2024 May 03

Commodity의 봄은 오는가?

차이나 Commodity cycle 점검

SAMSUNG SECURITIES RESEARCH REPORT

리서치센터 글로벌투자전략팀

삼성증권

이 리포트를
읽어야 하는 이유

안녕하세요, 삼성증권 리서치센터 전종규, 정성태, 백재승, 금종호, 이영훈입니다

올해 들어 글로벌 원자재 가격이 상승하고 있습니다. 국제 구리 가격과 금 가격은 각각 16.5%, 10.8% 상승하면서 주요 자산 가격 중에서 높은 수익률을 보여주었습니다. 본 보고서는 글로벌 원자재 인플레이션의 배경과 향후 전망을 통해서 투자의 밑그림을 그리는 데 도움을 드리고자 준비하였습니다.

원자재 가격의 상승은 코로나 팬데믹 이후 글로벌 공급망 이슈와 선진국의 수요 회복이 주도하고 있습니다. 원자재 가공 밸류체인의 공급 확대가 지연되는 가운데 일부 공급 축소가 영향을 미치고 있는데요, 중국의 경기 부진이 관건입니다. 글로벌 원자재 시장에서 압도적인 지배력을 확보하고 있는 중국이 부동산 경기 침체로 인해서 수요 회복이 지연되고 있습니다. 우리는 중국 정부의 전향적인 정책 기조의 변화가 없다면 경제의 추세적인 회복이 당분간 어려울 것으로 예상하고 있습니다.

이번 보고서는 다음과 같은 세 가지 시사점을 제시해 드립니다.

첫째, 단기적으로는 Commodity cycle이 소파동에 해당되며 원자재 가격의 상승은 "Mini rebound"로 제한될 것으로 예상합니다. 코로나 팬데믹 이후 마찰적 요인이었던 공급 교란은 점차 완화되는 반면에 중국 수요의 구조적인 회복 탄성이 약하기 때문입니다.

둘째, 원자재 수요의 구조적인 변화는 금(귀금속)과 구리에서 찾아볼 수 있습니다. 금은 중국 경기 부진에도 불구하고 신흥국 수요가 증가하고 있고 특히 중국 리테일 투자자의 선호가 강하게 유지되고 있습니다. 더불어 원자재 수요 증가는 친환경/전력망 부문에서 나타나고 있습니다. 2010년 이후 글로벌 대체 에너지 투자확대, 전기차 보급 증가, 중국 전력망 확충이 결합되면서 구리 소비는 추세적인 증가 흐름이 유지될 것으로 보입니다.

셋째, 장기적인 관점에서 원자재 Big cycle은 '28년 이후로 예상합니다. 세계 대공황 이후 원자재 Big cycle은 ① 2차 세계대전 Commodity cycle('40~48년), ② 자원 민족주의, 석유파동 cycle('72~80년), ③ 차이나 Commodity super cycle('02~11년), 세 차례 진행된 바 있습니다. 장기 상품 사이클은 지경학적 변화와 "수요와 공급 패러다임 시프트"가 촉매제가 되어왔습니다. 새로운 Commodity big cycle의 시작점은 원자재 시장의 수요공급의 재조정이 마무리되는 '28년 이후가 될 것으로 전망합니다. 중국의 공급 측 구조조정의 성과와 상품 시장의 신흥 수요가 매치되는 시점이 중요합니다.

원자재 가격의 변화는 정부 정책과 경기, 그리고 주식시장의 중요한 변수로 부상하였습니다. 본 보고서가 투자자 여러분께 도움이 되길 바랍니다. 감사합니다.

글로벌투자전략팀 **전종규 수석연구위원 (중국전략)** | juhn21@samsung.com
MACRO 팀 **정성태 수석연구위원** | sungtai.chung@samsung.com
금종호 선임연구원 | jongho.keum@samsung.com
ESG 솔루션팀 **백재승 수석연구위원** | jaeseung.baek@samsung.com
ETP 전략팀 **이영훈 선임연구원** | yhoon95.lee@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 Commodity dynamics 04p

원자재 가격 반등의 배경
Hot 구리 vs. Cold 철광석

02 차이나 매크로 점검 09p

디플레이션 사이클
중국 경제 진단 및 전망

03 Commodity 전망 15p

Rebalancing: 공급 구조조정과 신수요
철광석 - 중국 경기 침체의 무게
구리 - 친환경/전력망 패러다임 시프트
금(귀금속) - 구조적인 변화를 맞이한 귀금속 수요

04 세 가지 시사점 38p

단기 사이클 - 소파동, 원자재 가격 Mini rebound 예상
구조적 수요 증가는 '금과 구리'
중장기 사이클 - Commodity big cycle은 '28년 이후 전망
Appendix - 상품 가격과 지표의 상관관계
Appendix - 구리, 금 ETF 2선 (COPX, GLDM)

PART

01 Commodity dynamics

소파동

Part 1. Commodity dynamics

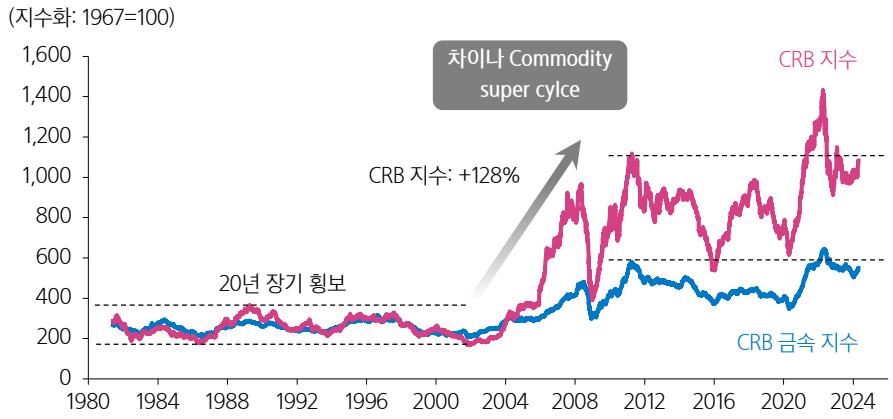
올라갑니다

원자재 가격 반등

Summary

- 올 들어 원자재 가격이 강세를 나타내고 있다. 글로벌 상품 가격을 대표하는 CRB 지수와 CRB 금속 지수는 연초 이후 각각 7.0%, 6.3% 반등하였다. 주요 상품별로는 주석(+23.2%) > 구리(+16.5%) > 니켈(+15.7%) > 원유(+14.3%) > 금(+10.8%)의 가격 반등이 크게 나타났다.
- 원자재 가격의 변동은 다음과 같은 세 가지 관점에서 분석할 수 있다.
- **첫째, 글로벌 공급망 이슈가 상품 가격 반등을 견인하고 있다.** 코로나 팬데믹 이후 주요 광산과 가공 밸류체인의 공급 확대가 지연되는 가운데 일부 공급 축소가 원자재 가격의 인플레이션으로 연결되고 있다.
- **둘째, 수요 회복은 선진국 중심으로 완만한 형태로 나타나고 있다. 글로벌 원자재 최대 소비국인 중국은 부동산 침체와 내수 부진으로 인해 전반적인 수요 둔화세**가 이어지는 국면이다. 상품별로는 중국 부동산 비중이 높은 철광석 수요가 부진한 반면에 중국에서 생산되는 가전/IT 수출품목에 투입되는 알루미늄/아연/주석이 가격 상승이 크게 나타나고 있다.
- **셋째, 구조적인 수요 변화는 친환경/전력망의 소비 증가가 포착되고 있다.** 중국은 전반적인 수요 부진이 이어지고 있으나 전력 쇼티지 현상을 극복하기 위해서 중국 정부의 전력 투자규모가 '20~ 23년 연평균 13.6%로 크게 이루어지고 있고 올해에도 상대적으로 높은 투자 증가율을 보일 것으로 예상된다. **구리의 가격 반등이 이어지고 있다.**

글로벌 Commodity dynamics



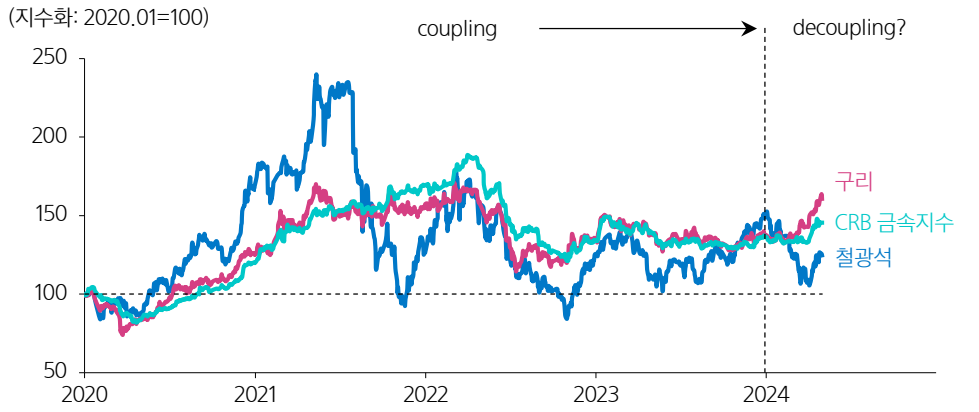
참고: '24년 4월 기준/자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

Commodity Cycle

Hot 구리 vs. Cold 철광석

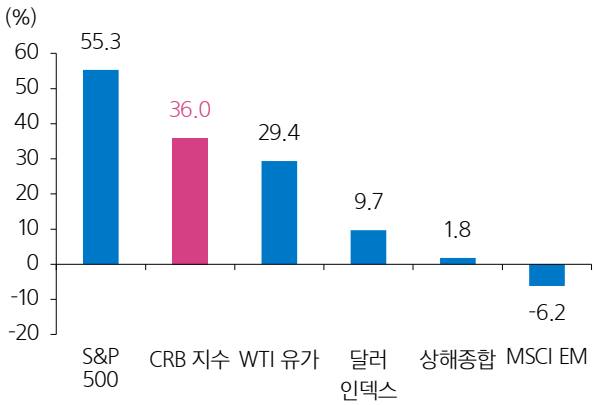
- 상품 가격 인플레이션에 대한 논쟁이 대두되고 있다. 글로벌 상품 가격을 대표하는 CRB 지수와 CRB 금속 지수는 연초 이후 각각 7.0%, 6.3% 반등하였다. 주요 상품별로는 주석(+23.2%) > 구리(+16.5%) > 니켈(+15.7%) > 원유(+14.3%) > 금(+10.8%)의 가격 반등이 크게 나타났다.
- **경기 회복은 선진국 중심으로 완만한 형태로 나타나고 있다.** 중국에서 생산되는 가전/IT 수출품목에 투입되는 알루미늄/아연/주석의 가격 상승이 크게 나타나고 있다. 특히, 구리는 구조적인 전력망 수요 증가와 공급 제한으로 인해 견조한 가격 상승이 이어지고 있다. 중국은 전반적인 수요부진이 이어지고 있으나 전력 쇼티지 현상을 극복하기 위해서 중국 정부의 전력 투자규모가 '20~ 23년 연평균 13.6% 증가하였고 올해에도 상대적으로 높은 투자 증가율을 보일 것으로 예상된다.
- **철광석 가격은 중국 경기 부진의 직격탄을 맞고 있다.** 미중 분쟁 이후 '18~20년 철광석 가격은 2년간 122.4% 급등하였으나 부동산 경기 침체에 빠진 '21년 이후 국제 가격은 16.8% 하락하며 상품 가격 중에서 가장 부진한 퍼포먼스를 보여주고 있다. 중국 철강시장 수요는 부동산/인프라 등 건설투자(63%), 기계(21%), 자동차(7%)로 구성되어 있다. 부동산 경기 침체가 장기화되면서 올해도 부동산 투자증가율은 -5%에 그칠 것으로 예상된다. 중국 정부의 경기 부양을 목적으로 하는 인프라 투자 증가(전년 대비 8% 증가 예상)가 방화벽 역할을 담당할 것이나 부동산 투자 감소분을 채우기는 어렵다.

차별화된 상품 가격 추이



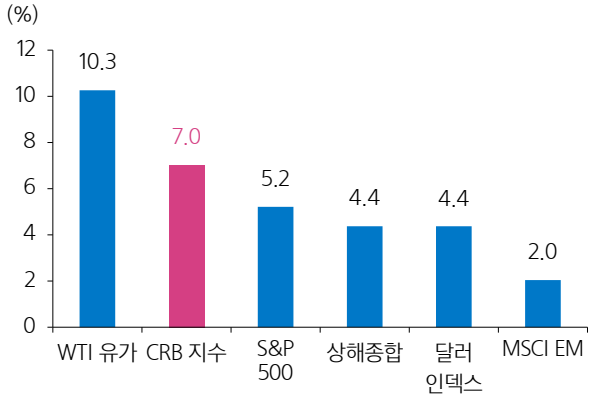
참고: '24년 4월 기준, 자료: 삼성증권

팬데믹 이후 자산 가격 변동 비교



참고: '24년 5월 1일 기준/자료: Bloomberg, 삼성증권

'24년 연초 대비 자산 가격 변동 비교



참고: '24년 5월 1일 기준/자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 상품 가격 추이

품목명	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	'18~'23년 변화율 (%)	'24년 YTD 변화율 (%)
석탄 (달러/Metric tons)	102.1	67.7	80.5	169.6	404.2	146.4	142.3	43.5	-2.8
알루미늄 (달러/톤)	1,848	1,803	1,981	2,813	2,389	2,388	2,582	29.2	8.1
니켈 (달러/톤)	10,740	14,060	16,570	20,705	29,920	16,620	19,225	54.7	15.7
주석 (달러/톤)	19,430	17,140	20,350	38,985	24,900	25,300	31,165	30.2	23.2
아연 (달러/톤)	2,448	2,275	2,749	3,537	2,968	2,662	2,908	8.8	9.2
구리 (달러/톤)	5,991	6,169	7,754	9,755	8,374	8,562	9,977	42.9	16.5
원유 (달러/배럴)	45.1	61.2	48.4	75.5	80.5	71.3	81.6	58.1	14.3
철광석 (달러/Metric tons)	71.1	89.8	158.1	117.9	117.1	140.0	116.5	96.8	-16.8
금 (달러/Troy Ounce)	1,282.5	1,517.3	1,898.4	1,829.2	1,824.0	2,063.0	2,286.3	60.9	10.8

참고: 해당 연도의 말일 종가, '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

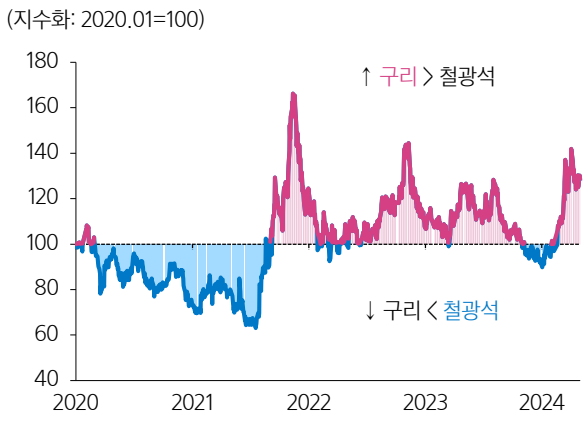
주요 자산군 가격 변동 추이

참고: '24년 4월 30일 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

전력, 인프라 투자 증가 전망에 구리 가격 상승세

참고: LME, '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

구리 > 철광석 우위 국면



참고: 철광석은 북중국 (CFR) 현물 가격, '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

금 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

구리 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

철광석 가격 추이

참고: 북중국 (CFR) 현물, '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

석탄 가격 추이

참고: ICE 유럽 석탄 선물 가격, '24년 4월 30일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

알루미늄 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

니켈 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

주석 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

아연 가격 추이

참고: 런던비철금속거래소(LME), '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

원유 가격 추이

참고: 뉴욕상업거래소 WTI, '24년 4월 30일 기준
자료: Wind, 삼성증권

PART

02 차이나 매크로 점검

디플레이션 사이클

Part 2. 차이나 매크로 점검

디플레이션 사이클

부동산 경기 침체와 수요 부진

Summary

- '24년 1Q GDP가 전년 대비 5.3%로 시장 예상을 상회하면서 금융시장은 올해 중국 성장률을 상향조정하고 있다. **우리는 올해 중국의 성장률이 1Q를 정점으로 점차 낮아질 것으로 전망한다.** 중국 주택시장이 단기간 내 회복되기 어렵고 정부 부양정책 효과는 제한적일 것으로 판단하기 때문이다. 높은 정부부채 부담과 위안화 약세는 부양정책의 강도를 약화시키는 요인이다.
- **당사는 중국 경제가 완연한 디플레이션 구간에 접어들었다고 판단한다.** 주택시장의 침체가 장기화되면서 소비와 투자 부진이 이어지고 있다. '24년 3월 주택의 착공 면적은 36개월째 (-)를 기록했으며, 완공면적도 시차를 두고 감소하기 시작했다. 현재 중국에 요구되는 정책은 부동산 부실의 적극적인 구조조정, 중앙정부 중심의 재정지출의 확대, 과감한 금리 및 지준율의 인하 와 같은 구조개혁과 유효 수요 창출 정책이다.
- **중국 정부의 전향적인 정책 기조 변화가 없을 경우, 중국 경제의 추세적인 회복은 당분간 어려울 것이다.** 중국 정부가 추진중인 공급 위주의 부양 대책은 한계에 봉착할 가능성이 높다. 중국 정부는 수요의 확대와 부실채권 정리보다는 제조업의 육성과 이미 과잉 상태인 인프라에 대한 투자 확대에 중점을 두고 있다. 중국 정부의 공급 확대 정책은 일시적으로는 성장률을 높일 수 있으나, 이미 심각한 공급 과잉 문제를 더욱 확대시킬 가능성이 있다.

매크로 전망

구분	주요 항목	1분기 진단	향후 전망
경제성장률	GDP	• 성장률 5.3%로 시장 예상치 상회 • 수출/생산 지표 회복, 부동산/소비/물가지표 부진	• 주택경기 침체와 소비둔화 국면 연장, 디플레이션 압력 지속 전망 • **24년 성장률 전망치 4.7% 예상**
경기지표	소비	• 3월 소매판매 증가율 예상치 하회 • 실질 소득 감소와 부동산 침체 부담	• **정부의 내수 확대 정책(이구환신) 출시, 내수 수요 회복은 제한 수준** • 소매판매증가율 6% 전망
	제조	• 예상치 부합, 기저 효과와 선진국 수출 회복 견인	• **수출 회복세이나 내수 부진과 공급 과잉 부담, 산업생산 4~5% 증가 전망**
	투자	• 부동산 신규착공 36개월 연속 (-) 기록 • 정부 투자 확대(인프라), 방화벽 역할	• **정부의 재정확대 정책 유지, 인프라투자 증가율은 8% 예상** • 부동산 투자둔화가 관건, 부동산 투자증가율 -5% 전망
	수출	• 1분기 수출 증가율 5%, 시장 예상치 부합	• **기저 효과와 선진국 수요 회복에 따라 수출 증가율 5% 예상('23년 -4.6%** • **위안화 환율 절하 압력, 연말 7.0~7.2위안/달러 전망**

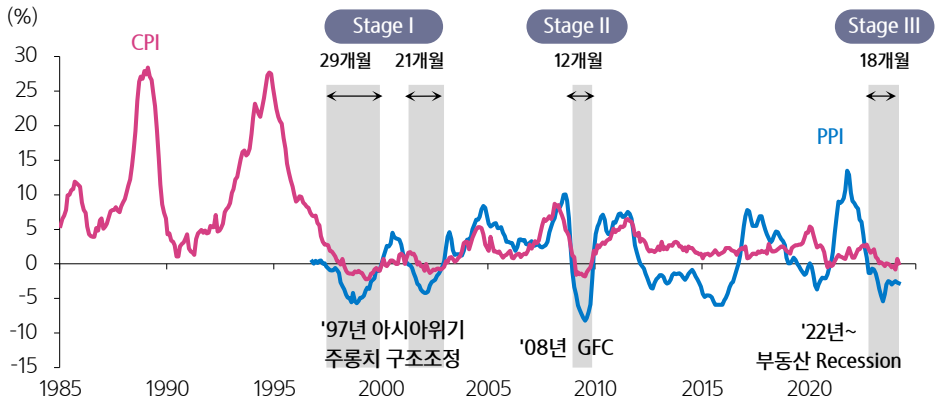
자료: 삼성증권 정리

중국 매크로 전망

(%, 연초 누적 기준 전년 대비)	2019	2020	2021	2022	2023	'2024(E)
GDP 성장률	6.0	2.2	8.4	3.0	5.2	4.7
소비자물가	2.9	2.5	0.9	2.0	0.2	0.9
고정자산투자 (명목)	5.4	2.9	4.9	5.1	2.9	
부동산투자	9.9	7.0	4.4	-10.0	-9.6	(5.0)
인프라투자	3.8	0.9	0.4	9.4	5.9	8.0
산업생산	5.7	2.8	9.6	3.6	4.6	4~5%
소매판매 (명목)	8.0	-3.9	12.5	-0.2	7.2	6.0%
수출 (USD 기준)	0.5	3.6	29.9	7.0	-4.6	5.0%
위안/달러 (연말 기준)	7.0	6.5	6.4	3.9	7.1	7.2

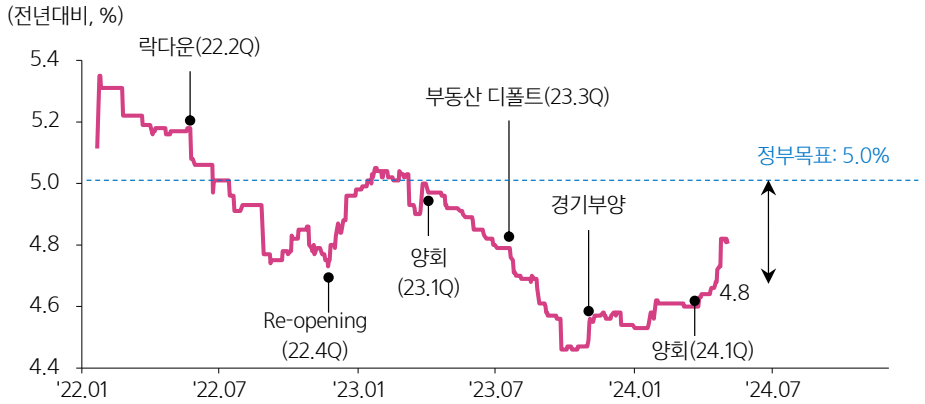
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

디플레이션 사이클



참고: '24년 3월 기준
자료: Bloomberg, CEIC

경제성장률 전망 상향 조정 중



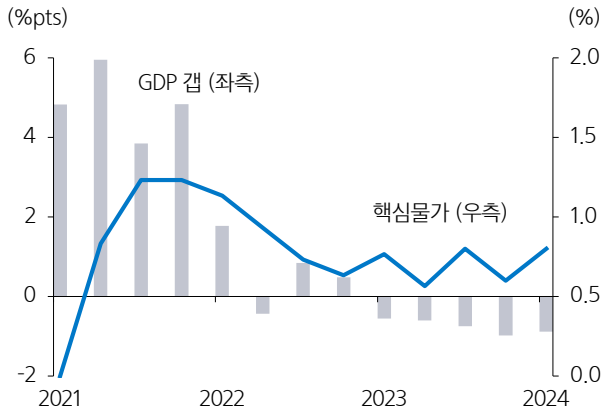
참고: '24년 5월 2일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권 추정

최근 중국 경제 진단

수요 부족으로 디플레이션 압력 증가; 주택시장 침체 장기화 가능성 높아

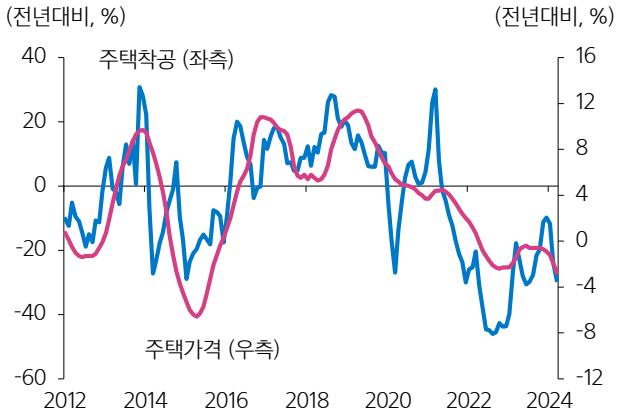
- 당사는 중국 경제가 주택시장의 침체가 장기화되면서, 소비와 투자 부진으로 디플레이션 압력이 높아지는 국면에 접어들었다고 판단한다. '24년 3월 주택의 착공 면적은 36개월째 (-)를 기록했으며, 완공 면적도 시차를 두고 감소하기 시작했다. 주택시장 부진은 소비에 직접적으로 영향을 미쳐, '24년 1Q 소매판매는 '19년보다 10% 정도 많은데 그쳤다. 같은 기간 명목 GDP 성장률의 36%보다 크게 낮은 수준이다. 이는 주택투자는 직간접적으로 중국 GDP 25%에 영향을 미치고, 가계자산의 70% 정도가 부동산이기 때문에 나타나는 현상이다. 그에 따라, 핵심 소비자물가는 24개월째 1%를 하회했고, 생산자물가는 18개월째 (-), GDP 디플레이터는 4분기째 (-)를 기록했다.
- 물론 '24년 1Q GDP가 전년 대비 5.3%로 시장 예상을 상회하면서 금융시장에서는 올해 중국 성장률을 상향조정하기 시작했다. 그렇지만 1Q의 높은 성장률은 1) 수출은 증가하고, 수입은 감소하면서 순수출의 기여도가 0.8%pts로 높아졌고, 2) 투자가 명목으로 전년 대비 4.5% 증가했지만 디플레이션으로 실질투자가 더욱 늘어났고, 3) 중국 정부의 영향을 크게 받는 국영 기업 및 인프라 투자가 각각 7.8%와 6.5% 증가했고, 4) 지난해 리오프닝에 따른 기저 효과 영향으로 서비스업이 전년 대비 5.5% 증가했기 때문이다.
- 그에 따라 당사는 올해 중국의 성장률은 1Q를 정점으로 점차 낮아질 것으로 전망한다. 무엇보다 중국의 주택시장이 단기간 내 회복되기 어렵기 때문이다. 첫째, 중국 주택시장은 심각한 공급 과잉 상태이다. 당사의 추정에 따르면, 현재 중국의 주택시장은 총 주택수의 10~15% 정도가 비어 있으며, 건설 중인 주택도 4~5천만채에 이를 정도로 공급 과잉이다. 특히, 2~3선 도시의 경우 연간 수요의 5배 정도의 주택이 건설(또는 건설 중단)되고 있다.
- 둘째, 중국 정부의 정책이 미온적이다. 최근 1선 지역을 중심으로 기존 주택구매가 증가하고 있다. 금리가 하락하고, 규제가 완화되면서 주택 수요가 살아나고 있다는 증거이다. 그렇지만 중국의 주택금융은 선분양제도에 기반하고 있어, 잠재적인 구매자들의 부동산 개발업체에 대한 신뢰가 회복되지 않는다면 주택시장의 회복은 지속되지 않는다. 결국 정부 주도의 부동산 개발업체에 대한 구조조정과 신규자금 투입이 필요하다. 셋째, 인구 구조가 빠르게 고령화되고 있다. 당사가 출생, 사망, 혼인 등을 감안하여 추산한 중국의 주택수요는 지난 '17년을 정점으로 빠르게 둔화되고 있다. 물론 주택 노후화로 인한 교체 수요가 점차 확대되고 있으나, 인구구조 변화의 영향을 상쇄하기는 어렵다고 판단한다.

