



eBEST 2024 Commodity

리서치센터 투자전략팀 | 2023. 12. 20

이베스트 2024 연간전망

# Commodity

원자재

## 탈달러화 (De-Dollarization)

- Part I 원자재에서 시작된 탈달러화
- Part II 에너지: 사우디의 골든 타임
- Part III 귀금속: Gold Bugs의 귀환
- Part IV 비철금속: Restocking

eBEST<sup>o</sup>  
이 베스트투자증권



원자재

Analyst 홍성기

sungki.hong@ebestsec.co.kr

이베스트투자증권 홍성기입니다.

**2024년 연간전망**입니다. 화두로 던진 주제는 **탈달러화(De-Dollarization)**입니다. 2023년 원자재 시장에서 나타난 특이사건들의 공통분모는 탈달러화라고 생각합니다. 금과 실질금리의 다이버전스, 에너지 시장에서의 결제 통화 다변화, BRICS+ 출범과 같은 사건들은 원자재 공급망의 블록화를 넘어서 원자재 시장에서 탈달러화가 시작되었음을 나타내는 것입니다. 2010년대 시작된 미국의 에너지 독립은 중동을 둘러싼 지정학적 변화를 초래했고, 1974년 이후 공고했던 페트로 달러의 지위는 흔들리고 있습니다. 또한 신냉전 시대의 비서방국가들은 금 매입을 늘려 미국 달러 자산에 대한 의존도를 낮추고 있습니다. 이렇게 원자재에서 시작된 탈달러화는 다시 원자재 시장의 구조적인 변화를 이끌 것으로 판단됩니다.

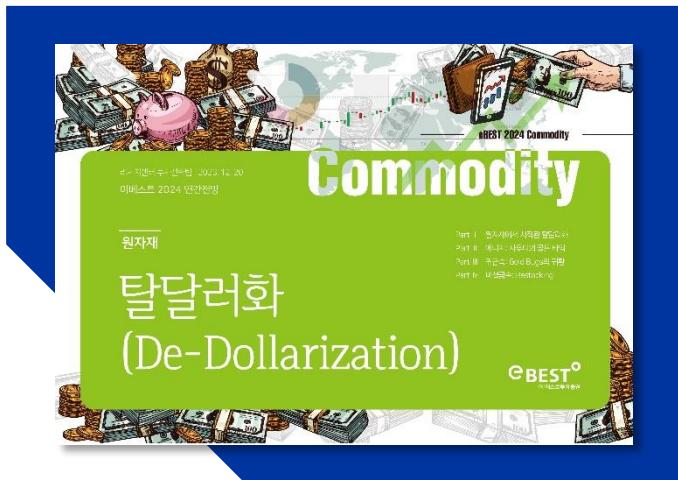
**Part II 에너지 전망**에서는 **사우디의 골든 타임**이라는 주제로 석유 시장의 Peak Demand 논의와 이에 따른 석유 시장 주체들 간의 전략에 대해 분석했습니다. 석유 시대의 종말로 가는 경로는 수퍼사이클도 구조적 하락도 아닌 빈도가 높은 변동성 장세가 될 것이라 생각합니다. 유연하고 탄력적인 생산자와 소비자가 더욱 유리한 고지를 점할 것입니다.

**Part III 귀금속 전망**에서는 **Gold Bugs의 귀환**이라는 제목으로 구조적인 금 수요의 변화 가능성을 다루었습니다. 지난 2년간의 지정학적 사건들과 40년만의 인플레이션 환경하에서 명확한 논거를 찾기 어려웠던 금의 차별화된 상승에 대해 분석했습니다.

**Part IV 비철금속 전망**에서는 **Restocking**을 주제로 하여 주요 비철금속 시장에서의 재고 비축과 그에 따른 가격 상승 전망을 다루었습니다. 주요국 통화 긴축 사이클 사이클이 마무리되는 시점에서 변화의 시작은 낮은 재고를 보이는 부문의 Restocking이 될 수 있다는 판단입니다.

늘 큰 틀에서 고민하고 분석하는 글로 찾아뵙겠습니다.  
감사합니다.

# Contents



이베스트 2024 연간전망: 원자재 | 탈달러화

Part I

## 04 탈달러화

원자재에서 시작된 탈달러화

Part II

## 21 에너지 전망

사우디의 골든 타임

Part III

## 38 귀금속 전망

Gold Bugs의 귀환

Part IV

## 48 비철금속 전망

Restocking

Part I

# 탈달러화 (De-Dollarization)

## 원자재에서 시작된 탈달러화

- 원자재 시장 2023년 리뷰 및 2024년 전망
- 미국의 에너지 독립, 그 후
- 금 시장의 수수께끼
- BRICS+와 OPEC+

# 2023년 원자재 시장 Review

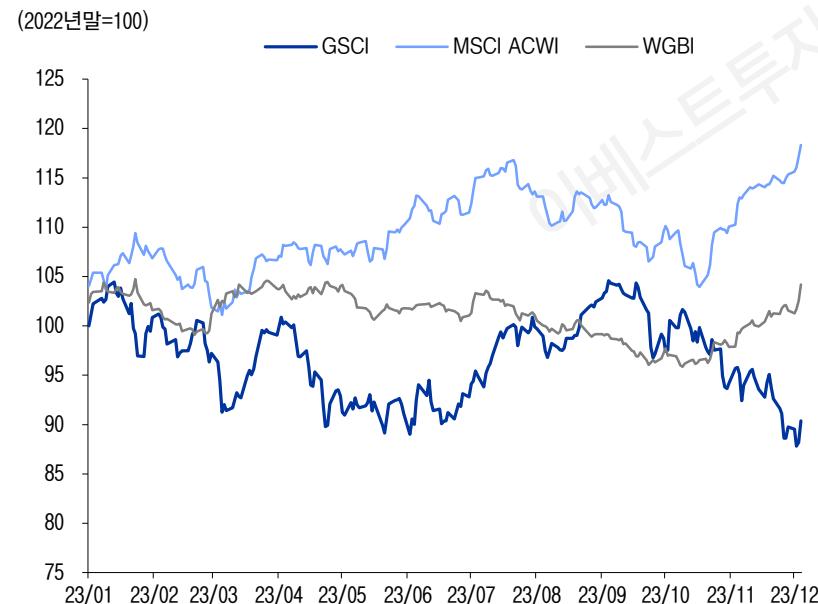
## ● 2023년 원자재 시장은 주식, 채권 시장 대비 언더파フォ

- 세계 주식 시장은 미국 지역은행 사태가 터진 3월 저점 기록 후 상승 흐름. 8~10월 채권 금리 급등에 따라 반락했으나, 11월부터 연준 피롯 기대로 급반등
- 채권 시장은 3월 미국 지역은행 사태 이후 10월까지 장기금리 상승에 따라 부진, 11월부터 연준 피롯 기대와 경기 둔화 반영하며 반등
- 원자재 시장은 연초 중국 리오프닝 기대로 상승 출발했으나, 2분기 부진한 제조업 경기 영향에 반락. 3분기 타이트한 석유 수급으로 반등했으나, 이후 수요 부진 우려를 반영하며 낙폭 확대

## ● 전반적인 하락 사이클 속에서 금의 강세

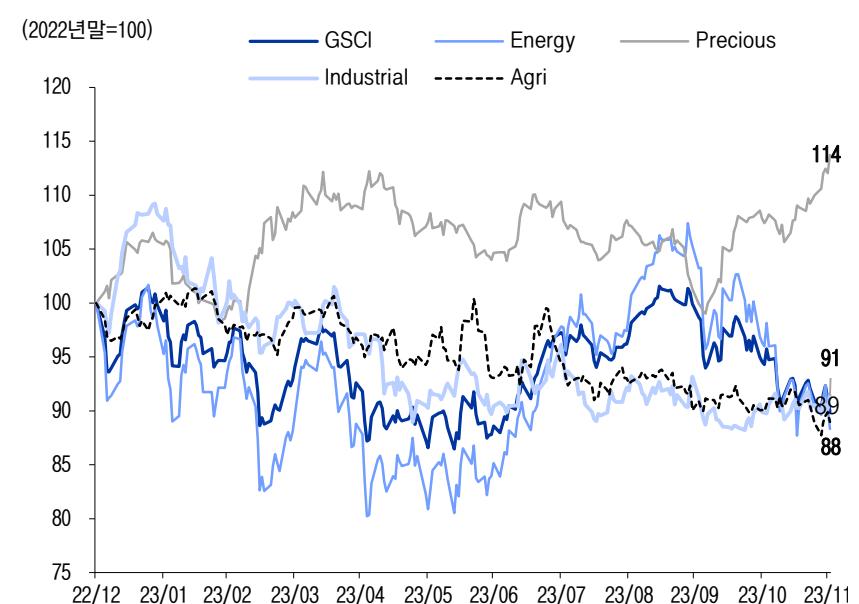
- 서비스업 대비 제조업 경기 부진에 따라 전반적인 하락 사이클 속에 있으나, 경기둔화 및 연준 피봇을 선반영하는 귀금속 섹터만 강세

## 2023년 원자재 시장은 다른 자산들 대비 언더파フォ



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

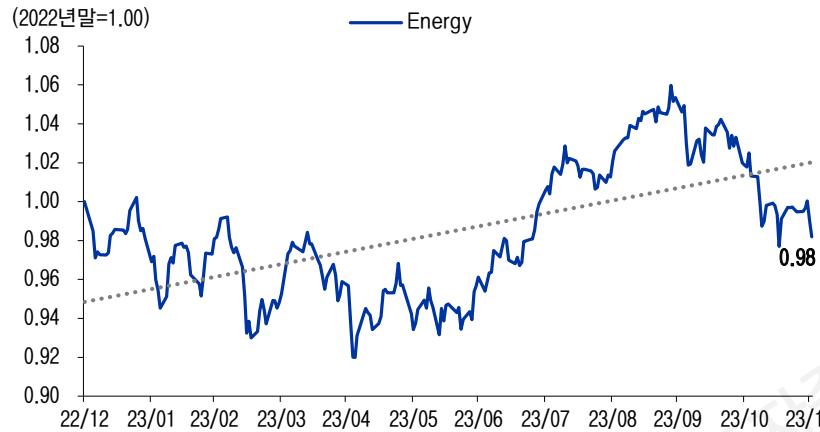
## 원자재 섹터 중 귀금속만 연초 대비 상승



eBEST Investment & Securities 5

# 2023년 원자재 상대 성과

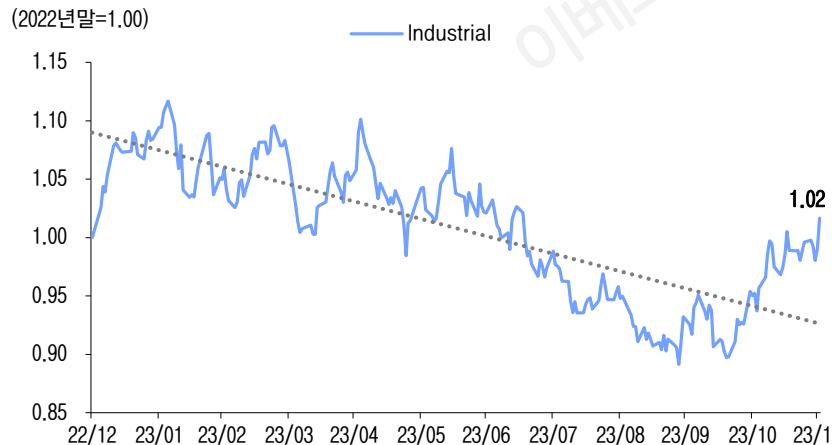
## Energy



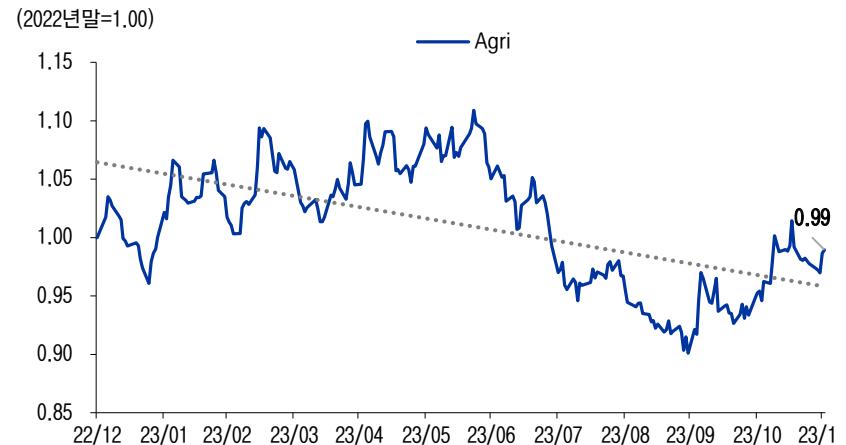
## Precious Metal



## Industrial Metal



## Agriculture



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터  
[주] S&P GSCI 대비 상대 성과

# 장기 원자재 시장 Review

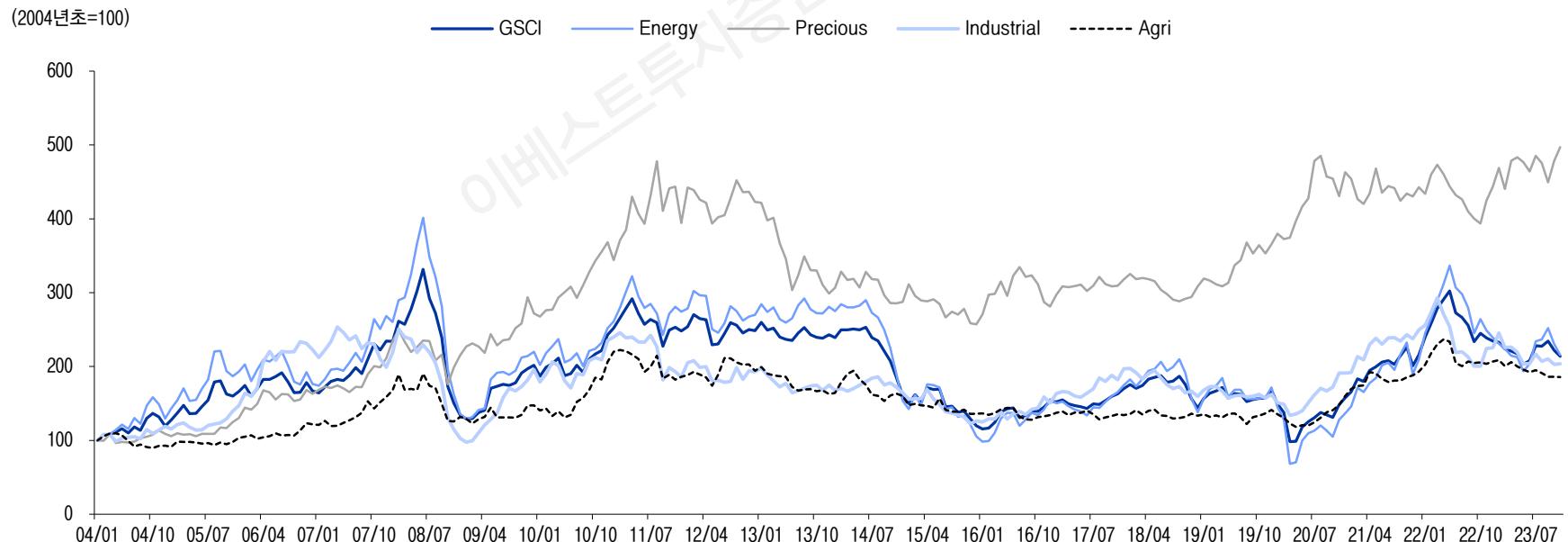
## ● 지난 20년간 원자재 시장은 2~4번의 사이클을 나타냄

- 1) 2000년대 초~금융위기 이전까지의 수퍼사이클, 2) 금융위기 후의 반등~2014년 유가 급락, 3) 2016년~2020년 코로나 사태까지의 소사이클, 4) 코로나 사태 이후의 공급망 혼란 및 경기부양에 따른 사이클
- 2023년은 지난 코로나 이후의 사이클이 완전히 마무리되는 한 해로 기록될 것

## ● 장기 원자재 순환 사이클은 귀금속, 산업금속, 에너지 순으로 나타남

- 지난 20년간의 원자재 사이클은 귀금속, 산업금속, 에너지 순으로 나타남. 이는 경기 사이클과 원자재 섹터와의 관계를 반영하는 것으로 볼 수 있음
- 최근의 귀금속 섹터의 상승세(2022년 10월 이후)가 향후 타 섹터로 확산될지 여부에 귀추가 주목되는 시점

## 장기 원자재 시장 Review



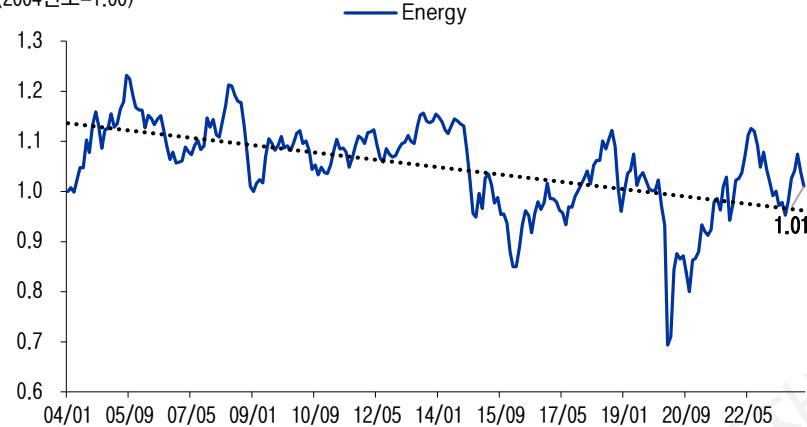
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 7

# 장기 원자재 상대 성과

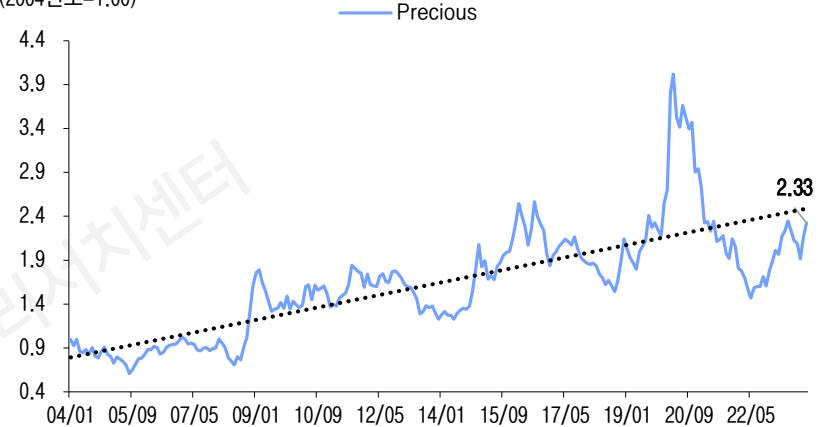
## Energy

(2004년초=1.00)



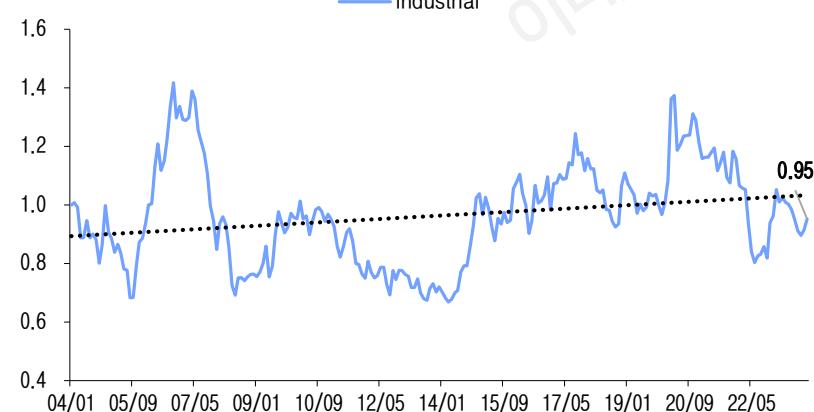
## Precious Metal

(2004년초=1.00)



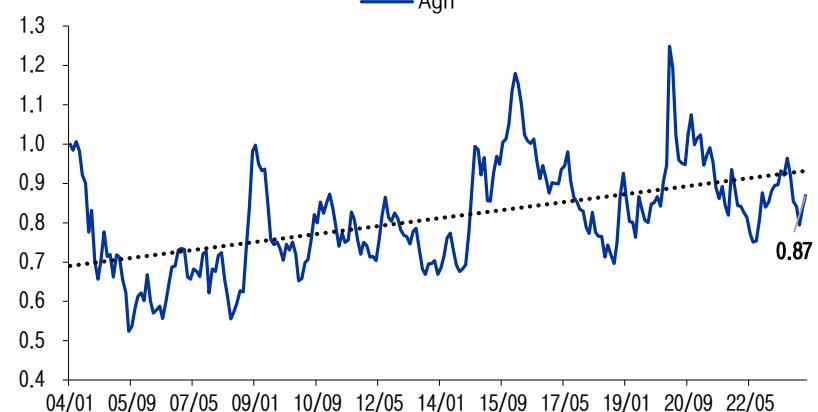
## Industrial Metal

(2004년초=1.00)



## Agriculture

(2004년초=1.00)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터  
[주] S&P GSCI 대비 상대 성과

# 2024년 원자재 가격 전망

종목명	전망기관	2023E	2024E				2024E
			Q1	Q2	Q3	Q4	
WTI (USD/bbl)	eBEST	78.7	74.0	76.0	78.0	72.0	75.0
	블룸버그 컨센서스	78.7	80.0	82.0	84.0	82.0	82.0
금 (USD/oz)	eBEST	1,944	2,080	2,100	2,080	2,120	2,095
	블룸버그 컨센서스	1,937	1,976	2,002	2,026	2,029	2,008
은 (USD/oz)	eBEST	23.8	26.6	27.0	26.6	27.2	26.9
	블룸버그 컨센서스	23.4	23.5	24.4	25.0	25.6	24.6
구리 (USD/t)	eBEST	8,524	8,800	9,100	8,900	9,200	9,000
	블룸버그 컨센서스	8,515	8,335	8,416	8,626	8,787	8,541
알루미늄 (USD/t)	eBEST	2,200	2,240	2,360	2,400	2,480	2,370
	블룸버그 컨센서스	2,293	2,248	2,300	2,379	2,421	2,337
아연 (USD/t)	eBEST	2,636	2,400	2,360	2,380	2,320	2,365
	블룸버그 컨센서스	2,643	2,489	2,524	2,523	2,559	2,686

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 9

# 미국의 에너지 독립, 그 후

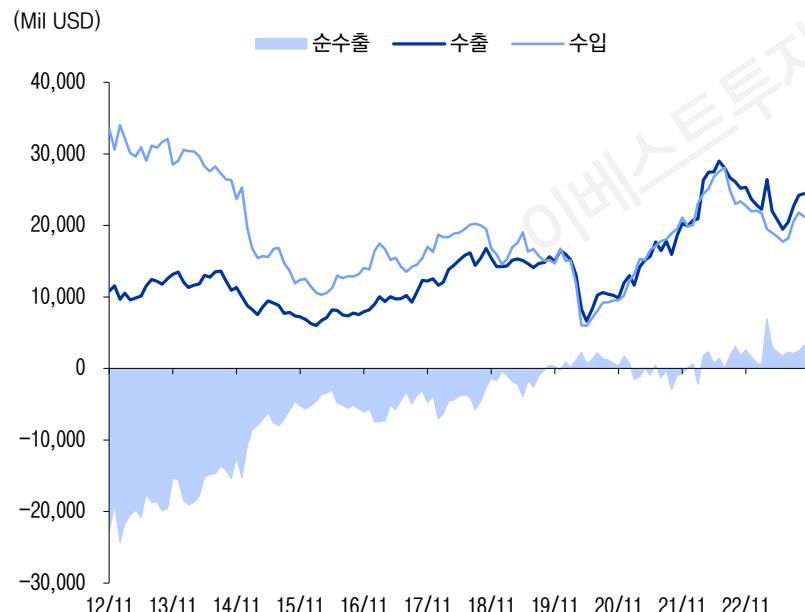
## ● 2020년대 미국은 연간 석유 순수출국으로 전환

- 2012년 오바마 대통령의 연두교서(미국의 에너지 혁명) 이후, 2016년 원유 수출 제한 해제, 2020년 석유 순수출국 달성
- 석유뿐 아니라, 화석연료(석유, 석탄, 천연가스) 전체로도 2020년 순수출국 전환

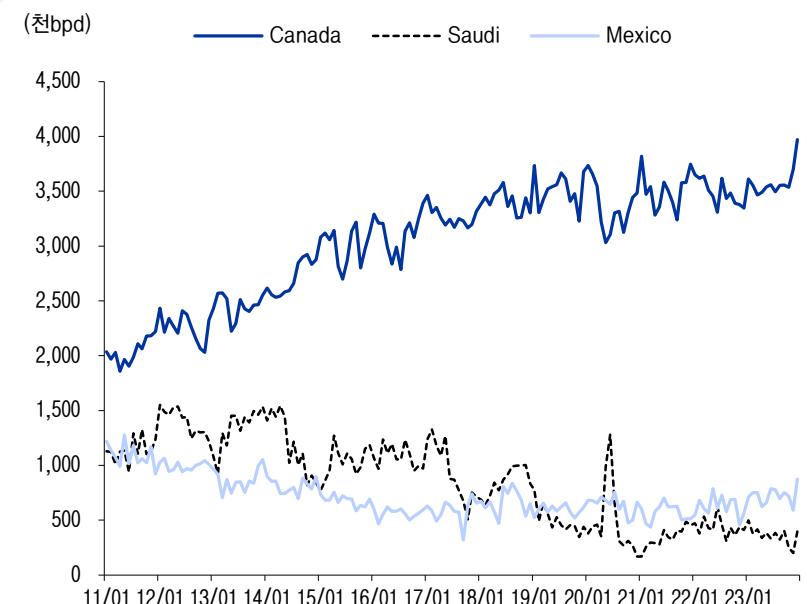
## ● 중동 산 석유 수입의 급감

- 미국과 더불어 Shale, Sand Oil 생산이 급증한 캐나다로부터의 원유 수입은 증가한 반면 중동 산 원유 수입은 급감
- 1945년 퀸시호 회담, 1974년 페트로 달러 합의 이후 견고했던 중동과 미국의 관계는 균열

미국은 2020년대 석유 순수출국 전환



원유 수입 내 중동(MENA)의 비중은 10% 미만으로 하락



자료: Bloomberg, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

# 멀어진 미국과 중동

## ● “미국- 사우디 관계는 가치가 아니라 손익계산에 근거한 것.” (2016년, 전 주사우디 대사 찰스 프리먼)

- 중동 산 석유의 전략적 중요성이 감소한 상황에서 미국은 기존의 적극적 개입 스탠스에서 물러섬
- 미국은 이라크, 아프가니스탄, 시리아 등 중동에서의 군사적 활동 축소 중

## ● 석유와 안보 보장의 교환 계약은 파기 단계

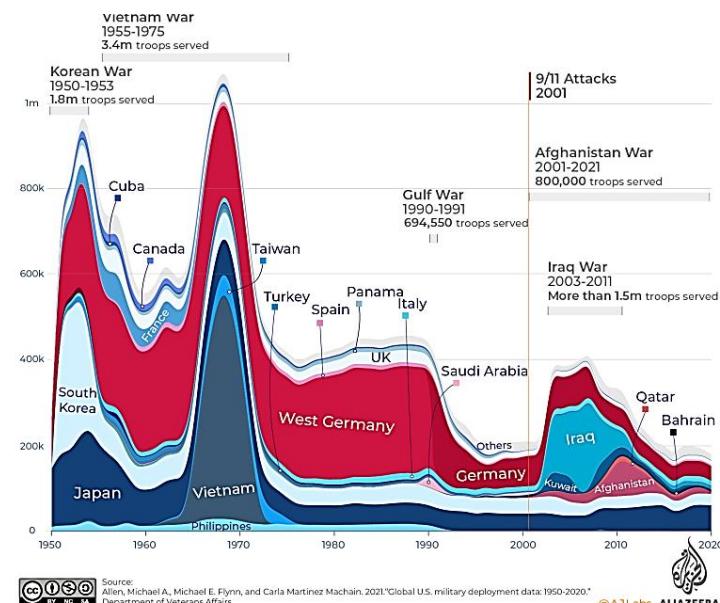
- 사우디와 UAE는 예멘 내전 개입을 통해 이란과의 대리전 수행. 미국은 무기 수출을 통한 소극적 대응
- 중동 국가들은 미국의 안보 우산에서 탈피하여 중국, 러시아 등과 관계 강화

### 미국은 일관되게 중동에서의 개입 축소

#### 미국과 사우디, UAE 관계 악화 사건들

- 2014년 오바마, 예멘 내전 정부군 지원 UAE에 무기 수출 제한
- 2015년 미국-이란 (6자간) 핵 협상 타결. 이란의 석유 시장 복귀
- 2017년 트럼프, UAE에 무기 수출 재개했으나 의회 반대 및 여론에 제한적 허용
- 2018년 사우디 언론인 카슈끄지 암살 사건. 미국은 배후로 빈살만 왕세자 지목
- 2019년 사우디 아람코 예멘 후티 반군에 피격. 미국은 무대응 일관
- 2020년 바이든, 사우디와 UAE에 무기 수출 중단. 2022년 방어용 무기애 한해 수출 재개
- 2021년 미국, 예멘 후티 반군에 대한 테러조직 지정 철회
- 2021년 미국, UAE의 중국 화웨이 5G 통신망 구축 이유로 F-35 전투기 판매 취소
- 2021년 UAE 내(칼리파 항) 중국 비밀 해군기지 건설 유출. 2023년 현재 공사 진행 중
- 2022년 예멘 후티 반군, 아부다비 드론 공격. 미국은 무대응 일관
- 2023년 러-UAE 정보기관 협력 강화 문건 유출

### 미국의 중동 해외 파병은 축소 중



자료: 보도자료, 이베스트투자증권 리서치센터

# 그 틈을 파고든 중국

## ● 미국과의 소원해진 관계를 파고든 중국

- 중국은 중동으로부터의 원유 수입, 제조업 제품 수출을 통해 최대 무역 상대국으로 자리매김 (사우디 석유 수출의 27%)
- 중국은 최근 사우디와 이란 관계 복원 중재 등 국제 정치적 영향력을 높여 가고 있음

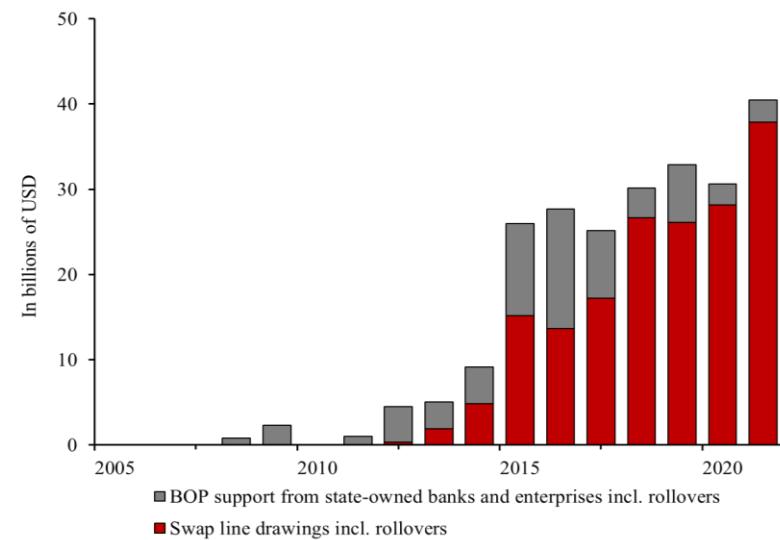
## ● 중국의 궁극적인 목적은 위안화 국제화?

