수출은 기존 평균 400만bpd에서 4월 중순부터 540만bpd 수준으로 급증. 이에 원유 순수입 50만bpd 미만으로 감소
- IEA의 전략비축유 방출 결정에 따라 미국은 3월말부터 100만bpd씩 총1.7억bbl 방출 예정
- 미국 의회에서는 이란 전쟁 기간 석유 수출 중단하는 법안 발의됨. 그러나 1) 미국 정유시설들의 원유 미스매치 (원유 수출 통제), 미국 지역별 수출입 격차 (석유 제품 수출 통제) 등의 현실적인 이유로 실행 가능성은 낮은 것으로 평가됨

미국 원유 수출 추이

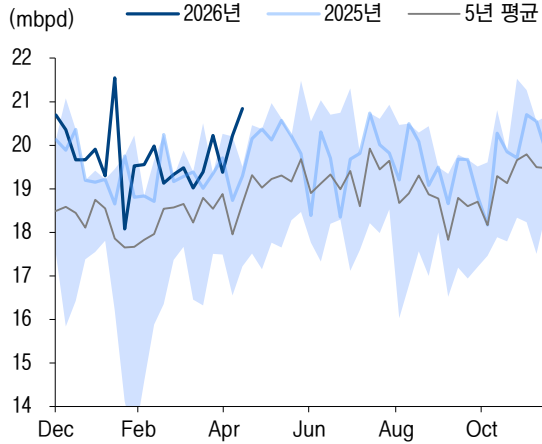


미국 전략비축유 추이

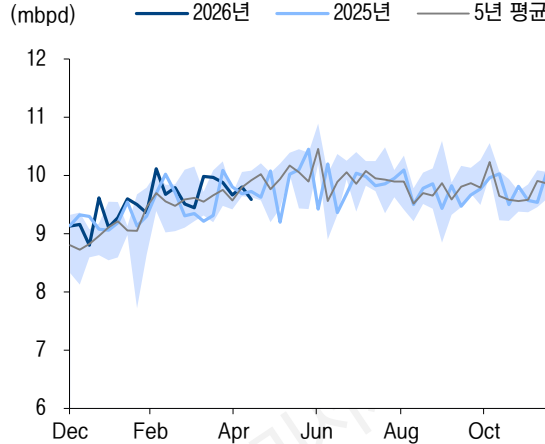


미국 석유 수요 및 재고

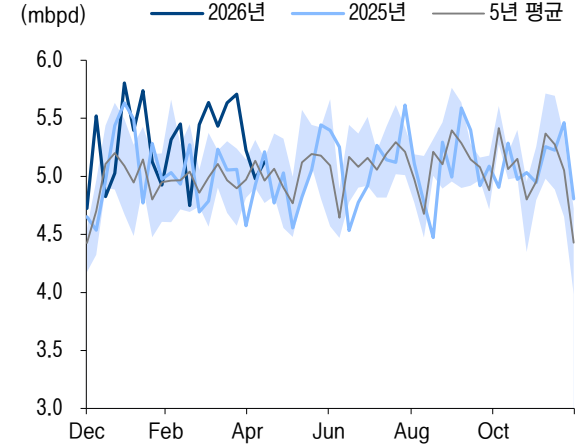
원유 명목 수요



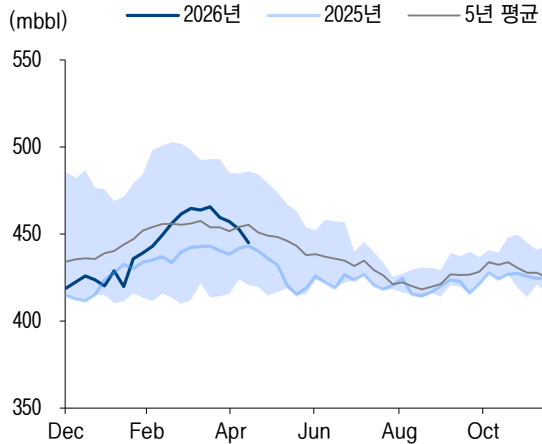
가솔린 명목 수요



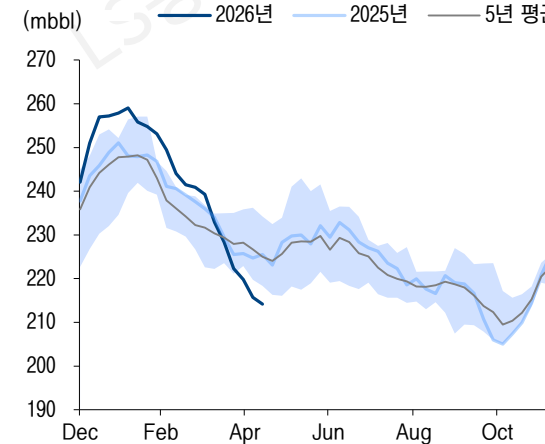
정제유 명목 수요



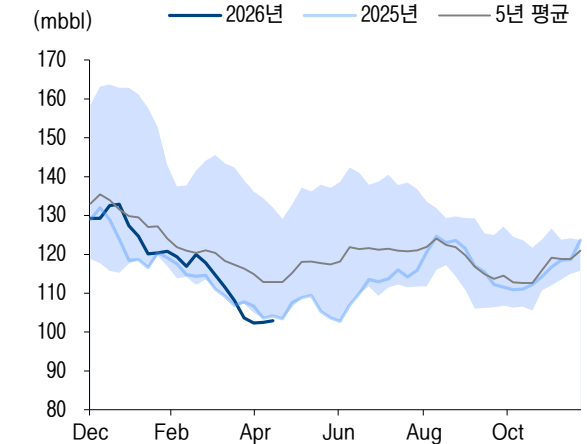
원유 재고



가솔린 재고

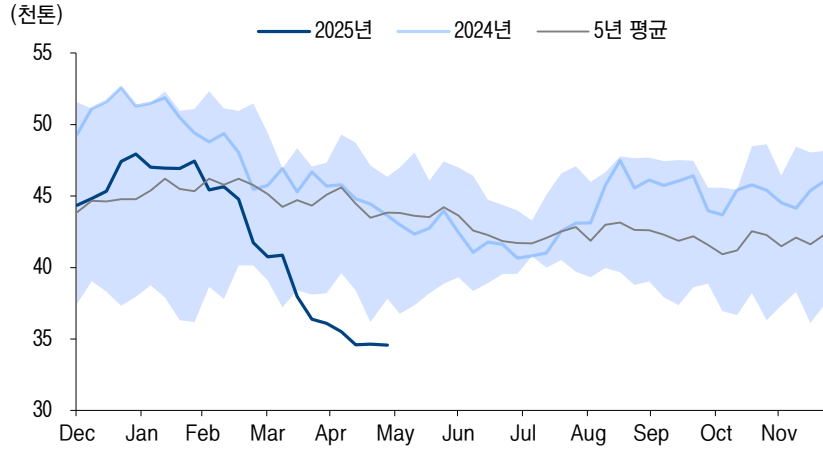


정제유 재고

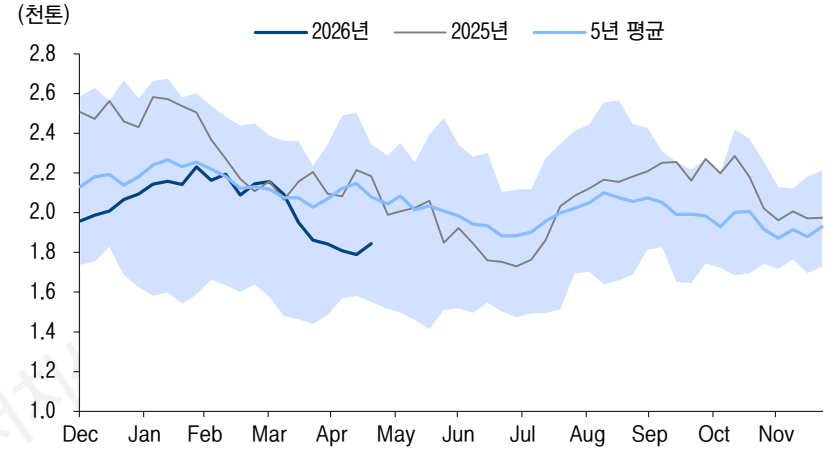


유럽 석유 재고

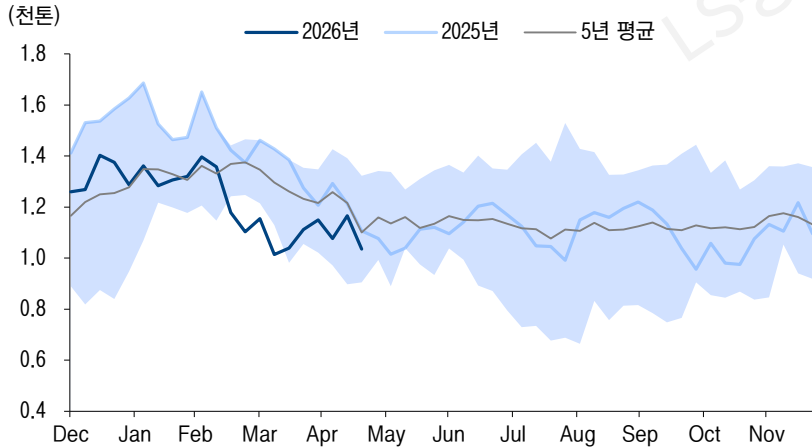
유럽(ARA) 전체 석유 재고



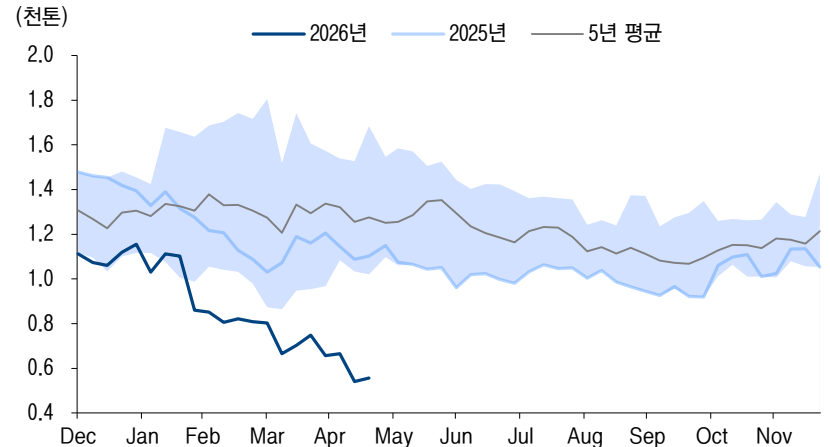
유럽(ARA) Gas Oil 재고



유럽(ARA) Gasoline 재고



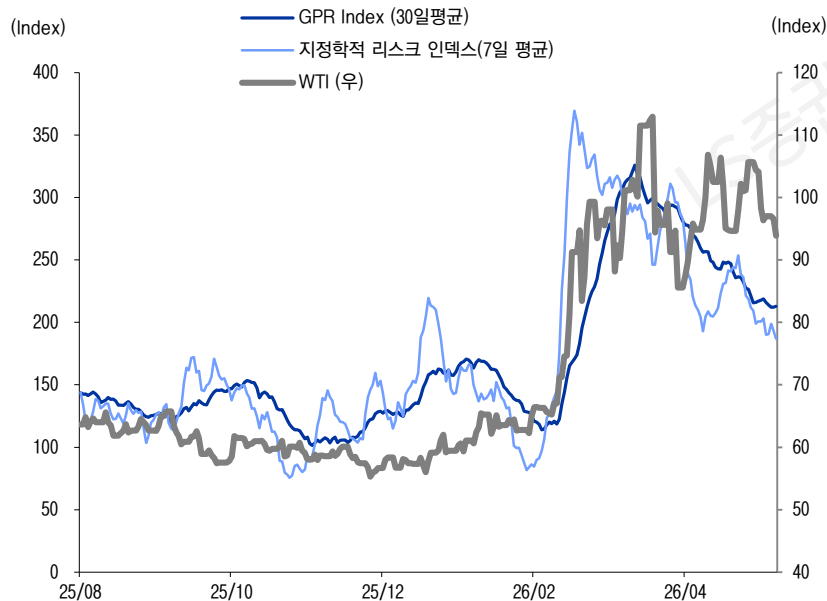
유럽(ARA) Fuel Oil 재고



유가 안정에 대한 참고 지표

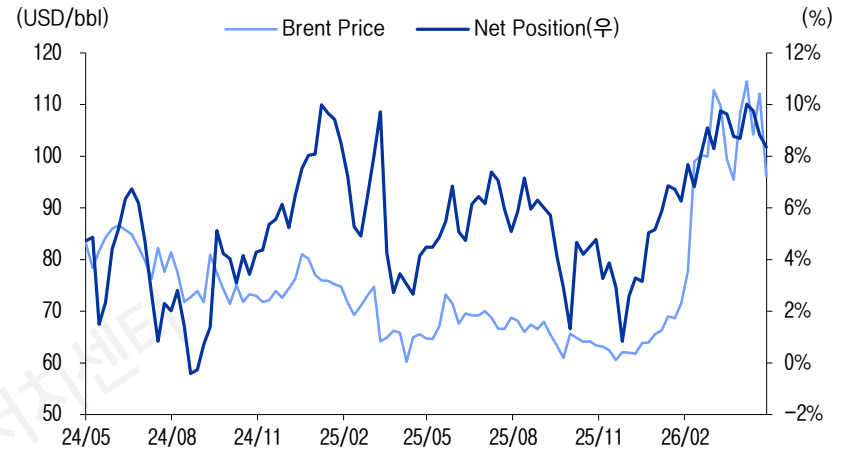
- 지정학적 리스크 인덱스(30일 평균)는 3월말 고점에서 하락 중이나, 여전히 높은 수준 유지
- CFTC 관리자금(Managed Money) 및 투기적 순매수 비중은 WTI 3월말 11%, Brent 5월초 10%로 고점 기록 후 하락
- 전쟁 확대 및 유가 급등에 대한 심리는 안정되고 있으나, 지속적인 재고 감소의 영향이 유가에 누적되고 있음

지정학적 리스크 인덱스와 유가

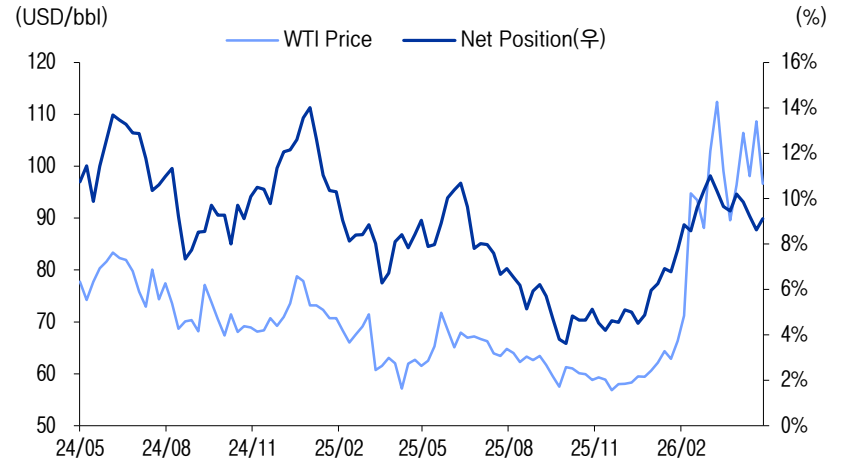


자료: GPR, CFTC, LS증권 리서치센터

Brent CFTC 투기적 순매수



WTI CFTC 관리자금 순매수



시나리오 별 유가 전망

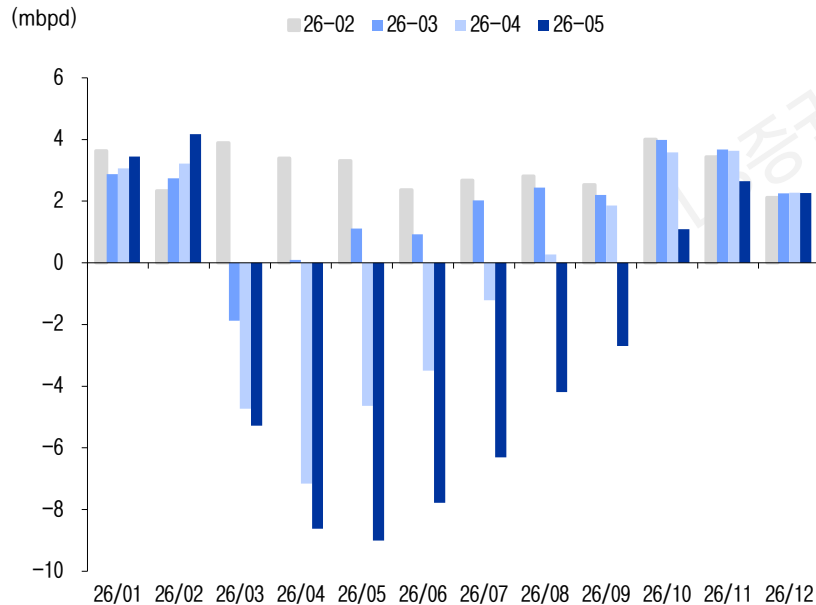
● Base Scenario는 6월 중 호르무즈 개방 예상

- 유가는 재고 모형 반영 WTI 기준 \$85~\$100 등락 후 호르무즈 개방으로 1.3억bbl 해상 재고 풀리며 단기 급락 예상
- 다만 시장 균형으로의 회귀는 약 2개월 소요되고, 이후 재고 축적 재개되며 4분기 \$70대로 하락 예상

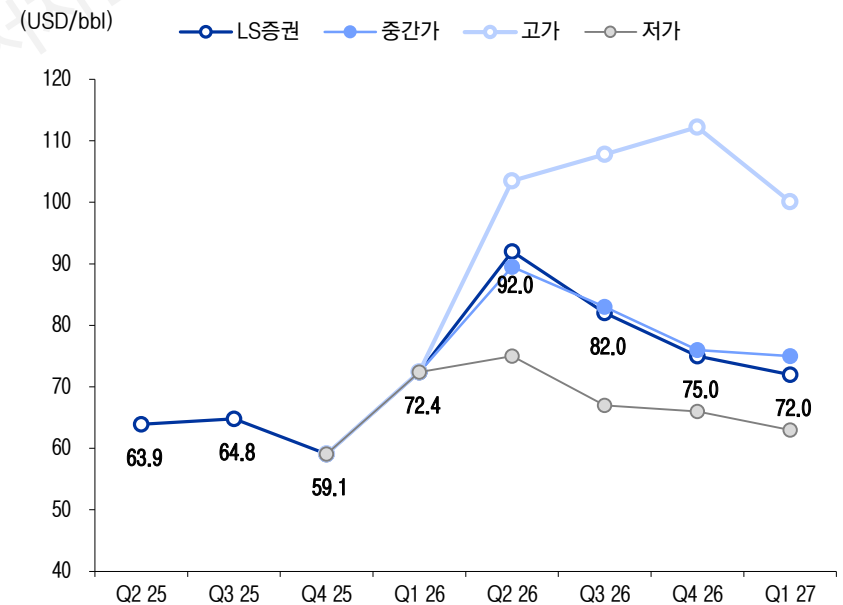
● Worst Scenario 가정 시

- 3분기까지 호르무즈 해협 봉쇄 장기화될 경우, 기존 계획된 전략비축유 방출 소진되며 공급 부족 악화. 8월부터 유가 상승 속도 더욱 가속화될 수 있음
- 연말 OECD 상업적 재고는 24억bbl 이하로 감소하고, 재고 모형에 따른 유가는 \$150 상회, 세계 경제 스태그플레이션 진입

월간 석유 수급 전망 (EIA)



원유 가격 전망 (WTI)



자료: Bloomberg, EIA, LS증권 리서치센터

천연가스 시장 Review

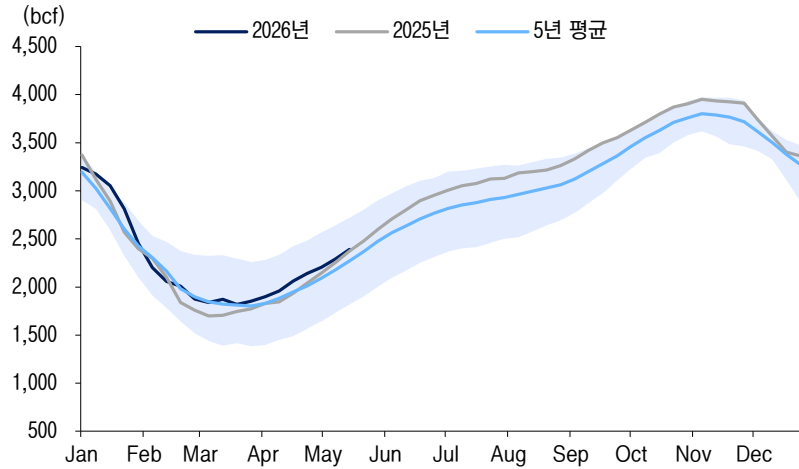
- 이란 전쟁은 LNG 가격(JKM, TTF) 급등 초래, 전쟁 발발 이후 JKM 67%, TTF 45% 가격 상승
- 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 LNG 공급 차질은 전체 LNG 시장의 20%에 달하나, 전체 천연가스 생산에서의 비중은 3% 미만
- 2022년 러-우 전쟁 당시 러시아는 전체 천연가스 생산의 15% 이상, 유럽 내 공급 비중 40% 이상이였기에, 이란 사태의 충격은 당시보다는 약화

천연가스 시장 리뷰

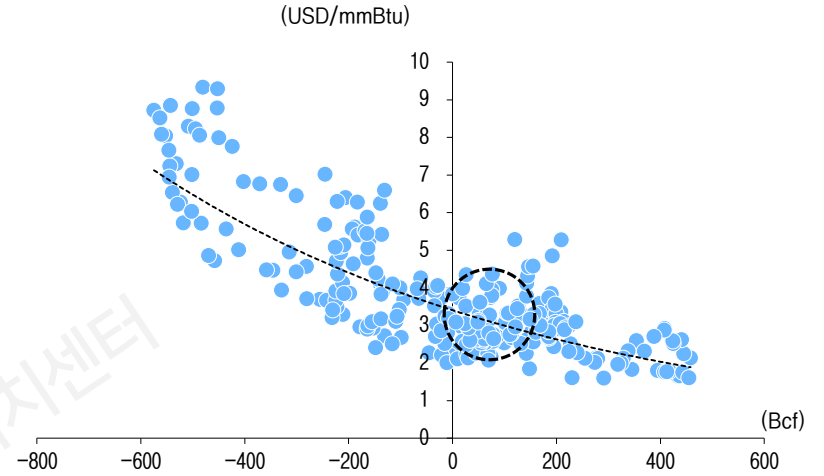


미국, 유럽 천연가스 재고와 가격

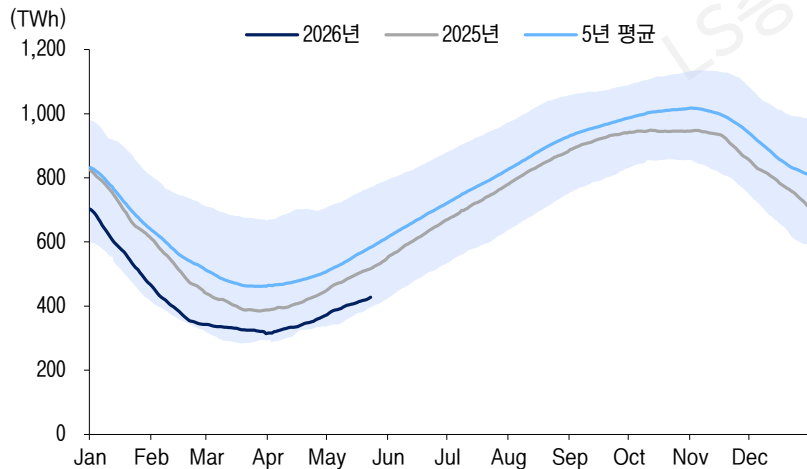
미국 평년대비 재고



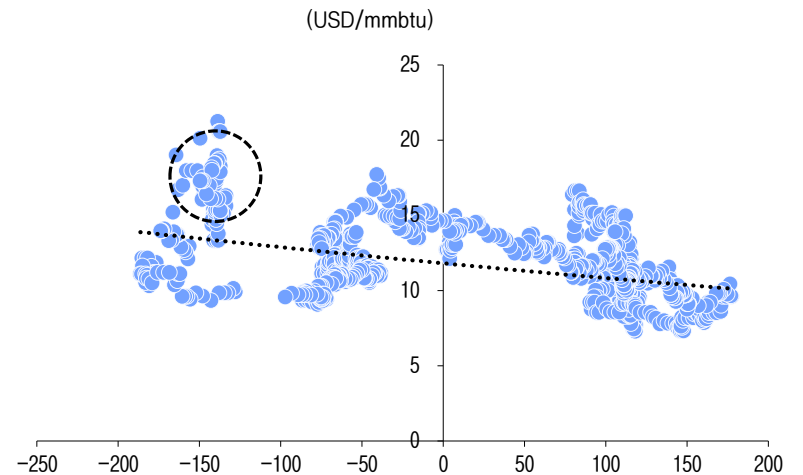
미국 평년대비 재고와 HH 가격



유럽 평년대비 재고



유럽 평년대비 재고와 TTF 가격

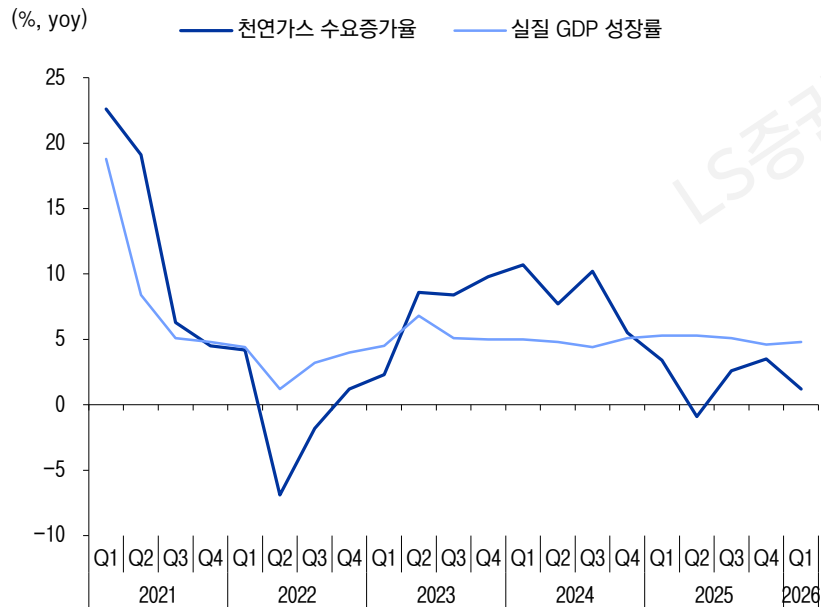


자료: EIA, LS증권 리서치센터

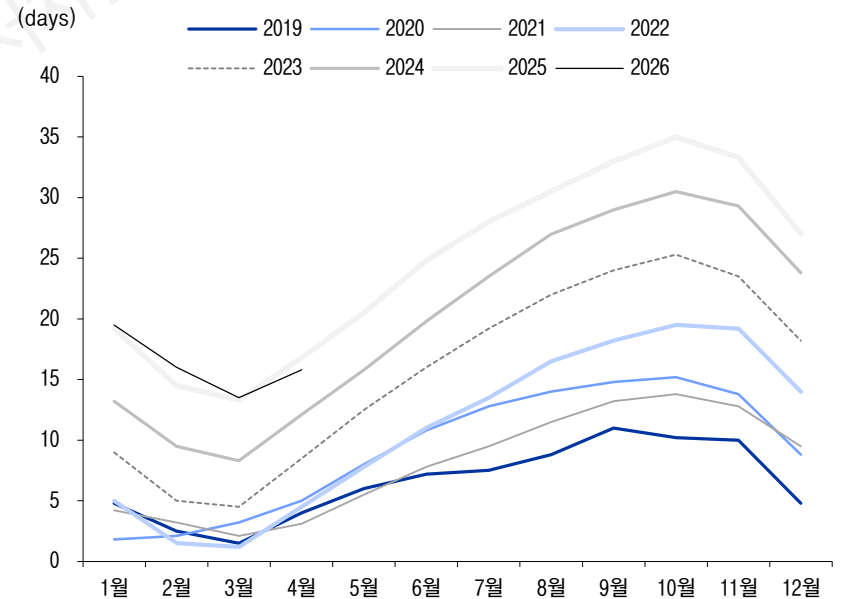
중국의 천연가스 수요 부진이 충격 완화 - JKM

- 중국의 천연가스 수요 증가율은 2025년부터 GDP 성장률을 하회
- 자국 내 생산 증가와 러시아 산 Pipeline 수입으로 LNG 수요 부진, 천연가스 재고 누적
- 중국의 수요 부진이 공급 충격 완화시키고 있으나 장기화될 경우 지속적인 가격 상방 압력 불가피