유효 수요 부족으로 핵심 소비자물가 1%대 하회



자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국 주택시장 현황: 주택 착공 vs. 주택 가격



참고: 주택 착공은 3개월 이동평균
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

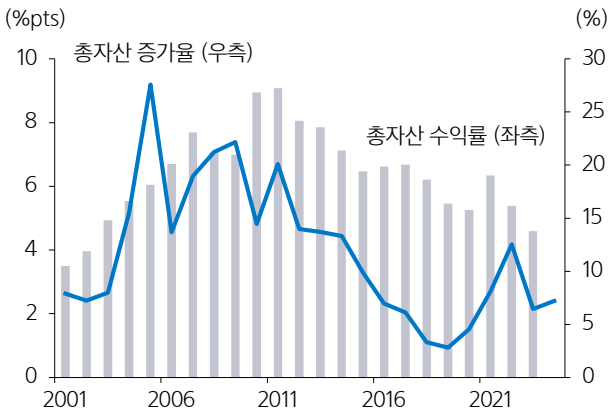
중국 정부의 공급 확대 위주 정책도 한계에 봉착할 것

- 중국 정부가 추진하고 있는 공급 위주의 부양 대책도 한계에 봉착할 가능성이 높다. 현재 중국 정부는 수요의 확대와 부실채권 정리보다는 제조업의 육성과 이미 과잉 상태인 인프라에 대한 투자 확대에 중점을 두고 있다. 앞서 언급했던 1Q 국영기업 및 인프라 투자의 증가와 공업기업에 대한 은행대출 급증이 대표적인 사례이다. 이러한 중국 정부의 공급 확대 정책은 일시적으로는 성장률을 높일 수 있으나, 이미 심각한 공급 과잉 문제를 더욱 확대시킬 가능성이 있다. 실제로 당사가 추정한 중국 제조업의 총자산 수익률은 '12년 9.1%를 기록한 이후 줄곧 하락하여 '23년에는 4.6%까지 낮아졌으며, 제조업 가동률은 자동차, 철강, 비철금속 등의 부진으로 '17년보다 낮아진 상황이다. 명백한 공급 과잉의 징후이다.
- 내수가 부진한 상황에서 공급 확대정책은 필연적으로 수출의 증가 및 그로 인한 무역상대국과의 마찰 확대를 초래한다. 특히, 최근 5년간 중국의 자동차 수출이 크게 증가했는데, 전기차 보급확대로 생산설비가 남아돌면서 자동차 기업들이 적극적으로 글로벌 시장으로 진출했기 때문이다. 실제로 최근 옐런 미국 재무장관은 중국이 EV, 태양광 등 친환경 산업에서 공급 과잉을 유발하고 있다고 강력히 비판했으며, 독일 숄츠 총리도 같은 취지로 중국 정부의 정책을 비판한 바 있다. 또한, 11월 대선에서 누가 당선되더라도 미국의 대중국 견제는 확대될 가능성이 높다. 물론 중국의 대미 수출 비중이 '23년 15%에 불과하지만 유럽, 일본 등 미국의 동맹국들도 대중국 견제에 합류하고 있다는 점은 중국 입장에서는 부담이다.

높은 중국의 정부부채와 위안화 약세 우려도 중국 정부의 선택을 제약

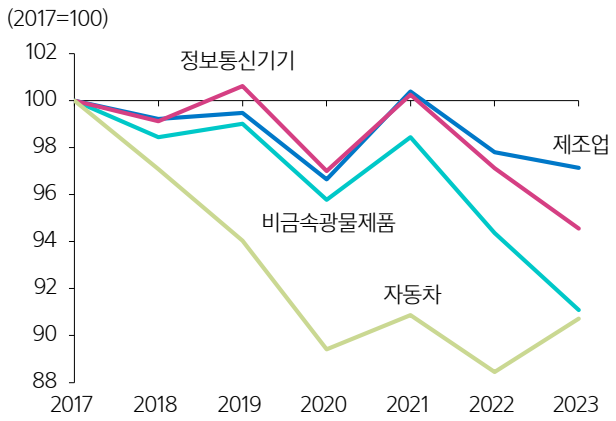
- 중국의 높은 정부부채 비율도 부담 요인이다. 23년 말 중국의 정부 부문 부채 비율은 GDP 대비 84%에 이른다. 중앙정부의 부채 비율은 24% 내외로 낮은 편이나, 지방정부의 부채와 LGFV 부채 중 일부를 합한 수준이 60% 내외이기 때문이다. 여기에 집계되지 못한 추가적인 LGFV 부채까지 포함하면 전체 정부 부문 부채 비율은 116%에 이를 것으로 추정된다. 특히, 지방정부는 LGFV로 인한 우발부채 부담에다, 부동산 시장 침체로 인한 토지매각 수입 감소 및 명목 성장률 둔화로 세수 부족에 시달리고 있다. 남아 있는 수단은 정책은행을 동원한 대출 확대이나, 은행부문은 주택시장 침체로 부실채권 증가가 우려되는 상황이다. 중국 정부가 부동산개발업체에 대한 구조조정 수단으로 'White List'를 발표했으나, 해당 리스크에 포함된 업체에 대한 대출이 부진한 것도 부실 우려 때문이다.
- 그렇다고 금리 및 지준율 인하를 선택하기에는 위안화 환율이 부담이다. 물론 중국 위안화는 달러의 강세 기조 속에서도 상대적으로 안정적이다. 다만 최근 위안/달러의 시장 환율과 인민은행 고시환율의 차이가 좁혀지지 않고 오히려 확대되고 있다는 점은 그만큼 위안화 약세 압력이 높다는 의미이다. 특히, 3월 양회에서 판공성 인민은행장이 환율을 안정적인 범위에서 유지하겠다고 밝혔다는 점에서 더욱 그러하다. 당사는 높아진 위안/달러 환율 때문에 중국 인민은행이 금리와 지준율 인하에 소극적이라고 판단하며, 연내 금리 및 지준율 인하 폭이 크지 않을 것으로 전망한다. 이처럼 금리 및 지준율 인하가 지연되면서 3월 M2 증가율은 M2는 전년 대비 8.3%로 '23년 2월 이후 계속 낮아지고 있으며, 총사회융자도 전년 대비 8.7%로 지난 2월(9.0%)보다 둔화했다. 그에 따라 성장률에 선행하는 지표인 credit impulse도 (-)로 전환되었다.
- 결론적으로 당사는 대내외적인 여건을 감안할 때 최근 중국 정부의 공급 위주의 부양정책과 그로 인한 중국 경제의 회복은 일시적이며 한계에 봉착할 것으로 예상한다. 현재 중국에 필요한 정책은 부동산 관련 부실의 적극적인 정리, 중앙정부 중심의 재정지출의 확대, 과감한 금리 및 지준율의 인하 등 구조개혁과 유효 수요 창출 정책이다. 그에 따라 중국 정부의 전향적인 정책 기조 변화가 없을 경우, 중국 경제의 추세적인 회복은 당분간 어렵다고 판단한다.

공업기업의 총자산 증가율 및 수익률



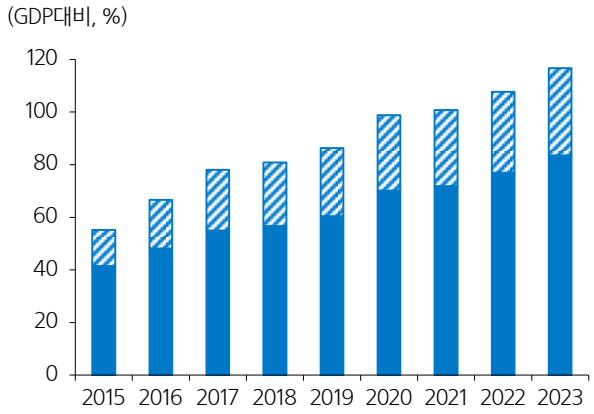
참고: 총자산 수익률 = 순이익/총자산
자료: CEIC, 삼성증권

주요 산업의 가동률 추이



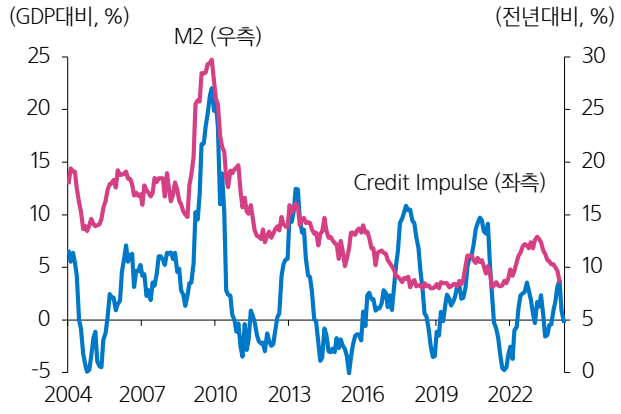
참고: 연평균 기준
자료: 중국 국가통계국, 삼성증권

중국의 GDP 대비 부채 비율 추이



참고: 음영은 잠재적 정부 부채로 LGFV 채무의 일부와 정부펀드 채무를 포함
자료: IMF, 삼성증권

중국의 M2와 Credit Impulse



자료: 중국 인민은행, 중국 국가통계국, 삼성증권

PART

03 Commodity 전망

Rebalancing

Part 3. Commodity 전망

Rebalancing: 공급 구조조정과 신수요

철광석, 구리, 금 전망

Summary

- **중국은 글로벌 상품 수요에서 압도적인 비중을 차지하고 있다.** '01년 중국의 WTO 가입과 '03년 등장한 후진타오 지도부의 대대적인 인프라 투자확대(지역 균형 개발)와 부동산 붐은 Commodity super cycle을 초래한 바 있다. 중국이 상품시장 소비에서 차지하는 비중은 '20년 이후 드라마틱하게 상승하여 주요 금속의 50% 이상을 차지하게 되었다.
- **중국 상품 시장은 rebalancing의 시기를 통과하고 있다.** 중국의 원자재 수요는 중기적 관점에서는 저속 성장 단계로 수렴해 나갈 것이다. 정부는 중장기 경제성장률 5%대의 중속 성장을 타겟으로 설정하고 있고 투자와 제조업 중심의 성장 전략을 탈피하여 Commodity 의존도가 낮은 내수소비와 서비스, 고부가가치 산업으로 산업 구조의 전환을 도모하고 있다.
- 글로벌 상품 수요는 장기 횡보하고 있다. 최근 10년 간 알루미늄/아연/주석/니켈은 정체 국면에서 벗어나지 못하고 있고 원유와 구리 수요는 각각 0.7%와 2.4% 증가세를 유지하였다.
- **철광석: 철광석 가격의 반등은 꾸준히 이어지기 어렵다고 예상한다.** 철광석의 수요는 곧 철강의 수요와 동일하다. 철강 수요 부진 및 철강사 스프레드 축소로 인한 마진 압박에 대해 2023년말 중국 철강사들은 생산량 감축으로 대응하였으며, 이에 따라 철광석 가격은 2024년 3월까지 철강사들의 수요 감소에 기반한 가격 약세를 경험하였다. 문제는 중국 경기 부진이다. 중국 철강 수요 회복은 좀 더 오랜 기간 점진적으로 이루어질 것으로 예상된다.
- **구리: 구리는 공급 측면에서 철광석 대비 하방 경직성을 강하게 띨 것으로 예상되는 한편, 수요 측면에서도 철광석 대비 양호한 흐름이 기대된다.** 구리 수요의 구조적 증가 가능성이 하나의 화두로 자리잡고 있다. 1) 친환경 기조로 인해 신재생 에너지 발전 비중이 높아지며 전력 발생지와 수요지 간 연결을 위한 구리 소비 증가, 2) 전기차(대당 구리 수요 약 75kg) 대중화로 인해 기존 내연기관차(대당 구리 수요 약 25kg) 생산 대비 대당 구리 사용량이 약 3배 이상 증가, 3) 최근에는 AI 수요 급증에 따른 데이터센터(구리 수요 27kg/MW) 건설 활성화가 구리 수요 증가를 이끌 것이라는 전망까지 제기되고 있다.
- **금: 최근 전통 변수인 미국 실질금리의 영향력이 약화된 대신, 중국의 귀금속 선호가 가격 결정 변수로 작용하고 있다.** 금은 다른 원자재에 비해서 중국의 수요가 견조할 것으로 예상한다. 귀금속 매입에는 정치·경제적인 원인이 작용한다. 미중 분쟁의 영향으로, 중국은 미국 국채 보유를 조절하는 대신 금 보유량을 늘리고 있다. 중국의 금리 인하와 주식시작의 부진한 흐름은 상대적으로 귀금속의 매력을 높여, 중국 금 거래소(SEG)에서는 귀금속이 국제 가격 대비 프리미엄에 거래되고 있다. 중국 리테일 부문의 금 선호 현상이 유지될 가능성이 높다.

수요와 공급

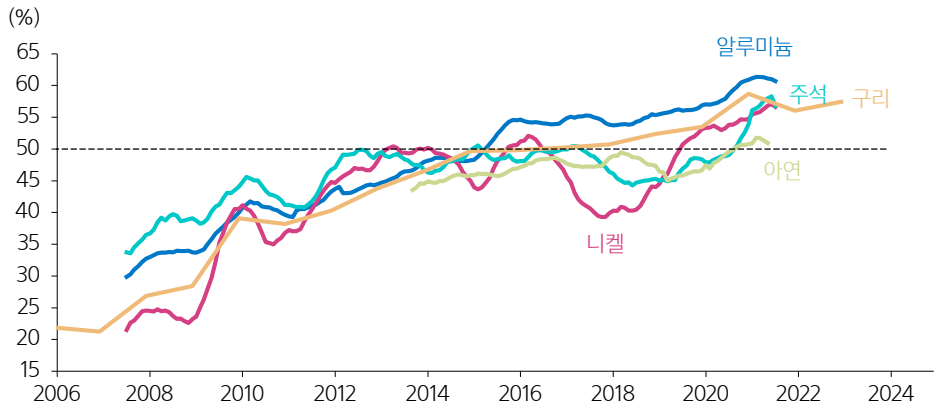
차이나 rebalancing, 공급 과잉과 수요 둔화

• 중국은 글로벌 상품 수요에서 압도적인 비중을 차지하고 있다.

'01년 중국의 WTO 가입은 글로벌 시장에서 중국 제조 상품의 폭발적인 수출 증가로 이어졌고 '03년 등장한 후진타오 지도부의 대대적인 인프라 투자확대(지역 균형 개발)와 부동산 붐은 Commodity super cycle을 초래한 바 있다. 중국이 상품시장 소비에서 차지하는 비중은 '20년 이후 드라마틱하게 상승하여 주요 금속의 50% 이상을 차지하게 되었다.

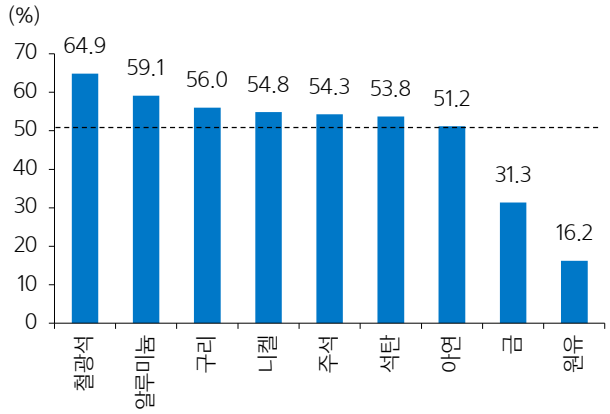
중국 상품 수요는 중기적 관점에서는 저속 성장 단계로 수렴해 나갈 것이다. 중국은 중장기 경제성장률 5%대의 중속 성장을 타겟으로 설정하고 있고 투자와 제조업 중심의 성장 전략을 탈피하여 Commodity 의존도가 낮은 내수소비와 서비스, 고부가가치 산업으로 산업 구조의 전환을 도모하고 있다. 중국의 공급과 수요 rebalancing 과정이 진행되고 있다. '08년 금융위기와 '20년 코로나 팬데믹이 기폭제가 되었다. 철강산업이 차이나 rebalancing의 대표 사례가 될 것이다.

글로벌 기초금속(Base Metal) 소비에서 중국 소비 비중 변화



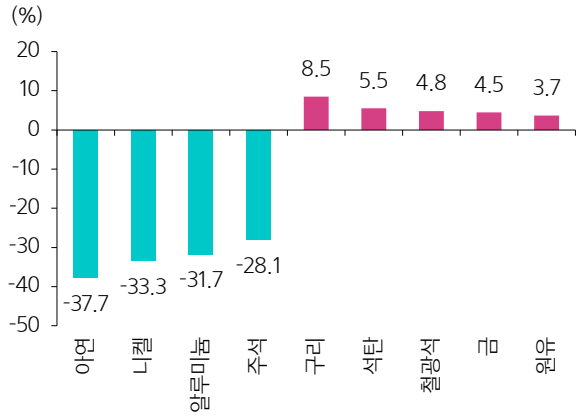
자료: Wind, EIA, 삼성증권

글로벌 상품 소비에서 중국이 차지하는 비중



참고: 2021년 기준, 각 금속 소비는 제련 상태의 금속
자료: Wind, EIA, Global Data, 삼성증권

팬데믹 이후 중국 원자재 소비 변화



참고: '19년 대비 '21년 말 기준, 각 금속 소비는 제련 상태의 금속
자료: Wind, EIA, Global Data, 삼성증권

글로벌 상품 수요 및 중국 비중 추이

상품		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	최근 10년 CAGR (%)
석탄 (백만 톤)	전 세계	8,696.3	8,946.5	9,021.0	8,910.5	8,682.7	8,455.8	8,536.4	8,668.3	8,593.1	8,271.5	8,698.2	9,632.4	0.8
	중국	4,401.8	4,657.0	4,733.4	4,585.5	4,407.4	4,286.0	4,314.5	4,381.2	4,430.3	4,456.9	4,675.3	5,311.7	1.3
	비중 (%)	50.6	52.1	52.5	51.5	50.8	50.7	50.5	50.5	51.6	53.9	53.8	55.1	
알루미늄 (천 톤)	전 세계	40,958	45,037	45,765	49,775	56,837	57,986	59,217	59,858	62,184	64,262	40,898		0.0
	중국	17,629	20,036	21,955	24,028	31,036	31,615	31,908	33,116	35,381	39,183	24,179		3.2
	비중 (%)	43.0	44.5	48.0	48.3	54.6	54.5	53.9	55.3	56.9	61.0	59.1		
니켈 (천 톤)	전 세계	1,777	1,744	1,816	1,704	1,980	1,854	1,921	2,152	2,446	2,354	1,593		(1.0)
	중국	806	844	911	769	1,018	870	773	965	1,310	1,303	874		0.8
	비중 (%)	45.3	48.4	50.2	45.2	51.4	46.9	40.3	44.8	53.6	55.4	54.8		
주석 (천 톤)	전 세계	376.4	357.8	355.4	370.1	367.3	382.5	371.2	375.1	370.7	383.1	238.3		(4.5)
	중국	177.1	176.5	166.1	185.5	176.4	191.3	172.5	170.1	179.9	208.4	129.4		(3.0)
	비중 (%)	47.1	49.3	46.7	50.1	48.0	50.0	46.5	45.3	48.5	54.4	54.3		
아연 (천 톤)	전 세계	12,577	12,400	13,273	13,632	13,978	13,831	14,316	13,466	14,005	13,680	8,282		(4.1)
	중국	5,522	5,416	6,036	6,383	6,518	6,728	6,971	6,322	6,806	6,984	4,238		(2.6)
	비중 (%)	43.9	43.7	45.5	46.8	46.6	48.6	48.7	46.9	48.6	51.1	51.2		
구리 (만 톤)	전 세계	1,955	2,032	2,113	2,275	2,279	2,318	2,324	2,383	2,394	2,476	2,479	2,584	2.4
	중국	788	890	983	1,130	1,135	1,164	1,179	1,248	1,280	1,453	1,389	1,484	5.2
	비중 (%)	40.3	43.8	46.5	49.7	49.8	50.2	50.7	52.4	53.5	58.7	56.0	57.4	
원유 (백만 톤)	전 세계	4,016	4,083	4,119	4,148	4,235	4,322	4,395	4,435	4,442	4,038	4,260	4,395	0.7
	중국	456	477	498	518	557	574	606	635	667	676	692	659	3.3
	비중 (%)	11.3	11.7	12.1	12.5	13.2	13.3	13.8	14.3	15.0	16.7	16.2	15.0	
철광석 (백만 mt)	전 세계	1,729	1,761	1,854	1,878	1,848	1,847	1,887	1,973	2,091	2,046	2,111	2,250	2.5
	중국	1,005	1,047	1,125	1,130	1,103	1,112	1,145	1,224	1,295	1,408	1,369	1,378	2.8
	비중 (%)	58.1	59.4	60.7	60.1	59.7	60.2	60.7	62.0	61.9	68.8	64.9	61.3	
금 (귀금속) (MT)	전 세계	2,212	2,235	2,766	2,532	2,459	2,104	2,241	2,250	2,127	1,398	2,148	2,089	(0.3)
	중국	543	589	949	807	767	645	665	686	638	414	673	571	0.4
	비중 (%)	24.5	26.4	34.3	31.9	31.2	30.7	29.7	30.5	30.0	29.6	31.3	27.3	

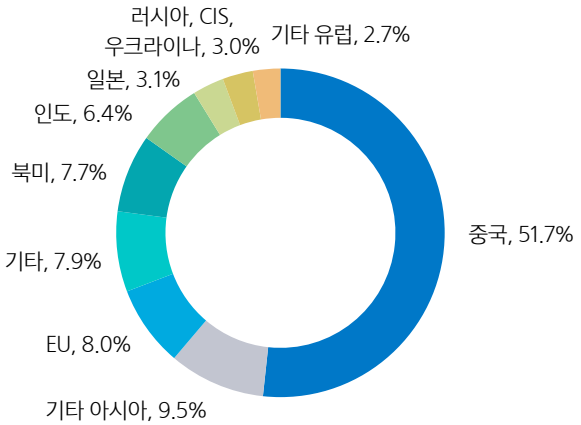
참고: 금속(알루미늄, 니켈, 주석, 아연, 구리)은 제련 광물 기준
자료: Wind, Bloomberg, Global Data, 삼성증권

철광석

철광석 공급의 인위적 감산은 없고 수요는 철강과 동일하다!

