

시차는 있지만 오차는 없을 원자재 슈퍼 사이클

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com



Contents

I.	매크로: 지금은 후행 자산을 주목해야 할 때	
	소결: 원자재 슈퍼 사이클을 향해	6
	뒤늦게 반영될 유동성, 원자재 슈퍼 사이클 기대	8
	빨라지는 AI 산업화, 수요와 달리 준비되지 않은 공급	13
	신뢰를 잃어버린 공급망, 재강조될 에너지 자립	17
	슈퍼 엘니뇨의 종식은 슈퍼 사이클의 시작	21
II.	에너지: 사상 최고치를 향해	
	원유: 하락은 저가 매수 기회, 내년까지 이어질 숏티지	26
	천연가스: 천연가스를 누르는 엘니뇨, 그러나 내년은 다르다	34
III.	귀금속: 전고점 상회 가능성은 지양	
	금: 기대하기 어려운 중국발 금 투기 광풍	40
IV.	비철금속: 아직 비철금속 주도 사이클	
	구리: 숏티지 우려 반영한 구리, 유동성까지 추가 반영 기대	46
V.	농산물: 돌아온 엘니뇨, 곡물보다 강할 소프트	
	곡물: 지금은 곡물보다 소프트에 집중	54

Summary

뒤늦게 반영될 유동성, 원자재 슈퍼 사이클 기대

금은 유동성이 무분별하게 팽창될 때 자산 가치를 안전하게 보호(Safe-Haven)해주는 헛지 자산이다. 이 같은 특성을 갖고 있기에 경기 선행 자산인 주식(예: 반도체 업종)보다 유동성을 먼저 반영한다. 그런 금 가격은 연초 사상 최고치에서 온스당 4,000달러 초중반 수준으로 레벨이 낮아졌다. 유동성에 문제가 발생했음을 의미한다. 실제로 전 세계 중앙은행들의 정책금리 인하 순-횡수는 빠르게 하락 중이다. FED는 정책금리 인상을 주저하지만 다른 주요국 중앙은행들은 긴축으로 돌아섰다. 유동성을 선반영하는 자산에는 불리한 환경이다. 그러나 유동성을 뒤늦게 반영하는 자산에게는 기회이다. 바로 에너지와 곡물이다. 이론적으로 원자재는 유동성이 발생할 시 '귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물' 순으로 시차를 두고 상승한다. 유동성 Proxy인 금 가격을 기준으로 보면 지금 당장은 비철금속이 주도하는 사이클이지만 내년에는 에너지가 주도할 시기이다. 모두가 관심 없는 지금, 오히려 에너지 중심의 원자재 슈퍼 사이클을 준비해야 하는 때이다.

빨라지는 AI 산업화, 수요와 달리 준비되지 않은 원자재 공급

수급 역시 고민이 필요하다. AI 산업화가 진행되는 과정에서 폭발한 반도체 수요는 SOX 지수를 사상 최고치까지 상승시킨 바 있다. 그러나 AI는 원자재까지 필요로 한다. 기존 검색 엔진보다 9배 이상 전력을 사용하기에 다량의 에너지가 요구된다. 송전 손실을 최소화하기 위한 목적으로 초고압 송전 설비까지 요구되는데 이 때문에 일반 전력망보다 5~7배 많은 구리가 사용된다. 원자재를 먹는 하마인 것이다. 문제는 공급은 준비가 미비하다는 점이다. 남미 광산들은 공급 과잉 사태가 발생한 2013년부터 지금까지 제대로 된 개발 투자를 진행한 바 없다. 전력원 역시 마찬가지이다. 일상에서 사용되는 대부분의 천연가스(수반 가스)는 유전에서 부산물로 생산된다. 그간 오일 메이저 기업들은 정치인들의 탄소중립 포퓰리즘 탓에 유전 개발을 7년째 미뤘다. 공급이 이들의 CapEx 투자를 7년 후행한다는 점을 고려하면 내년 신규 공급은 제한된다. 전 세계 전력원의 76%(화석 연료)가 흔들리는 것이다. 과거 일본과 중국의 산업화 때처럼 이번에도 공급이 문제가 될 수 있다.

신뢰를 잃어버린 공급망, 재강조될 에너지 자립

이 같은 상황에서 장기화될 중동 공급망 쇼크는 원자재를 한층 더 상승시킬 원동력이다. 미국-이란 휴전 가능성이 거론되고 있지만 이는 미 중간 선거를 앞둔 쇼일 뿐이다. 보험사 입장에서 휴전임에도 선박들이 피격받았다는 것은 그 누구도 안전을 보장할 수 없음을 의미한다. 특히, 이번 사태는 레이 달리오가 말한 것처럼 구조적이고 영구적인 문제이다. 유럽/중동에 집중됐던 미군 전력은 2011년 오바마 행정부의 Pivot to Asia(중국 견제) 선언을 기점으로 서태평양으로 빠르게 재편됐다. 미국이 나간 틈 사이로 크고 작은 전쟁이 빈번해지기 시작한 것이다. 리비아-시리아 내전(2011년 3월)과 ISIS 창궐(2014년 6월), 유럽 에너지 위기를 불러온 돈바스 전쟁(2014년 6월)과 우크라이나-러시아 전쟁(2022년 2월), 중동 공급망을 뒤흔든 이스라엘-예멘 후티 반군 전쟁(2023년 10월)과 미국-이란 전쟁(2026년 2월)이 그것이다. 미국의 대외 전략에 변함이 없다면 지정학 위기는 불가피하다. 그렇기에 단순 에너지뿐만 아니라 에너지 자립 테마까지 주목할 것을 권고한다.

I. 매크로

지금은 후행 자산을
주목해야 할 때

I. 매크로: 지금은 후행 자산을 주목해야 할 때

소결: 원자재 슈퍼 사이클을 향해

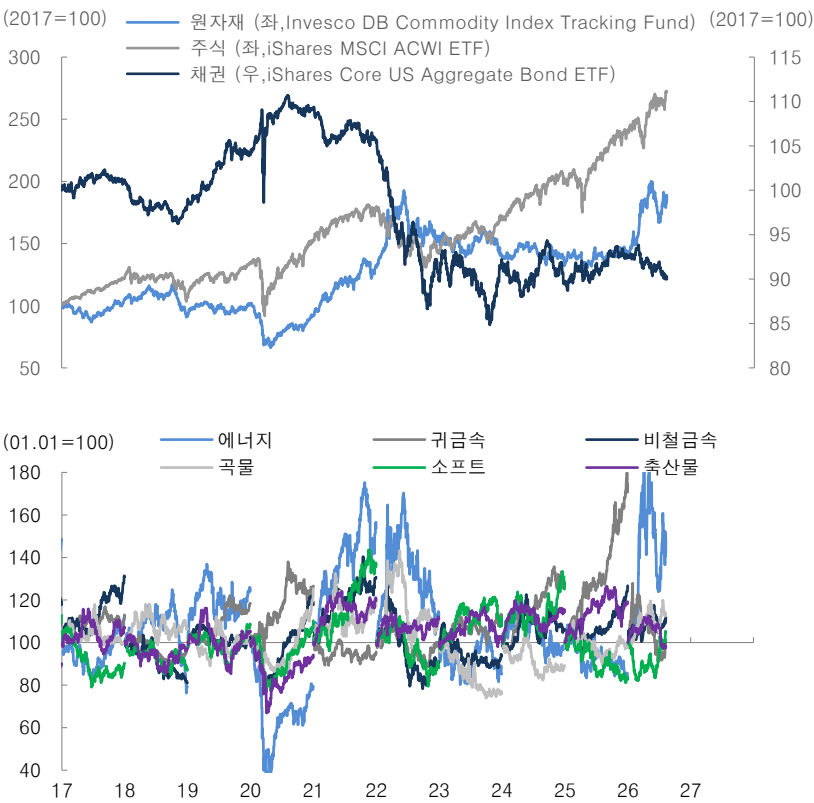
긴축으로 전환되는
사이클. 그렇기에
지금은 유동성을
선반영하는 자산보다
후행 자산에 집중해야
할 때

유동성이 줄어들고 있다. 전 세계 중앙은행들의 정책금리 인하 순-횟수는 빠르게 하락 중이다. FED는 정책금리 인상을 주저하고 있지만 다른 주요국 중앙은행들은 긴축으로 돌아섰다. PBOC는 부동산 경기 불황에도 자본 유출 압력 탓에 관망하고 있다. 유동성 선반영(헷지) 자산인 금의 낮아진 가격 레벨이 이를 증명한다.

그러나 이는 유동성을 선반영하는 자산(예: 금, 은, 반도체 업종 등)에는 불리한 환경이지만 후행하는 자산에게는 호재이다. 원자재는 유동성이 발생할 시 ‘귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물’ 순으로 시차를 두고 상승한다. 유동성 Proxy인 금 가격을 기준으로 보면 지금은 비철금속이, 내년에는 에너지가 주도할 사이클인 것이다.

AI 산업화로 인한 수요 팽창과 달리 공급(광산 + 유정)은 더디기만 하다. 미국-이란 휴전 가능성이 거론되고 있지만 이는 저가 매수의 기회일 뿐이다. 중동 공급망은 신뢰를 잃어가고 있으며 장기간 유정 폐쇄로 생산성 문제가 불가피하다. 쏫티지를 기대할 수 있는 대목이다. 특히, 에너지와 곡물 지수의 상단을 제한하는 슈퍼 엘니뇨가 내년 1/4분기 경 후퇴한다면 원자재의 상방 변동성은 한층 더 확대가 가능하다. 그러한 점에서 지금 당장은 비철금속 + 에너지를, 내년에는 에너지 + 곡물에 대한 비중 확대를 권고한다.

그림 1. 지금 당장은 비철금속 + 에너지를, 내년에는 에너지 + 곡물 비중 확대 권고



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표1. 원자재 섹터별 전망 요약

구분	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	주요 내용
원자재지수	확대	확대	확대	확대	미국-이란 휴전 기대 따른 조정은 저가 매수의 기회. 보험사 입장에서 중동 공급망은 이미 신뢰성 훼손, 장기간 유정 폐쇄로 생산성 역시 문제. 유동성 사이클 고려하면 지금은 비철금속, 내년에는 에너지 + 곡물이 주도할 사이클. 슈퍼 엘니노 탓에 에너지 + 곡물 상단 제한되는 상황, 엘니노 후퇴할 내년 4월 이후부터 본격 상승 가능. 그러한 점에서 내년 1/4분기까지는 비철금속 + 에너지를, 그 이후에는 에너지 + 곡물에 대한 비중 확대 권고
에너지	확대	확대	확대	확대	미국-이란 휴전 기대 ↑ 트럼프 대통령은 핵 합의 없이 전쟁 종식하는 방안까지 거론. SPR 방출 효과 종료된 상황에서 정상화 기대는 가격 진정 요인. 그러나 이는 중간 선거 앞둔 정치적 발언일 뿐. 1)보험사 입장에서 해당 해협을 신뢰하기 어렵다는 점과 2)장기간 유정 폐쇄로 인한 생산성 훼손 가능성, 그리고 러시아의 제한적인 공급은 고민. 특히, 뒤늦게 반 영될 유동성 효과 감안하면 지금은 저가 매수 기회, 내년 사상 최고치 가능성 여전히 유효
귀금속	확대	중립	중립	중립	시장 컨센서스 하회한 미 고용 + 미국과 이란 간의 휴전 가능성에 물가 우려 ↓ 귀금속 지수 반등. 그러나 이는 기술적 반등일 뿐, 전 세계 공장인 중국의 디플레 수출이 어렵다면 내년 구조적 물가 ↑ 불가피. 귀금속에는 불리한 환경. 중국 역시 부동산 경기 고려하면 LPR 금리 인하되어야 하지만 자본 유출 압력 탓에 제한, 연초와 같은 골드빈 투기 광풍 역시 제한적. 기술적 반등 가능하지만 전고점 상회 어렵다는 기존 View 유지
비철금속	확대	확대	확대	중립	단순 기상이면 이슈(칠레 광산 조업 차질)에 반등한 비철금속, 구리의 구조적 공급 부족 문제가 심각하다는 것을 증명. 실제로 글로벌 Top 20 광산들은 지난해와 마찬가지로 광산 노후화 + 품위 문제로 올해 생산 가이드نس 하향. 반면, AI 산업화가 시작되면서 수요는 빠른 속도로 팽창. 여기에 유동성까지 뒤늦게 반영된다면 추가 상승 가능. 구리는 내년 1/4분기까지, 비철금속 섹터는 내년 상반기까지 추가 상승 기대
곡물	중립	중립	확대	확대	지금 곡물 지수 상승은 어디까지나 중동 공급망 쇼크(비료 수출 차질)로 인한 프리미엄. 비료 원료인 화석 연료(원유, 천연가스, 석탄)의 본격 상승 시점은 내년 상반기. 지금 당장 곡물 섹터의 본격적인 상승을 논하기에는 시기상조. 특히, 슈퍼 엘니노는 동태평양 연안 인접한 대두 + 옥수수 생산지에 강우량 증가 기여. 슈퍼 엘니노 후퇴되는 내년 4월 이전까지는 상단 제한적
소프트	확대	확대	확대	확대	지금은 곡물보다 소프트가 더 강한 구간. 슈퍼 엘니노 도래하면서 서태평양 연안 일대의 강우량 ↓ 해당 기간 코코아 산지인 인니, 로부스타 커피 산지인 베트남, 천연고무 산지인 태국 등 지역은 가뭄 불가피. 2대 원당 산지인 인도 역시 파종 기간(8~9월) 몬순 지연으로 평년보다 건조한 현상 발생 가능. 특히, 코코아의 경우 1~12월 모두가 파종-수확 기간이라는 점에서 슈퍼 엘니노에 가장 민감. 내년 상반기까지 양호한 성과 예상

자료: 대신증권 Research Center

표2. 원자재 가격 전망치

구분	2025				2026				2024	2025	2026	2027
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
WTI	72	64	65	59	72	93	80	90	76	65	85	130
금	2,858	3,288	3,460	4,160	4,857	4,511	4,500	4,300	2,390	3,420	4,600	4,200
은	32	34	40	56	83	73	70	65	28	39	75	60
구리	9,339	9,506	9,808	11,138	12,801	13,309	15,000	16,000	9,150	9,850	14,500	13,000
알루미늄	2,624	2,444	2,621	2,833	3,193	3,565	3,500	3,600	2,422	2,630	3,500	3,600
니켈	15,575	15,166	15,032	14,901	17,308	18,064	17,500	18,000	16,826	15,200	18,000	17,000
옥수수	472	452	402	431	439	443	600	650	424	440	550	700
소맥	554	535	521	522	556	607	700	750	572	530	650	900
대두	1,024	1,044	1,013	1,075	1,116	1,162	1,250	1,300	1,103	1,030	1,250	1,600

주 1: WTI 는 달러/배럴 기준

주 2: 구리, 알루미늄, 니켈은 달러/톤 기준

주 3: 금, 은은 달러/온스 기준

주 4: 옥수수, 소맥, 대두는 센트/부셀 기준

주 5: 음영 구간은 실제치

자료: 대신증권 Research Center

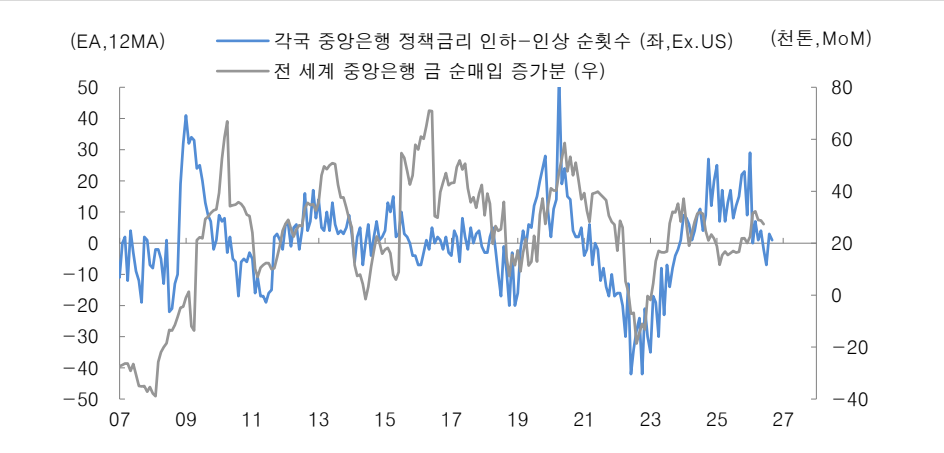
유동성 Proxy인 금,
그런 금 가격은 내년
에너지 슈퍼 사이클이
도래할 것을 경고

뒤늦게 반영될 유동성, 원자재 슈퍼 사이클 기대

금, 은처럼 귀금속은 유동성이 무분별하게 팽창(정책금리 인하, QE 등 부양책 따른 화폐 가치 절하)될 때 자산 가치를 안전하게 보호(Safe-Haven)해주는 헛지 자산이다. 전 세계 중앙은행들의 금 보유량이 FED의 정책금리 인하 이전에 늘어나는 것도 이와 무관치 않다. 이 같은 특성을 갖고 있기에 경기 선행 자산인 주식(예: 반도체 업종)보다 유동성을 먼저 반영하는 것으로 사실상 유동성의 척도인 셈이다.

그런 귀금속 지수는 반등을 시도하고 있다. 사상 최고치에서 온스당 3,900달러선까지 하락했던 금 가격은 4,000달러 초중반대로 반등하며 낙폭을 줄이고 있다. 온스당 120달러대에서 50달러 중반까지 추락했던 은은 여전히 반토막난 상태이지만 60달러선을 재탈 환했다. 미국-이란 전쟁 관련한 TACO 기대감(물가 우려↓)과 함께 FED의 정책금리 인상 우려가 진정(시장 컨센서스 하회한 미 고용 지표)되면서 귀금속 지수가 반등한 것이다. 유동성 Proxy인 금 가격을 바짝 추격하는 주식 자산에는 긍정적일 부분이다.

그림 2. 금, 은과 같은 귀금속은 유동성(정책금리 인하, QE 등)에 민감한 헛지 자산



자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 금은 주식 자산(예: 반도체 업종)보다 먼저 유동성을 반영하는 유동성의 척도

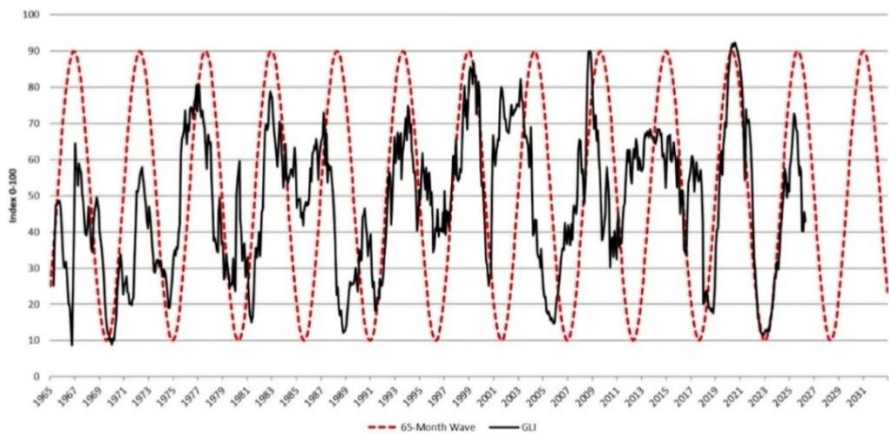


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그러나 귀금속의 전고점 상회 가능성은 여전히 회의적이다. 긴축 방향은 불변이다. 전 세계 중앙은행들의 정책금리 인하 순-횡수는 빠르게 하락 중이다. FED는 정책금리 인상을 주저하고 있지만 다른 주요국 중앙은행들은 긴축으로 돌아섰다. PBOC는 부동산 경기 상황을 고려하면 금리 인하가 요구되지만 자본 유출 압력(위안 캐리 트레이드↑) 탓에 관망세를 유지 중이다. 현재 거론되고 있는 미국-이란 휴전 가능성은 어디까지나 중간 선거를 고려한 것일 뿐이다. 유동성을 선반영하는 자산에는 불리한 환경이다.

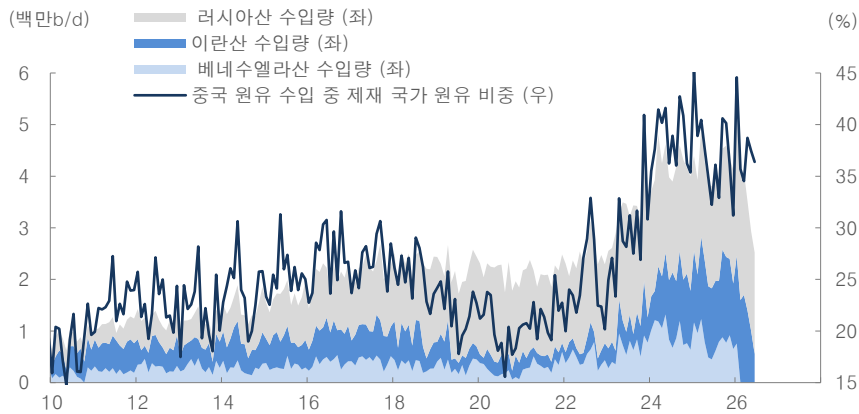
특히, 내년으로 갈수록 구조적인 인플레이션 압력은 불가피하다. 그 원인 중 하나가 중국이다. 그간 전 세계 공장인 중국은 제재 국가로부터 염가의 원유를 독점적으로 수입(전체 수입의 40% 이상)하며 디플레이션을 수출해왔다. 하지만 지난 1월 베네수엘라산에 대한 제재는 해제됐으며, 미 상원은 러시아산 구매국에 대해 최대 100% 관세를 부과하는 제재안(수정안)을 공개했다. 이란산은 중동 공급망에 대한 신뢰성이 훼손(보험사 부담↑)되면서 접근이 어려워지고 있다. 중국의 PPI 상승은 다른 국가들의 수입 물가 상승이자 훗날 금리에 대한 고민을 유발할 수밖에 없다. 귀금속에는 불리한 환경이다.

그림 4. 귀금속 반등은 일시적인 것일 뿐 긴축 방향은 불변, 금에게는 불리한 환경



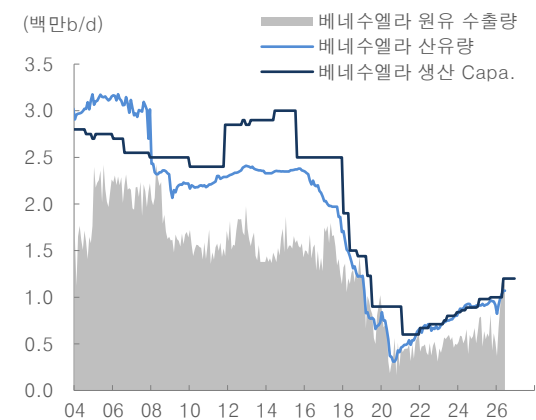
자료: CrossBorder Capital, 대신증권 Research Center

그림 5. 전 세계 공장인 중국의 디플레 수출 역시 어려워지는 국면, 물가 고민 불가피



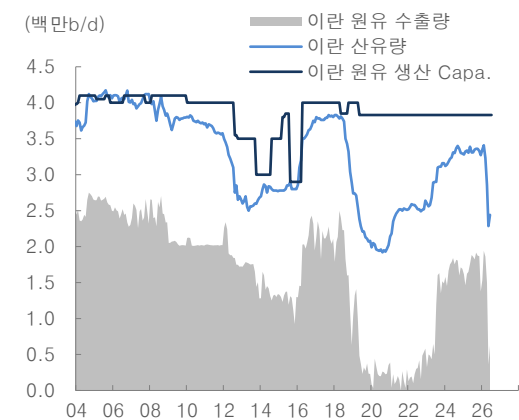
자료: 중국해관총서, Kpler, JODI, 대신증권 Research Center

그림 6. 베네수엘라산은 제재 해제로 수입 ↓



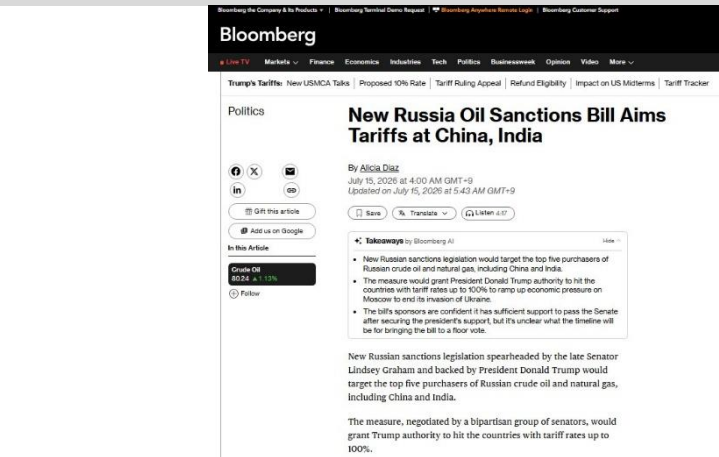
자료: JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

그림 7. 이란산 중질유는 수입이 까다로워진 상황



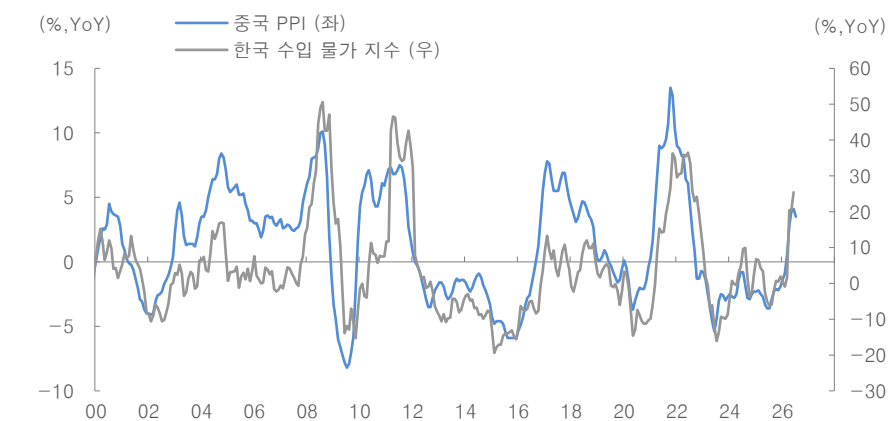
자료: JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

그림 8. 제재(세컨더리 보이콧) 강화될 러시아산, 결국 염가의 원유 수입 어려워질 중국



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 PPI 상승 → 다른 나라 수입 물가 ↑ → 고금리 → 금과 일부 주식에 악재



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

다만, 유동성을 뒤늦게 반영하는 자산에게는 기회이다. 바로 원자재 펀드 내 가장 큰 비중치를 지닌 에너지(원유, 천연가스, 연료탄 등)이다. 이론적으로 원자재는 유동성이 발생할 시 ‘귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물’ 순으로 시차를 두고 상승한다. 2019~2021년 유동성 파티 때도 선두에 섰던 귀금속이 2020년 8월 들어 고점에서 조정 받자 비철금속이 바통을 넘겨받았다. 2021년에는 에너지가 주도권을 넘겨받으며 경기 침체 직전인 2022년 5월까지 상승했다. 이것이 시차는 있지만 오차는 없는 원자재 사이클이다. 이번 사이클 역시 과거와 같은 패턴을 보일 공산이 크다.