중국 GDP 성장률과 천연가스 수요 증가율



중국 천연가스 재고 추이

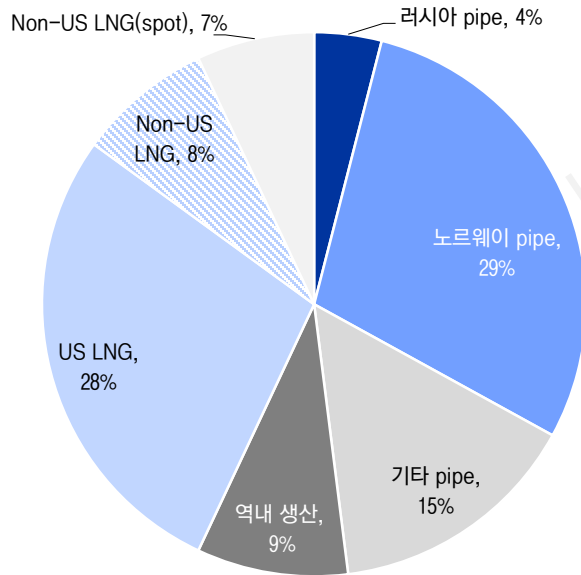


자료: SIA, Kpler, LS증권 리서치센터

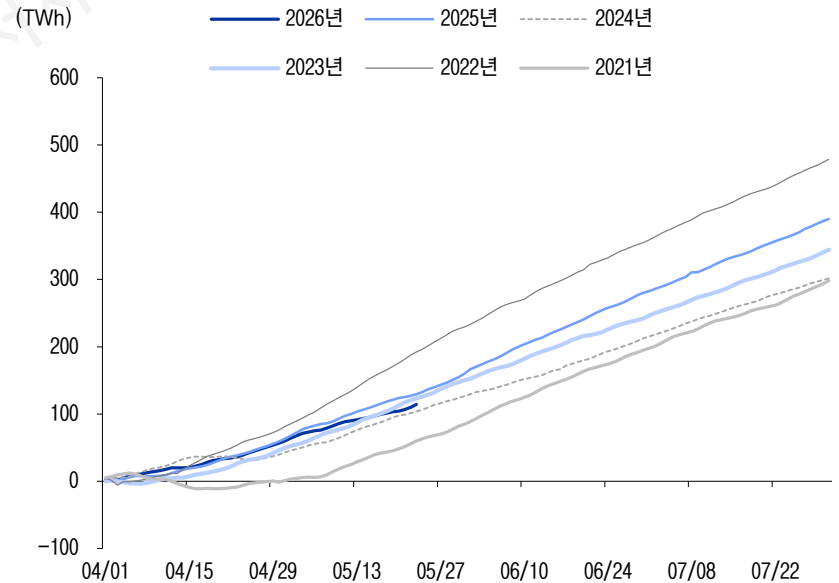
유럽의 천연가스 재고 축적은 아직 순조로움 - TTF

- 호르무즈 통행 천연가스 중 유럽으로의 수출은 5% 내외
- 단, 아시아 지역의 LNG 공급 차질로 미국, 호주 산 LNG 물량을 두고 아시아와 경쟁
- 4~10월 재고 축적 시기 도래, 유럽의 재고 축적 속도는 평년 수준 유지 중

유럽 천연가스 공급 비중



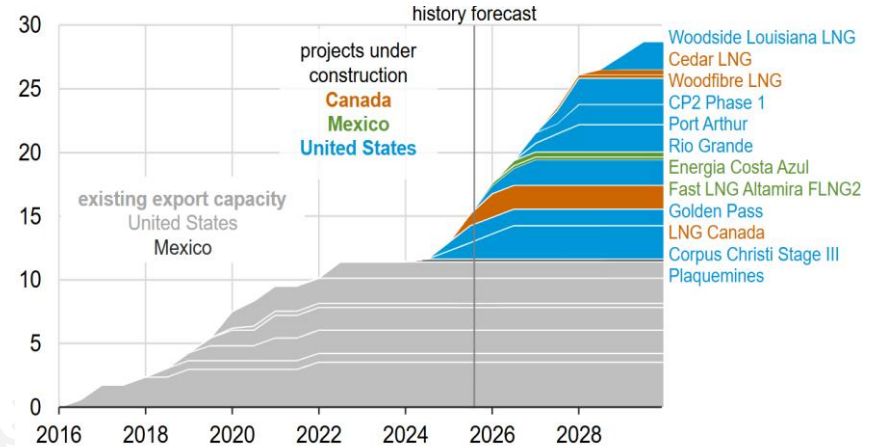
유럽의 재고 축적 현황



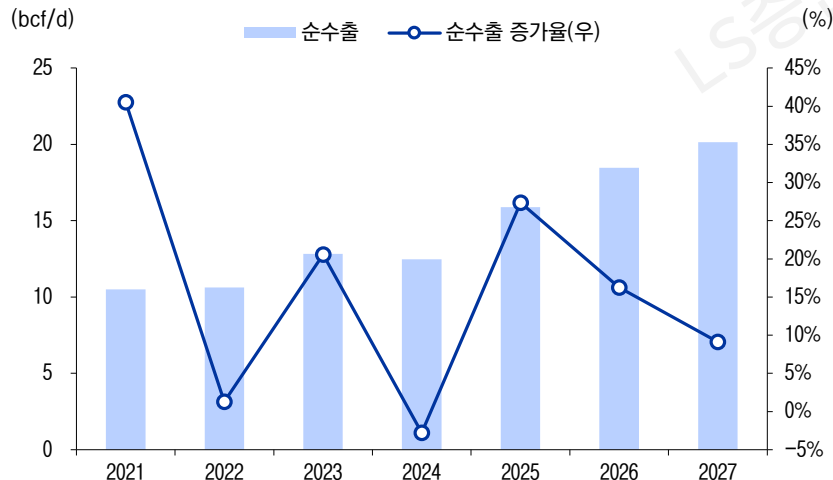
미국 천연가스 순수출 증가 지속 전망

- 지난해 30% 급증한 미국 LNG 수출은 금년에도 약 16%대의 증가세 지속 전망
- 2026년 Corpus Christi3(13억cf/d), Golden Pass(23억cf/d) 본격 가동 예정
- 그러나 카타르, UAE의 공급 차질 116억cf/d에 달하여, 이를 상쇄하기에는 역부족

북미 LNG 터미널 증설 추이

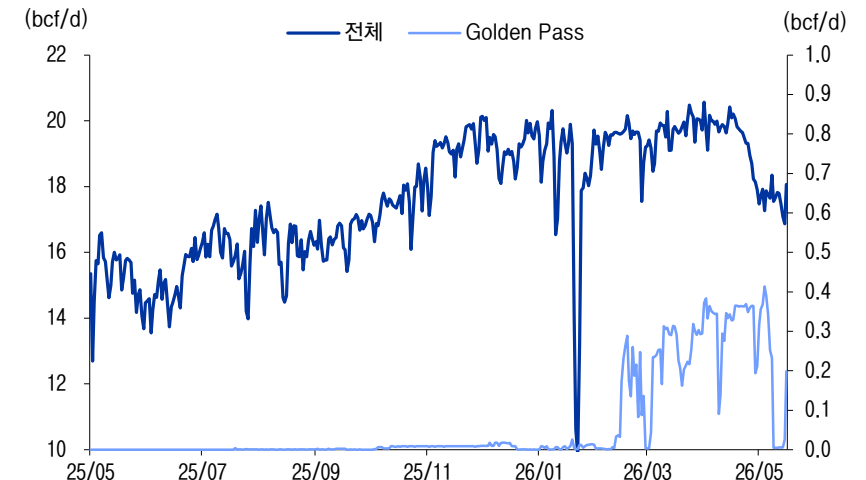


미국 천연가스 수출 전망



자료: EIA, LS증권 리서치센터

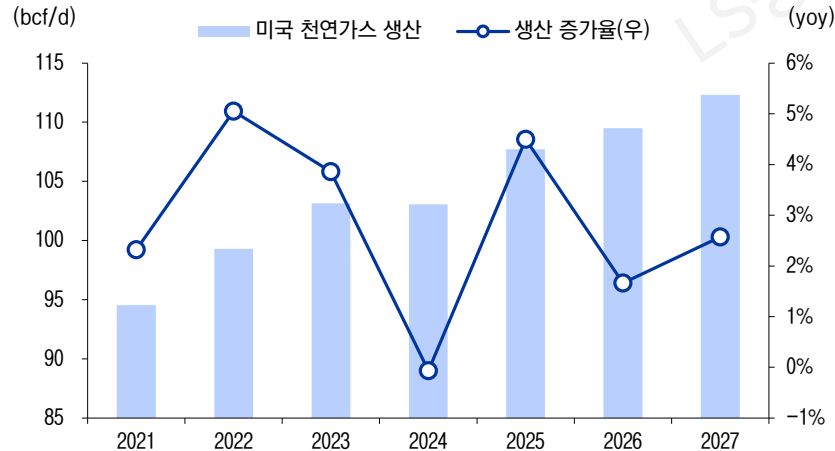
미국 LNG 수출 추이



미국 천연가스 생산 전망

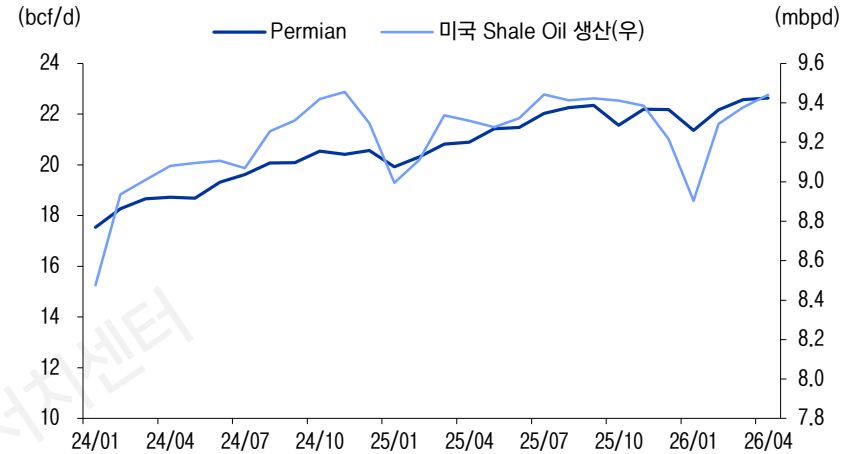
- 지난해 4%대의 높은 증가율을 나타냈던 천연가스 생산 증가세는 다소 둔화될 전망
- 다만 최근 이란 사태에 따른 유가 및 천연가스 가격 상승으로 인해 생산 상방 서프라이즈 가능성

미국 천연가스 생산 전망

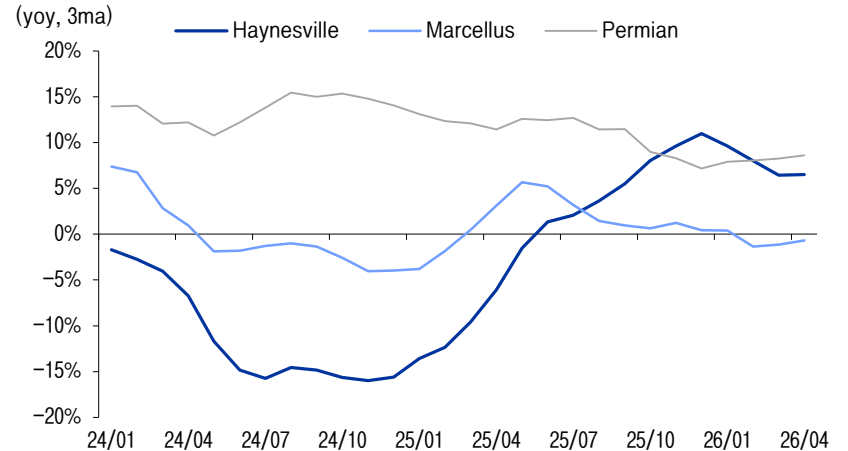


자료: EIA, LS증권 리서치센터

미국 Shale Oil 생산과 Permian 지역 Gas 생산

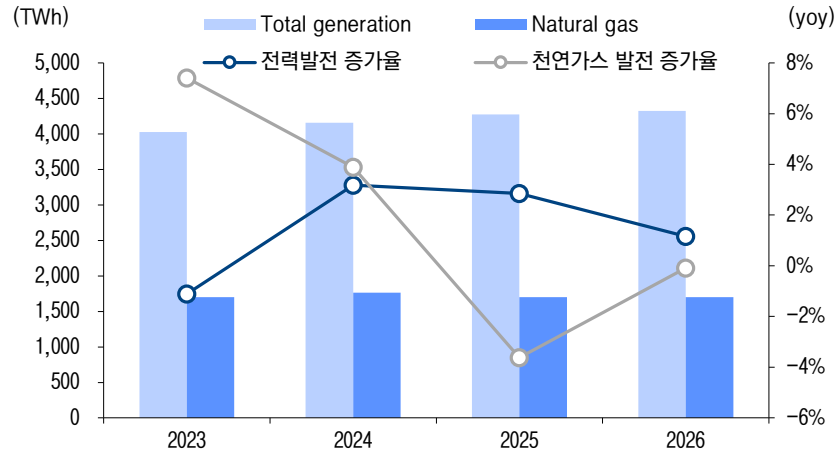


미국 주요 Shale 지역 생산 증가율 둔화

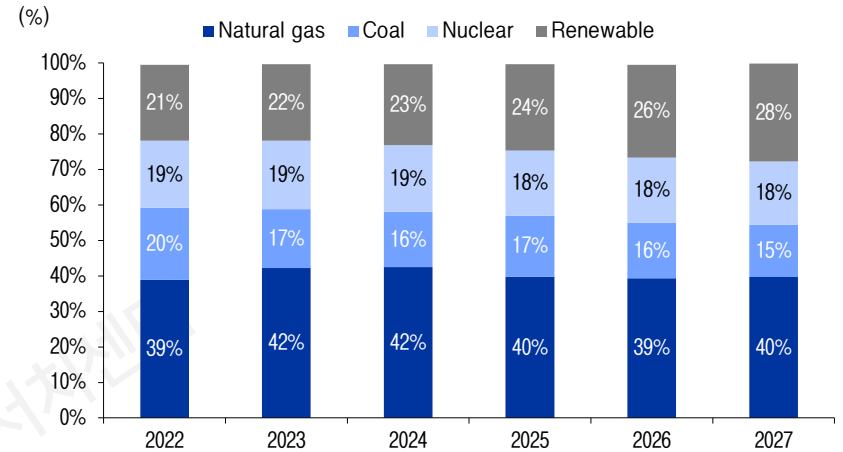


미국 전력부문 천연가스 수요

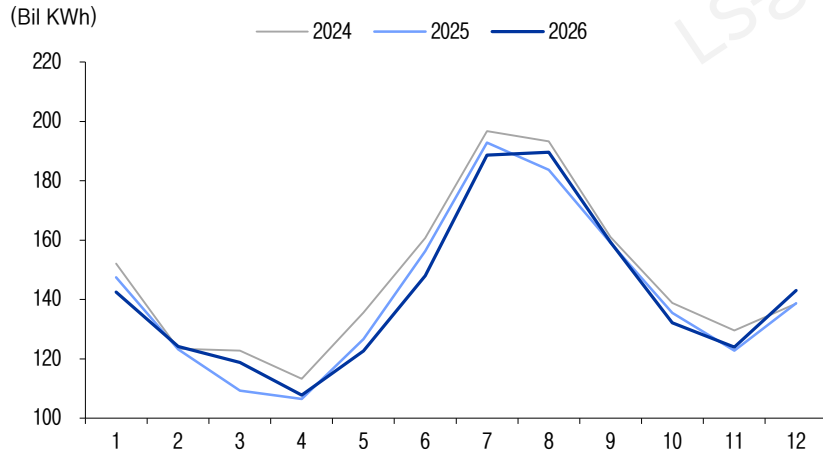
미국 전력 발전 및 천연가스 발전 추이



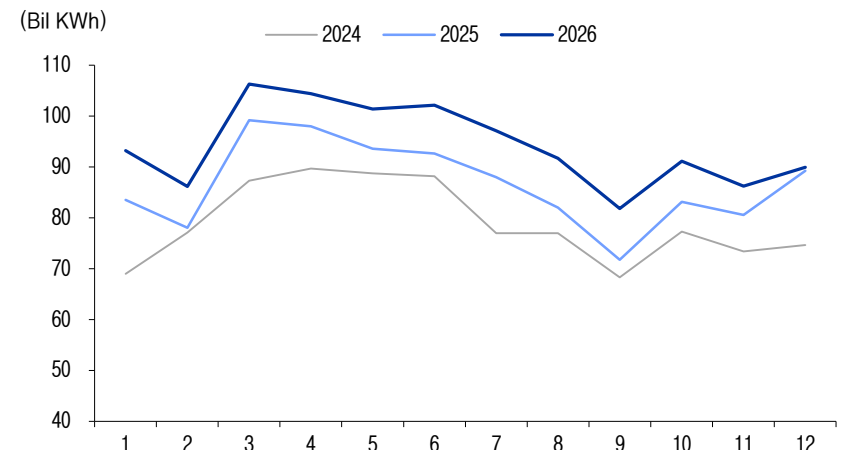
미국 전력 발전 내 에너지 비중



미국 천연가스 발전



미국 재생에너지 발전

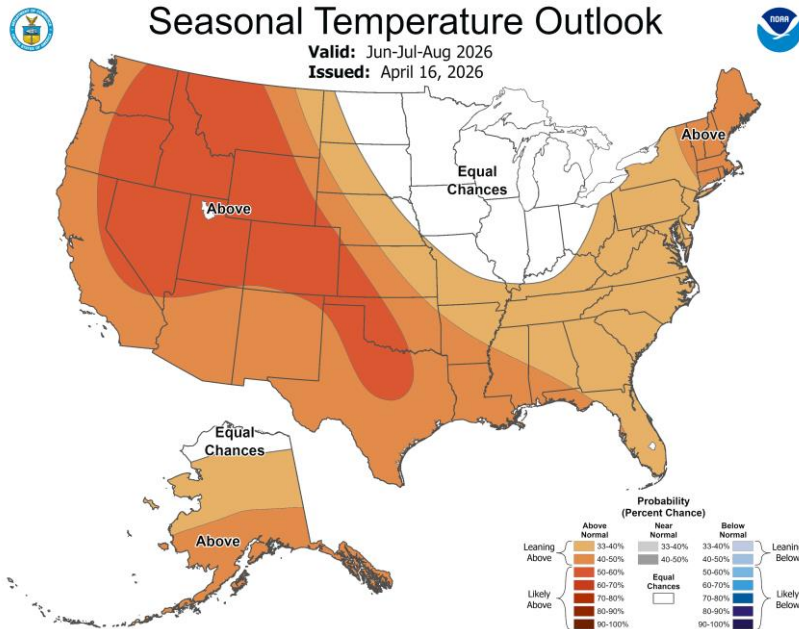


자료: EIA, Bloomberg, LS증권 리서치센터

2026년 여름철 수요 전망 - 엘니뇨

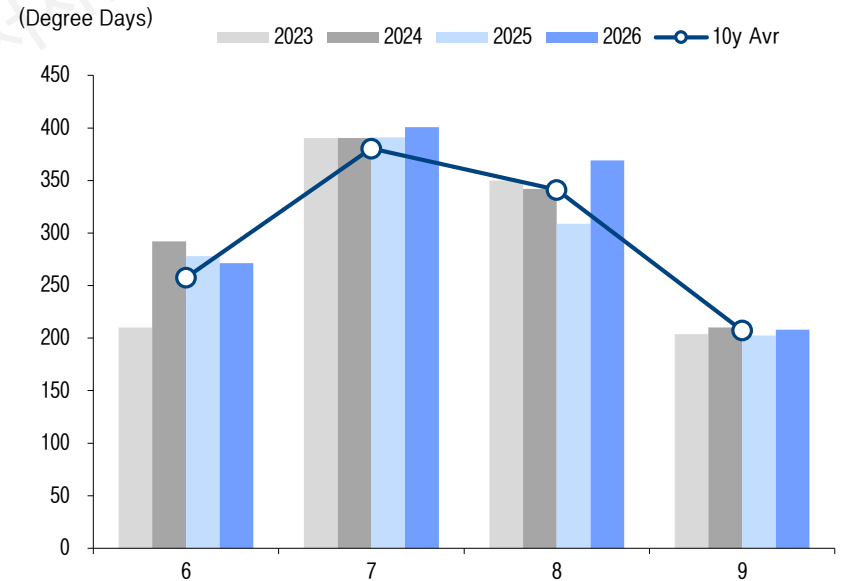
- 해수면 온도 평년대비 급격히 상승 중, 늦여름 본격적인 엘니뇨 영향권
- 신규 LNG 수출 터미널 가동에 따른 수출 수요 증가와 여름철 전력 수요 증가로 여름철 가격 상방 압력 가능성
- 단 미국 내 천연가스 생산 증가로 가격 상방 제한적일 것으로 예상

미국 6~8월 기온 전망



자료: CPC, NOAA, EIA, LS증권 리서치센터

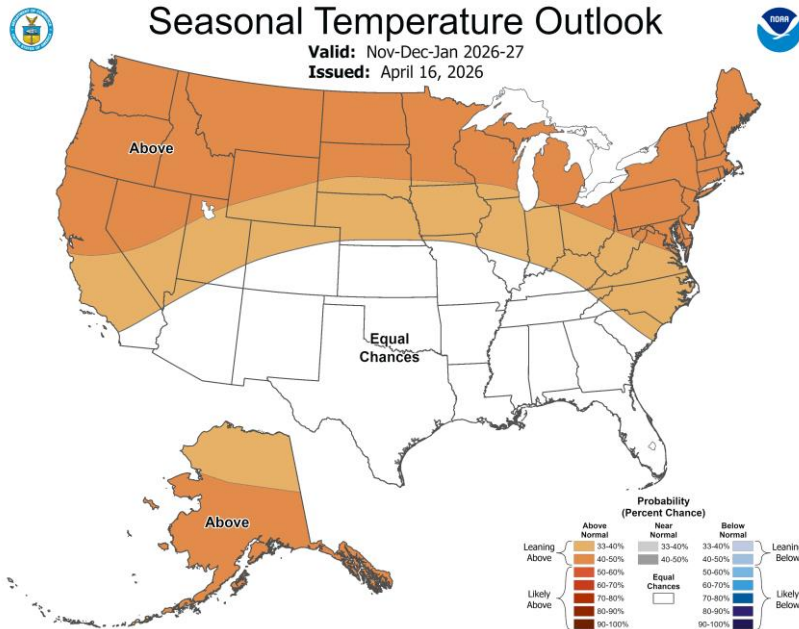
여름철 난방도일수 전망



2026년 겨울철 수요 전망 - 엘니뇨

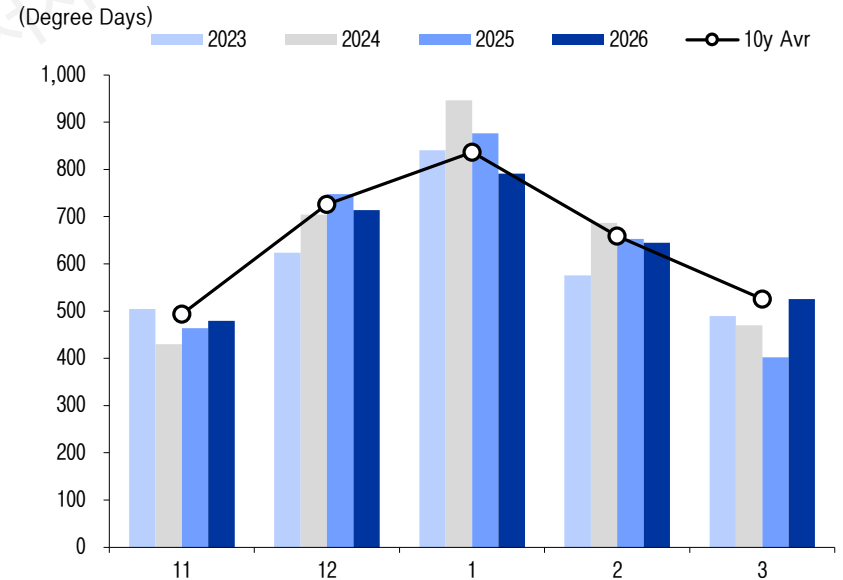
- 3년만의 엘니뇨 겨울. 2023~2024 겨울철 직후 천연가스 가격 \$2/mmbtu까지 급락했던 경험
- 예보 상으로는 2023년 대비 엘니뇨의 여파는 적을 것으로 예상. 그러나 겨울철 미국 천연가스 가격 하락 가능성에 유의

미국 11~2월 난방도일수 추이



자료: CPC, NOAA, EIA, LS증권 리서치센터

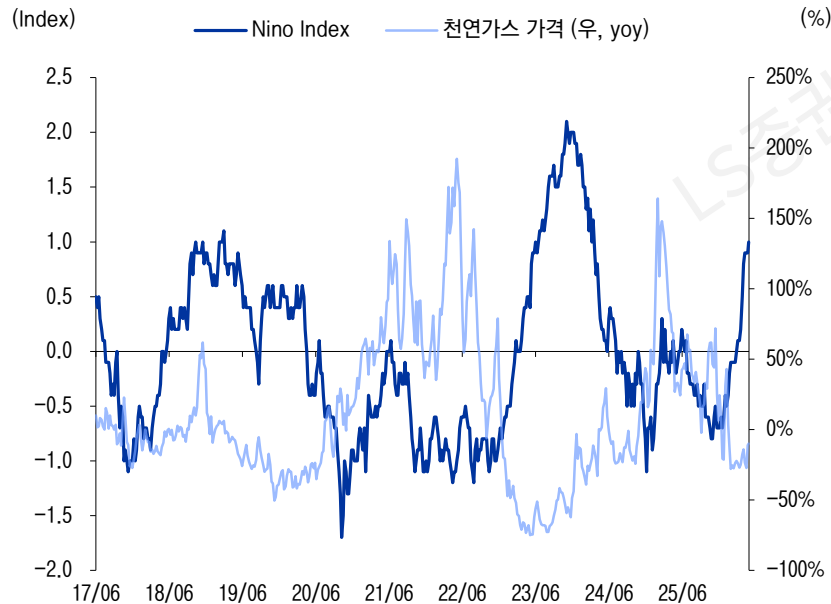
겨울철 난방도일수 전망



천연가스 가격 전망

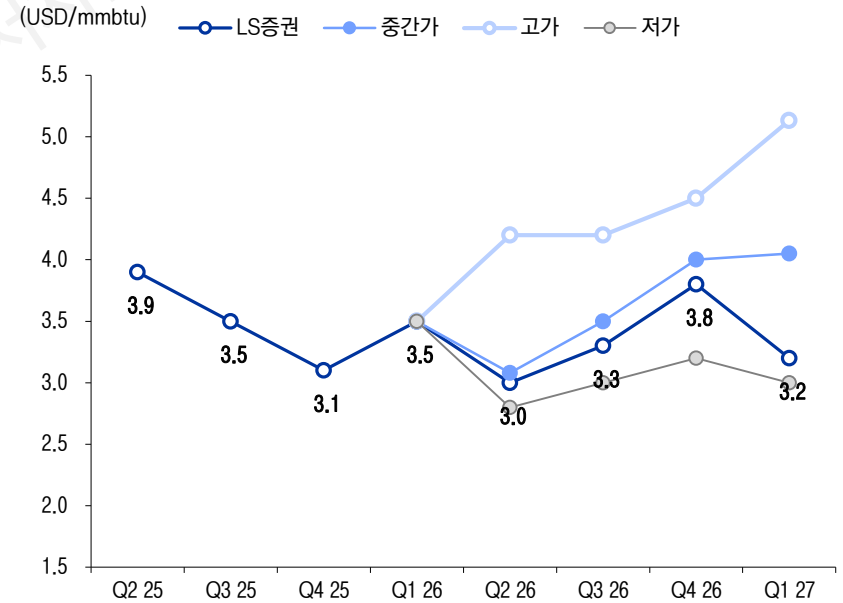
- 호르무즈 해협 봉쇄 장기화될 경우 LNG Spot 시장에서의 수요 경쟁에 의한 JKM, TTF 가격 추가 상승 불가피
 - 북반구 겨울철 이전까지 사태 해소되지 않을 경우 겨울철 가격 충격 현실화될 것
- 본격적인 엘니뇨 도래
 - 여름철 엘니뇨로 급격히 전환되며 냉방 전력 수요 증가할 전망. 여름철 일시적인 가격 상승 가능성
 - 겨울철 난방 수요의 완화로 미국 천연가스 가격 안정 예상