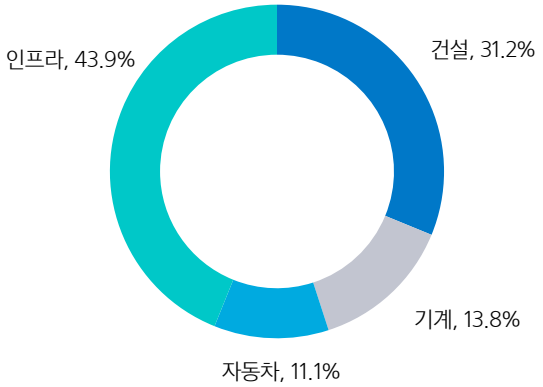
- 다른 commodity와 달리, 철광석은 철강 생산 외에는 쓰이지 않는 광물이다. 따라서, 큰 틀에서 볼 때 철광석의 수요는 곧 철강의 수요와 동일하다고 볼 수 있다. 철강 수요 전망 변화에 따라 철광석 가격이 크게 변동하는 이유는 바로 여기에 있다. 이에 따라, 철광석 수요를 전망하기 위해서는 철강 수요 흐름을 파악할 필요가 있으며, 글로벌 철강 수요의 50% 이상이 중국이라는 점을 감안하면 중국 경기 흐름이 철광석 수요에 지대한 영향을 미친다고 볼 수 있다. 지난 10년간의 흐름 속에서 특정 구간을 제외하고 전반적으로 철광석과 중국 열연 가격 간 흐름이 거의 동일했다는 점이 이를 증명한다.

국가별 글로벌 철강 수요 비중



자료: WSA, 삼성증권

2023년 중국 철강 수요 비중



참고: 부동산에 대한 철강 수요를 부동산 착공 면적과 동일하다고 가정할 경우, 중국 철강 수요에 있어 이미 인프라가 부동산보다 크게 형성된 것으로 판단됨
자료: CEIC, 삼성증권

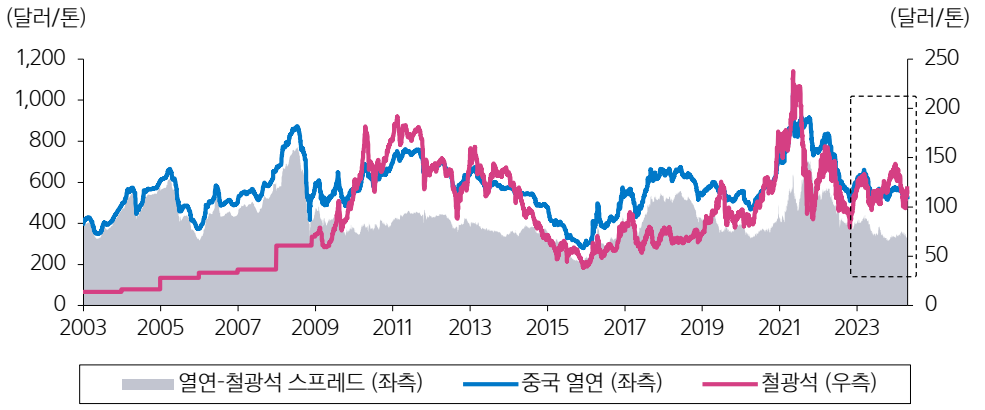
중국 철강 수요 전망 테이블

(전년 대비, %)	착공 면적	제조업설비투자*	자동차 생산량	인프라고정자산투자**	전방산업 합산 증가율	명목수요	실질 수요 증가율
2011	17.1	44.4	2.7	2.8	18.6	8.7	9.1
2012	(5.6)	66.6	4.2	14.6	11.6	2.6	2.9
2013	13.6	17.2	13.9	22.9	14.9	8.7	12.3
2014	(12.5)	12.9	6.8	19.9	0.9	2.2	(4.1)
2015	(14.3)	10.6	4.6	(9.7)	(7.5)	(5.4)	(5.4)
2016	8.5	3.8	13.7	17.4	10.4	1.2	1.3
2017	7.3	7.8	3.6	17.8	9.1	10.2	13.6
2018	15.9	9.5	(3.1)	3.8	10.3	11.2	7.9
2019	8.3	3.1	(8.1)	3.8	5.4	7.5	4.3
2020	(8.8)	(2.2)	(1.9)	0.9	(4.7)	10.3	8.0
2021	(11.4)	13.5	3.9	0.4	(4.2)	(5.5)	(2.6)
2022	(39.4)	9.1	2.3	9.4	(9.9)	(2.4)	(3.5)
2023	(20.9)	6.5	11.9	5.9	(1.7)	(2.7)	(2.0)
2024E	(10.0)	6.5	7.0	7.0	2.2		0.7

참고: * 기존 제조업설비투자 업데이트가 2017년으로 종료되어, 고정자산투자 내 제조업 투자증가율로 대체
** 인프라 고정자산투자액 업데이트가 2017년으로 종료되어, 현재 업데이트하고 있는 인프라 투자 증가율 월별 수치 적용
자료: 삼성증권 추정

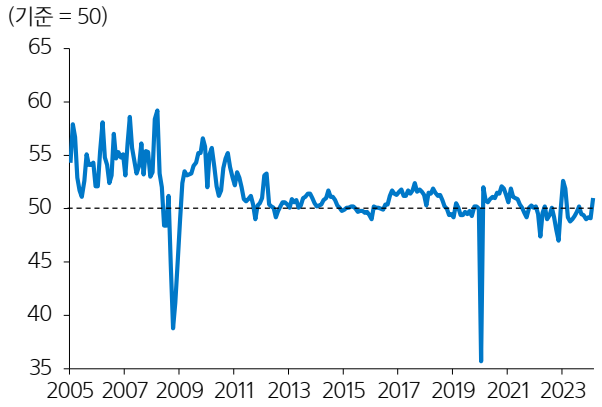
- 큰 흐름으로는 중국 철강 수요가 철광석 가격의 방향성을 결정하는 요인이지만, 단기적 시각에서 본다면 직접적인 철광석 수요는 철강 생산량에 따라 결정된다. 즉, 수요가 부진하더라도 철강업체들이 고정비 감축을 위해 생산량을 늘린다면 철광석 수요는 증가하게 되고, 반대로 수요가 좋더라도 친환경 기조 강화로 인해 철강업체들이 생산량을 줄인다면 철광석 수요는 감소하게 된다. 2024년 들어 철강 가격과 다소 동떨어진 모습을 보이는 철광석 가격 흐름은 이를 통해 설명된다.
- 즉, 철강 수요 부진 및 철강사 스프레드 축소로 인한 마진 압박에 대해 2023년말 중국 철강사들은 생산량 감축으로 대응하였으며, 이에 따라 철광석 가격은 2024년 3월까지 철강사들의 수요 감소에 기반한 가격 약세를 경험하였다. 그러나, 4월 들어 1) 3월 중국 제조업 PMI(3/31 발표)의 예상 상회로 인한 철강 수요 개선 기대감, 2) 1Q24 스프레드 소폭 개선을 경험한 중국 철강사들의 생산량 증가 기대감 등이 철광석 가격을 재차 상승시키는 요인으로 작용하였다. 다만, 4월 중순 발표된 중국 3월 매크로 실질 지표들은 오히려 1-2월 대비 둔화된 것으로 확인됨에 따라, 중국 철강 수요 회복은 좀 더 오랜 기간 점진적으로 이루어질 것으로 예상된다.

중국 열연 가격 vs. 철광석 가격



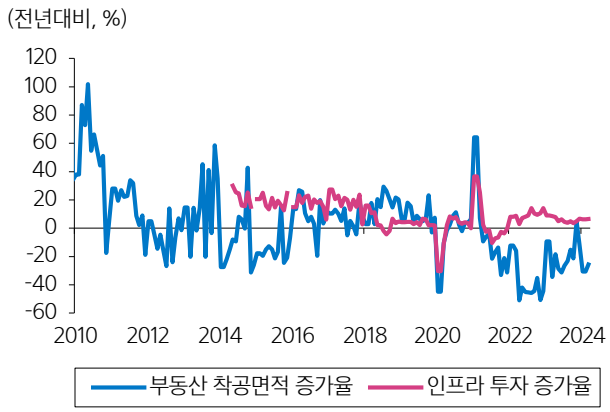
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 제조업 PMI 지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 부동산 착공 면적 증가율 vs. 인프라 투자 증가율

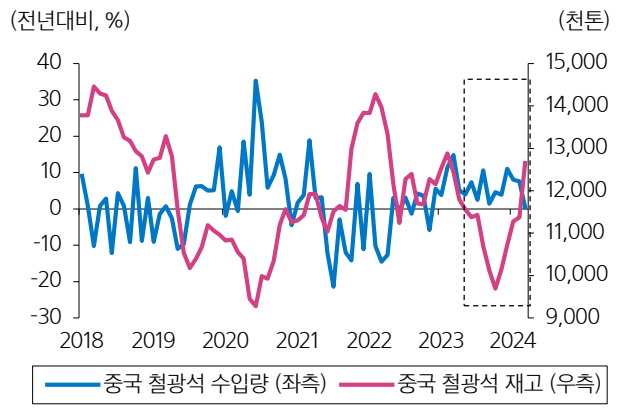


자료: CEIC, 삼성증권

철광석과 구리의 차이점 1) 공급 감산 여부

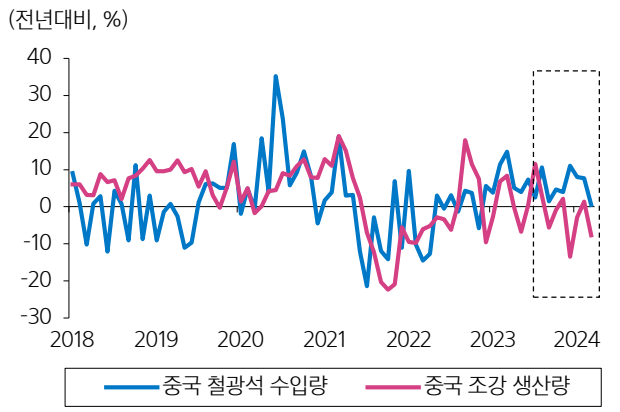
- 작년 하반기 철강 수요 부진으로 인해 철강 가격이 약세를 보이는 상황에서도 철광석 가격은 오히려 상승하였다. 이는 1) 3Q23 노후 광산들의 생산 효율 하락 등으로 글로벌 상위 광산업체들이 모두 생산량이 감소한 한편, 2) 작년 8월까지 중국 조강 생산량이 전년 대비 증가하며 중국 철광석 항구 재고가 꾸준히 감소함에 따른 재고 축적 수요 회복에 기인한다.
- 한편, 글로벌 상위 철광석 광산업체 중 브라질 Vale는 2024년 생산량 가이던스를 작년 생산량 대비 1.9% 감소한 3.1-3.2억 톤(실제로 2023년 생산량 가이던스와 동일한 수준)으로 제시한 반면, 호주 BHP는 작년 생산량 대비 2% 증가한 2.54-2.65억 톤으로 제시하였다. 또다른 광산업체인 호주 Rio Tinto는 자사 주요 광산인 Pilbara 광산에서의 2024년 판매량 가이던스를 전년과 유사한 3.2-3.4억 톤으로 제시하였다. 이러한 생산량 및 판매량 가이던스는 실질적으로 철광석 광산업체들이 가격 하락에 대한 감산 대응을 특별히 하고 있지 않다는 점을 나타낸다.
- 2023년 11월 파나마 정부가 First Quantum의 Cobre Panama 광산 폐쇄를 명령한 것이나, Glencore, Anglo American 등 주요 구리 광산업체들이 인플레이션 및 채굴 난이도 증가 등에 따른 cash cost 상승을 이유로 인위적인 구리정광 생산량 감축을 진행하고 있다는 점과는 사뭇 다른 상황이다. 이에 더해, 구리는, 1) 중국 제련업체들의 TC 하락 대응을 위한 감산 합의, 2) 4월 미국과 영국의 러시아산 신규 구리 생산량에 대한 수입 금지 조치, 3) BHP의 Anglo American 지분 인수 제안 등 대형 광산업체들의 합종연횡 시도 등 지속적으로 공급 조절이 이루어질 만한 event들이 활발히 나타나고 있다. 결국, 올해 들어 구리와 철광석 간 가격 방향성에 큰 차이가 발생한 것은 (과거에는 중국 경기 움직임에 기반해 구리와 철광석 간 가격 흐름의 동일성이 높았었음) 공급 감산 의지에 기인한 것으로 판단된다.

중국: 철광석 수입량 vs. 재고



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국: 철광석 수입량 vs. 조강 생산량



자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 광산업체 분기 철광석 생산량

(천톤)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Vale	59.6	67.6	88.7	84.5	68.0	75.7	89.4	82.5	63.9	74.1	89.7	80.9	66.8	78.7	86.2	89.4	70.8
BHP	60.0	66.7	66.0	62.4	59.9	65.2	63.3	66.1	59.7	64.2	65.1	66.9	59.8	65.3	63.2	65.8	61.5
Rio Tinto	66.8	71.7	73.7	73.7	65.7	66.2	72.1	72.6	62.5	68.6	73.7	78.4	69.8	70.6	73.2	76.5	68.7
합계	186.4	206.0	228.4	220.7	193.6	207.2	224.8	221.1	186.1	206.9	228.5	226.2	196.3	214.7	222.7	231.7	201.0
(전년 대비, %)																	
Vale	(18.2)	5.5	2.3	7.9	14.1	12.0	0.8	(2.4)	(6.0)	(2.1)	0.3	(2.0)	4.5	6.3	(3.9)	10.6	6.1
BHP Billiton	7.0	6.6	8.3	3.3	(0.3)	(2.2)	(4.2)	5.9	(0.3)	(1.7)	2.8	1.2	0.1	1.8	(2.8)	(1.7)	2.8
Rio Tinto	0.3	5.2	(1.9)	3.4	(1.7)	(7.6)	(2.2)	(1.6)	(4.9)	3.6	2.3	8.1	11.7	2.9	(0.7)	(2.4)	(1.6)
합계	(4.7)	5.8	2.5	5.0	3.8	0.6	(1.6)	0.2	(3.9)	(0.1)	1.6	2.3	5.5	3.8	(2.5)	2.4	2.4

자료: Bloomberg, 삼성증권

2023년 이후: 구리 가격 vs. 철광석 가격

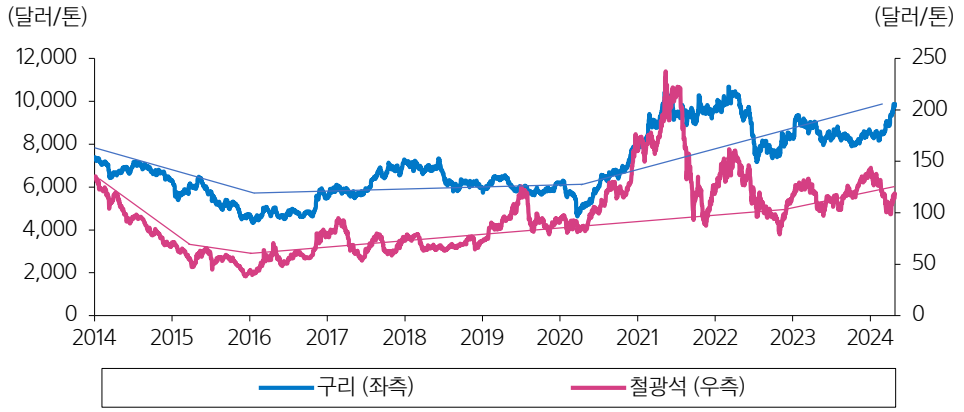
자료: Fastmarkets, Bloomberg, 삼성증권

철광석과 구리의 차이점 2) 쓰이는 곳이 다르다

- 앞서 주지한 바와 같이, 철광석의 수요는 철강의 수요와 동일하다. 철강은 다양한 산업의 기초 소재로 활용되고 있지만, 특히 중국에서는 부동산과 인프라향 철강 수요 비중이 압도적으로 높다. 이에 따라, 중국 부동산 시황 및 재정정책은 철강 수요 방향성을 가늠하는 주요 지표이다. 지난 수십년 간의 고성장을 뒤로 하고, 중국 부동산 경기는 현재 힘든 국면을 맞이하고 있다. 부동산 가격 회복이 미진한 가운데, 개발업체들의 재무구조 악화로 인한 산업 전반의 흔들림은 여전히 현재 진행형이다.
- 중국 정부는 금리 인하 및 건실한 개발업체들에 대한 금융 지원 강화 등을 통해 부동산 경기 회복을 꾀하고 있지만, 1) 최근 양회를 통해서도 드러났듯이 정부의 부동산 정책 기조는 대대적인 부양보다는 체질 개선을 위한 구조조정을 병행하여 균형에 초점을 둔 방향으로 진행되고 있고, 2) 부동산 정책이 신규 착공을 늘리기보다는 기존 완공된 재고 소진을 위한 거래 회복을 좀 더 우선 순위로 두고 있어 건물 착공과 더 맞닿아 있는 철강 수요 회복이 쉽지만은 않은 상황이다.
- 중국 철강 수요의 약 40% 이상을 차지하는 인프라 투자는 중국 재정 정책 강화 여부에 따라 그 흐름이 결정되며, 통상적으로 현재와 같은 경기 부진 하에서 중국 정부는 재정정책 강화를 통한 인프라 확대를 경기 회복의 도구로 사용해 오곤 했다. 이번에도 1조 위안 국채 발행 등 인프라 투자 활성화를 위한 움직임을 보이고 있지만, 최근 지방정부의 역외 부채에 대한 조사를 중앙정부가 강화하겠다고 발표하는 등 인프라 투자를 위한 지방정부의 자금 조달에서의 부실에 대한 우려 또한 여전히 존재한다. 결국 중국 철강 수요 회복이 단기에 빠르게 이루어지긴 쉽지 않은 환경이며, 좀 더 시간을 두고 그 흐름을 지켜볼 필요가 있다. 이는, 수요 측면에서 철광석 가격의 꾸준한 우상향을 주장하기 어려운 이유이기도 하다.
- 구리 수요도 보통 중국 인프라 투자와 밀접한 관련이 있다고 여겨진다. 구리 전체 수요의 약 절반 가까이를 중국이 차지하고 있으며, 구리는 보통 전선(건물, 인프라 등에 주로 활용) 등 전기 이동 수단의 소재로 활용되는 대표적인 전도체이기 때문이다. 다만, 최근 electrification이라는 큰 물결 속에서 구리 수요의 구조적 증가 가능성이 하나의 화두로 자리잡고 있다. 1) 친환경 기조로 인해 신재생 에너지 발전 비중이 높아지며 전력 발생지와 수요지 간 연결을 위한 구리 사용량이 늘어날 수 있고(파워그리드 수요), 2) 전기차(대당 구리 수요 약 75kg) 증가로 인해 기존 내연기관차(대당 구리 수요 약 25kg) 생산 대비 대당 구리 사용량이 약 3배 이상 증가할 것으로 여겨지며, 3) 최근에는 AI 수요 급증에 따른 데이터센터(구리 수요 27kg/MW) 건설 활성화가 구리 수요 증가를 이끌 것이라는 전망까지 제기되고 있다. 다만, 구리 수요의 구조적 증가는 단기적 흐름이 아니라 중장기적으로 꾸준히 이루어지는 요소임을 고려해야 한다. 즉, 파워그리드 및 데이터센터, 전기차 등 구리 수요의 구조적 성장을 이끄는 요인들이 아직 구리 전체 수요에서 차지하는 비중이 높지 않아, 기존 전통 구리 수요(중국 인

프라 등)의 둔화를 쉽게 방어하기 어렵다는 점을 주지해야 한다. 그러나, 한 가지 확실한 점은, 철광석을 포함한 다른 commodity들과 달리 구리는 최소한 구조적 성장이 기대되는 수요 분야들이 있어 상대적 outperform이 가능하다는 것이다. 이미 지금도 이러한 점들이 철광석과 구리 가격의 방향성 차이를 유발하고 있음에 주목한다.

지난 10년간의 가격 흐름: 구리 vs. 철광석

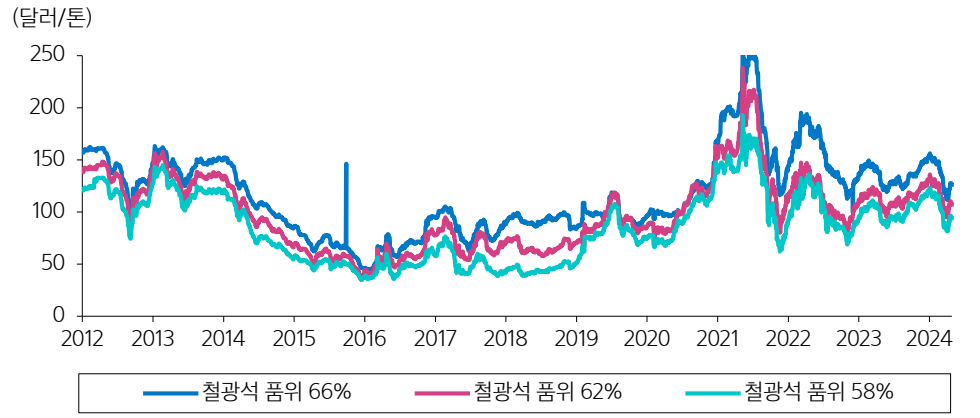


자료: Fastmarkets, Bloomberg, 삼성증권

철광석보다 좀 더 편안한 구리

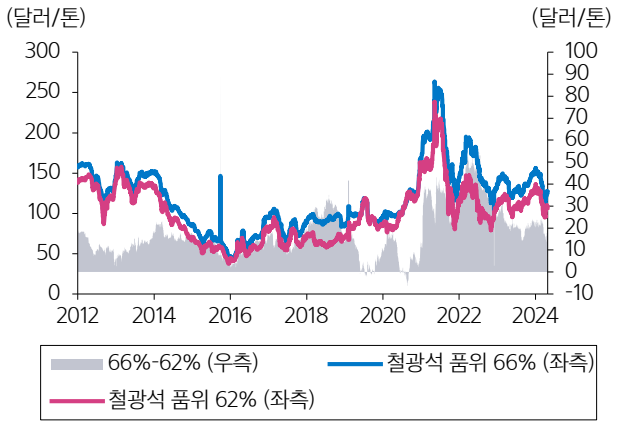
- 결국, 구리는 공급 측면에서 철광석 대비 하방 경직성을 강하게 띨 것으로 예상되는 한편, 수요 측면에서도 철광석 대비 양호한 흐름이 기대된다. 물론, 중국 경기가 화려하게 부활한다면 철강 수요 회복에 기반한 철광석 수요 회복을 기대할 수 있지만, 당분간 이에 대한 기대를 강하게 가지긴 어렵다는 점을 고려할 필요가 있다. 다만, 철광석 내에서도 고품질 철광석의 상대적 가격 강세 가능성은 중장기적으로 열려 있다. 이는 철강산업의 친환경 기조 강화에 기반한 것으로, 철강 생산의 효율성 제고를 위해서든 수소환원제철공법과 같은 신기술의 상용화를 위해서든 고품질 철광석의 쓰임새가 더 커질 것이기 때문이다. 당분간 철광석 대비 구리 가격의 상대적 강세가 이어질 것으로 전망하며, 철광석 가격의 상승을 예단하기 위해 1) 철광석 광산업체들의 감산 여부, 2) 중국 경기 회복 여부, 3) 고품질 철광석의 상대적 가격 강세 여부 등을 유심히 살펴봐야 할 것이다.