그림 10. 그러나 금, 은과 달리 유동성을 뒤늦게 반영하는 다른 원자재에게는 기회

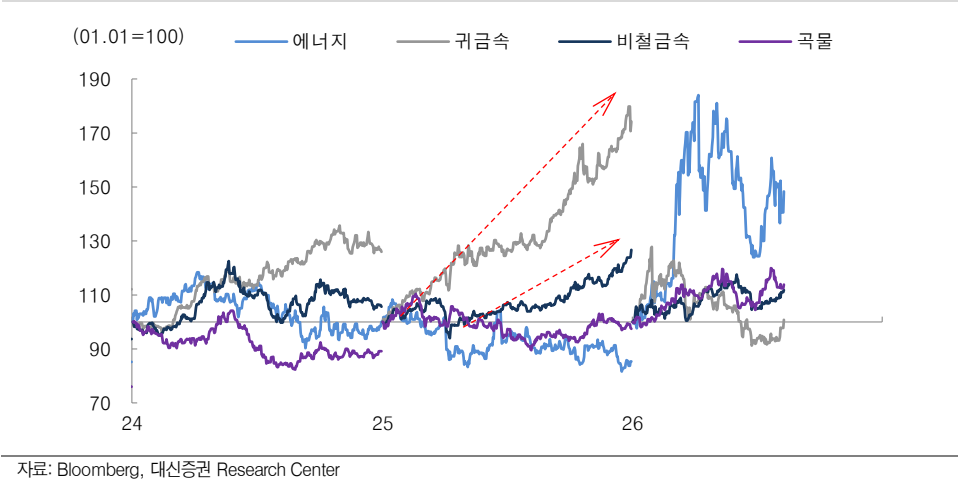


그림 11. 이전에도 유동성을 시차 두고 반영

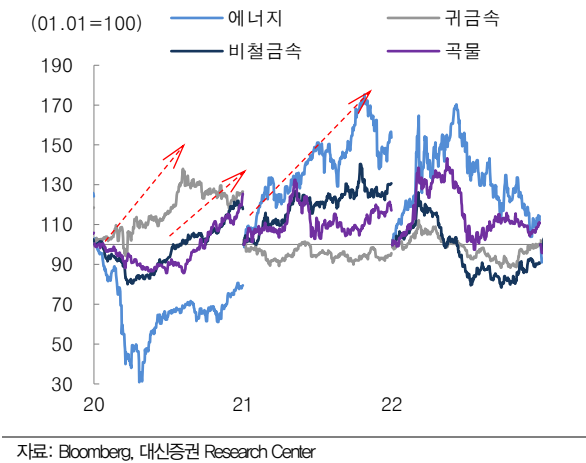
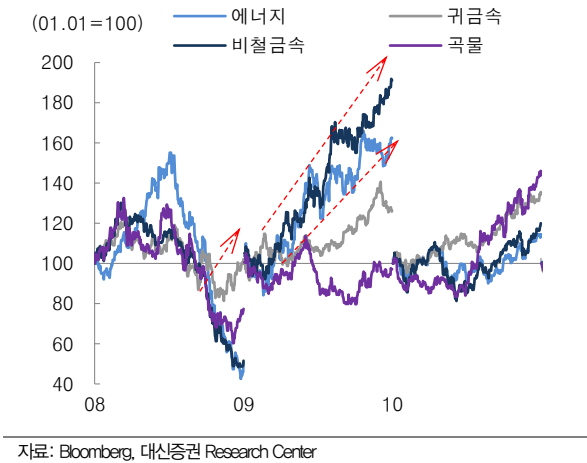


그림 12. 더 이전인 2009년 유동성 파티 때도 동일



그렇기에 지금은 에너지 슈퍼 사이클을 준비해야 될 시점이다. 워렌 버핏과 故찰리 멩거는 주주총회에서 배당이 없는 금에는 투자할 이유가 없다고 밝힌 바 있다. 그러나 이는 표면상 이유일 뿐이다. 금 가격 전망에 있어 만에 하나라도 변수(금리)가 존재한다면 투자할 이유가 없다는 의미이다. 그렇다면 유동성 파티 때 철저히 소외될 수밖에 없는 것일까? 그렇지 않다. 그들도 유동성 사이클에 베팅 한다. 단지 일본 상사처럼 유전/가스 전이나 광산을 소유한 후행 자산을 활용할 뿐이다. 지금이 바로 구루들의 지식을 활용해야 될 타이밍이다. 앞서 살펴본 것처럼 유동성 Proxy인 금 가격은 에너지 지수를 20개월 선행한다. 금 가격이 올해 1월말 고점을 보였다면 유가는 내년 9~10월경 사상 최고치 경신이 가능하다. 모두가 AI와 유관 산업만 주목한 지금, 에너지 슈퍼 사이클을 준비해야 할 때이다.

그림 13. 구루들의 전략을 참고하며 올 연말까지 에너지 슈퍼 사이클에 대한 대비 필요



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

빨라지는 AI 산업화, 수요와 달리 준비되지 않은 공급

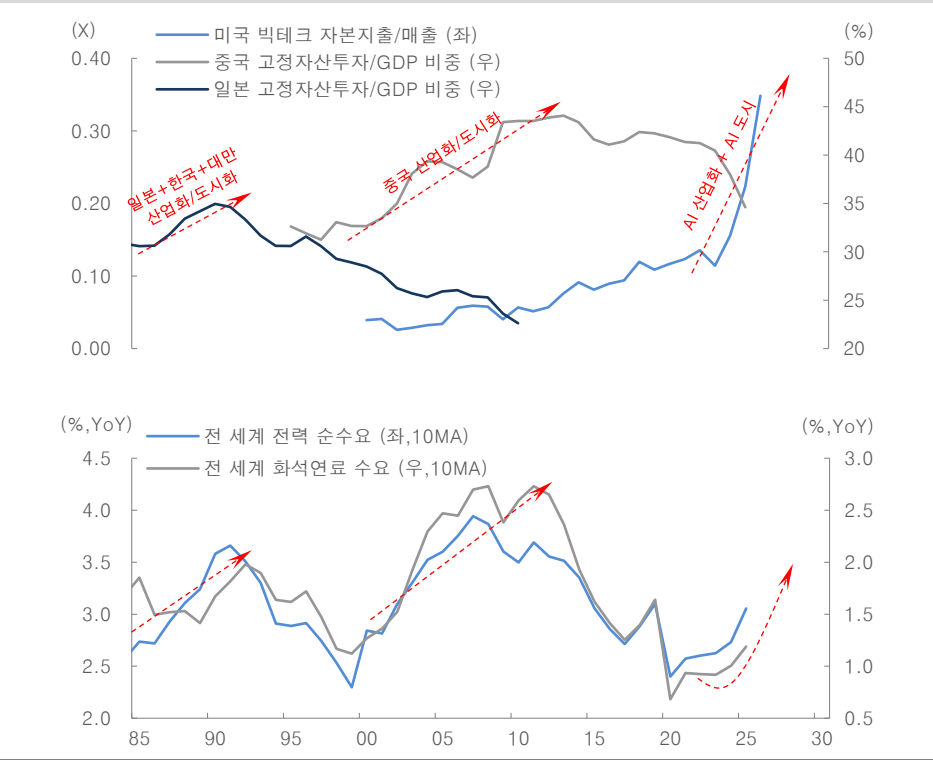
빨라지는 AI 산업화, 그 과정에서 반도체 만큼 빠르게 증가하는 원자재 수요. 문제는 수요와 달리 공급은 준비가 미비하다는 점

AI 산업화가 진행되는 과정에서 폭발한 반도체 수요는 필라델피아 반도체 지수를 사상 최고치까지 끌어올렸었다. 그러나 AI는 반도체뿐만 아니라 원자재까지 필요로 한다. 기존 검색 엔진보다 9배 이상의 전력을 사용하기에 다량의 에너지가 요구된다. 송전 손실을 최소화하기 위한 목적으로 초고압 송전 설비가 요구되는데 이 때문에 일반 전력망보다 km당 5~7배 많은 구리가 사용된다. 사실상 원자재를 먹는 하마인 것이다.

문제는 빠른 속도로 확대되는 AI향 수요와 달리 공급은 준비가 미비하다. 칠레와 페루 소재의 구리 광산들은 공급 과잉 사태가 발생했던 2013년부터 지금까지 광산 개발 투자를 제대로 진행한 바 없다. 전력원 역시 마찬가지이다. 우리가 사용하는 대부분의 천연가스(수반 가스)는 유전에서 부산물로 생산된다. 그간 오일 메이저 기업들은 정치인들의 탄소중립 포퓰리즘 탓에 유전 개발을 7년째 미뤘다. 원유와 수반 가스 공급이 이들의 CapEx 투자를 7년 가량 후행한다는 점을 고려하면 2027~2028년경 신규 공급은 제한적이다. 전 세계 전력원의 76%에 달하는 화석 연료가 흔들릴 수 있다는 의미이다.

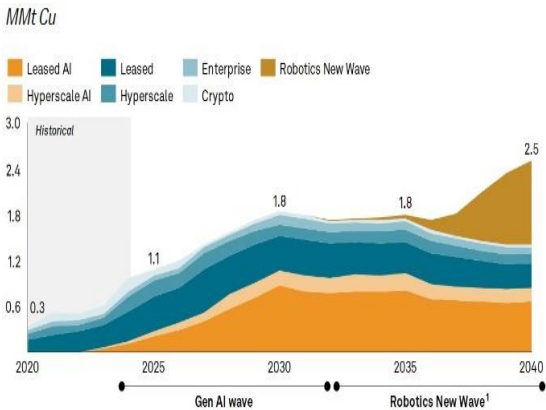
이는 과거 중국의 산업화 때를 연상시킨다. 중국은 2001년 WTO 가입을 시작으로 세계 공장으로 부상했는데 산업화와 도시화 과정을 거치면서 에너지 수요가 동반 증가했다. 반면, 이를 위한 원자재 공급은 턱없이 부족하기만 했다. 2003년 이라크 전쟁으로 인해 위축됐던 CapEx 투자가 해당 시점에 가서 심각한 공급 부족 문제를 유발한 것이다. 1985~1993년 아시아 3국(일본-한국-대만)의 산업화-도시화 때도 과거 이라크-이란 전쟁(1980~1988년)의 후유증이 확인된 바 있다. AI 산업화가 진행되는 지금 역시 이와 크게 다르지 않다. 그러한 점에서 지금은 내년 공급 부족에 대한 준비가 필요하다.

그림 14. 시작된 AI 산업화, 반도체만큼 필요한 원자재



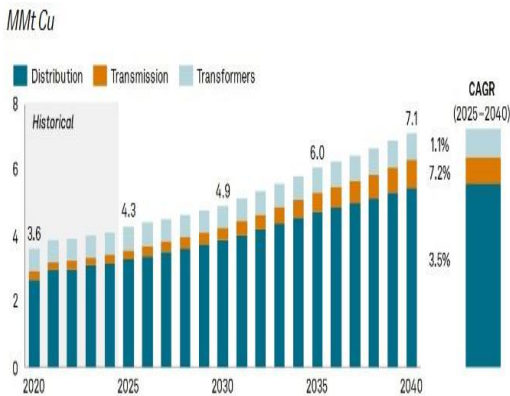
자료: CEIC, IEA, OWD, 대신증권 Research Center

그림 15. 데이터센터에도 구리가 필요하겠지만



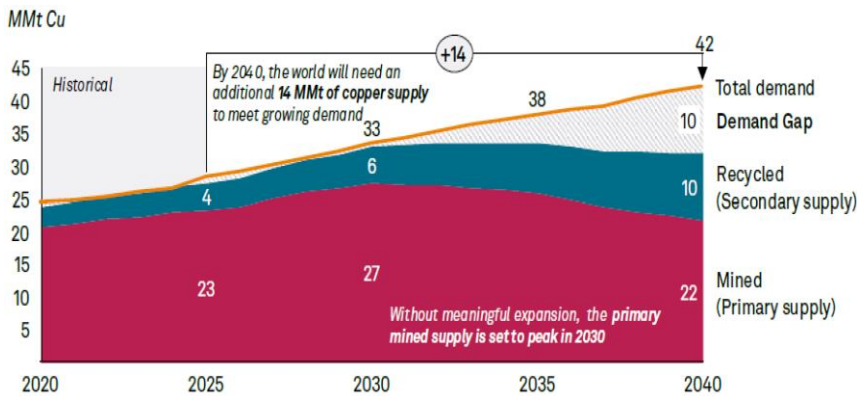
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 16. 전력망에는 기존보다 더 많은 구리 필요



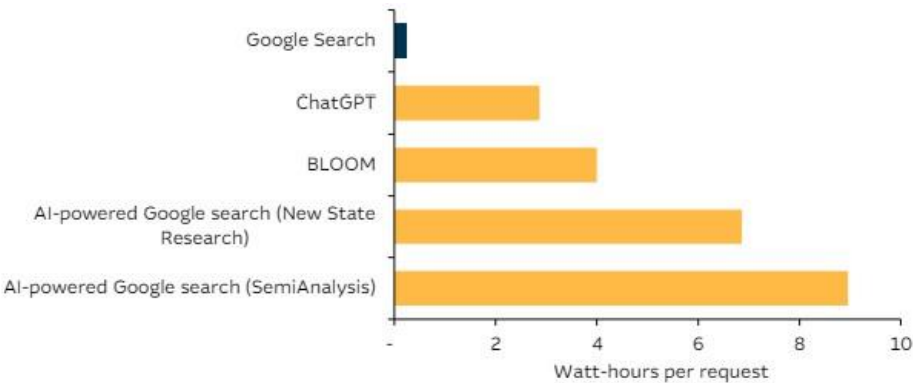
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 17. 문제는 준비되어 있지 않은 공급



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 18. 기존 검색 엔진보다 더 많은 전력을 요구하는 AI



자료: Alex de Viries, 대신증권 Research Center

그림 19. 지난 7년 동안 오일 메이저 기업들은 탄소중립 포퓰리즘 탓에 유전 개발 연기

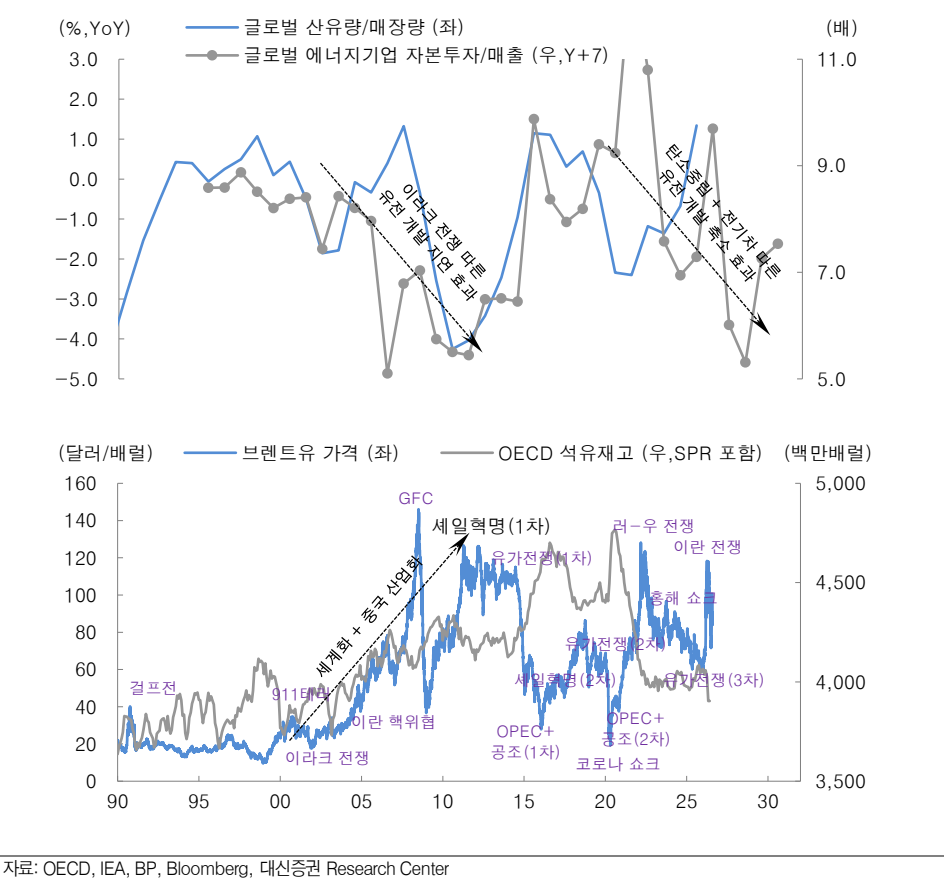


그림 20. 신규 유정 부족은 전력원이자 저렴한 수반 가스 공급이 부족할 수 있다는 의미

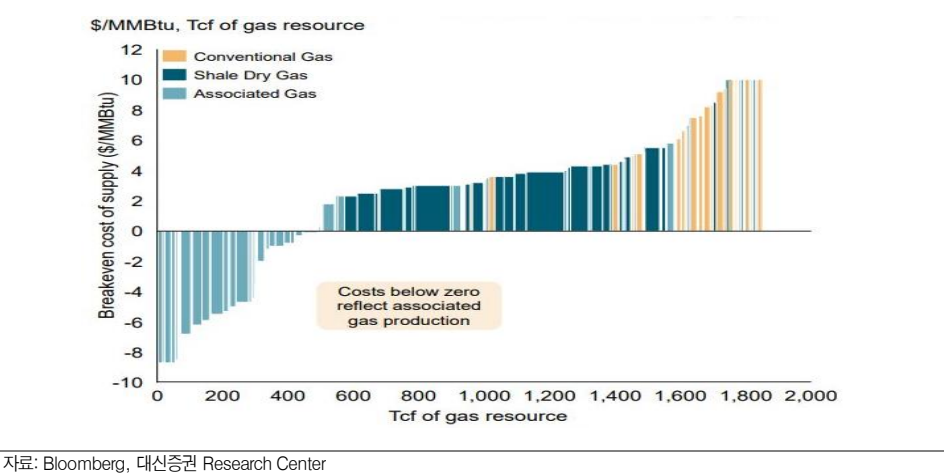
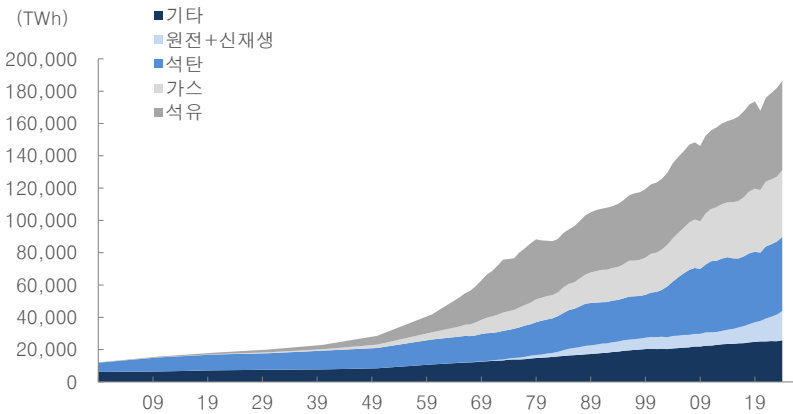


그림 21. 전 세계 에너지원의 76% 차지하는 화석 연료 수급이 흔들리는 것



주: 전 세계 에너지원 수요 추이
자료: OWD, 대신증권 Research Center

신뢰를 잃어버린 공급망, 재강조될 에너지 자립

다시 거론된
미국-이란 휴전
가능성. 다만, 이는
중간 선거 앞둔
정치적 행위일 뿐.
문제의 핵심은
1)중동 공급망의
훼손된 신뢰성 문제와
2)미국의 변화된 대외
군사 전략의 함정

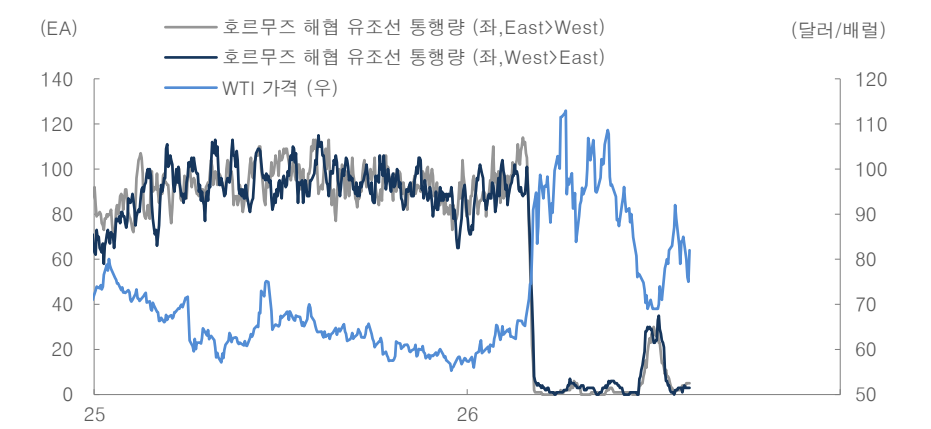
미국과 이란 간의 휴전 가능성이 다시 거론되고 있다. 트럼프 대통령은 호르무즈 해협 개방된다면 곧바로 핵 문제가 논의될 것이라 밝혔다. 지정학 리스크의 후퇴를 기대하는 이들에게는 분명 호재이다. 하지만 여전히 맹신하기 어렵다. 호르무즈 해협 통행료에 관해서는 구체적인 설명 조차 없으며 전장은 되려 홍해와 이라크로 확장되고 있다. 트럼프 대통령의 발언은 마치 TACO Index처럼 철저히 중간 선거와 지지율만 기반을 두고 있을 뿐이다.

더욱이 보험사 입장에서 휴전 상황임에도 유조선이 피격 받았다는 것은 그 누구도 안전을 보장할 수 없음을 의미한다. 신뢰할 수 없어진 것이다. 오늘날 홍해(바브엘만데브 해협)의 낮아진 선박 통행량이 말해주는 것처럼 한 번 신뢰를 잃은 공급망은 과거로 되돌아가기 어렵다. 사우디와 UAE, 쿠웨이트, 이라크가 호르무즈 해협 우회 사업(송유관 증설)에 사활을 거는 것도 이와 무관치 않다.