- 2022년 12월, 중국은 GCC(걸프협력회의)에서 석유 및 가스 거래의 위안화 결제 요청
- 중국의 일대일로 프로젝트 관련국들에 위안화 자금지원 확대. 20개국과 통화스왑, 17개국과 위안화 청산결제(CIPS) 협약
- 2023년 11월, 사우디-중국 간 \$70억(500억 위안) 통화스왑 체결. 사우디는 중국의 무기 수입 시 위안화 결제 고려

중국은 중동 국가들의 주요 수출입 교역 상대이다



일대일로 관련 국가들의 Lender of Last Resort로 부상



# 달러화의 위상 변화 가능성

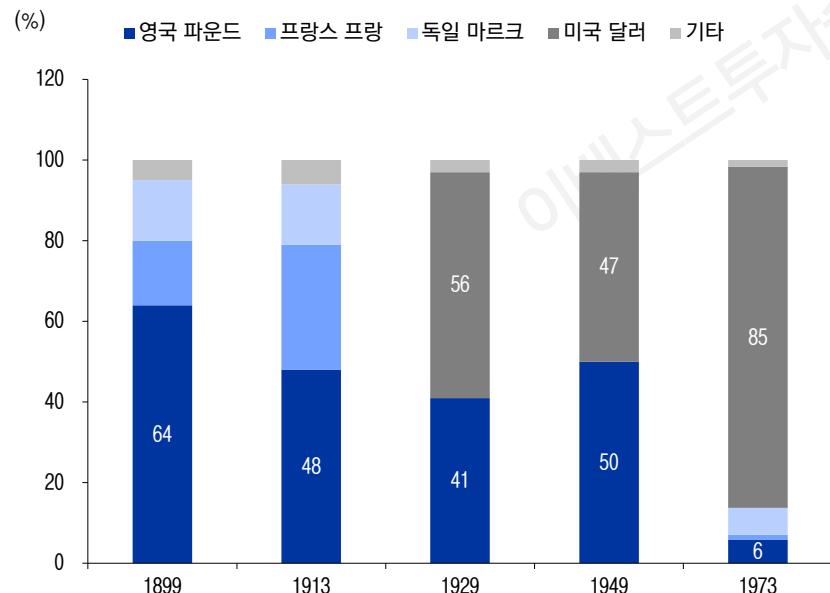
## ● 과거 기축통화의 교체는 2번의 세계대전 이후의 패권 전환기에 이뤄졌음

- 영국 파운드는 1차대전 이전까지 금본위제를 기반으로 하는 기축통화였으나, 금본위제 이탈과 함께 지위를 점차 상실
- 1945년 브레튼우즈 체제로 돌입하며 달러는 기축통화 지위를 확정
- 1971년 미국의 금태환 중지에도 1974년 미국-중동 간 페트로 달러 협정으로 달러화의 지위는 공고해짐

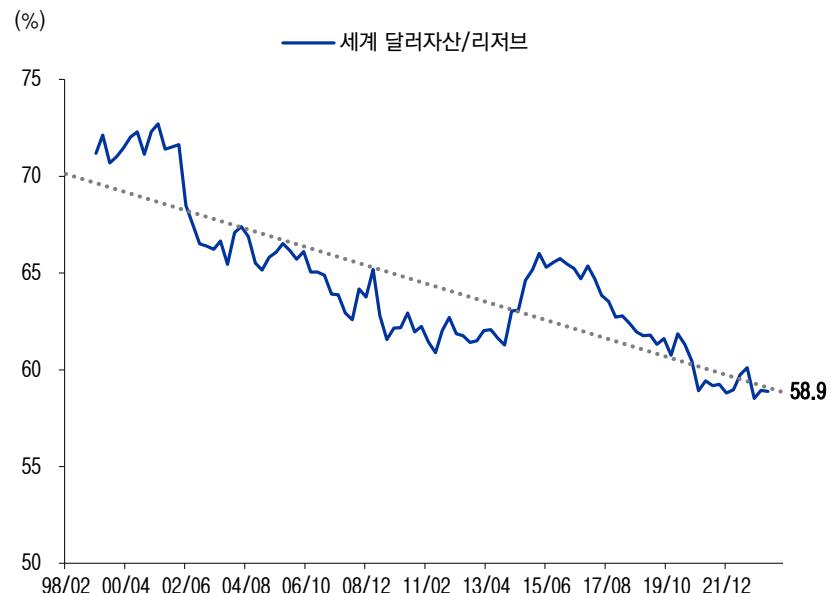
## ● 각국 외환보유고 내 달러자산 비중 감소

- 2000년대 초 유로화 탄생으로 외환보유고 내 달러 비중은 본격적으로 감소하기 시작했고, 2008년 금융위기를 거치며 각국 외환보유고 다변화가 본격화됨

과거 파운드와 달러의 교체기에 외환보유고 내 비중 급변 경험



전세계 외환보유고 내 달러자산 비중은 30년간 하락세



자료: Bloomberg, 한국은행, IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

# 비서방 국가들은 미국채를 줄이고

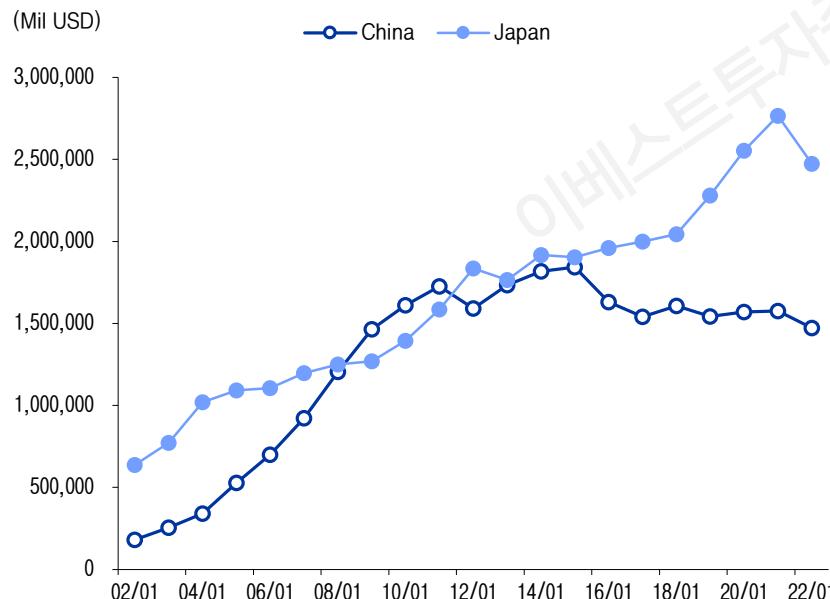
## ● 과거 신흥국들은 미국채의 최대 수요처

- 신흥국들은 1)평시 자국 통화의 과도한 절상 방지, 2)경기 침체 시 외환위기 방지의 목적으로 무역수지 흑자(달러 유입)를 외환보유고로 흡수
- 이는 미국의 만성적인 경상수지+재정수지 적자에도 달려화 및 미국채의 지위를 유지할 수 있게 해준 선순환

## ● 그러나 신냉전 시대 달라진 그들

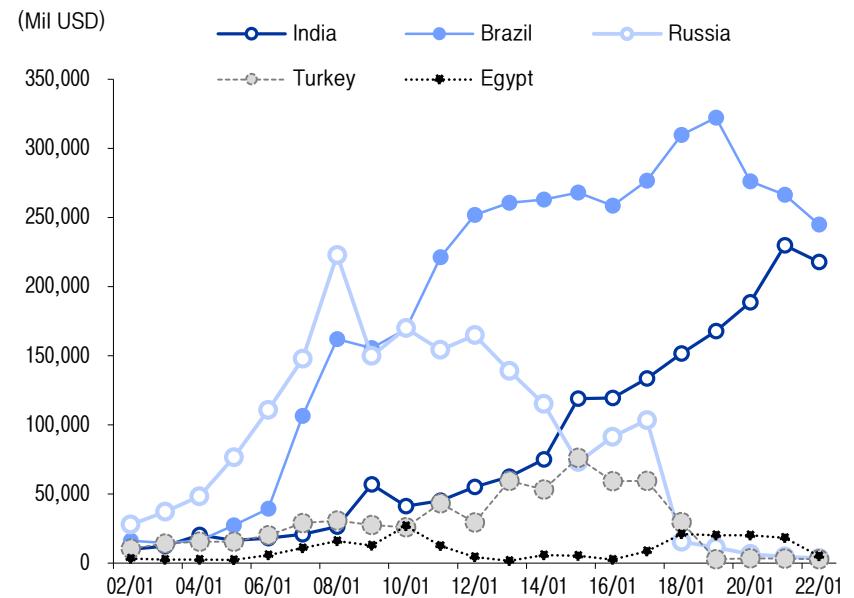
- 러시아는 2008년 금융위기, 2014년 크림반도 침공 관련 제재, 2018년 추가 제재를 겪으며 미국채 비중을 급격히 축소
- 해외 중앙은행의 미국채 보유 중 36% 비중을 차지했던 중국은 2011년 이후 그 비중이 감소하여 현재 21%로 하락

중국, 2015년을 정점으로 미국채 보유 감소 중



자료: Bloomberg, 미재부무, 이베스트투자증권 리서치센터

인도를 제외한 신흥국들도 미국채 보유 축소



eBEST Investment & Securities

# 금을 늘리고 있음

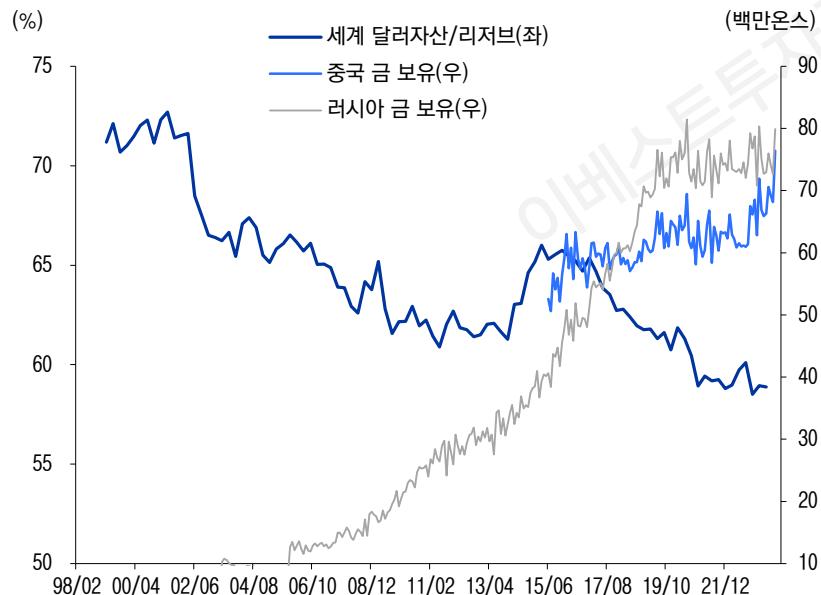
## ● 신흥국 금 매입은 2008년 이후 본격화

- 러시아의 금 매입은 2008년 금융위기, 2014년 크림반도 침공 및 제재, 2018년 제재로 가속화
- 중국은 2015년부터 금 매입을 늘려왔으며, 2022년 우크라이나 전쟁 이후 금 매입 가속화

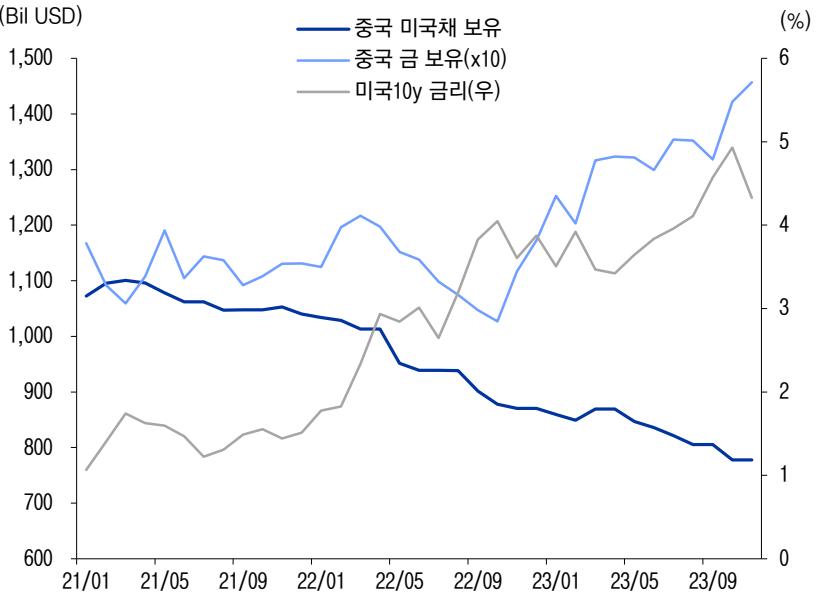
## ● 금년 3분기 미국채 금리 급등의 원인으로 작용 추정

- 금년 6월 미국 의회에서 부채한도 협상 타결 후, 8월부터 미국 국채 발행 급증. 연준의 양적 긴축 지속되는 와중에 미국채 시장의 수급 불균형 부각됨
- 과거와는 달리 해외 중앙은행의 미국채 매입 수요가 감소한 것이 3분기 미국채 금리 급등의 요인으로 작용했을 것으로 추정

### 비서방 국가들 외환보유고 내 금 비중 확대



### 3분기 미국채 금리 급등에는 매수 주체의 부재가 있었다



자료: Bloomberg, IMF, 미재무부, 이베스트투자증권 리서치센터

# 금 시장의 수수께끼

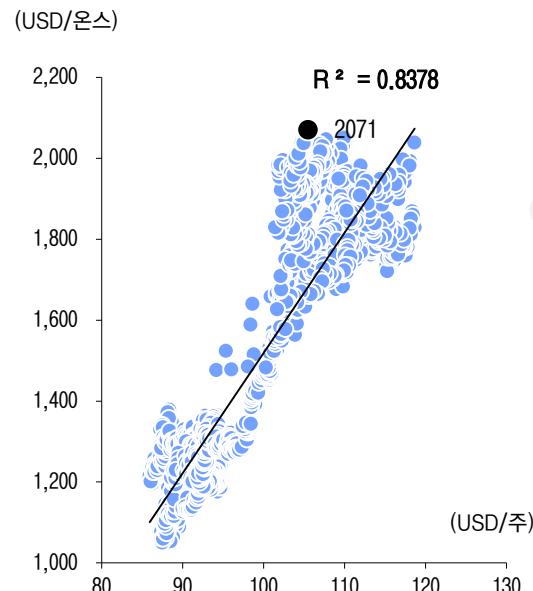
## ● 지난 20년간 금은 완전히 금융화된 자산으로 안착

- 금 가격은 지난 20년간 실질금리(명목금리-기대인플레), 달러화, ETF flow, 지정학적 리스크 프리미엄으로 대부분 설명되어 왔음
- 이는 금의 실물 수급(귀금속 수요 및 금광 공급)과 별개로 금 가격을 좌우하는 변수로 작용

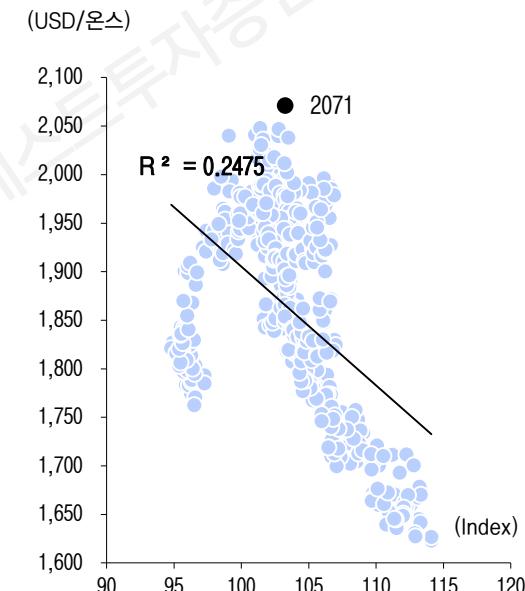
## ● 그러나, 기존의 금융 변수로 설명이 안되는 고평가 상황

- 금 가격은 2022년부터 TIPs, 달러화, ETF flow 대비 고평가가 지속되고 있는 상황
- 과거와는 다른 구조적 변화가 진행되고 있는 것으로 추정

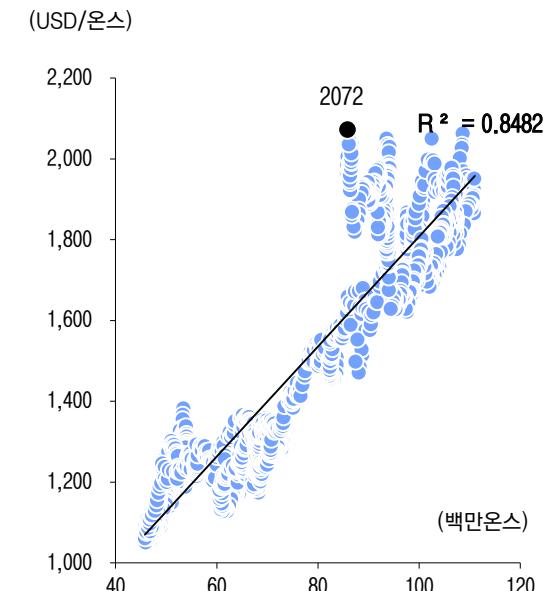
금 가격은 TIPs(ETF) 대비 극심한 고평가



달러화로 평가해도,



ETF flow로 평가해도 고평가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

[주1] Dollra 지수는 Nominal Broad Effective Index(BIS) 사용

# 금의 다이버전스 원인은 외환보유고 비중 변화

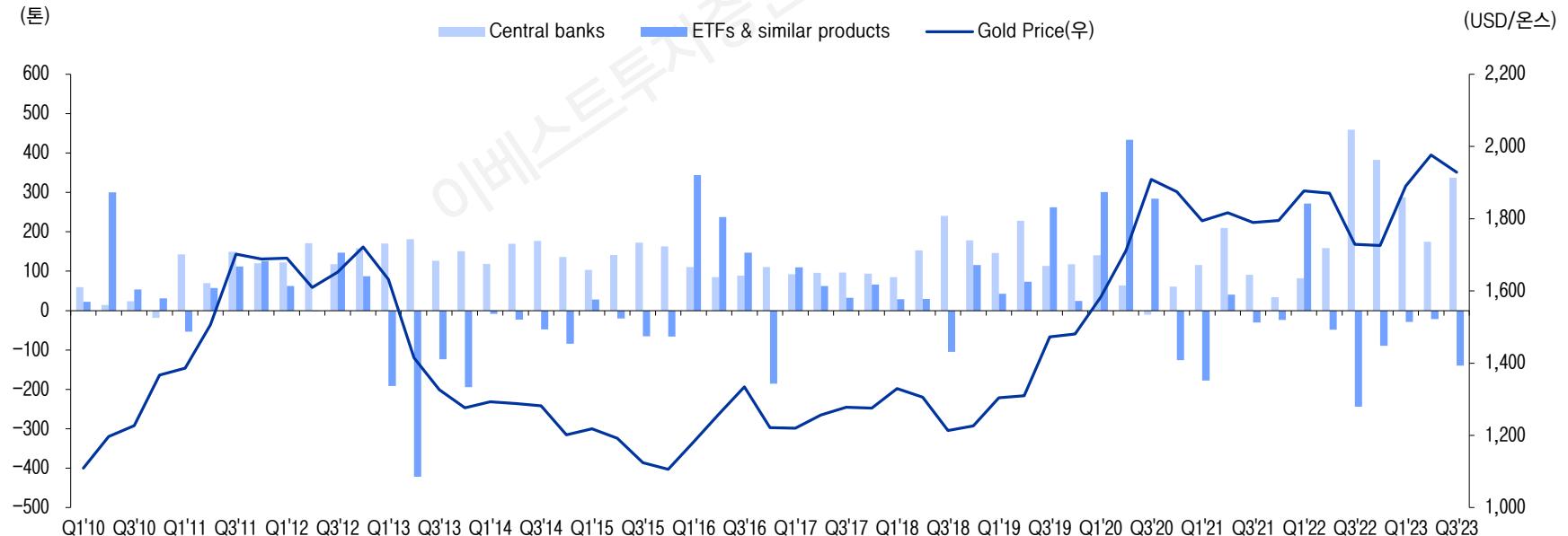
## ● 주요 금융 변수들과의 다이버전스 원인은 중앙은행 금 매입 수요

- 2022년부터의 금 가격 다이버전스를 설명할 수 있는 유일한 가설은 중앙은행 금 매입 수요의 급증
- 중앙은행 금 매입은 2010~2021년 연평균 470톤에서 2022~2023년 약1000톤으로 2배 이상 확대된 것으로 나타남 (연간 금 수요 4,700톤)

## ● IMF, “대러 제재로 달러화의 기축통화 지배력 약해 질 수 있다.” (2022. 3)

- 실제로 중앙은행 금 매입은 우크라이나-러시아 전쟁 발발 이후 급증세
- 중국은 러시아에 기해진 제재들(SWIFT 결제 제외, 외환보유고 동결 등)을 목격한 후, 미국 중심의 달러화 질서에서 탈피하려는 움직임 나타남

중앙은행의 금 매입은 최근 2년간 과거 대비 2배 이상 증가



자료: Bloomberg, WGC, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# OPEC+와 BRICS+ 의 공통 분모

## ● OPEC과 BRICS는 외연 확장 중

- OPEC은 2010년대 중반 유가 급락기를 거치며 러시아와의 공조를 상시화하며 OPEC+로 외연 확장. 내년 브라질의 합류 가능성도 있음
- 2000년대 신흥국 고성장기에 출범한 BRICS는 2023년 BRICS+로 외연 확장 시도, 내년부터 6개국이 추가된 11개국으로 출범
- BRIC+의 전세계 산유량 비중은 기존 20.4%에서 43.3%로 증가하는 등, 미국 주도의 광물안보파트너십(Mineral Security Partnership)과 유사한 배타적인 원자재 공급망 체계 수립 가능성 제기

## ● 그들의 목적은 탈달러화?

- 2022년 12월 GCC(걸프협력회의), 2023년 8월 BRICS 회의에서 중국은 달러화 결제 체제에서의 탈피를 주장. 실제로 2022년 이후 자국통화 결제 급증

## OPEC+와 BRICS+는 원자재 수출입국들의 집합체

OPEC+		OPEC+/BRICS+	BRICS+
알제리	베네수엘라	브라질	중국
앙골라	아제르바이잔	러시아	인디아
콩고	바레인	사우디	남아공
적도기니	브루나이	UAE	이집트
가봉	카자흐스탄	이란	아르헨티나
이라크	말레이시아		에티오피아
쿠웨이트	멕시코		
리비아	오만		
나이지리아	수단, 남수단		

## BRICS+는 달러 기축통화 질서에 도전 중

중국, 인도의 자국통화 결제 현황	
2022. 9	중국-러 Gazprom사 천연가스 거래대금 CNY와 RUB 50:50 지급
2023. 3	중국 수출입은행-사우디 국영은행, 무역결제대금 결제 위한 위안화 대출
2023. 3	중국 CNOOC-프랑스 Total, UAE산 LNG 거래대금 디지털 위안 결제
2023. 3	브라질, 아르헨티나, 볼리바바 대중 무역결제 CNY 지급 합의
	아르헨티나, 중국산 수입대금(\$10억) CNY 결제
2023. 4	이집트, 중국산 밀 수입대금 CNY 결제 검토
	방글라데시, 러시아 원전건설 대금(\$3.2억) CNY 지급 합의
2023. 8	인도, UAE 및 사우디와 석유 수입대금 현지통화결제 협약 체결
2023. 8	브라질 펠프 회사 Eldorado Brasil, 대중국 수출대금 CNY 결제
2023.10	중국 BoC-UAE FAB, 디지털 화폐 거래 계약 체결
2023.10	중국 CNOOC-프랑스 엔지, LNG 거래대금 CNY 결제
2023.10	중국 CNPC, 석유수입(100만 배럴) 대금 디지털 위안 결제
2023.11	중-사우디, 500억 위안(\$70억) 통화스왑 체결

자료: 보도자료, 이베스트투자증권 리서치센터

# 원자재 가격과 위안화의 상관관계 점증

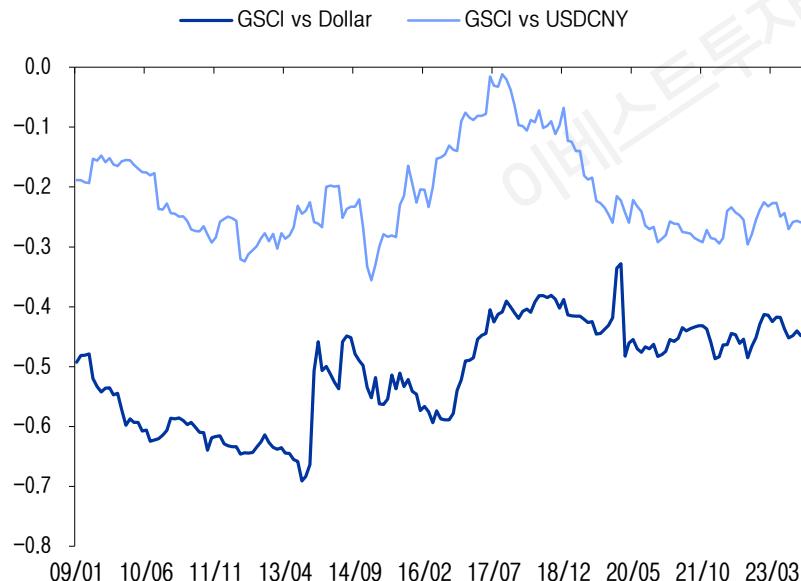
## ● 전통적으로 원자재 가격은 달러화와 강한 역의 상관관계

- 원자재 가격의 최대 결정 요인은 달러화. 이는 달러화가 원자재 가격의 척도로 작용하기 때문
- 수급 측면에서도 달러화 강세 시 수출국 입장(수출 가격 상승)에서 생산 증가 요인, 수입국 입장(수입 가격 상승)에서 소비 감소 요인으로 작용

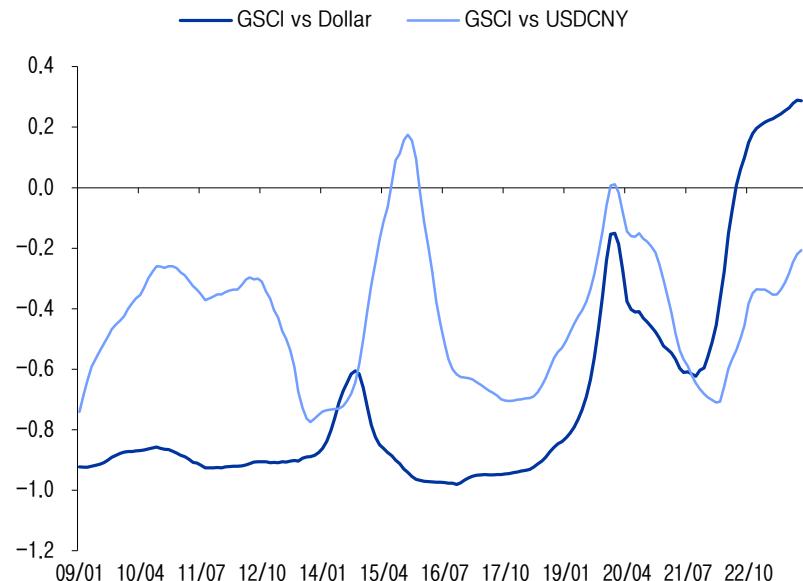
## ● 그러나 위안화와의 상관관계 점차 상승

- 중국이 주요 원자재 생산국이자 소비국으로 부상하며 원자재 가격과 위안화의 상관관계는 점증
- 원자재의 금융시장 특성 상 달러화와 가격변화율은 여전히 강한 역(-)의 상관관계 나타내나, 가격 수준 자체는 달러화와 상관관계 약해지고 있음
- 즉 최근 원자재 가격변화율을 좌우하는 것은 달러화, 가격 레벨을 좌우하는 것은 위안화라고 볼 수 있음

여전히 원자재 가격의 방향성은 달러화에 달려 있으나



원자재 가격의 수준은 점차 위안화에 더욱 연동



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

[주1] Dollar 지수는 Nominal Broad Effective Index(BIS) 사용

[주2] 5년 월간 상관관계(좌: 가격변화율, 우: 가격)

# 위안화를 주시해야 할 원자재 시장

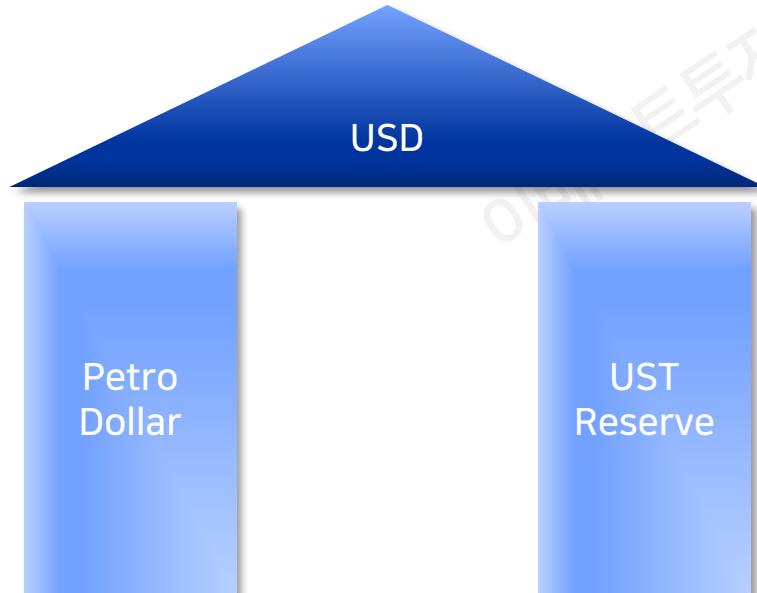
## ● 위안화의 기축통화화는 여전히 시기상조

- 여전히 달러화는 무역, 금융 결제에서 압도적인 지위를 차지 (SWIFT 결제의 46%)
- BRICS+의 공통통화 체계는 참가국들의 경제 체제 상 불가능하다는 평가 지배적

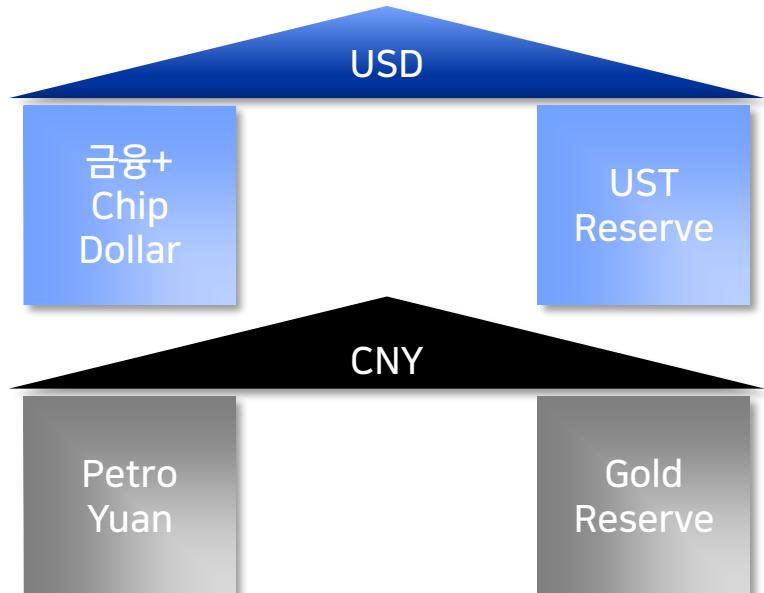
## ● 단, 원자재 시장에서만큼은 위안화의 영역 확대 지속 전망

- 2023년 3월, 중국의 대외거래에서 위안화 결제가 달러화 결제 비중을 추월
- 중국이 참여하는 경제 블록 내에서 위안화 사용 증가는 불가피. 이는 원자재 가격과 CNY의 더욱 높은 상관관계로 나타날 것

기존의 달러화 독점적 패권은



이원화 혹은 다원화될 것인가



Part II

# 에너지 : 사우디의 골든 타임

Energy

- Peak Oil Demand 논쟁과 석유의 미래
- Shale Oil의 가격 탄력성
- 사우디, 출혈 감산의 이유는?