철광석 품위별 가격 추이



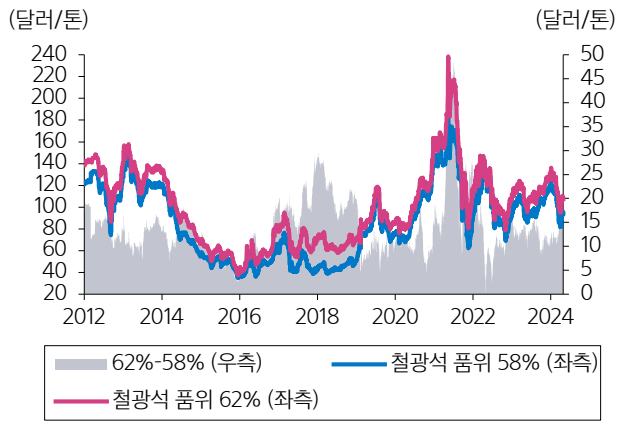
자료: Bloomberg, 삼성증권

철광석 품위 66% vs. 철광석 품위 62%



자료: Bloomberg, 삼성증권

철광석 품위 62% vs. 철광석 품위 58%



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 철강산업 구조조정

중국의 철강산업 구조조정이 장기화되고 있다. 철강산업의 수요를 획기적으로 제고할 수 있는 신시장의 부상이나 신기술 혁신이 나타나기 전까지 철강산업은 수요보다는 구조조정에 초점을 맞추어야 한다. 1960년대 일본, 1980년대 한국의 철강산업 성장에 비해서 1990년 이후 중국 철강산업의 공급과 수요팽창은 가장 가파른 형태로 진행되었는데 이러한 중국 철강산업의 성장 속도와 글로벌 시장점유율은 내부 인프라수요가 폭발적으로 증가하였던 1900년대 미국 철강산업 성장사례와 유사한 것이다.

철강산업 수요는 1) 수요 버블발생 이후 중장기 조정(1974~95년), 2) 글로벌 저성장과 철강수요 둔화 추세를 감안할 때 당분간 조정 국면이 유지될 가능성이 높다. 글로벌 철강생산 증가는 세계 경제성장률과 높은 양의 상관관계를 보여왔으나 최근에는 글로벌 도시화율 진척과 제조업 인프라 구조조정, 신흥국을 제외한 선진국의 높은 자동차 보급률로 인해 세계 경제성장률에 비해 철강수요는 감소하는 추세가 명확하다.

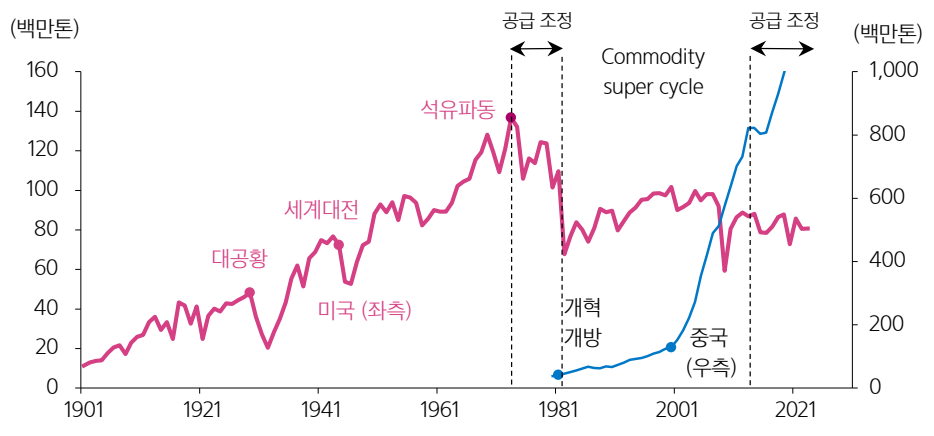
글로벌 철강산업의 리더십을 보유했던 국가의 수요 둔화와 경쟁력 약화는 필연적으로 공급 구조조정으로 연결될 것이다. 미국의 경우 1973년 이후 10년에 걸친 공급 구조조정을 통해 30.9%의 조강생산량을 감축한 바 있다(미국의 1973년 조강생산량 1.27억톤은 당시 글로벌 경제규모 4.6조 달러 감안시 현재의 21.4억톤에 해당). 중국 철강산업은 공급 개혁의 강도가 점차 강화될 것으로 예상한다.

글로벌 철강산업 구조조정 사례

	1880 ~ 1900년대	1960 ~ 1980년대	1990 ~ 2000년대	2015 ~
배경	대량 생산기술혁신	수요 둔화 & 경쟁 심화	세계적 공급 과잉	수요 둔화 & 공급 과잉
주요국가	미국	일본/영국/프랑스	인도/일본/중국	중국
주요사례	카네기, US스틸 합병	신일본제철, British Steel, Usinor-Sacilor	Arcelor Mittal, 상해보산, JFE Steel	우한철강, 민영철강사

자료: World Steel, 삼성증권 정리

미국과 중국 조강생산 추이



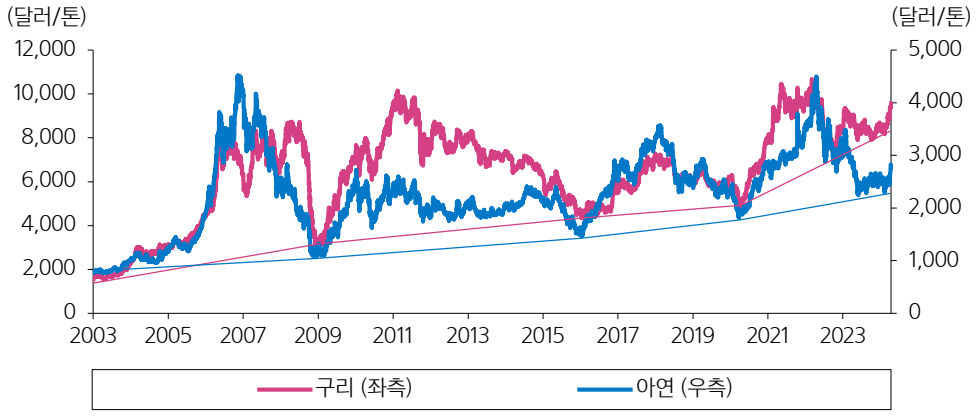
자료: Bloomberg, 삼성증권

구리

공급에서 출발한 가격 상승, 수요 기대까지 더해진 상황

- 2024년 들어 구리 가격은 현재까지 16% 상승하며, 주요 구리 관련 업체들의 주가 반등을 야기하고 있다. 2021년 수급 불균형에 기반하여 역사상 최고치(10,674달러/톤)를 기록했던 구리 가격은 2022년 하반기 부동산을 중심으로 한 중국 수요 둔화 우려로 인해 약세 전환하였다.
- 2023년 초 중국 리오프닝 기대감으로 가격이 잠시 회복되기도 했지만, 1) 리오프닝 효과 미발현, 2) 미국 기준금리 인상으로 인한 달러 강세, 3) 중국 수요 부진 지속 등으로 인해 구리 가격은 2023년 내내 박스권 내 움직임을 기록하였다. 다만, 2023년 구리 가격 흐름에 있어 주목할 점은 약세 움직임 속에서도 바닥을 다져왔다는 점이다. 수요 부진 우려가 지속되었음을 감안하면, 가격 추가 하락을 제한시킨 요인은 공급에서 찾을 수 있다(실상 구리뿐만 아니라 아연도 비슷한 흐름을 시현하였으며, 그 이유 또한 동일하다는 점에서 금속 산업 cycle의 특성을 파악할 수 있다).

구리 및 아연 가격



자료: Bloomberg, 삼성증권

구리 가격 반등의 서막 1) 구리 광산업체들의 생산 감축

- 실제로 광산업체들의 공급 조절이 시작된 것은 아연이 먼저였다. 2021년 정점을 찍은 이후 가격 하락이 지속되며 아연 광산업체들의 매출 감소는 불가피했지만, 에너지 비용 증가 등 인플레이션과 인건비 상승 속에서 나타난 비용 증가는 광산업체들의 마진 압박으로 작용하였다. 결국 마진 압박이 높아 공헌이익조차 담보하기 어렵다고 판단되는 광산들에 대해 일부 아연 광산업체들이 2023년 6월 생산 감축을 잇달아 발표하기 시작했으며, 아연 가격은 2023년 6월 2,250달러/톤을 바닥으로 소폭이나마 회복이 시작되었다. 수요 회복이 요원해 보였기에 가격 자체는 range 안에서 등락을 반복하긴 했지만, 광산업체들의 생산 조절에 기반해 2023년 6월 이후 가격 하단을 지속 방어해 나가는 모습을 보여주었다.
- 구리는 이러한 공급 조절을 통한 가격 하방 경직성 확보가 좀 더 늦은 2023년 11월에 나타났다. 사실 구리 공급 위축 가능성이 크게 제기된 것은 파나마 대법원이 작년 11월 First Quantum Minerals가 보유한 Cobre Panama 구리 광산에 대해 20년간 부여된 운영권을 위헌이라고 판결하면서 광산 운영이 중지되면서부터다. 실제로 해당 광산에 대해 운영권이 부여된 이후 물 부족 등 환경 파괴에 대한 염려 및 계약 조건에 있어 광산업체 대비 파나마에 대한 수익 배분에 대한 불만 등이 겹쳐져 채굴 반대 시위가 격해졌었다. 해당 광산의 연간 구리 정광 생산량이 약 400,000톤이며, 이는 2024년 구리 정광 전체 생산량 추정치의 1.7%에 달한다.
- 수급 불균형 정도가 조금만 엇나가도 금속 가격 변동이 크게 나타난다는 점을 감안하면, 1.7%에 달하는 구리 공급이 없어지는 것은 단기적인 공급 부족 현상을 크게 야기할 수 있기에 구리 가격은 이 때부터 바닥을 다지게 되었다. 이에 더해, 2023년 10월 Glencore는 호주 2위 구리 생산량을 기록하던 Mount Isa 구리 광산 3개(2022년 기준 191,612톤 생산)를 정광 고갈을 이유로 2025년말까지 점진적으로 폐쇄하기로 결정했으며, 2023년 12월 미국 광산업체인 Anglo American은 2024년 구리 정광 생산량을 2023년 대비 4.4-11.6% 감축한 73-79만 톤, 2025년 생산량은 2024년 대비 5.3% 감축한 69-75만 톤을 가이던스로 제시했으며, 이를 통해 구리 정광 생산 단가를 2023년 632달러/톤에서 598달러/톤으로 5% 절감할 계획이다. 이러한 광산업체들의 생산 감축이 당시 구리 가격 급등을 곧바로 야기하진 않았지만, 최소한 구리 가격 하락을 방어해주며 바닥을 다져주는 요인으로 작용하였다.

구리 정광 생산 감축 현황

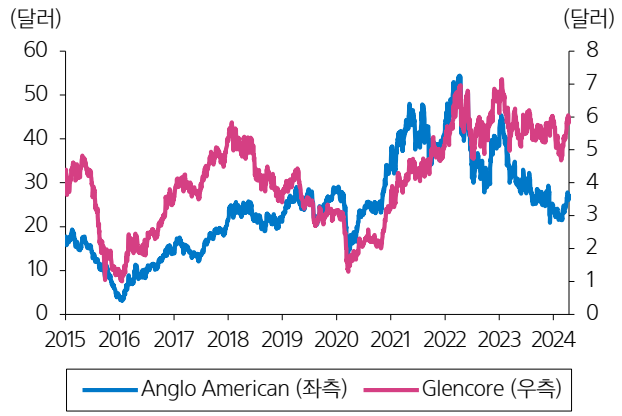
(천톤)	구리정광 생산량	감소 폭 (%)
글로벌 생산량 전망	23,195	
Cobre Panama 구리 광산 생산 중단	400	1.7
Glencore, Mount Isa 구리 광산 폐쇄	192	0.8
Anglo American 구리 정광 생산 감축	66	0.3
합계	658	2.8

참고: 글로벌 생산량은 ICSG 2024년 전망치 사용
자료: ICSG, 삼성증권

First Quantum Minerals 주가 추이

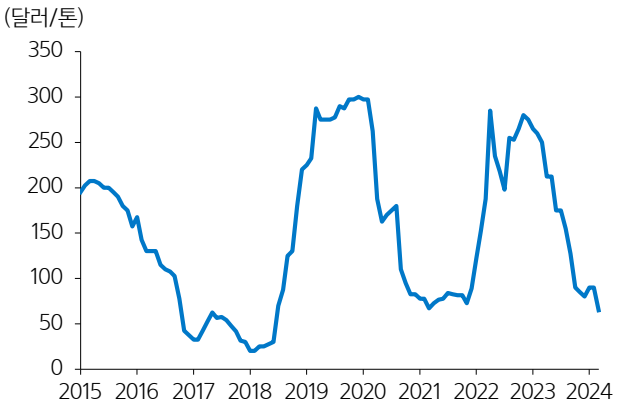
자료: Bloomberg, 삼성증권

주가 추이: Anglo American vs. Glencore



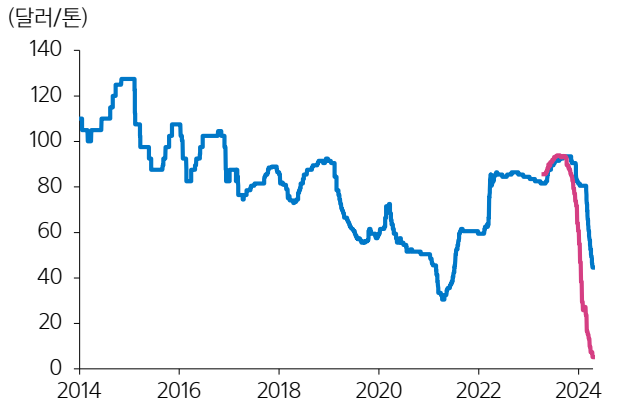
자료: Bloomberg, 삼성증권

아연 spot TC



자료: Fastmarkets, 삼성증권

구리 Spot TC



참고: Fastmarkets에서 조사 중인 구리 spot TC 하락은 더 가팔라서, 2023년 11월말 79달러/톤에서 2024년 4월 중순 5.2달러/톤으로 급락
자료: Bloomberg, Fastmarkets, 삼성증권

구리 가격 반등의 서막 2) 중국 구리 제련업체들의 생산 감축 합의

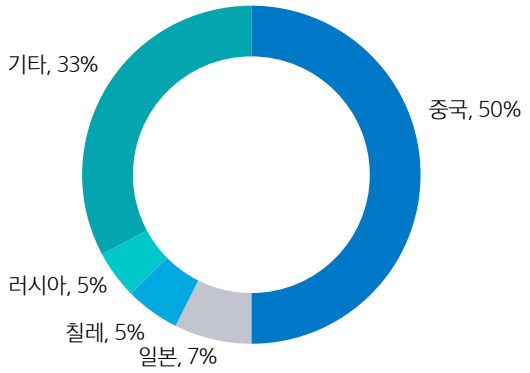
- 수력 발전에 의존하는 잠비아에서는 최근 지속되는 가뭄으로 인해 전력 부족을 경험하고 있으며, 이에 따라 지난 3월 초 중국 CNMC가 보유한 잠비아 Chambishi 구리 제련소가 올해 생산량을 20% 감축하기로 결정하였다. 이 제련소가 연간 제련하는 구리 공급량이 약 25만 톤 수준이기에, 20% 감축 자체가 2024년 글로벌 전체 제련량 추정치를 0.2% 감소시키는 요인으로 작용할 수 있다. 이에 더해, 2024년 3월 중순 중국 19개 구리 제련업체들이 한데 모여 생산 감축을 논의하였으며, 그 시기가 확정되진 않았지만 약 5-10%의 생산량 감축 목표가 제시된 것으로 파악되고 있다.
- 중국 전체 제련량이 글로벌 전체 제련량의 약 50%를 차지하고, 상위 13개 업체들의 비중이 상당히 높을 것으로 예상되는 바, 해당 제련업체들의 감산은 글로벌 전체 구리 제련량을 최소한 2% 이상 감소시키는 효과를 자아낼 수 있다. 실제로 중국 제련업체들의 감산 결정은 앞서 살펴본 구리 spot TC 하락에 기인한 것이다.
- 절대적인 구리 가격이 작년 하반기 이후 나름 견고한 수준을 유지하고 있긴 했지만, 제련업체들의 기본적인 수익을 담보해 주는 TC(Treatment Charge, 제련업체들이 광산업체들로부터 정광을 구매할 때 적용받는 할인 폭, 광산업체와 제련업체들 간 협상력 변화에 따라 TC는 매번 변화)가 광산업체들의 감산으로 말미암아 지속 하락한 것이 제련업체들의 실적 압박으로 다가온 것이다. TC 회복은 광산업체들에 대한 협상력 강화를 토대로 가능하나, 이 협상력은 두 주체 간 누가 더 공급을 적게 하느냐에 달려 있기에, 제련업체들은 감산 대응을 토대로 TC 회복을 추진하는 것으로 이해된다. 그 과정에서 구리 제련량의 감소가 나타나며 구리 가격은 추가 상승하고 있다.

구리 제련량 감축 현황

(천톤)	구리 제련량	감소 폭 (%)
글로벌 제련량 전망*	27,534	
잠비아 Chambishi 제련소 생산 감축	50	0.2
중국 제련업체 감산 합의**	551	2.0
합계	601	2.2

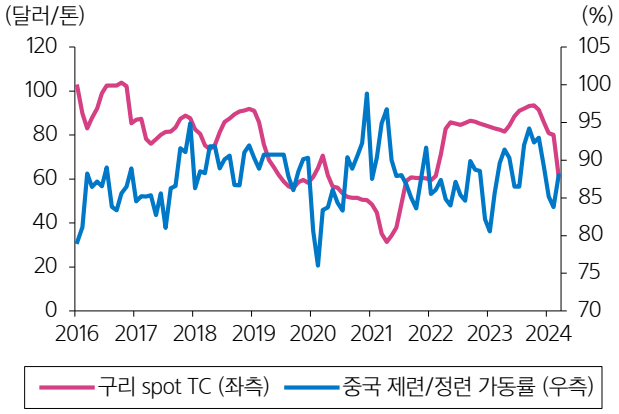
참고: * 글로벌 제련량은 ICSG 2024년 전망치 사용
** 중국 제련업체 점유율 50%, 감산 합의한 제련업체 합산 비중 80%, 감축율 5% 가정
자료: ICSG, 삼성증권

구리 제련 국가별 비중



자료: ICSG, 삼성증권

구리 Spot TC 및 중국 제련/정련 가동률

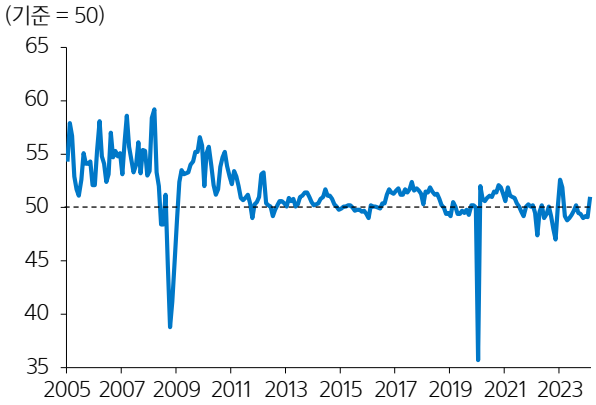


자료: Bloomberg, 삼성증권

구리 가격 반등의 서막 3) 3월 제조업 지표로 확인된 미국과 중국의 금속 수요 회복 기대감

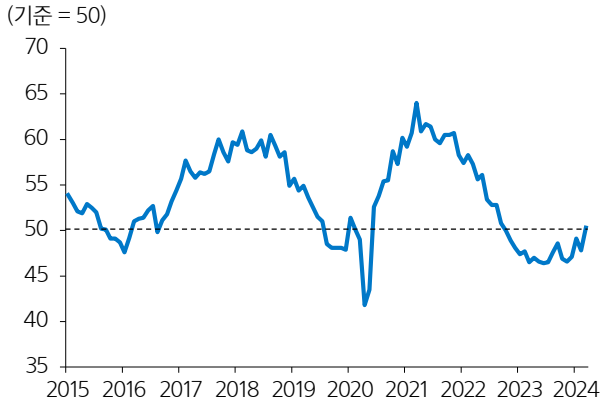
- 구리 광산의 공급 조절은 2023년 11월을 기점으로 본격화되었고, 구리 제련업체들의 감산 가능성도 3월 초부터 제기되었다. 실제로 구리 가격이 작년 6월 이후 지속된 박스권을 벗어나 상승한 시점은 3월 중순이기에, 광산의 공급 조절보다는 구리 제련업체들의 감산 합의 가능성 제기가 좀 더 가격에 큰 영향을 줬다고 볼 수 있다. 그러나, 4월 들어 추가적인 가격 level-up이 진행된 것은 공급 조절에 더해진 수요 회복 가능성에 기인한다. 3월 31일 발표된 3월 중국 제조업 PMI 지수가 예상을 상회한 한편, 4월 1일 발표된 미국 3월 ISM 제조업 지수도 예상을 상회하며 제조업 경기가 생각보다 우호적인 방향으로 흘러가고 있다는 기대가 제고되었다. 특히, 구리 수요의 50%를 차지하는 중국의 경기 지표 회복은 예상 밖 모습이었으며, 구리 실수요 회복과 직접적으로 연계될 수 있기에 관심이 집중된 상황이다. 다만, 중국 PMI 지수의 반등이 3월 초 양회 개최 등으로 인한 심리적인 단기 반등(지속성 부족)에 불과할지, 작년 하반기부터 이어진 중국 정부의 경기 부양책의 실질 효과(지속성 존재)인지 당장 판단하긴 어렵다. 실질 수요의 회복이 현실화된다면 구리 가격이 직전 고점인 11,000달러/톤 이상으로 상승할 수도 있지만, 현시점에서는 2Q24 중국 실질 경기 지표를 좀 더 확인해볼 필요가 있다.