그러한 점에서 이번 중동 공급망 쇼크를 장기적 관점으로 바라볼 필요가 있다. 《변화하는 세계 질서》의 저자 레이 달리오는 이번 사태를 단순 해프닝이 아닌 구조적이고 영구적인 문제로 지적한다. 그럴 수밖에 없다. 유럽과 중동 지역에 집중됐던 미군 전력은 2011년 오바마 행정부의 Pivot to Asia(중국 견제) 선언을 기점으로 서태평양으로 빠르게 재편됐다. 그리고 미국이 나간 틈 사이로 크고 작은 전쟁이 빈번해지기 시작한 것이다.

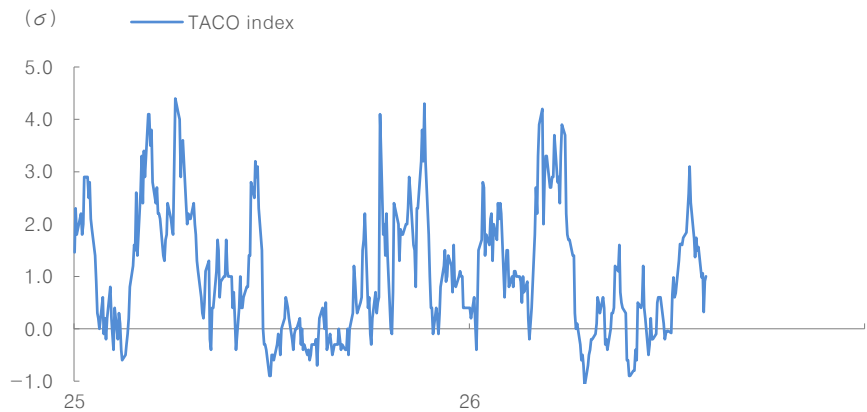
고유가를 연장시킨 리비아-시리아 내전(2011년 3월)과 ISIS 창궐(2014년 6월), 유럽의 에너지 위기를 불러온 돈바스 전쟁(2014년 6월)과 우크라이나-러시아 전쟁(2022년 2월), 홍해 공급망을 뒤흔든 이스라엘-예멘 후티 반군 전쟁(2023년 10월)과 오늘날 아시아 지역에 에너지 위기를 가져온 미국-이스라엘-이란 전쟁(2026년 2월)이 바로 그것이다. 이처럼 미국의 대외 전략에 변함이 없다면 더 많은 전쟁과 에너지 위기는 불가피하다. 그렇기에 지금은 에너지 지수 조정 시 저가 매수에 나서야 한다는 기존 의견을 유지하며 에너지 자립 테마에 주목할 것을 권고한다.

그림 22. 호르무즈 해협 개방 가능성 거론한 트럼프 대통령



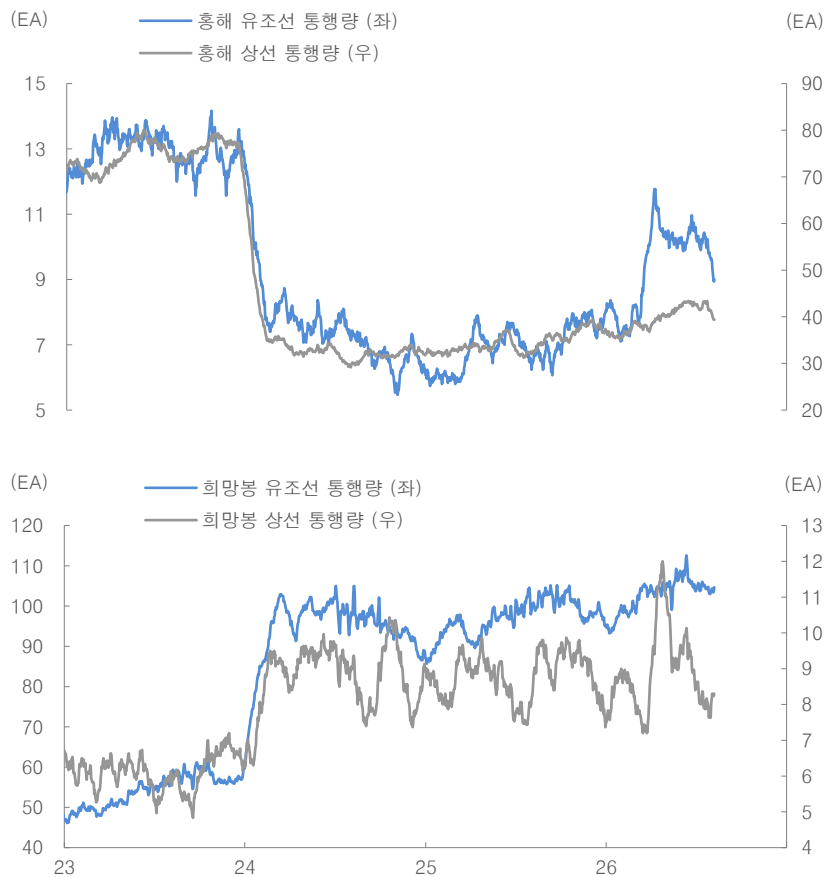
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 23. 그러나 이는 어디까지나 미 중간 선거 앞둔 정치 행위일 뿐



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 24. 보험사 입장에서 중동 공급망의 신뢰성 ↓ 홍해 사례와 닮아가는 호르무즈 해협



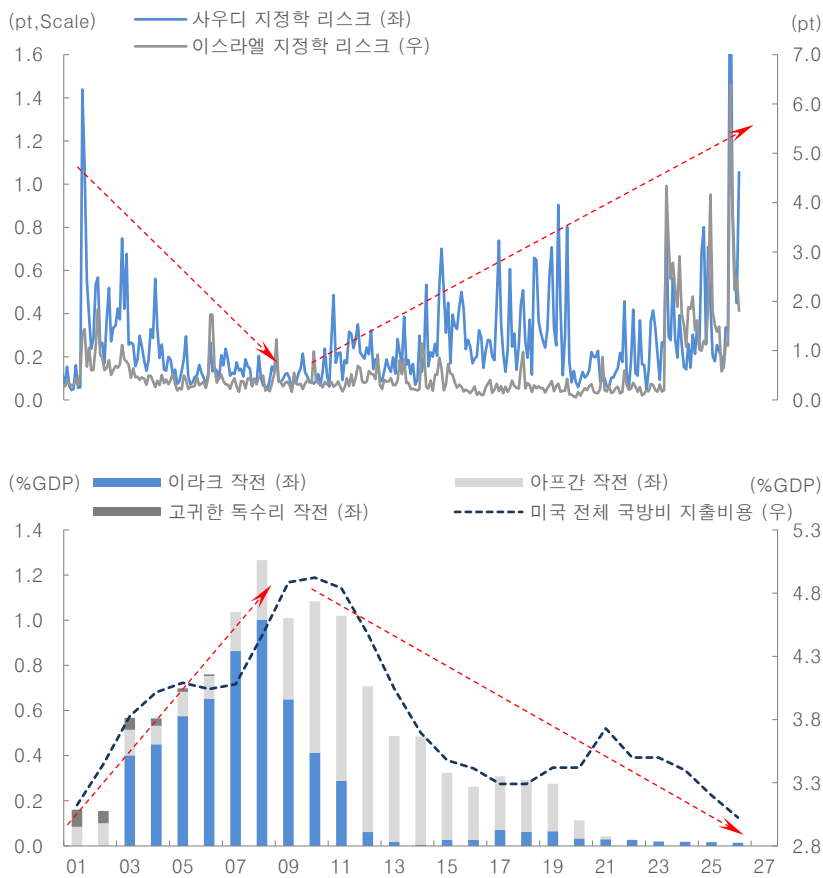
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 25. 사우디와 UAE, 쿠웨이트, 그리고 이라크가 우회 사업에 사활을 거는 이유



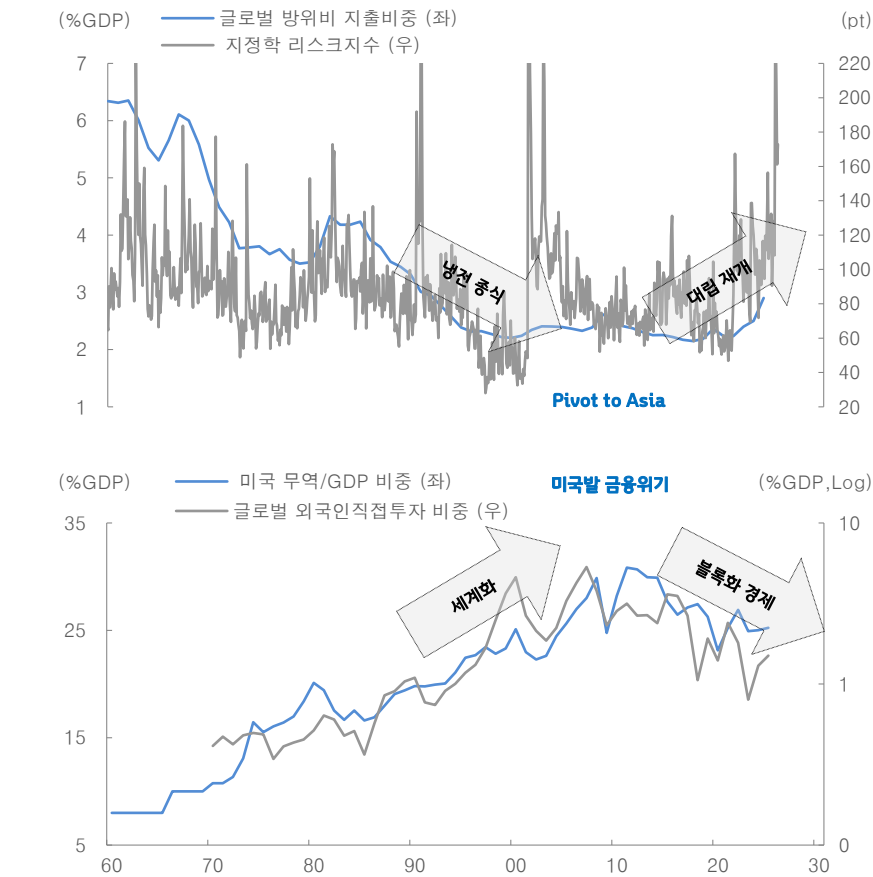
자료: Axios, 대신증권 Research Center

그림 26. 오늘날 중동 공급망 쇼크는 미군의 재배치 과정에서 발생한 구조적 문제



자료: IMF, WB, 미국전쟁부, Geo Factbook, EPU, 대신증권 Research Center

그림 27. 미국의 대외 전략이 변함 없다면 중동 공급망과 에너지 위기도 계속될 수밖에



자료: FRED, IMF, Clank, Foucuet, WB, EPU, 대신증권 Research Center

슈퍼 엘니뇨의 종식은 슈퍼 사이클의 시작

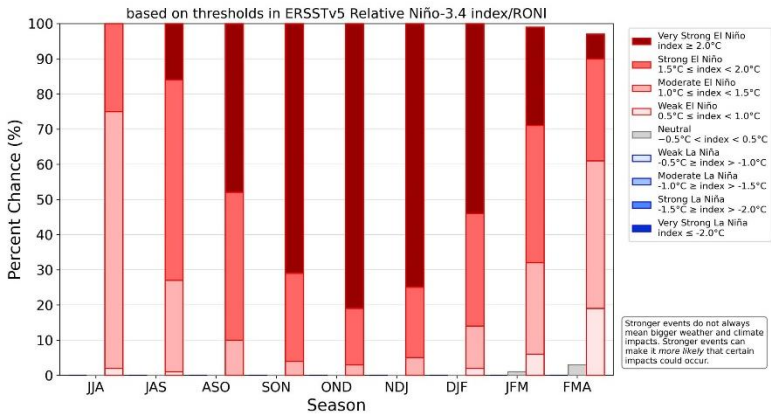
등장한 슈퍼 엘니뇨는
원자재의 걸림돌.
다만, 내년 1/4분기
이후부터 기상이변
후퇴, 내년 원자재의
더 큰 상방 변동성
기대

원자재 슈퍼 사이클을 기대하지만 지금 당장은 걸림돌이 존재한다. 바로 기상이변인 엘니뇨이다. 엘니뇨는 적도를 기준으로 서태평양으로 향하는 무역풍의 이동 속도가 둔화되면서 발생하는 현상이다. 무역풍의 이동 속도가 둔화될 시 서태평양으로 향해야 될 따뜻한 해수는 동태평양(또는 중앙태평양) 연안에 집중되는데 이 때문에 해당 해역의 해수면 온도는 평년 대비 +0.5℃를 상회하게 된다. 지금 해수면 온도는 평년 대비 +2.2℃ 높은 상태로 슈퍼 엘니뇨에 속한다고 볼 수 있다.

이처럼 엘니뇨가 출현할 경우 아열대 제트기류는 강화되고 이는 극제트기류(북극 한파)의 남하를 저지하게 된다. 겨울철 북반구의 기온은 평년보다 높아지게 되는데 올 연말 화석 연료의 계절성(난방향) 수요를 기대하기 어려운 이유이다. 이뿐만이 아니다. 엘니뇨는 미 중남부, 아르헨티나, 브라질 서남부 등 동태평양에 인접한 주요 곡창 지대에 강우량을 증가시켜 작황에 이롭게 만든다. 호르무즈 해협 통한 비료 수출이 둔화됐음에도 곡물 가격의 상단이 제한되고 있는 원인이라 볼 수 있다. 원자재 펀드 내 가중치가 높은 에너지와 곡물 섹터가 발목이 잡혀 있는 것이다.

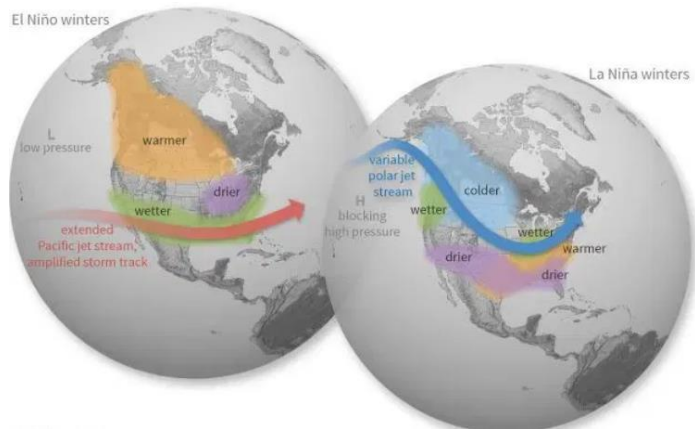
그러나 내년에는 상황이 역전된다. 7월 20일, CCSR/IRI 서버이에 따르면 동태평양 연안 해수면 온도는 올해 10월에서 내년 1월경 평년 대비 +3.0℃를 상회한 후 빠르게 둔화될 것이라 관측했다. 에너지와 곡물의 걸림돌이 사라지는 것이다. 특히, 엘니뇨의 후퇴는 원자재의 2차 상승을 유발할 수 있다. 원자재는 모든 것이 연결되어 있다. 엘니뇨의 후퇴로 다시 강해질 겨울철 난방향 수요는 천연가스와 연료탄 가격을 자극하게 된다. 이렇게 상승한 전력 가격은 비철금속의 생산 비용을 인상시킨다. 또한 상승한 천연가스와 연료탄 가격은 이를 원료로 삼는 비료에 영향을 주며, 이는 다시 농가에 비료 부담을 일으켜 작황우수등급에 영향을 주게 된다. 곡물 가격은 사료를, 사료는 돈육을 자극하게 되는 도미노 현상이 나타날 수 있다. 시차는 있지만 오차는 없는 원자재의 2차 상승이 시작되는 것이다. 뒤늦게 반영될 유동성과 준비되지 않은 공급, 신뢰를 잃어가는 공급망, 그리고 후퇴하게 될 엘니뇨는 내년 원자재 슈퍼 사이클의 원동력이다. 그러한 점에서 올 연말까지 에너지에 대한 비중 확대 의견을 유지한다.

그림 28. 원자재 슈퍼 사이클의 걸림돌은 바로 슈퍼 엘니뇨



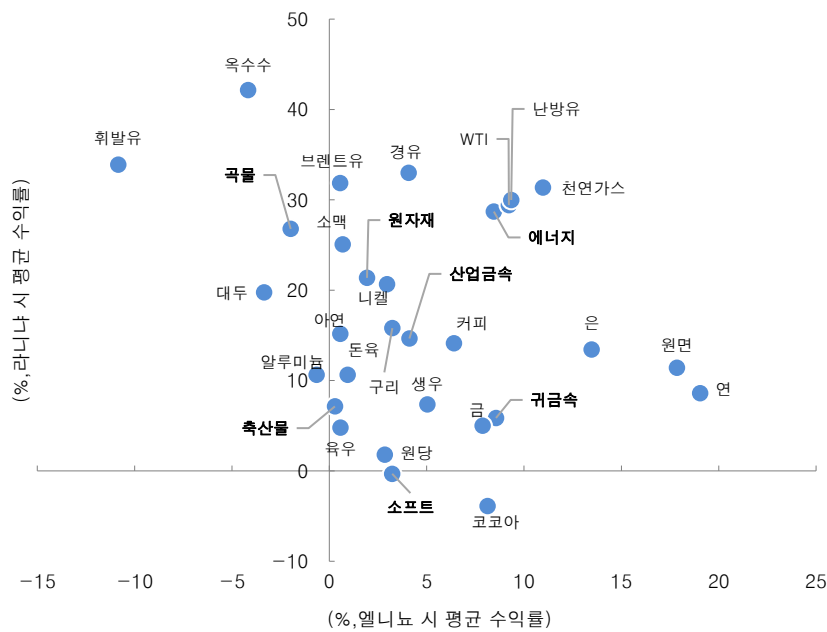
주: JJA, JAS 등은 월별 영문 이니셜
자료: NOAA, 대신증권 Research Center

그림 29. 엘니뇨는 겨울철 북반구의 기온을 평년보다 따뜻하게 만드는 주범



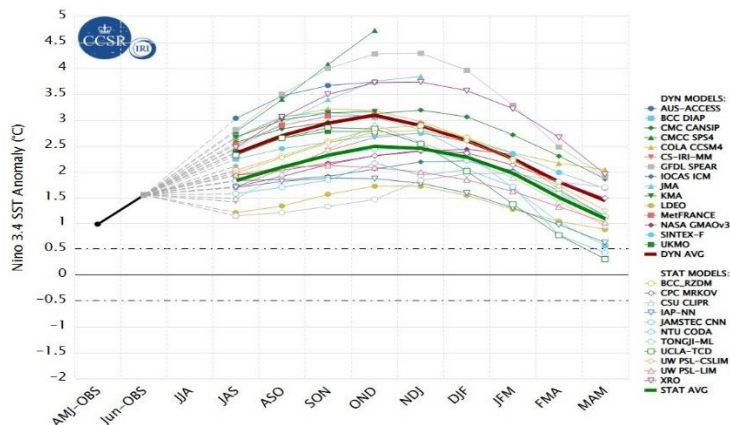
자료: NOAA, 대신증권 Research Center

그림 30. 이는 에너지와 곡물 가격의 상단을 제한하는 요인



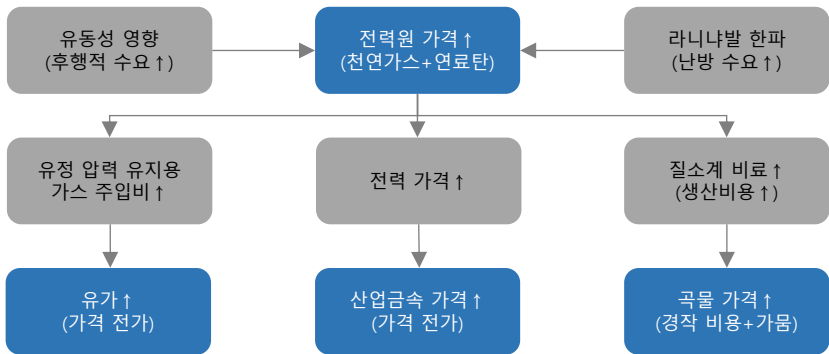
주: 1985년부터 현재 기준
자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 31. 다만, 내년 1/4 분기 이후 슈퍼 엘니뇨가 후퇴한다면 상황 역전 가능



주: JJA, JAS 등은 월별 영문 이나설
자료: CCSR/IRI, 대신증권 Research Center

그림 32. 내년 천연가스 가격 상승은 여타 원자재의 2차 상승 이끌 부분



자료: 윤지호,신중호,최광혁,정다은,최진영,2023년 2월, 《한국형 탐다운 투자 전략》,에프앤미디어,p.263, 대신증권 Research Center

II. 에너지

사상 최고치를 향해

II. 에너지: 사상 최고치를 향해

원유: 하락은 저가 매수 기회, 내년까지 이어질 숏티지

미국-이란 간의 휴전 가능성 거론 중이나 이는 중간 선거 앞둔 정치적 행위일 뿐. 1)중동 공급망은 이미 신뢰 훼손, 2)장기간 유정 폐쇄로 생산성 손실 가능성도 고민. 러시아와 미국 역시 공급 제한된 상황. 내년 사상 최고치 유가 전망 유효, 유가 조정 시 저가 매수 권고

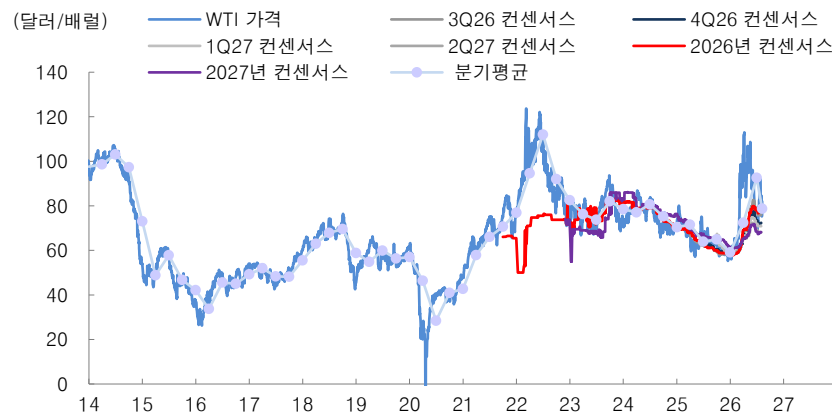
미국과 이란 간의 휴전 기대가 다시금 커지고 있다. 8월 5일 미 재무부는 이란에 대한 제재를 일부 해제했다. 트럼프 대통령은 호르무즈 해협이 개방될 시 곧바로 이란과 핵협상에 돌입할 것이라 전했는데 필요하다면 핵 합의 없이 전쟁을 중단하는 방안도 고민할 수 있다고 밝혔다. 4.1억배럴 규모의 전략비축유(SPR) 방출 효과 종료로 수급이 불안정한 상황에서 휴전 기대는 유가 안정의 Key로 작용하고 있다.

호르무즈 해협 개방을 위한 준비는 이미 마친 상태이다. OPEC+ 내 주요 7개국도 이번에도 생산 한도를 +18.8만b/d 확대했다. 9월 경질유-중질유 OSP 스프레드는 페르시아만 산유국들의 원유 수출량이 최소 1,400만b/d까지 회복될 수 있음을 보여준다. 중동 산유국들의 냉방 시즌(전력원의 40% 이상은 석유)까지 종료를 앞두고 있기에 내수용으로 전환됐던 원유는 다시 수출로 집중될 수 있다.

그럼에도 당사는 배럴당 80달러 이하에서는 저가 매수의 기회이며 내년 사상 최고치 경신이라는 기존 뷰를 유지한다. 그 이유는 1)중동 공급망에 대한 신뢰의 문제에서 찾을 수 있다. 앞서 휴전 상태임에도 선박이 피격 받았다는 것은 그 누구도 안전을 보장할 수 없음을 의미한다. 보험사 입장에서는 부담일 수밖에 없는 부분이다. 오늘날 홍해(바브엘 만데브 해협)의 낮아진 선박 통행량이 말해주는 것처럼 한 번 신뢰를 잃은 공급망은 과거로 되돌아가기 어렵다. 사우디와 UAE, 쿠웨이트, 이라크 측에서 호르무즈 우회 사업에 사활을 거는 것도 이와 무관치 않다.

설사 봉쇄가 해제된다 하더라도 2)유정의 생산성은 고민되는 부분이다. 현재 페르시아만 인근 유정의 30%는 5개월째 폐쇄 상태이다. TGS에 따르면 유정을 인위적으로 폐쇄할 경우 압력 감소로 인해 지하 저류층에 손상이 발생하게 되고 유층 아래의 지층수는 생산정으로 침투해 원유의 흐름을 바꿔버린다. 물과 희석 비율은 높아지게 되며 심화될 시 원유가 암반 틈새에 영구적으로 갇히게 된다. 생산성의 25%가 영구 훼손되는 워터 코닝(Water Coning) 현상이 발생하는 것이다. 조업 정상화 이후가 고민되는 이유이다.