Nino Index와 천연가스 가격



자료: Bloomberg, NOAA, LS증권 리서치센터

미국 천연가스 가격 전망



Part III

귀금속

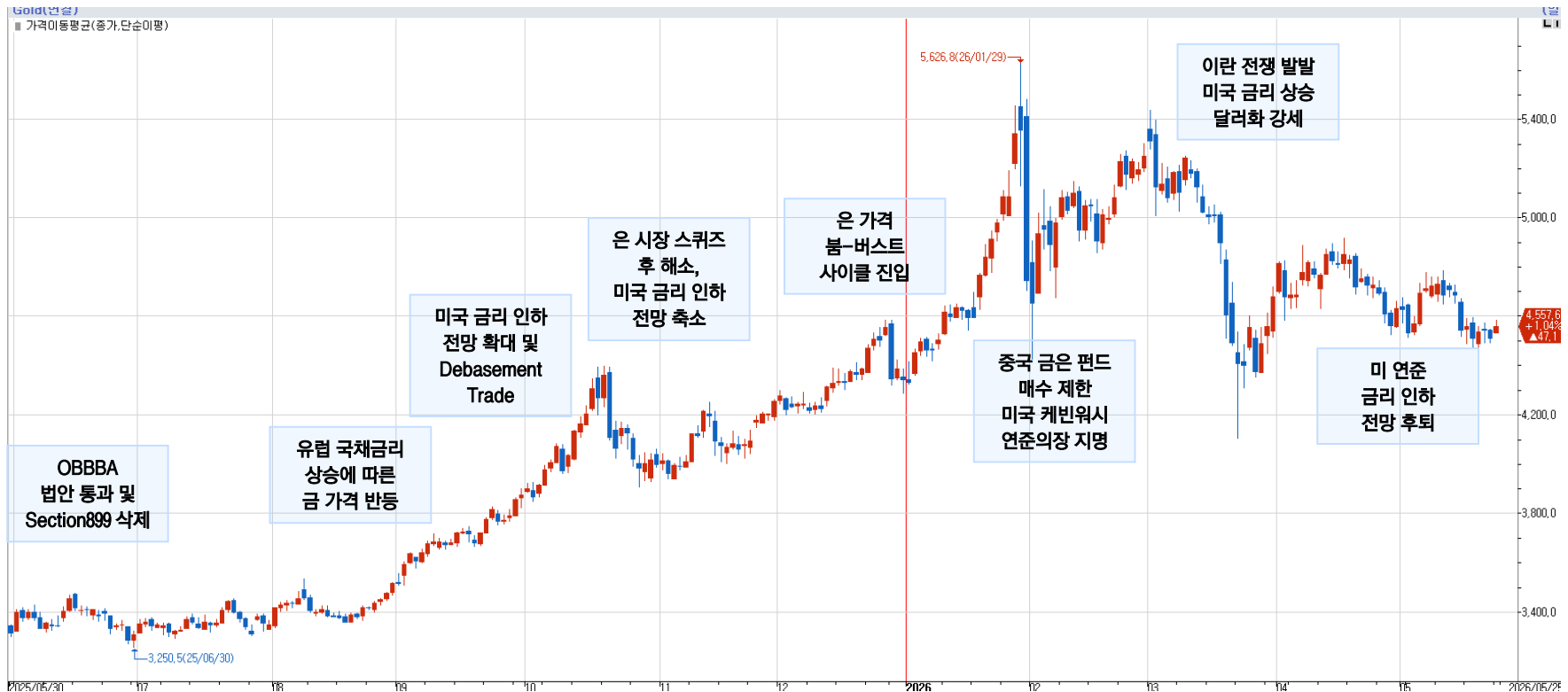
Buy the Dip

- 금 - 지정학적 리스크에도 약세인 이유
- 중장기 강세 전망 유지
- 은 - 투기 수요 회복에는 시간이 걸릴 것

금 시장 Review

- 1분기 본격적인 Boom-bust 사이클 나타낸 귀금속 시장은 3월 이란 전쟁 발발 이후 급락
- 이란 전쟁과 유가 상승은 미국 국채 금리 상승, 달러화 강세를 초래하며 실질 금리를 상승시켜 귀금속 가격의 직접적인 하락 요인으로 작용

금 가격 추이와 주요 이벤트

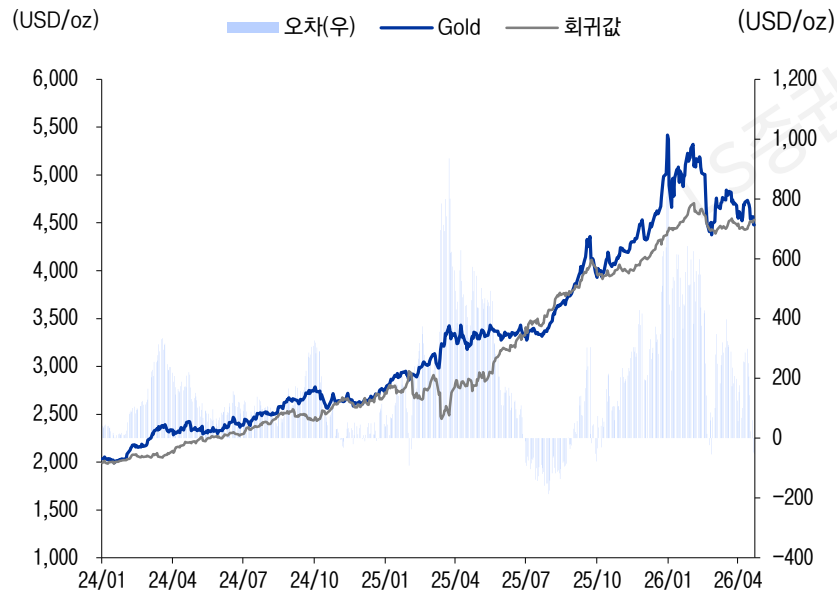


자료: LS증권 리서치센터

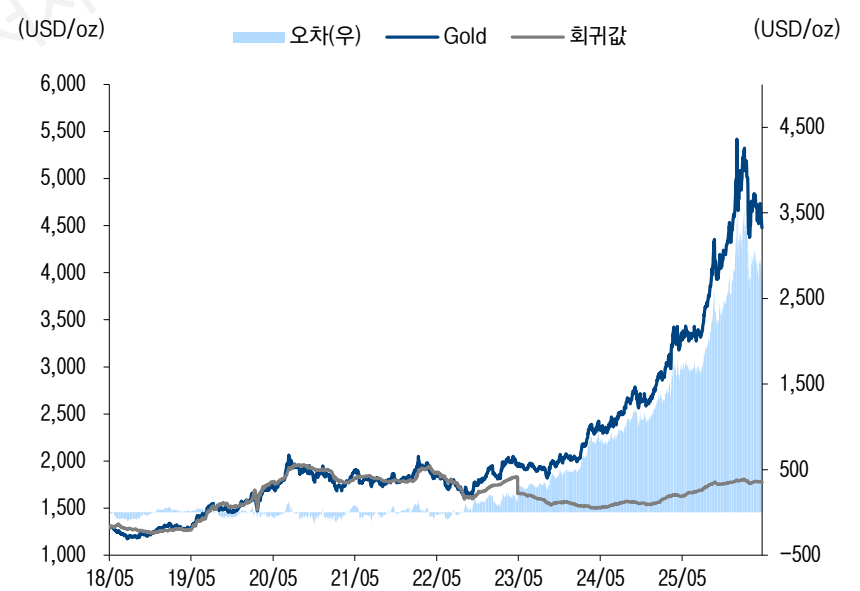
금 가격 고평가 해소

- 2월까지 미국 실질금리, 달러화, ETF flow 대비 고평가를 유지하던 금 가격은 5월 들어 고평가 해소
- 지난 4년간의 금 가격 상승을 이끈 주된 요인이 중앙은행 매입이라는 점을 상기할 때, 현재의 조정 국면은 저가 매수 기회

금 가격, 금융변수 대비 고평가 행진 지속



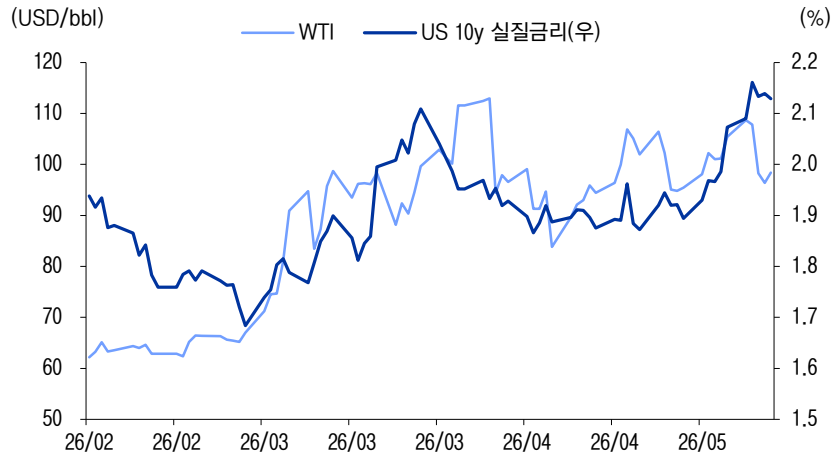
극도로 확대되었던 잔차 축소 (2021년 회귀변수)



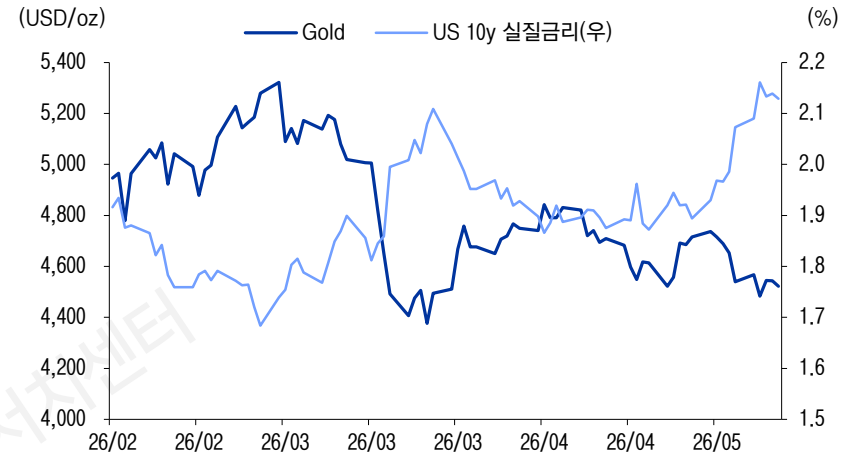
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

2022년과 2026년 비교

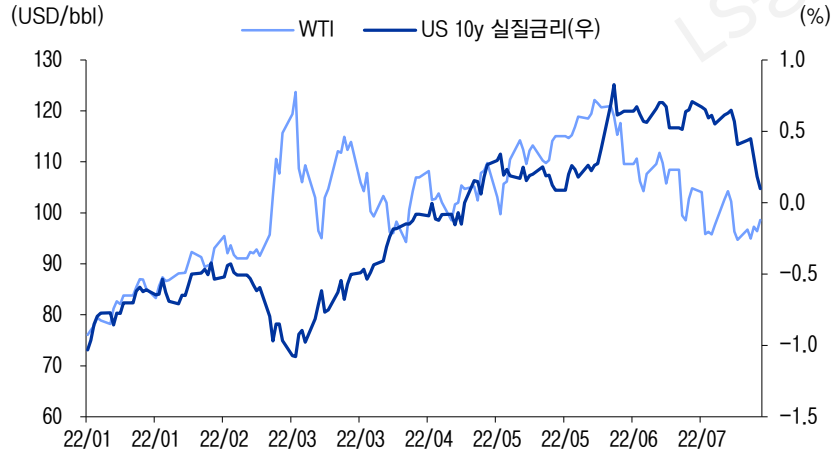
2026년 유가와 미국 실질금리



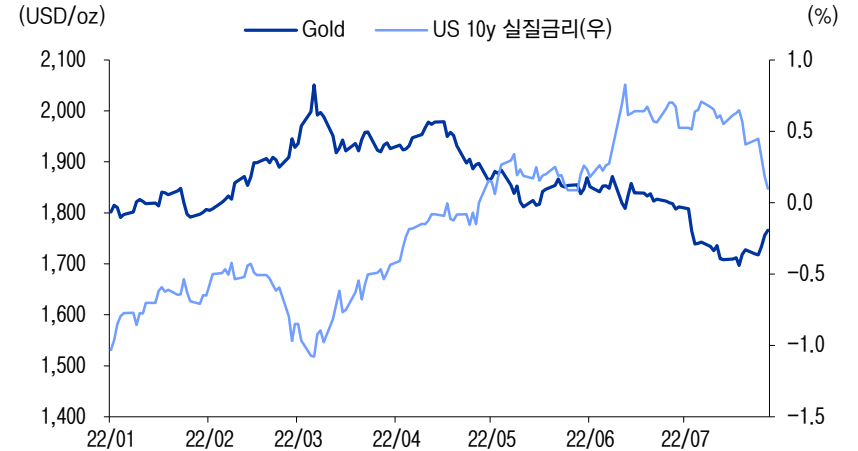
2026년 금과 미국 실질금리



2022년 유가와 미국 실질금리



2022년 금과 미국 실질금리

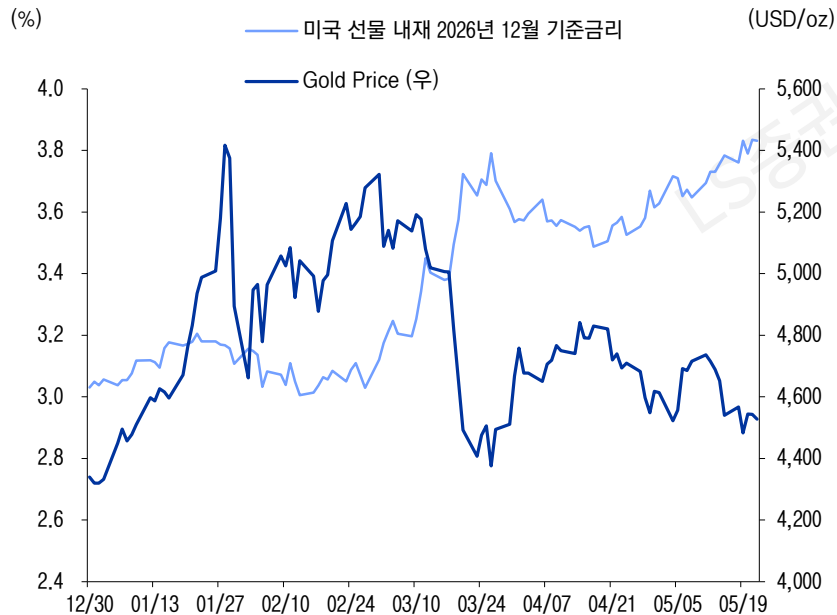


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

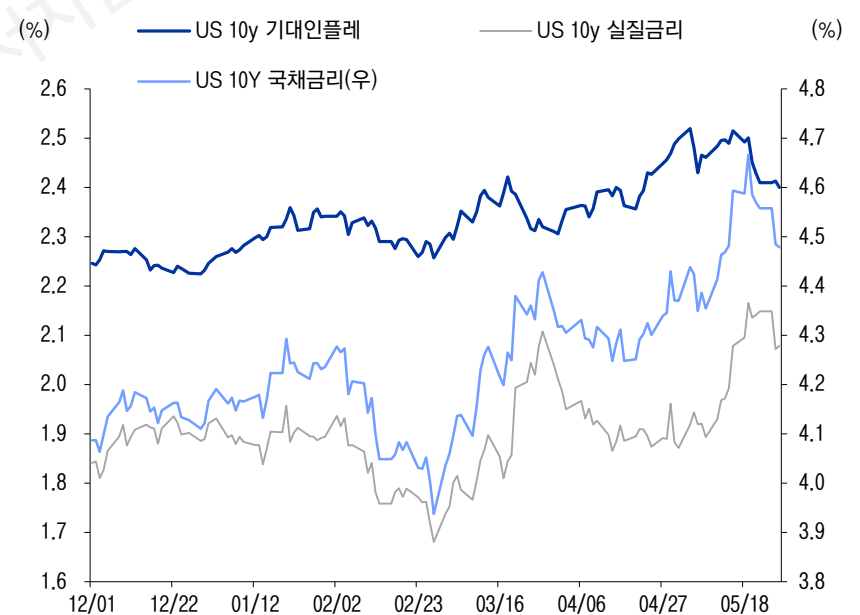
실질금리 상승의 원인

- 이란 전쟁 발발 이후 미국 선물 내재 12월 기준금리는 3.03%에서 3.83%로 80bps 상승
- 유가 상승에 따라 연준의 금리 경로 예상이 기존 금년 2회 인하에서 1회 인상으로 전환
- 이로 인해 장기 기대인플레이션은 14bps 상승에 그치고, 국채금리 54bps, 실질금리 40bps 상승

미국 기준금리 전망 변화와 금 가격



미국 10y 국채금리, 기대인플레이, 실질금리 추이

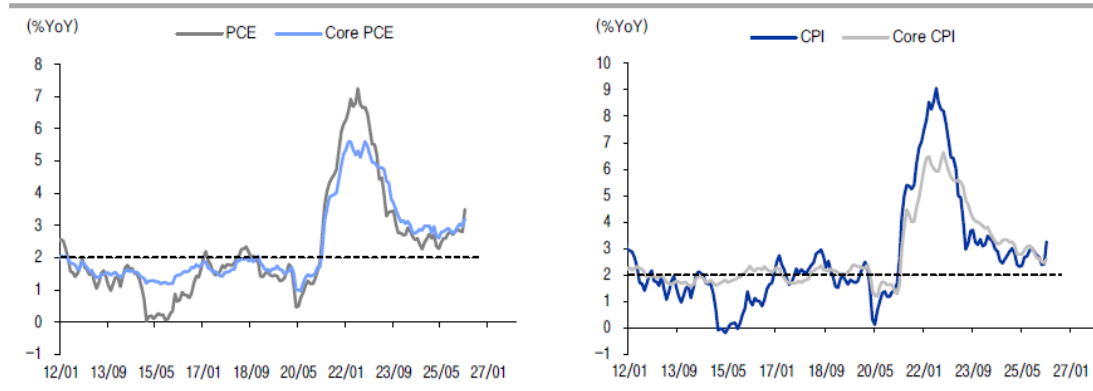


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그러나 케빈 워시 연준에서는?

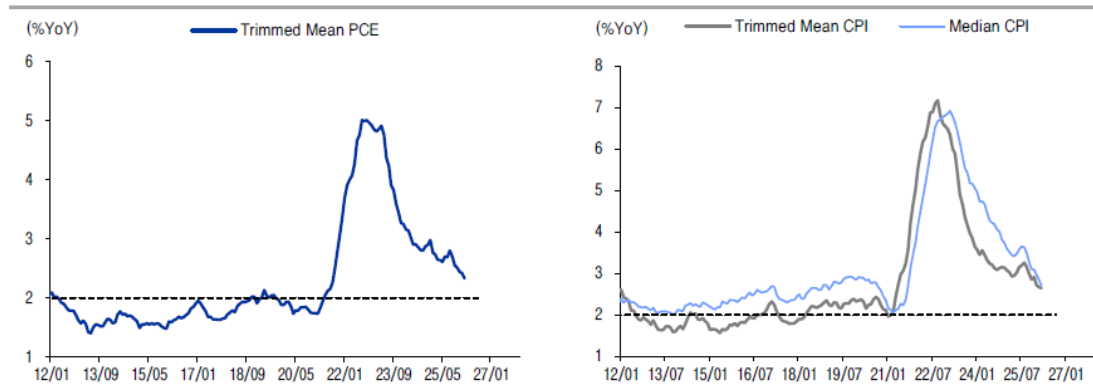
미국 연준의 새로운 인플레이션 대응 체계 가능성

그림6 일반 물가 지표의 상승률은 최근들어 재확대되고 있는 반면



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림7 절사 평균 및 중간값은 상승률 둔화



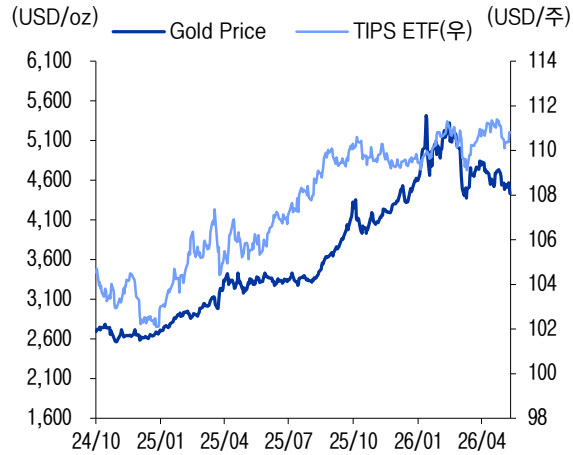
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터 [why? 케빈 워시가 연준 의장이라면?]

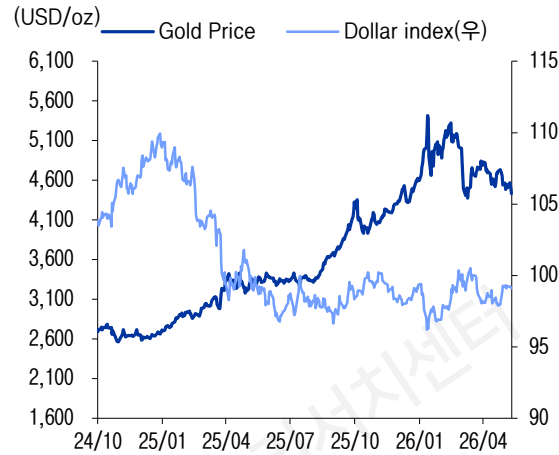
- 케빈 워시는 일시적인 물가 변동에 대한 과도한 통화정책 반응을 지양하는 스탠스
- 일각에서는 기존 PCE 지표 대신 Trimmed Mean PCE 지표를 대안으로 언급
- 이란 사태에 따른 유가 충격과 이로 인한 물가 상승에 대해 금리 인상을 자제할 가능성
- 현재 시장에서 평가하는 금리 인상 전망이 과도한 것이라면?
- 단기 금리는 하락, 장기기대인플레이션 상승, 실질금리 하락 가능

Gold - 금융 변수의 영향

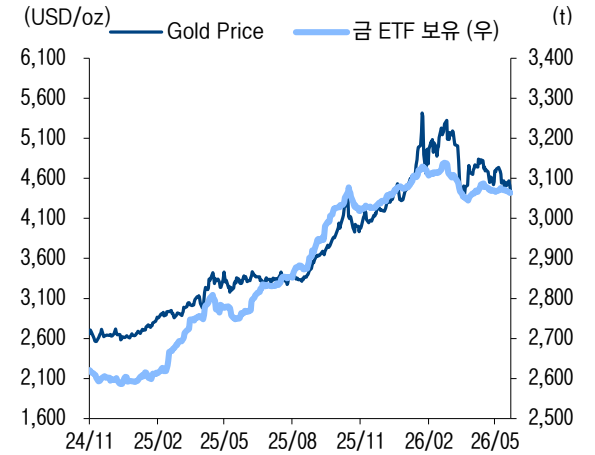
금과 TIPS



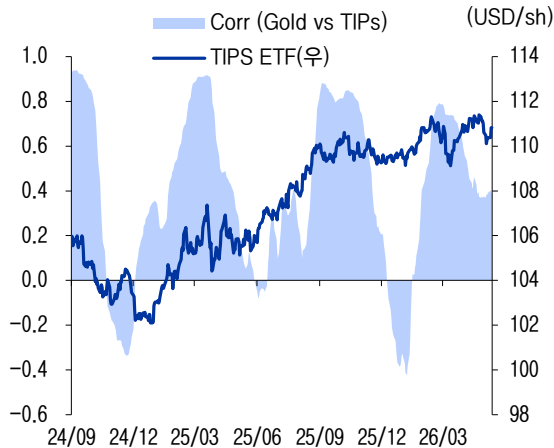
금과 달러화



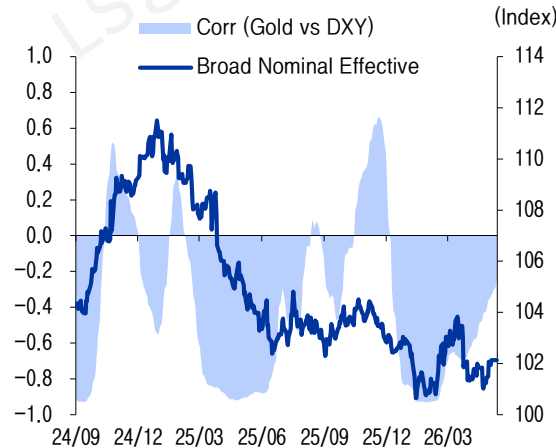
금과 ETF Flow



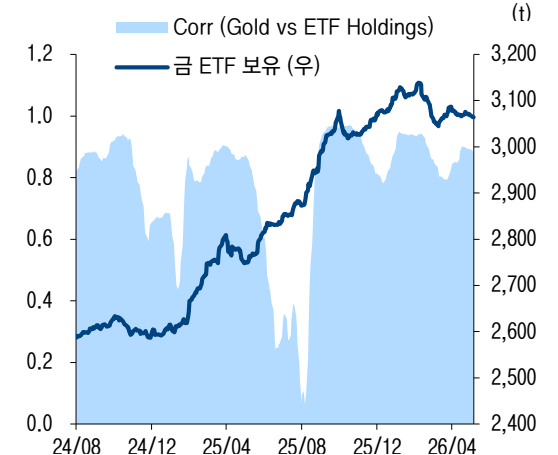
금과 TIPS 간 상관계수



금과 달러화 간 상관계수



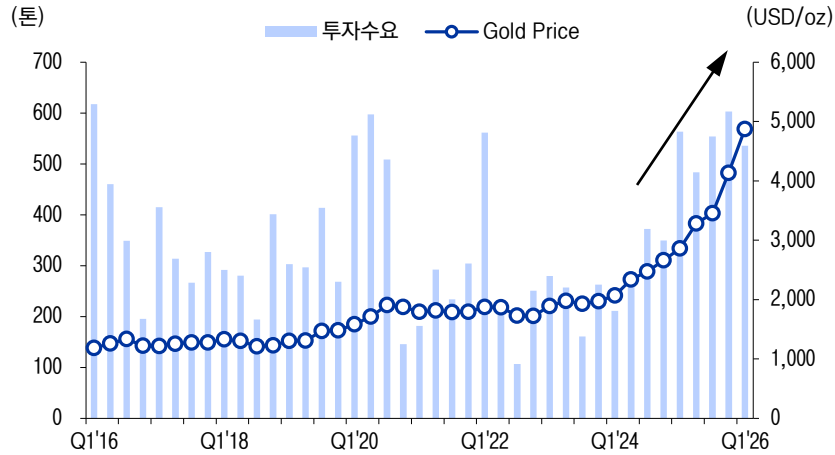
금과 ETF Flow 간 상관계수



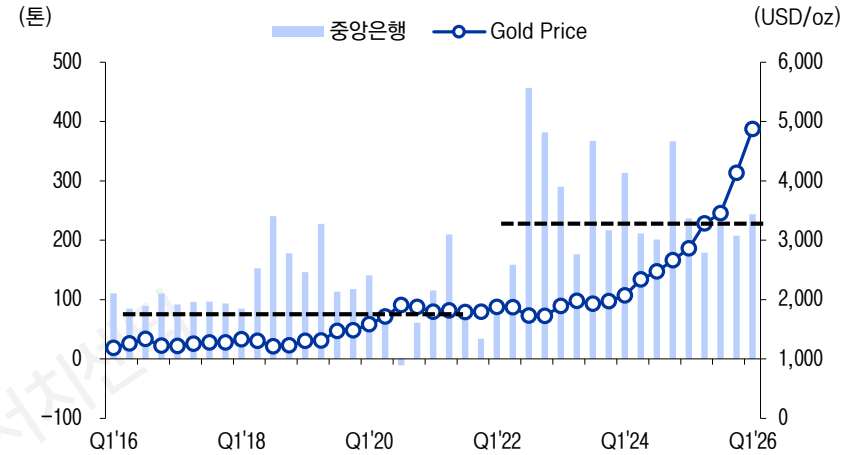
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