중국 제조업 PMI 지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 ISM 제조업 지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

구리 수급 전망 테이블

(백만톤)	2014	2016	2018	2020	2022	2023E	2024E
구리 공급	22.5	23.3	24.1	24.5	25.4	26.3	27.5
구리 수요	22.9	23.5	24.5	25.0	25.8	26.4	27.1
초과 공급량	-0.4	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.0	0.5

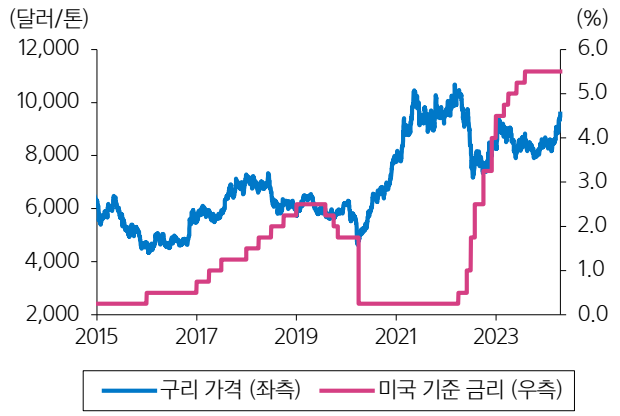
자료: ICSG, 삼성증권

아직 여러 매크로 변수들이 혼재하나, 단기 긍정적 가격 흐름 뒷받침할 요소들에 주목

3월 주요국 제조업 지표 호조, 2Q24에도 이어질지 확인해볼 필요 있을 것

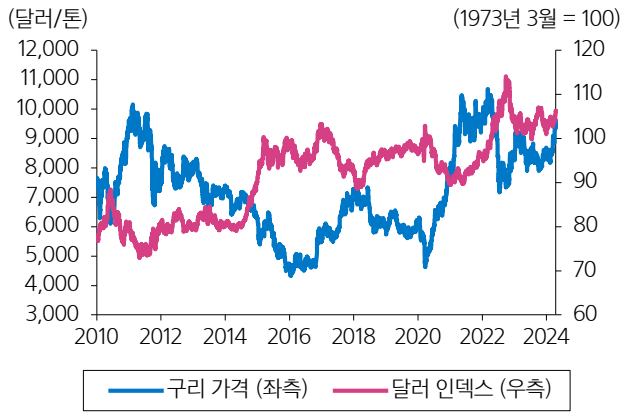
- 사실 미국 ISM 제조업 지수의 예상 상회는 경기 흐름 측면에서 반가운 소식이긴 하나, Fed의 기준금리 인하 시기를 지연시키는 요인이 될 수도 있다. 다만, 4월 초에 함께 발표된 미국 2월 실업수당청구 건수가 1월에 이어 지속 증가하며 예상을 상회함에 따라, Fed의 기준금리 인하는 당초 예상처럼 6월경에 시작될 가능성이 유지되었다. 그러나, 4월 10일 발표된 미국 3월 CPI 상승율이 시장 예상을 상회함에 따라 미국 기준금리 인하 시기 지연 가능성은 재차 높아졌다. 당사 매크로 전망 또한 CPI 상승률의 흐름을 반영하여 미국 기준금리 첫 인하 시기를 6월에서 9월로 변경하였으며, 금리 인하 횟수도 3회에서 2회로 하향 조정하였다. 이러한 기준금리 인하 시기 지연은 달러 약세 시기 또한 지연시키는 효과를 자아낼 수 있으며, 이는 구리를 포함한 commodity 가격 상승을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다. 물론, 이미 달러 인덱스가 지난 20년 평균 93.2보다 훨씬 높은 105.3에 형성되어 있어, 기준금리 인하 시기 지연이 달러 약세 시기를 지연시킬 뿐 추가적으로 달러 인덱스를 크게 상승시킬 가능성은 제한적이긴 하지만, 강달러의 지속이 반가울 순 없다.
- 한편, 중국 3월 제조업 PMI의 깜짝 반등은 실로 반가운 모습이지만, 4월 16일에 발표된 3월 중국 매크로 지표(산업생산 증가율, 고정자산 투자 증가율, 부동산 착공 면적 증가율 등)들은 여전히 실망스러웠다. 제조업 PMI는 제조업체들을 대상으로 한 설문 조사 결과이기에 심리지수에 가깝다면, 매크로 지표들은 실제 경제 지표와 더 연관성이 높다고 볼 수 있다. 따라서, 중국 경기 회복과 그에 따른 구리 실질 수요 회복을 쉽게 단언하기보다는, 2Q24에 발표될 PMI 및 매크로 지표들을 추가로 확인해 볼 필요가 있다. 최근 중국 중앙정부가 2009-2010년 경기 부양책의 일환으로 활용했던 이구환신을 다시 한번 강조하고 있지만, 실제 어느 정도의 재정을 활용하여 가전 및 자동차 구매 시 보조금을 제공할지 그 구체적인 수치가 아직 제시되지 않았기에, 이구환신 효과 또한 앞으로 추가적인 확인이 필요해 보인다. 결국, 글로벌 매크로 환경(강달러 지속 여부) 및 실수요(중국 경기 흐름) 등 구리 수요를 둘러싼 여러 요소들은 섣부른 긍정적 판단보다는 2-3개월의 추가적인 지표 확인을 통해 방향성을 가늠하는 인내심이 좀 더 필요해 보인다.
- 다만, 수요 측면에서 아직 온기를 강하게 느낄 만큼 불확실성이 해소되었다고 보긴 어렵지만, 공급 측면에서는 광산과 제련 모두에서 생산 조절을 진행하고 있기에, 구리 가격은 분명 작년보다는 더 강한 하방 경직성을 지니게 되었다고 판단된다. 특히, 최근 미국과 영국이 러시아산 금속(구리, 니켈, 알루미늄)의 자국 내 거래소 유입을 금지한 조치는 추가적인 공급 감소 요인으로 작용할 수 있다. 미국과 영국 정부는 지난 4월 12일, 러시아에 대한 추가적인 공동 제재 조치로 시카고상업거래소(CME)와 런던금속거래소(LME)의 러시아산 구리, 니켈, 알루미늄의 4월 13일 이후 신규 생산 물량에 대한 수입을 금지하였다.
- 실제로, 러시아는 2023년 제련된 구리 기준 100만 톤 생산으로 전 세계 구리 생산량의 4%, 니켈은 20만 톤 생산으로 전 세계 니켈의 6%를 생산하고 있다. 러시아의 알루미늄 제련 및 제조 기업 Rusal이 2023년 알루미늄 약 380만 톤을 생산하며 전 세계 알루미늄의 5%를 생산하고 있다. 또한 블룸버그에 의하면 3월말 기준 LME 창고의 구리 재고량의 62%, 니켈 재고량의 36%, 알루미늄 재고량의 91%가 러시아산이다. 이처럼 주요 금속에서 러시아의 유의미한 비중을 고려한다면, 미국과 영국의 러시아산 금속 수입 금지 조치는 구리 가격의 하방 경직성을 제공해주는 또다른 요인으로 작용할 수 있다. 이처럼, 수요에의 불확실성에도 불구하고 공급 측 요인에 기반해 구리 가격의 하락 가능성이 크게 높지 않다는 점을 고려하여, 구리 관련 기업들에 대한 투자 판단에 있어서도 구리 가격에 대한 과도한 공격적 가정보다는 현재 수준에서 크게 흔들리지 않는다는 가정 하에서도 견고한 이익과 매력적인 valuation을 기대할 수 있는 기업들을 중심으로 포트폴리오를 꾸려나갈 것을 추천한다.

미국 기준 금리 vs. 구리 가격



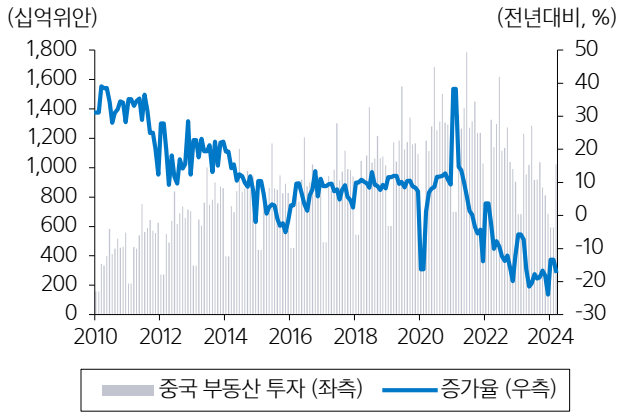
자료: Bloomberg, 삼성증권

달러 인덱스 vs. 구리 가격



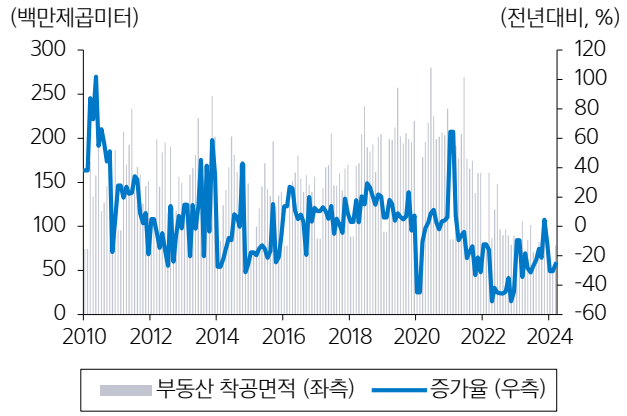
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 부동산 투자 증가율



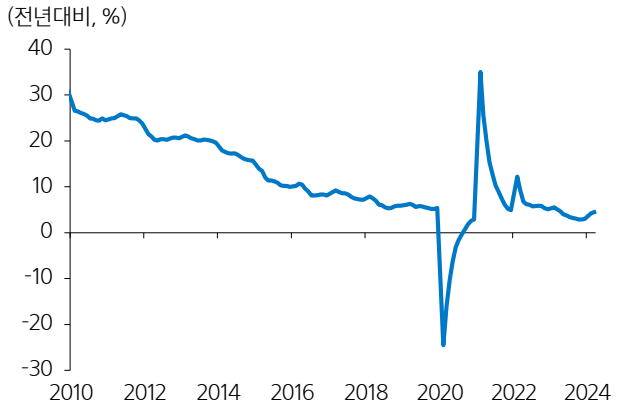
자료: CEIC, 삼성증권

중국 부동산 착공 면적 증가율



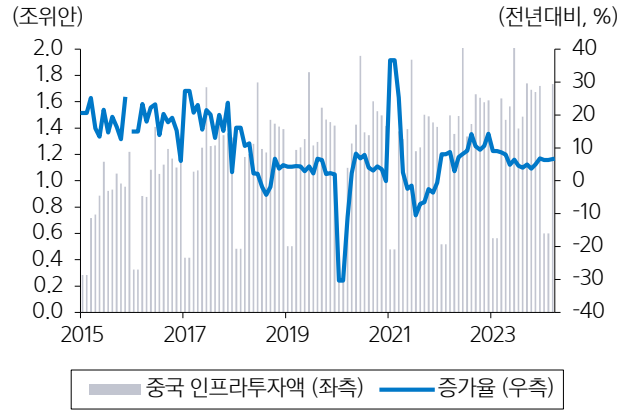
자료: CEIC, 삼성증권

중국 고정자산 투자 증가율



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 인프라 투자 증가율



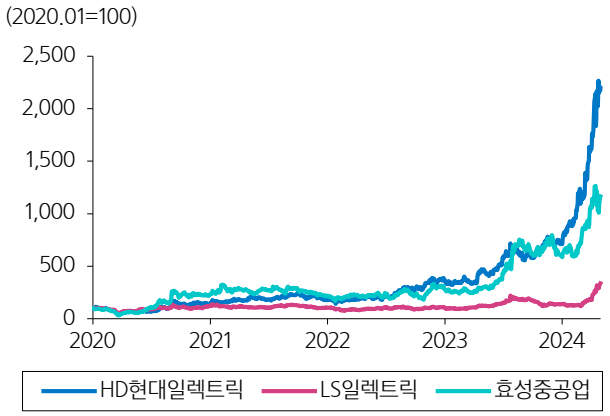
자료: Bloomberg, 삼성증권

Electrification, 구조적 흐름은 긍정적이나 비중 변화에 더 주목 필요

중장기 관점에서 긍정적 효과 기대

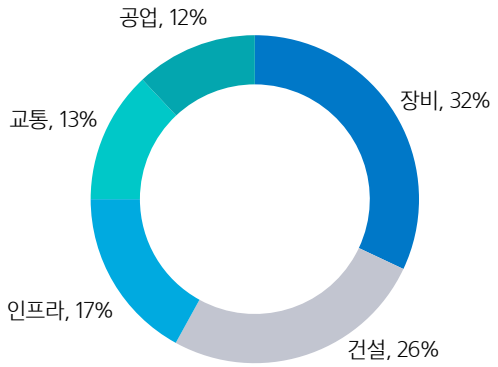
- Electrification의 큰 물결은 구리 수요의 구조적 증가로 표현되고 있다.
- 발전 영역에서의 신재생 에너지 비중 증가, 자동차 산업에서의 전기차 비중 증가에 더해, AI 수요 증가에 따른 데이터센터 수 증가와 송배전 설비 증가 등은 모두 구리 수요 증가를 야기하는 흐름이기 때문이다. 실제로 IEA(2021년 5월 전망)는 파워 그리드 관련 구리 수요가 2020년 500만 톤에서 2040년 1,000만 톤으로 증가할 것으로 전망하고 있으며, BNEF(2023년 3월 전망)에서는 동일한 수요에 대해 2023년 500만 톤에서 2030년 1,300만 톤, 2040년 2,300만 톤으로 더 가파른 증가세를 전망하고 있다.
- 다만, 이러한 구조적 수요 증가 요인들이 현재 구리 전체 수요에서 차지하는 비중을 함께 살펴볼 필요가 있다. IEA의 파워 그리드 관련 구리 수요 및 BNEF의 그 외 electrification 관련 구리 수요 전망을 수용할 경우, 2024년 기준 파워 그리드, EV 배터리, 신재생에너지 등 신성장 영역에서의 구리 수요는 전체 구리 수요의 21.6% 수준으로 파악된다. 이 신성장 영역의 구리 수요 증가율은 2024-2030년 CAGR 7.6%에 이르긴 하지만, 그 외 전통적으로 구리를 사용하는 영역에서의 수요 증가율이 아직까진 전체 구리 수요 변화에 훨씬 더 큰 영향을 미칠 수밖에 없다. 만약 기존 수요 영역에서의 증가율을 IMF의 2024-2025년 글로벌 GDP 증가율 추정치와 유사한 3%로 가정한다면, 구리 전체 수요의 2024-2030년 CAGR은 4.1%에 이를 것으로 예상되며, 이는 2020-2023년 CAGR 2.7% 대비 좀 더 높은 수준이다 (BNEF의 전망치를 그대로 적용할 경우 2024-2030년 CAGR은 6.2%로 더 가파른 수요 증가세가 시현되나, 당사는 이 가정은 꽤 공격적 수준으로 판단 중).
- 한편, ICGS가 2023년 12월 발간한 레포트에 의하면, 2023-2027년 구리 광산 capacity가 연평균 3.4% 증가할 것으로 전망하고 있으며, 구리 제련 capacity는 동 기간 연평균 5% 증가할 것으로 추정하고 있다. 수급 상황은 늘 가격 변화에 따라 함께 변하기 마련이기에 명확한 전망은 내리긴 어렵지만, 여러 전망 기관들의 구리 수요와 공급 전망에 기반한 중기 구리 수급 상황은 electrification 관련 수요가 뒷받침될 경우 현재와 유사하거나 조금 더 타이트하게 변화할 개연성이 있다.
- 물론, 이러한 구리 수급과 가격 흐름은 단기적 관점에서 적용되기보다는 중장기적 관점에서 바라볼 필요가 있으며, 구리 수급에 영향을 미칠 다양한 요인들을 지속적으로 점검하며 대응해야 할 것이다. 한 가지 분명한 사실은, electrification에 따른 구리의 구조적 수요 증가가 무조건적인 구리 가격 상승으로 꾸준히 이어지는 요인으로 단정짓긴 어렵지만, 최소한 다른 기초금속 대비 구리의 상대적인 outperform을 가능케 만드는 요인이라는 점이며, 따라서 구리 관련 기업들에 대한 투자 판단 또한 중장기 흐름에 기반해 꾸려 나가야 할 것이다. 특히, 최근 구리 광산 3위 업체인 BHP가 구리 광산 6위 업체인 Anglo American 지분 100%를 390억 달러에 인수하겠다고 제안한 점이나(Anglo American은 이 금액이 저평가된 수준으로 판단하여 인수 제안 거부), 캐나다 광산업체 Teck Resources가 비철금속에만 집중하기 위해 작년 석탄과 비철금속(아연, 구리)를 인적 분할한 후 석탄 사업을 매각하는 모습 등은 중장기 수요를 토대로 투자 계획을 꾸려 나가는 글로벌 광산업체들이 이미 구리 사업 확장을 위한 행보를 보이고 있다는 점에서 시사하는 바가 크다. 구리의 중장기 수요에 기댄 광산업체들의 합종연횡 또한 구리 관련 기업들에 대한 투자 판단에 있어 흥미롭게 지켜봐야 할 변화일 것이다.

주가 흐름: HD현대일렉트릭 vs. LS일렉트릭 vs. 효성중공업



자료: Quantiwise, 삼성증권

구리 수요 전방산업별 비중



자료: ICSG, 삼성증권

구리 수요 전망 Breakdown (파워 그리드에 대한 IEA 전망치 적용 시)

(천 톤)	2023	2030	2023-2030 CAGR (%)
Electrification 관련*	5,862	9,803	7.6
파워 그리드	5,000	7,500	6.0
EV 배터리	580	1,800	17.6
풍력	189	352	9.3
태양광	82	104	3.5
EV 충전	11	47	22.6
기타**	21,238	26,120	3.0
구리 총 수요	27,100	35,923	4.1
Electrification 관련 수요 비중 (%)	21.6	27.3	

참고: * 파워 그리드는 IEA 전망치이며, 그 외는 BNEF 전망치; ** IMF 2024-2025년 글로벌 GDP 증가율 3.1-3.2%를 감안하여 가정
자료: IMF, IEA, BNEF, 삼성증권 추정

구리 수요 전망 Breakdown (파워 그리드에 대한 BNEF 전망치 적용 시)

(천 톤)	2023	2030	2023-2030 CAGR (%)
Electrification 관련*	5,862	15,303	14.7
파워 그리드	5,000	13,000	14.6
EV 배터리	580	1,800	17.6
풍력	189	352	9.3
태양광	82	104	3.5
EV 충전	11	47	22.6
기타*	21,238	26,120	3.0
구리 총 수요	27,100	41,423	6.2
Electrification 관련 수요 비중 (%)	21.6	36.9	

참고: * IMF 2024-2025년 글로벌 GDP 증가율 3.1-3.2%를 감안하여 가정
자료: IMF, IEA, BNEF, 삼성증권 추정

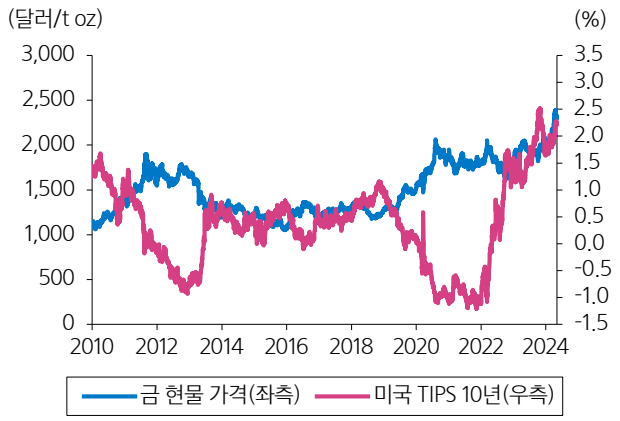
귀금속 - 구조적인 변화를 맞이한 귀금속 수요

전통 변수인 미국 실질금리의 영향력 약화

미국 실질금리는 귀금속 가격에 지대한 영향을 미친다. 귀금속은 배당과 같은 보유편익을 제공하지 않기 때문에 금리 상승은 귀금속 투자 기회비용의 증가로 이어지기 때문이다. 물론 귀금속이 인플레이션을 헤지해주지만, 기대 인플레이션이 차감된 실질금리는 오롯이 기회비용으로 작용한다. 따라서 실질금리가 상승하면 귀금속 가격이 하락하고, 반대로 실질금리가 하락하면 귀금속 가격이 상승했다. 2010년 미국의 양적 완화로 금리가 하락할 때 금 가격은 급등했으며, 2020년 Covid-19으로 연방기금 금리를 급격히 인하했을 때도 금 가격은 급등했다. 반대로 금리가 높은 구간에서는 귀금속 가격이 지지부진한 흐름을 보여왔다. 이처럼, 전통적으로 실질금리는 귀금속 가격에 핵심 변수로 작용해왔다.

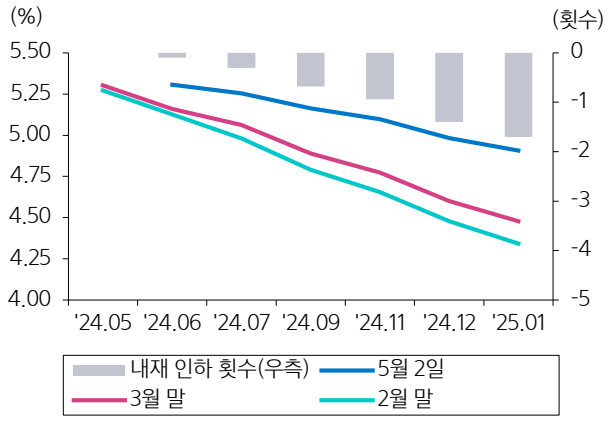
미국의 인플레이션이 시장의 예상보다 둔화 속도가 더디게 진행되면서 금리 인하 기대감이 감소했다. 이에 따라 연초만 하더라도 미국에서 5회 이상의 금리 인하를 단행할 것이라는 전망이 우세했으나, 최근에는 연내 2회 인하도 장담할 수 없는 상황이다. 이는 실질금리의 상승으로 이어졌고, 귀금속 투자의 기회비용을 증가시켰다. 하지만, 최근에는 실질금리 상승에도 불구하고 금 가격이 상승했다. 실질금리 외에, 안전자산 선호 강화와 중국의 금 매수세가 작용했기 때문이다. 러-우 전쟁에 이어 이스라엘과 중동의 분쟁이 발생하고, 분쟁 확산의 불확실성이 산재하기 때문에 안전자산 선호가 증가하며 대표적인 안전자산인 금의 매수로 이어졌다. 또 중국인들의 금 선호는 유명한데, 금 선호가 중앙은행뿐만 아니라 리테일 투자자들에서도 나타나며 중국이 귀금속 시장을 이끌고 있다. 지정학적 리스크는 분쟁 완화 시 오히려 안전자산 선호 약화로 작용하기 때문에 귀금속 가격에 양방향으로 영향을 미치는 반면, 중국의 귀금속 매수는 대부분 가격 상승 요인으로 작용한다.

금 투자 기회비용인 실질금리, 최근 영향력이 감소



자료: Bloomberg, 삼성증권

선물시장에서 확인하는 금리 인하 기대감 감소



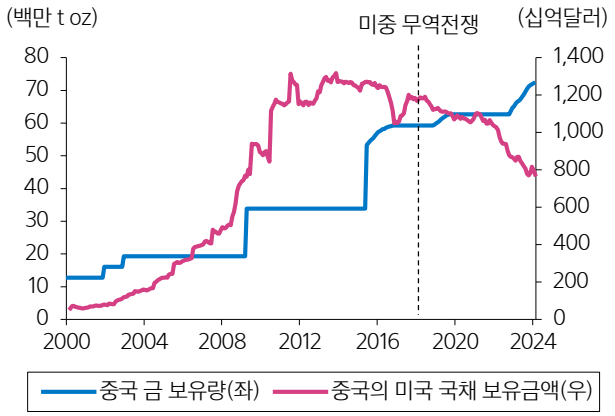
자료: Bloomberg WIRP, 삼성증권

중국의 귀금속 선호 배경

중국이 금, 은 등 귀금속을 매입하는 이유는 단순히 중국인들이 귀금속을 선호해서도 있지만, 정치·경제적인 원인이 작용하고 있다. 먼저, 미중 분쟁의 영향으로 중국의 미국 국채 보유가 감소한 대신 금 보유량이 증가했다. 중국은 미국의 양적완화 시점부터 국채 보유 규모를 조절해왔으나 크게 감소하지 않는 수준을 유지하고 있었다. 하지만, 2018년 미중 무역전쟁 및 패권경쟁이 본격화되면서 미 국채 보유 규모가 본격적으로 감소했다. 분쟁 이후 현재까지 중국은 미 국채 보유를 2/3 수준으로 줄였으며 이는 약 4,000억 달러에 달한다. 반면, 중국의 금 보유량은 꾸준히 증가하여 작년 3분기 부로 7,000만 t oz(약 2,200톤)를 돌파했으며, 최근에도 금 매입을 지속하고 있다.

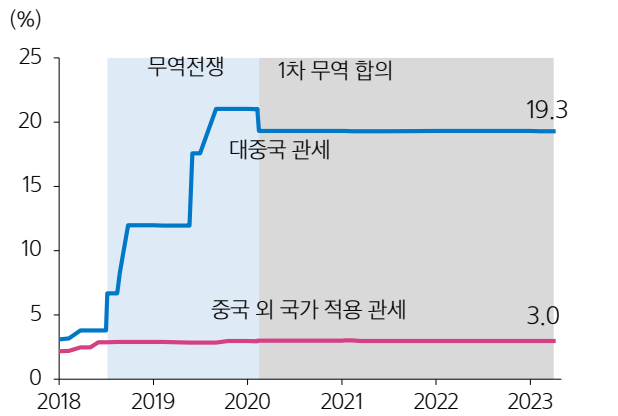
경제적으로는, 중국의 금리 인하가 현지 투자자들의 귀금속 기회비용 감소로 이어져 귀금속 선호가 강해졌다. 중국의 부양정책과 부동산 침체 우려 완화 정책으로 최우대금리(LPR)가 지속 하락하는 중이며, 중국 국채 금리 또한 경기 둔화 및 디플레이션 우려를 반영하며 하락세를 면치 못하고 있다. 이에 더해, 본토 및 홍콩 증시의 약세 지속으로 대체자산인 귀금속 매수세로 이어졌다. 본토는 중국의 부진한 펀더멘털로 부진한 흐름을 보였으며, 달러 페그를 실시하는 홍콩의 항셍지수는 본토의 펀더멘털에 미국의 고금리가 겹치며 약세가 심화되었다. 따라서 중국 투자자들 일부는 기회비용 감소와 주식에 대한 실망감의 결과로 귀금속으로 눈을 돌렸다.