그림 33.미 중간 선거를 끝으로 반등 시작, 내년 사상 최고치 경신 기대



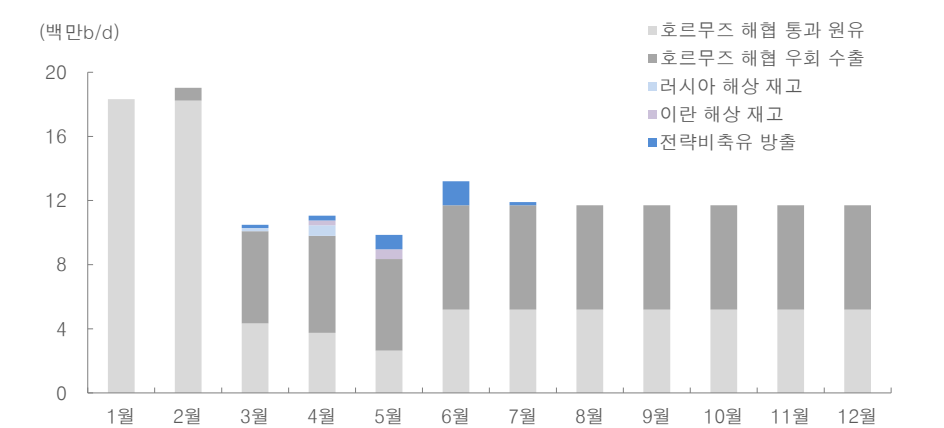
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이 같은 상황에서 다른 생산자 역시 공급이 어려운 것은 마찬가지이다. 바로 러시아이다. 러시아 에너지부는 휘발유와 디젤유에 대한 수출 중단 기한을 기존 7월말에서 내년 1월말까지로 연장했으며 제트유 수출 금지는 11월로 설정했다. 지난 4월부터 러시아 정유 시설에 대한 우크라이나군의 드론 공격이 거세진 탓이다. 10대 정유 시설 가동이 중단되면서 가동률은 57%까지 추락했다. 러시아의 휘발유 생산량은 이미 계절 평균 소비량의 65%까지 추락하며 차량별 연료 배급제까지 시행한 상황이다.

미국 또한 기대하기 쉽지 않다. 미 셰일 기업들의 신규 유정당 개발 이익은 분명 플러스(+)로 전환됐다. Dallas 지방연은 서베이에서도 미 셰일 기업들은 안정적인 현금 흐름을 확보했다고 응답했다. 그럼에도 원유 리그카운트는 과거와 비교했을 때 여전히 낮은 수준에 위치해 있다. 미 민주당 지역구에서 석유를 필요로 하면서도 유정 개발에 대해서는 여전히 비협조적이라는 것이 공통된 지적이다. 지난 7년 동안 오일 메이저 기업들이 유전 개발보다 경쟁사 인수에 집중한 것만 보더라도 2027~2028년 신규 공급은 기대하기 어렵다. 미국에서 판매되고 있는 베네수엘라산 원유 역시 Capa. 확장(+30만b/d)까지 최소 2년 소요된다는 점에서 공급을 기대하기란 쉽지 않다.

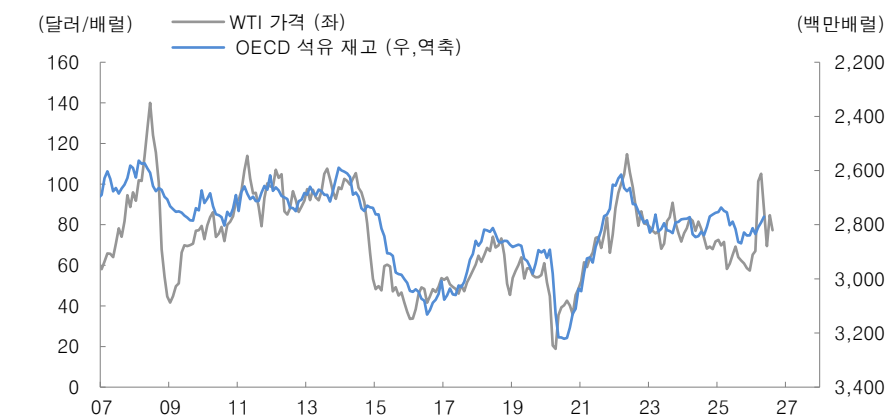
그러한 점에서 지금은 조정 시 비중 확대가 필요하다. 트럼프 대통령은 유가와 관련하여 립서비스만 제공할 뿐 해결된 것은 아무것도 없다. 에너지발 물가 이슈는 미 중간 선거가 종료된다면 관심 대상에서 멀어질 부분이다. 신뢰를 잃어버린 중동 공급망과 문제의 유정 생산성, 낮아진 재고와 러시아, 미국의 한계는 유가의 하방 경직성을 강화시킬 요인들이다. 특히, 앞서 살펴본 바와 같이 유가가 유동성 Proxy인 금 가격을 20개월 후행한다는 점에서 지금은 비중을 적극적으로 늘려야 한다. 올해 4/4분기를 기점으로 내년 3/4분기까지 사상 최고치를 경신할 유가의 방향을 기대해야 할 때이다.

그림 34. IEA 회원국들의 전략비축유 방출 효과는 7월부로 종료



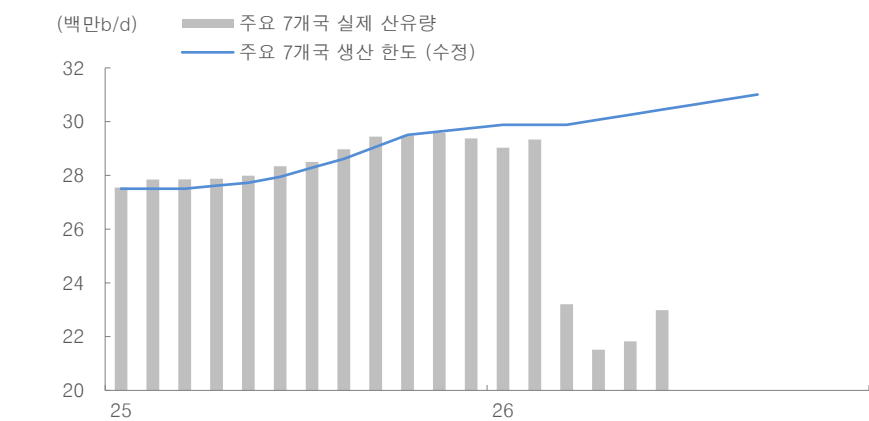
자료: OPEC, JODI, Kpler, IEA, 대신증권 Research Center

그림 35.이 같은 상황에서 호르무즈 해협 재개방 가능성은 유가 안정화시킬 Key



자료: OPEC, OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 36.호르무즈 해협 개방 이후를 준비하는 OPEC+, 9 월에도 생산 한도 상향



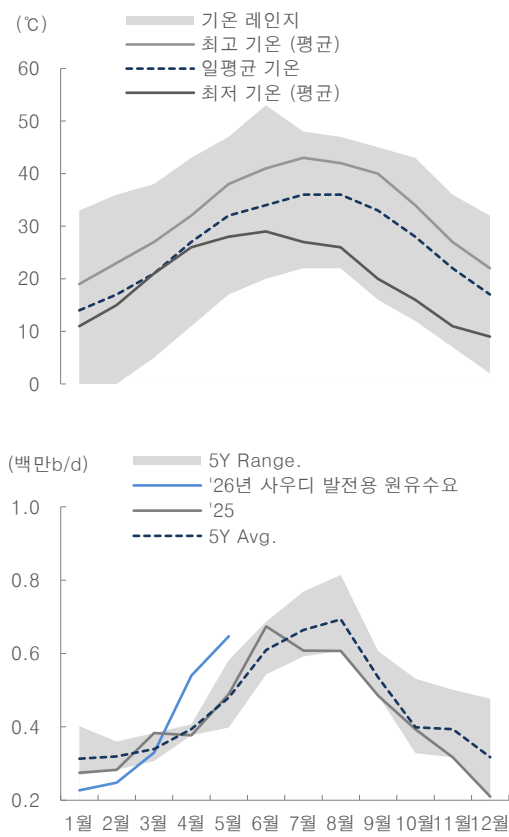
자료: OPEC, 대신증권 Research Center

그림 37.OSP 스프레드는 호르무즈 해협 개방 즉시 수출량이 확대될 수 있음을 암시



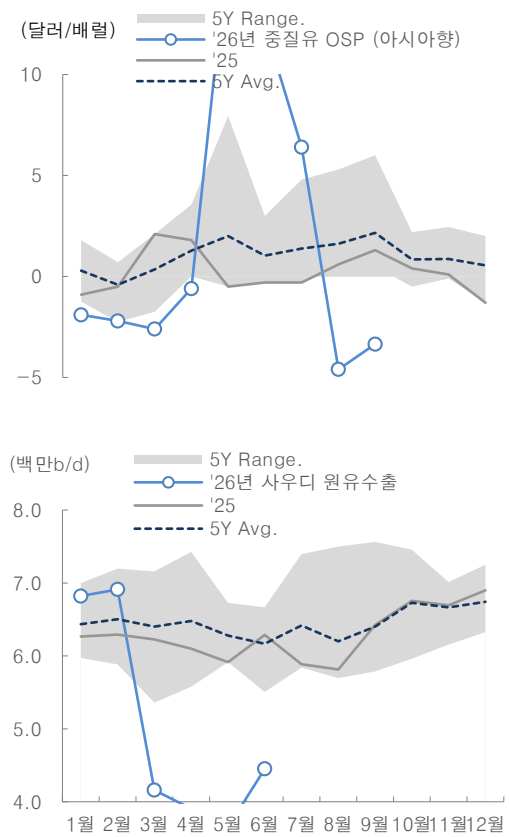
자료: JODI, OPEC, Saudi Aramco, 대신증권 Research Center

그림 38. 중동 냉방 시즌 역시 종료 예정



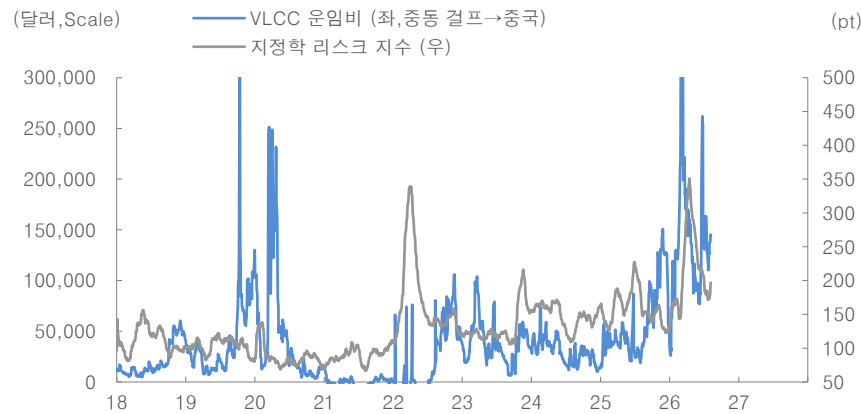
자료: JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

그림 39. 내수로 전환됐던 원유는 수출에 집중 가능



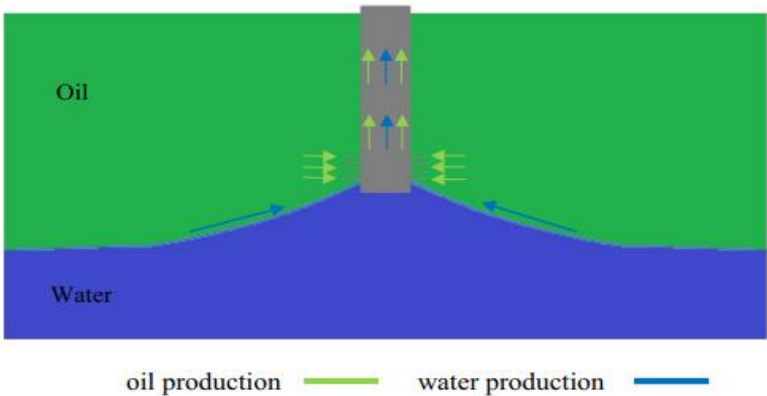
자료: JODI, OPEC, Saudi Aramco, 대신증권 Research Center

그림 40. 그러나 보험사들 입장에서 신뢰를 잃어버린 중동 공급망



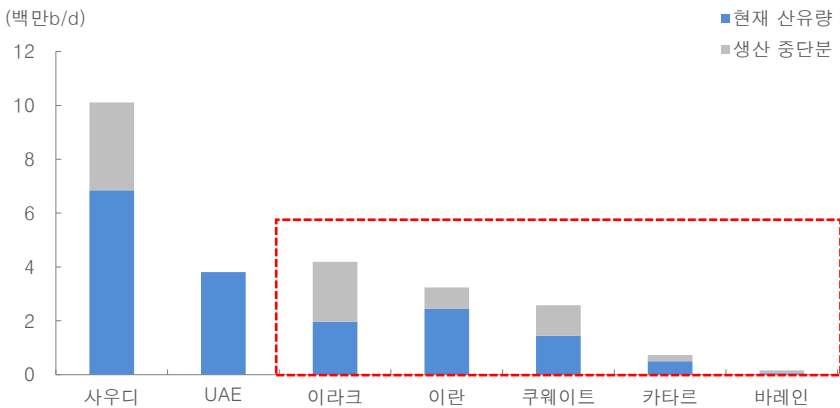
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 41.수출 재개된다 하더라도 유정 생산성 훼손할 워터 코닝 현상 역시 고민



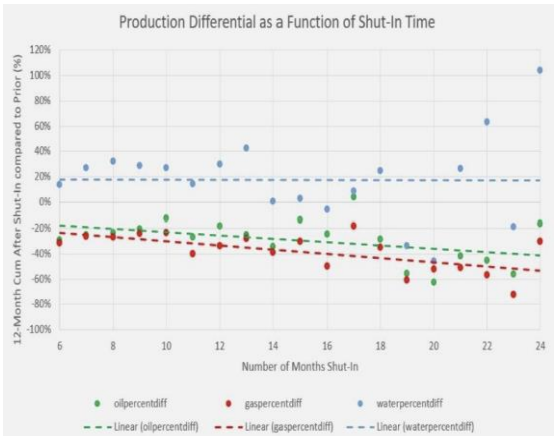
자료: Faleh Saleh 외 5명, "Using new chemical methods to control water production in oil reservoirs: comparison of mechanical and chemical methods", Journal of Petroleum Exploration and Production Technology(2024),2024년 7월 25일,p.2619, 대신증권 Research Center

그림 42. 페르시아만 인근 유정의 30%는 5 개월 이상 폐쇄된 상태



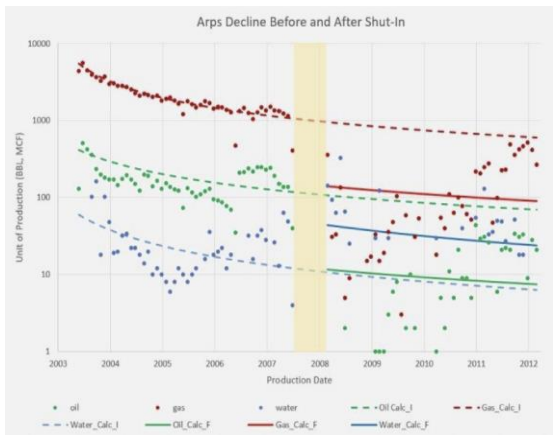
주: 생산 중단분은 이란 전쟁 이전 대비 기준
자료: JODI, OPEC, 대신증권 Research Center

그림 43. 인위적으로 폐쇄 시 최소 10% 생산성 훼손



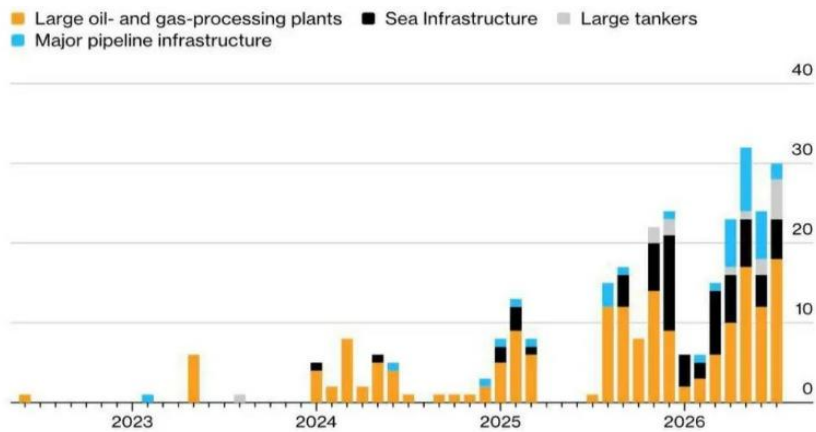
자료: TGS, 대신증권 Research Center

그림 44. 폐쇄 기간 장기화 시 25%의 영구 훼손 가능



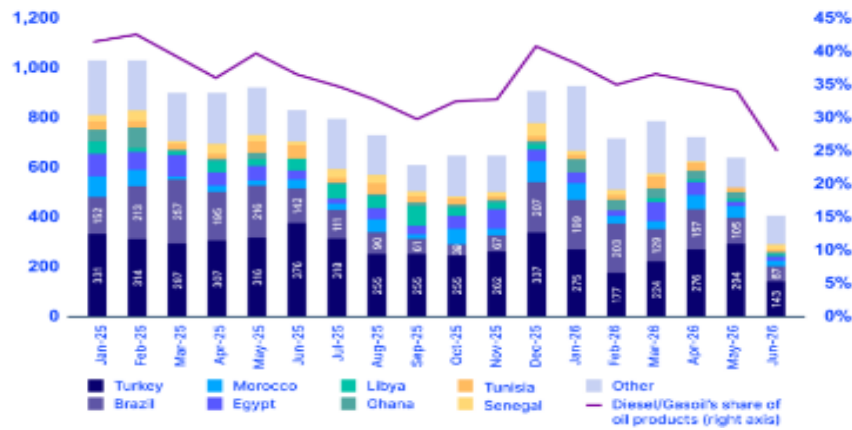
자료: TGS, 대신증권 Research Center

그림 45. 또 다른 공급 주체인 러시아, 4월부터 우크라이나군의 드론 공격으로 피해 ↑



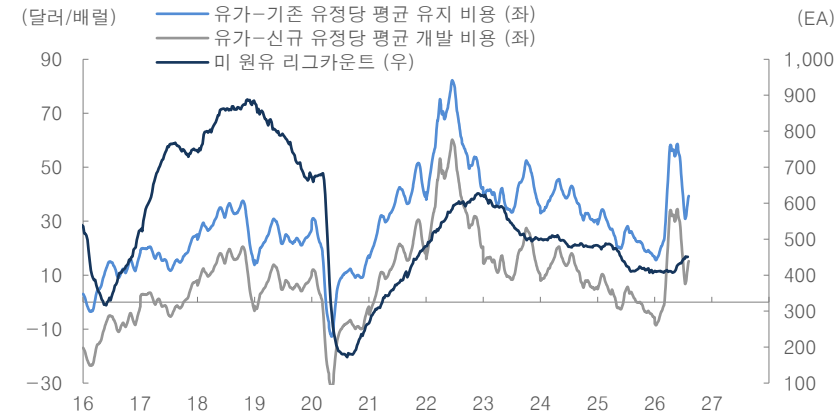
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 46. 주요 정유사들 가동 중단으로 정유 제품 수출 금지 연장(~2026년 12월)



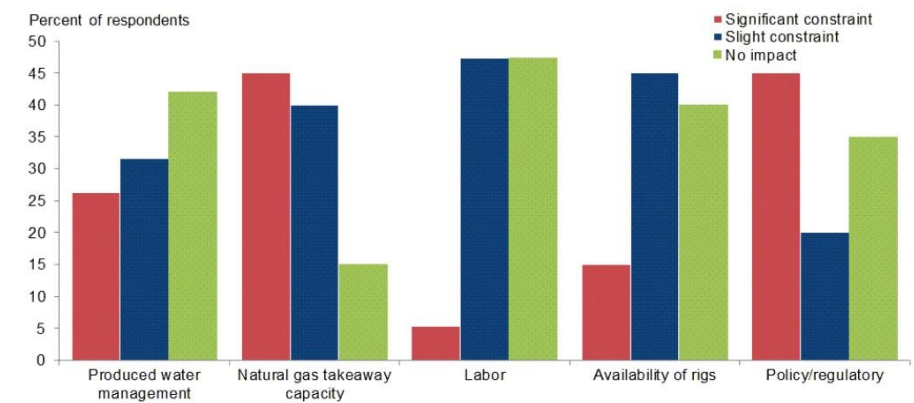
주: 러시아 휘발유 및 경유 수출량
자료: KSE, Kpler, 대신증권 Research Center

그림 47. 미국 역시 기대 ↓ 신규 유정당 개발 이익은 플러스(+)이나 개발은 여전히 미진



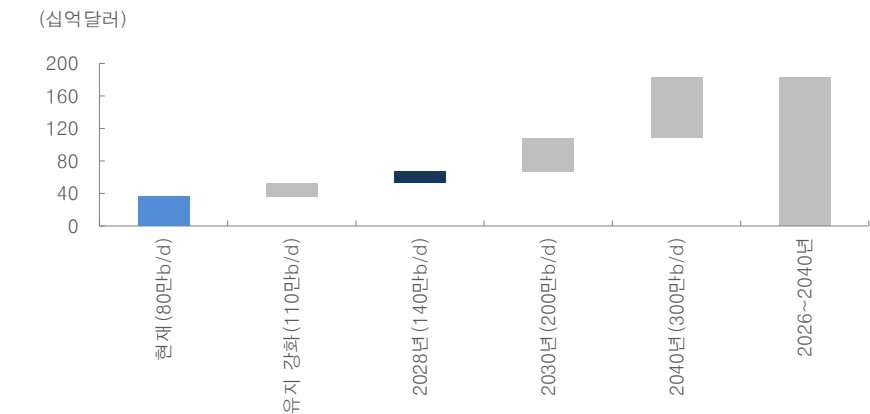
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 대신증권 Research Center

그림 48.미 셰일 기업들은 이번에도 정치 리스크 탓에 유전 개발 어렵다 응답



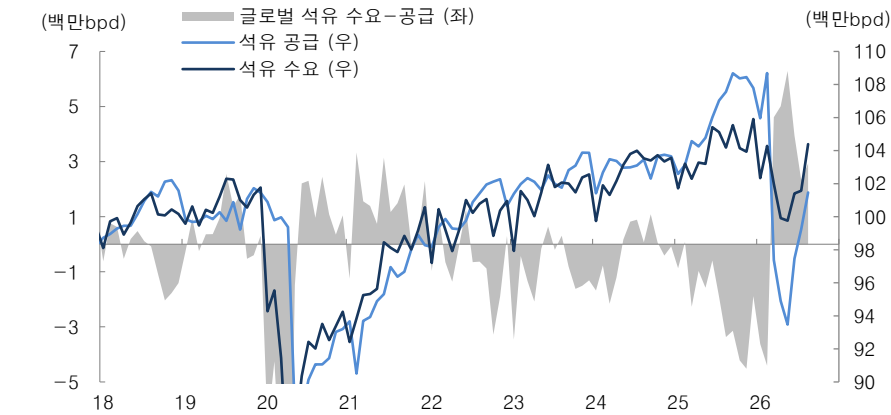
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, 대신증권 Research Center

그림 49. 베네수엘라 역시 생산 Capa. +30 만 b/d 확장하는 데에만 2년 이상 소요



자료: Rystad Energy, 대신증권 Research Center

그림 50.그러한 점에서 조정 시 저가 매수 나설 것을 권고, 내년 말까지 우-상향 기대



자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 51. 트럼프 대통령은 미 중간 선거 이후에도 유가에 관심을 가질까?