부문 별 금 수요

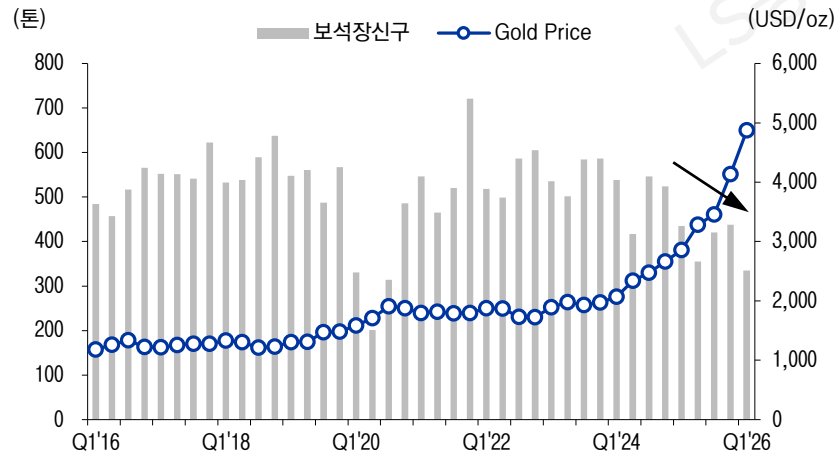
투자 수요 추이



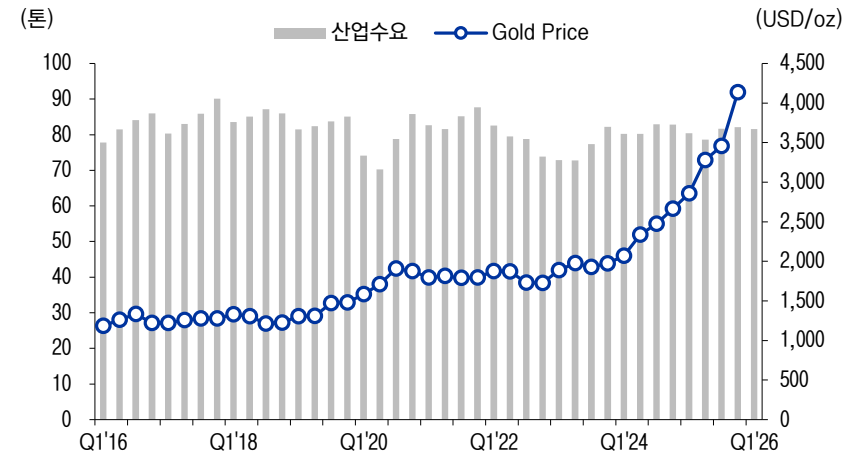
중앙은행 순매입 추이



보석 수요 추이



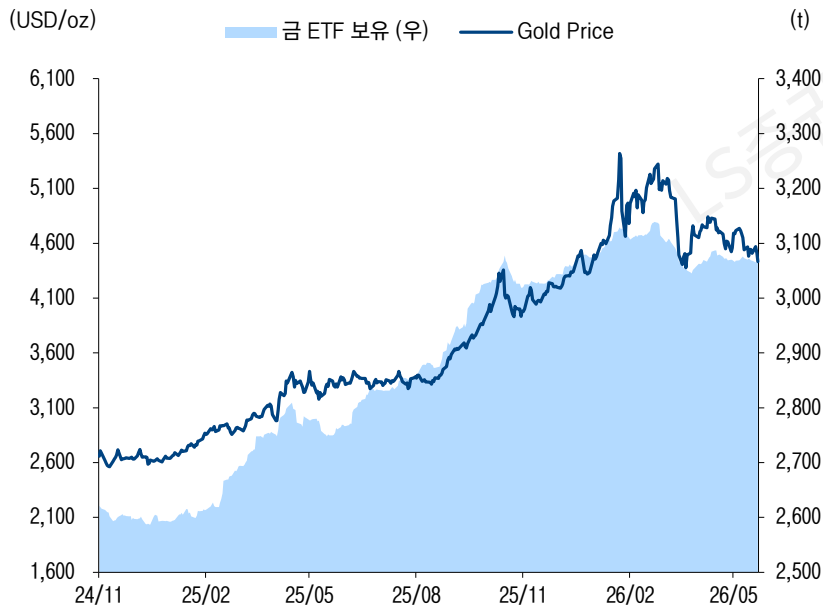
산업 수요 추이



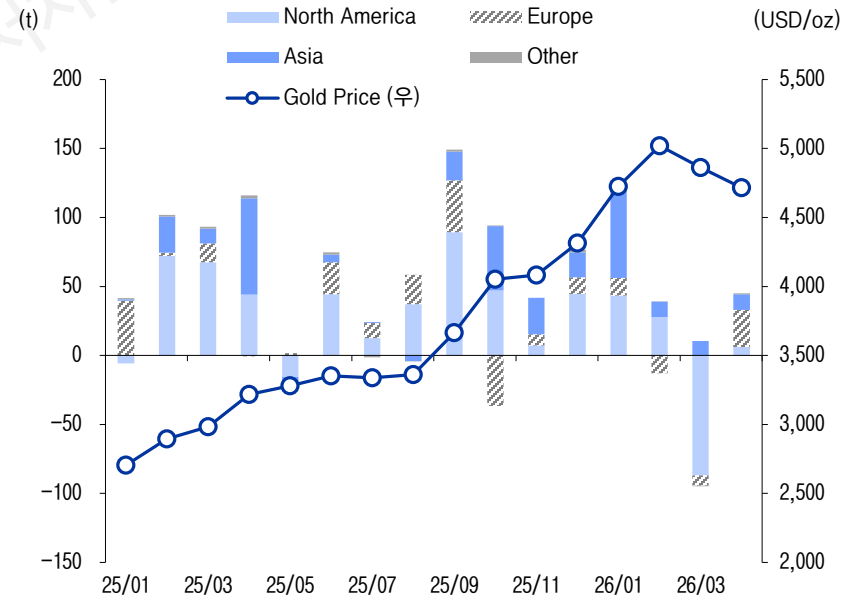
ETF 투자 수요 위축

- 2월까지 지속적으로 유입됐던 ETF 수요는 3월 북미 지역을 중심으로 84톤 유출
- 미국 기준금리 경로 예상 변화와 실질금리 상승, 달러화 강세가 투자 수요 위축시킨 것으로 판단
- 일반적으로 25bps 금리 인상에 대해 6개월 간 60톤의 유출이 일어남. 약 80bps의 기준금리 전망 변화로 추가적인 유출 가능

ETF 자금 유입 급증 후 정체



지역별 ETF 유출입 추이

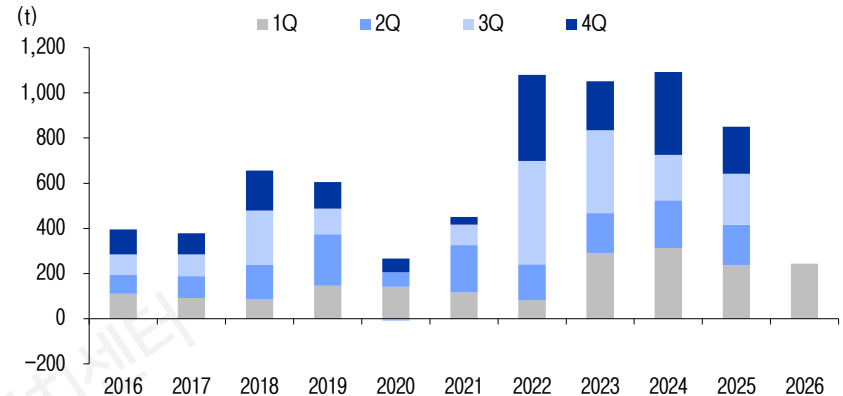


자료: Bloomberg, WGC, LS증권 리서치센터

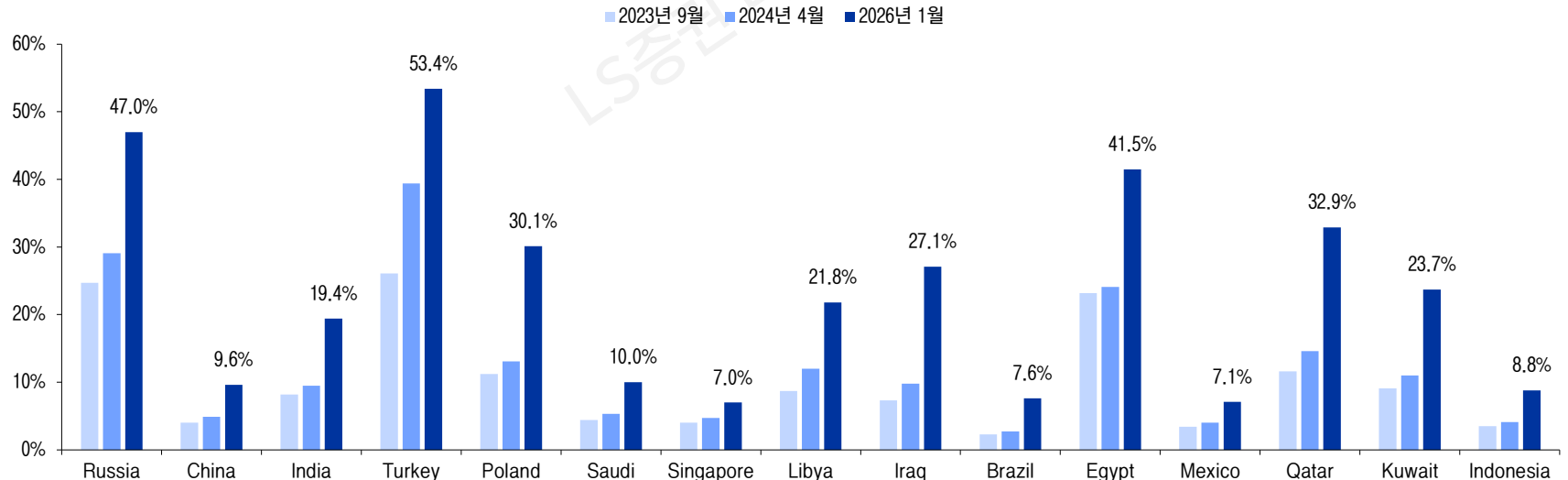
중앙은행 매입 - 경로 이탈?

- 금년 1분기에도 중앙은행의 순매입 지속, 243톤 기록
- 신흥국들의 준비자산 내 금 비중은 비약적으로 증가했으나, 여전히 과거 브레튼우즈 체제 주요국(70% 내외) 대비 낮음
- 다만 최근 터키는 리라화 가치 방어를 위해 금을 일부 매도했고, 러시아, 폴란드도 군비 조달을 위해 금을 매도한 것으로 알려짐

중앙은행 연간 금 매입 추이



주요 신흥국 준비자산 내 금 비중 변화

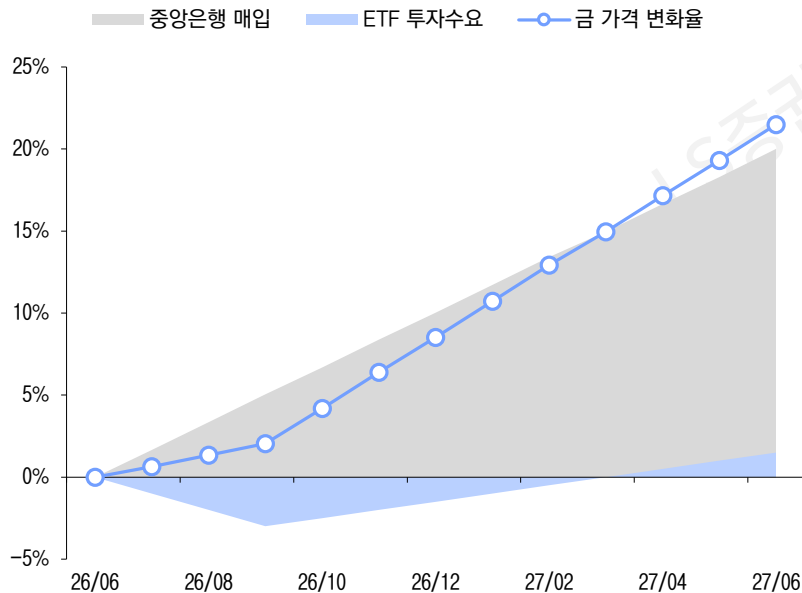


자료: WGC, IMF, LS증권 리서치센터

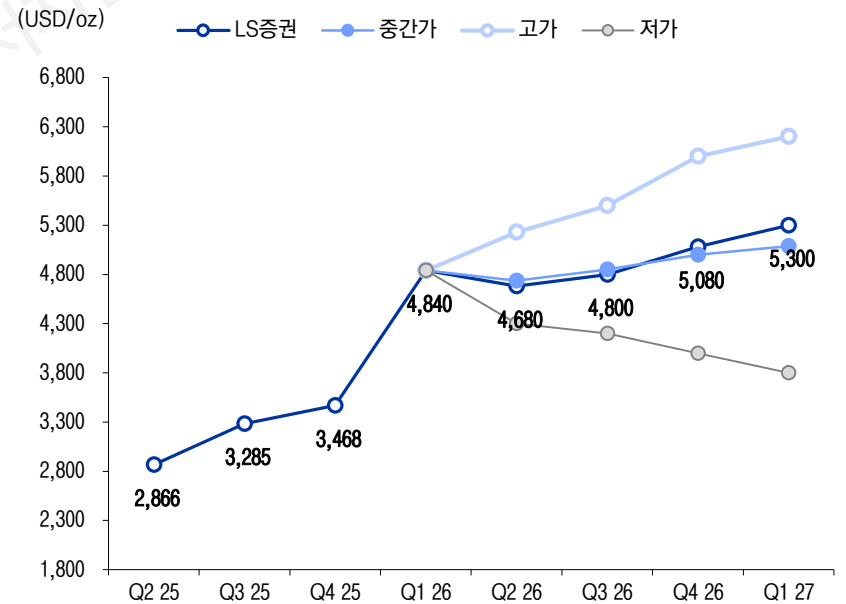
금 가격 전망

- 중앙은행 매입은 하반기 10% 내외의 상승 이끌 것
- 기준금리 전망 변화에 따른 추가적인 ETF 자금 유출 가능. 100톤의 추가 유출 가정할 때, 3% 내외 하락 효과
- 다만, 케빈 웨시 연준 하에서 기준금리 전망 다시 낮아질 수 있으며, ETF 자금 유입 전환 가능. 금 가격에는 상방 서프라이즈 작용 가능

향후 금 가격 변동 요인 분해



금 가격 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

은 – 역사적인 Boom-bust Cycle

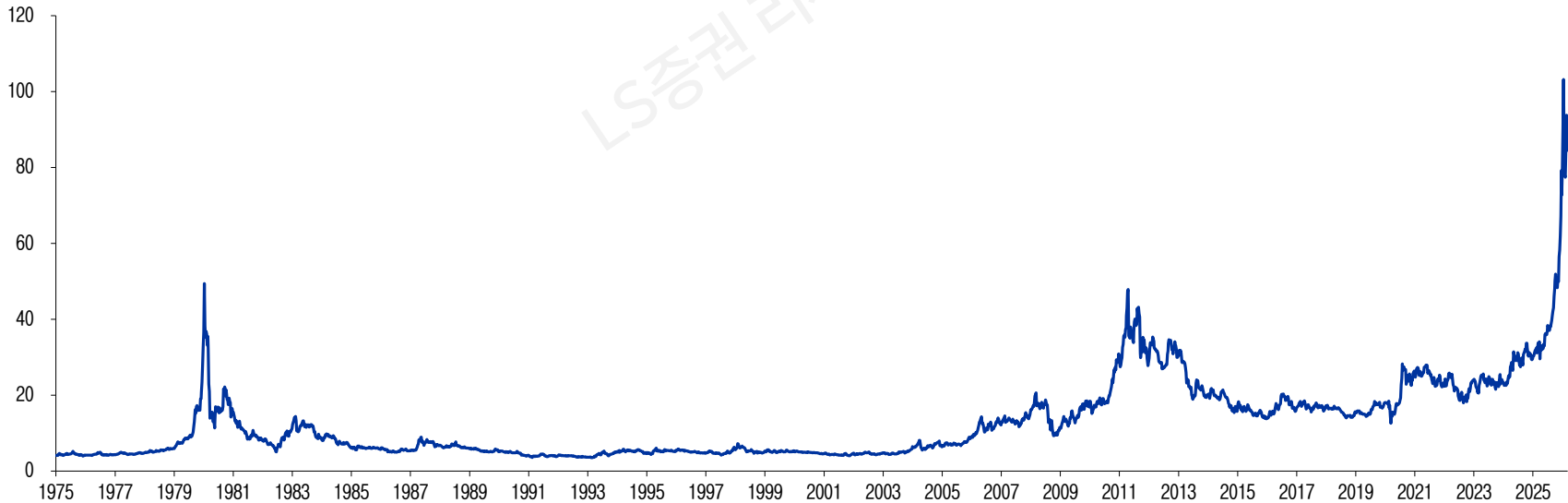
- 은 가격은 작년 초 \$30/oz대에서 금년 1월 \$120까지 급등
- 1980년, 2011년에 이은 역사적인 Boom-bust Cycle
- 은 가격은 Debasement Trade의 바로미터

은 Boom-bust Cycle 비교

	1980년	2011년	2026년
은 가격 정점	\$49	\$50	\$117
조치	신규 매수 금지 증거금 인상	9일간 5회 증거금 인상	7주간 8회 증거금 인상
증거금 변동	600% 인상 효과	\$8,775 → \$21,600 (2.5배)	\$15,000 → \$32,250 9% → 18%
가격 하락	-80%	-30%	-40%

장기 은 가격 추이

(USD/oz)

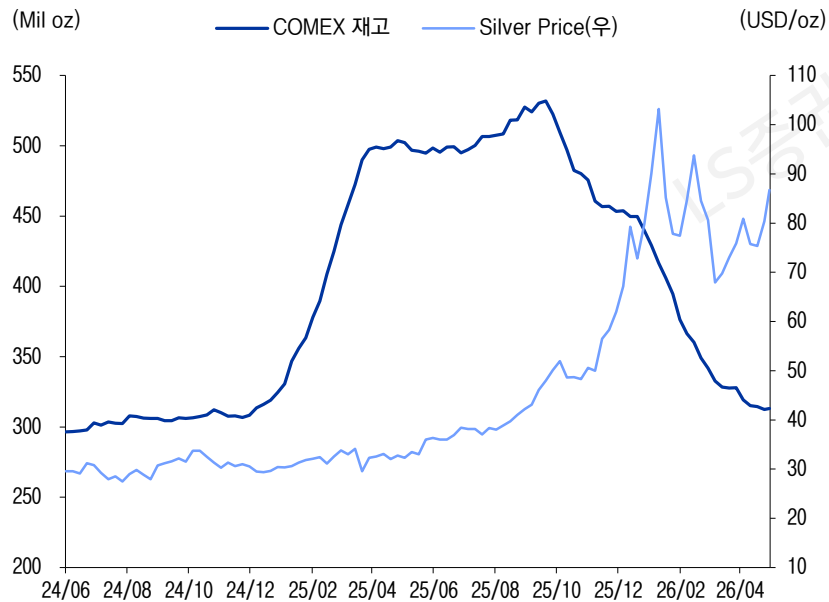


자료: Bloomberg, CME, LS증권 리서치센터

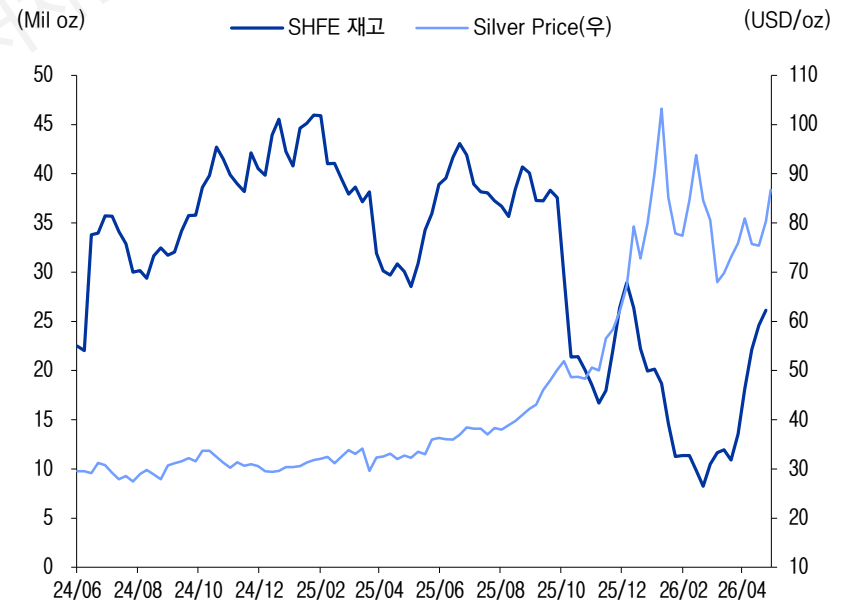
은 시장 재고 - 중국의 은 수출 통제 효과

- 작년 10월 런던 실물 시장의 은 부족 사태 이후 미국, 중국 거래소 재고는 급격히 감소
- 다만 금년 들어 중국의 은 수출 통제로 인해 중국 내 재고는 다시 증가하고 있음
- 현재 COMEX 미결제약정은 5년 최저 수준으로 감소하며, 은 재고 부족 부담 완화된 상황

COMEX 재고와 은 가격



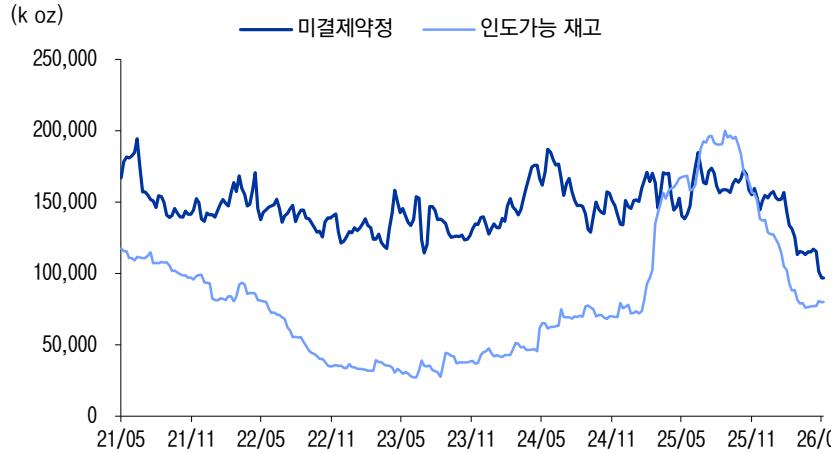
SHFE 재고와 은 가격



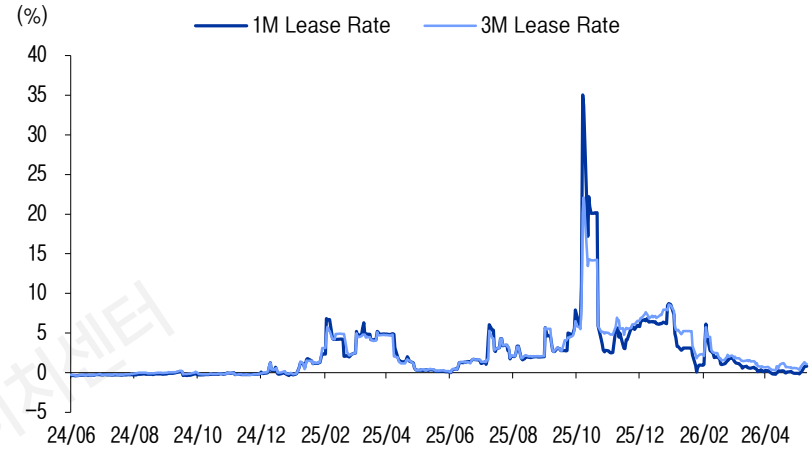
자료: Bloomberg, COMEX, LS증권 리서치센터

잠잠해진 은 시장

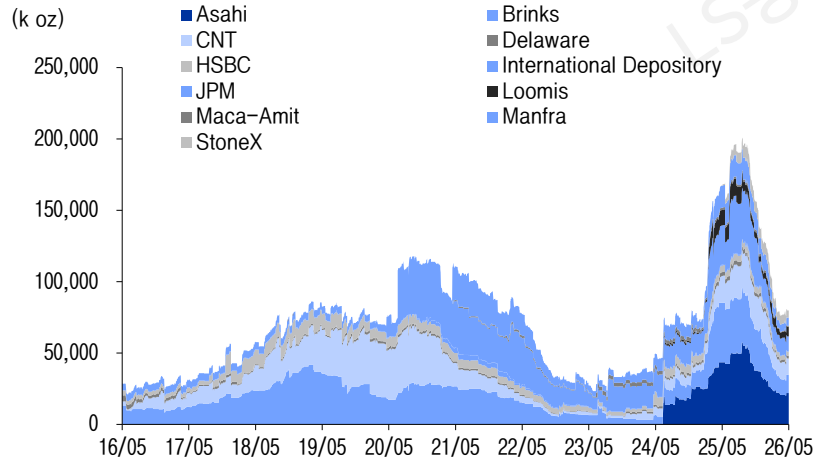
COMEX 미결제약정과 인도가능 재고



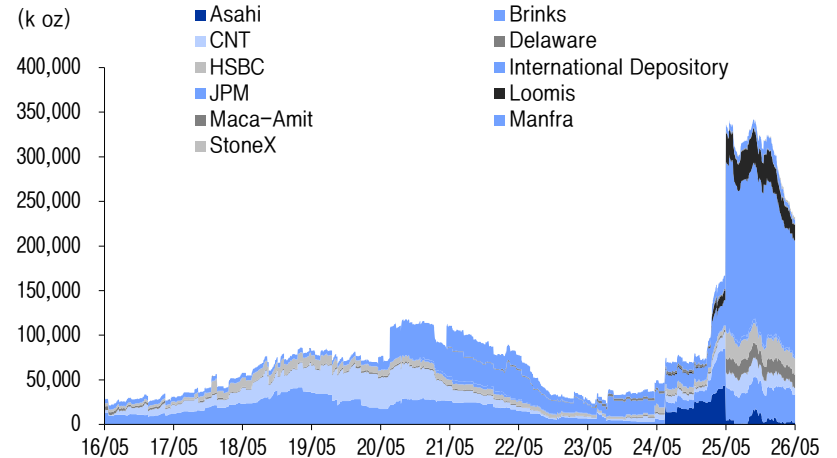
은 Lease Rate 추이



COMEX 인도가능 재고 추이



COMEX 보관 재고 추이



자료: Bloomberg, COMEX, LS증권 리서치센터

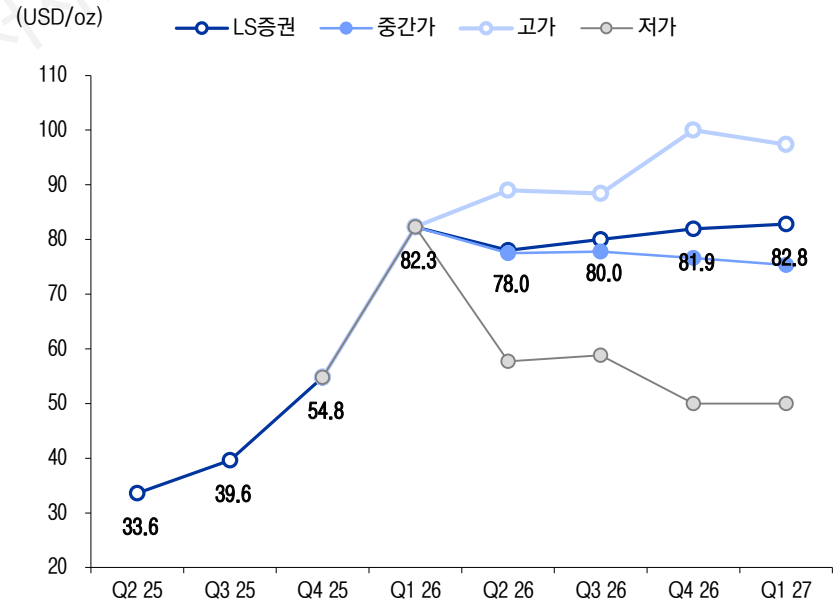
은 가격 전망

- 은 시장은 투기적 매수에 취약한 수급적인 특성. Debasement Trade의 바로미터로 삼을 수 있음
- 실질금리 상승, 기준금리 전망 상향, ETF 투자자금 약세는 금, 은 가격에 모두 하방 압력으로 작용
- 투기적 수요가 잦아든 상황에서 중앙은행 매입에 따른 상승 가능성이 있는 금보다 저조한 가격 움직임 전망