늘어나는 중국의 금 보유, 감소하는 중국의 미국 국채 보유



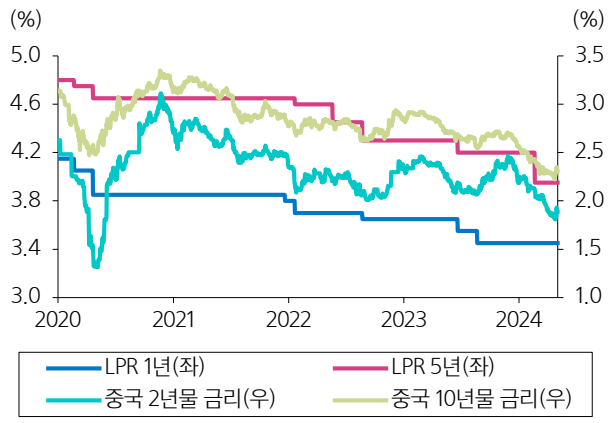
자료: IMF, 미국 재무부, Bloomberg, 삼성증권

미중 무역전쟁 이후 중국의 미국 국채 보유 감소 본격화



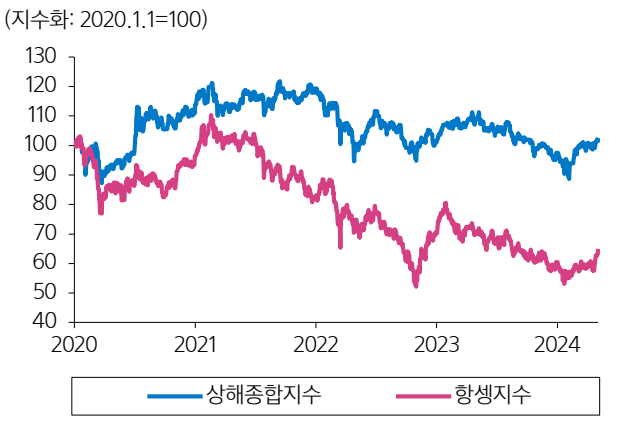
자료: PIIE, 삼성증권

금리 인하는 중국 투자자들의 기회비용 감소를 의미



자료: 중국 인민은행, Bloomberg, 삼성증권

중국 및 홍콩 증시 약세 지속으로 주식의 매력도 하락



자료: Bloomberg, 삼성증권

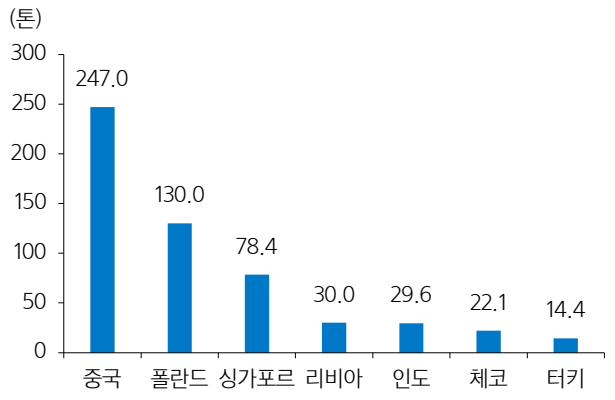
중국 귀금속 매입의 지속 여부

귀금속 가격의 상승을 위해 중국 귀금속 매입이 지속될 것인지에 대한 판단이 필요하다. 우선, 중국 인민은행은 상당기간 금 매입을 지속할 것으로 판단한다. 인민은행은 작년부터 올해 2월까지 약 247톤의 금을 매입했으며, 세계 금 협회(WGC) 등은 최근에도 중국의 금 매수세가 지속되고 있다고 밝혔다. 또 2023년 WGC가 중앙은행들을 대상으로 실시한 설문조사에 따르면, 중앙은행의 62%가 향후 5년간 지급준비금으로서 금 비중을 확대할 것이라고 응답했으며 특히 신흥국에서 확대 응답이 두드러진다. 비중 결정 요인으로는 금리 수준, 인플레이션, 지정학적 불확실성 등이 꼽혔으며, 당분간 중국을 필두로 신흥국들의 금 매수세가 이어질 수 있을 것으로 판단한다.

중국 리테일 투자자들의 매수세도 여전히 강하다. 중국은 금의 수출입이 자유롭지 못하기 때문에 상해 금 거래소(SGE)에서 국제 금 가격(LBMA)과 괴리가 발생하는데, SGE의 프리미엄/디스카운트로 중국 투자자들의 매수세를 가늠할 수 있다. 작년 말부터 중국의 귀금속 매수세가 강하게 나타나 SGE에서 금, 은의 프리미엄이 강하게 나타났고 이는 국제 금 가격 상승으로 이어졌다. 최근 귀금속 가격이 상승하면서 SGE 프리미엄은 고점 대비 낮아졌지만, 여전히 국제 금/은 대비 프리미엄으로 거래되고 있다. 이는 최근 귀금속 가격 상승에도 불구하고 중국 투자자들의 투자가 지속되고 있음을 의미한다.

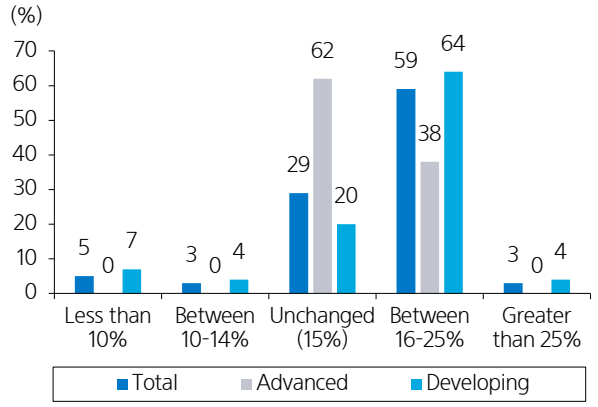
따라서 중국이 주도하는 귀금속 가격의 상승은 여전히 유효하다고 판단한다.

중국을 필두로 신흥국 중앙은행의 금 매입



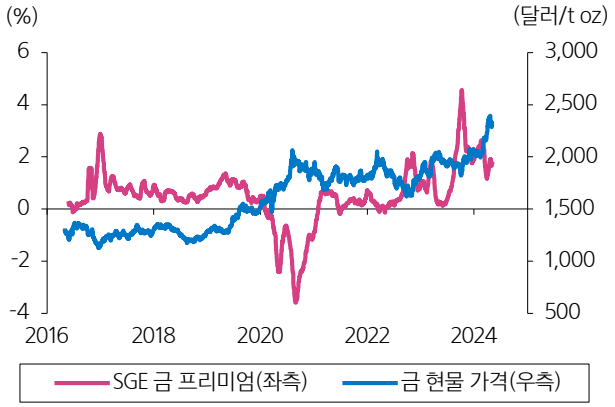
참고: 2023년 1월 ~ 2024년 2월 누적 순매입 규모
자료: WGC, 삼성증권

신흥국의 금 매입은 당분간 지속될 수 있음



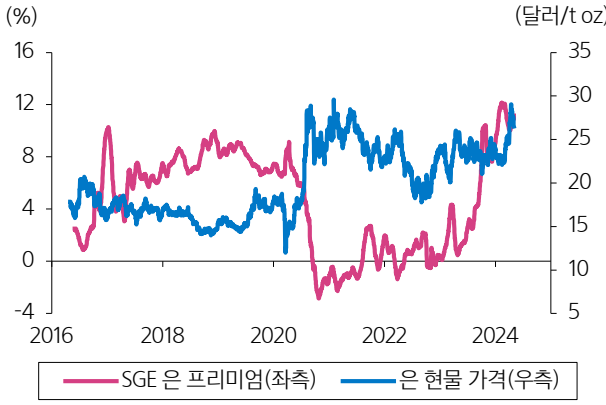
참고: 58개 중앙은행 설문조사 결과. 선진국 13곳, 개발도상국 45곳 참여
자료: WGC, "2023 Central Bank Gold Reserves Survey"

상해 금 거래소(SGE) 금 프리미엄 및 국제 금 가격



참고: 국제 금 현물 가격 대비 SGE 금 가격 차이, 20일 이동평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

SGE 은 프리미엄 및 국제 은 가격



참고: 국제 은 현물 가격 대비 SGE 은 가격 차이, 20일 이동평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

PART

04 세 가지 시사점

봄은 아직 오지 않았다

Part 4. 세 가지 시사점

봄은 아직 오지 않았다

Commodity 사이클과 투자 아이디어

Summary

- **첫째, 24년 글로벌 원자재 가격의 상승은 '소파동'에 해당하고 상품 가격의 상승은 Mini rebound로 제한될 것으로 전망한다.** 코로나 팬데믹 이후 마찰적 요인의 공급 교란은 점차 완화될 것인데 반해서 수요의 구조적인 회복 탄력이 약하기 때문이다. 상품 수요의 비중이 높은 중국은 경기 침체와 소비 둔화가 장기화되고 있다. 이번 상품 소사이클의 기간과 가격 변동폭은 종료 구간에 접근했다고 판단된다. 과거 상품 사이클은 대파동(8~11년) → 가격 조정 사이클(평균 10년) → 소파동(2~5년) 으로 연결된 바 있다.
- **둘째, 구조적인 수요 회복이 유지되는 원자재는 "금, 구리"**
- 중국 수요 부진과 차별화되는 상품은 금과 구리이다. 금은 중국 경기 부진에도 리테일 투자자의 "선호"가 강하게 유지되고 있고 구조적인 상품 수요 증가는 친환경/전력망 부문에서 나타나고 있다. '10년 이후 글로벌 대체 에너지 투자확대, 전기차 보급 증가, 중국 전력망 확충이 결합되면서 구리의 수요 증가가 꾸준히 이어지고 있다. EIA는 '35년까지 글로벌 대체 에너지 비중 확대, 전기차 상용화 완성을 감안해서 연평균 3% 전력 소비 증가가 나타날 것으로 예상하고 있다. 계획대로라면 '35년 친환경 에너지의 전력생산 비중은 56.9%로 상승하고 전기차 판매는 연간 5천만 대를 돌파하게 될 것이다. 구리 관련 밸류체인은 중기적 관점에서 상대적으로 견조한 수요를 확보하는 셈이다.
- **셋째, 장기 Commodity big cycle의 시작점은 '28년 이후가 될 것으로 전망한다.**
- 장기적 관점에서 글로벌 상품 사이클의 변곡점이 주목된다. 세계 대공황 이후 글로벌 원자재 Big cycle은 ① 2차 세계대전 Commodity cycle('40~48년), ② 자원 민족주의, 석유파동 cycle('72~80년), ③ 차이나 Commodity super cycle('02~11년), 세 차례 진행된 바 있다. 선진국 수요('40~48년) → 공급 충격 ('72~80년) → 중국 수요 성장('02~11년) 사이클이 지나갔다.
- **장기 상품 사이클은 지경학적 변화와 "수요와 공급 패러다임 시프트"가 촉매제가 되었다.** 원자재 수요 변화는 '40~48년 2차 세계대전과 '02~11년 중국 수요 붐에서 확인되었고 공급 충격은 '72~80년 석유파동이 대표적인 사례이다. 장기 상품 사이클이 종료되면 공급망 투자 구조조정(Bear market 10년 소요) → 수요와 공급 rebalancing(소파동 2~5년)이 진행되어 왔다. 장기 글로벌 Commodity big cycle의 새로운 시작점은 원자재 시장의 Rebalancing이 마무리되는 구간(2028년 이후)이 될 것으로 예상한다.

단기 사이클

소파동, Mini rebound

- **올해 글로벌 원자재 가격의 상승은 '소파동'에 해당하고 상품 가격의 상승은 Mini rebound로 제한될 것으로 전망한다.** 코로나 팬데믹 이후 마찰적 요인의 공급 교란은 점차 완화될 것인데 반해서 수요의 구조적인 회복 탄력이 약하기 때문이다. 글로벌 광산 투자는 '08년 선진국 금융 위기 이후 위축되었는데 Commodity 투자가 바닥을 통과면서 주요 원자재의 공급차질은 점차 안정화될 수 있다.

  과거 상품 사이클은 대파동(8~10년) → 조정 사이클(평균 10년) → 소파동(2~5년) 으로 연결된 바 있다. 2000년대 중국 발 Commodity super cycle과 상품 가격 조정 사이클은 마무리되었고 리오프닝 이후 소파동 국면으로 진입하였다.

  상품 사이클은 유동성 정책으로 시작되어 경기와 동행하고 투자로 마무리된다. **전통적인 상품의 소사이클은 통화 완화 → 주식시장 상승 → 실물경기 회복 → 상품 가격 상승과 인플레이션 → 통화 긴축으로 진행되어 왔다. '24년 원자재 사이클의 복잡성은** 선진국과 중국 경기의 디커플링에 기인한 것이다. 코로나 팬데믹 이후 미국과 선진국 경기 회복은 순조롭게 이루어졌으나 중국은 '22년부터 부동산 침체가 장기화되면서 경기 부진이 길어지고 있다.

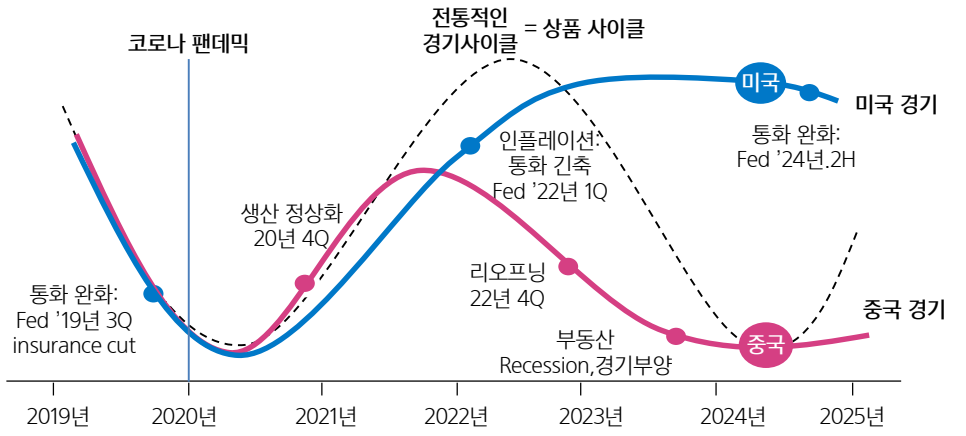
  중국 정부의 경기 부양정책이 변수이나 재정부담과 주택시장의 공급 과잉 이슈를 감안할 때 **차이나 수요 회복은 당분간 어려울 것으로 예상한다.** 중국의 경제규모와 비교할 때 과도했던 상품시장의 지배 구조는 점차 완화될 것이다. 중국의 수출 기지로서의 위상은 (1) 신흥국의 가격 경쟁력 상승, (2) 선진국의 재제조화에 따라 약화될 것으로 예상되기 때문이다. 중국 내수 경기 위축에 따라 원자재 가격 상승이 제한될 가능성이 높다.

Commodity 소파동 비교

구분	시기	기간	가격 변동률 (%)		
			상품	S&P500	상대성과 (상품/주식)
상품 소파동 (I)	1933~37년	5년	114.5	55.4	38.0
상품 소파동 (II)	1969~71년	3년	20.8	-2.8	24.3
상품 소파동 (III)	1994~96년	3년	22.9	57.1	-21.8
상품 소파동 (IV)	2021~	4년	29.8	13.2	14.7

자료: Fama/French data, 삼성증권

미중 경기 디커플링



자료: 삼성증권

구조적 수요는 친환경/전력망

패러다임 시프트

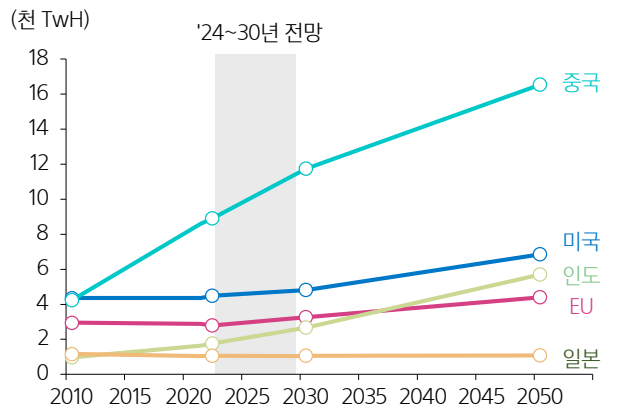
- 중국 수요 부진과 차별화되는 상품은 금과 구리이다. 금은 중국 경기 부진에도 리테일 투자자의 "선호"가 강하게 유지되고 있고 **구조적인 상품 수요 증가는 친환경/전력망 부문에서 나타나고 있다.** '10년 이후 중국 전력망 확충, 전기차 보급 증가, 글로벌 대체 에너지 투자확대가 결합되면서 구리의 수요 증가가 꾸준히 이어지고 있다.
- 중국 전력 소비는 '00~13년 폭발적인 성장기를 지나 최근 10년간 연평균 5.6% 성장세를 이어가고 있다. 팬데믹 이후 중국 전력 쇼티지 위험이 확대된 가운데 대체 에너지 투자가 결합되면서 중국 전력 소비 증가는 경제성장률을 웃도는 수준을 유지하고 있으며 20~23년 중국의 전력망 투자는 연평균 13.6%를 기록하고 있다.
- 전기차 상용화는 중국이 주도하는 상황이다. '19년 120만 대에 불과했던 중국의 전기차 판매는 지난해 840만 대를 돌파하였고 내년에는 1100만 대를 돌파하며 침투율 50%를 넘어설 것으로 예상된다. 선진국의 경우도 전기차 Majority의 목표 시기를 35년에 맞추어져 있어 내연 자동차에서 전기차로의 온전한 Mobility transformation이 진행될 전망이다.
- 대체 에너지 시장은 20년을 분기점으로 빠르게 영역을 확장해가고 있다. '23~30년 글로벌 전력생산 에너지원에서 태양광과 풍력의 증가속도는 각각 연평균 19.6%와 11.9%로 화석연료의 시대를 대체해 나갈 것으로 예상된다. '35년 친환경 에너지가 전력 생산에서 차지하는 비중은 56.9%에 달할 것이다.

글로벌 전기차 판매 및 향후 전망

지역 (천 대)	2019	2020	2021	2022	2023	2024 E	2025 E	2030 E	'25~'30년 CAGR
글로벌	2,280	3,250	6,784	10,537	14,138	16,082	22,567	49,293	16.9
미국	316	328	662	994	1,463	2,000	3,637	9,126	20.2
중국	**1,208**	**1,332**	**3,396**	**6,180**	**8,405**	**9,388**	**11,125**	**14,143**	**4.9**
유럽	593	1,410	2,354	2,708	3,221	3,582	4,850	10,586	16.9
한국	35	52	115	172	170	170	338	731	16.7
기타	128	128	257	483	879	942	2,618	14,706	41.2

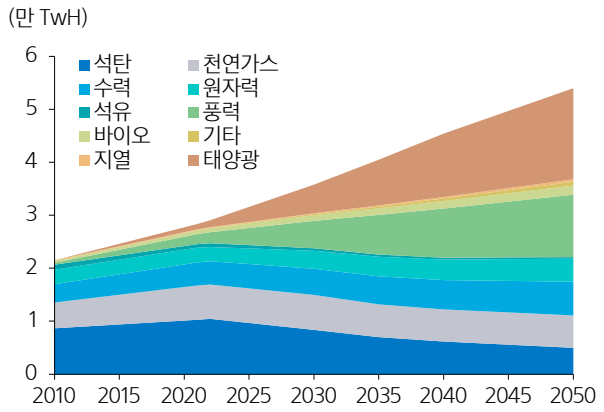
자료: Ev-Volumes, 삼성증권 추정

주요국 전력 생산량 전망



자료: IEA, World Energy Outlook 2023, 삼성증권

글로벌 전력생산 에너지원 전망: 대체 에너지 비중 추세적 상승



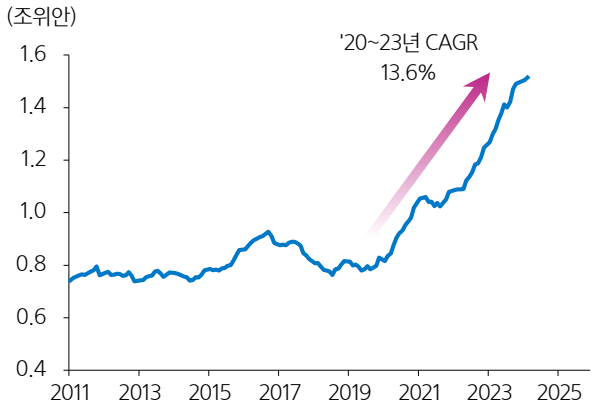
자료: IEA, World Energy Outlook 2023, 삼성증권

글로벌 전력 생산 에너지원 추이 및 전망

	2010년	2021년	2022년	2030년	2035년	2040년	2050년	10~21년 CAGR (%)	22~30년 CAGR (%)
석탄	8 669	10 247	10 427	8 333	6 973	6 145	4 949	1.5	-2.8
천연가스	4 847	6 526	6 500	6 611	6 222	6 067	6 150	2.7	0.2
수력	3 456	4 299	4 378	4 981	5 293	5 554	6 351	2.0	1.6
원자력	2 756	2 810	2 682	3 351	3 665	3 886	4 353	0.2	2.8
석유	963	683	709	462	398	356	274	-3.1	-5.2
풍력	342	1 865	2 125	5 229	7 502	9 275	11 801	16.7	11.9
바이오	309	666	687	1 073	1 241	1 410	1 746	7.2	5.7
기타	91	132	133	182	296	447	701	3.5	3.9
지열	68	96	101	175	247	317	439	3.2	7.1
태양광	32	1 023	1 291	5 405	8 657	11 961	17 220	37.0	19.6

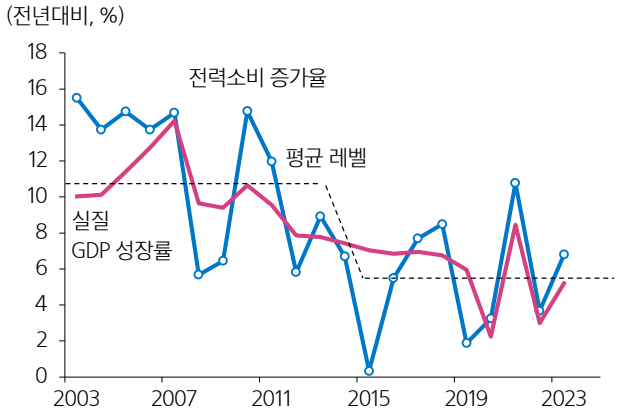
자료: IEA, World Energy Outlook 2023, 삼성증권

팬데믹 이후 중국 전력투자 연평균 13.6% 급증



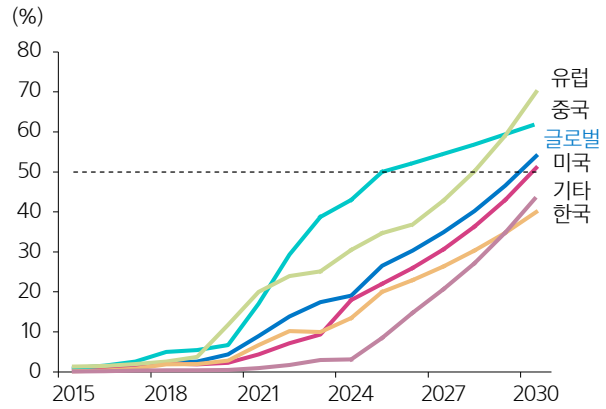
자료: CEIC, 삼성증권

성장률을 웃도는 중국 전력소비 증가



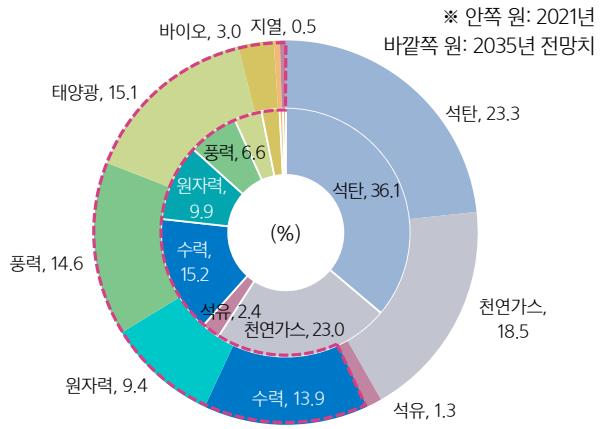
자료: CEIC, 삼성증권

전기차 침투율 추이 및 향후 전망



자료: Ev-Volumes, 삼성증권 추정

대체 에너지 비중 변화



자료: IEA, World Energy Outlook 2023, 삼성증권

중장기 사이클

Big cycle은 '28년 이후 예상

- **장기적 관점에서 글로벌 Commodity big cycle은 시간이 더 필요할 것으로 예상된다.**

  세계 대공황 이후 글로벌 원자재 Big cycle은 ① 2차 세계대전 Commodity cycle('40~48년), ② 자원 민족주의, 석유파동 cycle('72~80년), ③ 차이나 Commodity super cycle('02~11년), 세 차례 진행된 바 있다. 특히, 중국은 '01년 WTO 가입과 함께 제조업 투자 붐, 후진타오 주석의 균형개발 정책과 부동산 붐으로 인해 글로벌 원자재 시장에서 압도적인 지배력을 확보하게 되었다.