슈퍼 엘니뇨 탓에
기대 어려운 겨울철
난방향 수요. 그러나
내년 1/4분기 엘니뇨
후퇴 시 가격 상단
상향 가능. 더딘
공급과 달리 빠르게
팽창하는 전력향
수요, 중동 공급망
리스크에 뒤늦게
반영될 유동성까지
기대

천연가스: 천연가스를 누르는 엘니뇨, 그러나 내년은 다르다

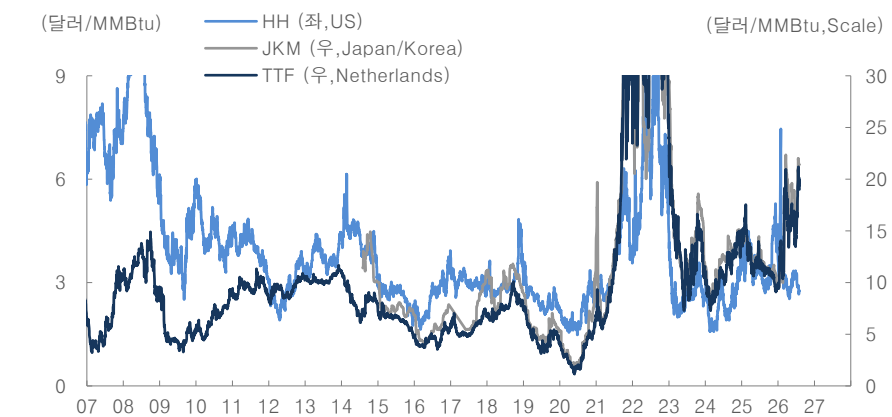
미국 천연가스 벤치마크인 헨리허브는 여전히 부진하다. 지난 4월부터 슈퍼 엘니뇨가 출현하면서 수요에 대한 우려가 부상한 탓이다. 엘니뇨는 적도를 기준으로 서태평양으로 향하는 무역풍의 이동 속도가 둔화될 때 발생한다. 이 경우 강화된 아열대 제트기류가 극제트기류의 남하를 저지하게 되는데 엘니뇨 시 겨울철 북반구의 기온이 평년보다 높아지는 원인이기도 하다. 미국의 월별 천연가스 재고 증감 추이가 말해주는 것처럼 여름철 냉방보다 겨울철 난방향 수요가 고민될 수밖에 없다.

물론 슈퍼 엘니뇨발 영향은 한시적일 뿐이다. CCSR/IRI 측의 ENSO 예측 모델상으로는 올해 10월~내년 1월경 동태평양 연안 해수면 온도가 정점에 도달한 후 진정될 것이라 나타났다. 늦어도 2027년 4월부터 슈퍼 엘니뇨가 후퇴할 것을 암시한다. 지난 자료〈슈퍼 엘니뇨가 지연시킨 천연가스 가격 상승 시점(‘26.06.05)〉에서 전한 바와 같이 천연가스 가격의 디스카운트 요인이 소멸하게 되는 것이다.

위와 같은 사항을 고려하면 천연가스 가격의 본격적인 상승 시기는 2027년이 유력하다. 수급 측면에서 가격 상승을 위한 조건은 충족되고 있다. 1)AI 산업화가 본격화되면서 전력향 수요는 빠른 속도로 증가하고 있다. 반면, 2)이를 위한 공급은 준비가 더디기만 하다. 오일 메이저 기업들은 탄소중립이라는 포퓰리즘 탓에 유전 개발을 7년째 미루고 있다. 원유와 수반가스(Associated Gas) 공급이 이들의 CapEx 투자를 후행한다는 점을 고려하면 2027~2028년 신규 공급은 제한적이다. 여기에 3)그간 미군이 사수했던 호르무즈 해협마저 신뢰를 잃어가고 있다. 흔들리는 공급망 안보, 카타르산 LNG까지 유통되기 쉽지 않다면 천연가스 수급은 한층 더 타이트해질 수밖에 없다.

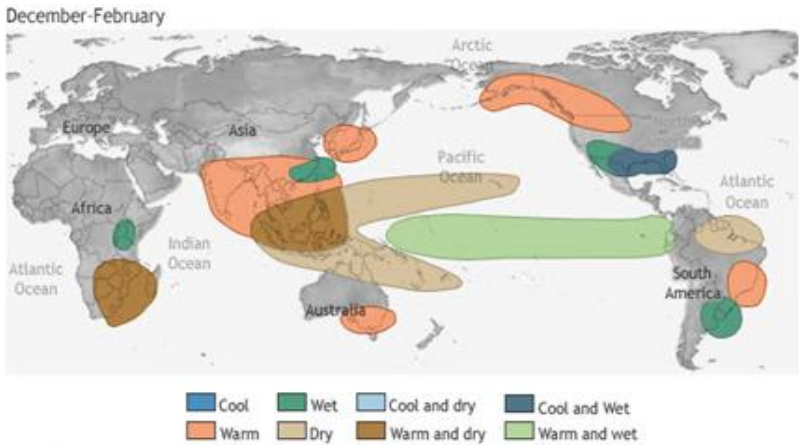
특히, 4)내년 유동성이 뒤늦게 반영된다는 점에서 강력한 반등을 기대할 수 있다. 앞서 살펴본 바와 같이 유가는 유동성 Proxy인 금 가격을 20개월 가량 후행한다. 그 말인즉, 유정에서 생산되는 수반가스 역시 더디지만 이와 같은 궤를 그릴 수 있다는 의미이다. 지금 당장은 어렵다. 하지만 전 세계 에너지원의 76%인 화석 연료 공급이 흔들리는 상황을 고려해 내년 천연가스에 대한 낙관적인 의견을 유지할 것을 권고한다.

그림 52. 본격 상승은 올해보다는 내년, 엘니뇨 영향 해소될 내년에는 유가 추종 기대



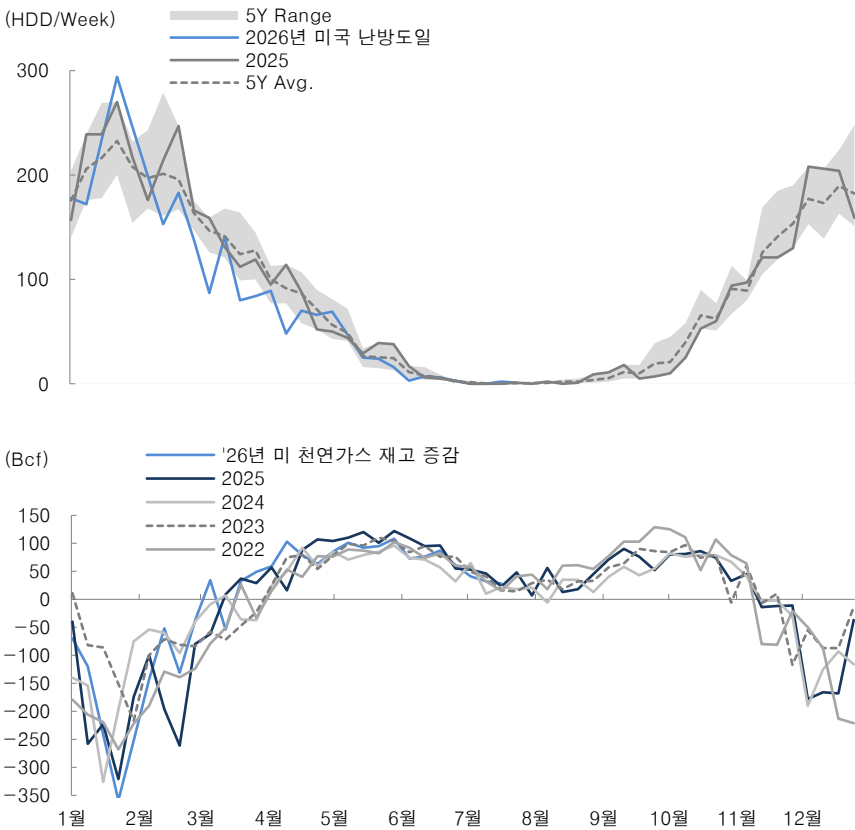
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 53. 올 겨울철 북반구의 기온을 평년보다 따뜻하게 만들 슈퍼 엘니뇨



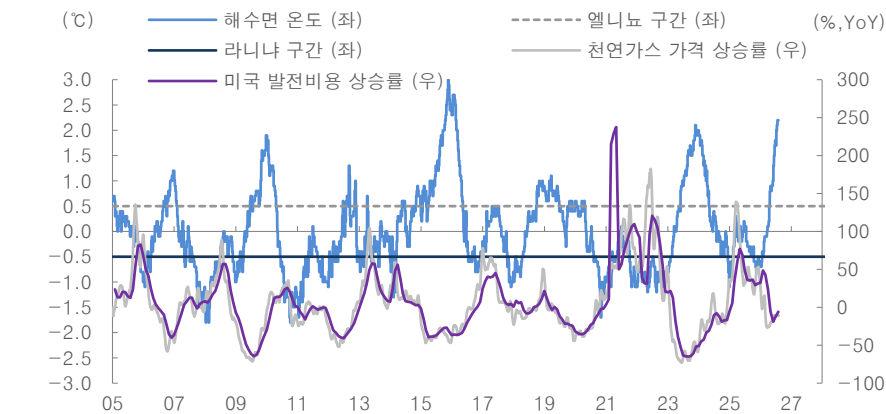
자료: NOAA, 대신증권 Research Center

그림 54. 이는 올 연말 천연가스의 난방향 수요에 대한 비관론을 키운다



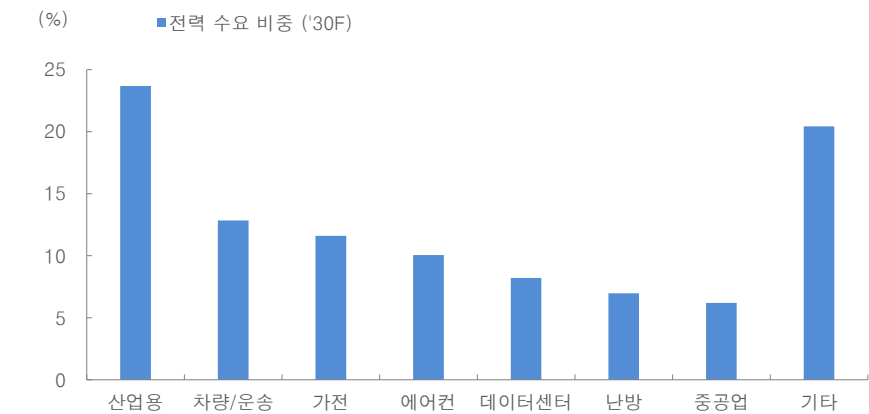
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 55.그러나 내년 1/4분기 슈퍼 엘니뇨가 후퇴한다면 가격 상단 상향 가능



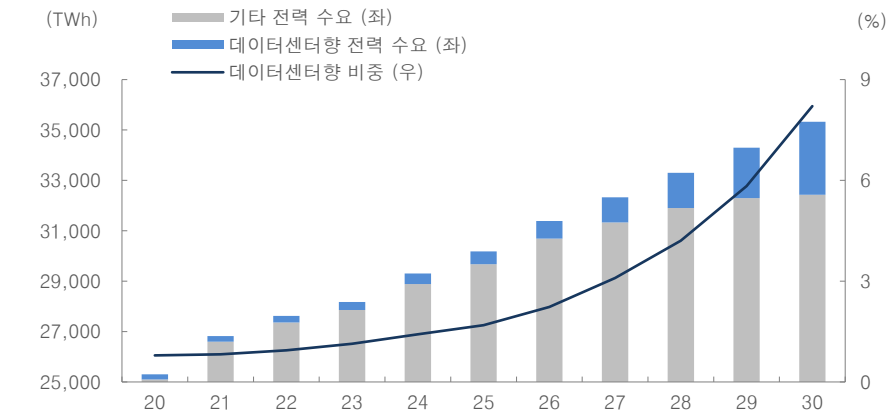
자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 56.슈퍼 엘니뇨 후퇴 시 되돌아보게 될 데이터센터향 전력 수요 기대



자료: IEA, 대신증권 Research Center

그림 57.전력향 수요는 AI 산업화 시작되면서 빠른 속도로 확장



자료: IEA, OWD, 대신증권 Research Center

그림 58.수요와 달리 수반 가스 공급은 그간 유전 개발 미룬 탓에 고민

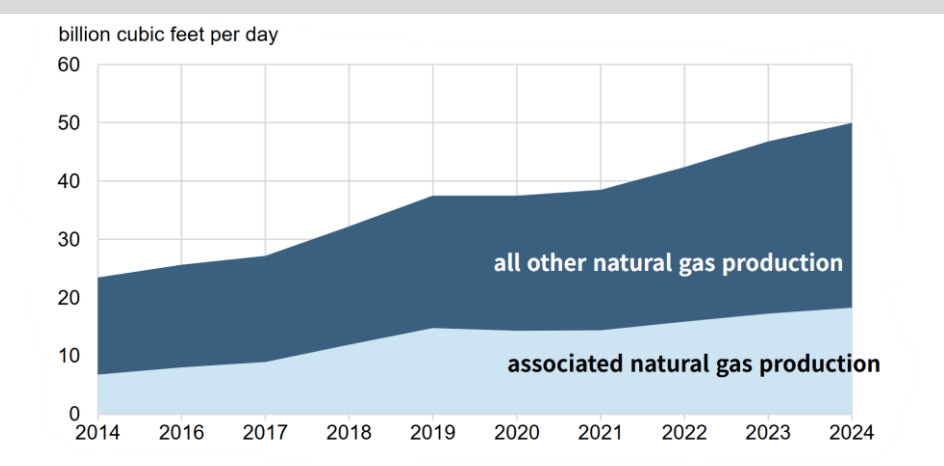
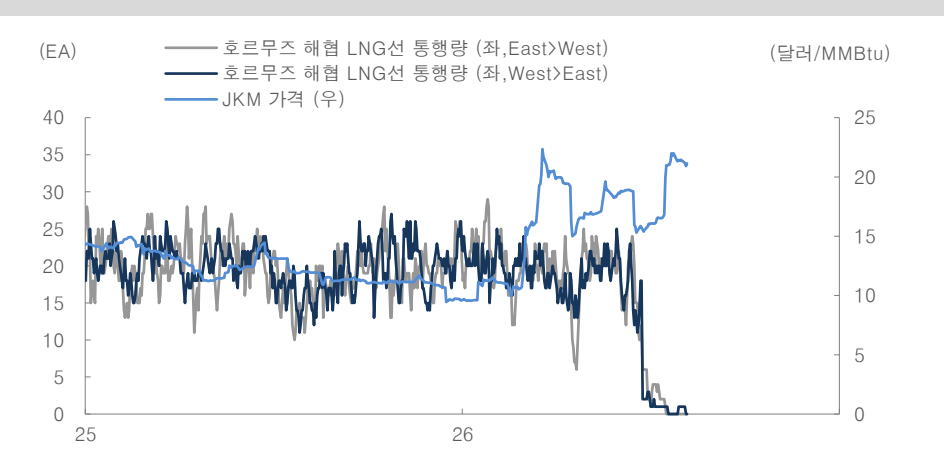
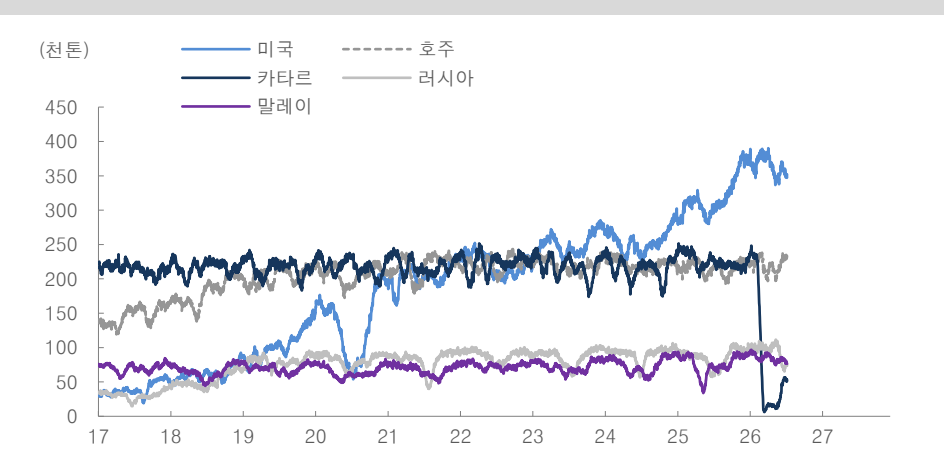


그림 59.중동 공급망은 여전히 불안정



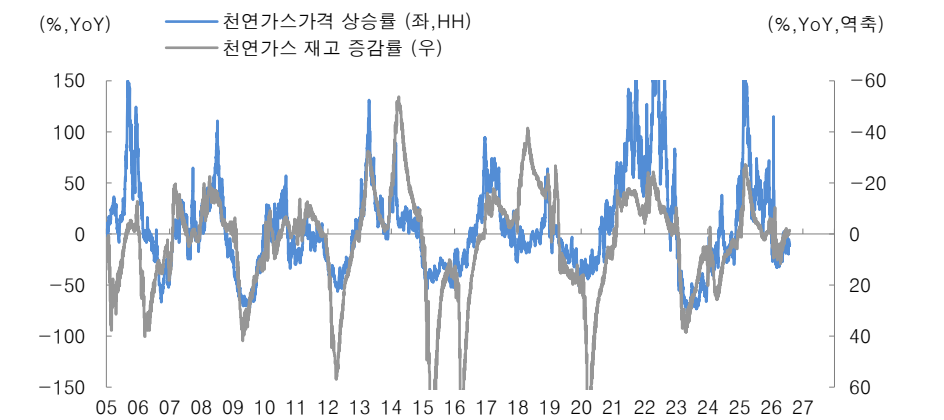
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 60.카타르산 LNG를 대체할 조달처 역시 마땅치 않은 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 61. 당장은 약하지만 뒤늦게 반영될 유동성까지 기대



자료: EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

III. 귀금속

전고점 상회
가능성은 지양

III. 귀금속: 전고점 상회 가능성은 지양

금: 기대하기 어려운 중국발 금 투기 광풍

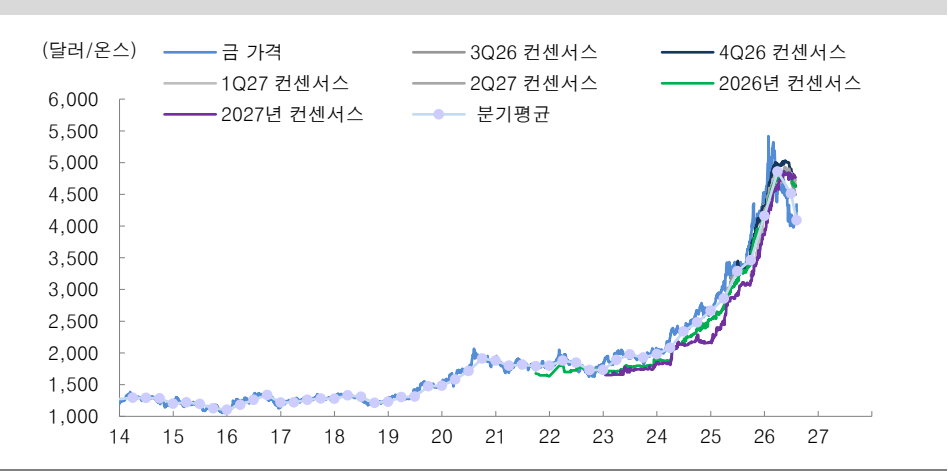
금 가격 반등 시도.
그러나 전고점 상회
가능성은 여전히
회의적. 중국의
디플레 수출 중단은
내년 구조적 인플레이션
연결, 금에게 불리한
환경 제공 예상

금은 유동성이 무분별하게 팽창될 때 자산 가치를 안전하게 보호해주는 헷지 자산이다. 이 같은 특성을 갖고 있기에 경기 선행 자산인 주식보다 먼저 유동성을 반영하곤 한다. 그런 금 가격은 반등을 시도하고 있다. 사상 최고치에서 온스당 3,900달러선까지 하락했던 금 가격은 4,000달러 초중반대로 반등하며 낙폭을 줄이고 있다. 금 가격을 추종하는 은은 반토막난 상태이지만 60달러선을 재탈환했다. 미국-이란 전쟁과 관련해 등장한 TACO 기대감과 FED의 정책금리 인상 우려가 진정되면서 반등한 것이다.

그러나 금 가격의 전고점 상회 가능성은 여전히 회의적이다. 내년으로 갈수록 구조적인 인플레이션 압력은 불가피하며 긴축 방향은 불변이다. 그 원인 중 하나가 중국이다. 그간 전 세계 공장인 중국은 제재 국가로부터 염가의 원유를 독점적으로 수입하며 디플레이션을 수출해왔다. 그러나 지난 1월 베네수엘라산에 대한 제재는 해제됐다. 미 상원은 러시아산 구매국에 대해 최대 100% 관세를 부과하는 제재안을 공개했으며, 이란산은 중동 공급망에 대한 불신 탓에 안정적으로 수입하기 어려워지고 있다. 중국의 생산자 물가 상승이 다른 국가들의 수입 물가 상승을 야기하고 이것이 금리에 대한 고민을 유발하고 있는 것이다. 금에게는 불리한 수밖에 없는 환경이다.

물론 금 시장의 큰 손인 중국 인민은행은 이 같은 환경에서도 금 보유량을 늘리고 있다. 지난 7월 중국 인민은행은 금을 20톤 매입하며 21개월째 늘리고 있다. 홍콩을 통한 금 순-수입량은 15개월 연속 증가했으며 스위스로부터 수입된 금은 27개월래 최대치를 기록했다. 일각에서는 앞서 중국이 주도했던 골드빈 투기 광풍(2024년 1월~2026년 1월)이 이번에도 재현될 수 있다고 주장한다. 하지만 중국 인민은행의 금 보유량이 증가한 것은 사실이지만 그 속도는 더디기만 하다. 7월 금 보유량은 2,342톤으로 전년 동기대비 +45톤 확대됐으나 2023년 12월(+266톤)과 비교하면 현저히 둔화됐음을 알 수 있다. 어디까지나 포트폴리오 다변화에 기반을 두고 있는 것일 뿐, 그러한 점에서 중국 인민은행의 지속적인 매입이 금 가격을 견인할 것이라 보는 견해는 다소 무리가 있다.

그림 62. 기술적 반등일 뿐, 기존 View와 마찬가지로 전고점 상회는 어려울 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

특히, 지난 골드빈 투기 광풍의 주체는 중국 인민은행이 아닌 중국 개인 투자자들이다. 그런 중국 개인 투자자들은 연초와 같은 매수세를 찾아보기 어렵다. 부동산 경기는 침체된 상태가 이어지고 있지만 급격히 벌어진 중미 금리 스프레드(자본 유출 압력↑) 탓에 2022~2025년과 같은 완화 정책은 제한적이다. 그렇다면 중국 개인 투자자들 주도의 상승 역시 기대하기 어렵다. 내년에는 공급 주기까지 맞물린다는 점에서 상단은 제한적일 수밖에 없다. 지난 자료 <변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을(26.05.20)>에서 살펴본 바와 같이 금 가격은 지금처럼 기술적 반등은 가능하겠지만 위와 같은 이유로 전고점을 상회할 수 없다는 기존 View(2027년말限)를 유지한다.