금/은 비율 급락 후 반등



은 가격 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

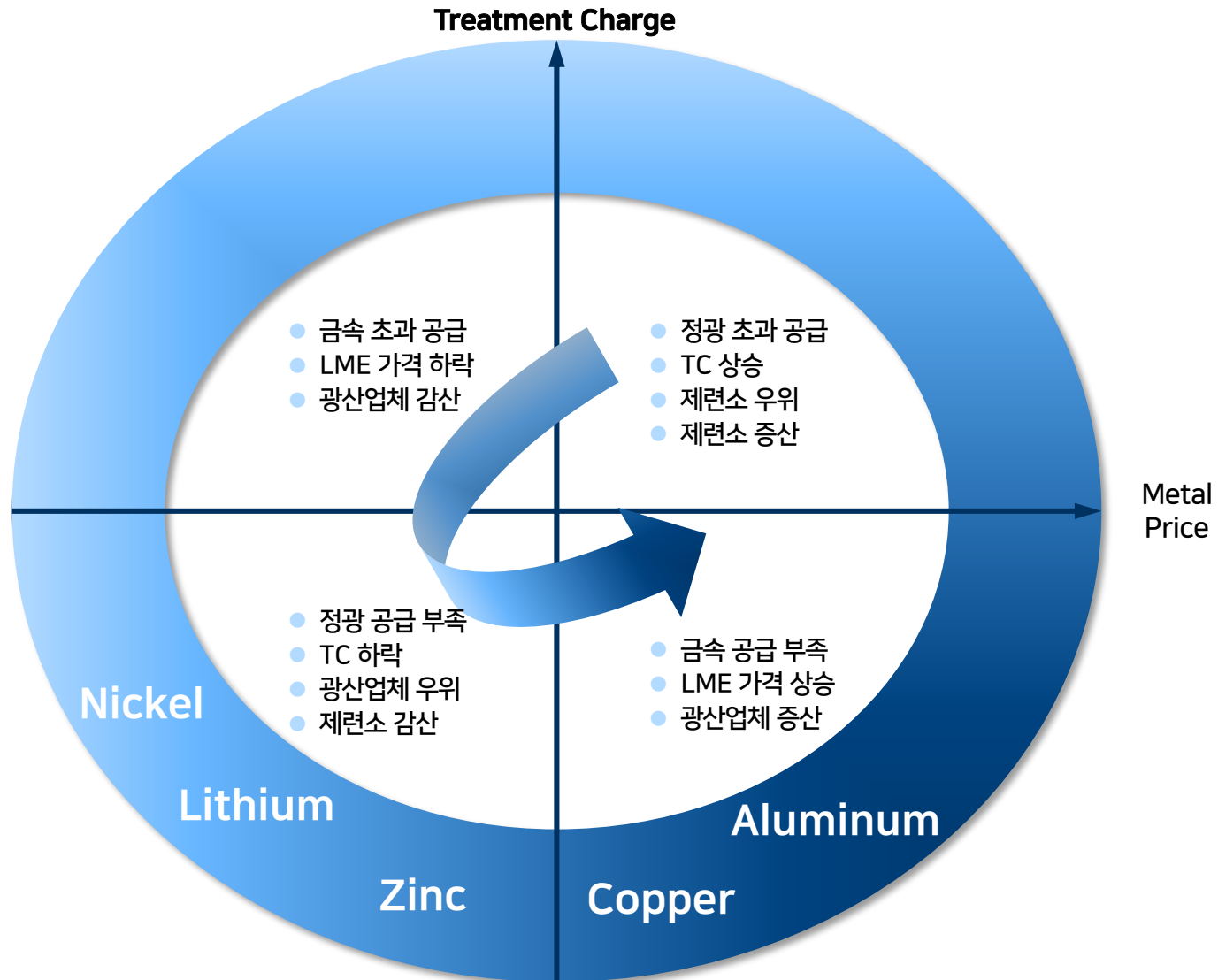
Part IV

비철금속

원자재 사이클의 중심

- 구리 : Non-cyclical이 이끄는 수요
- 알루미늄 : 역대 급 공급 부족
- 아연 : 중국 내외 수급 불균형

비철금속 수급 사이클



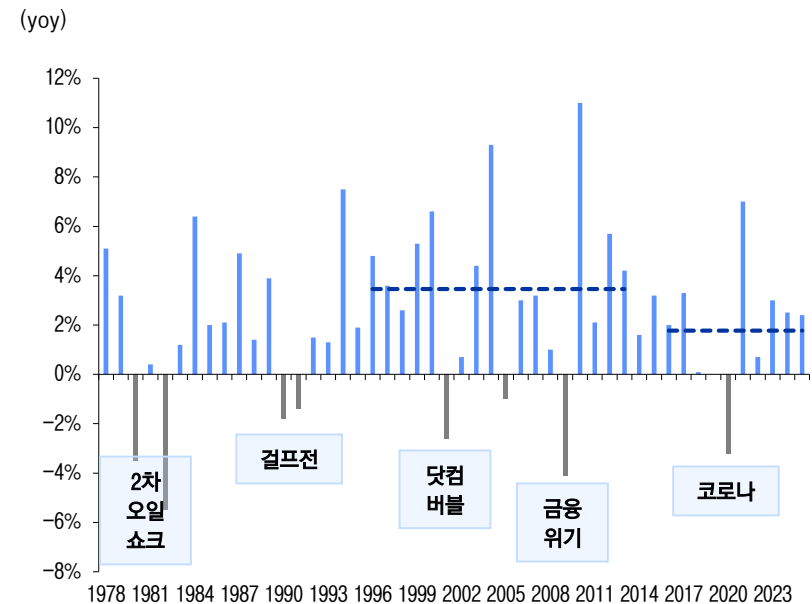
이란 전쟁에도 견조한 구리 가격

- 이란 전쟁으로 세계GDP성장률 전망은 연초 대비 약 0.3~0.5%p 하향 조정
- 세계 GDP 대비 구리 수요의 베타(0.9~1.2)를 감안할 때, 약 -0.5%p의 수요 조정 불가피
- 그러나 구리 가격은 이란 전쟁 이전 수준을 회복하고, 신고점을 기록하는 견조한 흐름

고유가 지속 기간에 따른 구리 수요 전망 변화

	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M
\$90	-0.2%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.9%
\$100	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
\$110	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	-1.2%	-1.4%
\$120	-0.3%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-1.1%	-1.3%	-1.4%	-1.6%
\$130	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.9%	-1.1%	-1.3%	-1.5%	-1.7%	-1.9%
\$140	-0.4%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	-1.4%	-1.7%	-1.9%	-2.1%
\$150	-0.4%	-0.6%	-0.9%	-1.1%	-1.4%	-1.6%	-1.9%	-2.1%	-2.3%

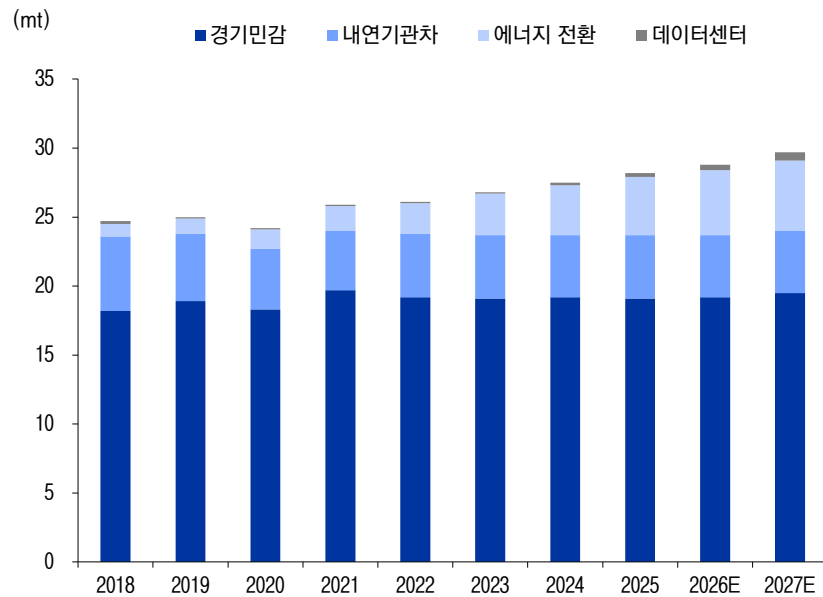
세계 구리 수요 증가율 추이



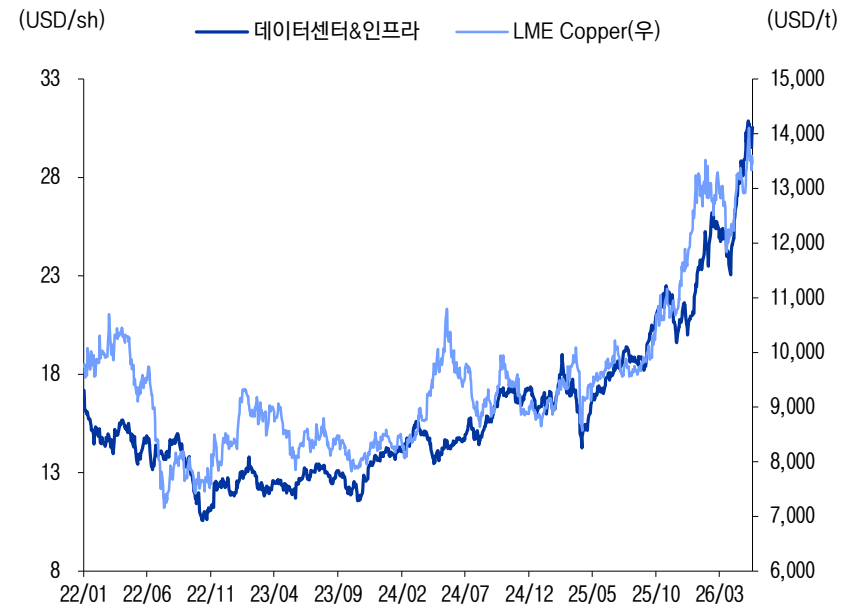
구리 가격 동인 - 수요의 변화

- 전체 구리 수요에서 경기민감(건설, 소비재 등)과 내연기관차 부분의 수요는 정체
- 에너지 전환, 데이터센터 관련 수요가 증가세를 이끔. 구리 가격이 성장률 전망 하향에도 강세를 나타내는 요인
- 구리 가격과 데이터센터, 전력인프라 부문과의 상관관계 강화

부문별 구리 수요 추이



데이터센터, 전력인프라 ETF와 구리 가격

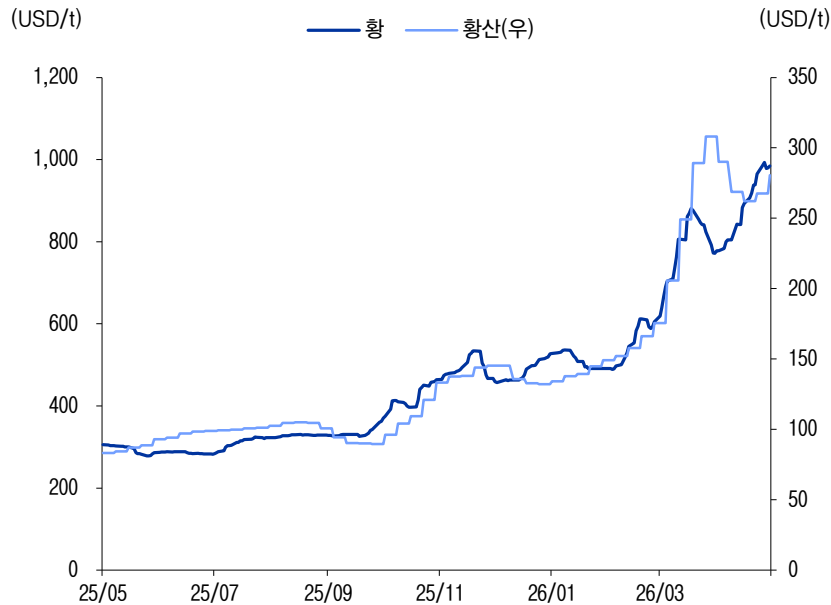


자료: Bloomberg, Citi, LS증권 리서치센터

황산 부족, 공급 리스크로 부상

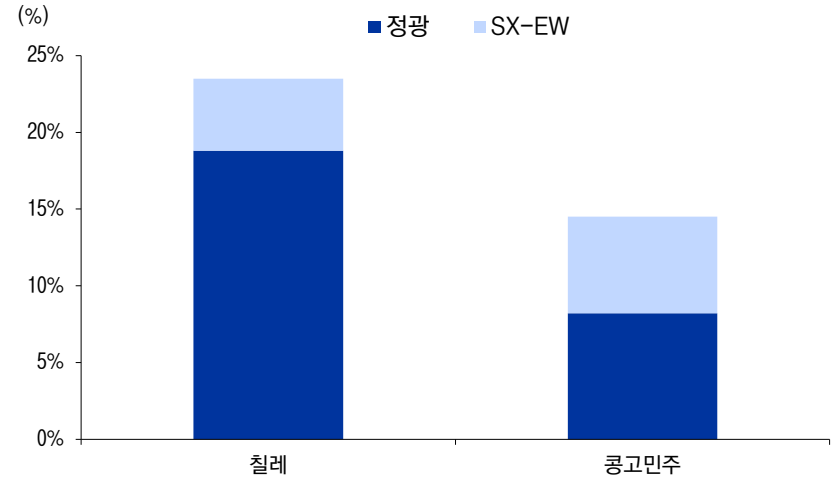
- SX-EW 방식의 전기동 생산은 전체 생산의 13~17%를 차지하며, 황산이 필수 원료로 투입됨
- 호르무즈 해협 봉쇄로 중동 산 황산 공급 차질. 중국은 국내 생산 황산의 수출 중단, 공급 리스크 확대

호르무즈 해협 봉쇄로 황, 황산 가격 급등

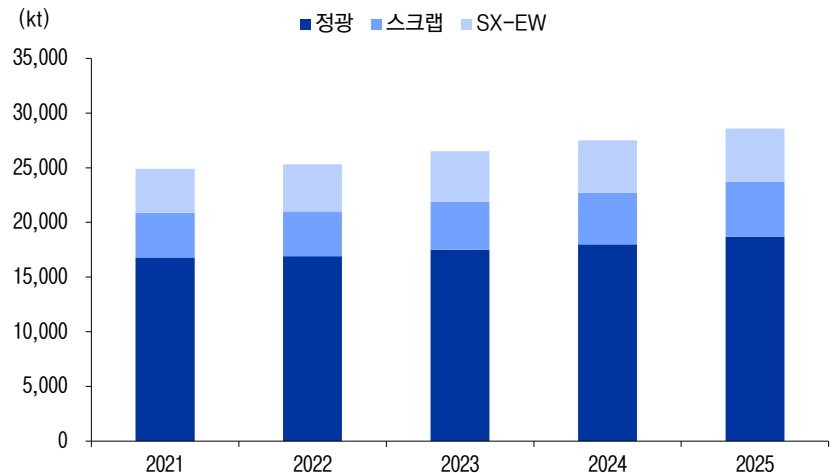


자료: Bloomberg, SMM, LS증권 리서치센터

주요 SX-EW 방식 생산국



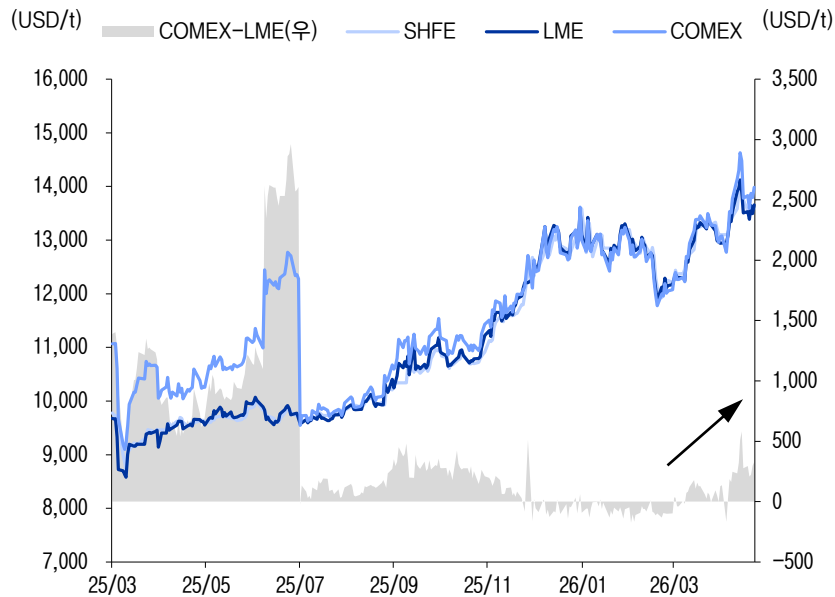
전기동 생산 방식 별 추이



Copper, 다시 관세 영향권

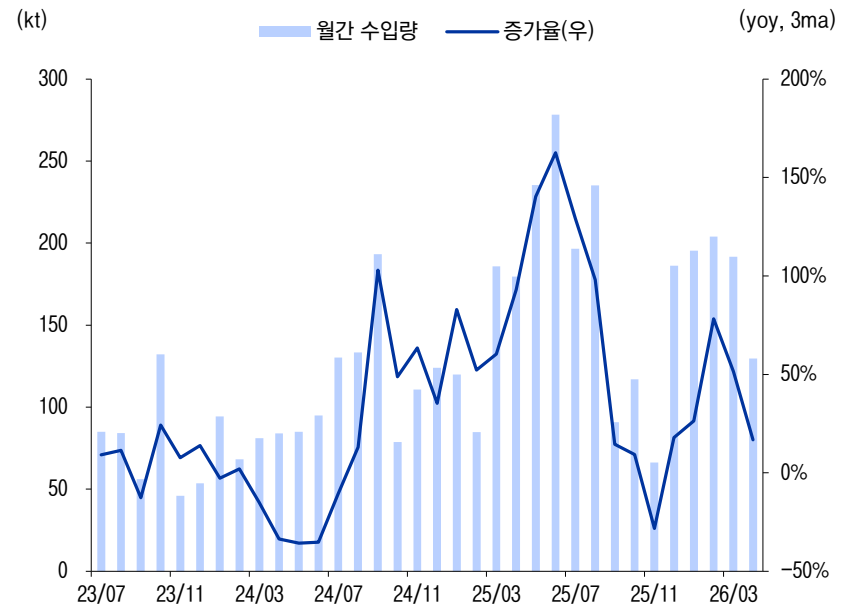
- 무역확장법 Section232에 따른 관세 결정이 6월말로 다가오며 다시 COMEX-LME 스프레드는 관세를 반영
- 미국으로의 구리 수입은 계속 높은 수준을 유지하고 있으며, 늘어난 재고는 미국 내 LME 창고에서 COMEX로 이동 중
- 관세 결정에 따라 COMEX-LME 가격, 재고, Forward Curve의 급격한 변화 예상됨

COMEX-LME 스프레드 추이



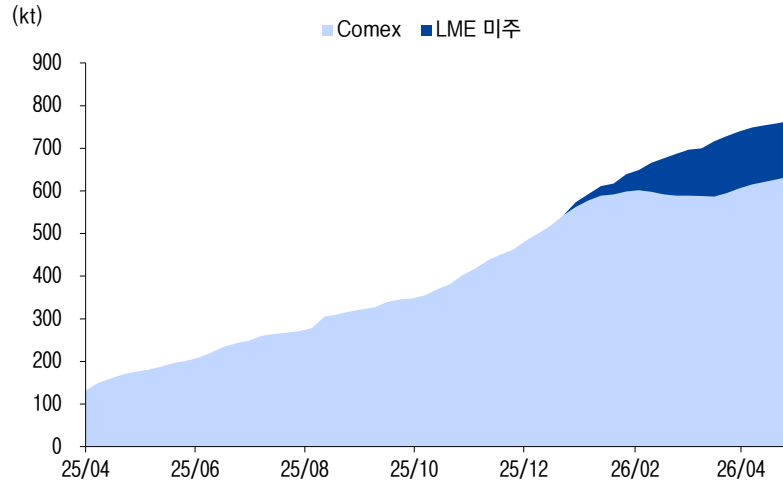
자료: COMEX, LME, LS증권 리서치센터

미국 월간 구리 수입

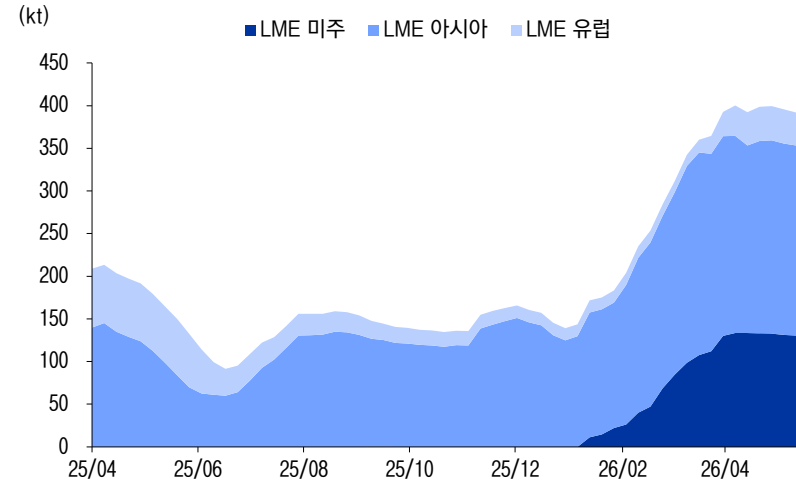


Copper, 다시 관세 영향권

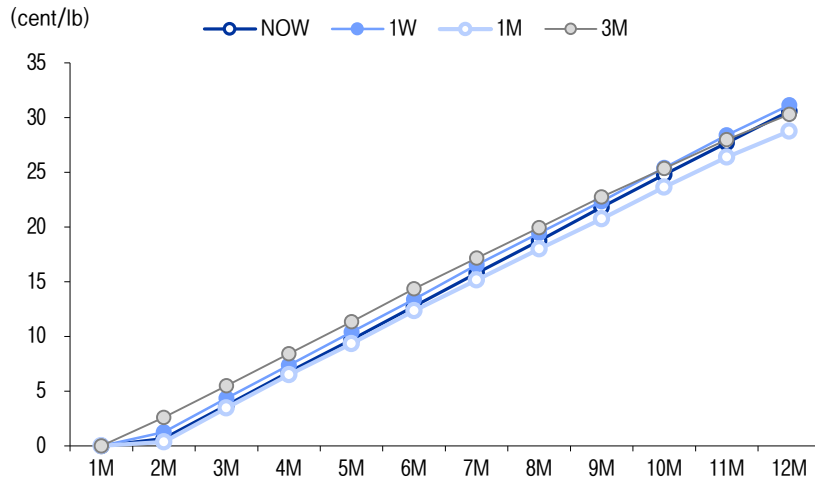
미국 COMEX 재고



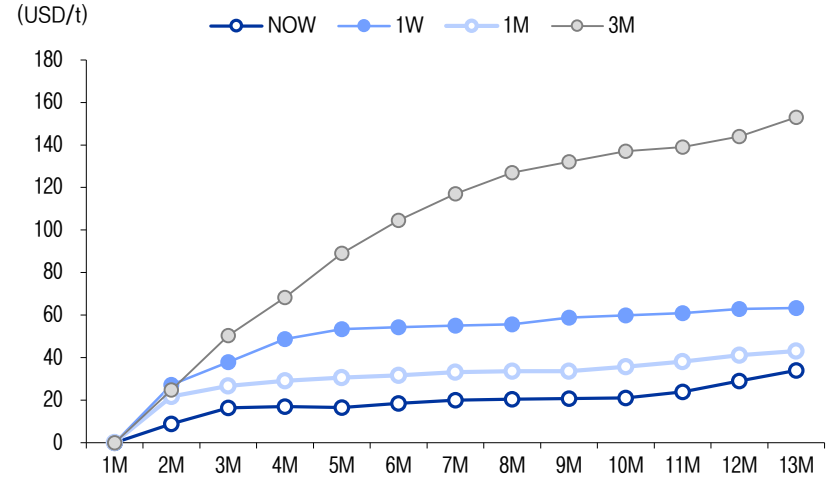
지역별 LME 재고



COMEX Forward Curve



LME Forward Curve



자료: COMEX, LME, LS증권 리서치센터

Copper, 관세 시나리오 별 전망

시나리오1 : 전면 관세 부과

시장 양극화 및 변동성 극대화

- **미국(CME) 가격 급등** : 수입 단가 상승 및 공급 우려로 사상 최고치 경신 가능성
- **글로벌(LME) 가격 하락 압력** : 잉여 물량의 타국 우회 수출로 인한 일시적 공급 과잉 유발
- **시장 교란 심화** : CME-LME 가격 스프레드 확대로 글로벌 차익거래 및 물류비용 증가

시나리오2 : 관세 제외

불확실성 해소 및 펀더멘털 회귀

- **프리미엄 소멸** : 선반영된 투기적 매수세 약화 및 미국 창고 비축 물량 출회로 단기 가격 하락
- **글로벌 수급 정상화** : 묶여있던 재고들의 원활한 유통 재개
- **시장 안정화** : 관세 리스크 해소로 거시경제 및 산업 실수요에 연동된 흐름 전개

시나리오3 : 단계적 부과/쿼터제

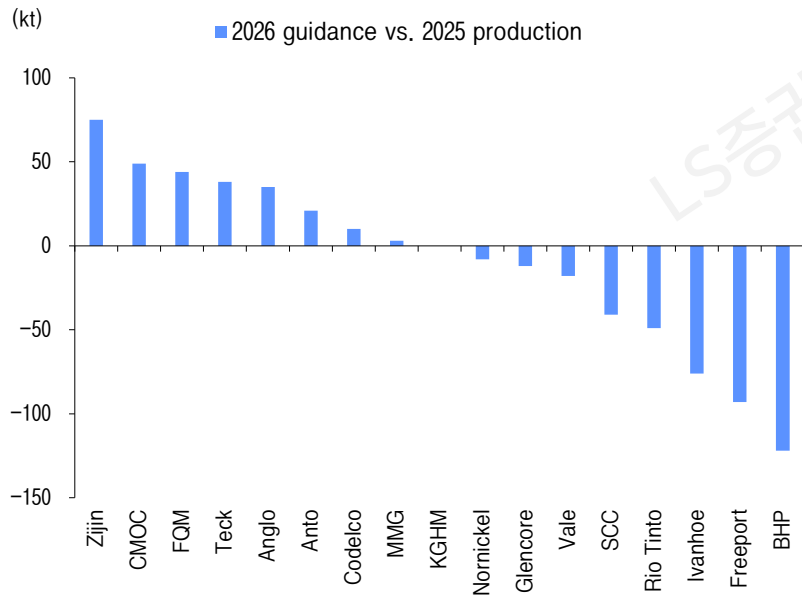
장기적 공급망 재편 및 점진적 상승

- **단기 충격 완화** : 급격한 가격 변동을 방지하고 시장이 변화를 소화할 수 있는 완충 효과 부여
- **가격 우상향 압력** : 장기적 수입 비용 증가 기정사실이 되어 가격 하방 경직성 및 점진적 상승
- **인프라 투자 자극** : 미국 내 구리 제련소 및 스크랩 인프라 확충 가속화

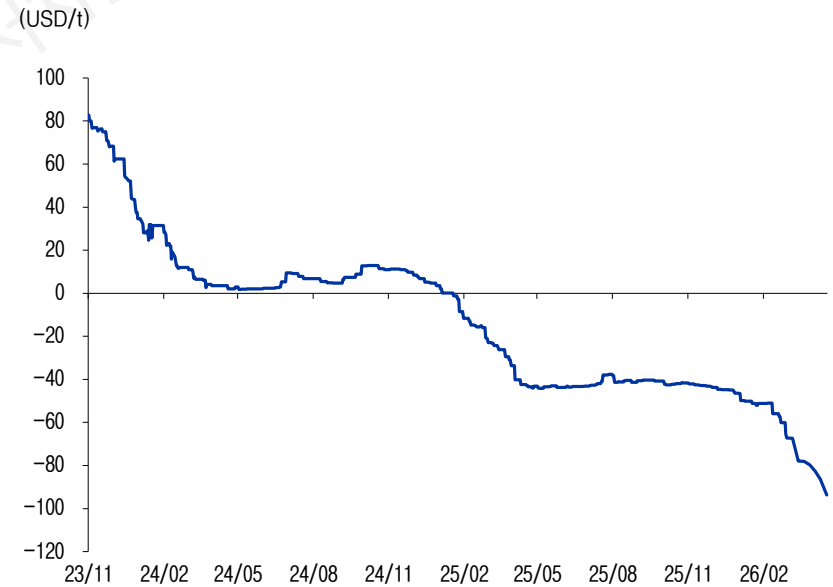
정광 공급 전망

- 지난 2025년 극도로 부진했던 정광 공급. 그러나 2026년 주요 17개 광산업체들의 생산 가이드스는 20만 톤 감소
- Freeport의 Grasberg 광산, Ivanhoe의 Kamo-a-Kalula 광산의 공급 차질 및 BHP Escondida 광산 보수에 따른 가이드스 하락
- 금년에도 극적인 정광 공급 개선 예상되지 않는 상황에서 제련 수수료 낙폭 심화