# 2023년 석유 시장 리뷰

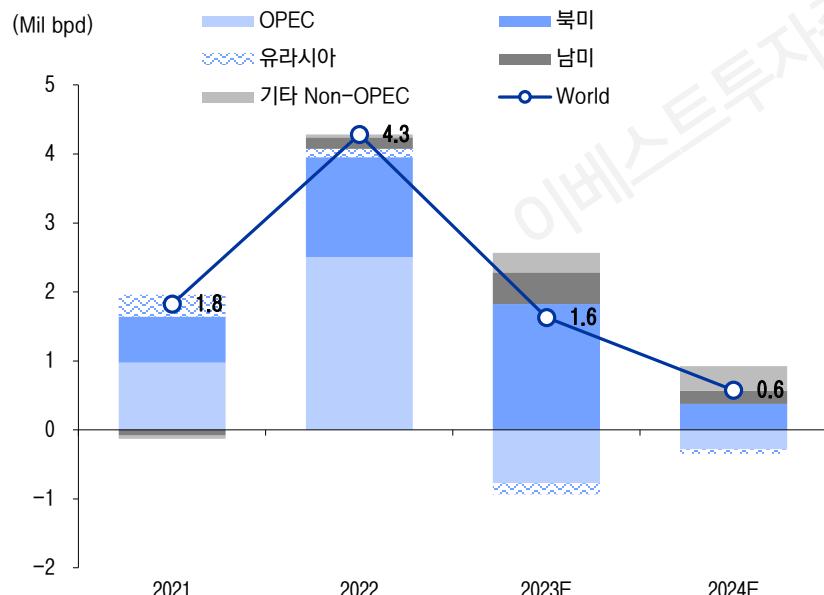
## ● 2023년은 OPEC+의 감산을 통한 유가 상승 의지가 미국 증산으로 무산된 한 해

- 2022년 4분기부터 OPEC+는 다시 감산에 돌입했으나, 미국 Shale 위주의 증산으로 전체 공급은 160만 bpd 증가
- 중국 리오프닝에 따른 수요 증가에도 불구하고 OECD국가들의 수요 약세로 인해 수급은 균형을 이룬 것으로 추정

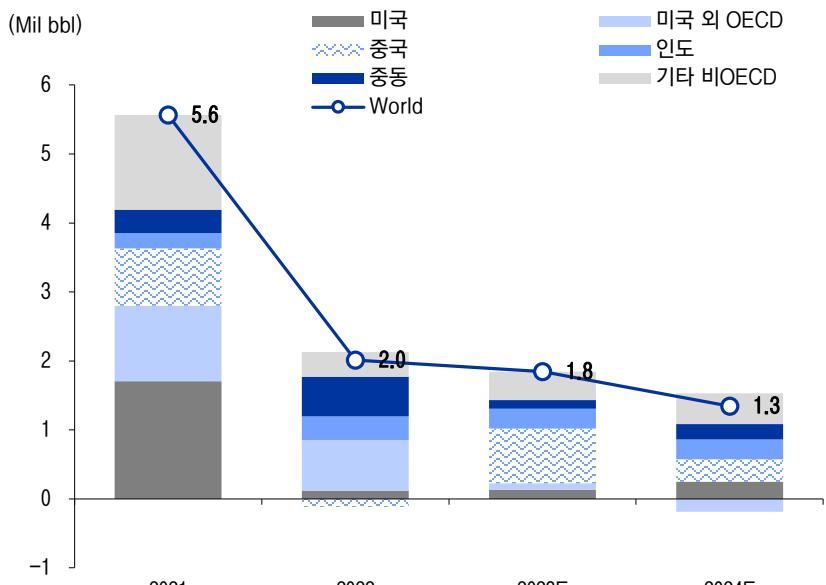
## ● 또다시 지정학적 리스크가 발발했으나, 원유 수급과 가격에 미치는 영향은 제한적

- 2022년 우크라이나-러시아 전쟁에 이어 2023년 10월 하마스-이스라엘 사태로 지정학적 리스크 발발했으나, 산유국으로 확산되지 않으며 수급 영향 제한적

세계 공급 전망 (전년 대비 증감)



세계 수요 전망 (전년 대비 증감)



자료: Bloomberg, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2024년 석유 시장 전망

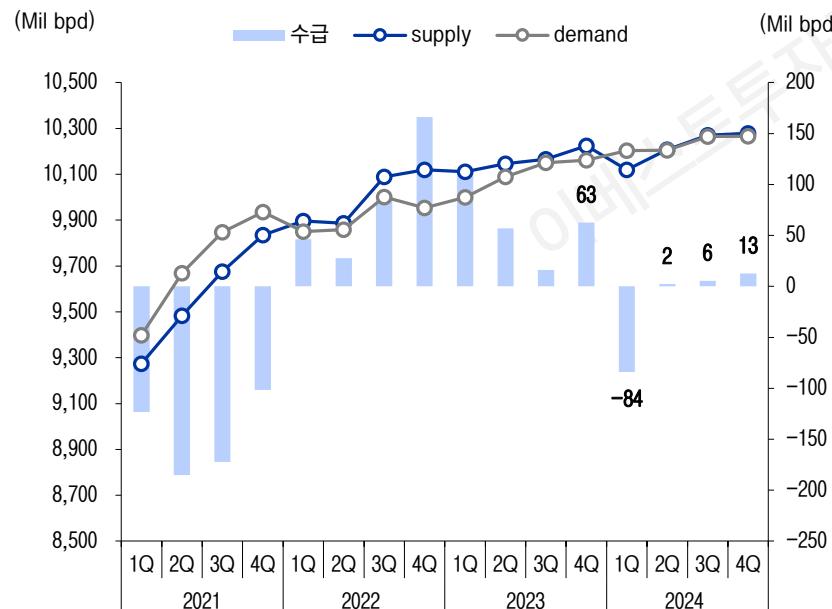
## ● 2024년 석유 시장은 1) OPEC+의 감산과 미국 Shale의 증산, 2) OECD국가들의 수요 감소와 비OECD 국가들의 수요 증가로 결정될 것

- OPEC+의 감산은 미국 Shale에 의해 상쇄되었으나, 향후 낮아진 가격 하에서 미국의 증산 지속될 수 있을지 여부가 관건
- OECD국가들의 구조적, 경기순환적 수요 감소와 비OECD국가들 위주의 수요 성장 모멘텀도 가격 결정의 변수

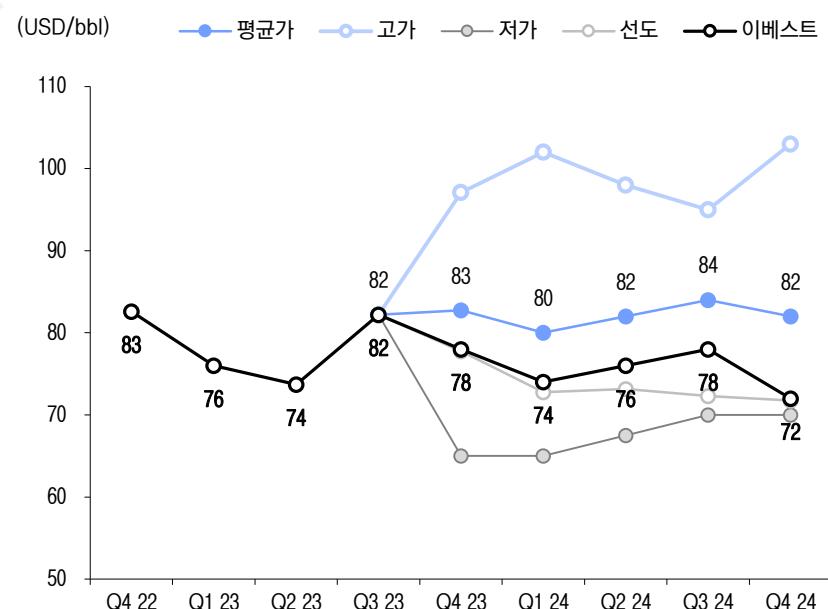
## ● OPEC+와 미국 Shale의 2라운드

- 미국의 증산 속도 둔화가 예상되는 상황에서 OPEC+의 결속 지속 노력 계속될 것
- 그러나 세계 경기 둔화에 따른 석유 수요의 전반적인 부진은 유가의 추세적 상승을 저해할 것으로 전망

### 석유 수급 전망



### 분기별 유가(WTI) 전망



자료: Bloomberg, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 23

# Peak Oil Demand 논쟁 – 2030년?

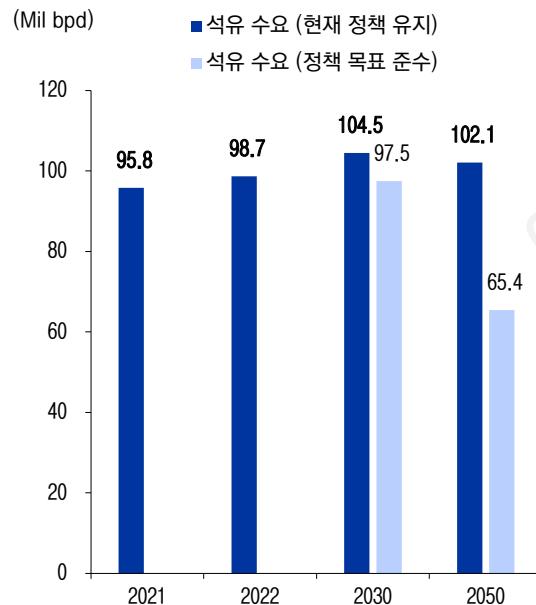
## ● IEA(국제에너지기구), 금년 10월 발간한 보고서에서 2030년경 석유 수요의 정점을 예상

- 석유 수요 국가들의 입장에 대변하는 IEA는 보수적인 시나리오에서도 2030년을 전후로 석유 수요가 정점을 나타낼 것으로 전망
- 이는 향후 가솔린 수요의 감소에 따른 것으로, 전기차 보급률 증가가 주된 논거로 제시됨

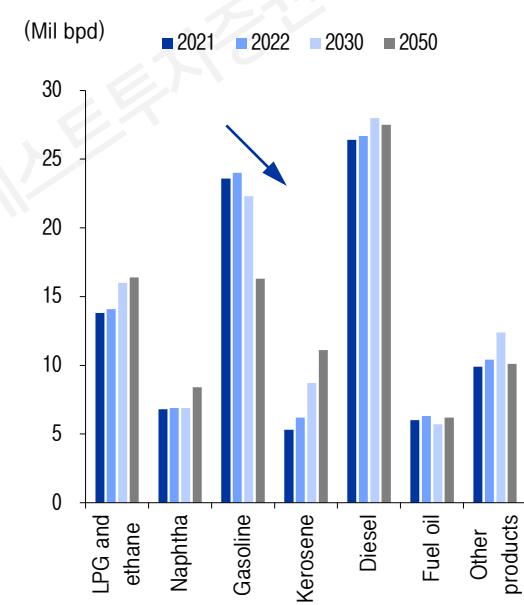
## ● BP사는 2017년 에너지 전망에서 2040년대 Peak Oil Demand 가능성을 기본 시나리오로 전망한 바 있음

- 과거 석유 수요 정점을 화두로 던졌던 BP사도 금년 장기 에너지 전망에서 2050년 석유 수요가 30~80% 감소할 것이라 전망

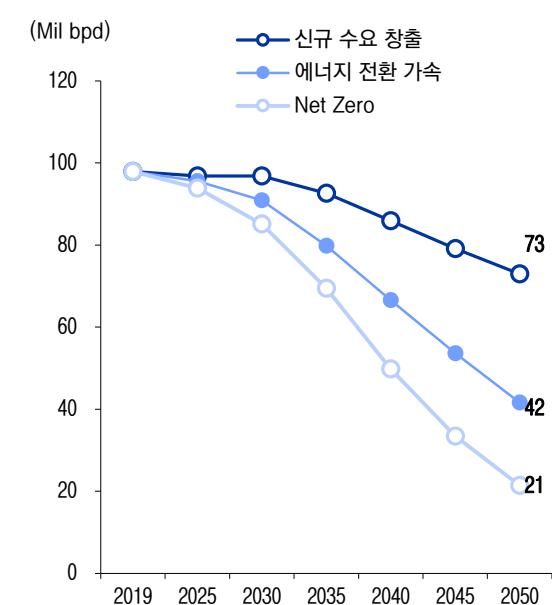
### 시나리오 별 석유 수요 전망



### 석유 제품 수요 전망



### 시나리오 별 석유 수요 전망



자료: IEA, BP, 이베스트투자증권 리서치센터

# Peak Oil Demand 논쟁 – 혹은 2050년?

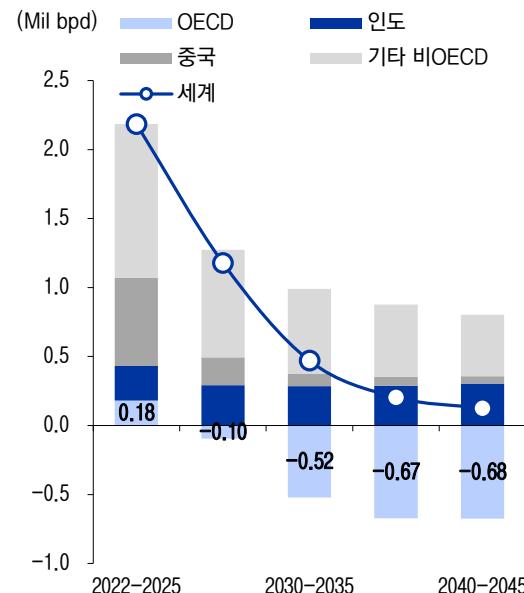
## ● 상반된 입장의 OPEC

- OPEC은 OECD 국가들의 수요 감소를 인정하면서도, 비OECD 국가들의 수요 증가가 이를 상쇄하며 2045년까지는 수요 증가가 이어질 것으로 전망
- OPEC은 석유 수출국들을 대변하는 입장이기에 에너지 전환을 보수적으로 전망한 것으로 판단됨

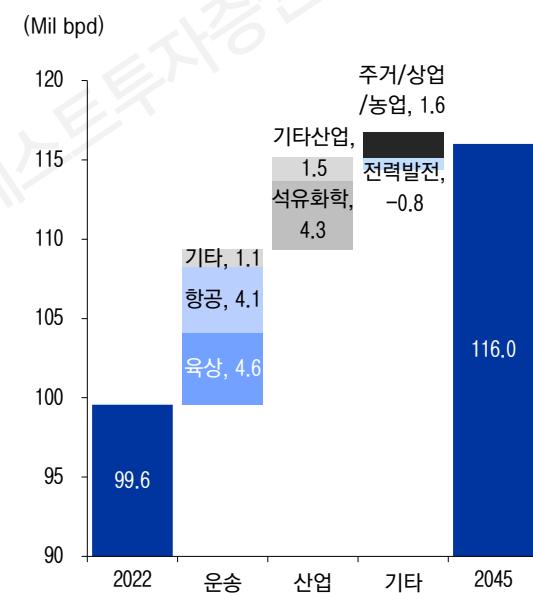
## ● 2030~2050년 사이 그 어디쯤

- 장기적으로 심각해지는 기후위기를 고려할 때, 탄소 중심의 에너지는 전환될 것이나, 그 시기는 예단하기 어려움
- 다만 이러한 수요의 정점 논의로 인해 촉발되고 있는 석유의 생산자, 소비자들의 행태 유인 변화에 초점을 맞춰야 할 것

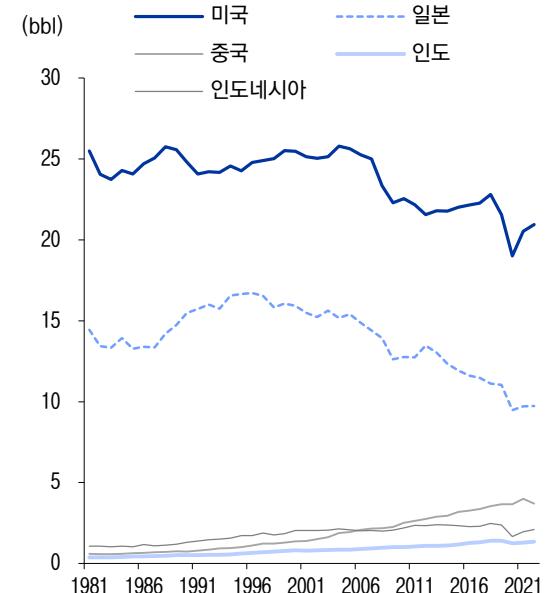
### 비OECD 국가들의 장기 수요 증가를 전망



### 운송/산업 부문에서의 수요 증가 전망



### 1인당 석유 소비량은 어떻게 수렴할까



자료: Bloomberg, OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

# 산유국들의 대응 전략은?

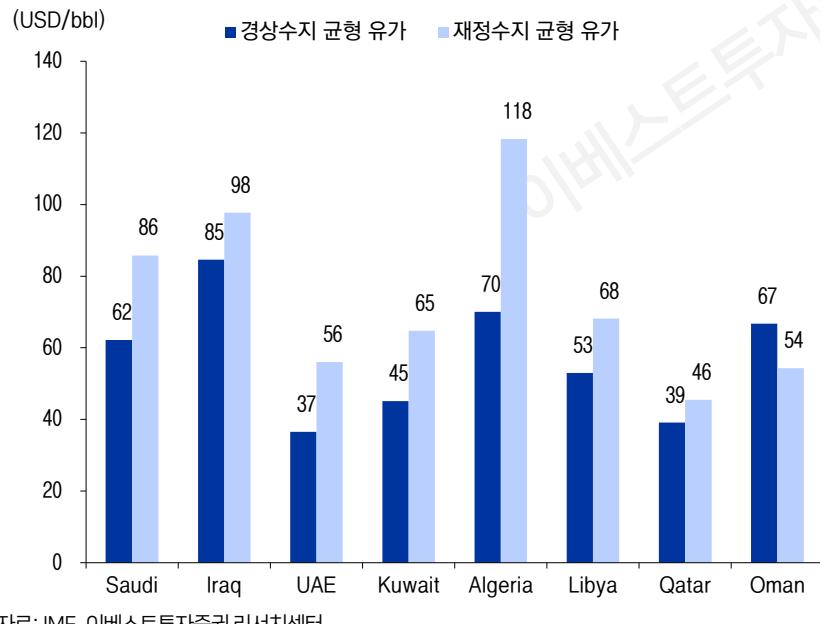
## ● 사우디는 여전히 원유 생산 의존도 높은 경제

- 2016년 선포한 비전 2030에서 석유 의존도 감소를 천명했으나, 여전히 경상수지와 재정수지 균형 유가는 타OPEC국가들 대비 높은 상황
- 이는 현재 감산을 통한 유가 방어가 절실한 이유이기도 함
- 결국 사우디는 석유 시대의 종말 이전에 아람코 지분 매각을 통해 자원의 자본화를 앞당겨야 하는 입장

## ● UAE는 사우디의 미래?

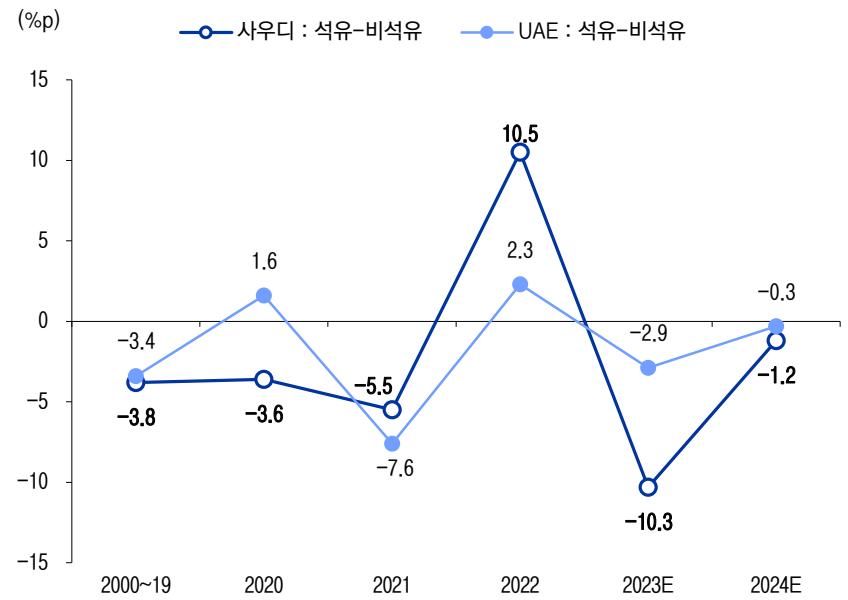
- 2000년대 개발된 두바이를 거점으로 UAE 경제는 석유 의존도를 낮추는데 성공, 중동 국가들 중 낮은 경상수지 및 재정수지 유가를 나타냄

OPEC 산유국 별 경상수지, 재정수지 균형 유가 (2023년 예상)



자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

사우디와 UAE, 석유 및 비석유 부문 GDP성장률 차이



# Shale Oil, 여전히 전세계 증산의 대부분

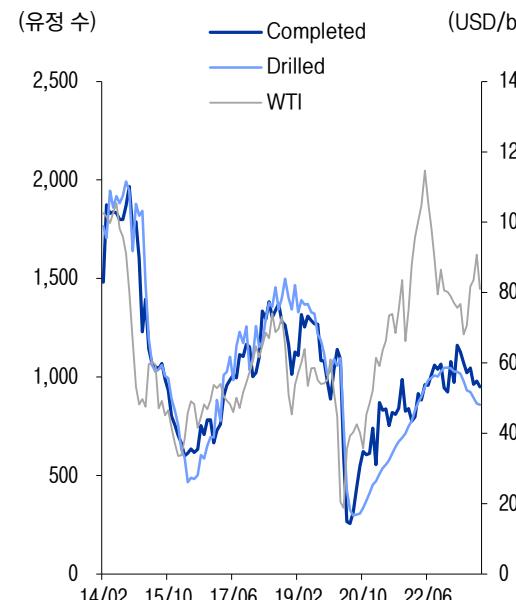
## ● 올해도 Swing Supplier 역할을 한 Shale Oil

- OPEC+ 감산의 효과는 Shale Oil 증산으로 완전히 상쇄
- 유가에 4~6개월 후행하는 신규 착공 유정 수(Drilled)는 금년 들어 감소했으나, 미완공 유정(DUC)의 완공(Completed)을 통해 원유 생산 역대 최고치 기록

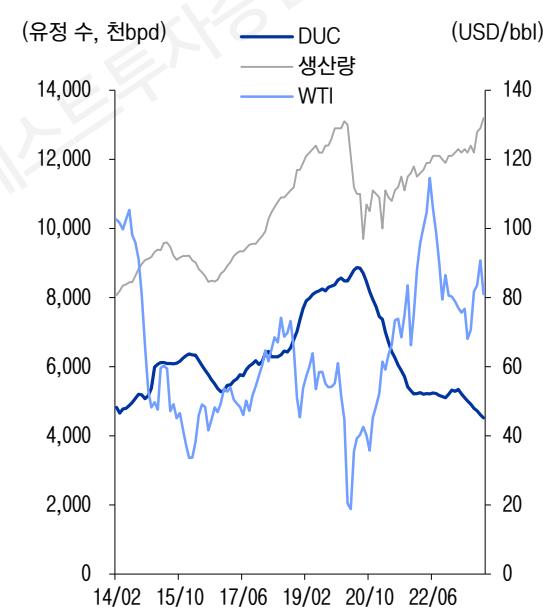
## ● 미완공 유정의 완공에 의존하는 증산의 지속성 여부

- 신규 착공 유정의 지속적 감소로 DUC의 잔고는 빠른 속도로 감소 중
- 내년 상반기 이후 미국 원유 증산 속도는 점차 둔화될 것으로 전망

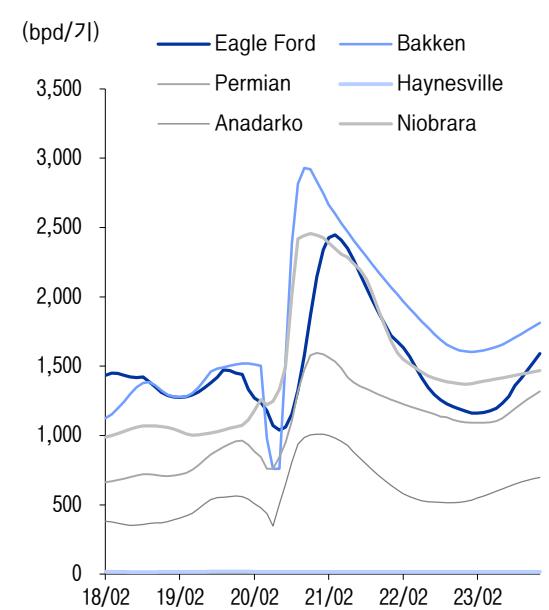
### 신규 착공 유정 수는 감소하나



### 원유 생산 증가는 유정 완공에 의존



### Rig당 생산성도 생산 증대에 기여



자료: Bloomberg, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

# 그러나, 공급의 가격 탄력성은 낮아짐

- 일각에서는 미국 원유 생산 기업들의 재투자율 하락이 공급의 가격 탄력성을 낮추고 있다는 주장 제기

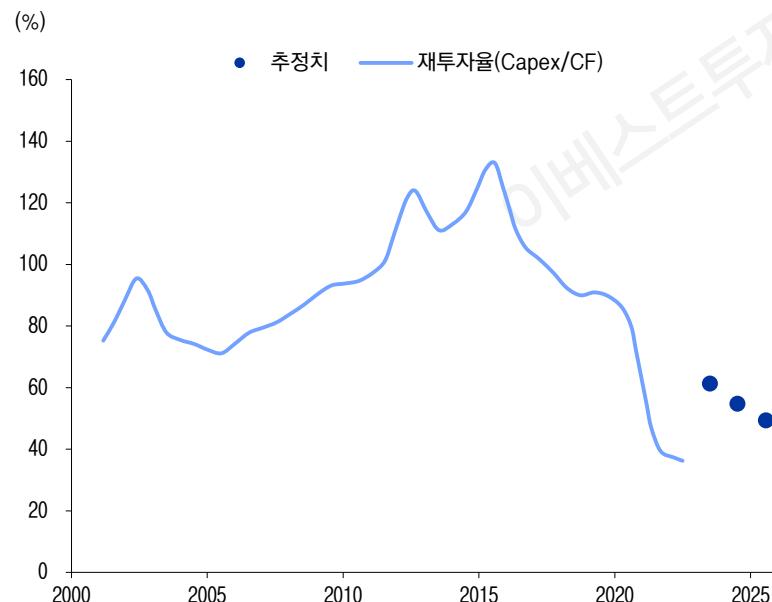
- 실제로 2014~2016년 유가 급락기 구조조정을 거친 미국 생산기업들은 적극적인 자본지출보다 재무안정성 확보에 주력

- 다만 이것이 구조적 변화인지는 생각해봐야 할 문제

- 2010년대 중반과 2020년 코로나 시기의 극심한 저유가를 겪었던 원유 생산 기업들의 행태 변화는 다시 전환될 수 있음

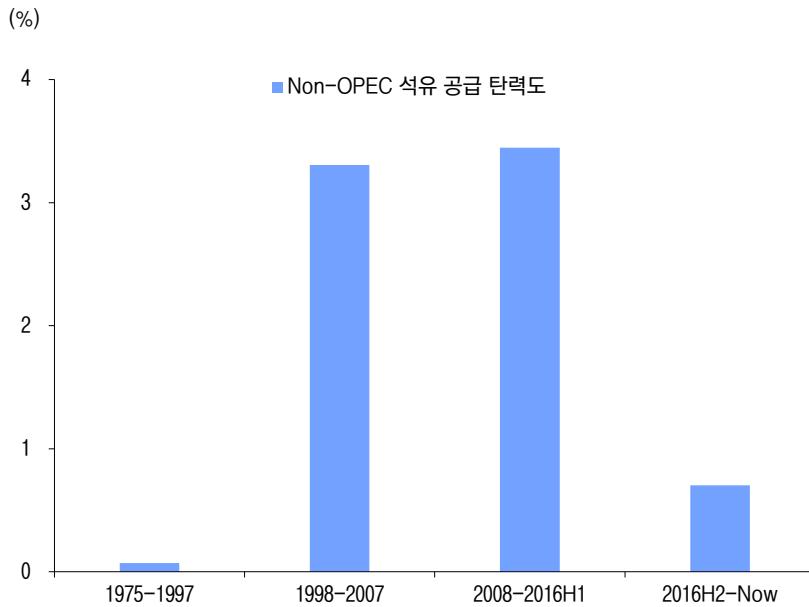
- 저유가 트라우마 외에 생산비용 인플레이션과 자본비용 상승이 공급 탄력성 하락의 원인이라면, 반전 가능성도 있음

유가 급락의 경험은 미국 생산기업들의 재투자율을 낮춤



자료: 석유기업, GS, 이베스트투자증권 리서치센터

실질 유가 10% 상승 시의 공급 탄력도 하락



eBEST Investment & Securities 28

# 낮아진 가격 탄력성의 원인은?

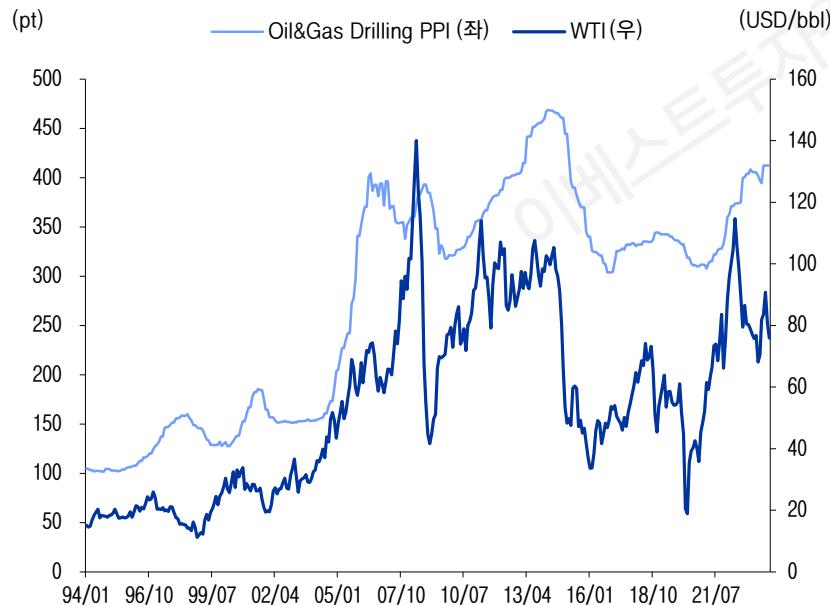
## ● 지난 3년간의 인플레이션은 원유 생산기업에도 영향

- 높아진 신규착공 비용으로 인해 Shale 생산 기업들의 BEP는 지속적으로 상승

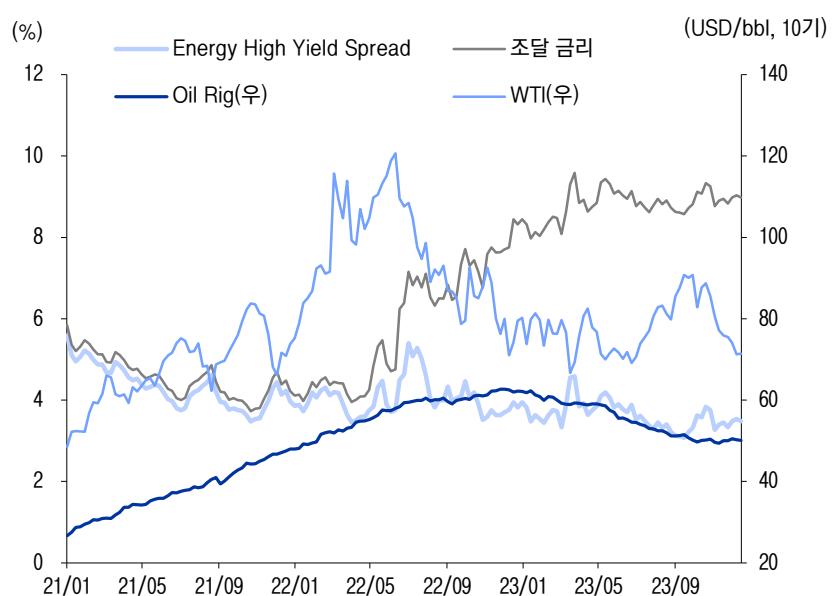
## ● 미국의 통화 긴축으로 인한 금리 상승도 재무안정성 확보의 요인

- Rig수의 감소는 유가에 3~6개월 후행하는 경향이 있으나, 지난 2년간의 금리 상승도 영향을 미쳤을 것으로 판단됨  
- 이에 더해 바이든 정부의 비우호적 정책(연방 토지 리스 제한, 2023년 완화)도 신규 투자의 장애물로 작용  
- 단, 향후 인플레이션 안정과 이에 따른 금리 하락은 가격 탄력성의 재반등으로 이어질 수 있음에 유의해야 할 것