그림 63. 유동성을 선반영(헛지)하는 금 가격



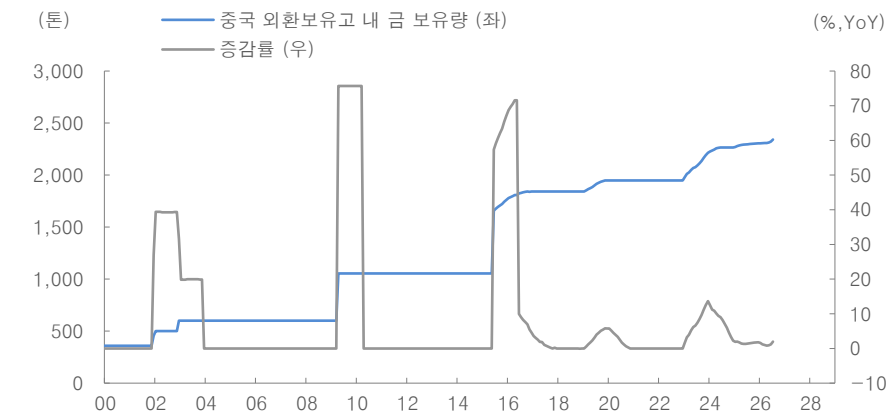
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 64. 전 세계적으로 긴축 방향으로 전환된 정책 스탠스, 금에게는 불리한 환경



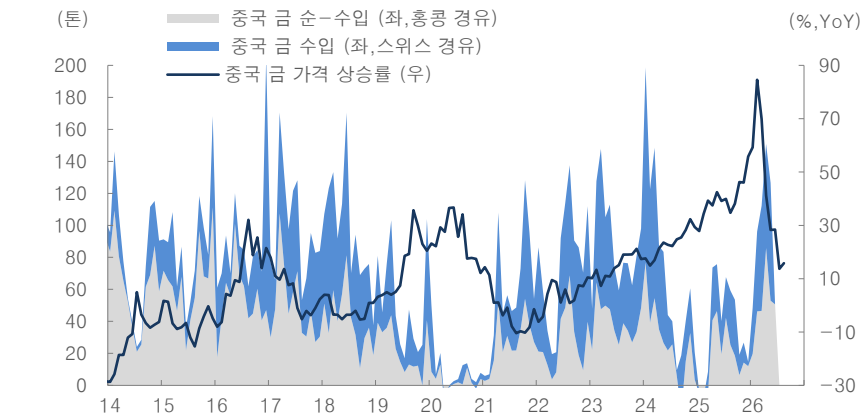
자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 65. 물론 중국 인민은행은 금 매입을 계속하고 있으나



자료: PBOC, 대신증권 Research Center

그림 66. 중국 인민은행은 가격을 견인하는 이들이 아니다



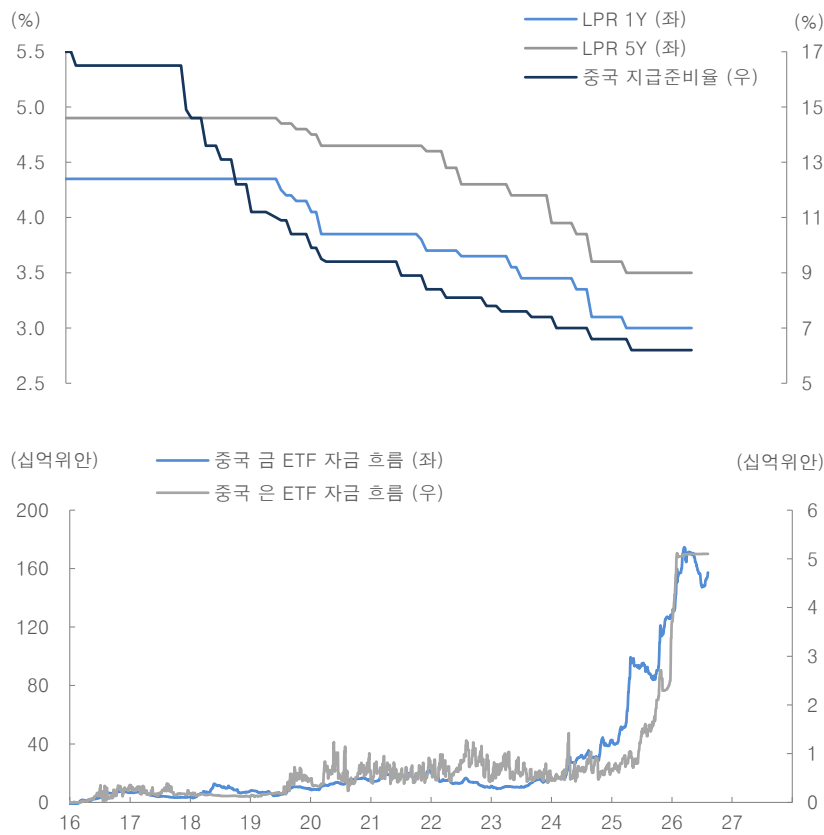
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 67. 금을 매입하는 이유는 어디까지나 포트폴리오 다변화를 위한 선택일 뿐



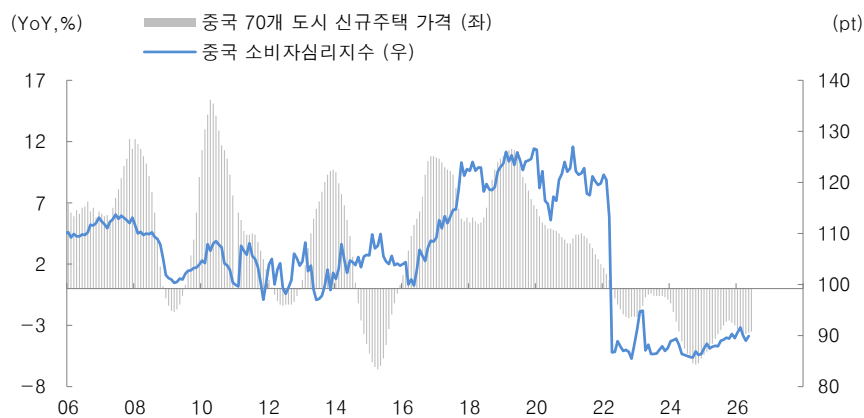
자료: 중국재정부, 대신증권 Research Center

그림 68. 앞서 골드빈 투기 광풍 일으켰던 중국 개인 투자자들



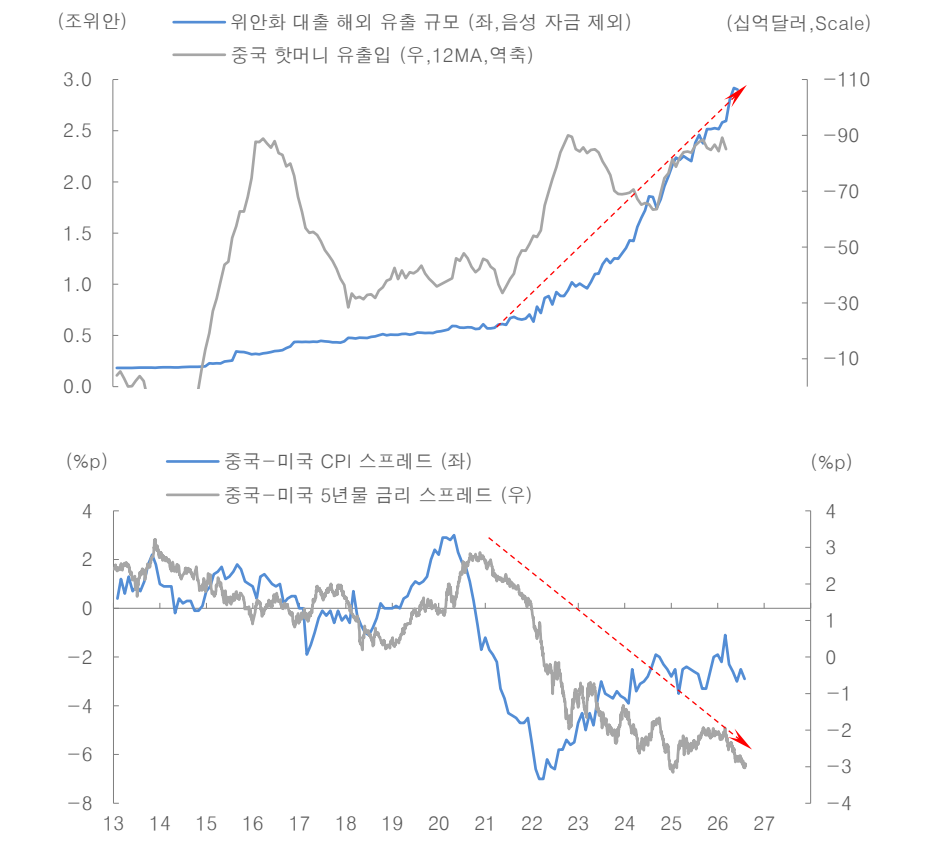
자료: PBOC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 69. 장기간 침체에 빠진 부동산 경기, 추가 부양(LPR 금리↓) 기대할 수 있겠지만



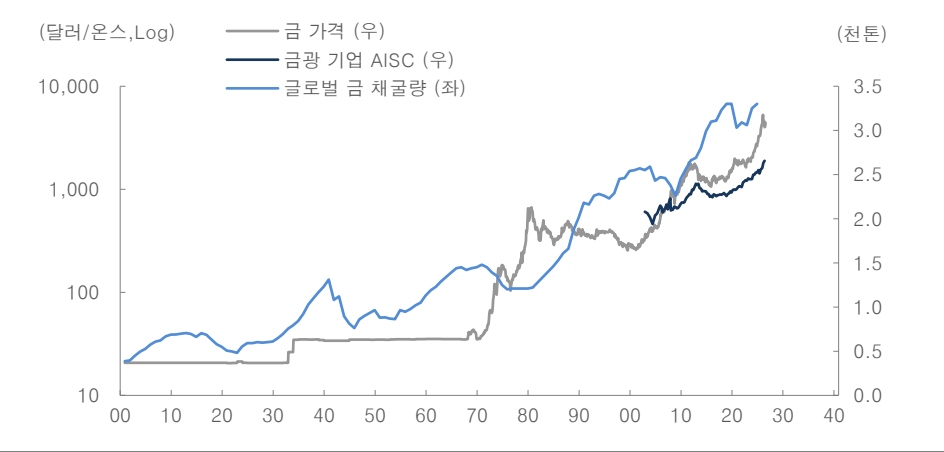
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 70. 급격히 벌어진 중미 금리차(자금 유출 압력 ↑) 탓에 정책 제한적



자료: PBOC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 71. 공급 주기 감안해도 가격 상단 제한될 수밖에



자료: WGC, FRED, USGS, Bloomberg, 대신증권 Research Center

IV. 비철금속

아직은 비철금속
주도 사이클

IV. 비철금속: 아직은 비철금속 주도 사이클

구리: 숏티지 우려 반영한 구리, 유동성까지 추가 반영 기대

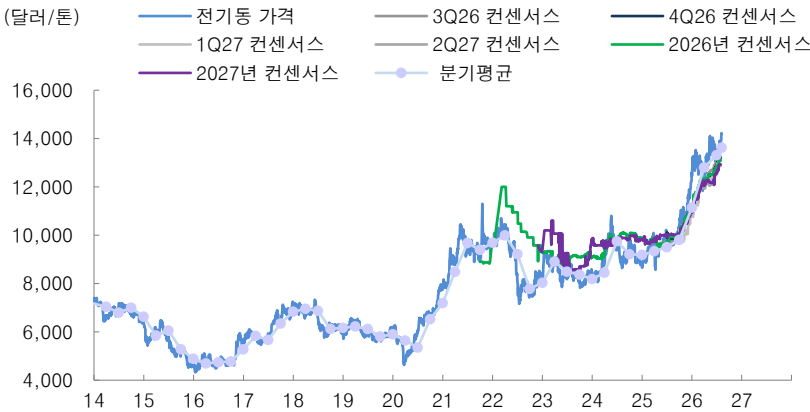
기상이변발 조업
차질에 반응한 구리,
그만큼 공급이
타이트하다는 의미.
공급과 달리 빠르게
확장하는 AI 산업향
수요. 여기에 뒤늦게
반영될 유동성 효과
감안하면 연내 톤당
16,000달러 가능

구리 가격은 톤당 14,000달러를 다시 한 번 상회했다. 7월말 칠레 북부 고산 지대에 발생한 폭우·폭설이 송전 시설에 피해를 입히면서 광산 조업이 일시 중단됐던 탓이다. 실제로 Lundin Mining 측은 Caserones 구리/몰리브덴 광산의 조업 정상화가 3주 가량 소요될 것이라 전했다. Antofagasta는 한때 Los Pelambres 광산에 대한 조업을 중단했으며, Barrick Mining은 근로자들을 헬리콥터를 통해 대피시켰다. 구리가 기상이변 영향에 노출되는 순간이다.

그러나 여기서 중요한 것은 가격이 단순 기상이변 이슈에 민감하게 반응할 수밖에 없는 이유이다. 바로 구조적 공급 부족이라는 환경이다. 글로벌 Top 20 광산들은 지난해에 이어 올해에도 생산 가이드스를 하향 조정했다. 주요 원인은 광산 노후화와 품위 문제이다. 칠레 국영 기업 Codelco의 El Teniente 광산이 대표적인 예이며 글로벌 최대 광산인 Escondida 또한 마찬가지이다. 2013~2015년 공급 과잉 사태로 도외시됐던 광산 개발 투자가 오늘날 공급 부족을 유발하고 있는 것이다.

기술적 문제 역시 무시할 수 없다. 지난 5월 칠레 법원은 Collahuasi 광산 전용인 해수 담수화 시설 사업을 불허했다. 광산 수명을 약 20년 연장시킬 수 있는 사업이 현지 주민의 반대와 환경 문제로 취소된 것이다. 이뿐만이 아니다. Andes Norte 구역은 지진 위험으로 광산 개발이 2년간 중단됐으며 Quebrada Blanca 노천 광산은 광미 처리 문제로 2025~2028년 생산 가이드스를 대폭 하향 조정했다. 지난해 산사태로 중단됐던 Grasberg 광산(인니 소재)은 당초 계획했던 조업 정상화 시점을 연기(2027년→2028년)했으며, Kamoa-Kakula(DRC 소재) 광산은 2026~2027년 생산 가이드스를 다시 한 번 하향 조정했다. 가격이 민감할 수밖에 없는 환경이다.

그림 72. 여전한 숏티지, 뒤늦게 반영될 유동성 고려하면 연내 16,000달러 돌파 기대

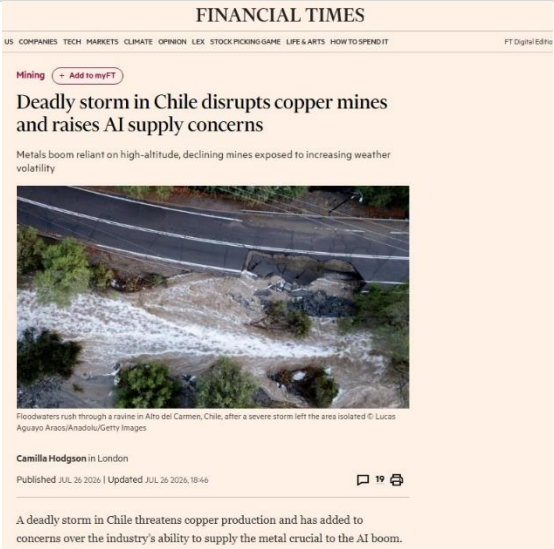


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

반면, 수요는 빠른 속도로 팽창 중이다. AI 산업화가 시작되면서 전력 수요가 급증하자 기초 시설인 전력 인프라가 빠르게 구축되고 있다. 송전 손실을 최소화하기 위한 목적으로 초고압 송전 설비에 대한 투자가 확대되고 있는데 일반 전력망보다 5~7배 많은 구리가 요구되고 있다. 전기차 역시 자동차향 수요를 자극하고 있다. 타이트한 공급과 위와 같은 변화들은 미국, 중국 등 주요국들이 구리 비축에 사활을 거는 이유이다.

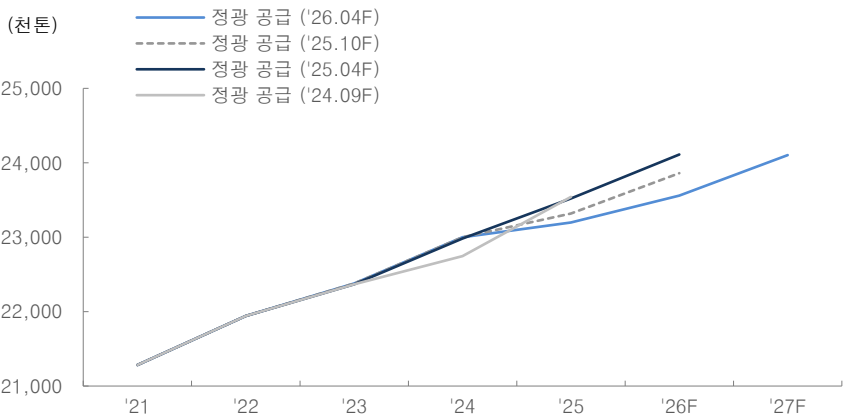
여기에 유동성까지 뒤늦게 반영된다면 연내 톤당 16,000달러선 돌파는 충분히 가능하다. 원자재는 이론적으로 유동성이 발생할 시 ‘귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물’ 순으로 시차를 두고 상승하는데 유동성을 선반영(헷지)하는 금을 기준으로 선행행성을 감안하면 비철금속 섹터는 내년 상반기, 구리는 내년 1/4분기까지 추가 상승이 가능하다. 타이트한 공급과 빠르게 팽창하는 수요, 그리고 뒤늦게 반영될 유동성, 이는 가격에 낙관적인 방향을 제시하고 있다. 지금 원자재는 비철금속이 주도해야 될 구간이다.

그림 73.주요 구리 산지인 칠레에서 기상이변으로 인한 조업 차질 발생



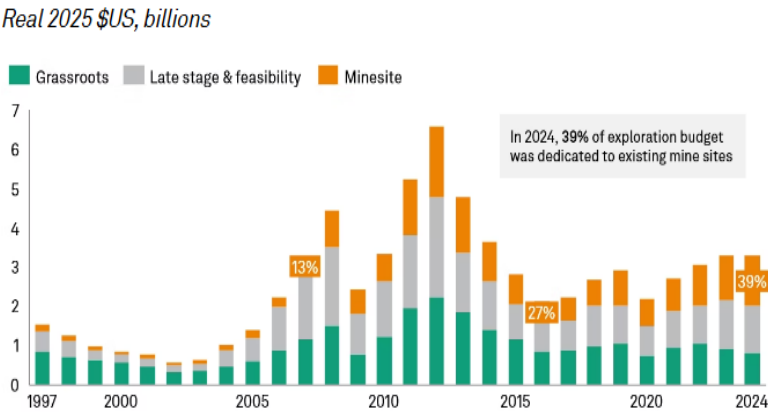
자료: FT, 대신증권 Research Center

그림 74.그러나 단순 기상이변에 민감하게 반응한 이유는 공급 부족이라는 환경 때문



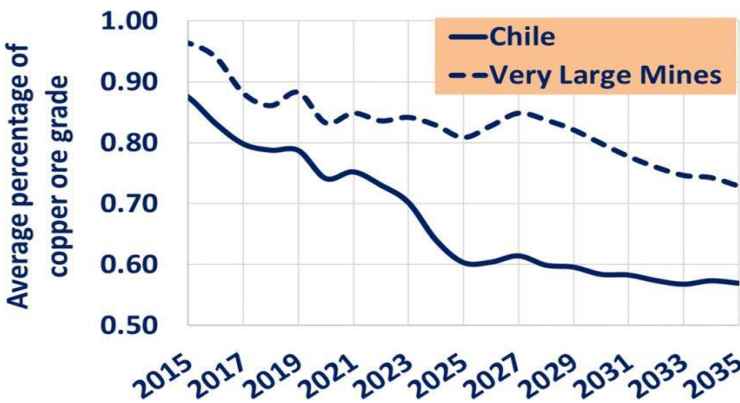
자료: ICSG, 대신증권 Research Center

그림 75. 2013년 공급 과잉 사태 이후 광산 개발 투자 부재했던 구리



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 76. 장기간 광산 노후화로 인해 구리 함량 미달



자료: Cochilco, 대신증권 Research Center

그림 77. 기술적 문제까지 겹치면서 정광 공급 부족 한층 더 심화, Spot TC가 증명



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 78.공급과 달리 수요는 빠르게 성장, AI 산업화 시작되면서 데이터센터향 수요 ↑

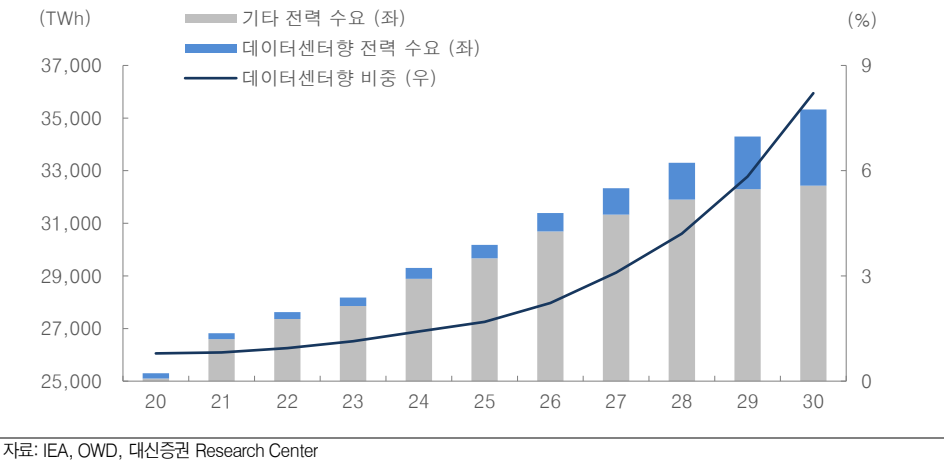


그림 79.송전 손실 최소화 위해 초고압 송전 설비 ↑

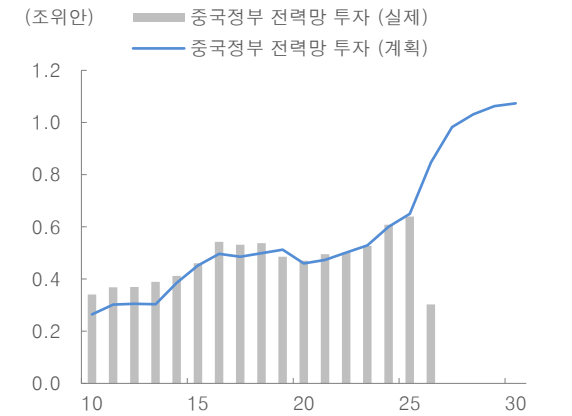


그림 80.일반 전력망보다 5~7 배 많은 구리 소요

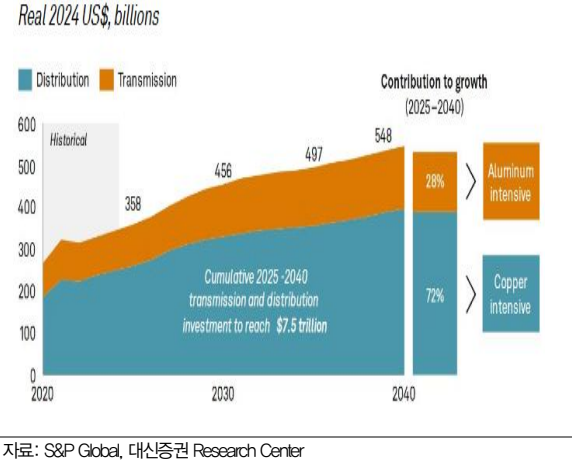


그림 81.자동차향 수요는 전기차 덕에 수요 구조 빠르게 변화

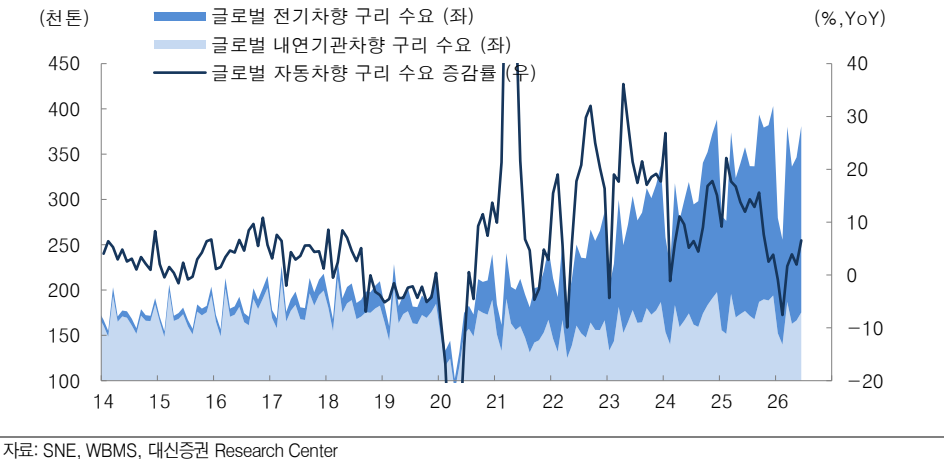
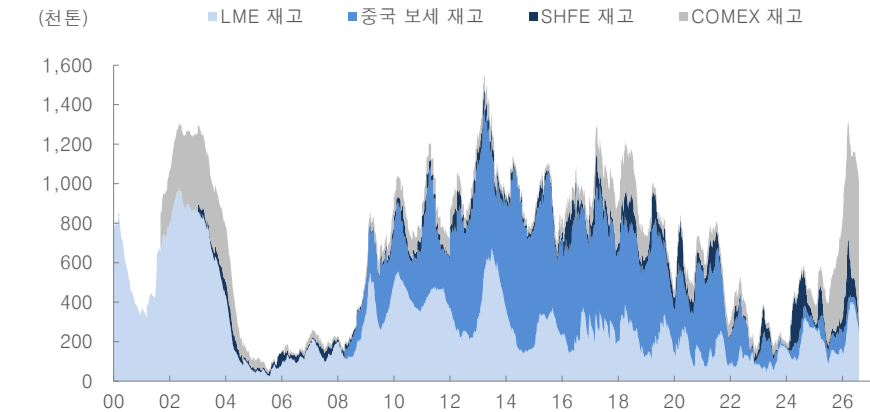
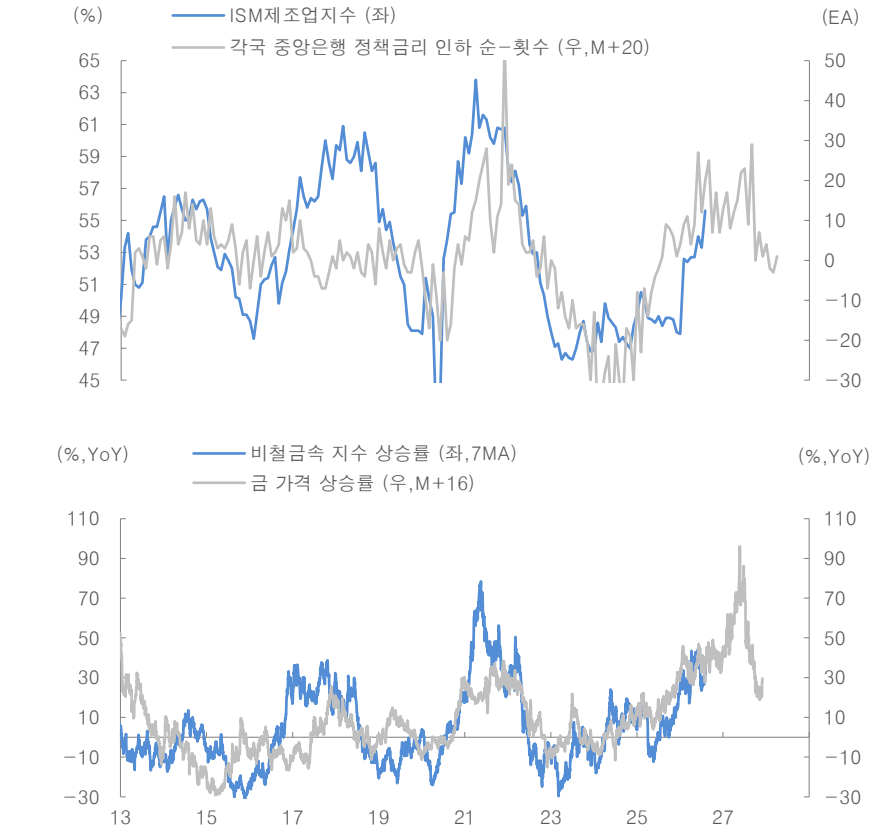