2025년 생산량 대비 2026년 가이드스 변화



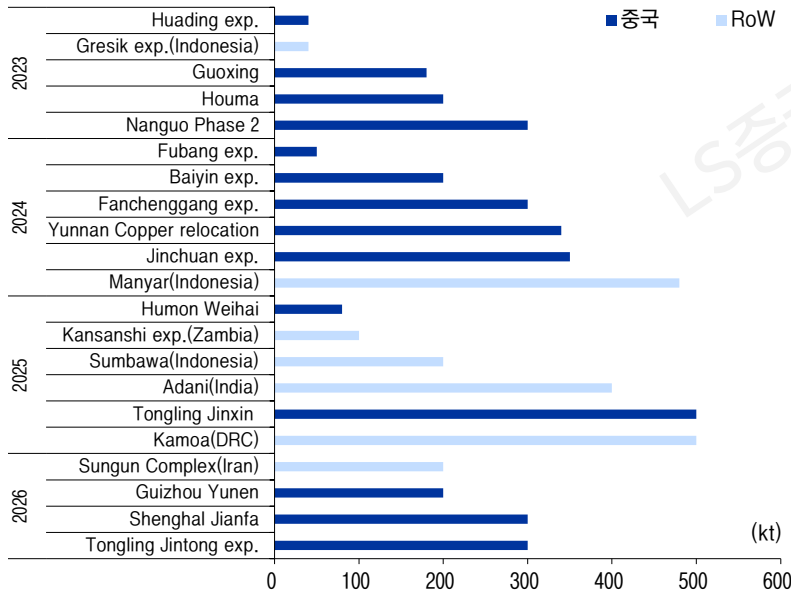
제련 수수료 낙폭 심화



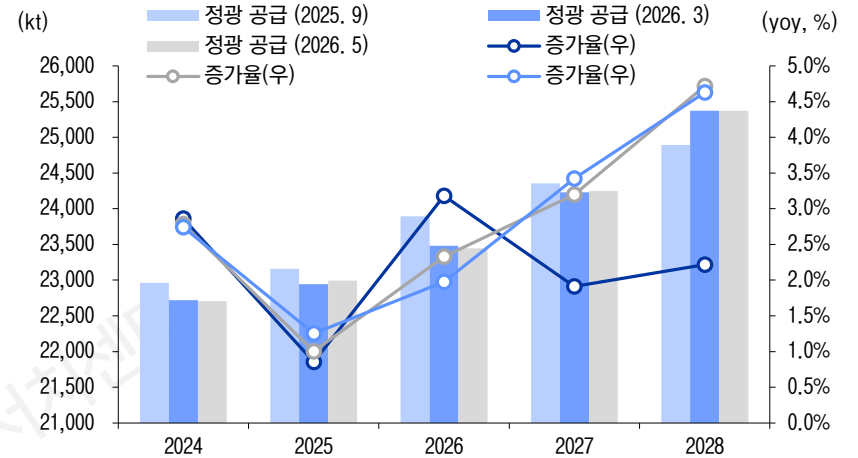
정광 수급 및 제련수수료

- 정광 부족의 또다른 원인인 구리 제련소 용량 확장은 마무리 국면
- 금년 정광 공급 전망은 작년 9월 이후 꾸준히 악화
- 제련 수수료는 2027년부터 소폭 회복세 예상

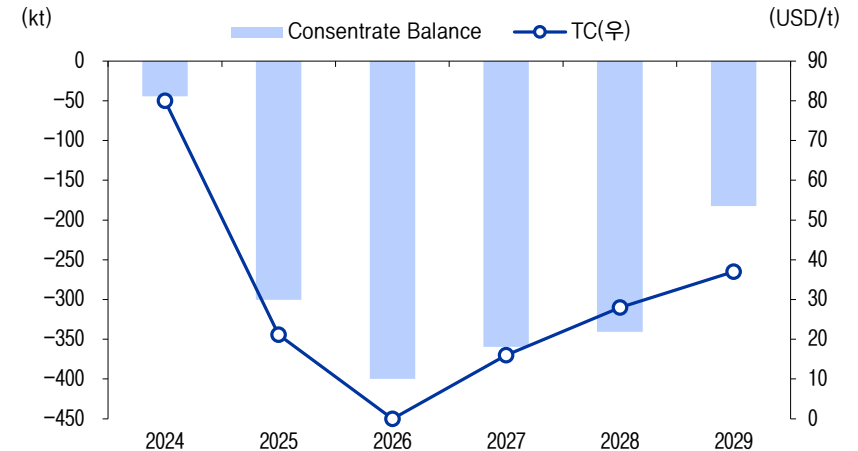
구리 제련소 용량 증가



2026년 정광 공급 전망 악화



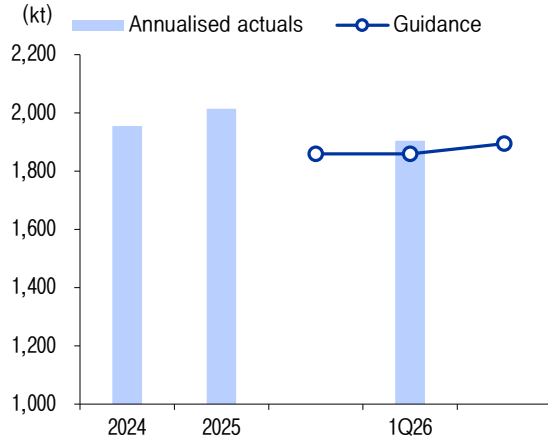
정광 수급 및 제련수수료(장기계약) 전망



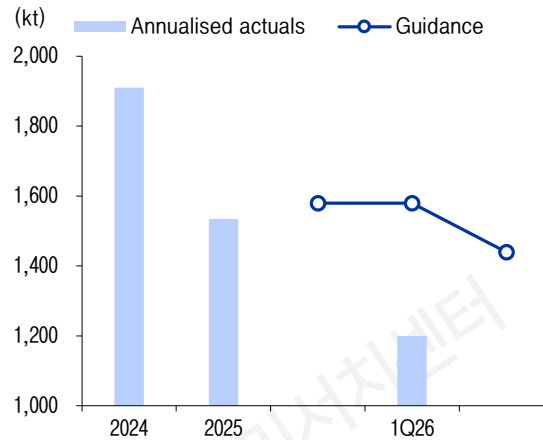
자료: SMM, WoodMac, LS증권 리서치센터

주요 광산업체 생산 가이드선스와 부진한 실적

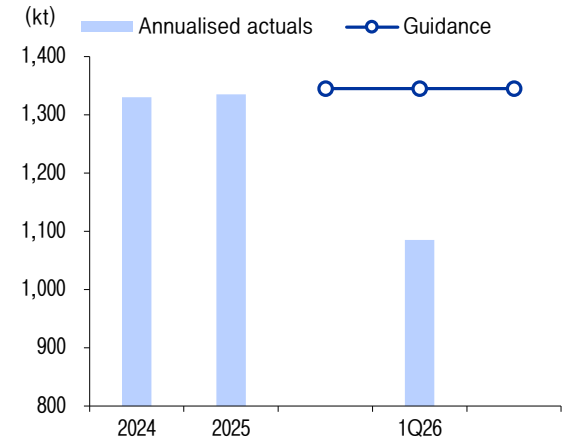
BHP Billiton



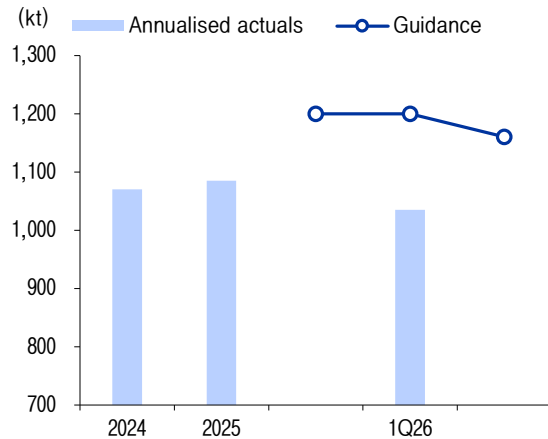
Freeport McMoran



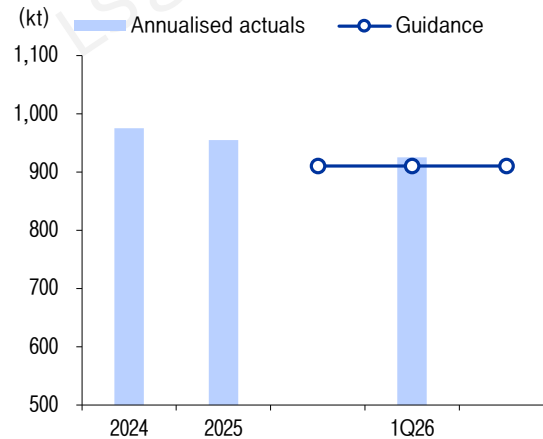
Codelco



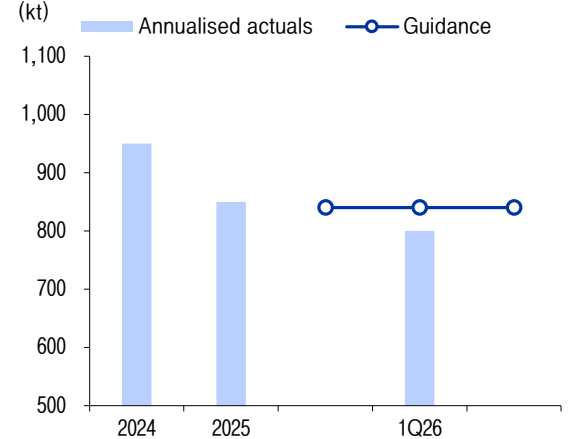
Zinjin Mining



Southern Copper



Glencore

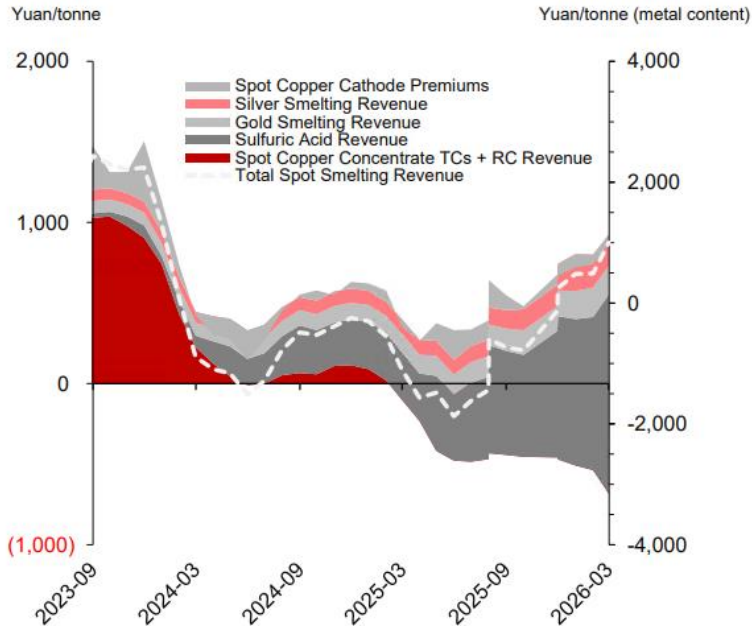


자료: 산업자료, LS증권 리서치센터

정광 부족에도 중국 전기동 생산 견조

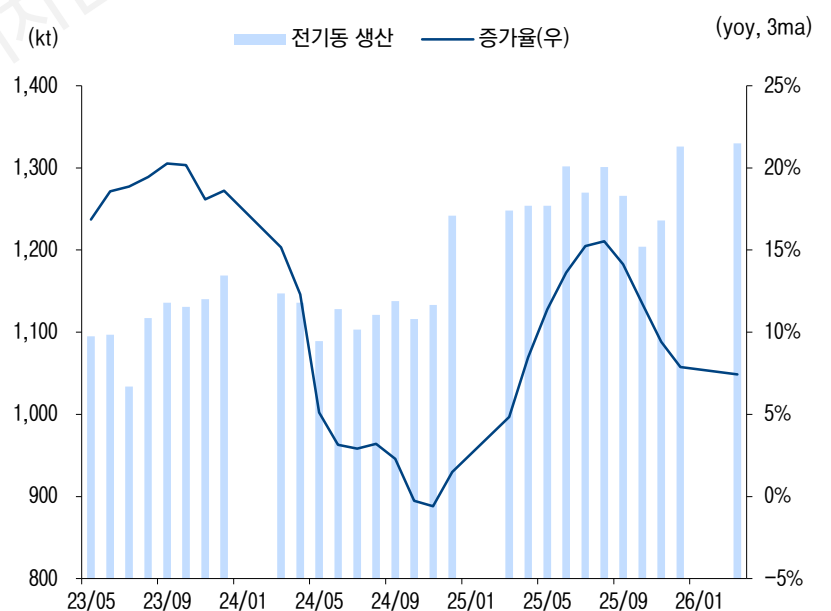
- 제련수수료 부진에도 황산, 금, 은 등 부산물 수익을 통해 전기동 생산 지속
- 일각에서는 중국 내 제련소들은 정부의 황산 수출 금지로 인해 부산물 수익 감소, 감산 추진 가능성 제기됨

중국 제련소 수익 구조



자료: Bloomberg, SMM, LS증권 리서치센터

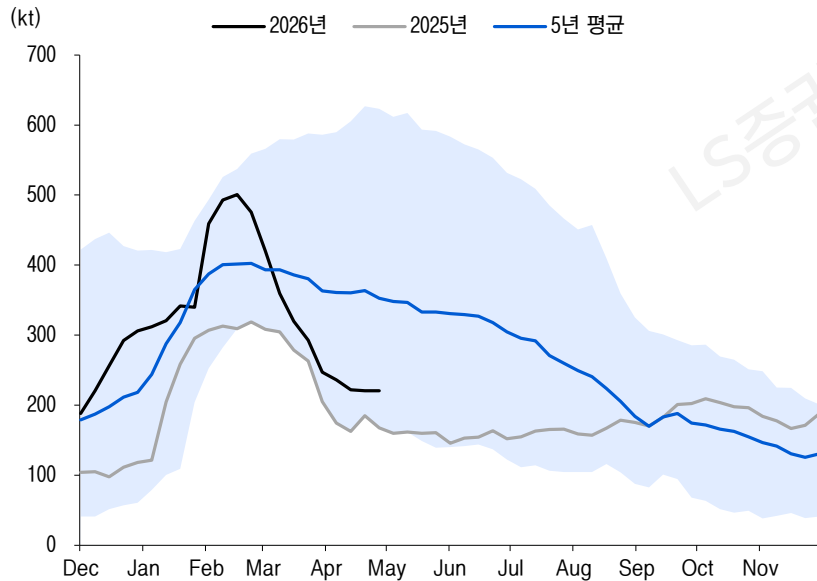
중국 전기동 생산 추이



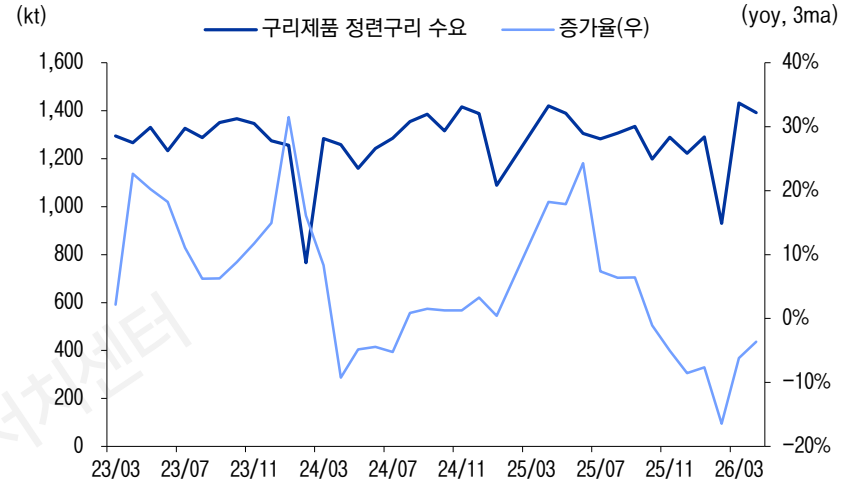
중국 구리 수요 반등?

- 구리 제품 제조업체의 전기동 수요는 작년 하반기 부진에서 회복
- 중국 내 재고는 3월부터 빠르게 소진. 중국은 낮은 가격대에서 국가 비축 및 전력망 투자를 위한 매수세 출현
- 양산 프리미엄은 높아진 LME 가격에 비해 양호한 수준 유지되며 레벨업 된 구리 가격에 적응하는 모습