생산 비용 인플레이션은 계속되고



금리 상승에 따른 자본 조달 비용 압박도 부담



자료: Bloomberg, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

# 5년 선물 가격의 예측력 – Jim O’Neil

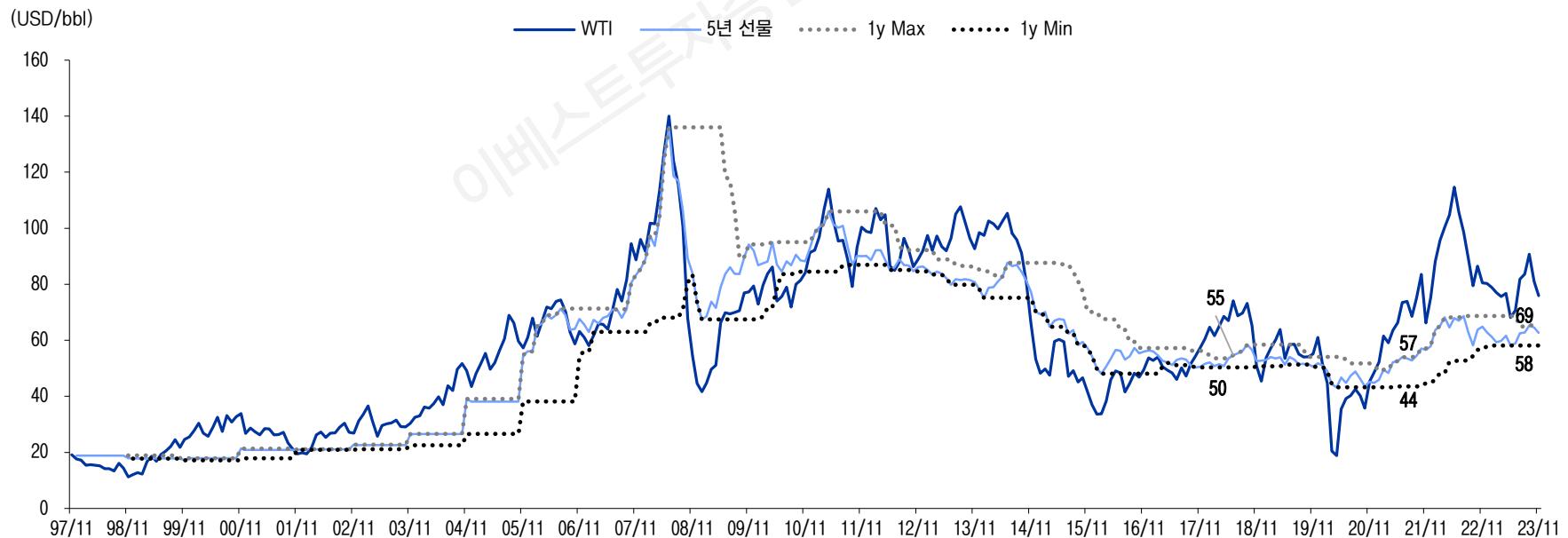
## ● BRICs 용어의 창시자 Jim O’Neil은 5년 선물이 유가의 장기 가격을 반영한다고 주장

- 원유 선물의 근월물은 투기적 수급, 현재의 Convenience Yield가 반영되어 결정되나 장기물은 철저히 장기 수급 요인에 의해 결정된다고 주장
- 실제 2012년경 이란 핵 사태로 인한 유가 급등 시기에 낮은 5년 선물 커브를 들며 유가의 하락 안정을 예상한 바 있음

## ● 5년 선물의 최근 1년 레인지는 2020~21년 대비 약 \$13 상승한 \$58~69

- 다만, Shale Oil의 짧은 생산 주기를 고려할 때, 장기 선물 가격은 가격 예측력보다는 현재의 생산원가 수준으로 추정할 수 있음
- 즉 현재 생산원가 수준은 2020~2021년에 비해 \$10~15 높은 수준으로 추정 가능

5년 선물 가격의 레인지는 \$58~\$69로 2015년 이후 최고 수준



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

30

# 이는 사우디의 출혈 감산의 유인

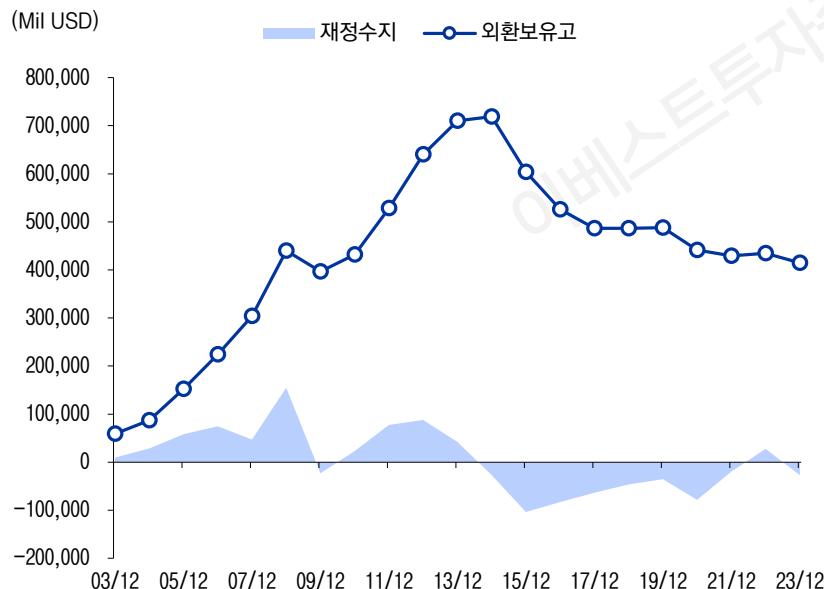
## ● 사우디는 재정적자 및 외환보유고 감소에도 불구하고, 자발적 감산을 유지

- 미국 Shale Oil의 가격 탄력성이 낮아진 상황에서의 감산은 Q의 감소율보다 P의 증가율을 높여 총수입을 증가시키는 효과
- 그러나, 올해 Shale Oil의 급격한 증산은 DUC 완공에 기인한 예외적인 상황으로, 감산의 효과를 반감시킴

## ● 유가를 지탱해야 할 또 다른 이유

- 작년부터 사우디의 Aramco 추가 지분 매각이 논의됨. 중국에 매각하는 것도 고려된 것으로 알려졌으나, 추후 논의는 없음
- 금년 9월에도 사우디 국내 거래소를 통한 Aramco 지분 \$500억 추가 상장 추진 밝힘
- 향후 네옴 시티 건설의 자금조달 방안으로 석유 자원의 자본화를 위한 Aramco 지분 매각 가능성 제기됨

### 사우디의 재정수지, 외환보유고는 지속적으로 악화 중



### 하지만, Aramco가 있다



자료: Bloomberg, 사우디 재무부, 이베스트투자증권 리서치센터

# 그러나 위기의 OPEC+

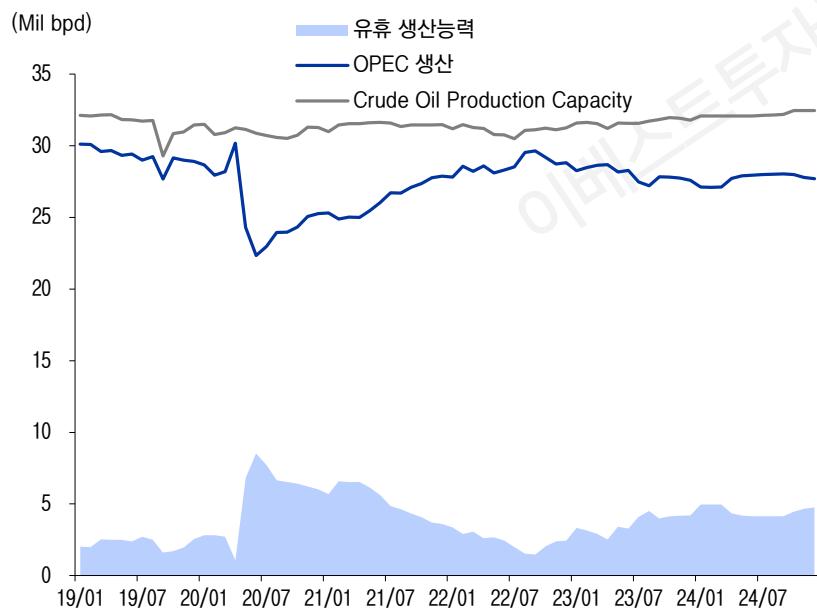
## ● 지난 11월 OPEC+ 회의는 카르텔 균열을 암시

- 2022년 하반기부터 1년 반 이상 지속된 감산으로 OPEC의 유류 생산능력은 과거 역사적 평균을 상회
- 상당 기간 지속된 감산에 따른 피로감으로 지난 11월 OPEC+ 합의(만장일치)는 실질적으로 무산된 것으로 판단됨 (자발적 감산의 연장)

## ● 감산은 유가의 하단을 방어하는 수준

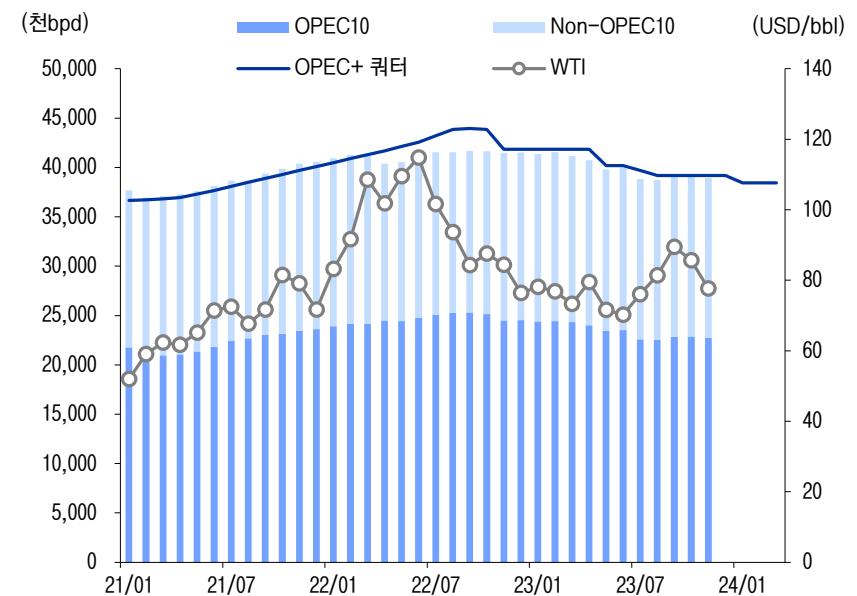
- OPEC이 높은 유류 생산능력을 유지하는 한 유가의 중장기적 상승은 어려울

OPEC의 유류 생산능력은 역사적으로 높은 수치



자료: EIA, OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

감산의 효과는 점차 한계에 이르는 듯



eBEST Investment & Securities 32

# 버텨야 하는 사우디

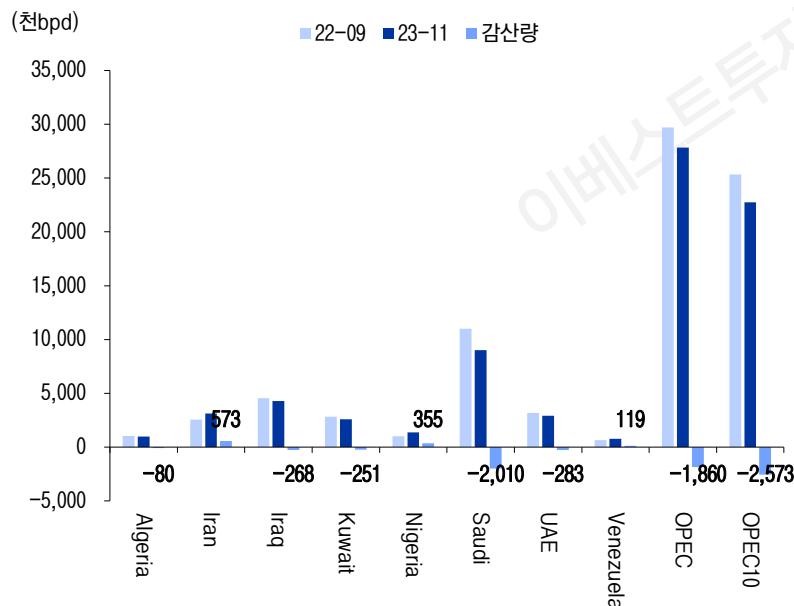
## ● 사우디의 감산은 OPEC+의 75%, OPEC의 100%에 달함

- OPEC 회원국 중 감산 예외국인 이란, 베네수엘라는 감산 합의 이후 각각 57만 bpd, 12만 bpd 증산
- 비OPEC 감산 참여국인 카자흐스탄, 멕시코도 9월 대비 증산한 것으로 나타남. 멕시코는 생산 쿼터인 175만 bpd를 지속적으로 상회 중

## ● 사우디는 2010년대 중반 유가 급락기 후에도 감산 공조를 주도

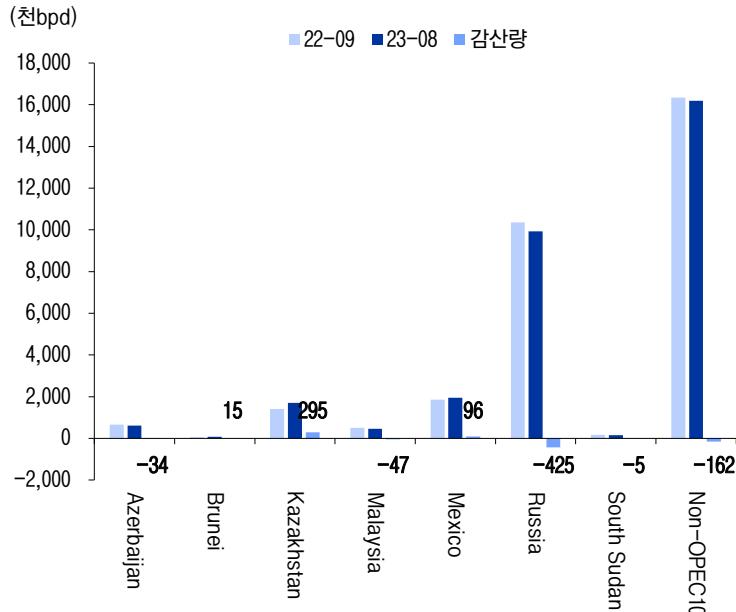
- 2016년부터 러시아와의 감산 공조를 시작으로 유가의 하단을 지지
- 공교롭게도 2019년말 Aramco 상장 이후 감산 공조는 균열, 2020년 코로나 시기 유가 급락을 초래

### 전체 OPEC 감산량의 100%를 감당하는 사우디



자료: OPEC, EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

### OPEC+내 비OPEC국가들의 감산량은 미미



# 균열은 메워질 수 있을까

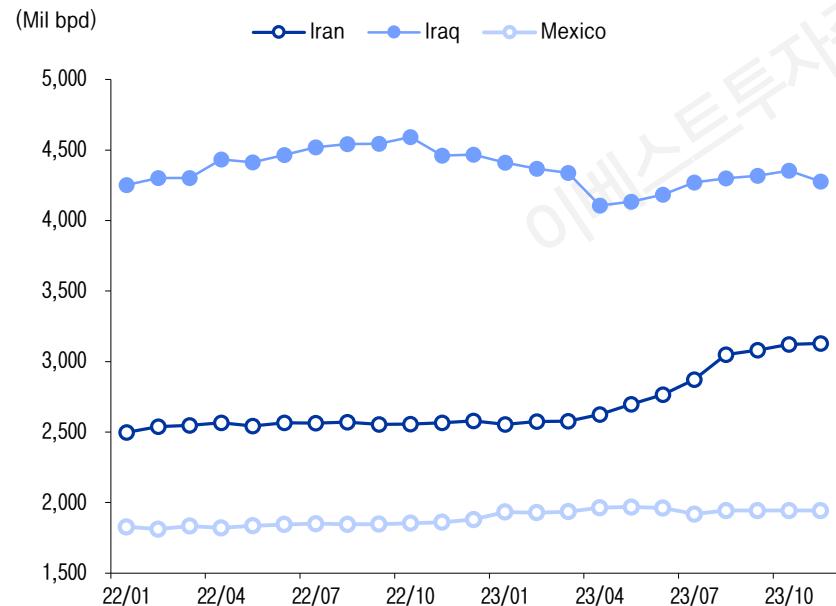
## ● OPEC+의 감산 공조에 맞서 미국은 이란, 베네수엘라 제재를 일부 완화

- 2022년 중반 유가 급등기에 바이든 행정부는 사우디에 증산을 요청했으나 거절당한 후, 이란, 베네수엘라에 대한 제재 완화로 대응
- OPEC+의 입장에서는 제재로 예외를 적용했던 국가들의 적극적인 증산이 부담스러운 상황
- 앙골라, 나이지리아도 자국의 과거 생산차질과 향후 추가 생산 여력을 강조하며 OPEC+ 공조의 균열을 확대시키는 요인

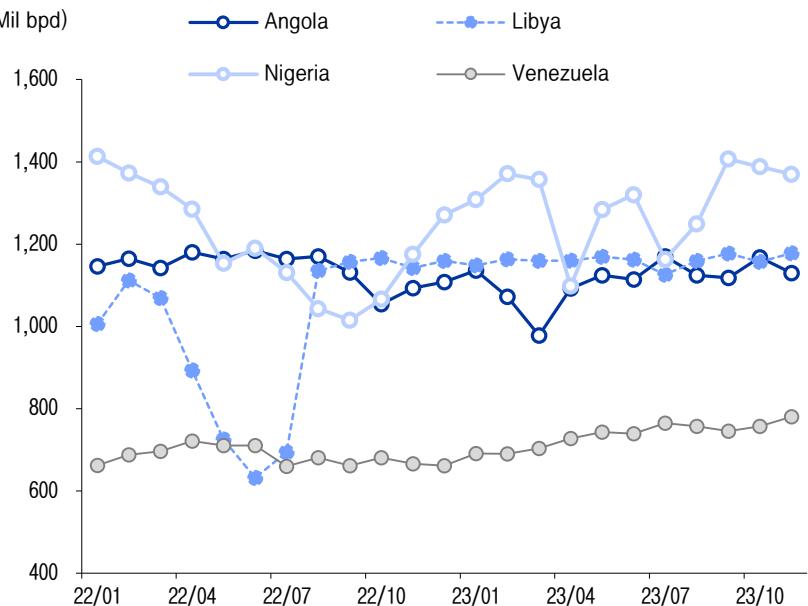
## ● 결국 사우디가 메워야 할 균열

- 유가가 WTI 기준 \$60 아래로 급락하지 않는 한 OPEC+ 국가들의 적극적인 감산 동참은 당분간 어려울 것

### 감산의 효과를 저해하는 요인들



### 각국은 이미 각자도생 중



자료: OPEC, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 34

# 중국 리오프닝 효과는 제한적

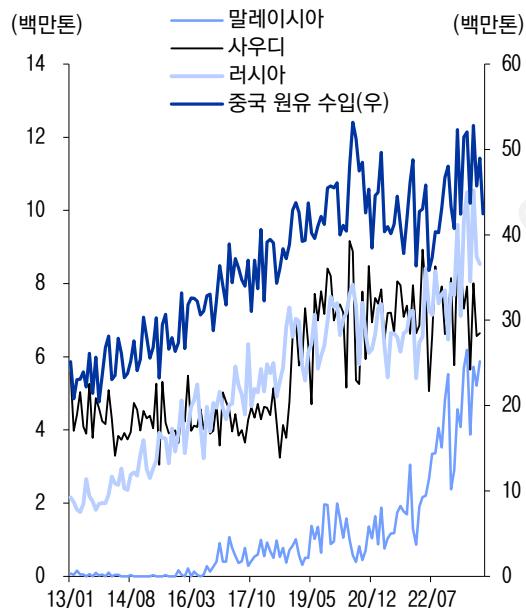
## ● 중국 리오프닝에 따른 수혜는 러시아와 말레이시아?

- 2022년 4분기부터 중국 원유 수입 정상화 시작됐으나, 이는 주로 러시아, 말레이시아 산 원유 수입 증가로 나타남
- 러시아 산 원유의 인도, 중국 수출이 늘어나며 우랄 원유 수출가격 디스카운트 해소. 이는 유가에 하방 요인으로 작용
- 한편 말레이시아 산 수입 급증은 이란 산 원유의 우회 수출로 추정됨

## ● 중국의 화물 운송 수요는 점진적 회복

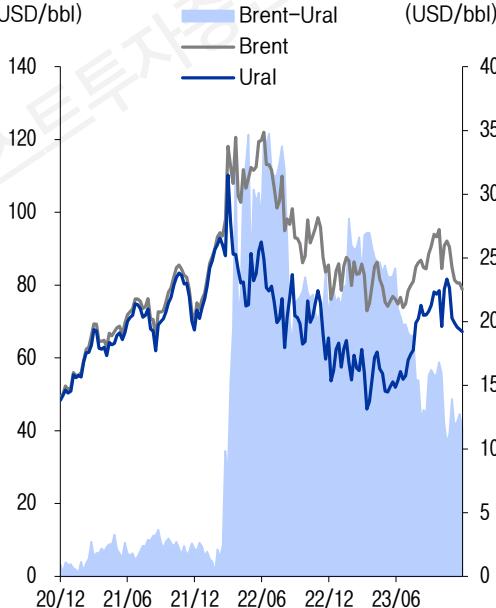
- 중국 경기 부진이 지속되는 상황에서 화물 운송 수요는 점진적 회복에 그침

중국 원유 수입 증가는 러시아, 말레이시아

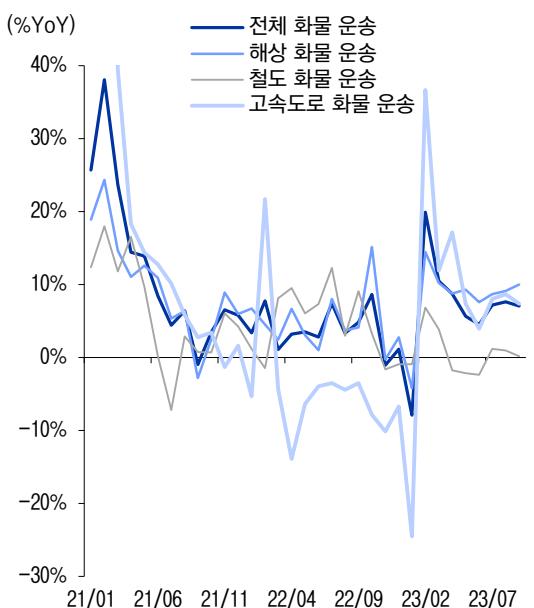


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

러시아 원유 수출가격 디스카운트 해소 중



중국 화물 운송 수요는 점진적 회복



# 수요에 대한 우려는 지속

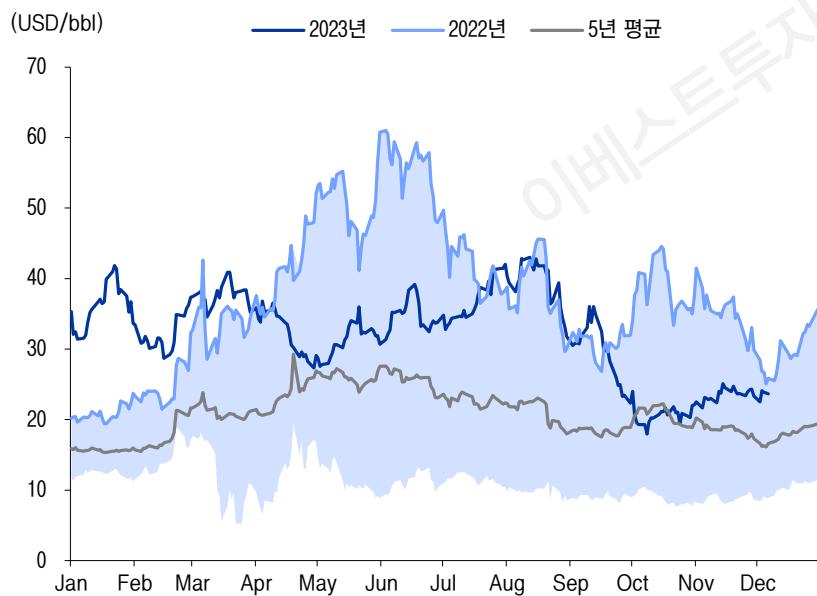
## 석유 제품의 수급을 나타내는 Crack Spread는 하반기 반락

- 5월부터 8월까지 계절성을 뛰어 넘는 상승세를 나타냈으나, 9월 원유 가격 상승 지속에도 Crack 낙폭 확대
- 9월 이후의 Crack Spread의 급격한 하락은 약한 석유 수요를 시사

## OECD 국가들의 수요 부진은 이미 구조적

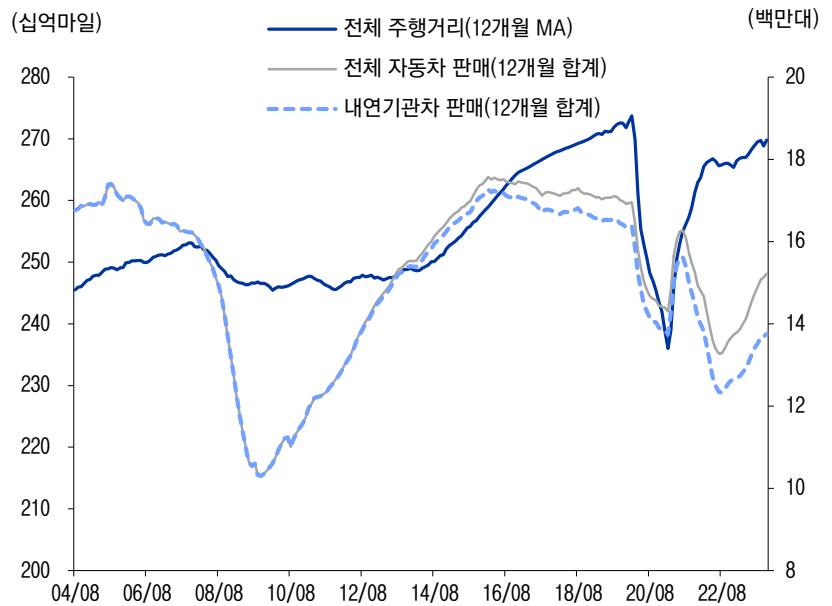
- 주요국 중 전기차 침투율이 낮은 미국(2023년 9% 전망)에서 차내연기관차의 판매는 하향세
- OECD 국가들의 석유제품 수요는 이미 구조적으로 감소하고 있는 상황

### Crack Spread는 다시 하향 안정



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 미국 내 가솔린 수요 기대하기 어려운 이유



# 하향되는 수요와 공급

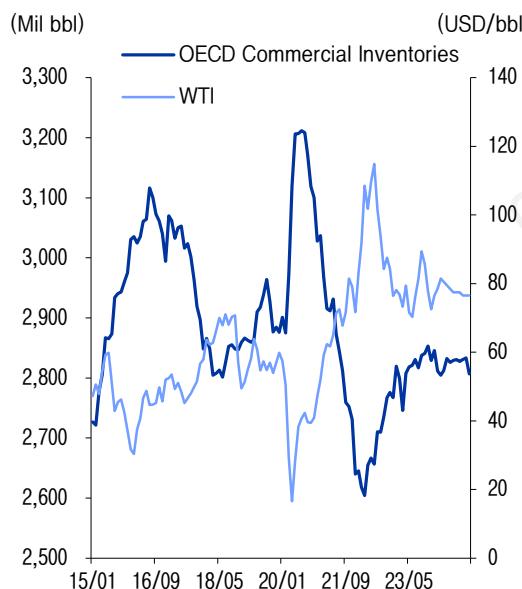
## ● 내년 석유시장은 전반적으로 낮은 수요와 공급 증가율 나타낼 전망

- OECD 국가들의 구조적 수요 감소와 비OECD 국가들의 경기둔화 전망으로 수요 증가율은 과거 평균 대비 낮은 1.3% 예상
- OPEC+ 감산 지속과 미국 Shale 증산둔화로 공급 증가율도 0.6%로 하락 예상

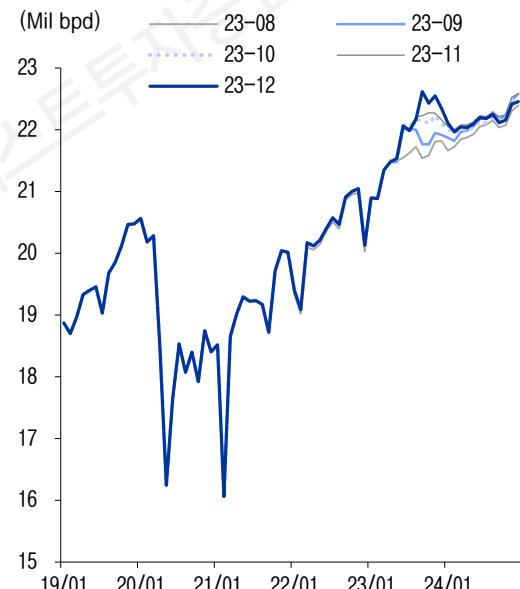
## ● 전략비축유는 과거와는 다른 역할

- 전략비축유의 급격한 감소는 미국 원유 순수입 감소로 인한 순수입 커버일수 증가를 반영
- 과거와는 달리 전략비축유의 비축과 방출은 국내 석유 공급자와 수요자를 만족시키기 위한 수단으로 변질

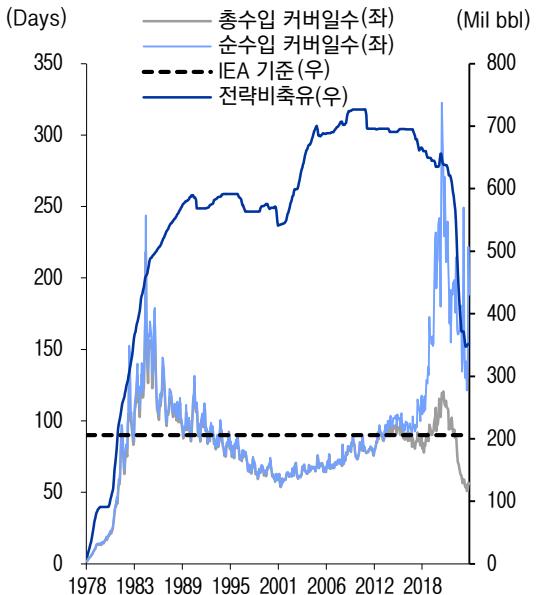
### OECD 재고는 당분간 안정적 흐름 예상



### 미국의 석유 증산은 둔화 전망



### 미국의 전략비축은 시급하지 않음



자료: EIA, 이베스트투자증권 리서치센터

## Part III

# 귀금속 : Gold Bugs의 귀환

### Precious Metal

- 금 시장의 수수께끼
- 중국 금 보유 비중의 정상화가 초래할 미래
- 경기 사이클과 금
- 은 : 가난한 자들의 금

# 금 시장의 수수께끼 : 단기 기대인플레 상승의 영향인가?

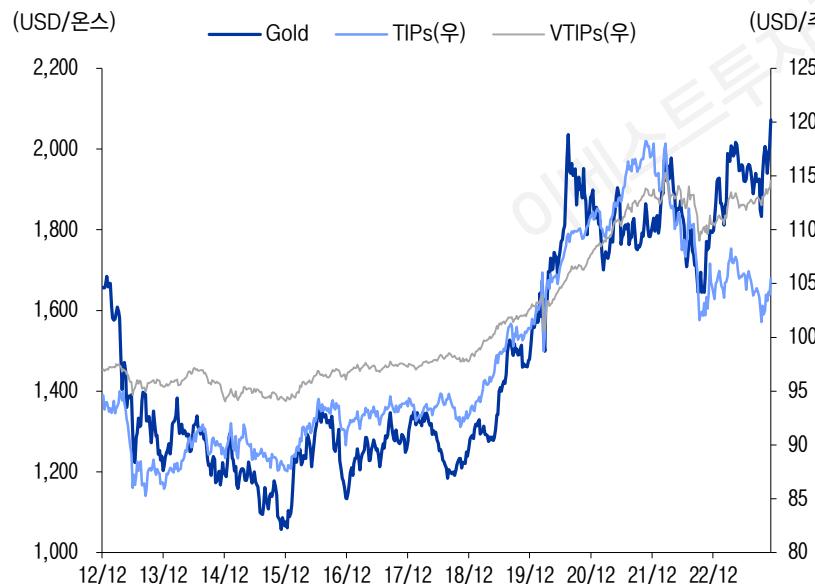
## ● 금 가격과 실질금리의 다이버전스를 설명하기 위한 단기 기대인플레 가설

- 지난 2년간 단기 실질금리를 반영하는 VTIPs ETF는 상대적으로 금 가격과 높은 상관관계 유지. 이에 단기 기대인플레의 급등 시기의 금 가격을 보다 잘 설명
- 그러나 기대인플레의 장단기 스프레드와 Gold/TIPs의 비율은 설명력 높지 않음

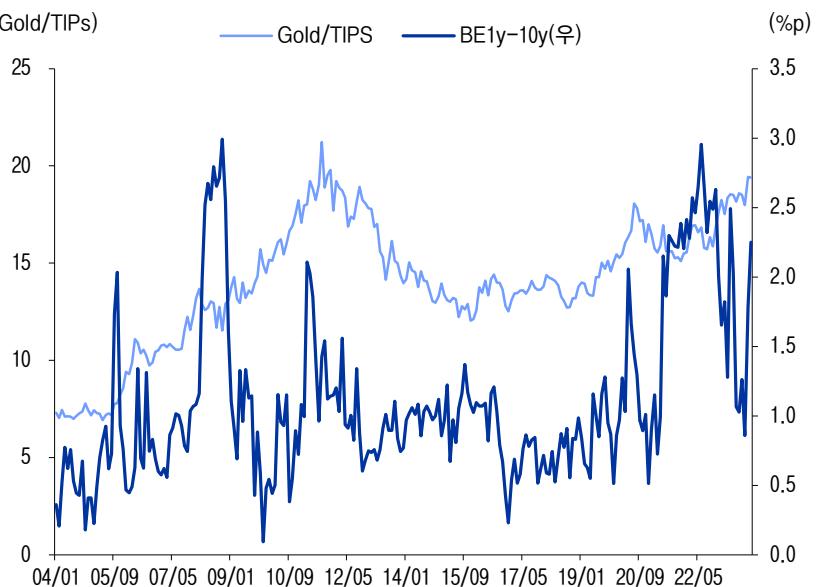
## ● 2011년과 2023년의 공통점은 “미국 국채에 대한 불신”

- 2011년 미국 신용등급 하향은 금융위기 이후 미국 달러 패권 위기가 절정으로 치달은 사건. 금 가격은 당시 사상 최고치를 기록
- 2023년의 TIPs 대비 금 가격의 강세도 유사한 측면에서 설명 가능

장기 실질금리보다는 단기 기대인플레가 금 가격을 이끄는가?