그림 82. 미국과 중국 모두 전략광물인 구리 비축에 사활을 거는 이유



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 83. 특히, 내년 상반기까지 유동성이 추가 반영된다면 가격 추가 상승 가능



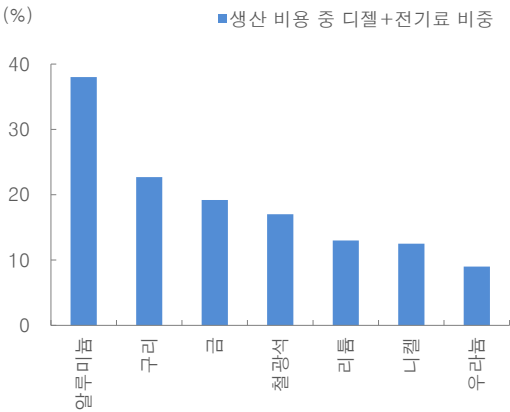
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 84. 유동성 Proxy 인 금을 후행하는 구리, 연내 톤당 16,000 달러선 돌파 예상



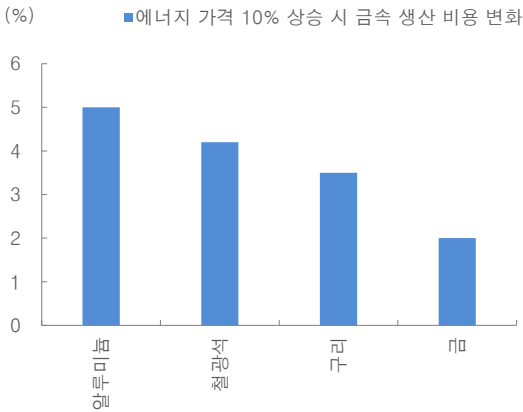
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 85. 광산/제련업에 있어 에너지는 핵심 원료



자료: S&P Global Market Intelligence, 대신증권 Research Center

그림 86. 에너지 가격까지 상승한다면 가격 전가도 ↑



자료: BMO, Wood Mackenzie, 대신증권 Research Center

V. 농산물

돌아온 엘니뇨,
곡물보다 강할 소프트

V. 농산물: 돌아온 엘니뇨, 곡물보다 강할 소프트

곡물: 지금은 곡물보다 소프트에 집중

곡물 지수 반등은
호르무즈 해협발 비료
가격 상승에 의한 것.
지금처럼 슈퍼 엘니뇨
상황에서는 본격 상승
제한적. 곡물 섹터는
내년, 지금은 소프트
섹터에 집중 필요

S&P GSCI Grain Index는 연초 대비 플러스(+)로 전환됐다. 3년 만의 상승이다. 그 배경에는 호르무즈 해협이 있다. 호르무즈 해협은 전 세계 질소계 비료 수출의 33%, 황(인산계 비료 원료) 수출의 44%를 차지한다. 지금처럼 중동 공급망에 대한 불신이 여전한 상황에서 비료를 원료로 삼는 곡물이 프리미엄을 반영하는 것은 당연한 부분이다.

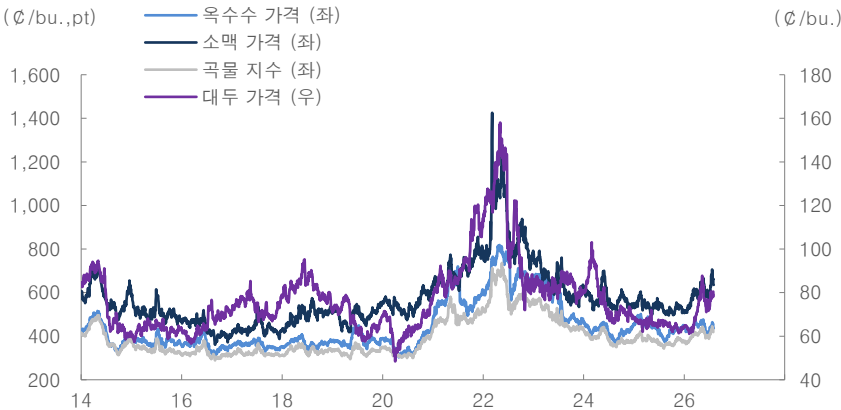
다만, 이번 상승은 어디까지나 중동 공급망 쇼크에 기반한 것일 뿐, 본격적인 상승을 논하기에는 아직 시기상조이다. 질소계 비료와 황 모두 화석 연료를 기반으로 한 상품이다. 앞서 살펴본 것처럼 유가와 천연가스 가격의 본격적인 상승 시점이 내년 상반기라면 곡물에 미칠 Cost Push 압력(원유/천연가스/석탄 가격 상승 → 질소계/인산계 비료 원가 상승 → 곡물 생산 비용 상승) 역시 당장 기대하기 어렵다.

특히, 엘니뇨 역시 곡물 가격에 장애물이다. 엘니뇨란 적도를 기준으로 무역풍(서태평양 방향)의 이동 속도가 둔화될 때 발생한다. 기류는 라니아 때와 달리 동태평양 부근에 집중 형성되는데 대두와 옥수수 산지(미 중부, 브라질 서남부, 아르헨티나)가 인접한 동태평양 연안은 강우량이 높아지고 해수면 온도는 평년보다 +0.5℃ 높아지게 된다.

NOAA에 따르면 현재 동태평양 연안 해수면 온도는 평년 대비 +2.2℃ 높은 슈퍼 엘니뇨 상태이다. 최근까지 슈퍼 엘니뇨가 출현했던 때는 2023년 5월~2024년 4월과 2014년 11월~2016년 4월로 이 시기 곡물 가격은 어김없이 부진했다. 실제로 상반기 대두와 옥수수 파종은 모두 과거 5년 평균치를 상회할 정도로 양호했다. 슈퍼 엘니뇨가 진정될 내년 4월 이전까지 상단이 제한될 수밖에 없다.

그러나 슈퍼 엘니뇨 상황에서도 수혜자는 존재한다. 바로 코코아, 커피, 원당, 천연고무 등으로 구성된 소프트 섹터이다. 엘니뇨 시 서태평양 연안 일대의 강우량은 평년보다 감소하게 된다. 이럴 경우 코코아 산지인 인도네시아와 최대 로부스타 커피 산지인 베트남은 엘니뇨발 가뭄에 노출된다. 2대 원당 산지인 인도 남부에서는 파종 기간(8~9월) 몬순 지연으로 평년보다 건조한 현상이 나타나며 천연고무 산지인 태국에서도 비슷한 상황이 연출된다. 수확 시점을 앞두고 가격 상방 변동성이 불가피하다.

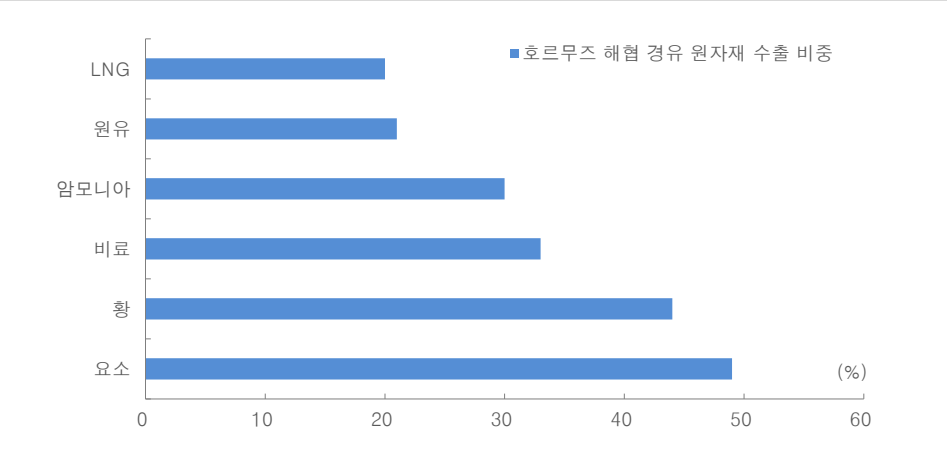
그림 87. 호르무즈 해협발 곡물 상승, 본격 상승 시점은 지금보다는 엘니뇨 후퇴될 내년



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

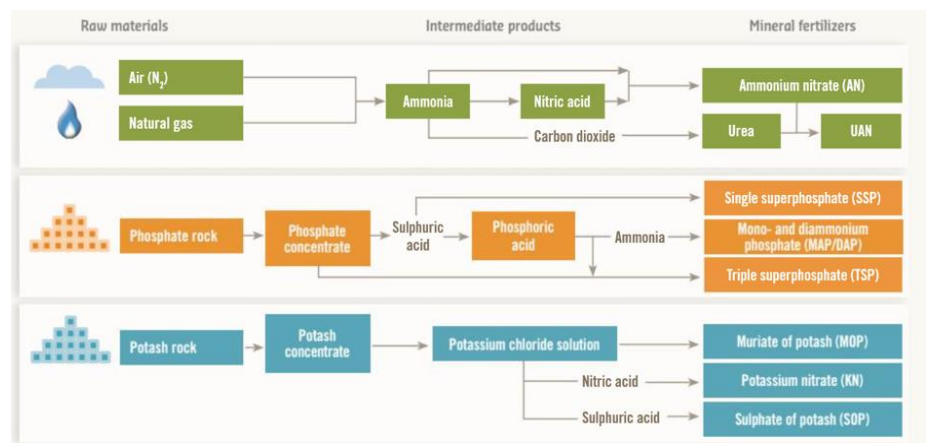
특히, 이 가운데 코코아가 가장 취약하다. 코코아 나무는 4~5년의 생육 기간을 거쳐 매년 한 그루당 20개 이상의 코코아 열매를 생산한다. 문제는 다른 농산물과 달리 1~12월 전체가 수확 기간이기에 매월 수확을 앞두고 엘니뇨 영향에 노출된다는 사실이다. 주요 기관에서 2026/27년 전 세계 코코아 수급 전망치를 +26.7만톤(공급우위)에서 +14.9만톤으로 하향 조정한 것도 이 때문이다. 한층 더 강해진 엘니뇨, 지금은 곡물보다 소프트 가격과 관련 기업들을 주목할 필요가 있다.

그림 88. 지금 호르무즈 해협발 비료 가격 상승 반영 중인 곡물 섹터



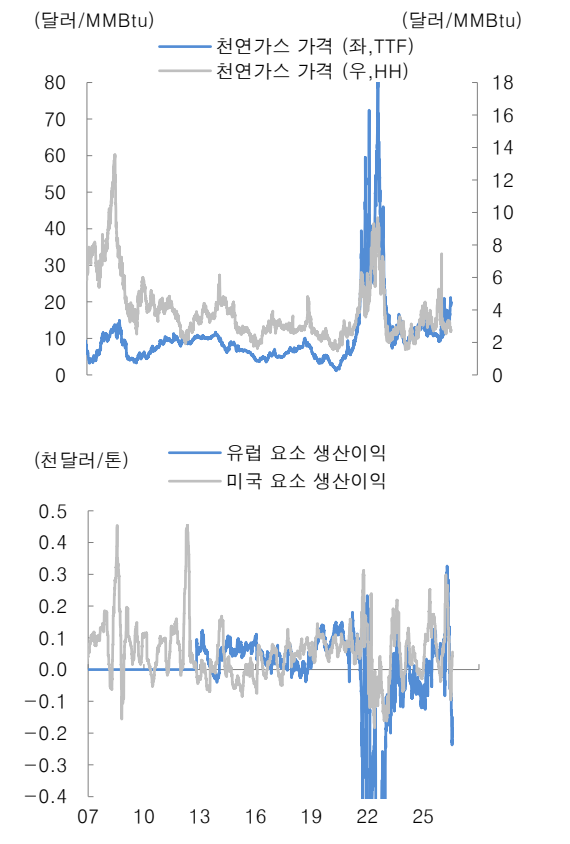
자료: CSS, EA, Carnegie Endowment, AFBF, Kpler, 대신증권 Research Center

그림 89. 그러나 핵심은 비료의 원료인 화석 연료(원유, 천연가스, 석탄) 가격



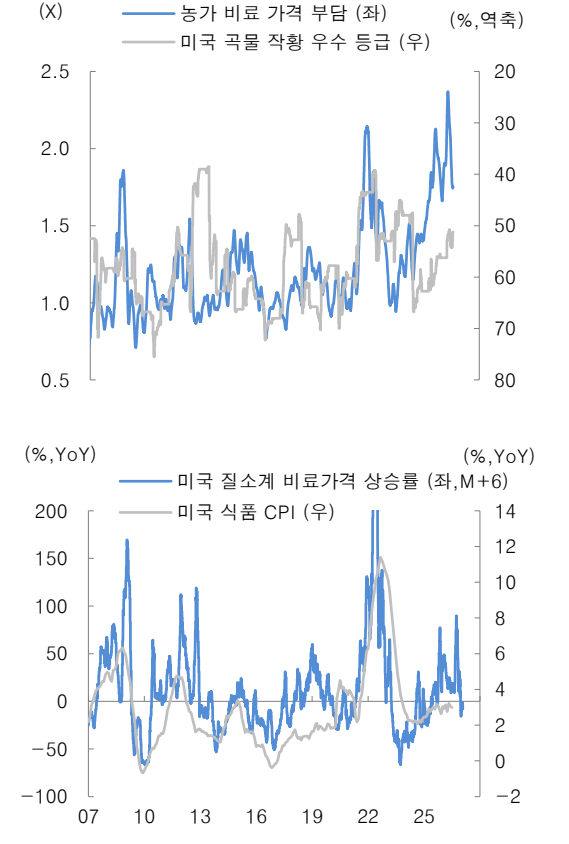
자료: Fertilizers Europe, 대신증권 Research Center

그림 90. 천연가스는 엘니뇨 탓에 내년 본격 상승



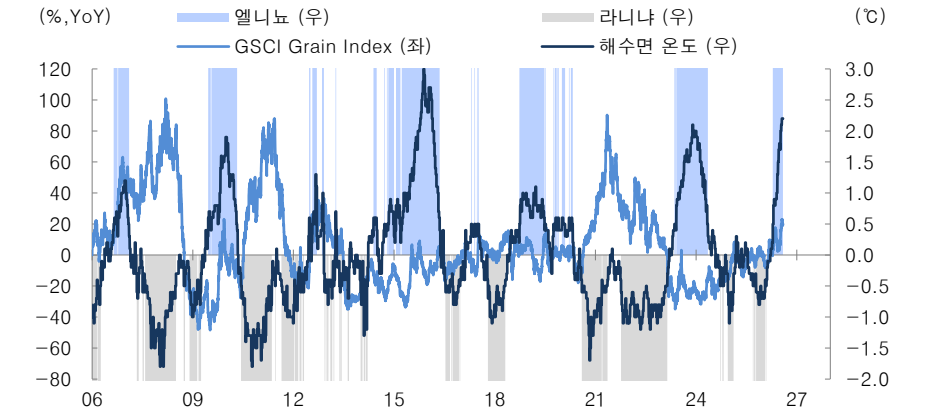
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 91. 그렇다면 비료발 가격 전가 역시 내년 유력



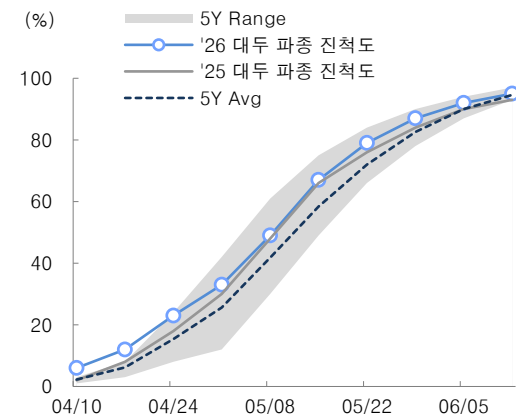
자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 92. 엘니뇨는 대두와 옥수수 가격 측면에서도 그렇게 유쾌하지 않다



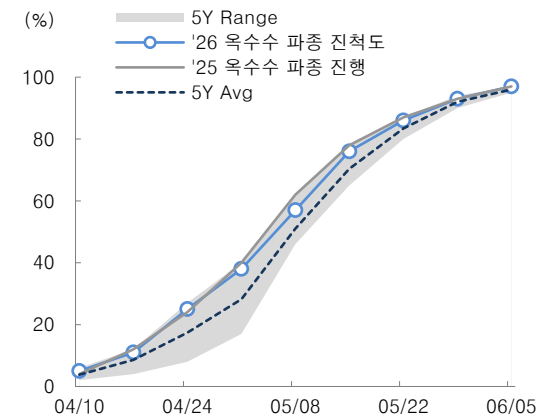
자료: CCSR/IRI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 93. 엘니뇨는 대두 파종에도 긍정적



자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 94. 옥수수도 마찬가지



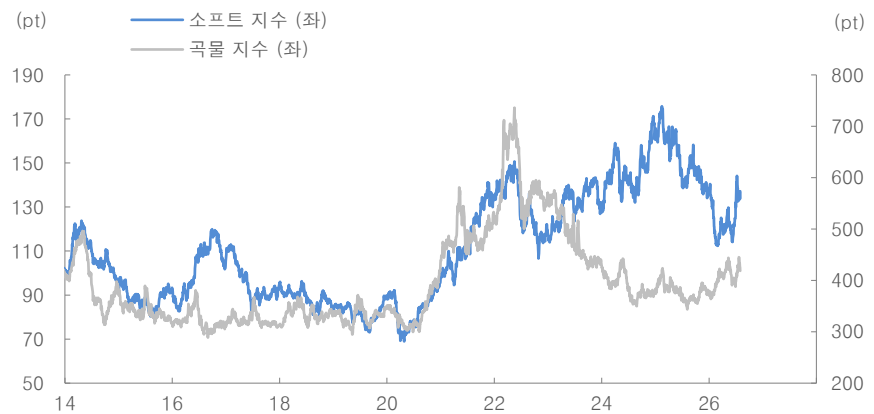
자료: USDA, 대신증권 Research Center

표3. 슈퍼 엘니뇨와 파종-수확 주기 감안하면 올해 하반기 곡물 지수는 상단 제한적 (단위: %)

구분	지역	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	생산 비중	수출 비중
소맥	중국(봄밀)			파종					수확					17	0
	중국(겨울밀)					수확				파종					
	EU(봄밀)		파종						수확					17	17
	EU(겨울밀)						수확			파종					
	인도	파종			수확						파종			13	3
	러시아(봄밀)				파종				수확					12	20
	러시아(겨울밀)							수확		파종					
	미국(봄밀)				파종				수확					6	10
	미국(겨울밀)							수확		파종					
	미국				파종					수확				30	27
옥수수	중국		파종						수확					24	0
	브라질(1기)			수확							파종			11	29
	브라질(2기)	파종						수확							
	EU			파종						수확				5	1
	아르헨티나				수확					파종				3	16
	브라질				수확						파종			41	55
대두	미국				파종				수확					31	33
	아르헨티나(1기)				수확							파종		9	2
	아르헨티나(2기)	파종				수확						파종			
	중국				파종					수확				5	0
	파라과이					수확						파종		3	4

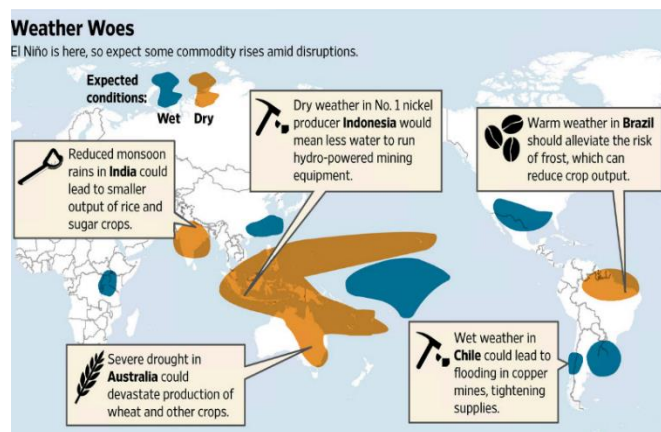
자료: 대신증권 Research Center

그림 95. 그러나 엘니뇨의 수혜자 역시 존재, 바로 소프트(원당, 커피, 코코아, 원면) 섹터



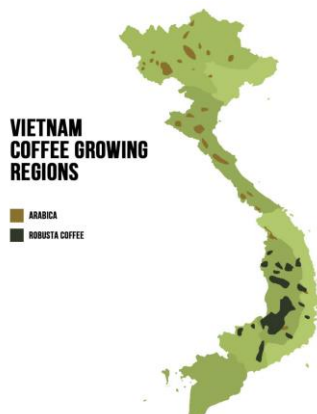
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 96.슈퍼 엘니뇨는 소프트 가격에 긍정적이라는 사실



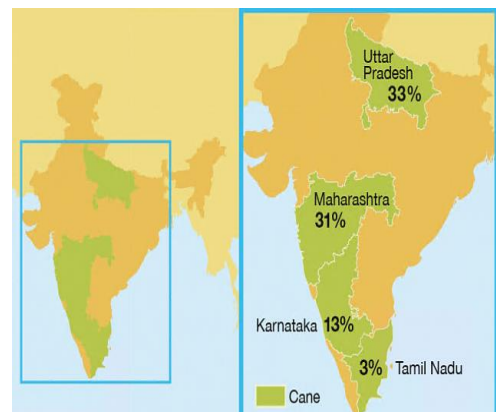
자료: WSJ, 대신증권 Research Center

그림 97. 로부스타 커피 산지인 베트남과



자료: CBC, 대신증권 Research Center

그림 98. 원당 산지인 인도 남부 타격



자료: ABSugar, 대신증권 Research Center

그림 99.코코아는 더 심각할 수 있다



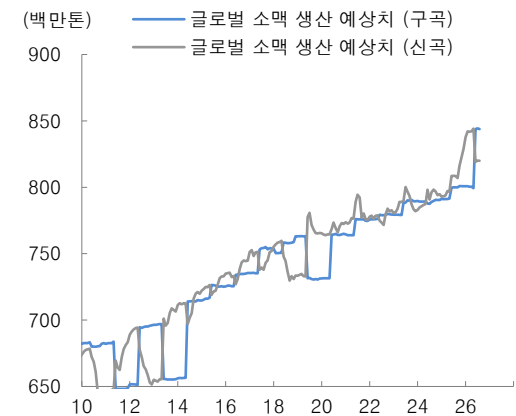
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

표4. 다른 농산물과 달리 1~12 월 모두 수확 주기인 코코아, 곡물보다 소프트에 주목해야 하는 이유 (단위:%)

구분	지역	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	생산 비중	수출 비중
원당	브라질					수확								21	41
	인도	수확										수확		20	14
	태국	수확											수확	6	16
	중국	수확											수확	5	-
	호주					수확								2	5
코코아	코트디부아(메인)	수확										수확		38	40
	코트디부아(소형)					수확								19	13
	가나(메인)	수확										수확		11	1
	가나(소형)					수확								7	9
	인도네시아(메인)											수확		7	6
	인도네시아(소형)			수확										5	3
커피	브라질					수확								36	26
	베트남	수확										수확		17	20
	콜롬비아(1 기)											수확		7	9
	콜롬비아(2 기)			수확										7	6
	인도네시아											수확		7	6
	에티오피아	수확										수확		5	3