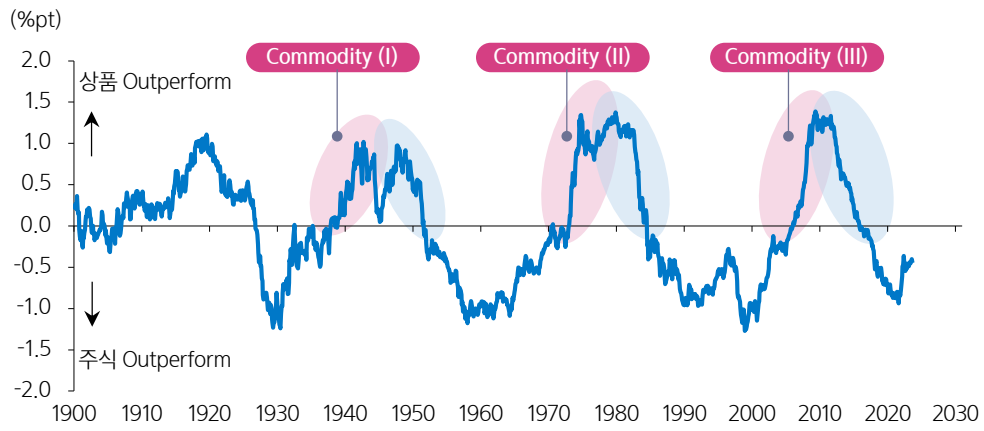
- 과거 글로벌 Commodity big cycle의 평균 기간은 8~10년이었고 상품 가격 상승 폭은 평균 293%를 기록하였다. 상품 사이클의 핵심인자는 글로벌 유동성 환경과 공급/수요의 변화인데, **장기 상품 사이클은 지경학적 변화와 "수요와 공급 패러다임 시프트"가 촉매제가 되었다.** 원자재 수요 변화는 '40~48년 2차 세계대전과 '02~11년 중국 수요 붐에서 확인되었고 공급 충격은 '72~80년 석유파동이 대표적인 사례이다. 장기 상품 사이클이 종료되면 공급망 투자 구조조정(Bear market 10년 소요) → 수요와 공급 rebalancing(소파동 2~5년)이 진행되어 왔다. 장기 글로벌 Commodity big cycle의 새로운 시작점은 중국 발 원자재 시장의 수요와 공급의 Rebalancing이 마무리되는 구간(2028년 이후)이 될 것으로 예상한다. 중국의 공급 측 구조조정의 성과와 상품 시장의 신흥 수요가 매치되는 시점을 주목한다.

글로벌 Commodity cycle

구분	기간	가격 변동률 (%)			환경
		상품	S&P500	상대성과	
Commodity (I)	1940~48년	154.8	23.5	106.3	• 포스트 세계 대공황, 2차 세계대전 • 지경학적 변화: 뉴딜, 전쟁/전후 복구
Commodity (II)	1972~80년	381.2	29.2	272.4	• 중동 전쟁, 석유파동 • 지경학적 변화: 자원 민족주의, 에너지 파동
Commodity (III)	2002~11년	342.1	9.0	305.5	• 중국 제조/인프라/부동산 발 super cycle • 지경학적 변화: 자유 무역 확산과 중국의 부상
Commodity (IV)	2028년 이후?	-	-	-	• 수요와 공급 rebalancing • 지경학적 변화: 미중 디커플링/혼합 경제

참고: 상대성과는 상품/주식 기준으로 산출
자료: Fama/French data, 삼성증권

장기 글로벌 Commodity cycle



참고: S&P 500 대비 상품 수익률 비교[1], '24년 4월 기준
자료: Fama/French data, 삼성증권

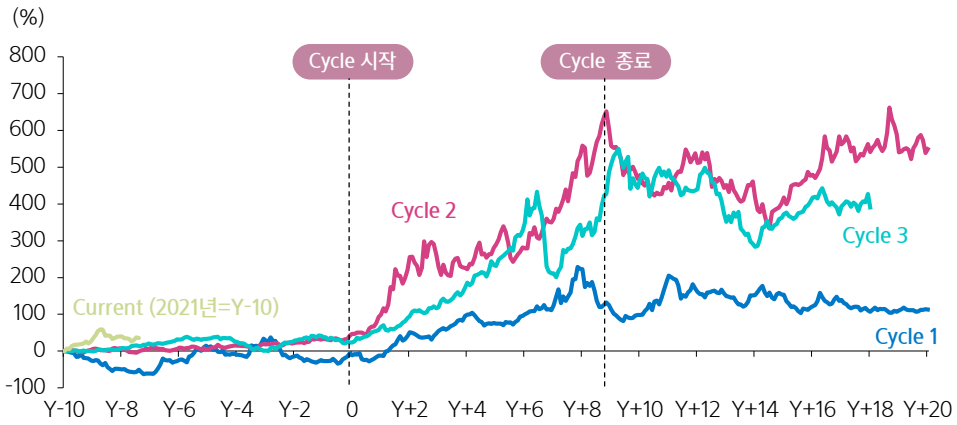
[1] 10 년 rolling 수익률의 차이. 당사의 「자본주의 4.0 과 투자의 미래(지정학 분석 특별보고서)」, p.18 참고

상품 사이클과 매크로/정부 정책 비교

구분	주요 재임 美 대통령	주요 연준의장	글로벌 경제 환경	경제 정책
Commodity (I)	프랭클린 루즈벨트 ('33~'45년)	메리너 에클스 ('34~'48년)	재정확대(▲): 2차 세계대전/ 브레튼우즈 체제 출범('44년)	적극적인 재정 확대
Commodity (II)	리처드 닉슨 ('69~'74년) 지미 카터 ('77~'81년)	아서 번스 ('70~'78년)	전후 일본/독일 경제 부상 미, 금태환 제도 폐지('71년)	재정확대 (▲), 연준 Stop & Go 전략으로 인플레이션 재가속
Commodity (III)	조지 부시 ('01~'09년) 버락 오바마 '09~'17년)	옐런 그린스펀('87~'06년) 벤 버냉키('06~'14년)	중국 경제의 부상 자유무역주의 확대	Fed, 정책금리를 통한 경기 조절 시행

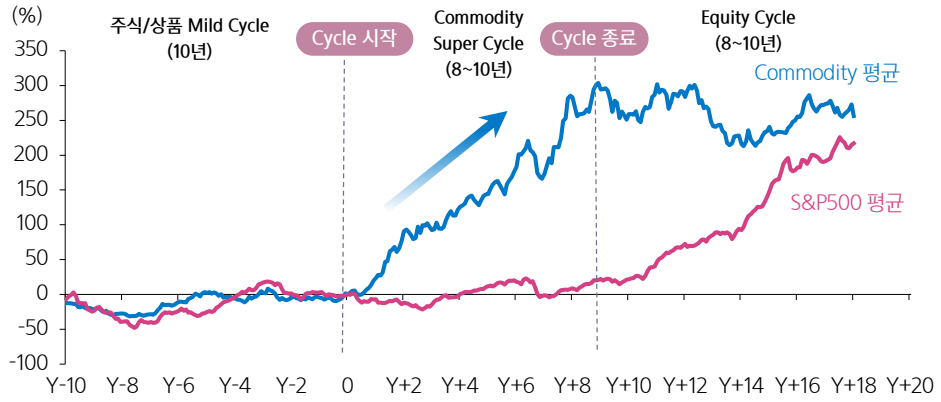
자료: 삼성증권 정리

Commodity cycle의 상품 가격 변화



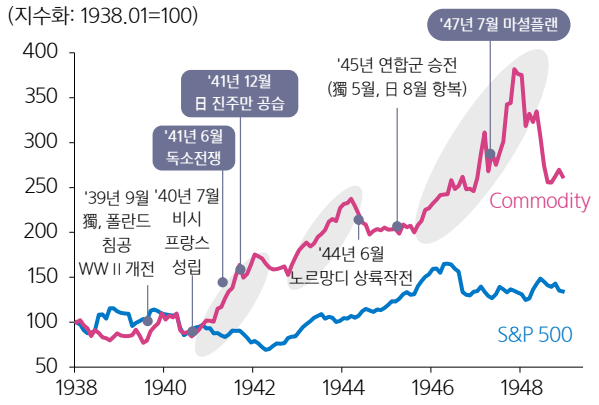
참고: 주식은 Robert Shiller S&P 500 기준
자료: Fama/French data, 삼성증권

Commodity Cycle 구간별 분석



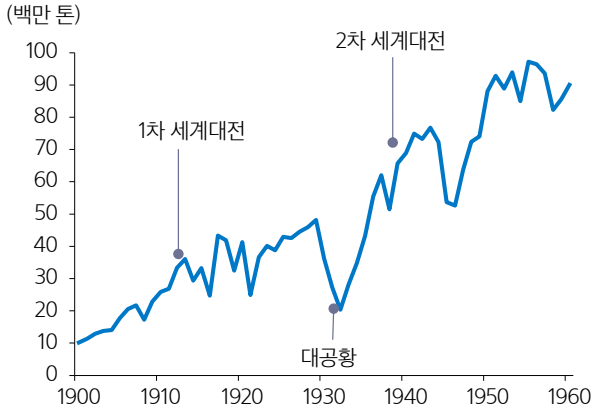
참고: 주식은 Robert Shiller S&P 500 기준
자료: Fama/French data, 삼성증권

1차 상품 사이클: 2차 세계대전



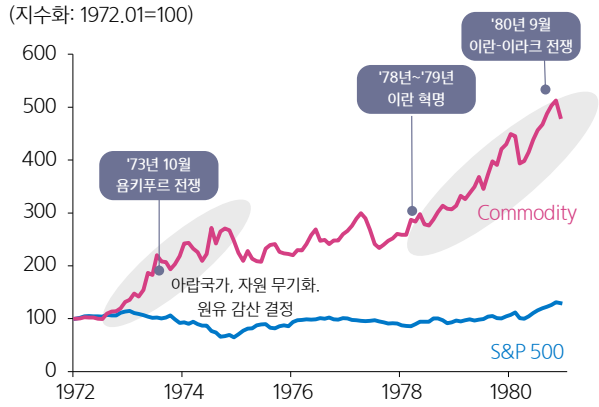
참고: 주식은 Robert Shiller S&P 500 기준
자료: Fama/French data, 삼성증권

미국 철강 생산 추이



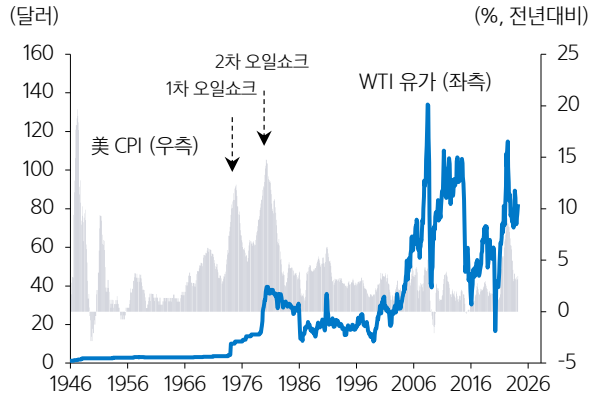
참고: World Steel, 삼성증권

2차 상품 사이클: 중동 전쟁



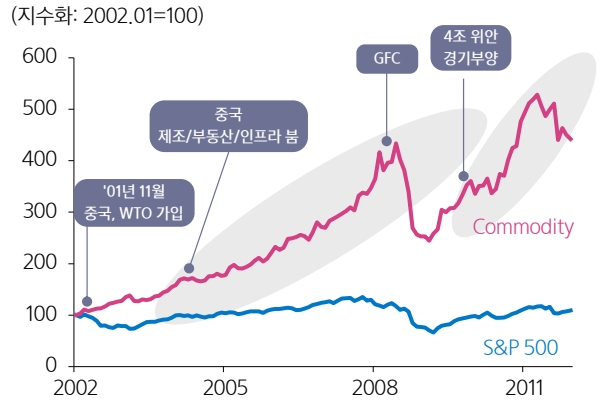
참고: 주식은 Robert Shiller S&P 500 기준
자료: Fama/French data, 삼성증권

70년대 제1, 2차 오일쇼크



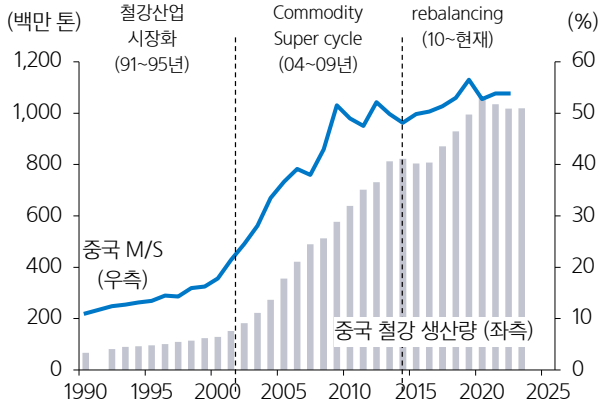
참고: WTI 현물 기준
자료: St.Louis FRB, CEIC, 삼성증권

제3차 상품 사이클: 차이나 Super cycle



참고: '24년 3월 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 철강 생산 추이



참고: Commodity Research Bureau (CRB) Index 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

상품 가격 상관관계 분석

• 원자재 가격과 유동성(선행지표), 경기지표(동행지표)간의 상관관계를 분석하였다.

미국 Fed와 중국 인민은행의 통화정책은 시차를 두고 상품 가격의 변동성으로 연결되는 데 1980년 이후 recession을 동반하지 않은 4차례의 미국 Fed 금리 인하는 초기 3년 간 주식시장의 퍼포먼스(+65%)가 원자재 가격 상승률(+10.0%)를 압도하였다. 만일 미국 Fed가 금리 인하를 결정하게 된다면 상품 시장보다는 주식시장이 먼저 반응할 것임을 의미한다.

2000년 이후 원자재 사이클은 (1) 차이나 Commodity super cycle('02~11년) → (2) 포스트 글로벌 금융위기('12~19년) → (3) 포스트 코로나 팬데믹('21년~)구간으로 구분할 수 있다. 국면별로 볼 때, 02~11년 상품 가격과 지표 간의 상관관계는 중국의 산업생산과 미국 소매판매가 각각 46.3%, 51.2%로 가장 높게 나타났고 부동산 투자는 27.4%를 기록하였다. Commodity super cycle은 선진국의 내수 경기와 중국의 수출경기 호조세, 부동산/인프라 붐이 동인이었음을 확인할 수 있다.

글로벌 금융위기 이후 원자재 가격과 중국 경기 지표와의 상관관계는 크게 낮아졌다. 중국의 성장률이 둔화되는 반면에 공급 과잉 이슈가 상품 가격 조정으로 연결되었다.

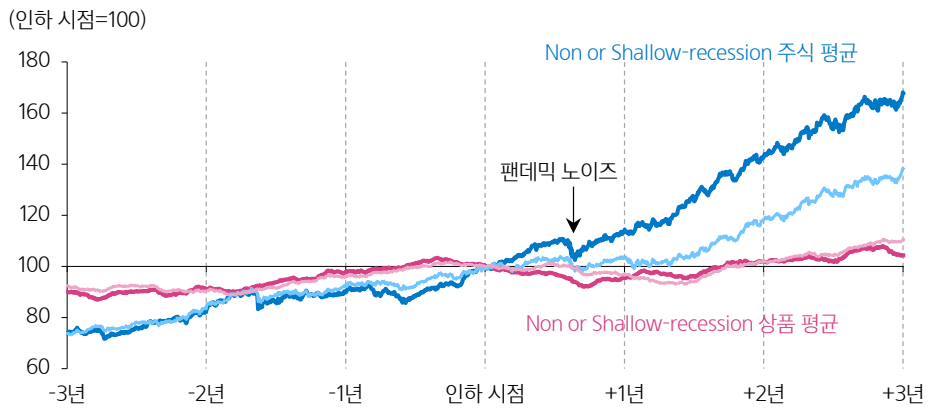
올해 원자재 가격은 미국 소매판매와 인민은행 통화 완화 정책에 민감하게 반응할 것으로 판단된다. 코로나 팬데믹(21년) 이후 중국 경기 둔화가 지속되면서 미국 내수 경기와 인민은행의 통화 완화에 대한 민감도가 높아졌다. 미국 Fed의 금리 인하가 지연된다면 인민은행의 통화 완화 강도가 약해지면서 원자재 가격의 반등 탄력이 둔화될 것이다.

국면별 원자재 가격 민감도 비교

국면	시기	상품 가격 변동률 (%)	원자재 가격 민감도 최상위 지표	상품 사이클 Driving force
차이나 Commodity super cycle	'02~11년	128.0	美 소매판매 51.2% 中 수입 50.2% 中 산업생산 46.3%	* 선진국 내수경기 중국 산업생산 중국 부동산/인프라 붐
포스트 글로벌 금융위기	'12~19년	-17.0	中 PPI 66.2% 中 수입 47.3% 美 CPI 46.1%	* 중국 성장률 둔화 공급 과잉 투자
포스트 코로나 팬데믹	'21~ 현재	34.5	中 PPI 69.1% 美 소매판매 55.1% 中 지준율 47.8%	* 일부 공급 차질 선진국 수요 회복 중국 경기 둔화/경기 부양

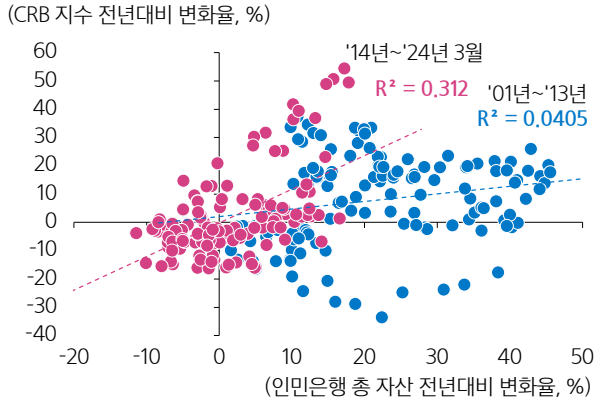
참고: Commodity Research Bureau (CRB) Index 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

美 통화정책과 주식, 상품 추이



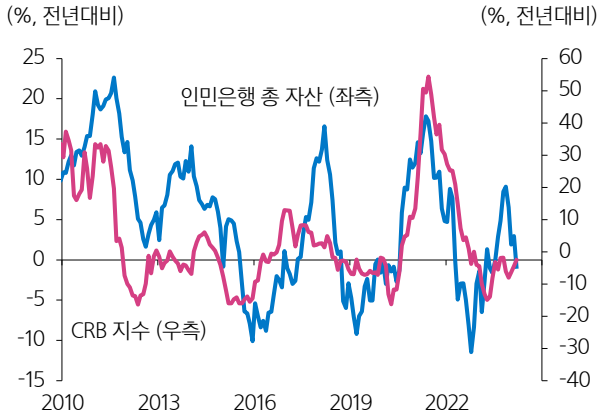
참고: 주식은 S&P 500 기준, 점선은 1984년 이후 연준의 금리 인하 사이클 6회의 평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

'14년 이후 인민은행 통화정책과 원자재 상관관계 강화



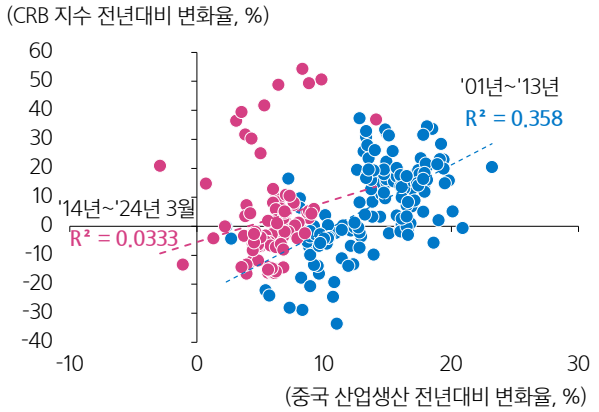
참고: Commodity Research Bureau (CRB) Index 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

인민은행 통화 완화 사이클



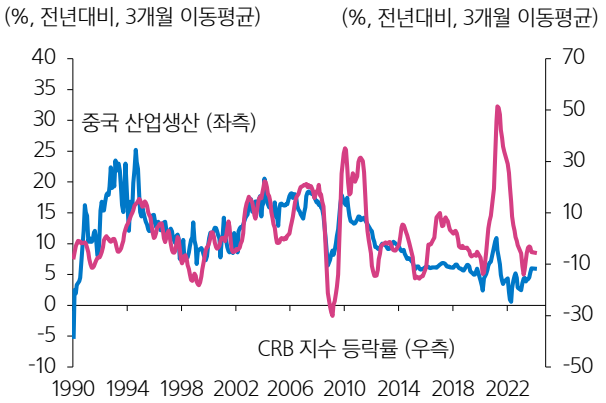
참고: '24년 3월 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 산업생산과 원자재 상관관계 약화



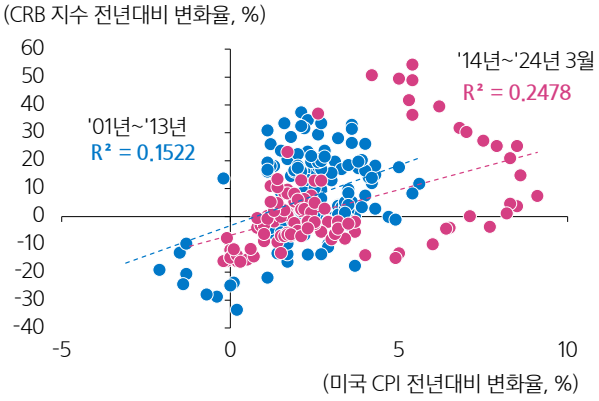
참고: '24년 3월 말 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 산업생산과 CRB 지수 등락률 관계



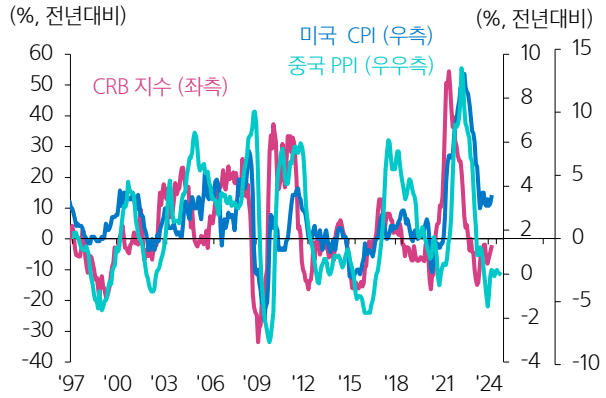
참고: '24년 3월 말 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

美 CPI와 원자재 상관관계 강화



참고: '24년 3월 말 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

원자재 가격 변동은 중국의 PPI를 경유하여 미국 CPI로 전가



참고: '24년 3월 말 기준, 자료: Bloomberg, 삼성증권

원자재-경제지표 간 상관관계('02년 2월~'11년 12월)

	알루미늄	니켈	주석	아연	구리	원유	中 산업생산	中 소매판매	중국 수출	중국 수입	중국 M2	中 지준율*	美 기준금리	중국 PPI	중국 CPI	미국 CPI	美 소매판매
알루미늄	1.00																
니켈	0.59	1.00															
주석	0.58	0.50	1.00														
아연	0.72	0.62	0.19	1.00													
구리	0.89	0.56	0.46	0.86	1.00												
원유	0.59	0.09	0.44	0.19	0.50	1.00											
中 산업생산	0.52	0.37	0.45	0.39	0.54	0.51	1.00										
中 소매판매	0.18	-0.13	0.27	-0.16	0.03	0.34	-0.08	1.00									
중국 수출	0.65	0.44	0.54	0.27	0.45	0.51	0.49	0.22	1.00								
중국 수입	0.67	0.39	0.55	0.23	0.53	0.64	0.63	0.10	0.74	1.00							
중국 M2	-0.12	0.07	-0.13	0.17	0.10	-0.16	0.06	-0.08	-0.44	-0.09	1.00						
中 지준율 *	-0.12	-0.30	0.11	-0.29	-0.20	-0.06	-0.26	0.43	-0.34	-0.13	0.13	1.00					
美 기준금리	0.24	0.30	0.14	0.42	0.26	0.11	0.37	-0.19	0.25	-0.05	-0.25	-0.43	1.00				
중국 PPI	0.59	0.09	0.58	0.06	0.34	0.63	0.35	0.53	0.67	0.56	-0.53	0.20	0.12	1.00			
중국 CPI	0.28	-0.08	0.65	-0.20	0.10	0.43	0.22	0.50	0.33	0.29	-0.39	0.50	0.08	0.77	1.00		
미국 CPI	0.49	-0.04	0.29	0.13	0.34	0.66	0.41	0.21	0.53	0.45	-0.54	-0.02	0.42	0.78	0.58	1.00	
美 소매판매	0.73	0.37	0.47	0.37	0.56	0.57	0.54	0.11	0.74	0.65	-0.46	-0.19	0.21	0.65	0.39	0.60	1.00