그러나, 장단기 기대인플레 스프레드로는 설명력 약해



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

[주] 단기 기대인플레이션은 미시간대 기대인플레이션(1y)

# 중앙은행 금 매입이 수요의 핵심 변인

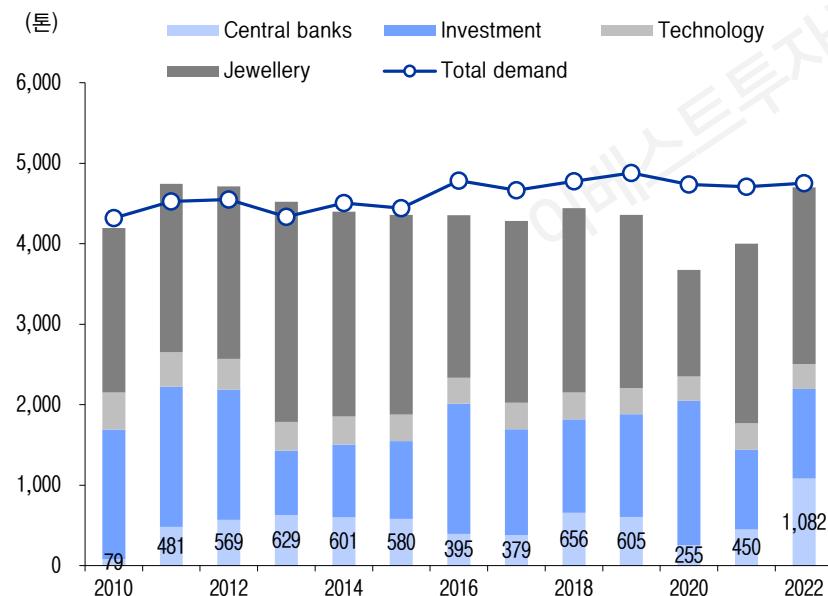
## ● 금 수요의 비중은 귀금속 수요가 압도적이나, 투자수요가 가격의 핵심 요인

- 2008년 이후 중앙은행 금 수요가 안정인 상황에서, 금 가격은 변동성이 큰 투기적 포지션과 ETF수요가 좌우
- 그러나 2022년부터 중앙은행의 금 매입이 2배 이상 확대되며 금 가격의 핵심 변인으로 재등장

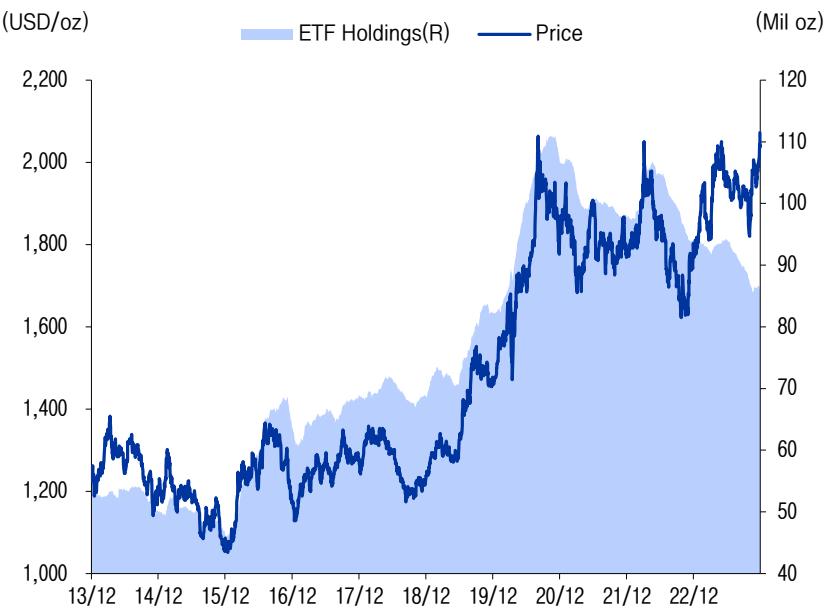
## ● 가격 후행적인 ETF 투자수요는 아직 미진

- ETF 투자수요가 금 가격에 역행하며 지속적으로 감소 중이나, 향후 증가세로 전환될 경우 중앙은행 매입과 더불어 추가적인 가격 상승 요인이 될 것

### 실물 수요의 증가는 중앙은행 매입이 견인 중



### 금 가격과 동행하는 ETF 투자수요는 미진



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# 최후의 통화로서의 금

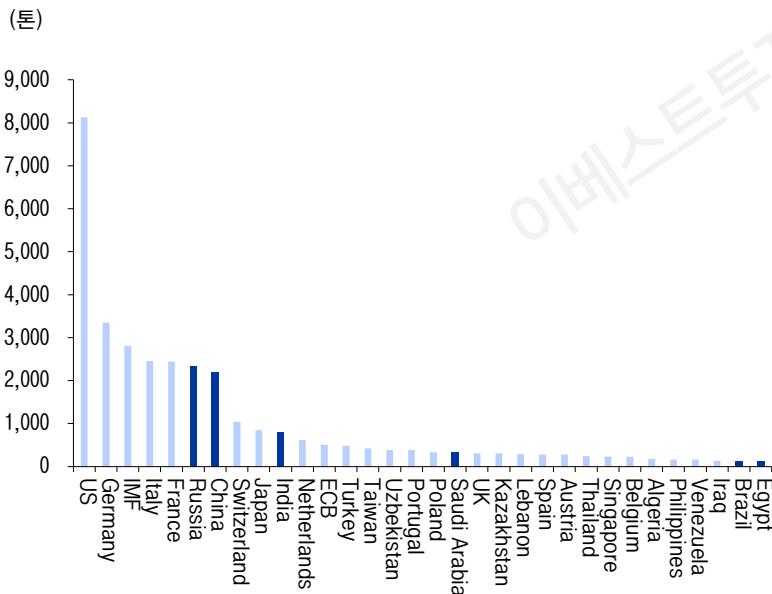
## ● 미국의 금 보유량은 8,133톤으로, BRICS+의 금 보유량 합계 6,600톤 대비 여전히 압도적

- 여전히 미국은 압도적인 중앙은행 금 보유국이며, 친서방 국가들도 높은 외환보유고 대비 금 보유 비중을 나타냄
- 단, 연구에 따르면 한국, 일본 등 미국에 안보를 의존하는 국가들의 경우 상대적으로 금 보유 비중 낮게 유지

## ● BRICS+ 향후 금 매입 증가 속도에 따라 금 가격 급등 가능성

- 현재 중국(2113톤), 인도(797톤), 사우디(323톤), 브라질(130톤) 등은 외환보유고 대비 매우 낮은 금 보유 비중
- 이들 국가가 금 매입을 지속적으로 늘릴 경우, 연간 금 수요(4,700톤)의 1/4의 수요가 지속적으로 유입될 것으로 전망

### 미국 중앙은행은 여전히 압도적인 금 보유



# 경기 사이클과 금

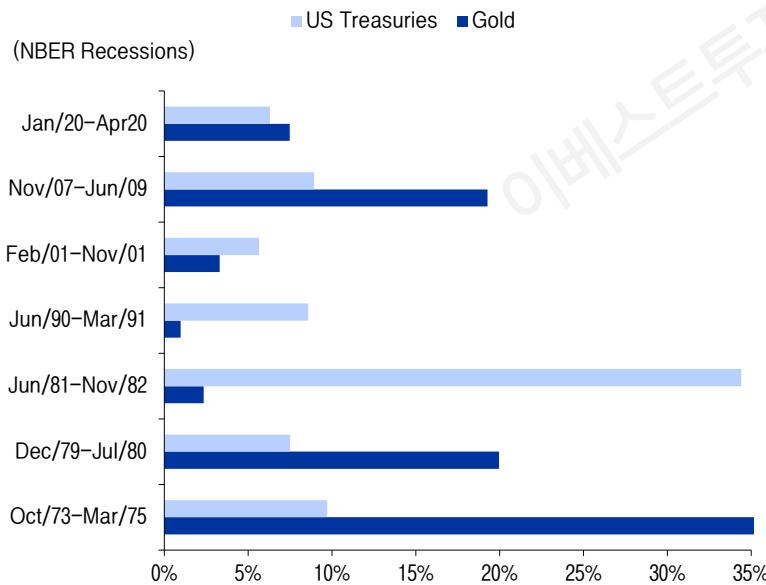
## ● 그러나 여전히 실질금리는 금 가격의 주요 변수

- 내년 컨센서스는 연준의 피봇에 따른 실질금리 하락과 금 가격 상승을 전망
- 다만 과거 경기 시나리오 별로 금 수익률은 상반된 결과

## ● 경기 하강이 심할수록 강했던 금

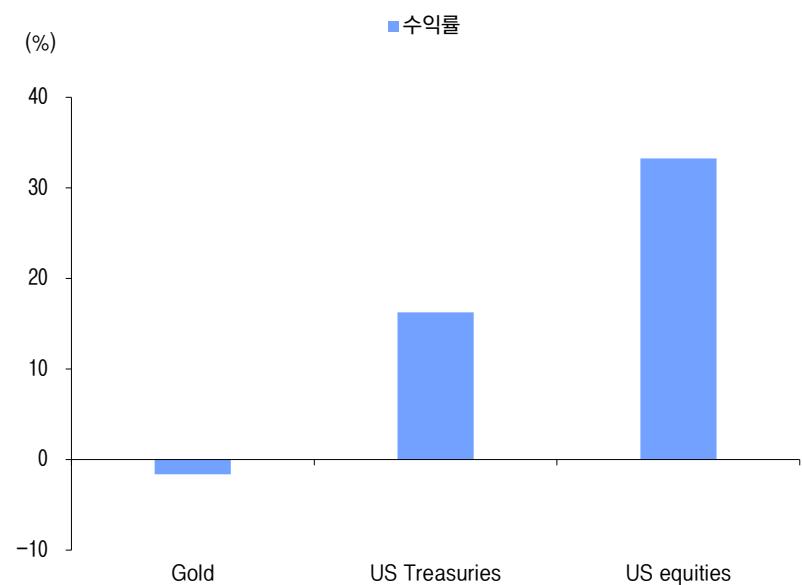
- 경기 하락 국면에서 기대인플레이션이 하락하나, 이에 대한 통화정책의 대응이 클수록 명목금리 하락폭이 확대되며 금 가격은 강세
- 금 투자는 기대인플레 하락 폭과 연준이 대응폭을 고려해야 할 것

과거 미국 Ressession 시기, 금과 미국채 투자수익률



자료: WGC, 이베스트투자증권 리서치센터

과거 9번의 금리 인상기 이후 2번의 연착륙 시기, 자산 별 수익률



# 경기 사이클과 금

## ● 소프트 랜딩 시 점진적 강세, 하드 랜딩(credit crunch 동반) 시 저가 매수 기회

- 이미 시장은 소프트 랜딩 시나리오를 금 가격에 반영 중. 단 하드 랜딩 시 급락 이후 저가 매수 기회 포착 필요

## ● 노 랜딩 리스크 유의

- 노 랜딩 시나리오는 실질금리 측면에서 금 가격에 불리. 단 중앙은행 지속적 매입에 따른 구조적 강세는 유효

### 경기 시나리오 별 금 가격 전망

경기 시나리오	소프트 랜딩	하드 랜딩	노 랜딩
연준 기준 금리 전망	현재 5.25% ~ 5.5%; 연말 4.50 ~ 4.75%	최대 5.5% ~ 연말 4.25% 이하	연말 5.0% ~ 5.5%
기회 비용 (금리)	10년물: 안정적, 소폭 하락 달러: 완만한 하락	10년물: 하락 달러: 안전 자산으로 상승	10년물: 소폭 상승 달러: 미국 예외주의 부각, 상승
	성장세 하락	급격한 경기 하강	성장세 지속
리스크와 불확실성	인플레이션 둔화	인플레이션 2% 하회	인플레이션 더딘 둔화
	Risk-on 포지셔닝	Risk-off 포지셔닝	시장 변동성
	지정학적 리스크	지정학적 리스크	지정학적 리스크
모멘텀	중앙은행의 지속적 매입	중앙은행의 지속적 매입 (일시 둔화)	중앙은행의 지속적 매입
	원자재 소폭 하락	원자재 Sell-off	원자재 반등
	금 순포지션 반등	금 순포지션 반등	금 순포지션 반등
금 가격 전망	중립~상방 압력	상승	하방 압력

자료: WGC, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

43

# 금 가격, 생산원가 대비 높지 않다

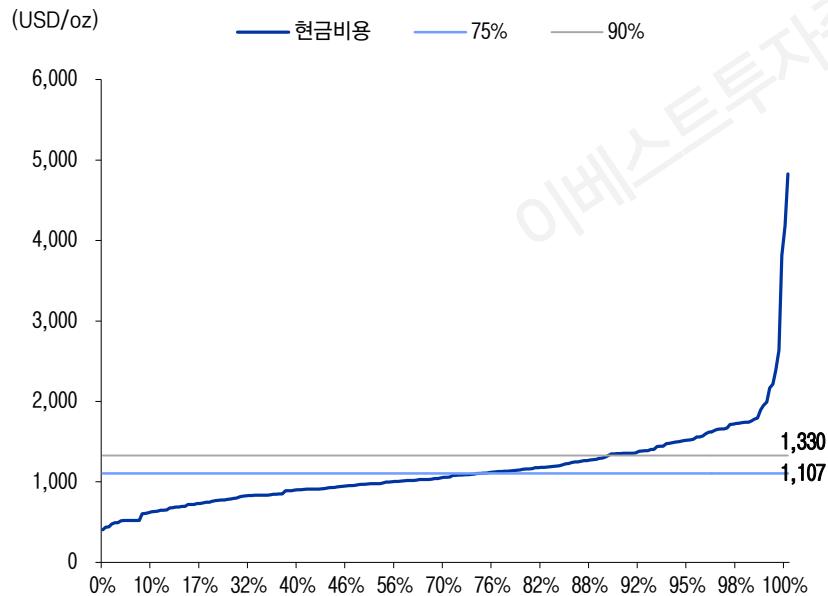
## ● 타 원자재 대비 생산원가의 영향력은 낮으나

- 금은 상대적으로 타 원자재 대비 낮은 저장비용 비중으로 인해 생산원가의 영향력은 크지 않음
- 다만 현재 높은 가격에도 불구하고 생산원가 대비 가격은 역사적 평균 수준

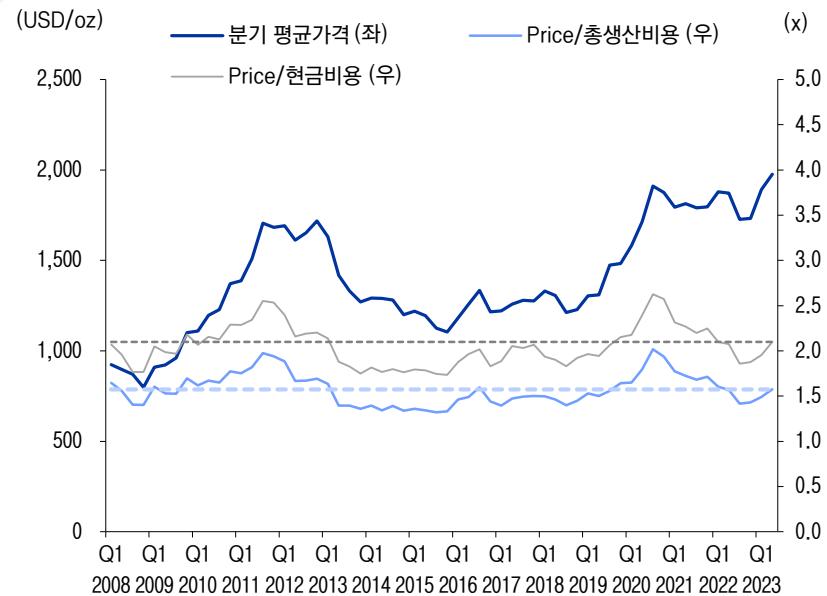
## ● 향후 생산원가의 하락은 금광기업 매수 기회

- 금광 기업 주가는 금 가격 상승 대비 언더파풀해 왔음. 이는 최근 인플레이션에 따른 생산원가의 상승이 반영된 결과
- 비용 인플레이션이 하락하고, 금 가격은 리세션에 의해 지지될 경우, 금광기업은 좋은 투자 수단이 될 것

광산 생산원가는 2016년 이후 지속적으로 상승



생산비용 대비 가격은 역사적 평균 수준



# 은 : 가난한 자들의 금

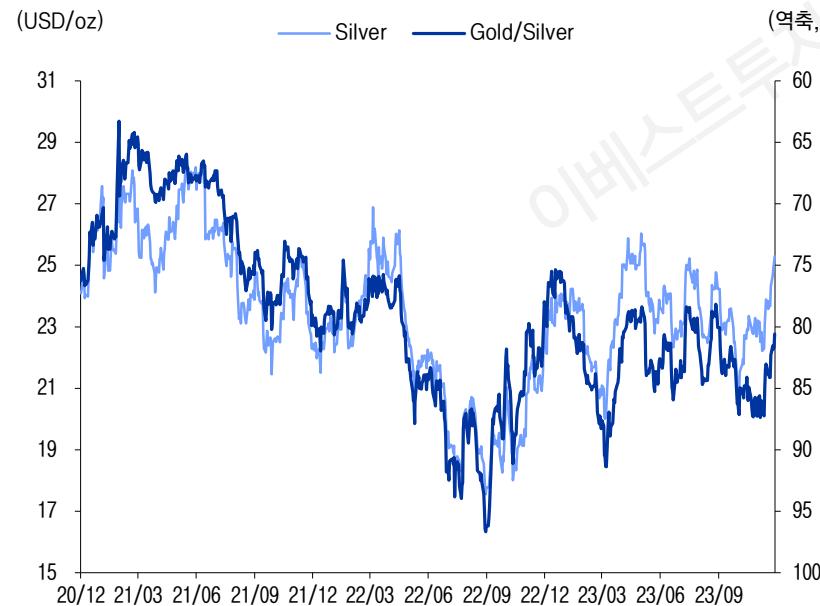
## ● 금과 함께 은에 쓸리는 관심

- 금 가격 상승기에는 '가난한 자들의 금'이라 일컬어지는 은에도 관심이 집중됨
- 흔히 Gold/Silver ratio의 하락이 은 가격의 상승 여력을 시사한다고 하나, 두 원자재는 평균 0.7이상의 상관관계를 갖기 때문에 은 투자는 금 투자의 하이베타 성격을 갖는 것으로 판단

## ● 다만 구조적으로 금보다 불리한 이유

- 향후 구조적으로 금 수요를 지지할 중앙은행 매입이 부재하다는 것은 은 투자에 있어 Gold/Silver ratio의 지속적 상승 위험을 내포

### Gold/Silver Ratio와 은 가격



### ETF 투자수요는 축소 중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 생산원가 대비 다소 높은 가격 수준

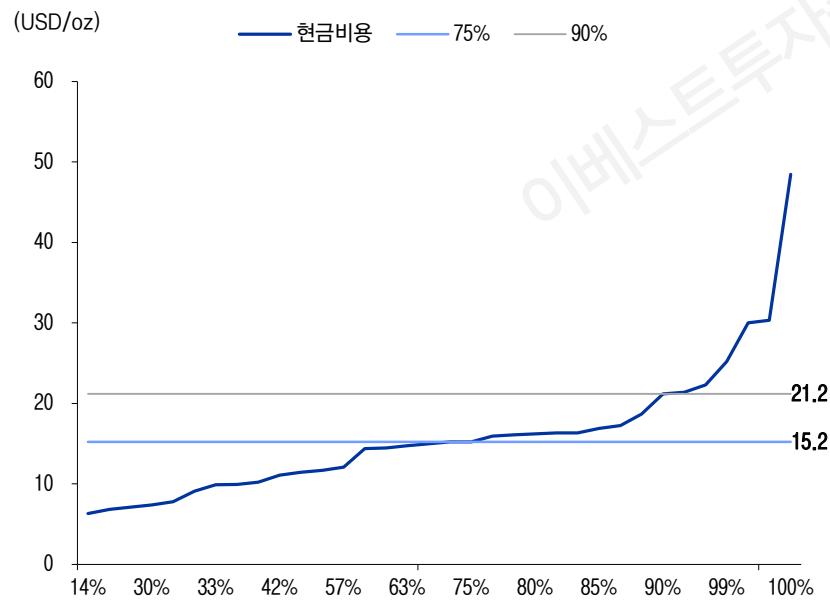
## ● 금과는 달리 생산원가 대비 다소 높은 가격

- 현재 단기 생산원가 대비 가격 수준은 과거 평균(1.8배) 대비 다소 높은 2배 수준

## ● 여전히 낮은 투자 수요

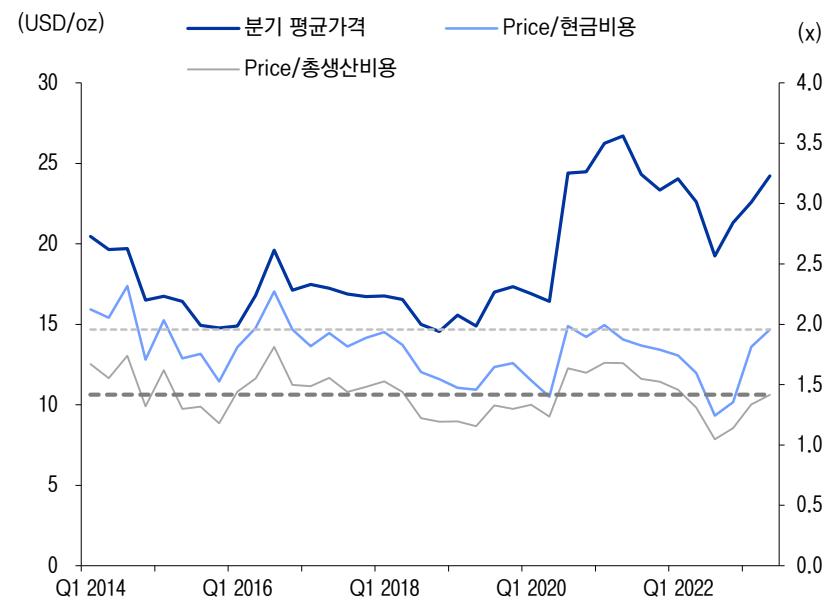
- 은 ETF 투자 수요는 2020년 이후 지속적으로 유출
- 금의 상승기에 나타나는 투기적 수요와 ETF 투자 수요의 유입은 과거 2020년과 같은 가격 급등락을 초래할 수 있음

### 은 생산원가 (단기 생산비용)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 단기 생산비용 대비 은 가격은 과거 평균 대비 높은 수준



# 금, 은 가격 전망

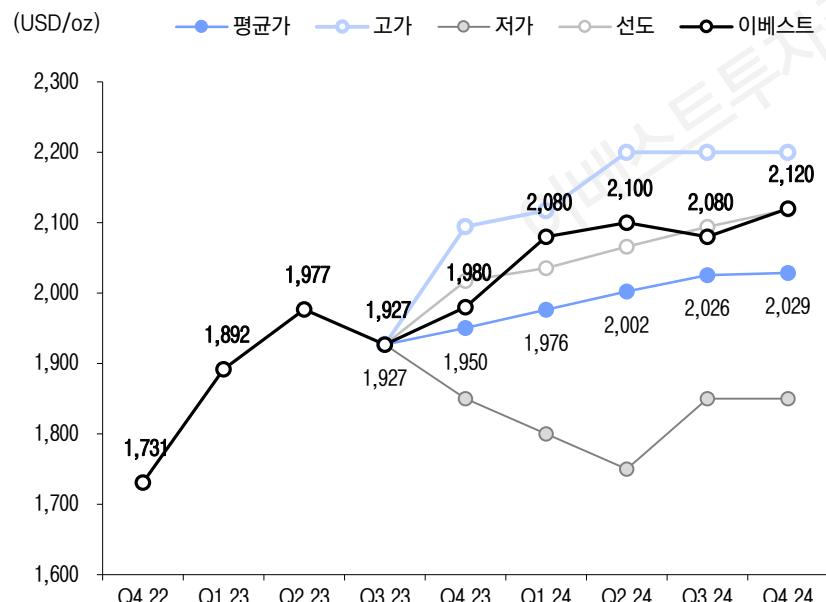
## ● 금 가격의 높은 계절성

- 과거 20년간 금 가격 상승률은 1월 단연 높은 계절성을 나타냄. 이는 귀금속 수요의 최대 비중을 차지하는 중국의 춘절 관련 수요가 반영된 것
- 내년 1분기 금 가격은 다시 역사적 고점을 간신히 하루 앞둔 것으로 전망

## ● 금과 동행할 은 가격

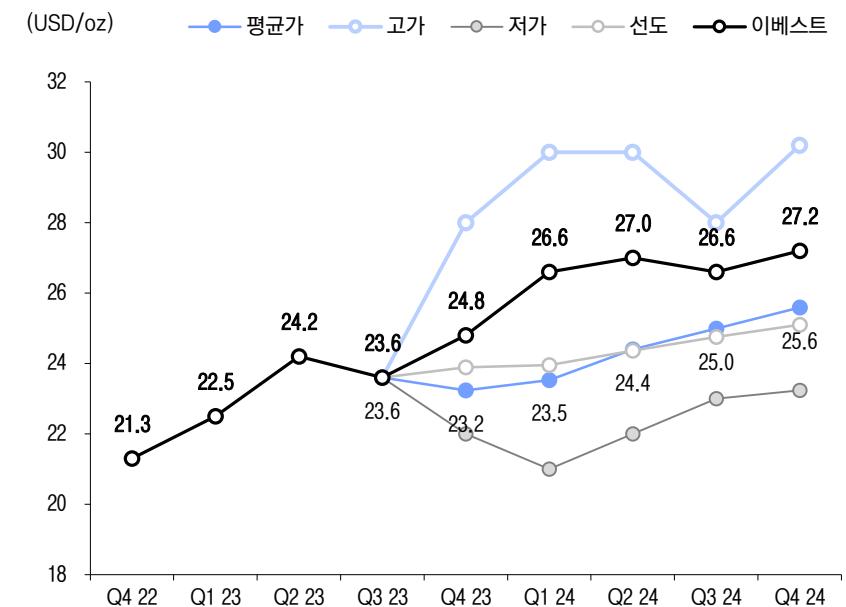
- 금 가격이 장기 상승추세를 유지하는 한 은 가격도 하이베타 성격의 상승세를 나타낼 것
- 단, Risk-off 국면에서 금보다 높은 변동성에 따른 급락 위험에는 유의

### 분기별 금 가격 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 분기별 은 가격 전망



Part IV

# 비철금속 : Restocking

## Nonferrous Metal

- 차별화된 제조업 부진의 여파
- 중국 구리 재고는 역대 최저치
- Top-pick으로 꼽히는 알루미늄
- 감산 사이클에 돌입한 아연

# 2023년 비철금속 Review

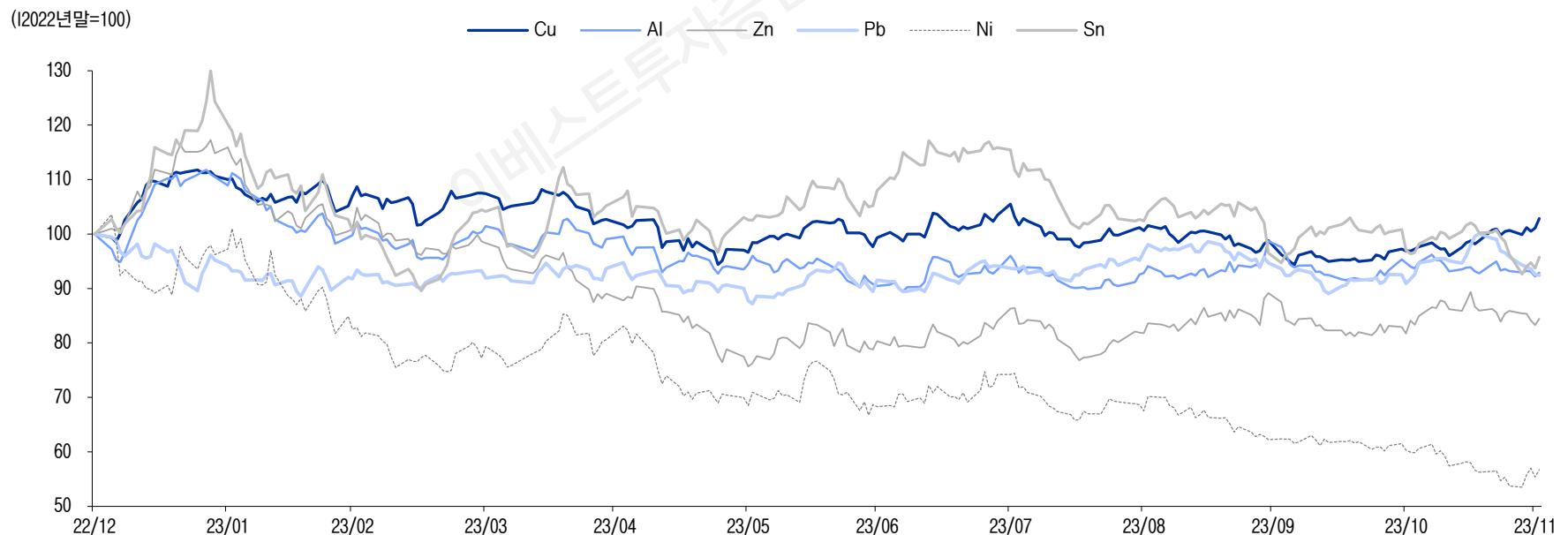
## ● 연초 중국 리오프닝 기대로 상승 출발했으나, 계속된 제조업 부진에 약세

- 중국 리오프닝과 경기 부양 기대는 실망스러운 회복세로 나타남. 2분기 위험자산 회복에 따라 반등 후, 하반기 미국 금리 상승과 달러화 강세로 반락
- 일부 낙폭이 큰 품목을 제외하고 박스권 등락