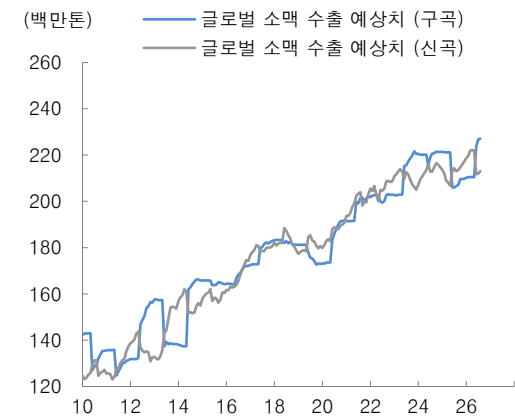
자료: 대신증권 Research Center

그림 100. 글로벌 소맥 생산 가이드선스



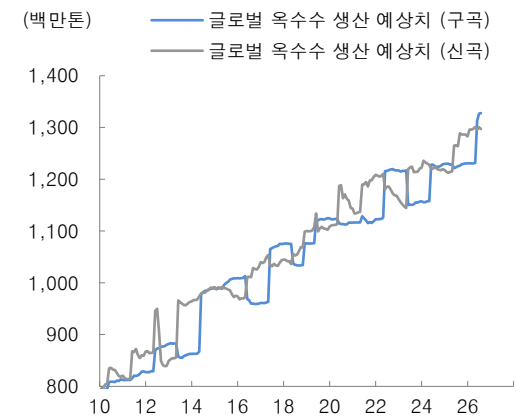
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 101. 글로벌 소맥 수출 가이드선스



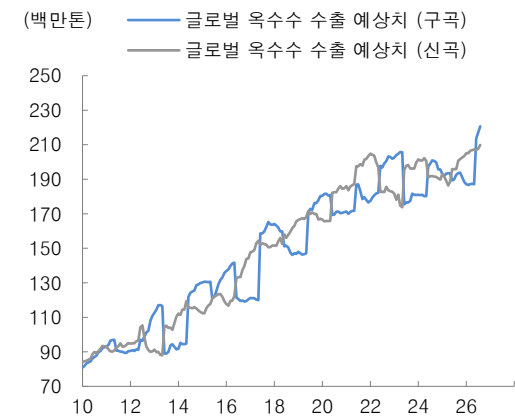
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 102. 글로벌 옥수수 생산 가이드선스



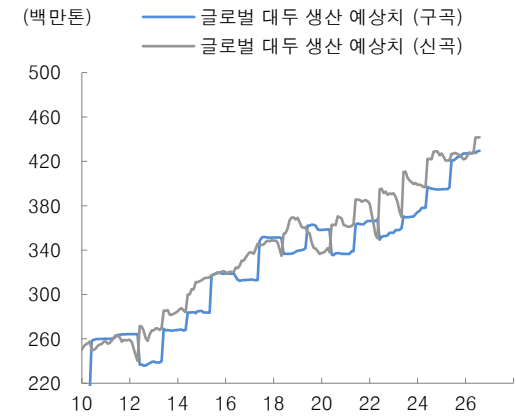
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 103. 글로벌 옥수수 수출 가이드선스



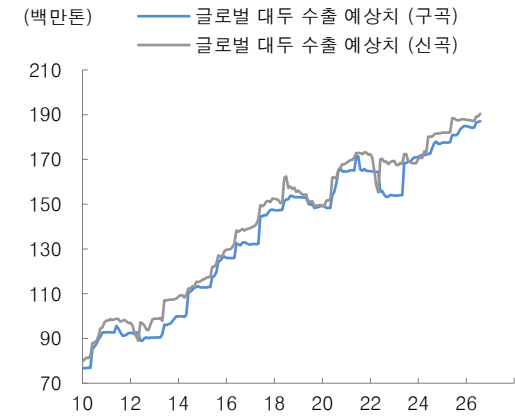
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 104. 글로벌 대두 생산 가이드선스



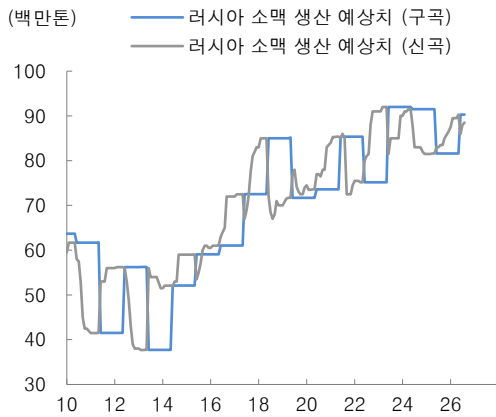
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 105. 글로벌 대두 수출 가이드선스



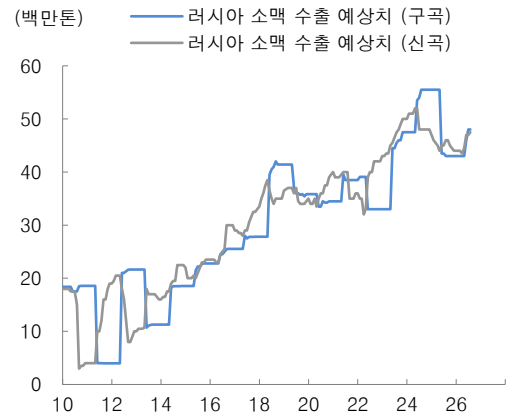
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 106. 러시아 소맥 생산 가이드런스



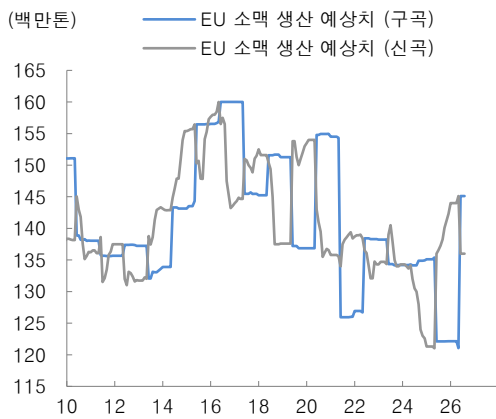
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 107. 러시아 소맥 수출 가이드런스



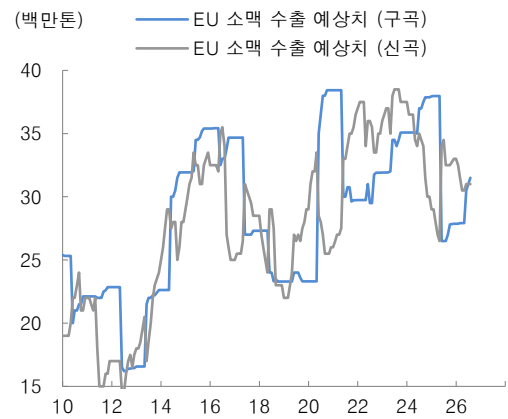
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 108. EU 소맥 생산 가이드런스



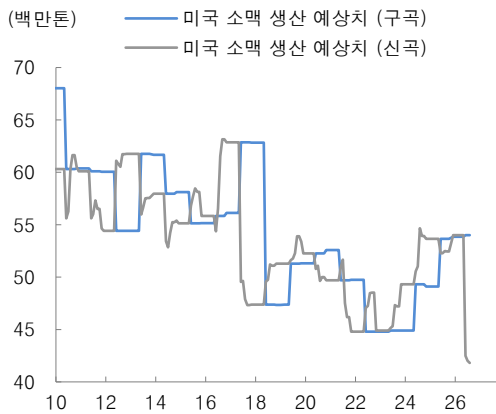
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 109. EU 소맥 수출 가이드런스



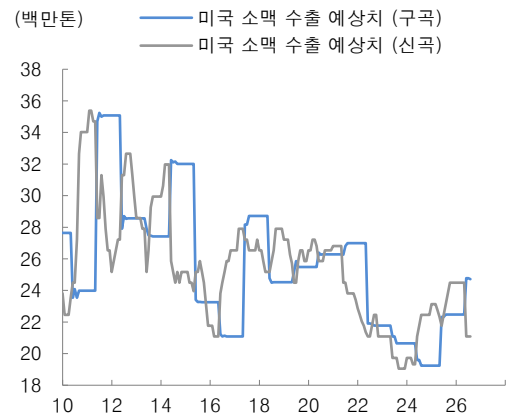
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 110. 미국 소맥 생산 가이드런스



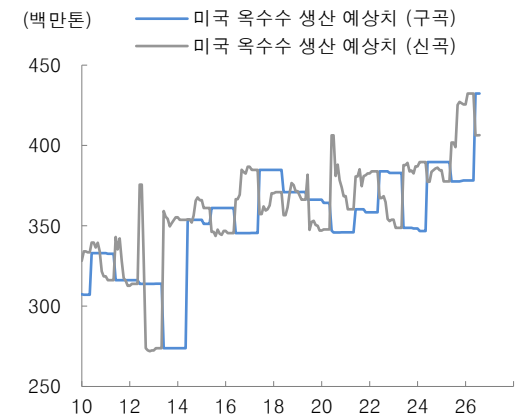
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 111. 미국 소맥 수출 가이드런스



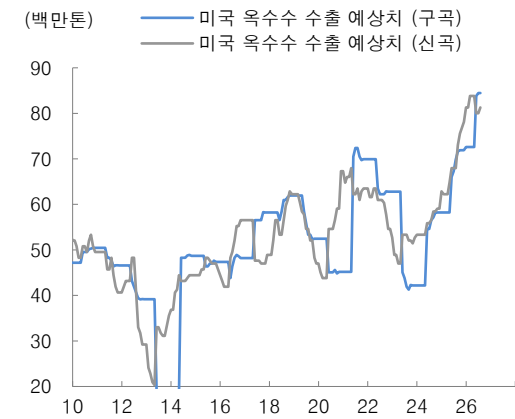
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 112. 미국 옥수수 생산 가이드선스



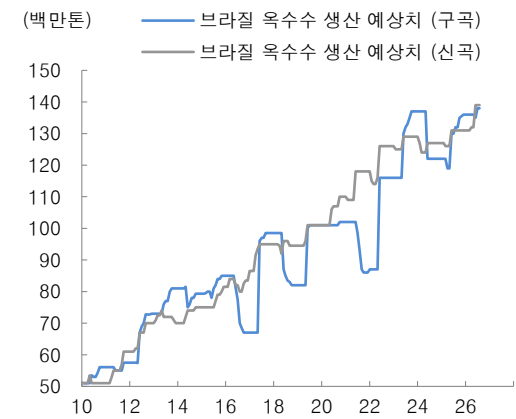
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 113. 미국 옥수수 수출 가이드선스



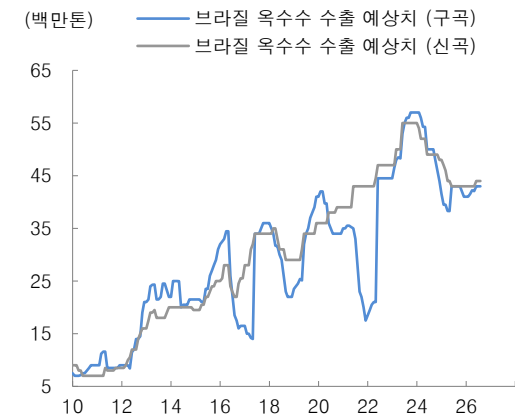
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 114. 브라질 옥수수 생산 가이드선스



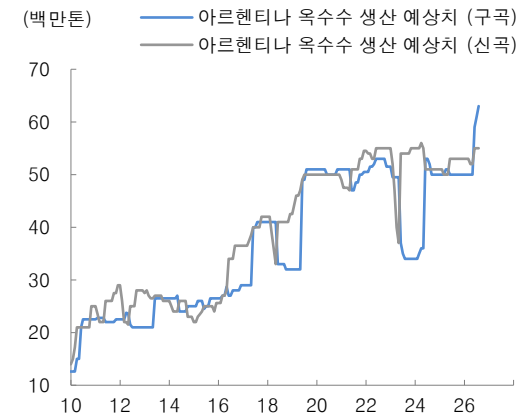
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 115. 브라질 옥수수 수출 가이드선스



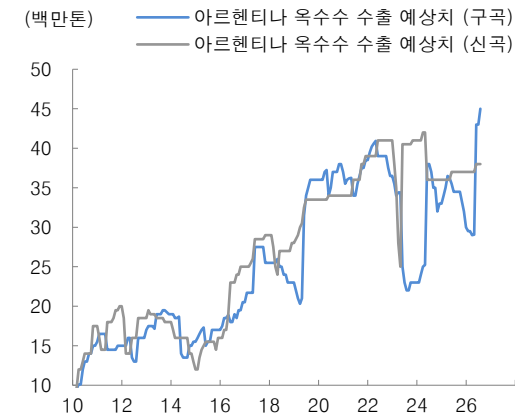
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 116. 아르헨티나 옥수수 생산 가이드선스



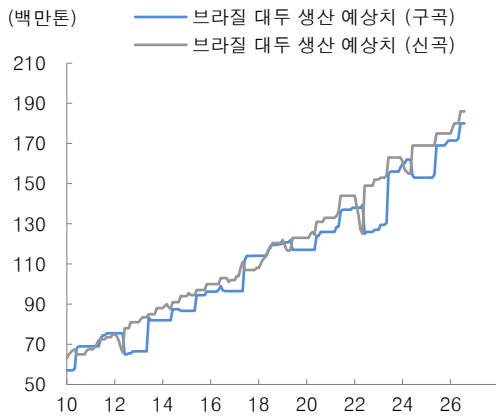
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 117. 아르헨티나 옥수수 수출 가이드선스



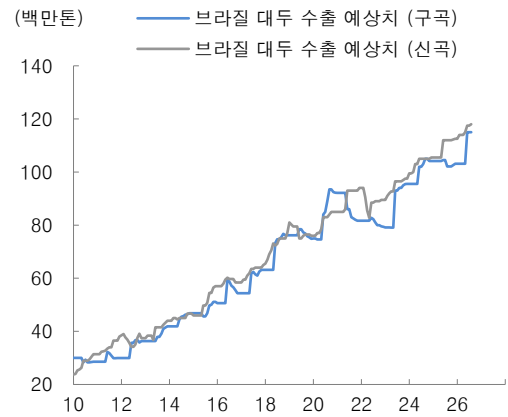
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 118. 브라질 대두 생산 가이드선스



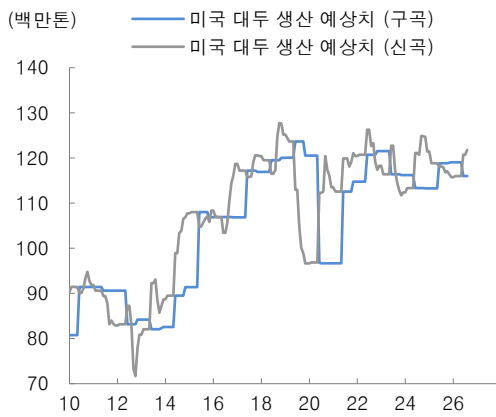
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 119. 브라질 대두 수출 가이드선스



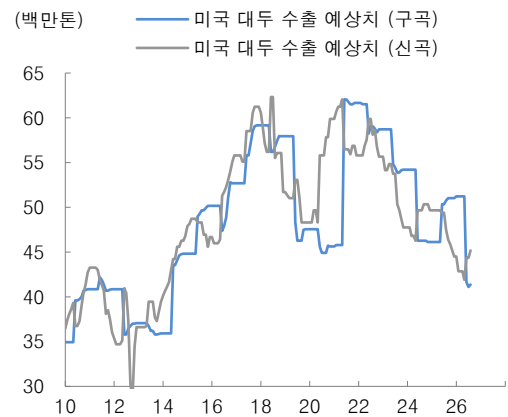
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 120. 미국 대두 생산 가이드선스



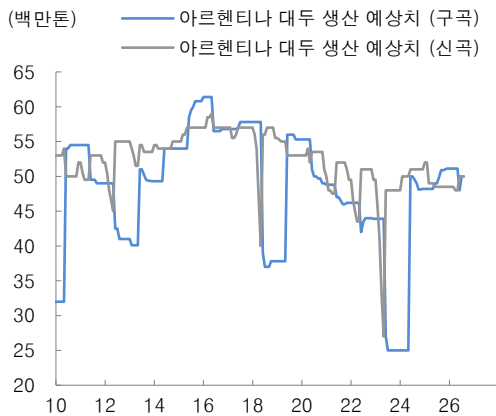
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 121. 미국 대두 수출 가이드선스



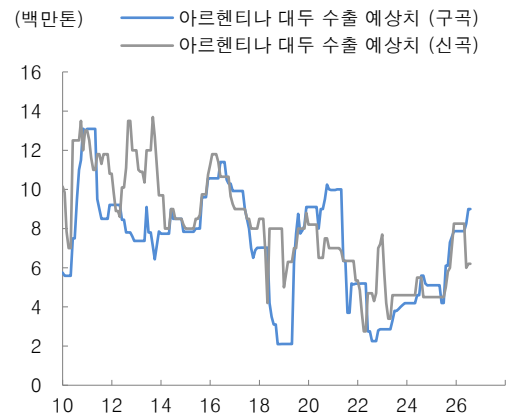
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 122. 아르헨티나 대두 생산 가이드선스



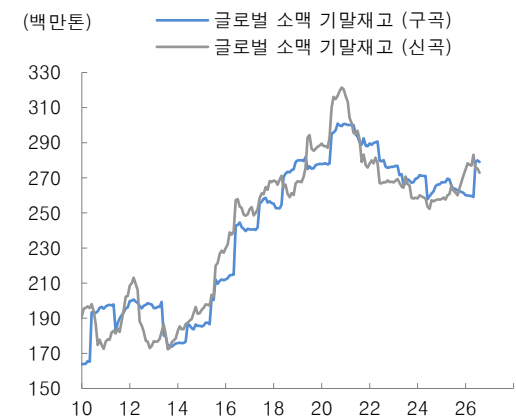
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 123. 아르헨티나 대두 수출 가이드선스



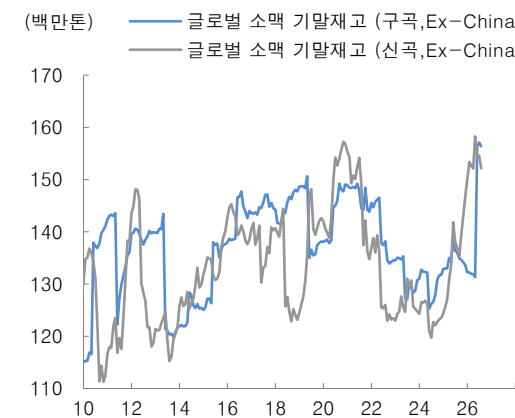
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 124. 글로벌 소맥 기말재고



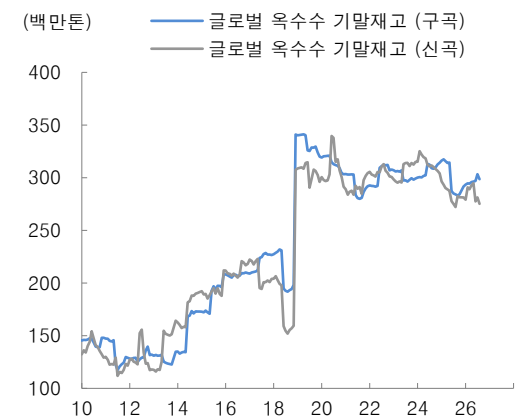
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 125. 중국 이외 지역 소맥 기말재고



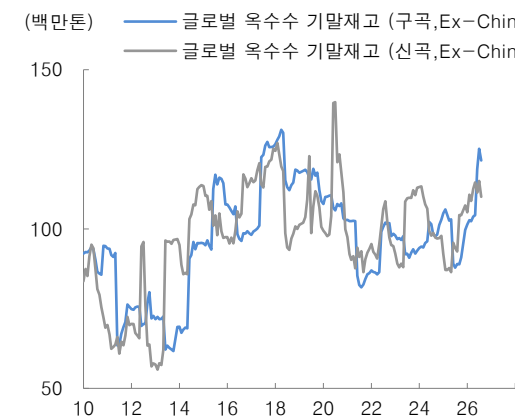
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 126. 글로벌 옥수수 기말재고



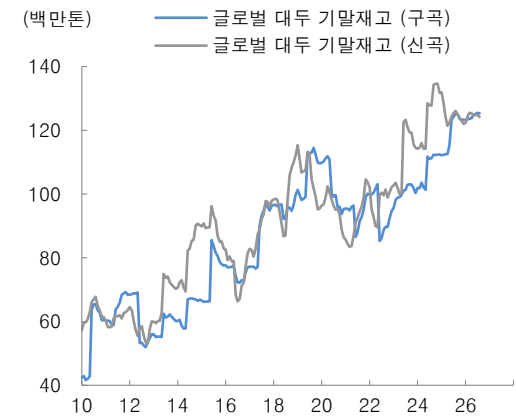
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 127. 중국 이외 지역 옥수수 기말재고



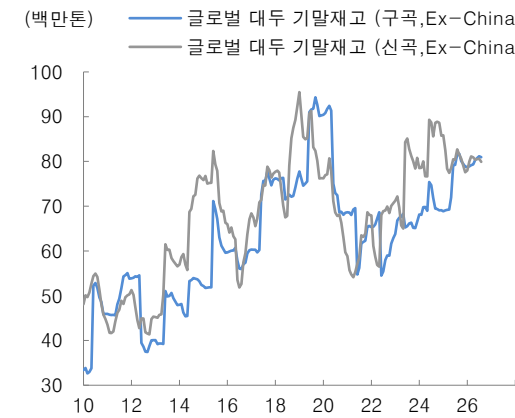
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 128. 글로벌 대두 기말재고



자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 129. 중국 이외 지역 대두 기말재고



자료: USDA, 대신증권 Research Center

[참고]

원자재 리포트 발간 내역 (2025년 1월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	시차는 있지만 오차는 없을 원자재 슈퍼 사이클	최진영	2026.08.12
2	변함없을 방향성, 원자재와 함께 춤을	최진영	2026.05.20
3	단기에 그칠 이란 전쟁, 다시 재개될 원자재 내 순환매	최진영	2026.04.10
4	미국/이스라엘, 이란 공습, 예상 시나리오별 금융시장 전망 및 투자전략	이경민, 최진영 등 4명	2026.03.03
5	슈퍼 사이클의 서막, 시작된 원자재 내 순환매	최진영	2026.02.10
6	금에서 에너지로, 유동성 뒤쫓을 원자재	최진영	2025.11.11
7	본격화될 유동성, 원자재에 양호할 방향성	최진영	2025.09.30
8	탈카타르의 서막, Make America LNG Again	최진영, 이지니	2025.09.09
9	하반기 원자재, 유동성과 테마에 집중	최진영	2025.05.27
10	시나브로 시작될 원자재의 환절기	최진영	2025.03.12
11	중국 지방 양회 리뷰, 초점은 첨단기술에서 내수로	최진영, 이주원	2025.02.03

원자재 Weekly 및 Spot 리포트 발간 내역 (2026년 3월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	숫티저 우려 반영한 구리, 유동성까지 추가 반영 기대	최진영	2026.08.07
2	천연가스를 누르는 엘니뇨, 그러나 내년은 다르다	최진영	2026.07.31
3	호르무즈 해협처럼 신뢰를 잃어버린 홍해	최진영	2026.07.24
4	기대하기 어려운 중국발 금 투기 광풍	최진영	2026.07.20
5	신뢰를 잃어가는 호르무즈, 시장 예상보다 더딜 정상화	최진영	2026.07.10
6	돌아온 슈퍼 엘니뇨, 곡물보다 강할 코코아	최진영	2026.07.03
7	개방될 호르무즈, 그럼에도 내년까지 양호할 유가 방향	최진영	2026.06.19
8	호르무즈발 스테그 발생한 중국, 강화될 자본 통제	최진영	2026.06.12
9	슈퍼 엘니뇨가 지연시킨 천연가스 가격 상승 시점	최진영	2026.06.05
10	구리보다 강할 알루미늄, 내년까지도 양호할 방향	최진영	2026.05.22
11	다시 거론된 종전 가능성, 그럼에도 인플레이 베팅 필요	최진영	2026.05.08
12	유정 생산성 훼손될 이란, 시간은 여전히 트럼프의 편	최진영	2026.05.04
13	OPEC 탈퇴한 UAE, 목적은 형제들이 가진 M/S	최진영	2026.04.30
14	곡물 가격 반등을 방해할 엘니뇨의 귀환	최진영	2026.04.17
15	오만만 봉쇄한 트럼프, 타깃은 중국이다	최진영	2026.04.14
16	호르무즈 해협 정상화의 걸림돌, 생산성보다 계절성	최진영	2026.04.03
17	문제의 이란 전쟁, 경기침체 가능성 경고하는 비료	최진영	2026.03.30
18	이란 전쟁이 끝난다면 여전히 금보다는 비철금속	최진영	2026.03.27
19	연기된 미중 정상회담, 늘어지는 이란 전쟁	최진영	2026.03.23
20	호르무즈발 에너지 대란, 원자재 2차 상승 유발 요인	최진영	2026.03.16

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
(작성자: 최진영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.