참고: 中 지준율은 대형은행 기준, 각 변수의 전년 대비 변화율 간 상관관계, 단, 중국 관방 제조업 PMI는 2005년 1월부터 반영
자료: Bloomberg, 삼성증권

원자재-경제지표 간 상관관계: 팬데믹 이전 ('12년 1월~'19년 12월)

	알루미늄	니켈	주석	아연	구리	원유	中 산업생산	中 소매판매	중국 수출	중국 수입	중국 M2	中 지준율*	美 기준금리	중국 PPI	중국 CPI	미국 CPI	美 소매판매
알루미늄	1.00																
니켈	0.65	1.00															
주석	0.58	0.44	1.00														
아연	0.85	0.54	0.71	1.00													
구리	0.83	0.63	0.56	0.78	1.00												
원유	0.47	0.56	0.56	0.46	0.62	1.00											
中 산업생산	-0.16	-0.21	0.01	-0.08	-0.11	0.16	1.00										
中 소매판매	-0.28	-0.60	-0.21	-0.04	-0.29	-0.49	0.51	1.00									
중국 수출	0.25	0.29	0.03	0.12	0.26	0.24	0.45	-0.19	1.00								
중국 수입	0.43	0.42	0.33	0.35	0.56	0.75	0.27	-0.40	0.40	1.00							
중국 M2	-0.38	-0.50	-0.10	-0.17	-0.43	-0.26	0.70	0.78	0.00	-0.20	1.00						
中 지준율 *	-0.02	-0.38	-0.06	0.11	-0.16	-0.16	0.70	0.76	0.10	-0.07	0.84	1.00					
美 기준금리	0.11	0.43	0.07	-0.10	0.27	0.28	-0.57	-0.83	0.04	0.21	-0.87	-0.93	1.00				
중국 PPI	0.70	0.58	0.53	0.60	0.82	0.74	-0.21	-0.59	0.28	0.69	-0.63	-0.37	0.52	1.00			
중국 CPI	-0.36	0.02	-0.09	-0.28	-0.14	0.20	0.26	-0.14	0.11	0.02	0.04	-0.16	0.13	-0.05	1.00		
미국 CPI	0.31	0.54	0.35	0.25	0.52	0.80	0.16	-0.58	0.33	0.66	-0.34	-0.27	0.44	0.72	0.37	1.00	
美 소매판매	0.39	0.42	0.07	0.29	0.39	0.54	0.37	-0.16	0.39	0.51	-0.03	0.18	-0.03	0.42	0.23	0.67	1.00

참고: 中 지준율은 대형은행 기준, 각 변수의 전년 대비 변화율 간 상관관계
자료: Bloomberg, 삼성증권

원자재-경제지표 간 상관관계: 팬데믹 이후 ('21년 1월~'24년 3월)

	알루미늄	니켈	주석	아연	구리	원유	中 산업생산	中 소매판매	중국 수출	중국 수입	중국 M2	中 지준율*	美 기준금리	중국 PPI	중국 CPI	미국 CPI	美 소매판매
알루미늄	1.00																
니켈	0.61	1.00															
주석	0.94	0.46	1.00														
아연	0.88	0.79	0.78	1.00													
구리	0.81	0.42	0.82	0.73	1.00												
원유	0.81	0.61	0.72	0.86	0.74	1.00											
中 산업생산	0.26	0.08	0.26	0.28	0.70	0.33	1.00										
中 소매판매	0.33	-0.10	0.30	0.27	0.64	0.43	0.80	1.00									
중국 수출	0.16	-0.29	0.19	0.07	0.52	0.32	0.72	0.85	1.00								
중국 수입	0.45	0.36	0.44	0.55	0.57	0.40	0.47	0.44	0.37	1.00							
중국 M2	0.77	0.38	0.78	0.73	0.87	0.73	0.52	0.58	0.45	0.53	1.00						
中 지준율 *	-0.76	-0.13	-0.84	-0.53	-0.71	-0.56	-0.32	-0.37	-0.21	-0.32	-0.71	1.00					
美 기준금리	0.76	0.70	0.69	0.83	0.81	0.74	0.51	0.44	0.30	0.64	0.84	-0.44	1.00				
중국 PPI	-0.84	-0.79	-0.75	-0.92	-0.65	-0.78	-0.17	-0.16	-0.01	-0.57	-0.75	0.48	-0.89	1.00			
중국 CPI	0.83	0.68	0.79	0.85	0.54	0.76	-0.11	0.04	-0.08	0.38	0.68	-0.54	0.73	-0.91	1.00		
미국 CPI	0.05	0.55	-0.08	0.32	-0.21	0.25	-0.40	-0.30	-0.43	-0.07	-0.03	0.30	0.21	-0.39	0.48	1.00	
美 소매판매	0.08	0.48	-0.08	0.28	-0.35	0.17	-0.66	-0.46	-0.59	-0.18	-0.13	0.32	0.07	-0.35	0.49	0.88	1.00

참고: 中 지준율은 대형은행 기준, 각 변수의 전년 대비 변화율 간 상관관계
자료: Bloomberg, 삼성증권

2024. 5. 3

ETP전략팀

이영훈, CFA
Analyst (ETF/Commodities)
yhoon95.lee@samsung.com

Global X Copper Miners ETF (COPX)

구리 광산 기업에 투자하는 ETF

- 구리 정광의 구조적인 공급 부족에 투자할 수 있는 ETF
- 벤치마크는 Solactive Global Copper Miners이며 약 40개의 기업에 투자
- 전기동의 중장기적 수요와 구리 정광의 공급 부족에 베팅하고 싶은 투자자에게 적합

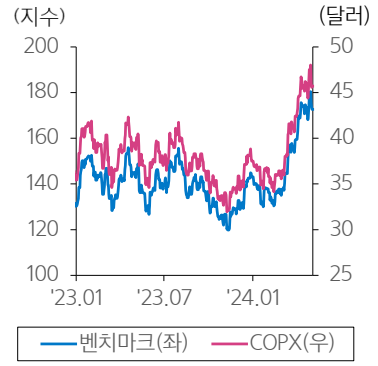
▶ AT A GLANCE

현재주가	45.70 USD
벤치마크	Solactive Global Copper Miners TR Index
운용사	Global X Management Co LLC
설정일	2010-04-20
펀드총자산 (백만달러)	2.2
운용보수(%)	0.65
추적오차(%, 12개월 평균)	4.89
보유종목 수	46
평균 거래대금(3개월)	53 백만달러
배당수익률(%, 12개월)	2.0
Top 10 보유종목 비중(%)	47.9

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
ARKX (%)	5.6	36.1	17.3
벤치마크 (%)	6.1	38.5	20.3

▶ 주가 vs 벤치마크



자료: Bloomberg

WHAT'S THE STORY?

구리 광산 기업에 투자하는 ETF

연초 이후 구리 정광의 수급이 타이트해지면서 전기동 가격이 상승하고 있다. 전기차, 신재생에너지, 전력 인프라 등 미래 수요에 대한 기대까지 겹치며 전기동 가격을 더욱 끌어올렸다. 하지만, 중국 SHFE를 중심으로 전기동 재고가 증가하는 등 단기 수요에 대한 의문이 남아있는 상황이다. 반면, 구리 정광은 환경 및 제도적 이슈로 타이트한 공급이 중장기적으로 지속될 것으로 판단한다. 구리 정광 생산량은 작년 말부터 감소세로 돌아섰고, 제련수수료의 감소세가 이어지고 있다. 구리 정광을 대체하는 구리 스크랩의 가격도 지속 상승하며 전기동 가격과의 격차를 좁히고 있다. 따라서 전기동에 투자하는 것보다 구리 정광을 채굴하는 생산업체들에 투자하는 것이 더 나은 투자 대안이 될 수 있다.

기초지수 및 펀드 구성 종목

COPX는 대표적인 구리 광산업체에 투자한다. 벤치마크 지수는 Solactive Global Copper Miners TR 지수이며, 약 40개의 종목을 편입한다. 편입조건은 DM 및 EM국가(중국, 인도, 대만 제외), 구리 광산업 영위, 유동시총 2억 달러 이상, 거래대금 50만 달러(기존 종목은 25만 달러) 이상, 거래량 7.5만주 이상 등을 만족해야 한다. 펀드 전체 자산의 75% 이상이 구리 광산과 직접 관련된 기업에 투자하고 있다. 상위 10개 종목이 51%를 차지하며, 현재 상위 비중 기업은 First Quantum Minerals(IVN CN), Boliden(BOL SS), KGHM(KGH PW), Teck Resources(TECK/B CN), Lundin Mining(LUN CN) 등을 포함한다. 상위 종목 모두 구리 등 광산을 운영하는 기업이고, 구성 종목 모두 시가총액 및 유동성이 일정 수준 보장된다는 점에서 구리에 대한 투자 대안으로 고려해볼 만하다.

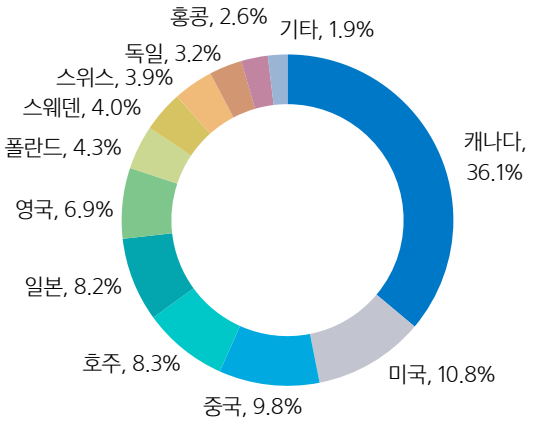
Top 10 Holdings

종목명	티커	비중 (%)	시가총액 (조원)	주가 등락률(%) 1개월	6개월	12개월
퍼스트 퀀텀 미네랄스	FM CN	5.2	14.0	18.8	17.0	-49.0
볼리덴	BOL SS	5.0	12.2	16.2	26.3	2.8
KGHM 폴스카 미에츠	KGH PW	4.8	9.5	18.2	23.6	21.7
테크 리소시스	TECK/B CN	4.8	34.5	6.1	36.1	9.0
룬딘 마이닝	LUN CN	4.7	11.7	9.0	78.3	51.1
서던 코퍼	SCCO US	4.7	119.5	7.6	64.0	57.1
프리포트 맥모란	FCX US	4.7	95.7	5.8	49.0	34.6
글렌코어	GLEN LN	4.7	96.0	7.2	8.1	9.3
쯔진 광업 집단	2899 HK	4.7	86.0	7.4	45.8	33.7
아이반호 마인스	IVN CN	4.6	23.8	12.8	84.9	54.7
Top 10 비중		51.1				

참고: 2024.5.2 기준

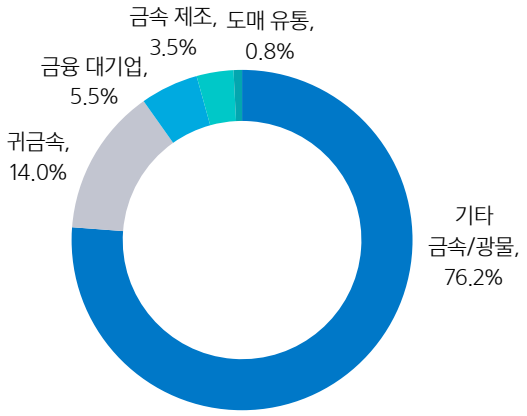
자료: Bloomberg, 삼성증권

국가별 비중(%)



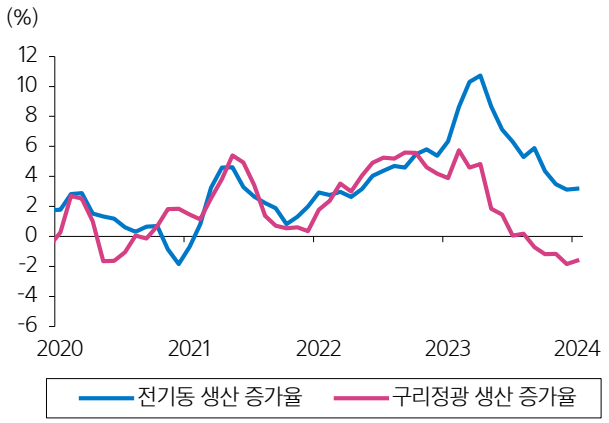
자료: Global X, 삼성증권

세부 업종 비중(%)



자료: Global X, 삼성증권

전 세계 구리 정광, 전기동 생산량 증가율

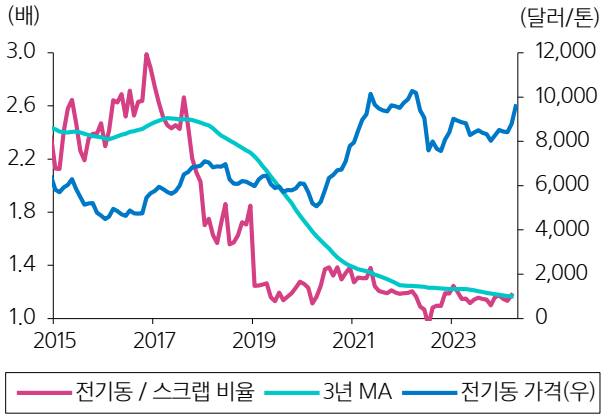


참고: 생산량은 3개월 이동평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

정광 쇼티지로 인한 제련수수료(TC) 감소

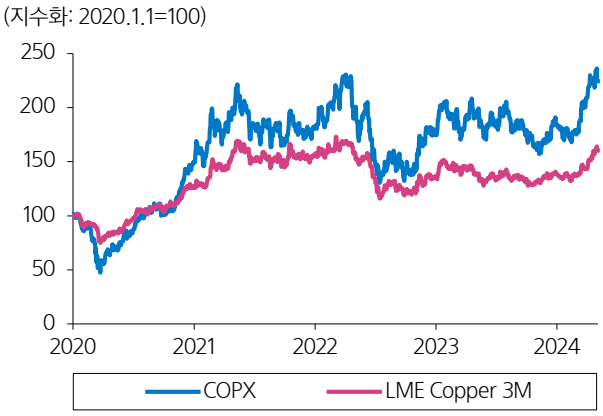
자료: ASIAN METAL, SMMI, Bloomberg, 삼성증권

구리 스크랩 가격 및 전기동/스크랩 가격 비율



자료: 해관총서, Bloomberg, 삼성증권

전기동(LME Copper, 3M) 대비 성과 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

해외투자 2.0
Global Research

2024. 5. 3

삼성증권

ETP전략팀

이영훈, CFA
Analyst (ETF/Commodities)
yhoon95.lee@samsung.com

SPDR Gold MiniShares ETF (GLDM)

저렴한 보수를 자랑하는 금 현물 ETF

- 금 현물을 추종하는 ETF는 GLD, IAU, GLDM, SGOL, IAUM 등 다양한 종목이 존재
- NAV 대비 괴리율, 보수, 시가총액 규모, 성과 등을 종합적으로 판단한 결과, GLDM을 통해 금 현물을 효율적으로 추종할 수 있음

WHAT'S THE STORY?

금 현물을 추종하는 ETF 중에 무엇을 골라야 할까?

금은 구조적인 상승이 가능하면서도 안전자산이기 때문에 자산 배분 차원에서 일부 비중을 편입하여 위험조정 수익률의 개선을 이룰 수 있을 것으로 판단한다. 금을 추종하는 여러 ETF가 있는데, 이 중 현물을 추종하며 AUM 10억 달러를 상회하는 종목은 GLD 등 5개 종목이 있다. 같은 벤치마크를 추종한다면 유동성, 추적오차, 보수 등을 종합적으로 고려하여 ETF를 선정하는 것이 바람직하다.

먼저, NAV 대비 괴리율을 살펴보면 5개 종목 모두 유사한 수준의 괴리율을 기록했고, 모든 종목이 괴리율을 보인 건 지수 종가 산출 시간과의 시차로 인한 괴리라고 볼 수 있다. 보수 측면에서는 가장 규모가 큰 GLD가 40bp로 큰 편이고, IAU 25bp, SGOL 17bp, GLDM 10bp, IAUM 9bp 순으로 IAUM이 가장 낮은 보수를 보인다. 다만, IAUM은 설정일(2021.6.15)이 가장 늦어 5개 ETF 중에서 규모가 가장 작다. 각 ETF의 성과를 비교하면, 동일한 지수를 추종하기 때문에 긴 시계열에서는 각 종목들의 성과 차이가 거의 발생하지 않는다. 다만, 투자기간이 길어질수록 보수 차이만큼 성과의 차이 또한 발생한다. 결과적으로 보수가 가장 비싼 GLD가 5개 ETF 중에서 가장 저조한 성과를 보였고, 보수가 높은 순서대로 성과가 낮아졌다.

규모와 보수를 종합적으로 고려한다면 GLDM

주요 금 현물 ETF를 비교한 결과 때 GLDM이 가장 효율적으로 금 현물을 추종할 수 있다고 판단한다. 시가총액이 70억 달러를 상회하여 규모와 유동성이 충분하고, 저렴한 보수를 기반으로 장기 성과 또한 양호하다. 이 덕분에 경쟁 ETF 대비 가파른 AUM 상승세를 보이고 있다. 따라서 금에 대한 장기 투자를 고려하고 있다면 GLDM이 적절한 투자 수단이라고 판단한다.

주요 금 현물 ETF 리스트

종목명	티커	시가총액 (십억달러)	종가 (달러)	주가 등락률 (%) 1개월	주가 등락률 (%) YTD
SPDR Gold Shares	GLD US	61.4	213.13	1.1	11.5
iShares Gold Trust	IAU US	28.4	43.55	1.1	11.6
SPDR Gold MiniShares Trust	GLDM US	7.3	45.66	1.1	11.6
abrdn Physical Gold Shares ETF	SGOL US	3.1	22.01	1.1	11.5
iShares Gold Trust Micro	IAUM US	1.1	22.99	1.1	11.6

참고: 2024.5.2 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

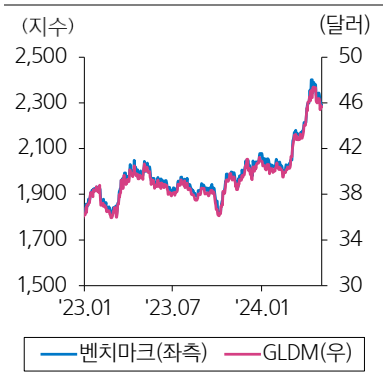
▶ AT A GLANCE

현재주가	45.66 USD
벤치마크	LBMA Gold Price PM USD
운용사	State Street Global Advisors Funds Distributors LLC
설정일	2018-06-26
펀드총자산 (백만달러)	7.3
운용보수(%)	0.1
추적오차(%, 12개월 평균)	7.16
보유종목 수	2
평균 거래량(3개월)	186 백만달러
배당수익률(%, 12개월)	-
Top 10 보유종목 비중(%)	100

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

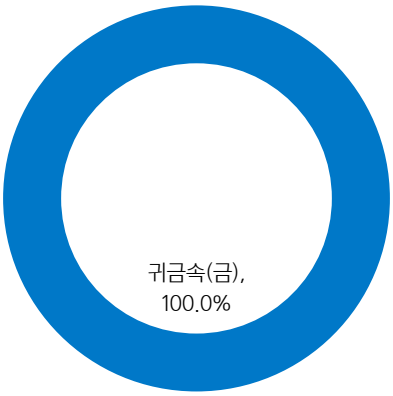
	1M	6M	12M
ARKX (%)	1.1	15.9	14.0
벤치마크 (%)	1.1	15.4	14.7

▶ 주가 vs 벤치마크



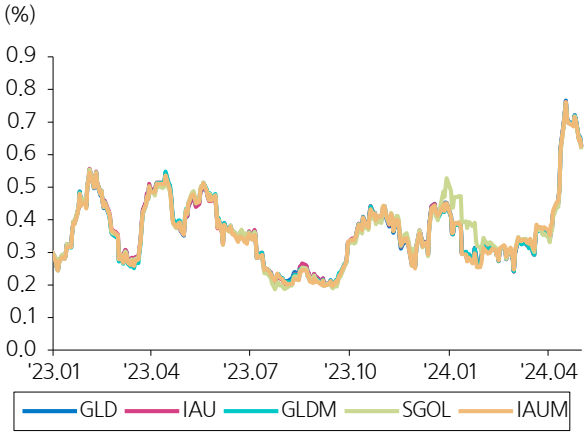
자료: Bloomberg

자산 비중(%)



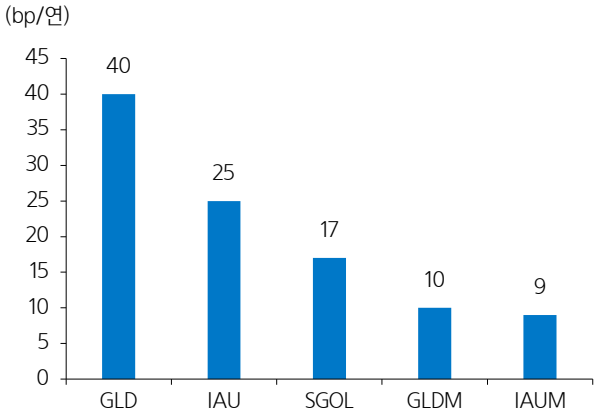
자료: State Street, 삼성증권

주요 금 ETF NAV 대비 괴리율 비교



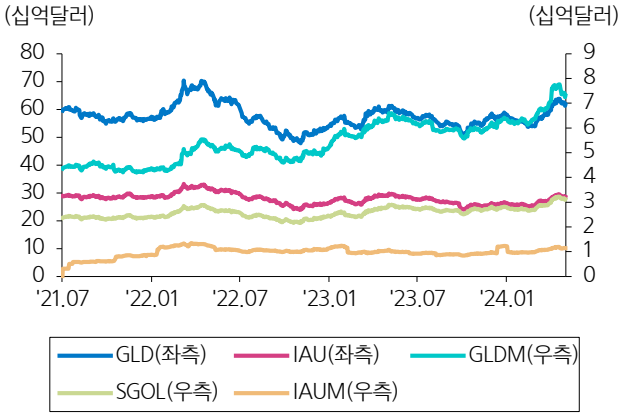
참고: 평균절대오차(MAE), 20일 이동평균 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

주요 금 ETF 보수 비교



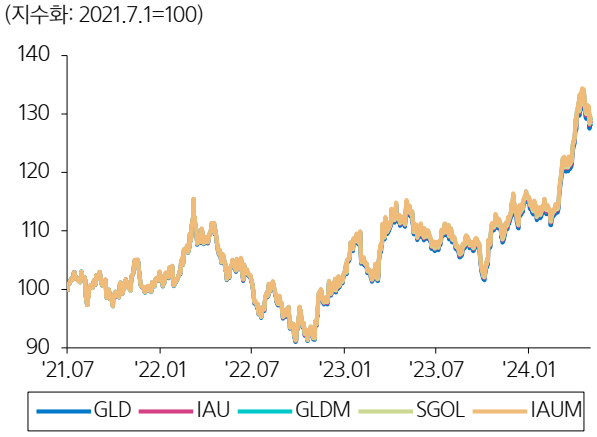
자료: Bloomberg, 삼성증권

경쟁 ETF 시가총액 추이 비교



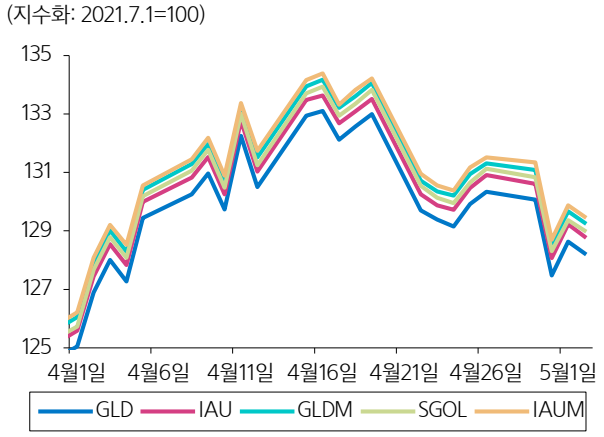
자료: Bloomberg, 삼성증권

경쟁 ETF 성과 추이 비교



자료: Bloomberg, 삼성증권

경쟁 ETF 성과 추이 비교 - 단기



자료: Bloomberg, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 5월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 5월 2일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

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