## ● 품목별 수급에 따른 가격 차별화

- 2022년 상반기까지 가격 급등세를 나타냈던 아연과 니켈의 공급 과잉에 따른 가격 하락이 두드러짐
- 구리는 중국 부동산 시장 악재에도 불구하고, 장기 수요 전망과 수급 균형 전망으로 비철금속 중 아웃퍼퓸

## 2023년 선방한 구리, 초과공급의 니켈과 아연



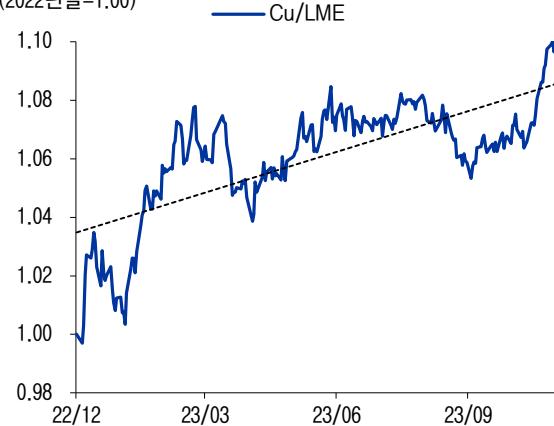
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# 2023년 비철금속 상대 성과

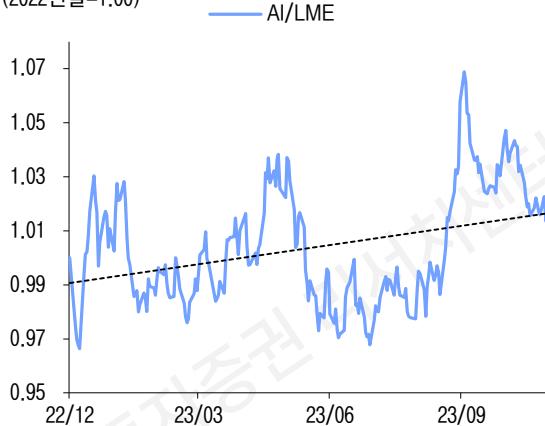
## Copper

(2022년말=1.00)



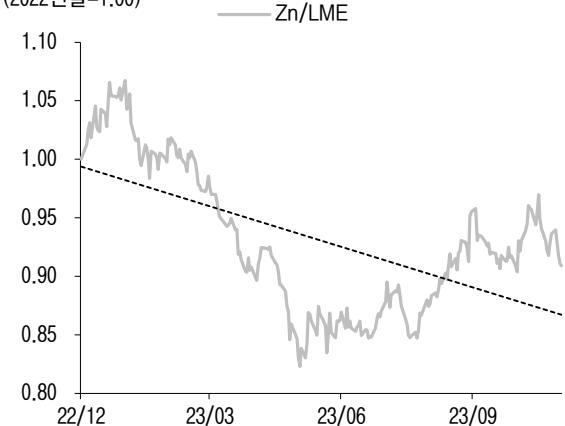
## Aluminum

(2022년말=1.00)



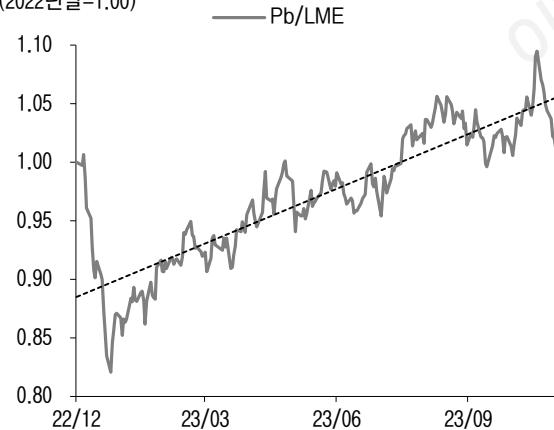
## Zinc

(2022년말=1.00)



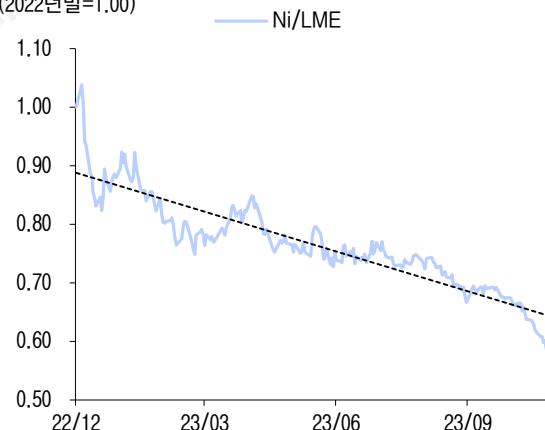
## Lead

(2022년말=1.00)



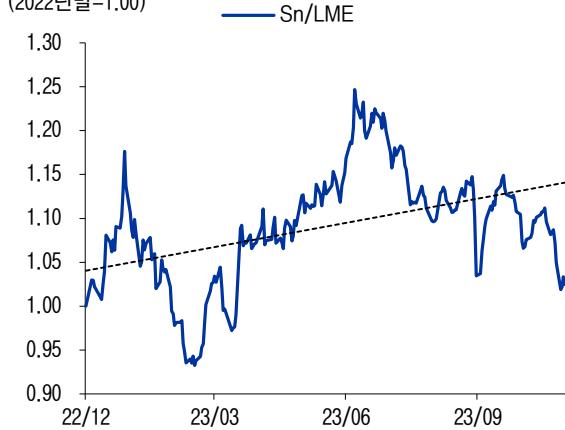
## Nickel

(2022년말=1.00)



## Tin

(2022년말=1.00)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터  
[주] LME Index 대비 상대성과

## 장기 비철금속 시장 Review

## ● 장기적으로 비철금속 시장은 높은 품목별 동행성

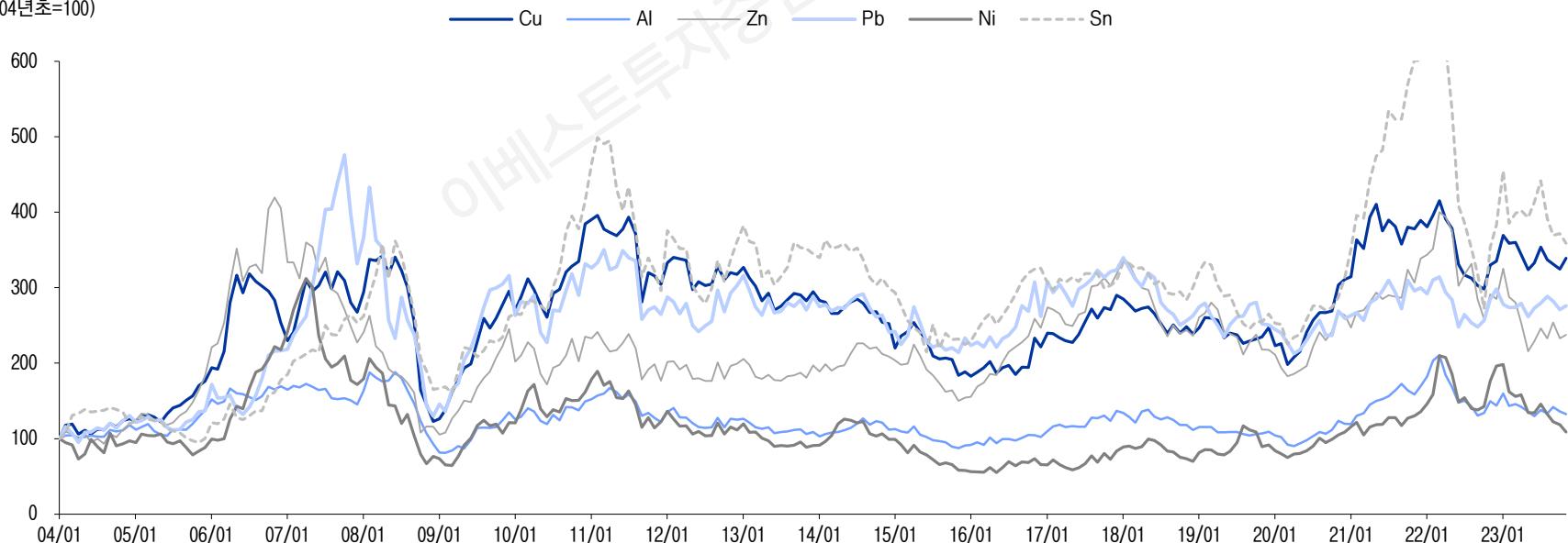
- 지난 20년간 네 차례의 사이클을 나타낸 가운데 2020년대 사이클은 마무리 단계

- 그러나 품목별 수급에 따라 차별화된 중기 사이클 시현

- 중국의 공급 과잉이 주기적으로 문제가 됐던 알루미늄, 니켈의 가격 상승률은 장기적으로 저조
  - 단 서로 다른 중기 사이클은 차별화된 기회 제공

장기 사이클은 수급 상 차별화를 나타냄

(2004년초=100)



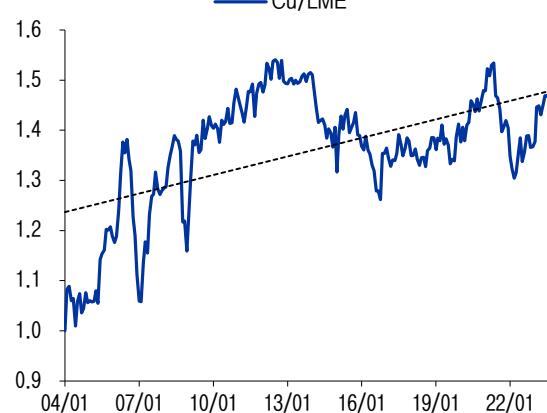
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 51

# 2023년 비철금속 상대 성과

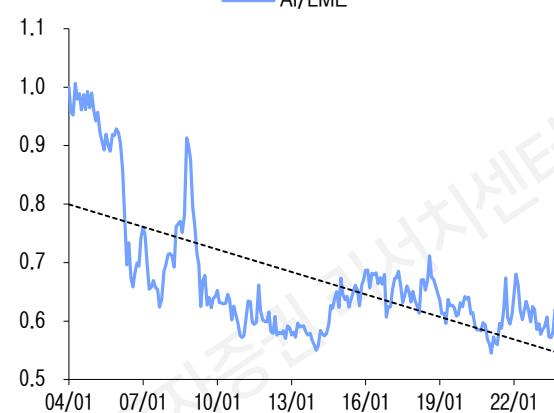
Copper

(2004년호=1.00)



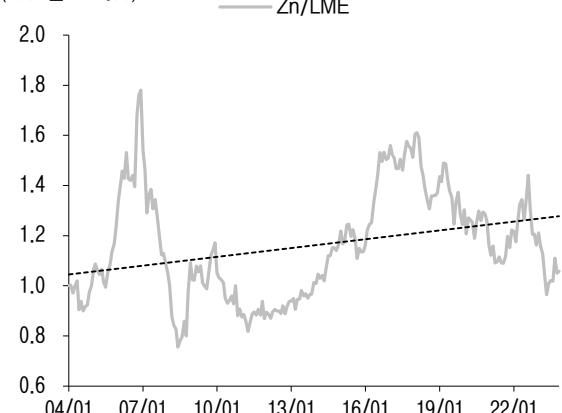
Aluminum

(2004년초=1.00)



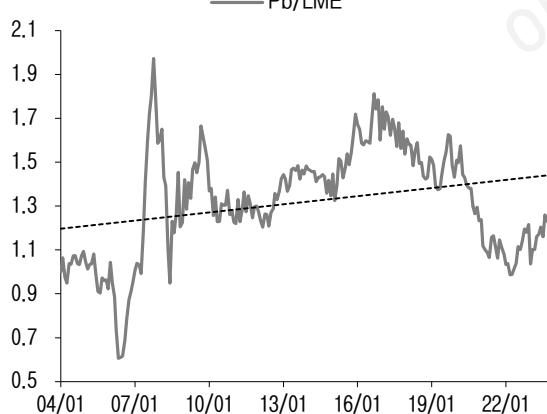
Zinc

(2004년초=1.00)



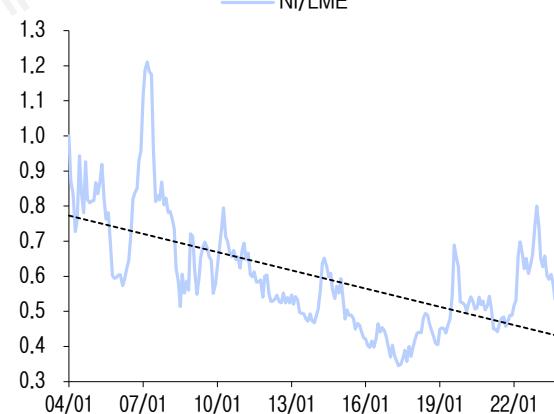
Lead

(2004년초=1.00)



Nickel

(2004년초=1.00)



Tin

(2004년초=1.00)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터  
[주] LME Index 대비 상대성과

# 2년 간의 긴축 시대를 지나며

## ● 2024년 세계 경제성장률은 2023년 대비 낮아질 것으로 전망

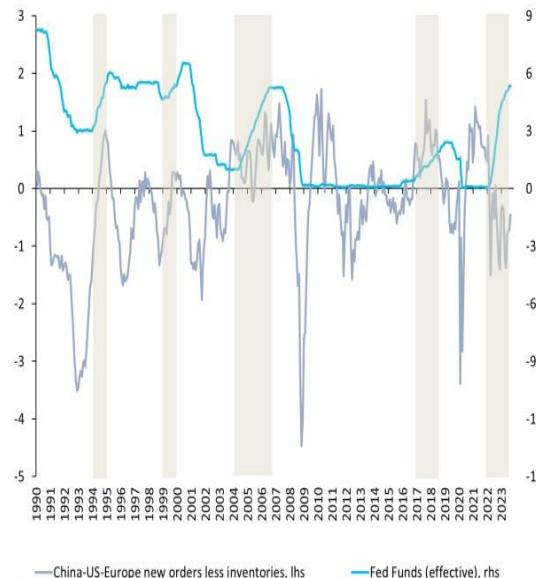
- 2023년 2.8~3.1%로 예상되나, 2024년 2.4~2.9%로 레벨 다운될 것으로 전망됨
- 중국의 성장률은 2023년 리오프닝으로 5.0~5.4%로 예상되나, 2024년 4.2~4.6%로 낮아질 것으로 전망(IMF)

## ● 서비스업에 비해 부진한 제조업

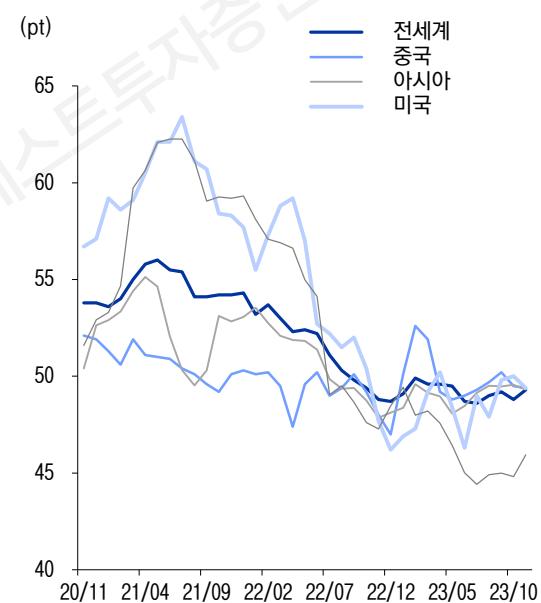
- 경제 부문 중 서비스업은 미국을 중심으로 활황세를 지속하는 반면, 제조업은 코로나 특수 종료 및 미국 통화 긴축의 영향으로 부진

## ● 주요국 산업생산 지표도 약세 지속

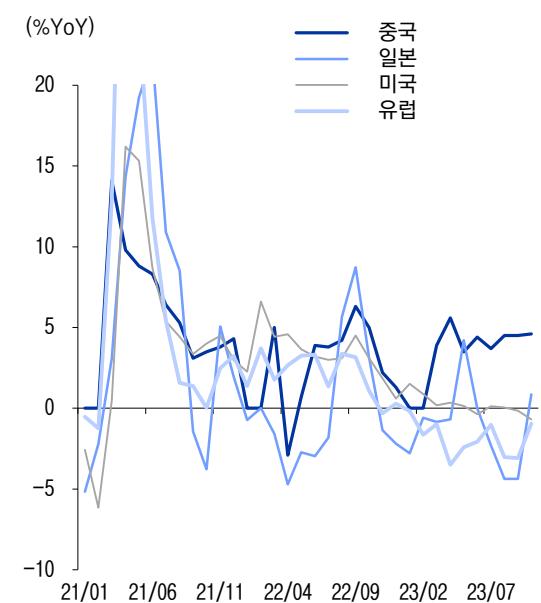
### 미국의 통화 긴축은 제조업 경기 위축으로



### 전세계 제조업 PMI 부진 지속



### 산업생산 지표도 뚜렷한 반등 부재



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 제조업 재고 소진은 아직

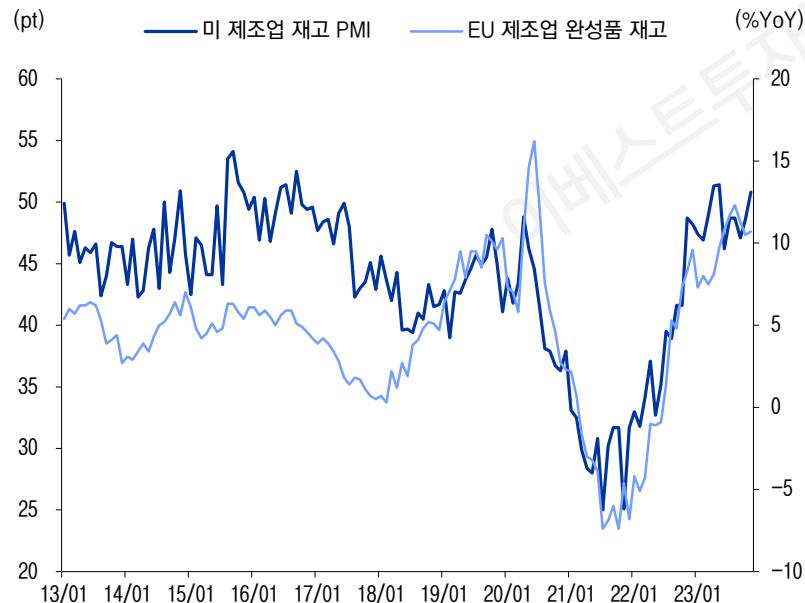
## ● 2022~2023년 제조업 재고 급증

- 2020년 코로나 사태로 제조업 가동 중단 후 제조업 재고 급감했으나, 리오프닝 후 제조업 재고 급증
- 재고 소진 기간을 거친 후에야 본격적인 제조업 경기 반등 가능

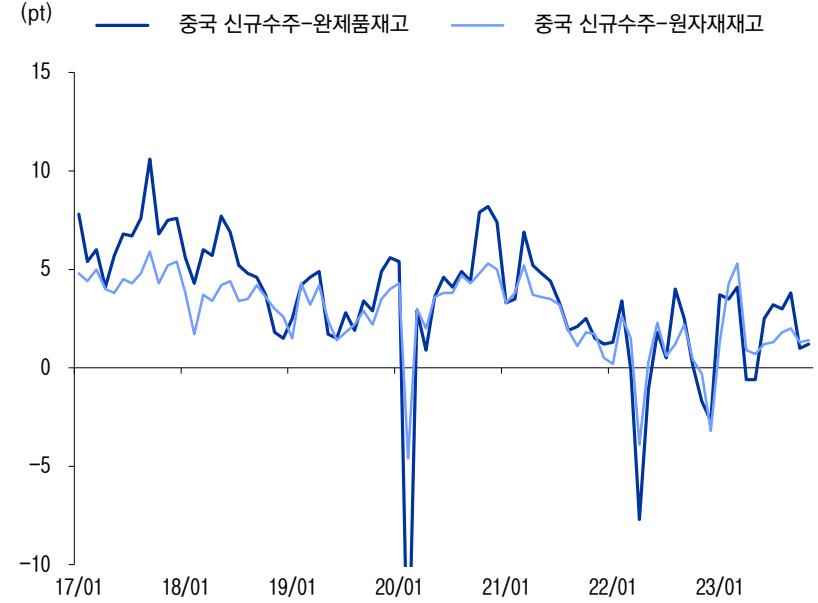
## ● 중국은 재고 수준은 낮으나 신규수주 미약

- 상대적으로 주요국 대비 중국의 재고 수준은 낮으나, 경기를 선행하는 신규수주가 미약
- 다만 중국 정부의 보다 적극적인 경기부양이 시작되며 저점 수준에서 반등할 가능성에 초점

### 미국과 유럽 제조업 재고 2021년 이후 급증



### 중국의 재고 사이클도 아직 미약



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 54

# 중국 성장 모델에 대한 의구심 여전

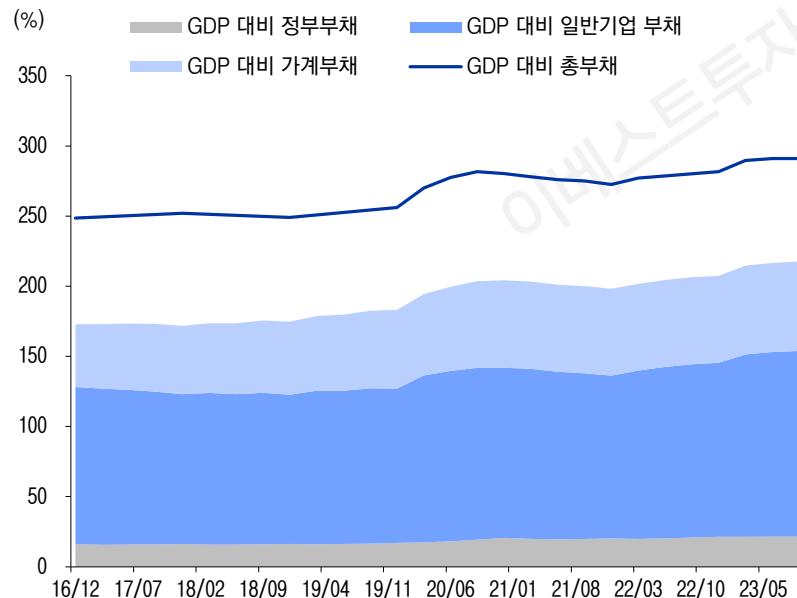
## ● 과거 2008년, 2016년, 2020년 위기 때마다 중국은 부채 확대를 통한 성장을 회복

- 중국의 고성장은 부채 비율 급증이라는 후유증을 남김
- GDP 대비 총부채는 일본(450%), 미국(274%) 등이 이미 300%를 상회한바 있으나, 그 시점이 이미 경제성장이 성숙기에 진입한 이후라는 점에서 차별화

## ● 부동산 투자회사 헝다, 비구이위안 등의 채권 디폴트 사태로 부채 위기 심화 우려

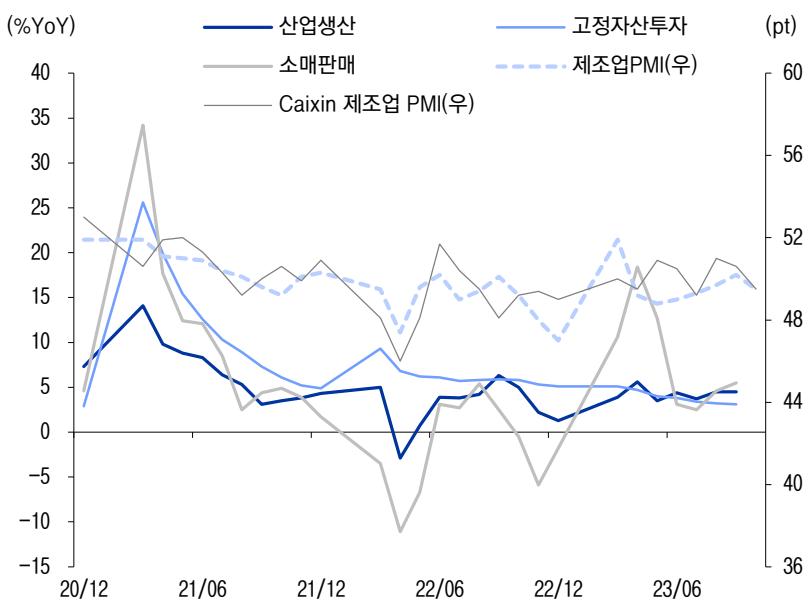
- 중국 정부, 부동산 관련 악성 부채 문제로 인해 과거와 같은 적극적 부양 정책을 꺼리는 상황
- 부동산 관련 규제 완화 등의 경기 부양 정책은 위기 전이를 막는 정도에 그침

### 중국의 GDP 대비 부채 비율은 주요국 대비 급증



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 고정자산 투자에 의한 성장 모델에 의문



eBEST Investment & Securities 55

# 단, 위안화에 연동되는 비철금속

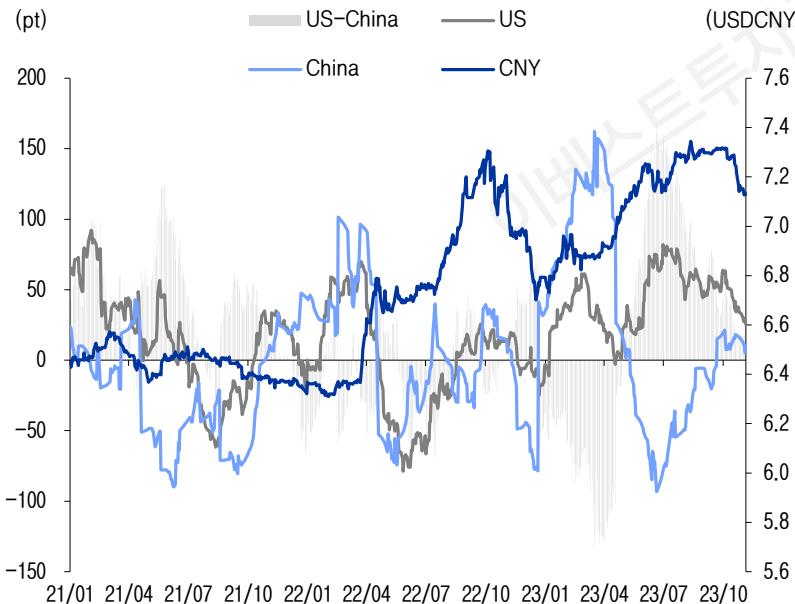
## ● 원자재 섹터 중 가장 위안화와 상관관계가 높은 비철금속 시장

- 최근 위안화 강세는 미국 금리 하락과 이에 따른 달러화 약세에 힘입은 바가 크나, 지난 1년간의 위안화 약세 흐름이 깨였다는 점에서 비철금속에 우호적
- 미중 금리차와 경제지표 Surprise Index의 방향을 볼 때 향후 위안화의 안정적 흐름을 예상

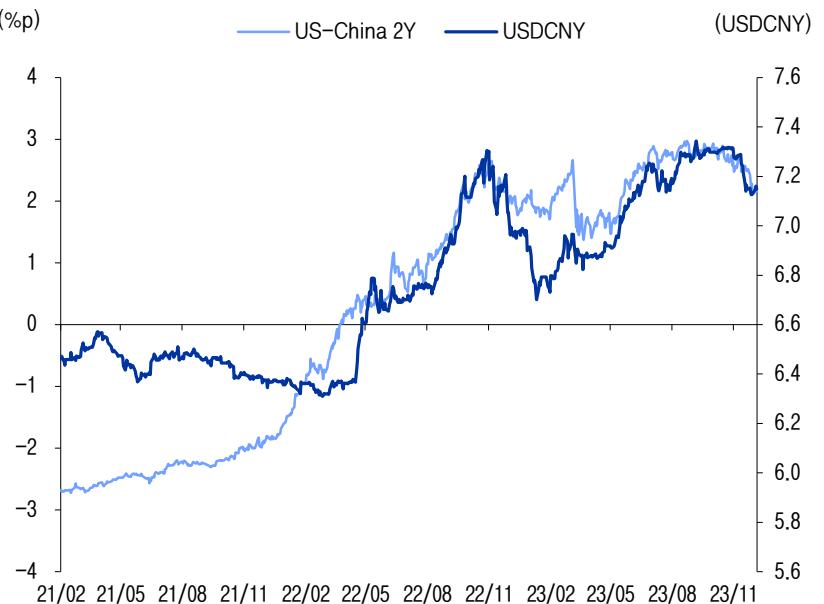
## ● 중국 통화당국은 안정적인 위안화를 강조

- 중국은 낮은 인플레 상황에도 통화정책에 여전히 신중한 입장. 이는 위안화 안정 기조와 맥을 함께함
- 다만 주요국 긴축이 마무리되는 시점에서 중국 정부는 급격한 위안화 약세를 초래하지 않는 한에서 보다 적극적인 통화정책을 펼칠 것으로 전망

Citi Surprise Index 격차는 좁혀지는 중



미중 금리차도 USDCNY에 단기 우호적



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Copper 공급은 2024년 증가 추세

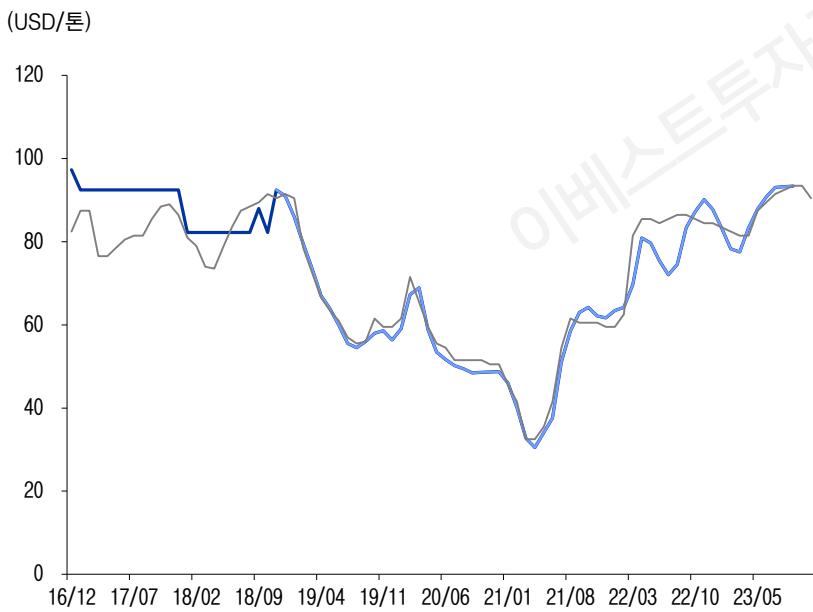
## ● 광산 공급은 2022년부터 본격 회복

- 광산 공급의 회복은 TC의 상승으로 나타남
- 중국 리오프닝에 따른 전기동 생산 회복으로 이어지고 있음

## ● 2024년 기준 광산 위주의 생산 Capa 확대에 따라 공급 증가율 상승

- 남미, 아프리카를 중심으로 한 주요 광산들의 Capa 확대로
- 광산 공급 증가율은 최근 3년간 최대

### 광산 공급의 지표인 TC는 상승 중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2024년 주요 증산 예상 지역

지역	2023F	2024F	2024F-2023F	증감 비중
아프리카	3,688	3,964	276	45%
콩고민주공화국	2,669	2,864	194	32%
보츠와나	61	91	29	5%
짐비아	815	844	29	5%
남미	8,668	8,820	151	25%
칠레	5,232	5,443	211	34%
페루	2,582	2,656	74	12%
파나마	327	141	-186	-30%
유라시아	1,891	2,003	112	18%
러시아	950	1,046	96	16%
카자흐스탄	702	634	-68	-11%
북미	2,459	2,564	105	17%
미국	1,205	1,309	105	17%
멕시코	825	806	-18	-3%
캐나다	430	448	18	3%
아시아	3,673	3,666	-8	-1%
몽고	318	355	38	6%
이란	365	391	26	4%
중국	1,739	1,726	-13	-2%
인도네시아	978	847	-131	-21%
오세아니아	898	869	-28	-5%
파푸아 뉴기니	89	94	5	1%
호주	809	775	-33	-5%
유럽	1,084	1,091	7	1%
폴란드	386	400	15	2%
세르비아	231	230	-1	0%
총생산	22,361	22,976	615	100%
증가율	2.30%	2.80%		