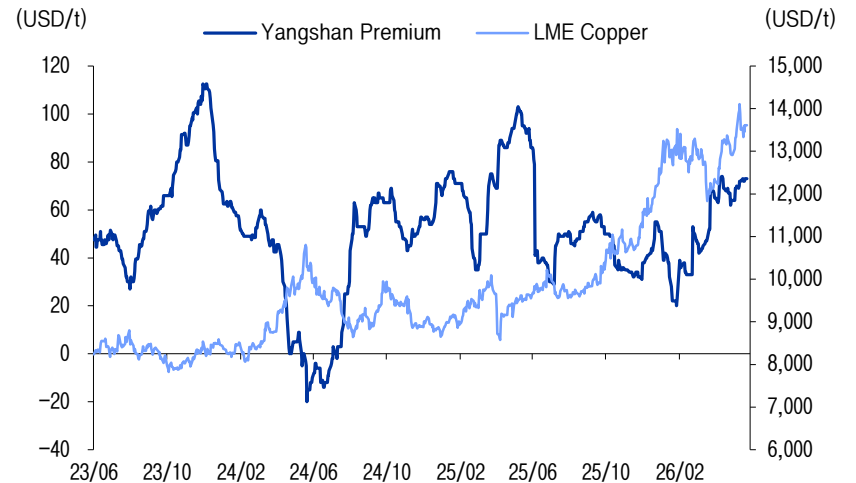
중국 SHFE+Bonded 재고 추이



구리 제품 제조업체 전기동 수요



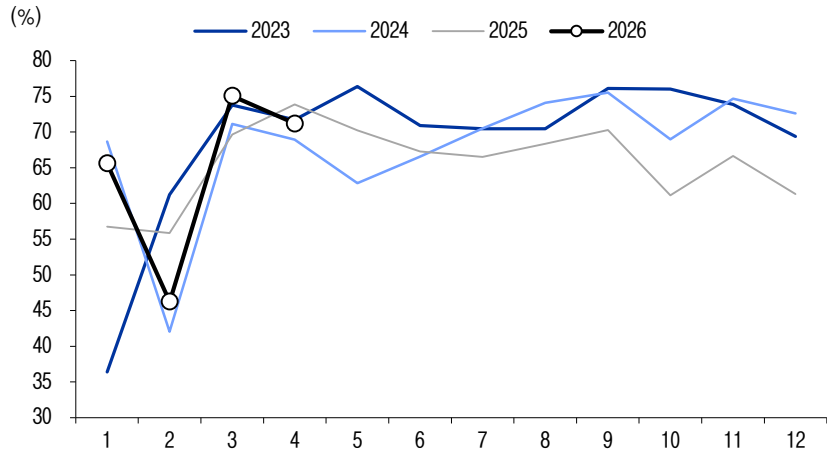
중국 양산 프리미엄



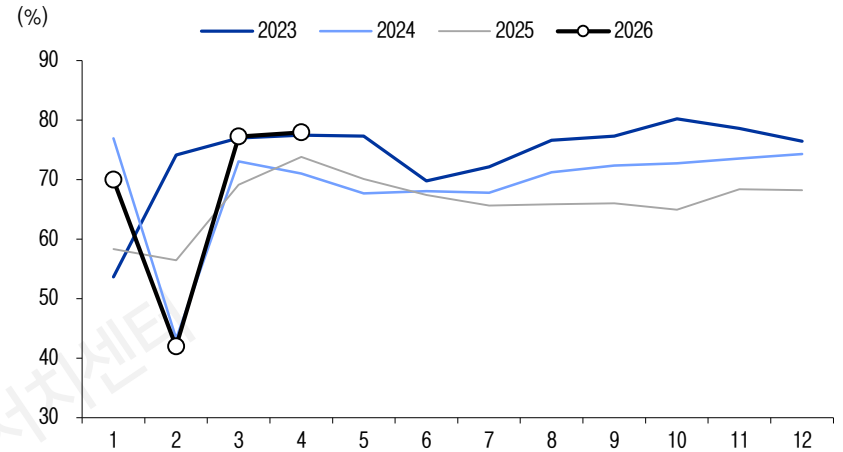
자료: SHFE, NBS, Bloomberg, LS증권 리서치센터

중국 구리 제품 생산 가동률

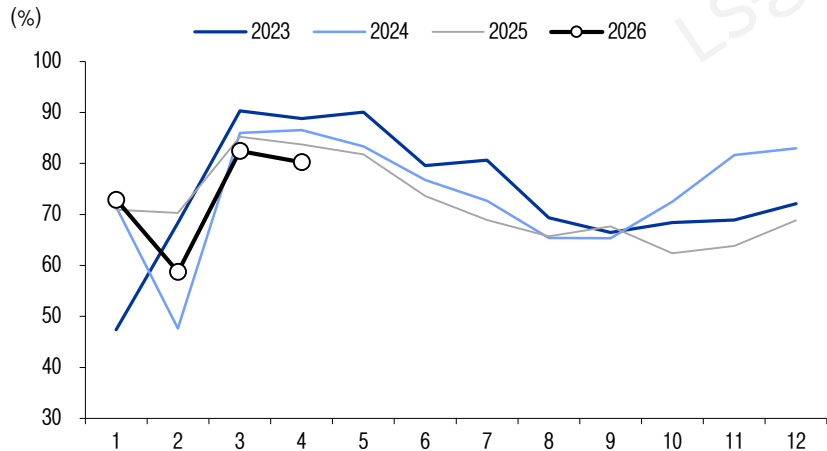
Rod 생산 가동률



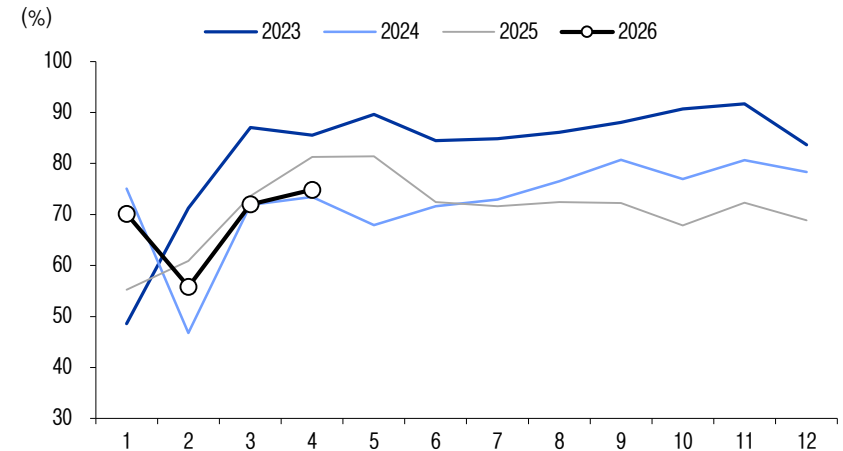
Plate/Sheet 생산 가동률



Tube 생산 가동률



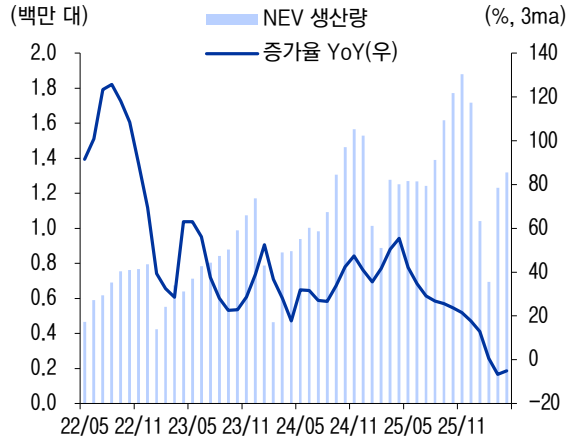
Wire/Cable 생산 가동률



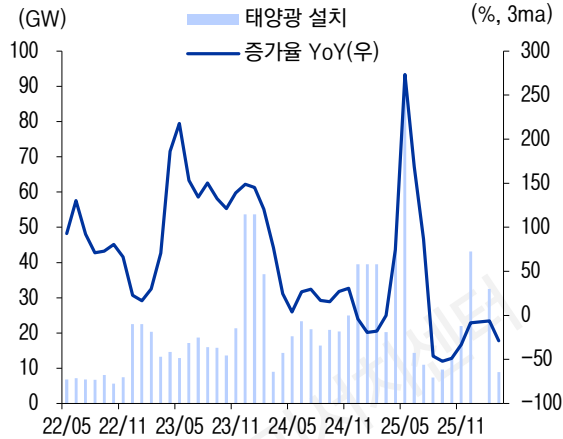
자료: SMM, LS증권 리서치센터

중국 전통 및 비전통 부문 구리 수요

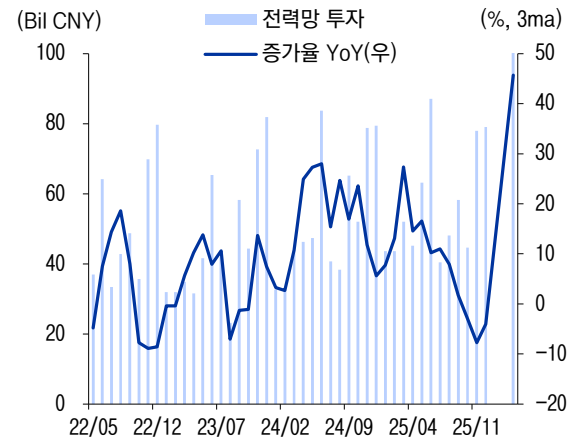
전기차 생산



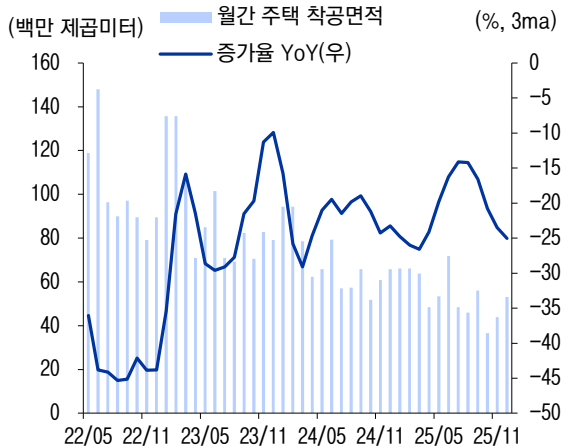
태양광 설치



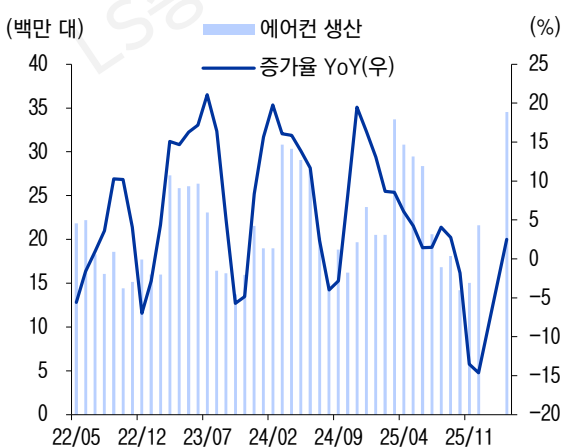
전력망 투자



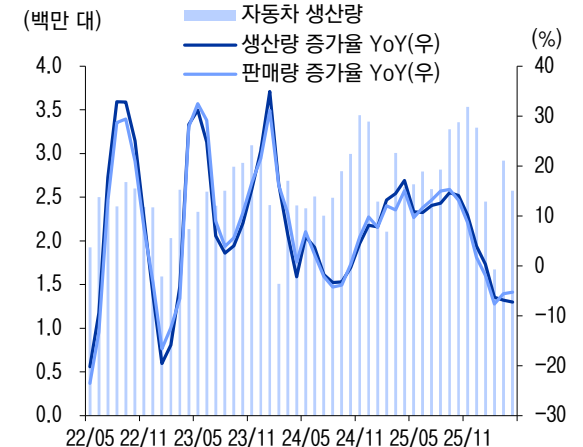
주택 착공면적



에어컨 생산

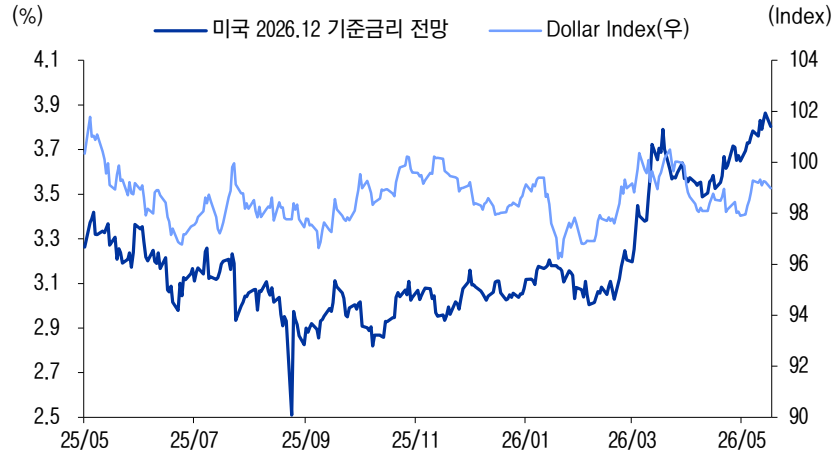


자동차 생산

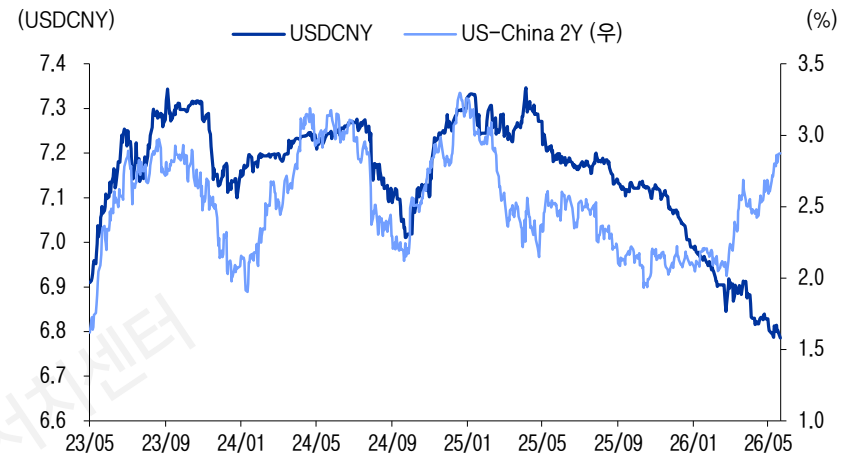


위안화와 구리 가격

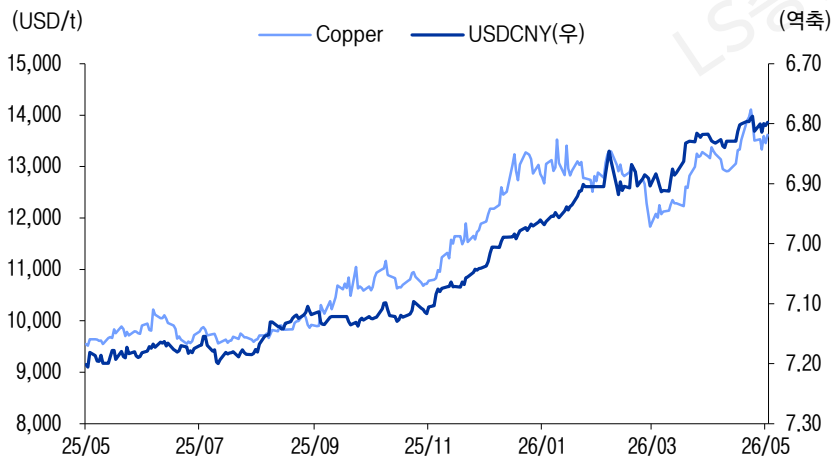
미국 기준금리 인하와 달러화



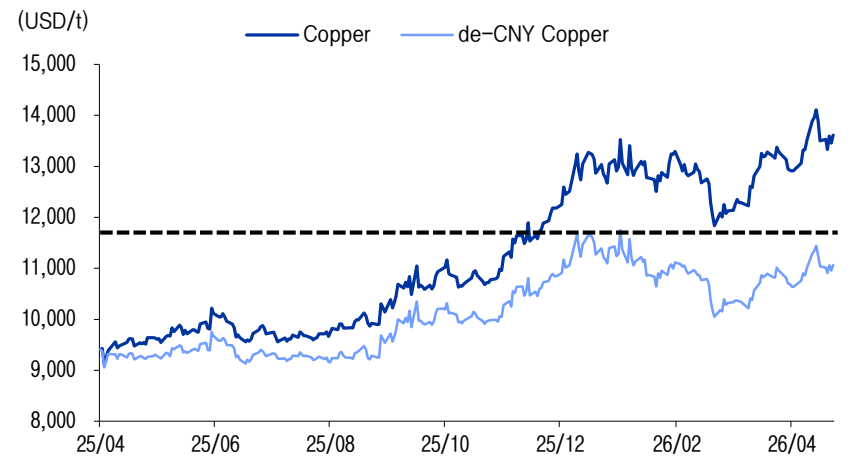
미중 금리차와 위안화



위안화와 구리 가격



위안화 효과 제거 구리 가격



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Copper 가격 전망

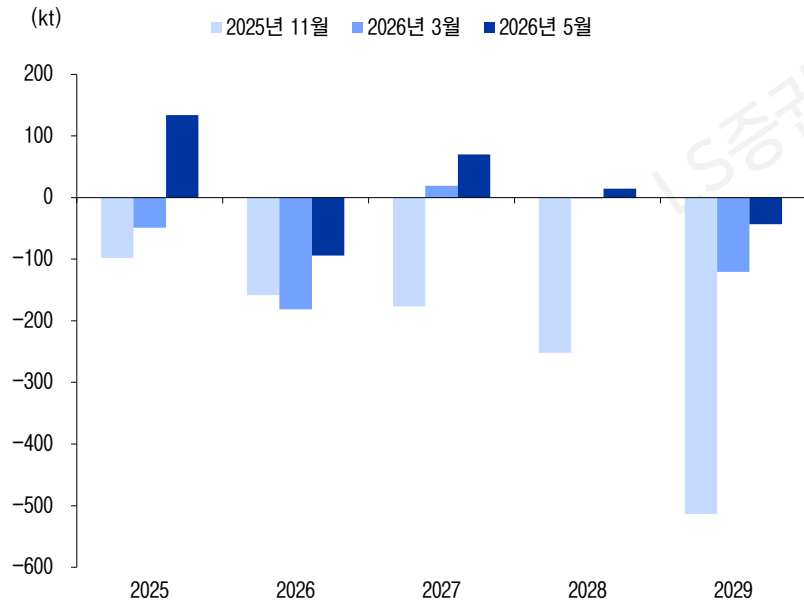
● 구리 공급 부족 전망은 축소되었으나

- 이란 사태로 인한 수요 전망 하향 반영되며 공급 부족 전망은 축소
- 다만 황산 공급 차질 및 중국 내 감산 가능성은 미반영, 향후 공급 부족 리스크 확대에 무게가 실림

● AI 인프라 및 에너지 전환 수요, 비축 수요가 가격의 하방 경직성 요인

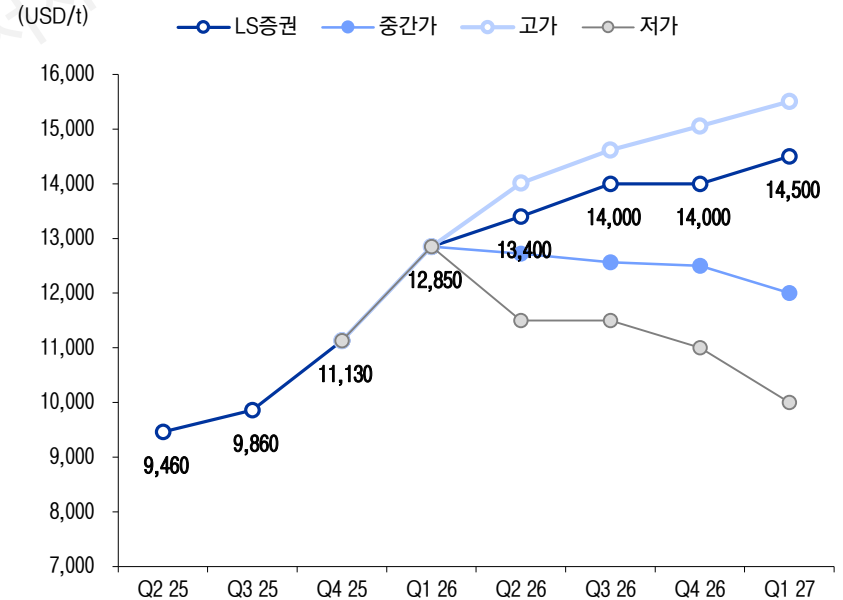
- 가격 상승에도 Non-cyclical 위주의 수요 견조하여 가격 하방 경직성 나타냄
- 단, 6월말 관세 결정 전후 높은 가격 변동성 예상

주요 기관들 구리 수급 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

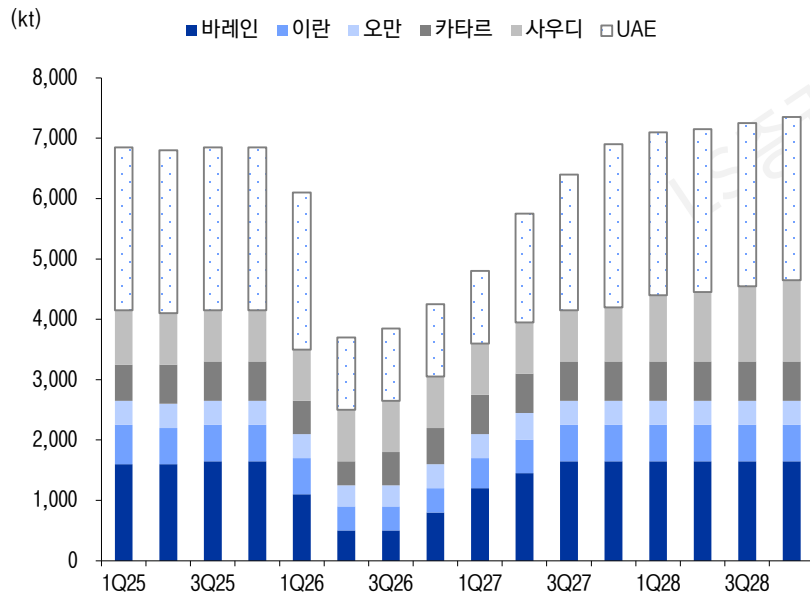
구리 가격 전망



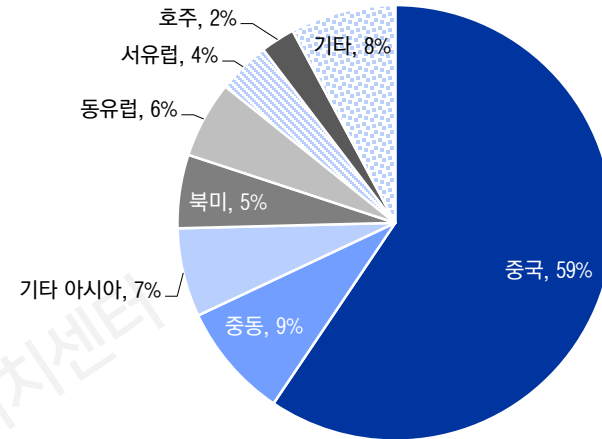
이란 사태와 Aluminum

- 중동은 기존 연간 7400만 톤 시장에서 680만 톤(9%)을 생산
- 현재 카타르 Qatalum(연간 65만 톤), 바레인 Aluminum Bahrain(연간 162만 톤), UAE EGA(연간 270만 톤) 영향
- 2026년 2~3분기 320만 톤 용량(연간)의 공급 차질 예상되며, 2026년 전체 240~300만 톤, 2027년 90만 톤의 생산 감소 전망

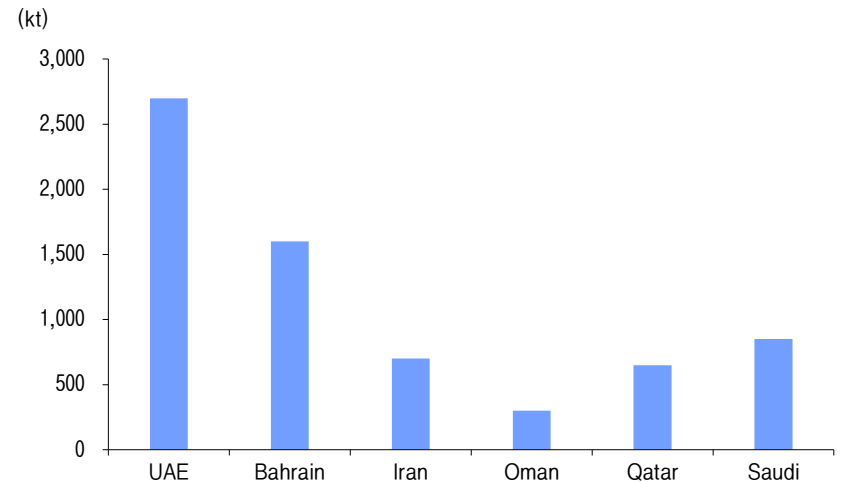
국가 별 알루미늄 생산 전망 (연 환산)



지역별 알루미늄 생산 비중



중동 국가별 알루미늄 생산 (2025년)

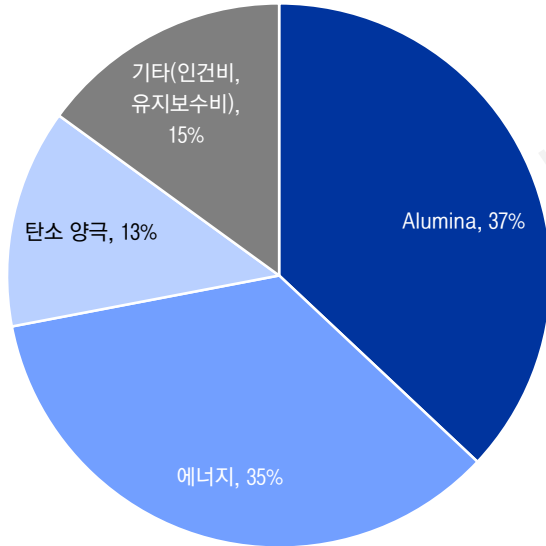


자료: WoodMac, Bloomberg, LS증권 리서치센터

전력난 심화로 생산 압박 가중

- 알루미늄은 생산원가 구조에서 주요 원료인 알루미나를 제외하고 에너지 비용이 가장 큰 비중 차지하는 에너지 집약 원자재
- 미국 내 Alcoa, Century Aluminum 등 주요 생산자들은 알루미늄 관세 부과에 따른 증산 기대와 달리 생산 부지를 데이터 센터 업체에 매각 중
- 알루미늄 생산은 전력 수요 증가와 에너지 비용 상승에 따라 더욱 압박을 받을 것으로 전망됨

Aluminum 생산원가 구조



자료: Reuter, Investing.com, Bloomberg, LS증권 리서치센터

Aluminum 제련소 부지 매각 및 폐쇄

Data center firm buys Century Aluminum site for \$200M

James Mayse, Messenger-Inquirer, Owensboro, Ky.
February 4, 2026 · 3 min read



Aluminium maker Alcoa seeks to sell 10 sites to data centres

By Reuters

February 25, 2026 2:10 AM GMT+9 · Updated February 25, 2026



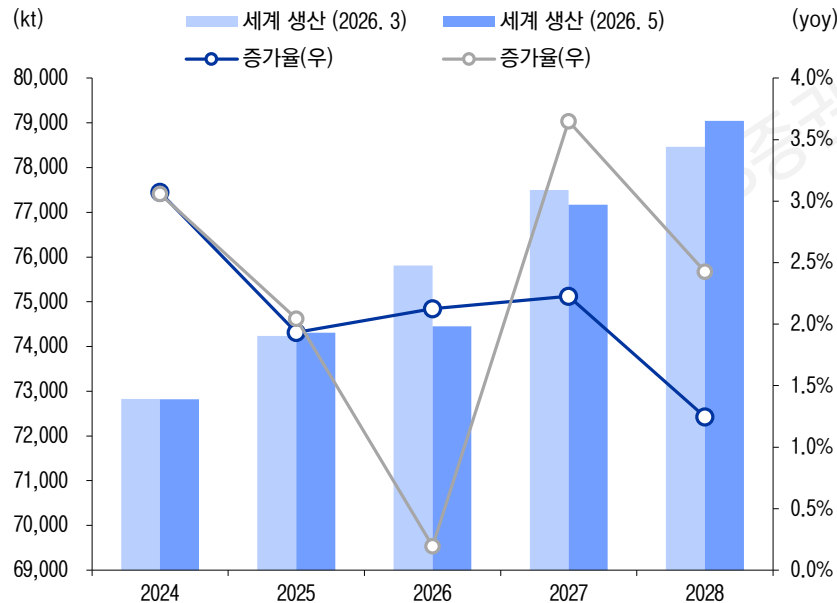
Mozal aluminium smelter to close as electricity talks fail

By Investing.com | Company News

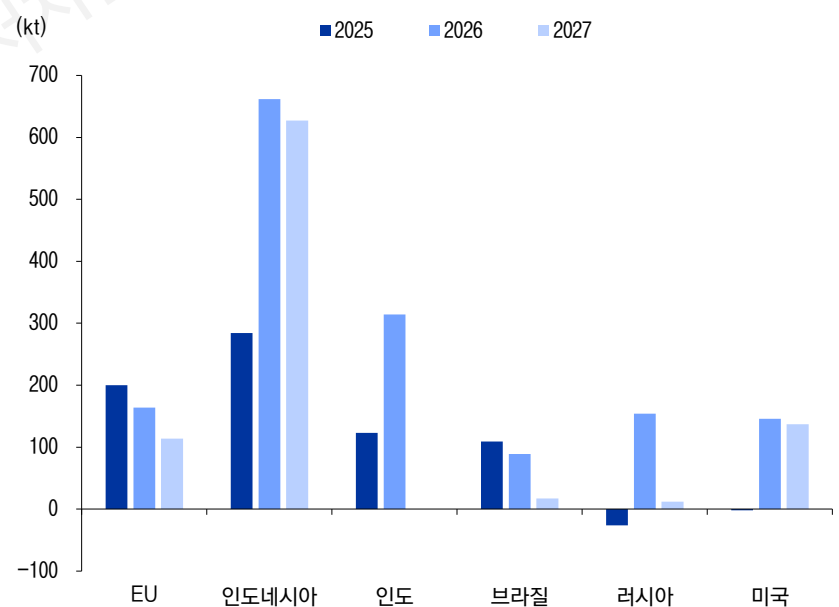
Aluminum 생산 전망 대폭 하향

- 이란 사태로 인해 2026년 생산 전망 140만 톤 하향. 아직 생산 전망 반영하지 않은 기관들 중심으로 추가 하향 예상
- 중국이 생산 capa 한계에 거의 근접한 가운데 인도네시아, 인도를 중심으로 160만 톤 증산 예상되었으나, 중동 공급 차질로 상쇄
- 2027년까지 중동 공급 차질 영향을 미칠 것으로 전망됨

주요 기관들 알루미늄 생산 전망



지역 별 알루미늄 증산 전망

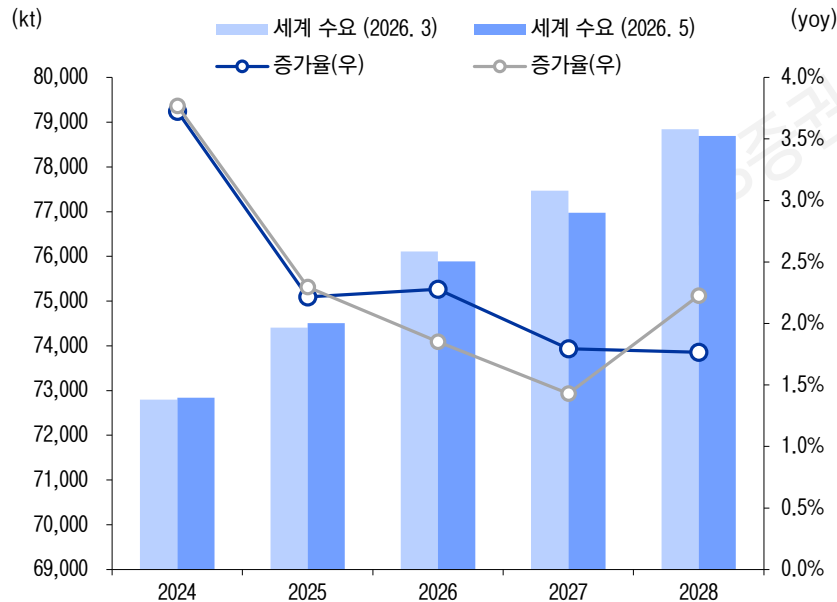


자료: WoodMac, Bloomberg, LS증권 리서치센터

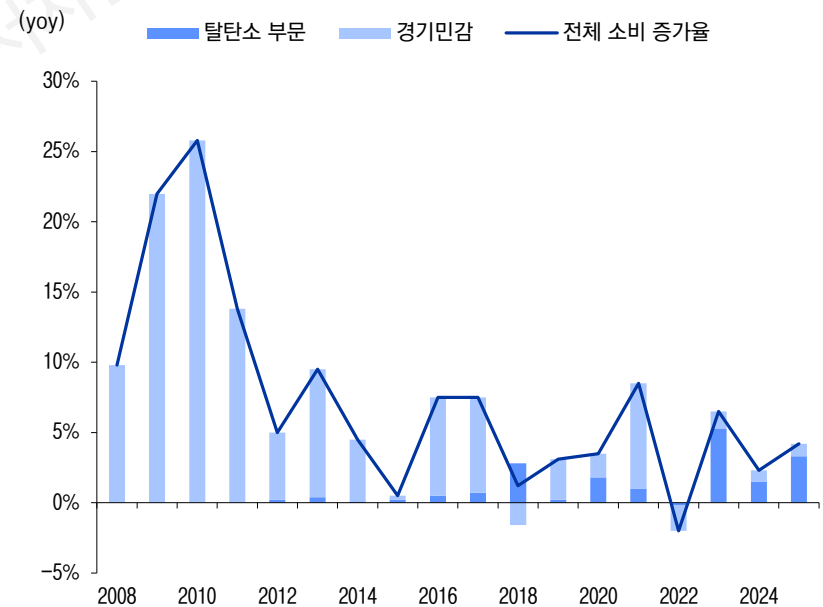
Aluminum 수요 전망

- 알루미늄 수요는 고유가에 따른 GDP 전망 하향 반영되며, 수요 증가율 0.4%p 하향 조정된 1.9%로 예상
- 다만 2022년 이후 알루미늄의 수요를 이끄는 것은 경기민감 부문이 아닌 신재생에너지와 전력화를 포함한 탈탄소 부문

주요 기관들 알루미늄 수요 전망



부문별 알루미늄 수요 증가율

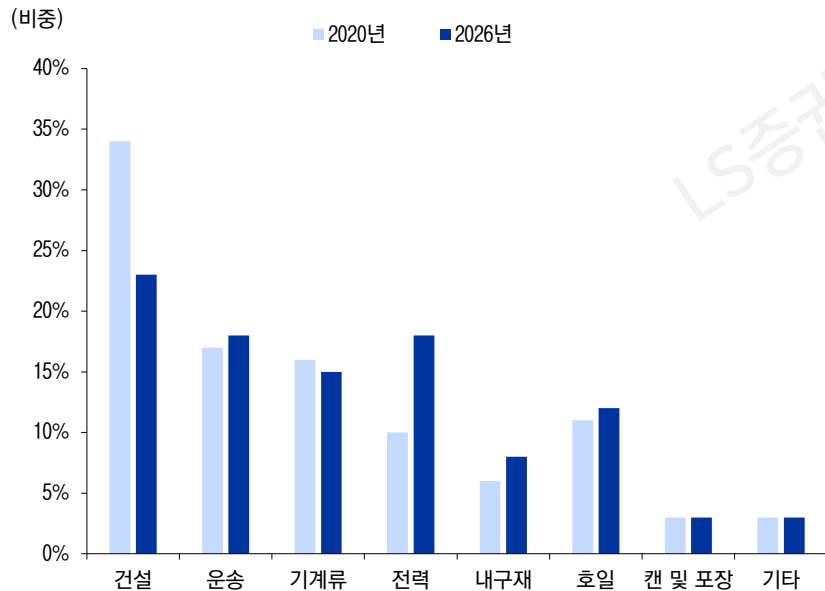


자료: Bloomberg, NBS, 산업자료, LS증권 리서치센터

중국 Aluminum 수요

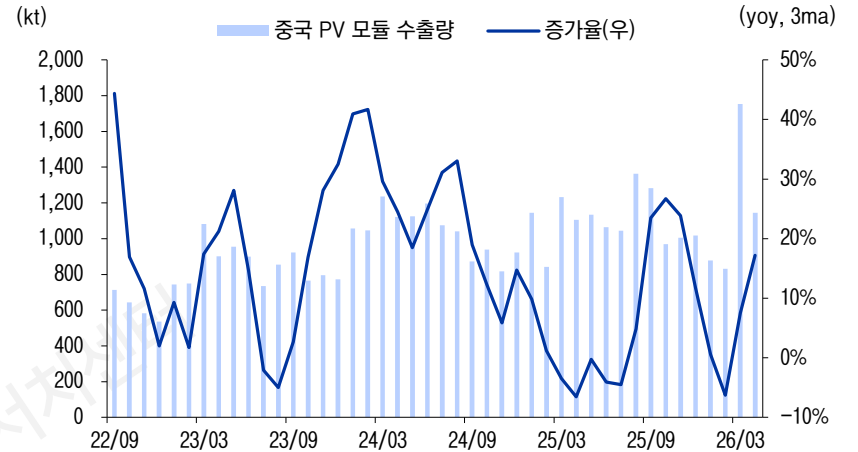
- 중국 부문별 알루미늄 수요에서 건설 부문 비중은 급감하고, 전력 비중이 급증
- 특히 태양광 부문이 알루미늄 수요의 핵심
- 2025년 5월 태양광 설치 보조금 축소, 2026년 4월 관련 장비 수출세 환급 폐지로 1분기 수출 급증했으나, 향후 둔화 예상