# 단, 아직 안심하긴 이른 재고 수준

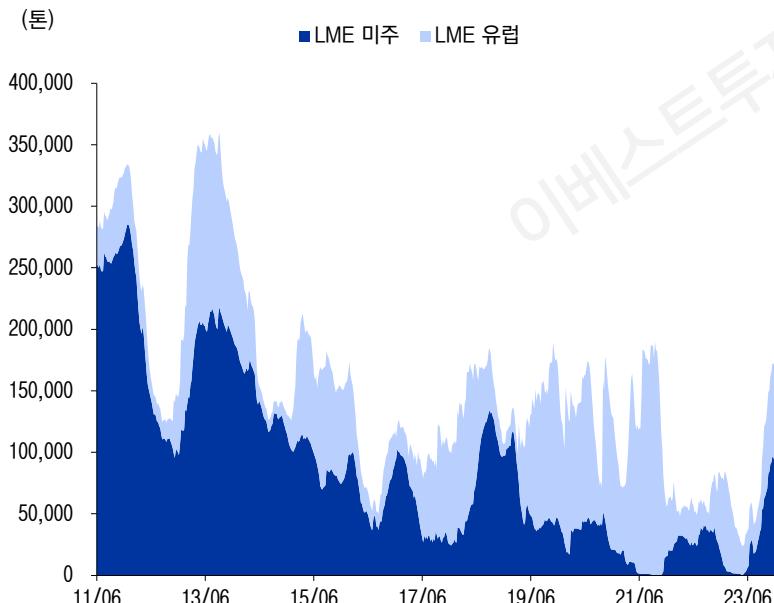
## ● 구리 공급 증가에도 전체 거래소 재고는 여전히 낮은 수준

- 2023년 상반기 거래소 재고 최저치를 기록한 이후 미주, 유럽을 중심으로 급증
- 미주, 유럽에서의 재고 증가는 여전히 약한 제조업 부문 수요를 반영

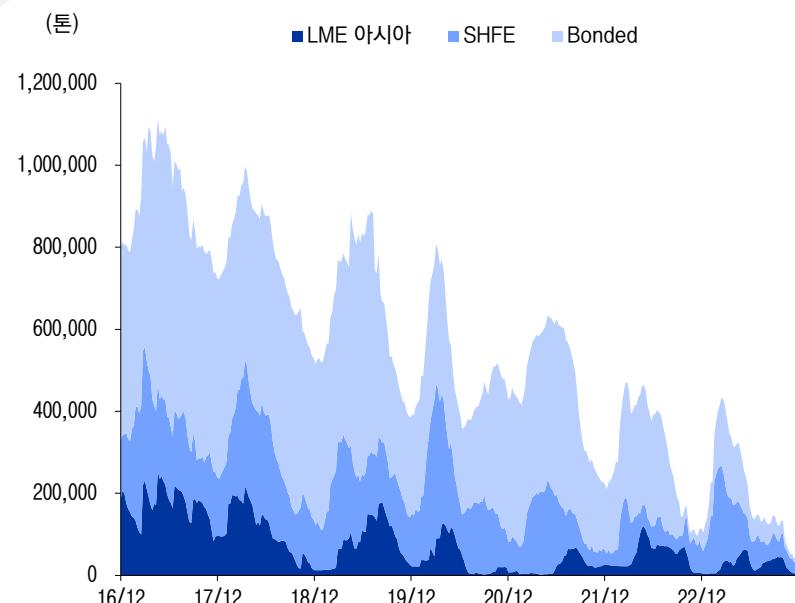
## ● 단, 중국 내 거래소 재고는 역대 최저 수준

- LME, SHFE, 보세지역 재고를 합산한 중국 내 재고는 역대 최저
- 중국 내 거래소 재고는 중국 2일치 수요에 불과, 가격의 하방 경직성 지지
- 11월 중순 이후 LME미주에서 LME아시아로의 재고 이동 포착되며 중국의 재고 비축 재개 시사

### LME 미주, 유럽 재고는 하반기 급증했으나



### 중국 내 재고는 역대 최저 수준



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 공급에 차질이 생긴다면

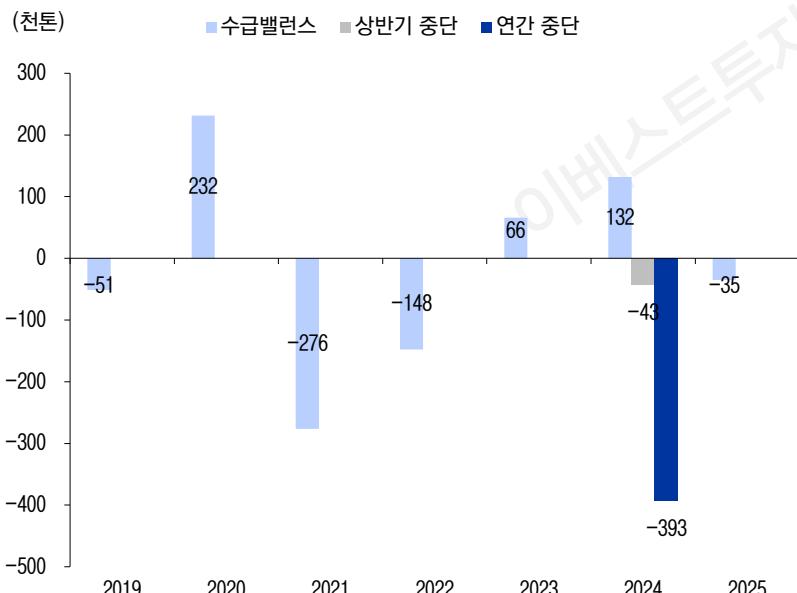
## ● 광산 공급 증가 전망을 가로막을 생산 차질 이벤트

- 금년 4분기, 5대 구리 광산인 파나마 Cobre Panama 광산(연간 38만톤 Capa)에서 First Quantum사와의 20년 장기계약 관련 이슈 발생
- 12월 예정된 투표에 따라 내년 초 구리 광산 공급 차질 우려. 이는 공급 과잉 전망을 뒤바꿀 수 있는 요인

## ● 광산 생산비용 인플레이션 구리 가격의 하방 지지 요인

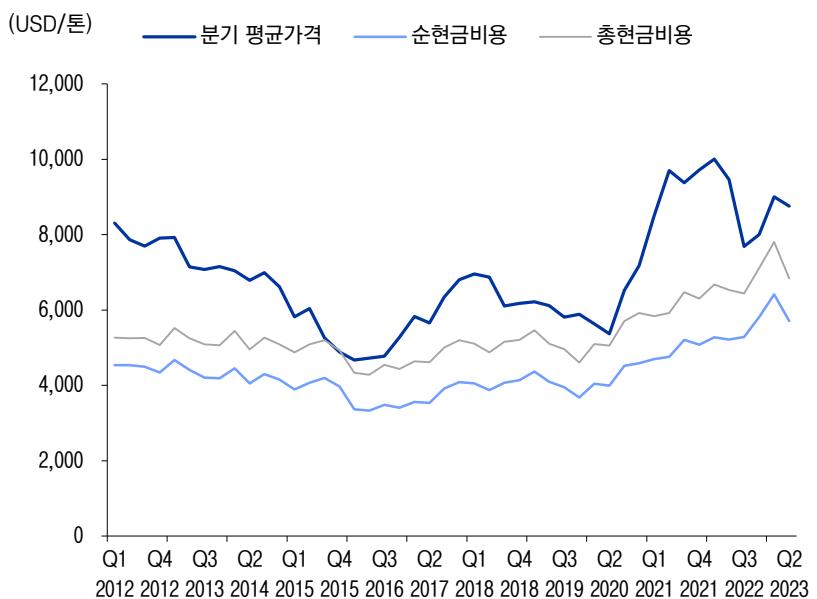
- 역사적으로 구리 가격 수준은 높으나, 생산비용 인플레이션으로 생산비용 대비 가격은 낮은 수준
- 단 최근 생산비용 인플레이션은 하향되고 있는 점은 향후 구리 광산 공급 증가로 이어질 수 있음

### Cobre Panama 광산 공급 차질 시 수급 타격 불가피



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 광산 생산비용 인플레이션은 다소 완화 중



# 전통적인 구리 수요 부문에서의 부진

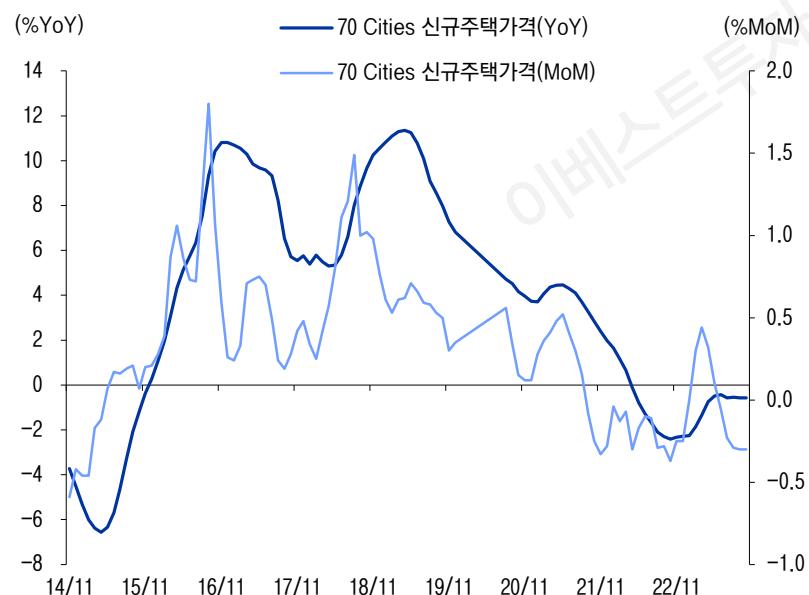
## ● 전통적인 구리 수요 부문인 중국 건설 관련 수요는 여전히 침체

- 중국 건설 부문 수요의 회복의 전제 조건으로 주택 가격 반등, 부동산 투자회사의 재무구조 개선 선행 되어야 함
- 중국 정부는 부동산 구매 규제 완화, 투자회사 재무 규제 완화 등으로 대응 중

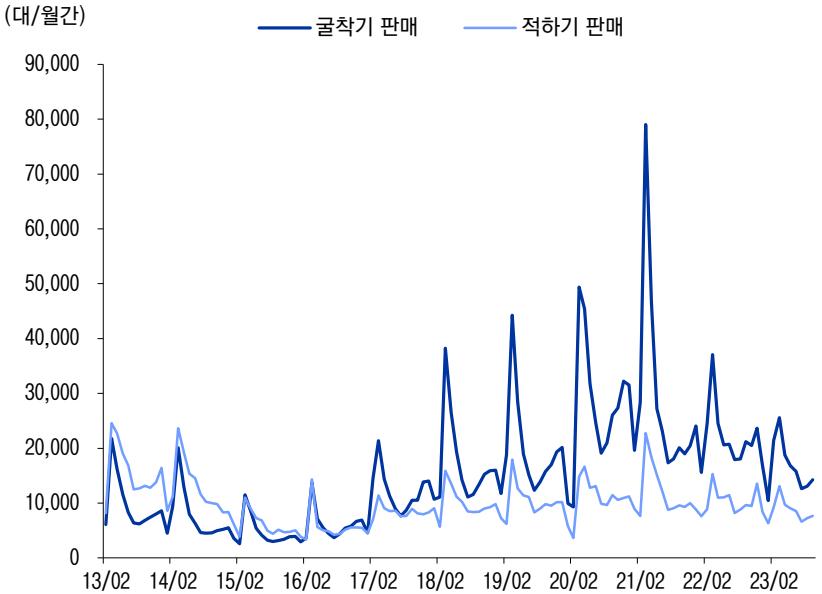
## ● 건설 경기 회복은 아직 요원하나, 내년에는 다를 수도

- 10월말 중국 정부 1조 위안 특별 국채 발행, 이는 인프라 투자 재원으로 활용할 것으로 예상
- 아직 정책 시차로 인해 온기가 전해지지 않지만, 내년 재고 재비축기 기대감 높일 수 있는 요인

### 중국 부동산, 여전히 침체의 늪



### 건설 경기 선행지표도 부진 지속



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중국 내 수요는 예상보다 견조

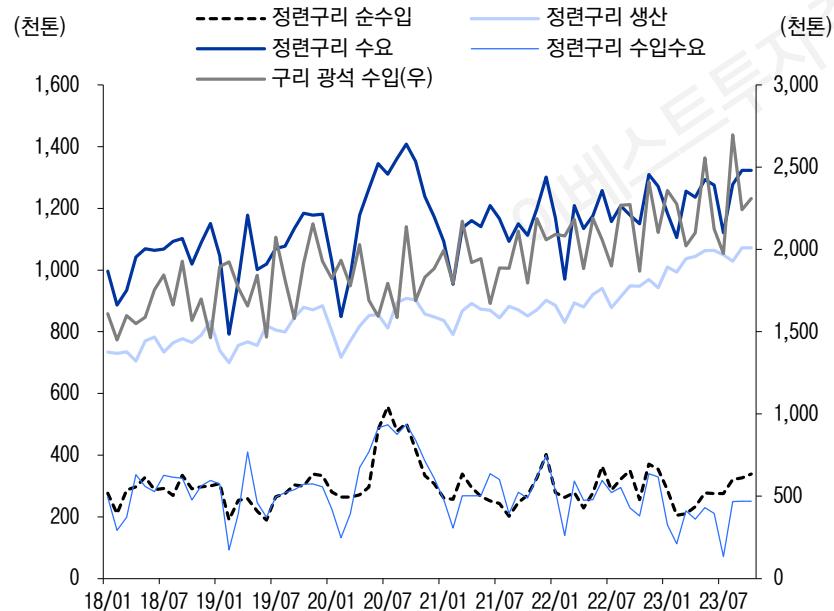
## ● 부동산 부문 부진에도 중국 내 수요는 예상보다 견조

- 구리 광석 수입 및 생산 지속적 증가하는 가운데 구리 수입도 안정적으로 유지됨
- 이는 부동산 경기 침체에도 견조한 수요가 유지되고 있는 것으로 평가됨

## ● 리커창 지수는 여전히 부진한 회복세

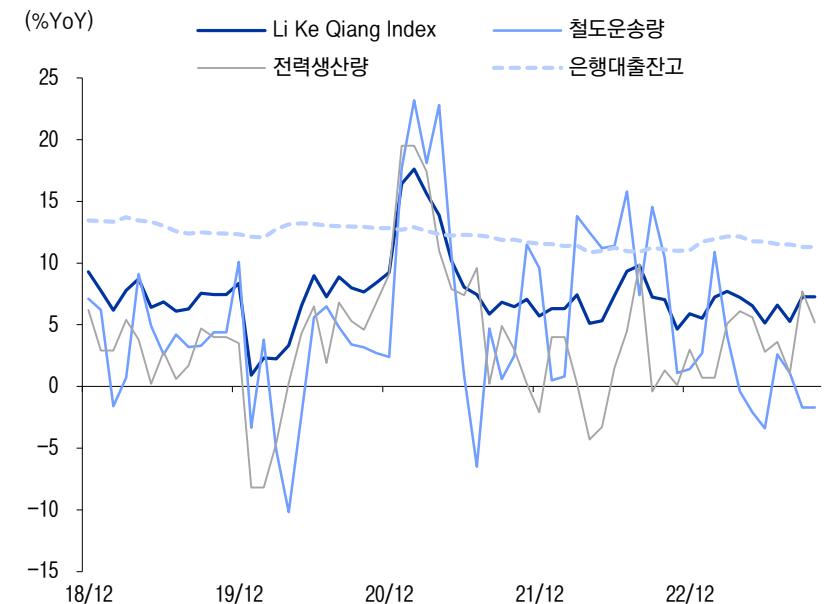
- 철도운송량 부진은 제조업 관련 전통 원자재 수요 부진 시사

### 중국의 구리 생산과 수요는 견조



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 리커창 지수는 여전히 부진

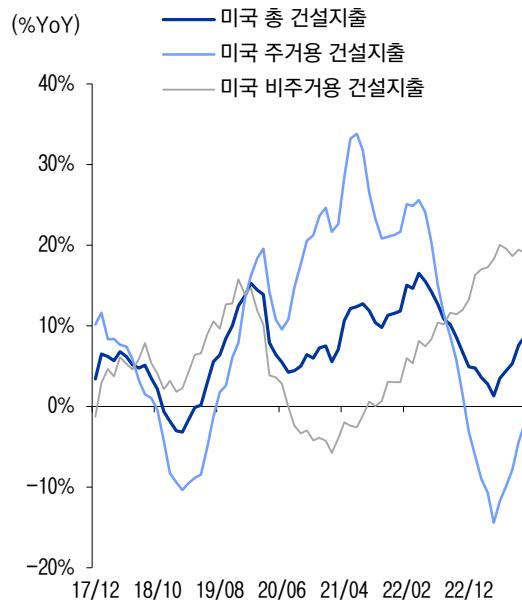


# 기대하기 어려운 주요국 건설 수요

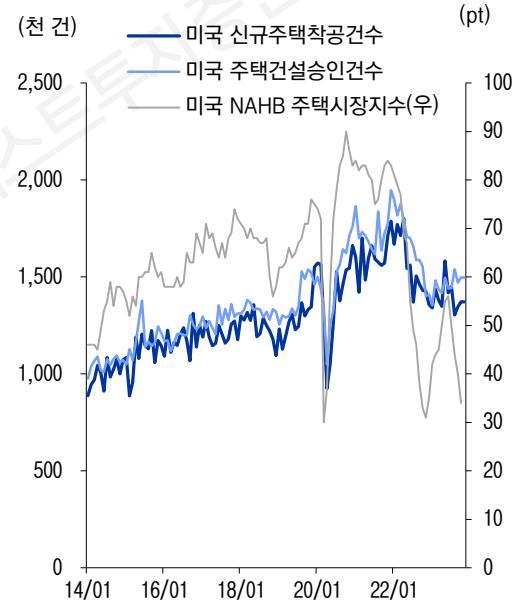
## ● 주요국 건설 관련 구리 수요는 경기 사이클 상 기대하기 어려워

- 미국 건설 부문은 주거용 부진, 비주거용 활황으로 차별화
- 미국 리쇼어링 확대되며 비주거용 건설은 활황 유지. 그러나 모기지 금리 상승에 따라 주택 시장 부진
- 유럽은 건설 관련 제반 지표 급락 중
- 중국과 마찬가지로 전통적인 최대 구리 수요 부문에서 약세

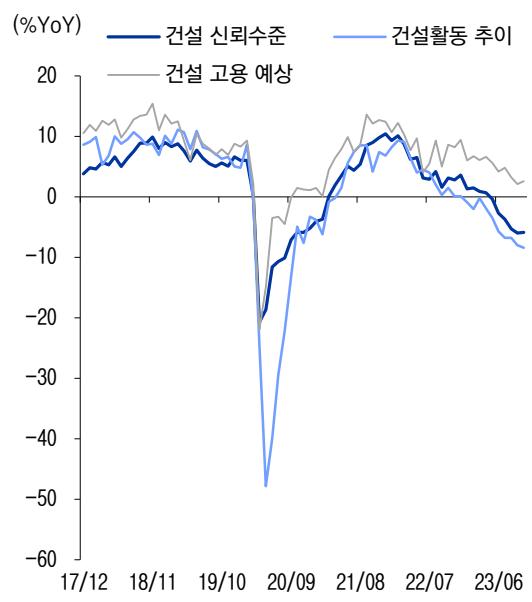
미국 건설 부문은 비주거용 위주로 견조



모기지 금리 상승으로 주택 시장 부진



유로존 건설 경기는 침체 중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 기대할 부문은 신재생

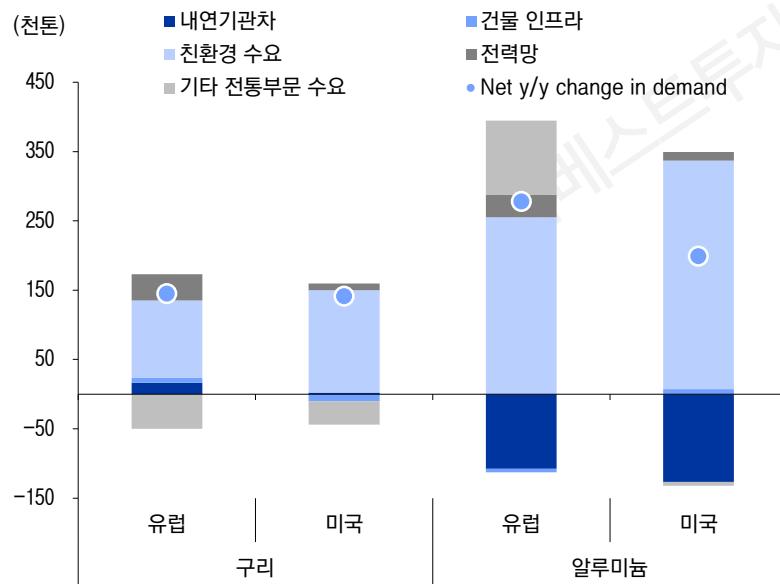
## ● 구리 수요의 장기 전망은 여전히 밝음

- 향후 신재생 부문(전기차, 발전, 전력망)에서의 구리 수요는 2025년까지 연평균 20% 이상 증가 전망
- 전체 구리 수요에서 차지하는 신재생 부문 수요 비중은 2025년까지 10~15%로 확대 예상

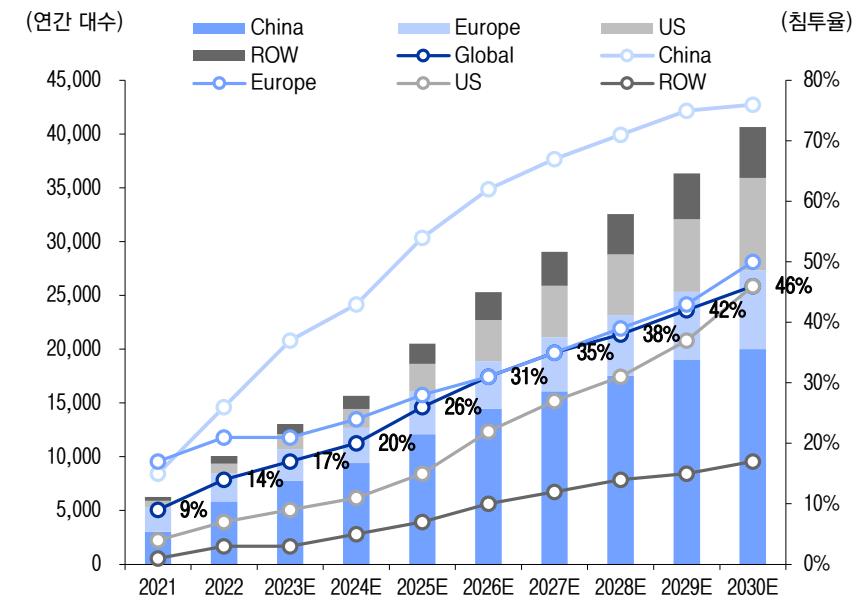
## ● 전기차의 침투율이 수요 전망 변화의 핵심으로 작용

- 연간 전체 자동차 판매 중 전기차 판매 비중은 약 5%p씩 증가할 것으로 전망되며 이는 구리 수요의 핵심 변인
- 다만 최근 전기차 판매 부진이 지속될 경우 구리 가격에 하방 압력 요인

### 경기 민감 구리 수요를 보충할 신재생 관련 수요



### 전기차 관련 수요의 지배력 확대



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 2024년 재고 재비축에 거는 기대

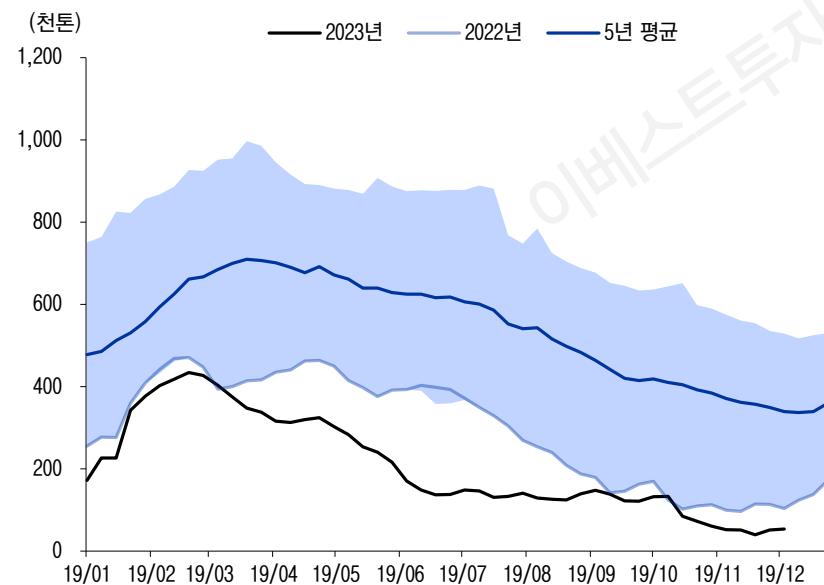
## ● 현재 중국 내 재고는 계절성을 감안해도 사상 최저

- 1분기, 재고 재비축의 필요성은 어느 때보다 높은 상황
- LME 미주, 유럽 내 재고가 중국으로 이동하기 시작할 때 본격적인 가격 상승세 시현 가능성

## ● 과거 SHFE 재고의 재비축이 이뤄지는 시기 동안 가격 상승

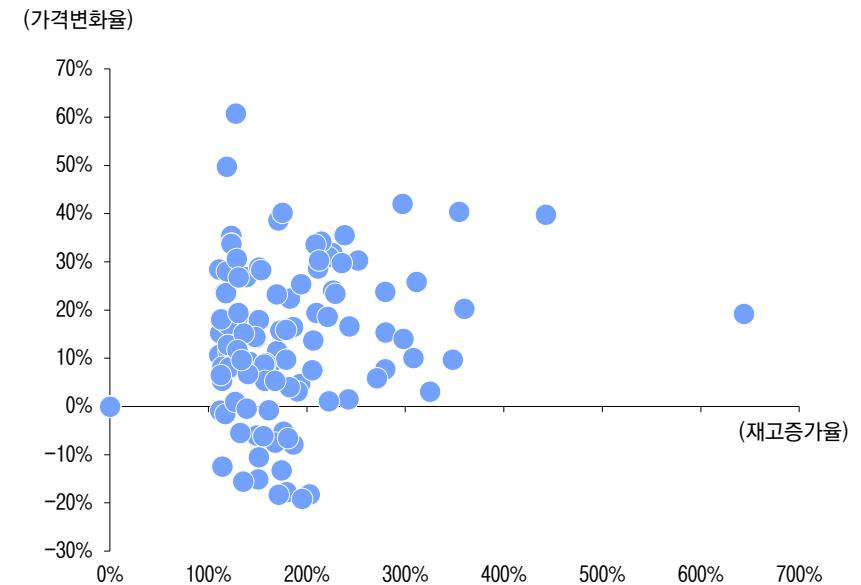
- 과거 10년간의 중국 재고 비축 기간 동안 SHFE 재고의 증가율은 평균 180%에 육박
- SHFE 재고가 80% 이상 증가했던 기간 구리 가격은 80%의 확률로 상승, 평균 상승률(3개월) 11% 기록

중국 내 LME, SHFE, 보세지역 재고의 계절성



자료: SHFE, 이베스트투자증권 리서치센터

SHFE 재고 80% 이상 증가 시 가격 변화



# 중국 내 우호적인 단기 유동성

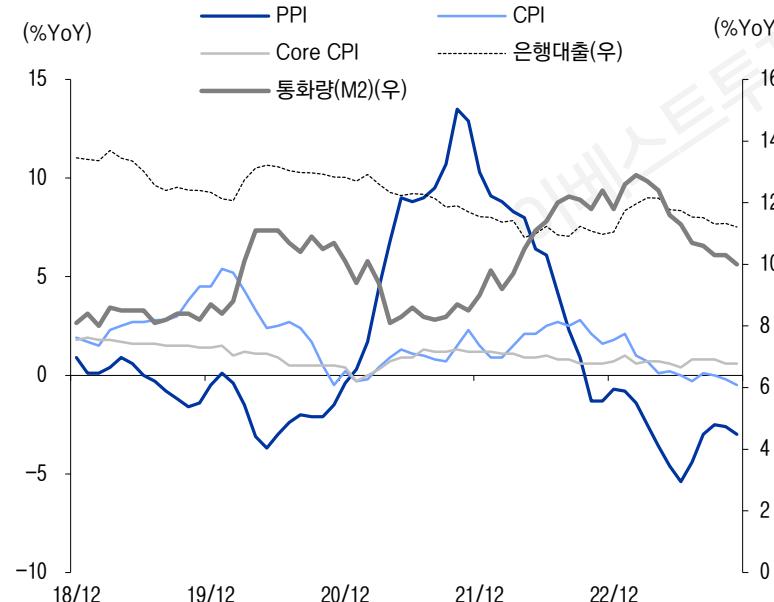
## ● 중국 물가지표는 향후 완화적 통화정책을 시사

- CPI, PPI는 (-)로 전환했고, 통화량과 은행대출도 하락세 나타나며, 향후 완화적 통화정책 가능성 증대
- 주요국 긴축 종료도 중국의 적극적 통화정책 전환에 영향 미칠 전망

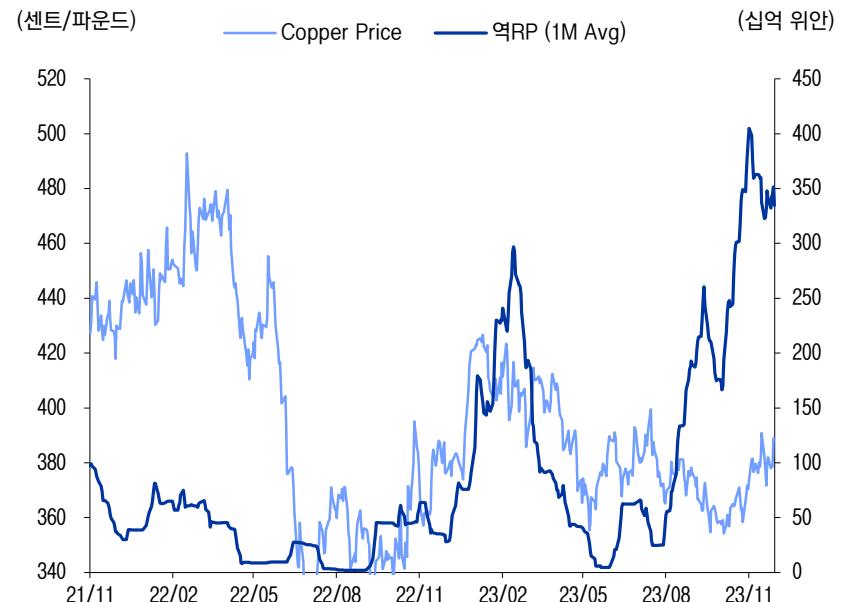
## ● 과거 구리 가격의 상승기, 중국 통화당국의 역RP를 활용한 단기 유동성 공급이 선행

- 비구이위안 사태가 불거진 9월부터 10월말까지 역RP를 통한 유동성 공급 사상 최대 수준
- 연말까지 이와 같은 유동성 공급이 이어질 경우, 구리 가격의 하단은 강하게 지지될 것