중국 부문별 알루미늄 수요 비중

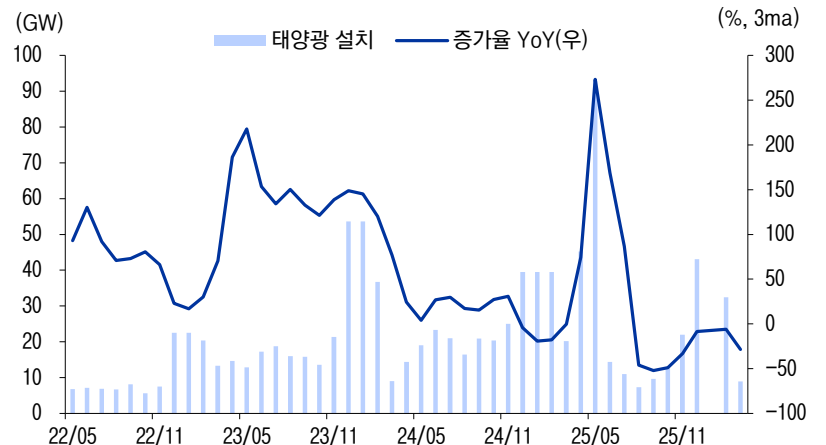


자료: Bloomberg, NBS, Ember, LS증권 리서치센터

중국 PV 모듈 수출 추이

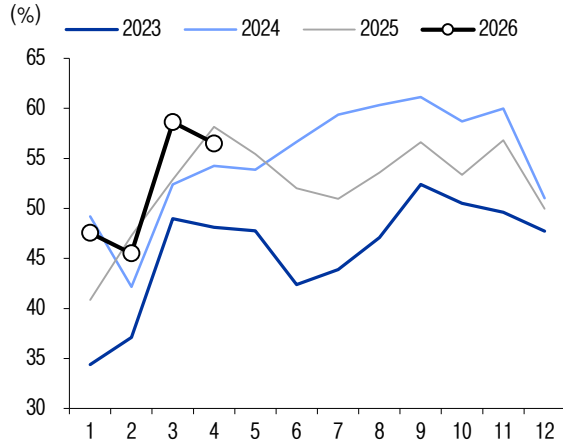


중국 태양광 설치 추이

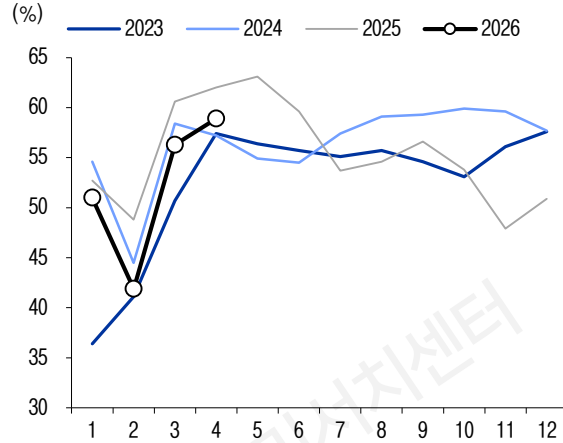


중국 Aluminum 제품 생산 가동률

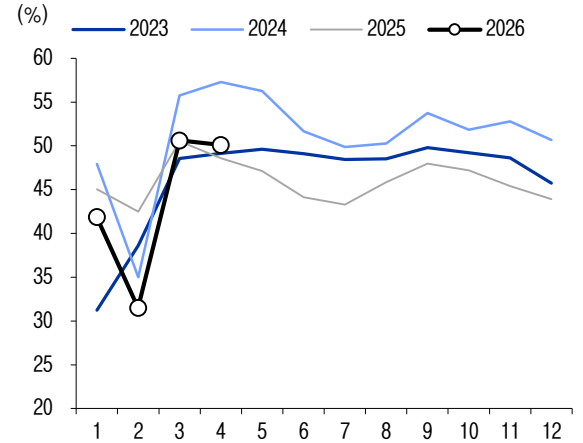
알루미늄 Wire/Cable



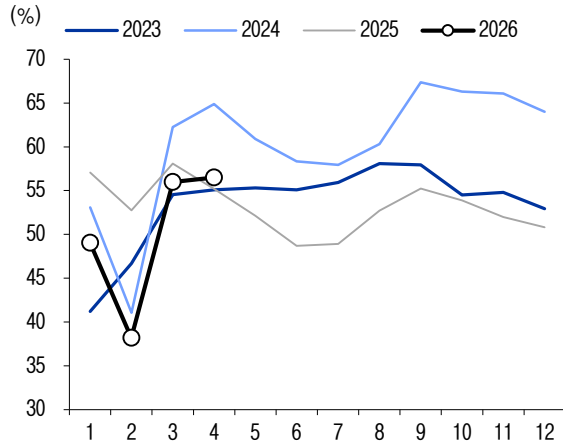
알루미늄 Rod



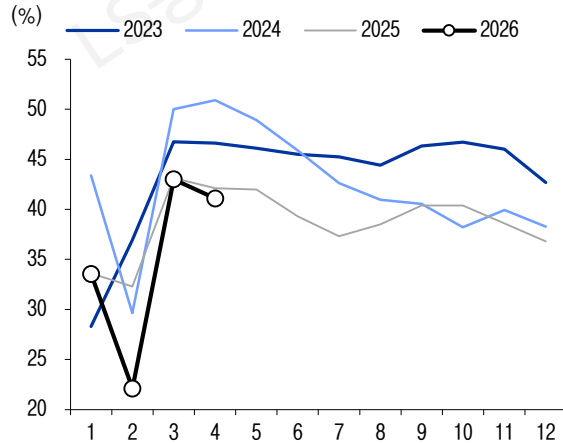
알루미늄 Profile



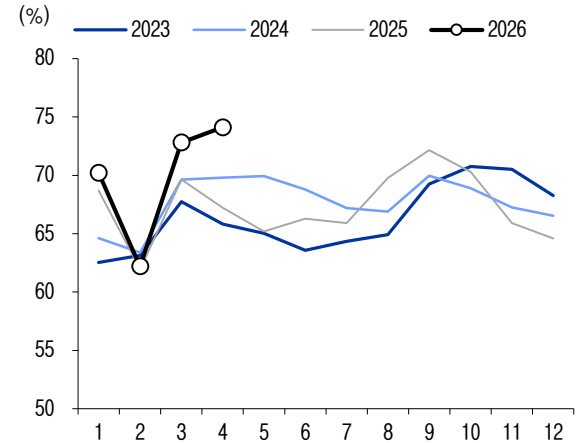
알루미늄 산업용 압출



알루미늄 건설용 압출



알루미늄 Sheet

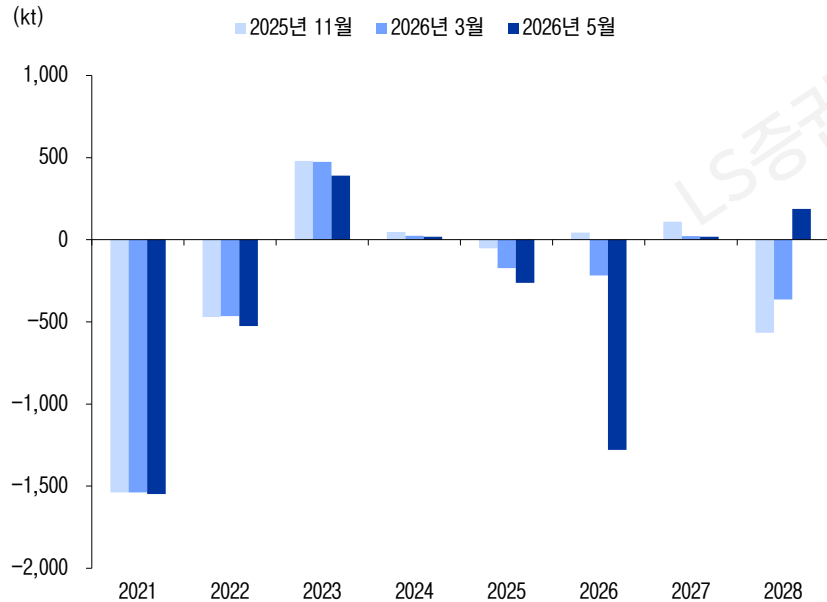


자료: SMM, LS증권 리서치센터

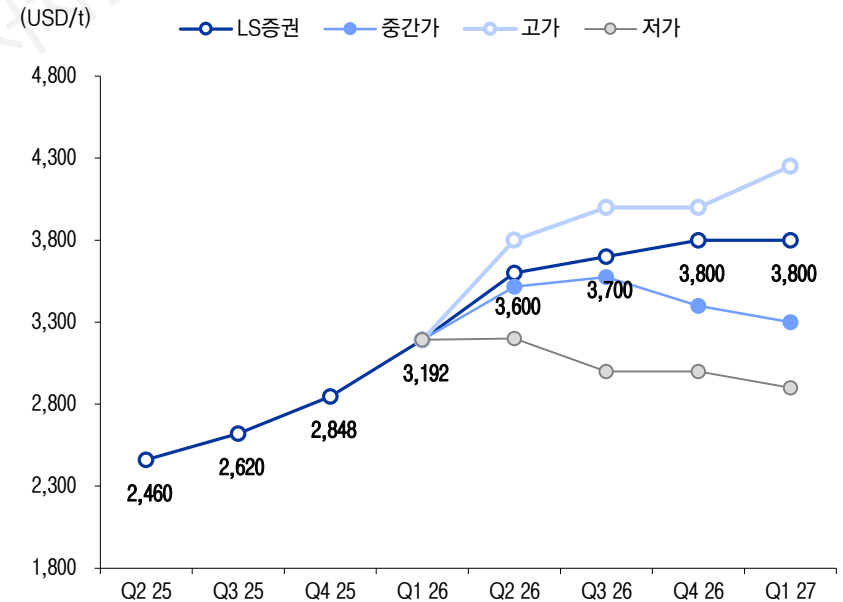
Aluminum 가격 전망

- 이란 사태로 인해 공급 측면의 가격 상방 압력 심화
- 2021년 중국 발 알루미늄 공급 차질 이후 최대 공급 부족 예상. 추가 확대 가능성 높음
- 이란 사태 해소될 경우 단기 가격 급락 가능성 있으나, 제련시설 정상화에 상당 기간 소요되며 과거보다 높은 가격대 불가피

주요 기관들 알루미늄 수급 전망



알루미늄 가격 전망

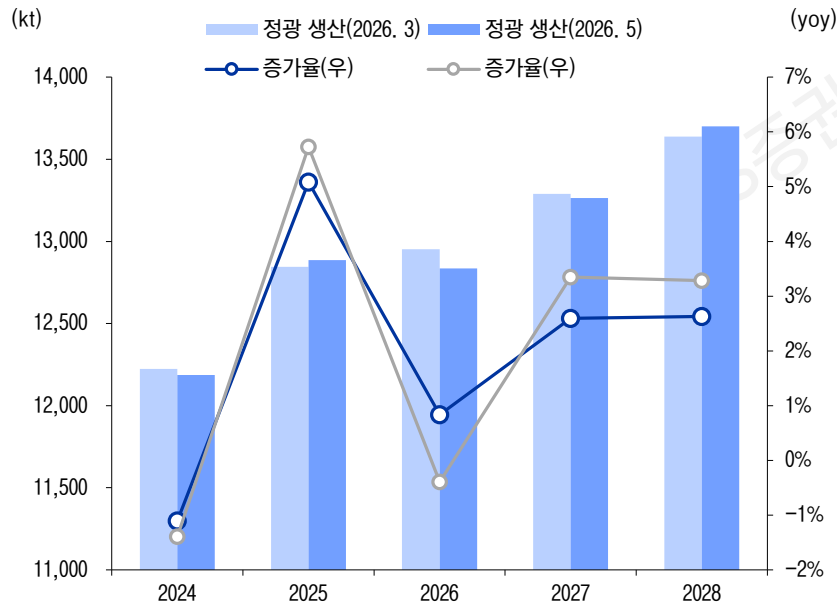


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

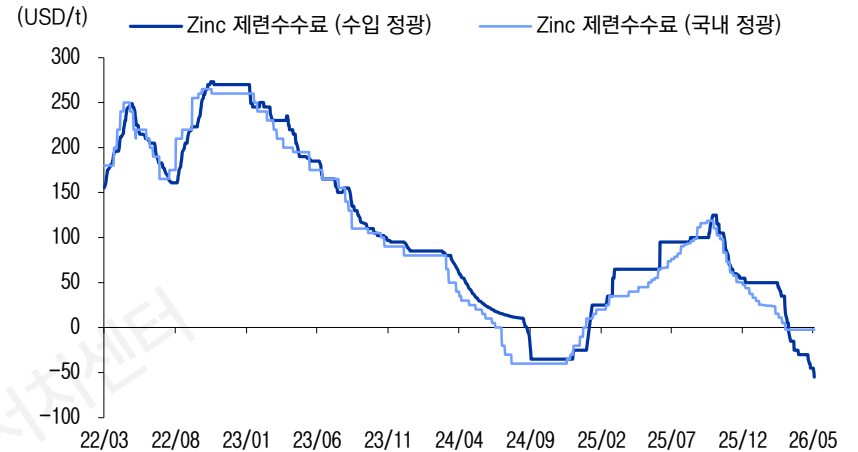
Zinc 정광 부족 재개

- 주요 광산 (러시아 Ozeroye, 스웨덴 Boliden)에서의 증산 지연 및 생산 차질로 정광 생산 전망 하향
- 중국의 아연 정광 수입은 증가세를 유지하고 있으나, 제련 Capa 대비 부족, 아연 제련 수수료는 다시 (-)로 전환

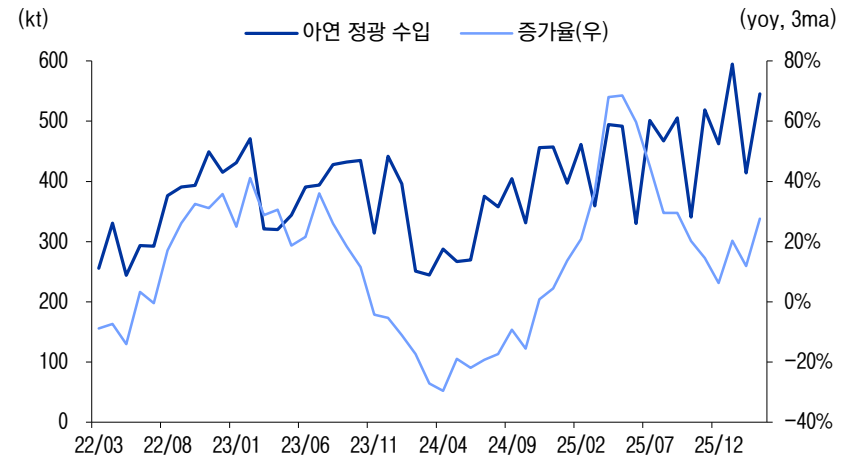
세계 정광 생산 전망



중국 아연 제련 수수료 추이



중국 아연 정광 수입 추이

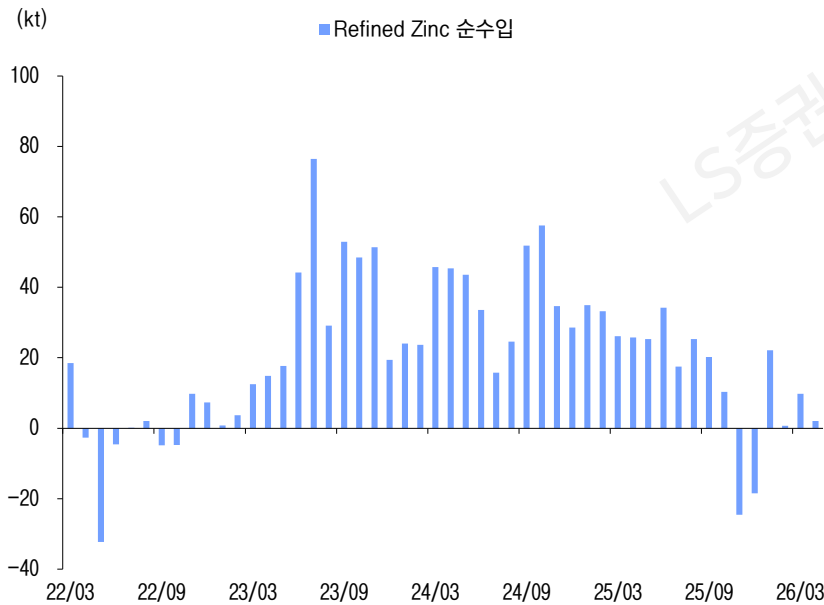


자료: Bloomberg, SMM, LS증권 리서치센터

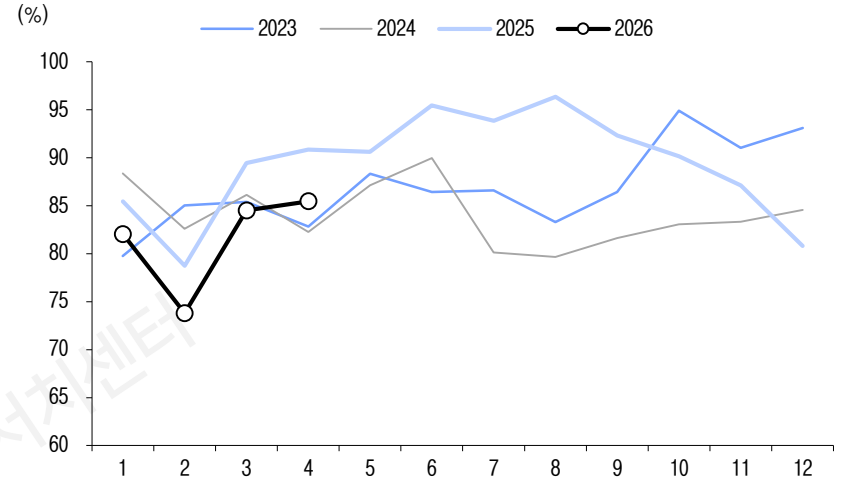
Zinc 생산 둔화

- 중국 아연 생산, 제련수수료 급락에 따라 유지보수 확대되며 둔화
- 중국 외 지역 생산은 더욱 부진. 카자흐스탄 Kazzinc 제련소 사고로 인한 가동 중단, 페루 Cajamarquilla 제련소 화재 등 공급 차질
- 상대적으로 양호한 수급의 중국에서 중국 외 지역으로의 수출 증가

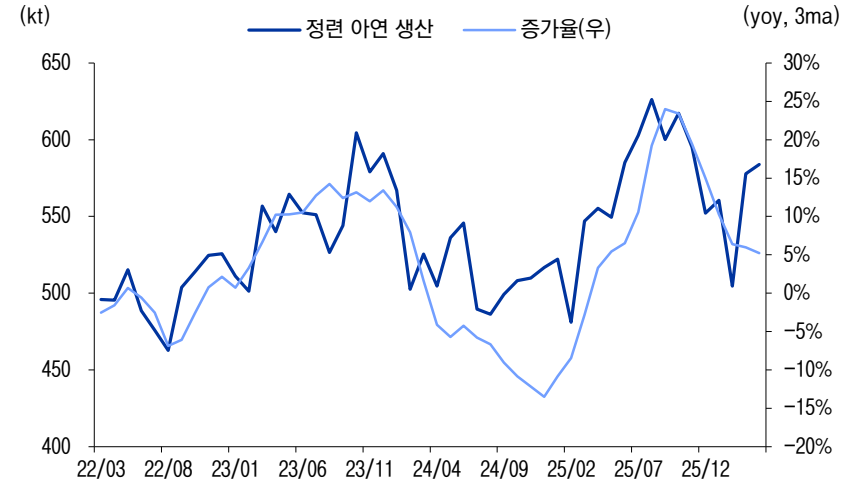
중국 정련 아연 순수입



중국 아연 제련 생산 가동률



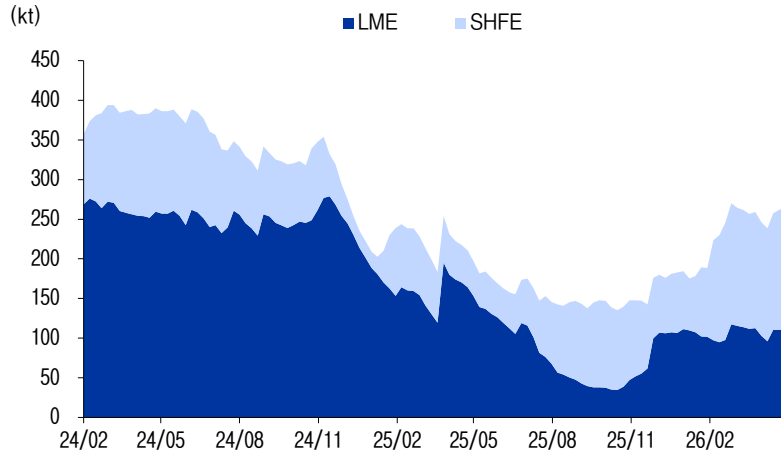
중국 정련 아연 생산



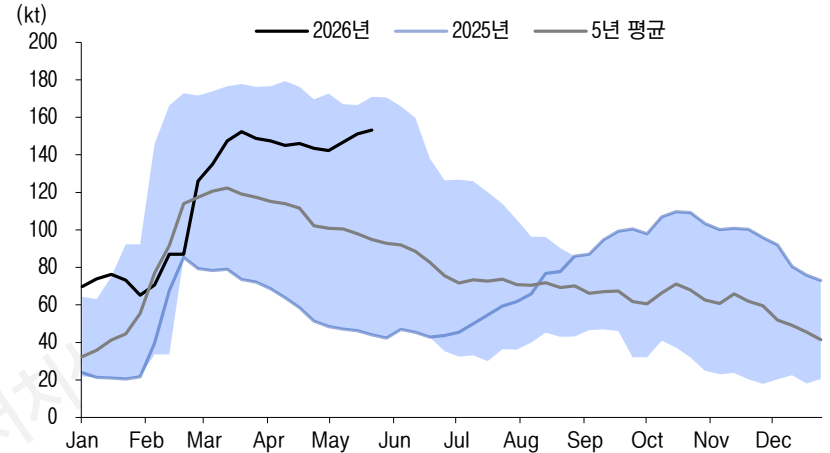
자료: Bloomberg, NBS, SMM, LS증권 리서치센터

Zinc 중국 내 과잉, 중국 외 부족

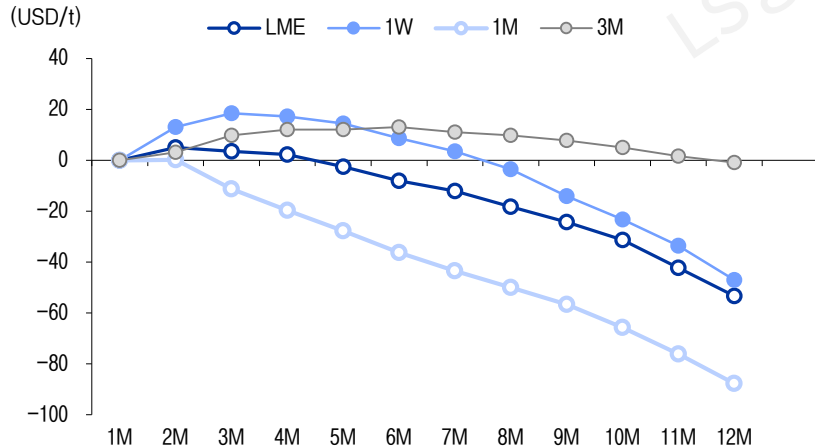
LME재고는 낮은 수준에서 정체



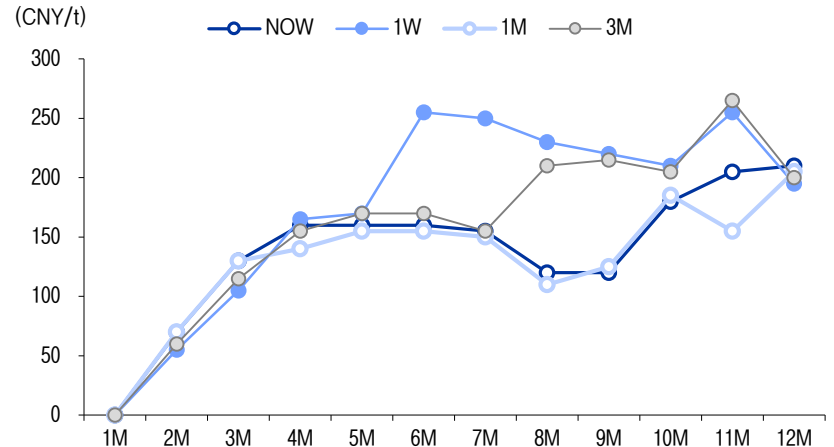
SHFE 재고는 급증



Zinc LME Forward Cuve



Zinc SHFE Forward Cuve

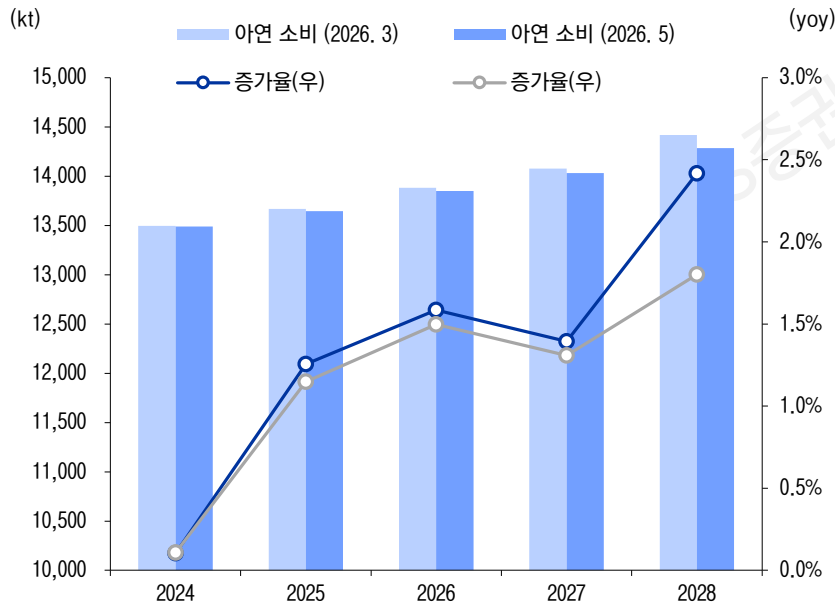


자료: Bloomberg, LME, SHFE, LS증권 리서치센터

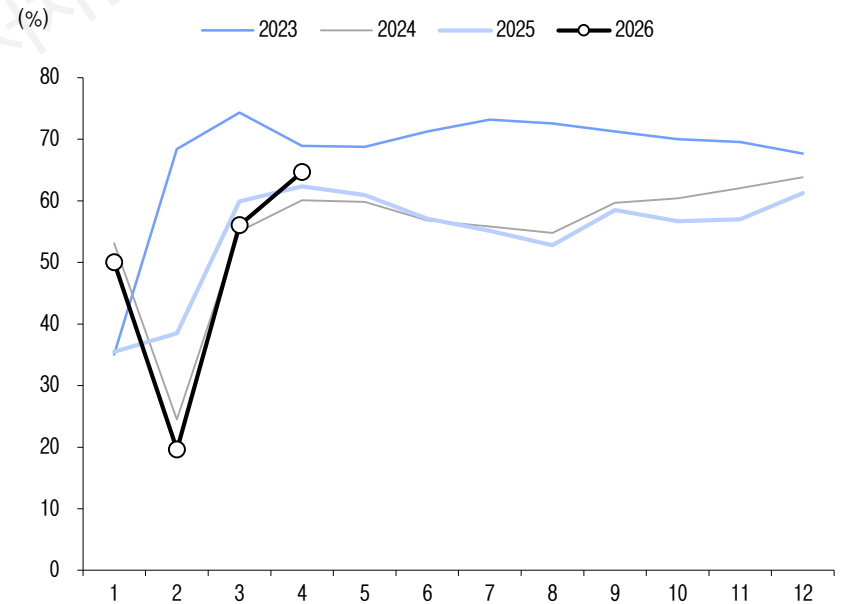
Zinc 수요 부진 지속

- 중국 건설 부문 수요 부진, 아연 도금 강판 내 아연 비중 감소로 수요 부진 장기화
- 중국의 아연 도금 생산 가동률은 소폭 회복세 보이고 있으나, 2022년부터 지속된 수요 부진에서 탈피는 요원

아연 수요 전망



중국 아연 도금 생산 가동률

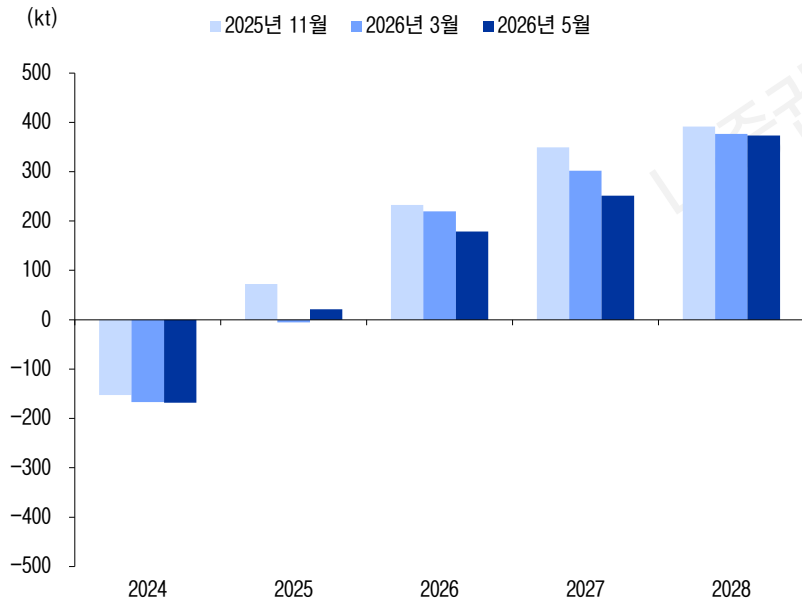


자료: Bloomberg, SMM, LS증권 리서치센터

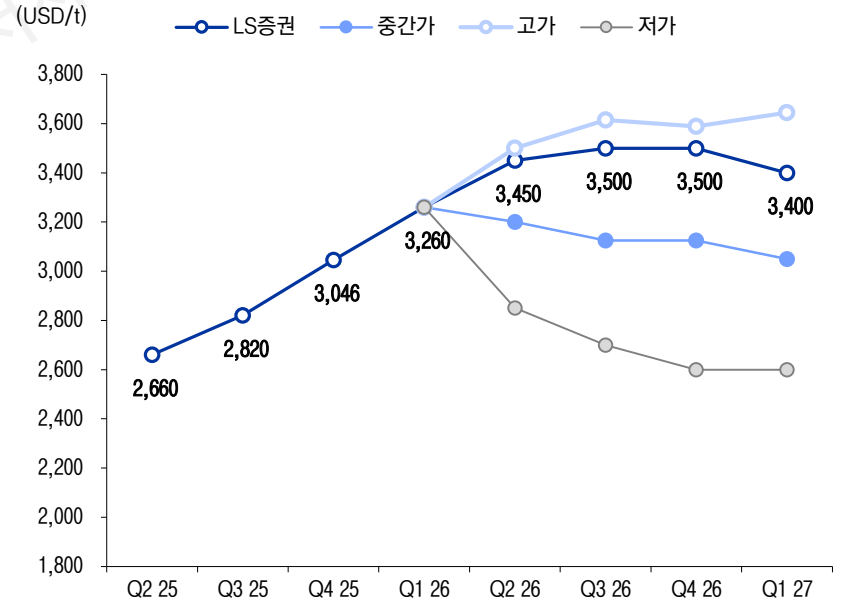
Zinc 가격 전망

- 수요 부진 장기화에도 불구하고 공급 차질 이슈로 가격 상승폭 확대, 2022년 이후 최고치 기록
- 다만 타 품목 대비 가격 상승을 지지할 견조한 수요 기대하기 어려움
- 공급 이슈 완화 시 가격 조정에 유의

아연 수급 전망



아연 가격 전망



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

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

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며, 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.