### 중국 물가지표는 완화적 통화정책 기대 요인



### 중국 단기 유동성(역RP) 공급 급증하고 있어



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 투기적 매수세 유입 중

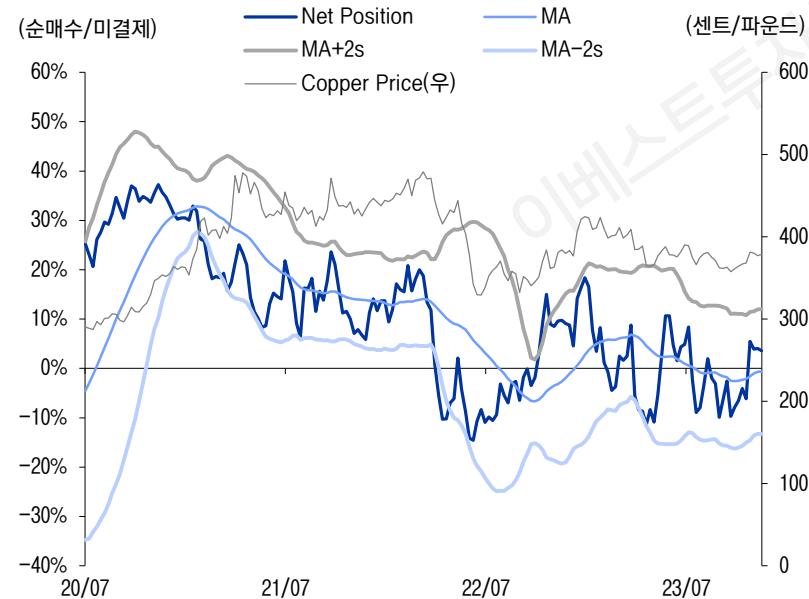
## ● 구리 가격의 상승과 하락에는 투기적 수요가 동행

- 금융시장에서 구리 가격과 동행하는 지표는 단연 LME, CME 거래소의 투기적 순매수 지표
- 전체 시장 포지션 대비 투기적 순매수 포지션으로 현재 금융시장에서의 과매수, 과매도 지표로 활용 가능

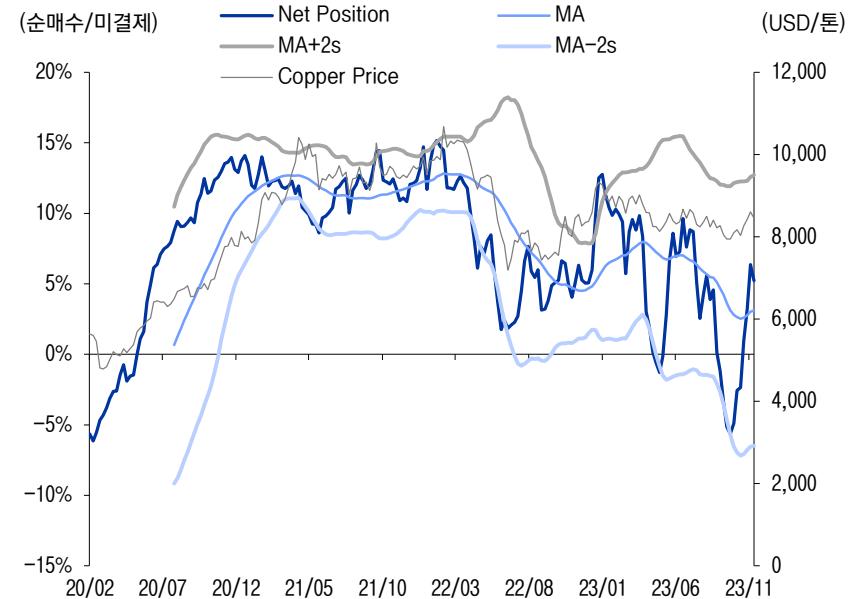
## ● LME, CME 거래소의 투기적 순매수 지표는 저점 수준에서 반등 중

- 작년 말~올해 초 급등했던 투기적 순매수 지표는 하반기 위축되어 있었으나, 11월 중순 이후 반등
- 동 지표가 과매도 상황을 약 2달간 나타낸 상황에서 반등하며 향후 구리 가격 상승 베팅 증가

### CME 관리자금 순매수 지표는 상승 중



### LME 투기적 순매수 지표도 상승 중



자료: CFTC, LME, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 66

# 구리, 생산원가 대비 가격은 높지 않은 수준

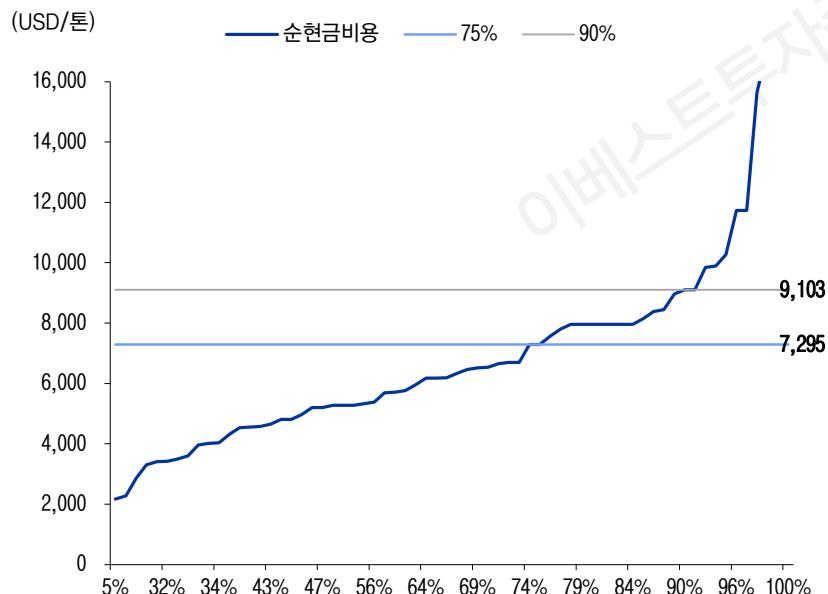
## ● 구리 생산원가 대비 가격 수준은 역사적 평균

- 2020년 이후 높아진 가격 레벨에도 불구하고, 생산원가 인플레로 생산원가 대비 가격은 역사적 평균

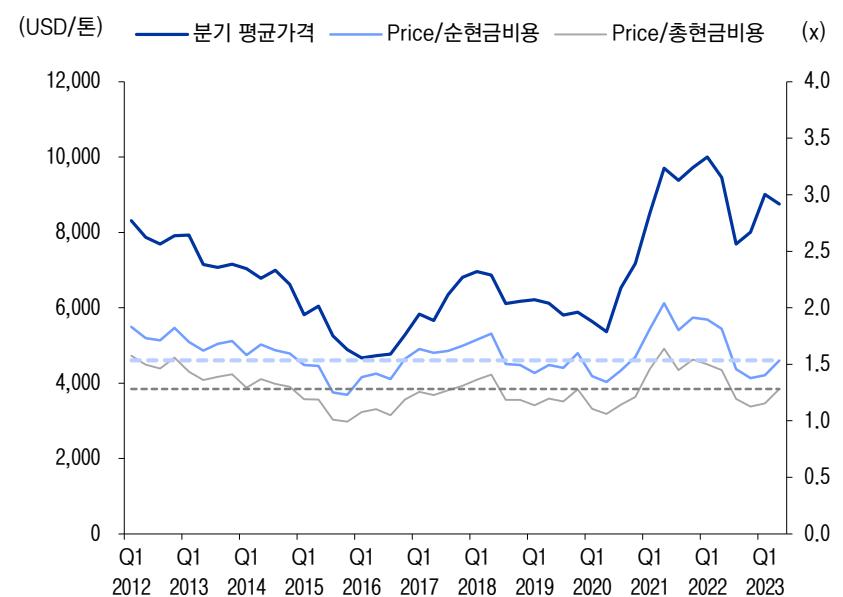
## ● 장기적인 가격 상승 시 \$12,000 가능한 이유

- 과거 구리 가격의 대세 상승기에 가격은 단기 생산원가 대비 2배를 상회  
- 구리 가격의 장기 상승 시나리오를 제시하는 하우스의 가격 전망이 \$12,000에 이르는 근거 제공

구리 생산원가 곡선



생산원가 대비 가격은 낮은 수준



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# Copper 수급 및 가격 전망

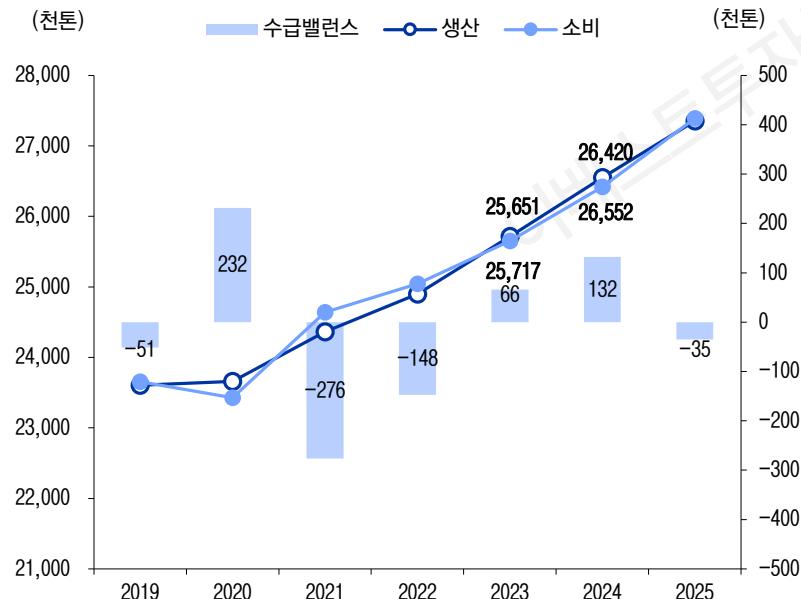
## ● 한시적 초과 공급 전환 전망

- 2023년 정상 궤도로 회복된 수요와 공급으로 수급 균형 이를 것으로 평가됨
- 구리 가격은 단기 변동성에도 불구하고 상단과 하단이 막힌 박스권 움직임
- 2024년 공급 증가율은 수요 증가율을 상회할 것으로 전망되나, 가격의 하단은 지지될 것

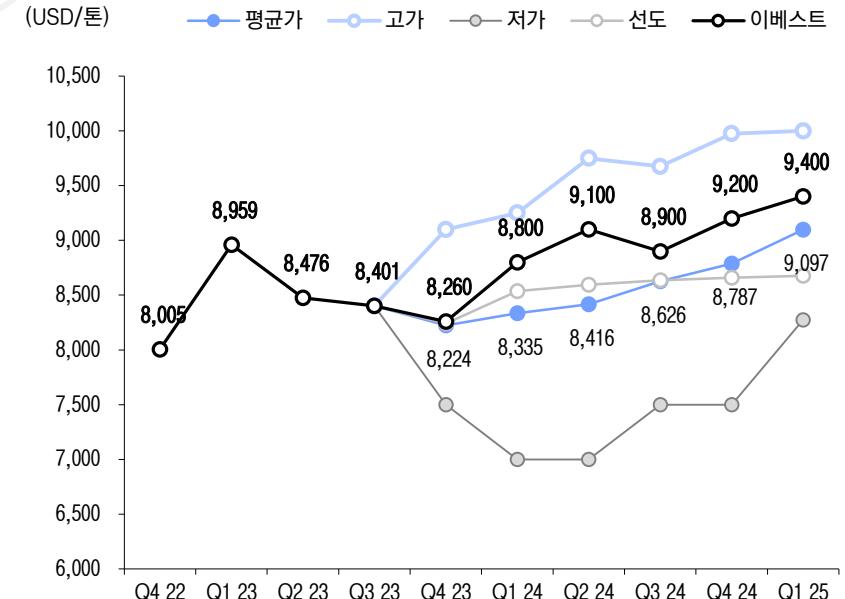
## ● 낮은 재고와 중국 경기 사이클 반등 기대, 금융시장 매수세 유입으로 재고 비축기(1분기) 가격 상승 기대

- 현재 낮은 재고, 중국 통화당국의 유동성 공급, 낮은 금융시장 매수세 등이 구리 가격의 추가 하락을 막는 요인
- 재고의 재비축기에 구리 가격 상승 가능한 상황으로 판단

### Copper 수급 전망



### 2024년 Copper 가격 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# 알루미늄, 여전히 견조한 중국 생산

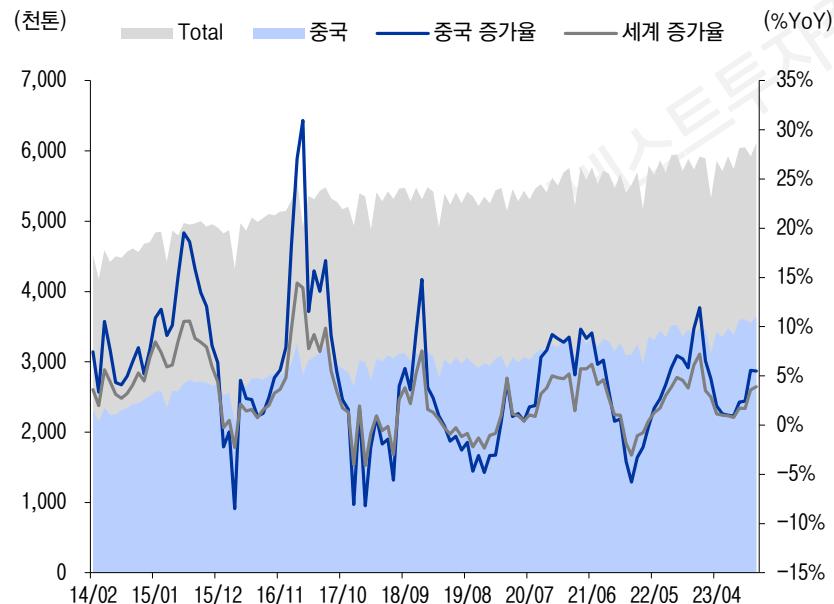
## ● 세계 알루미늄 생산은 다시 정상 경로

- 과거 2010년대 후반 중국 감산과 2021년 석탄 부족 파동을 거치고 다시 정상 경로 회복

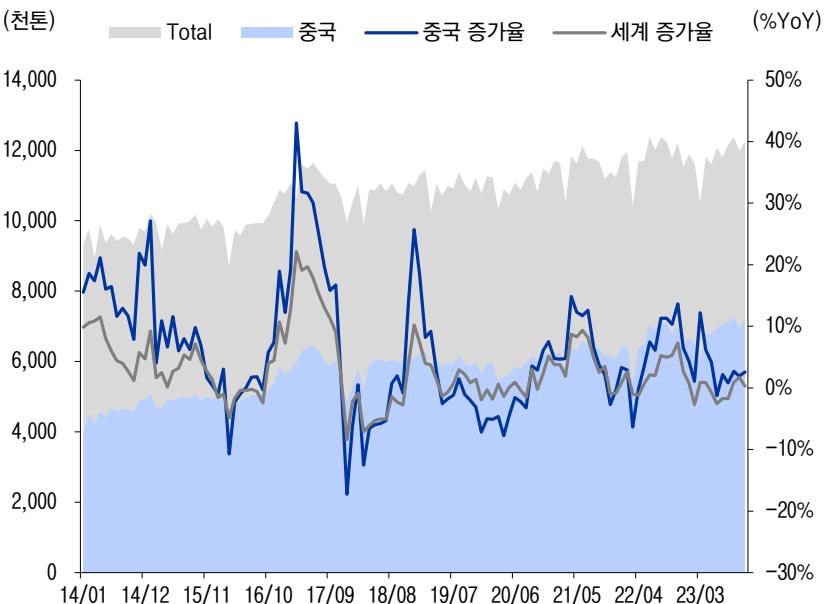
## ● 중국 내 공급 부족, 중국 외 공급 과잉

- 중국 내 생산 Capa가 점차 한계에도달, 중국 내 공급 부족 전망  
- 중국의 수입수요 증가는 가격 상승 요인으로 작용

세계 알루미늄 생산 증가율은 중국을 중심으로 안정화



단 중국 알루미나 생산은 다시 정체



자료: IAI, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# 알루미늄, 여전히 견조한 중국 생산

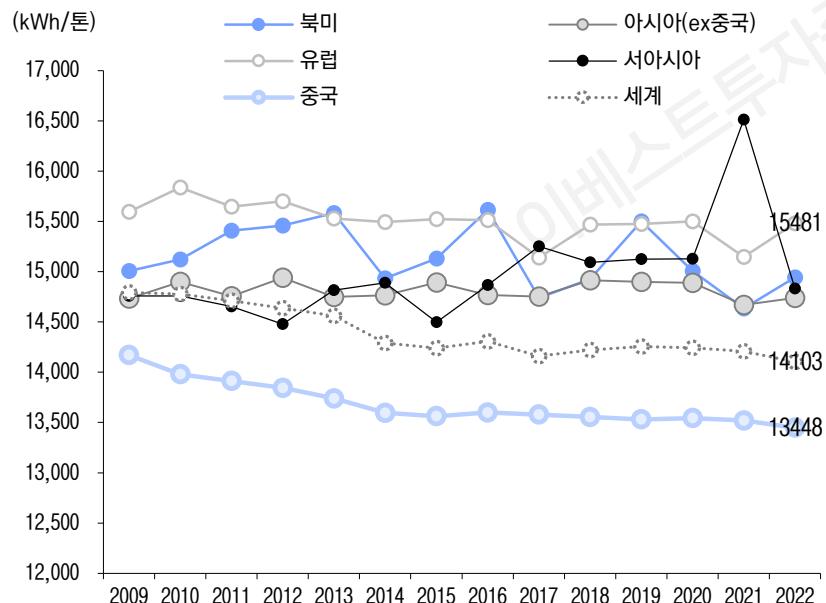
## ● 낮은 전력비용을 통한 견조한 중국의 생산

- 2020년대 반복된 에너지 가격 급등에도 중국은 경쟁력있는 전력비용을 통해 생산 우위 점유

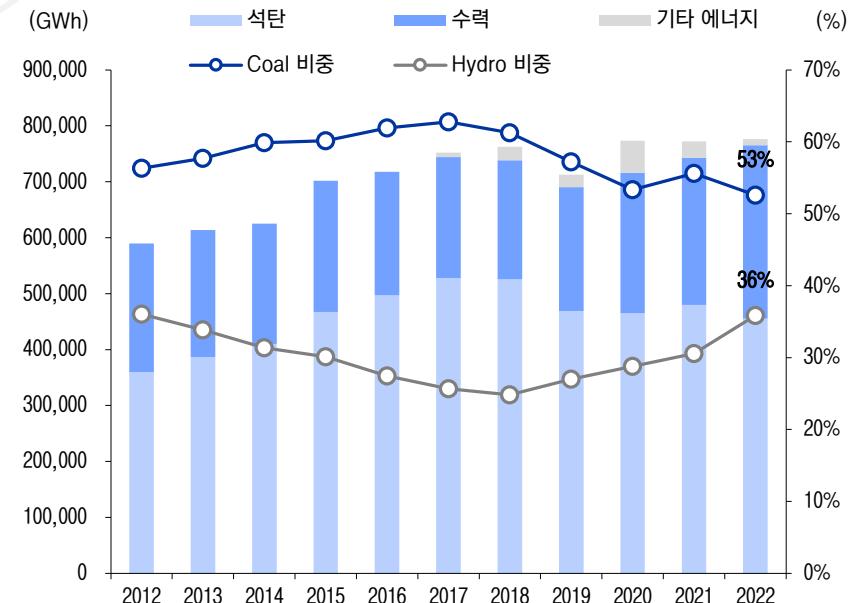
## ● 석탄 비중 감소, 수력 비중 증가 지속

- 전세계 생산에서 석탄 비중은 53%까지 감소하고 수력 비중이 36%로 증가

### 중국은 여전히 저렴한 전력비용을 통해 생산 우위 점유



### 알루미늄 생산 전력 사용에서 석탄 비중 감소, 수력 비중 증가



자료: IAI, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

70

# 그러나, Yunnan 지역의 수력 의존은 양날의 검

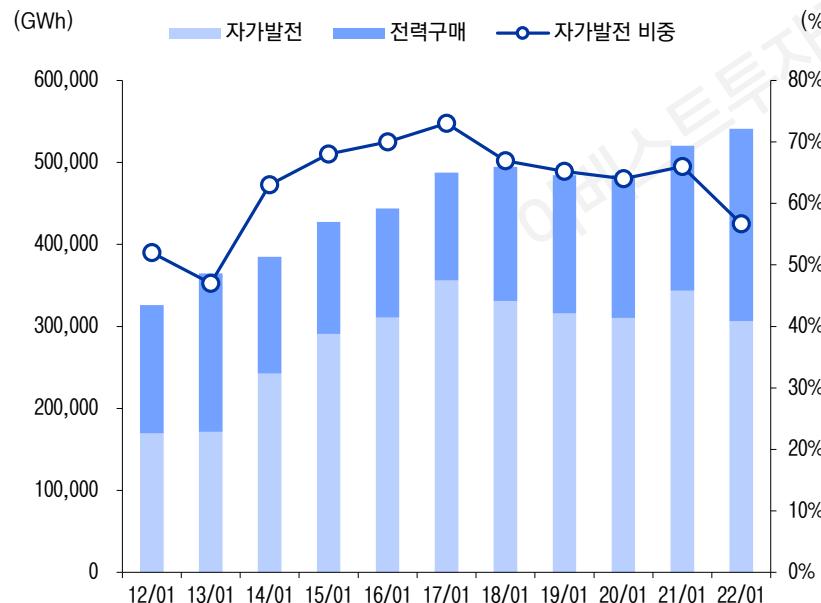
## ● 중국의 생산, 2021년 석탄 부족 파동을 거치며 자가발전 비중 급락, 수력 발전 비중 상승

- 중국 내 생산, 과거 감산 및 석탄 파동을 거치며 Xinjiang 중심에서 Yunnan 중심으로 이동
- 이는 수력 발전 비중의 상승을 의미

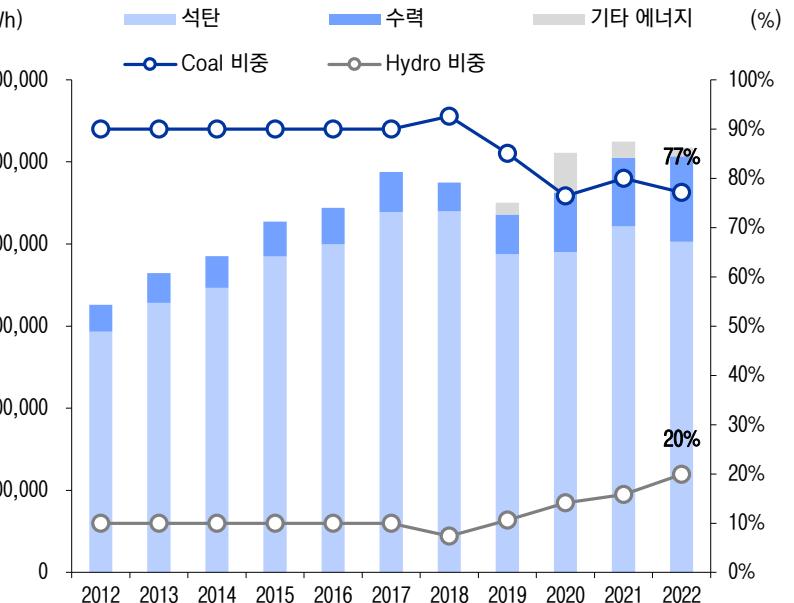
## ● 단, 수력 의존은 향후 공급 차질에 취약해질 수 있어

- Yunnan 지역의 풍부한 수력 자원은 알루미늄 생산에 유리한 조건이나, 향후 가뭄 등의 기상 이변에 취약해질 수 있음
- 금년 11월에도 일부 감산 선언

### 중국의 알루미늄 생산 자가발전 비중 하락



### 수력 발전 비중 상승



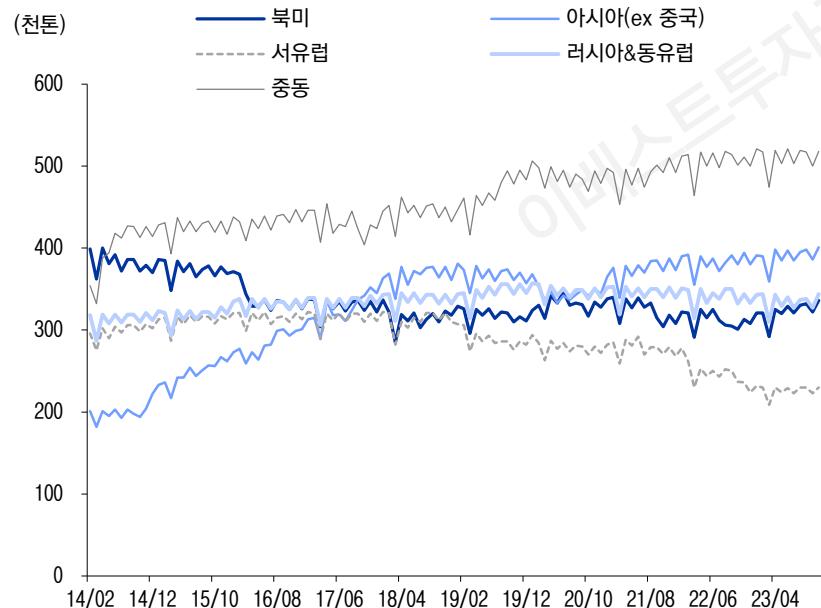
자료: IAI, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities

# 중국 외 지역 생산

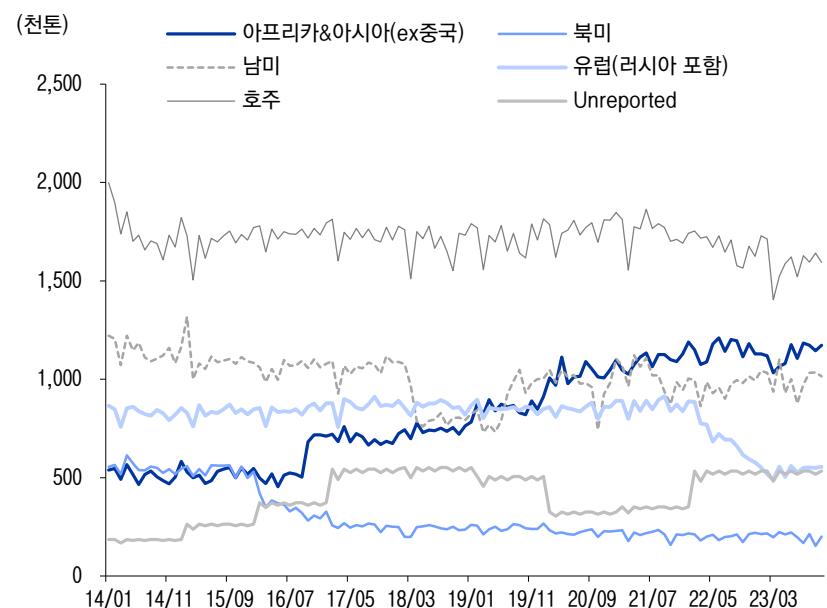
- 낮은 에너지 가격을 활용한 중동 지역 생산 증가 지속
  - 에너지 사용 행태에 따라 장기적인 생산 차별화 지속
  - 서유럽 지역 생산 감소, 중동 지역 생산 증가 지속
- 알루미나 생산, 호주에서 인도네시아로
  - 중국의 인도네시아 내 알루미나 생산 증가로 호주의 점유율 하락 중

알루미늄 생산, 낮은 에너지 비용의 중동 위주



자료: IAI, 이베스트투자증권 리서치센터

알루미나 생산, 호주에서 아시아로



# 중국 알루미늄 수요는 회복 중

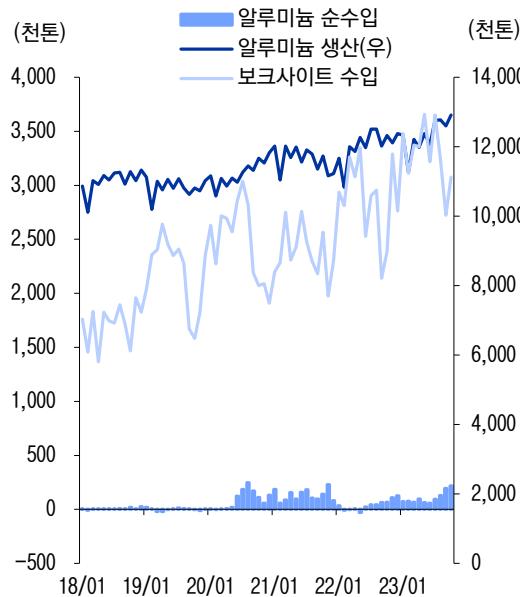
## ● 중국 견조한 증산 추이에도 알루미늄 순수입은 다시 증가 추세

- 이는 중국 내 타이트한 수급을 시사

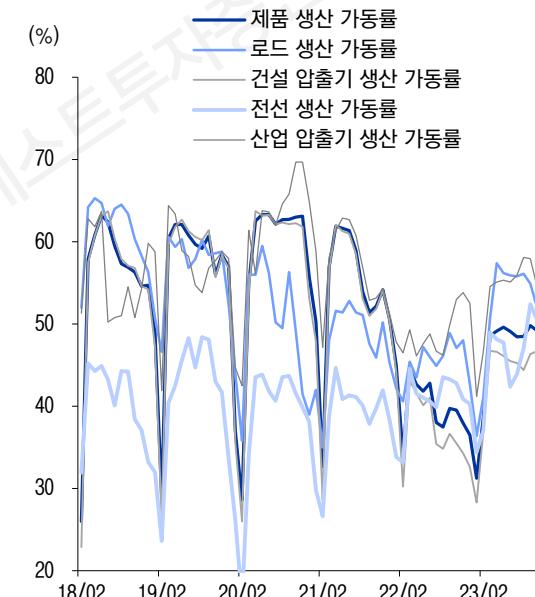
## ● 전통적인 알루미늄 제품 수요는 더딘 회복 중이나, 친환경 연관 수요가 뒷받침

- 알루미늄 수요도 전통적인 수요처인 건설 부문 부진의 영향에서 더딘 회복 중이나, 전기차를 비롯한 친환경 수요가 상쇄 중

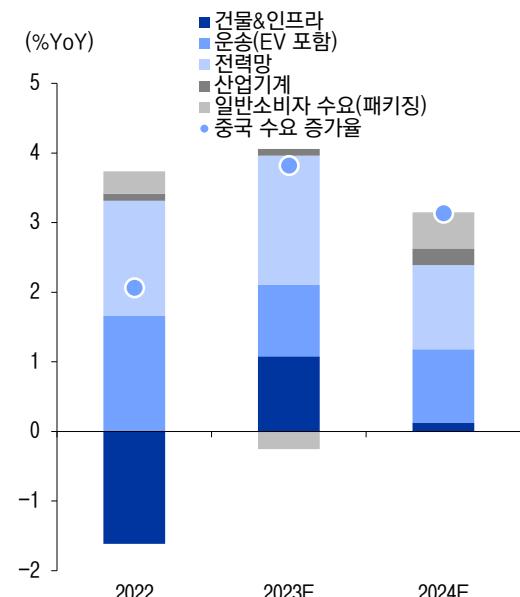
중국의 알루미늄 순수입 증가



모기지 금리 상승으로 주택 시장 부진



유로존 건설 경기는 침체 중



자료: SMM, 이베스트투자증권 리서치센터

# Aluminum 수급 및 가격 전망

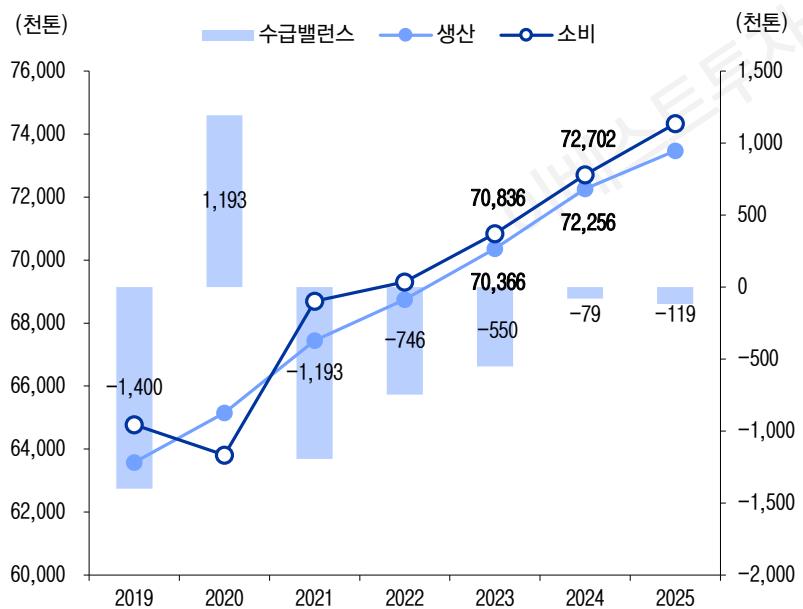
## ● 구조적 수요 증가와 중국 내 제한적 증산

- 자동차 경량화 등의 친환경 수요는 장기 알루미늄 수요를 뒷받침
- 중국 내 증산은 에너지원 다변화 및 Yunnan 지역의 공급 차질 리스크에 따라 제한될 것으로 전망.

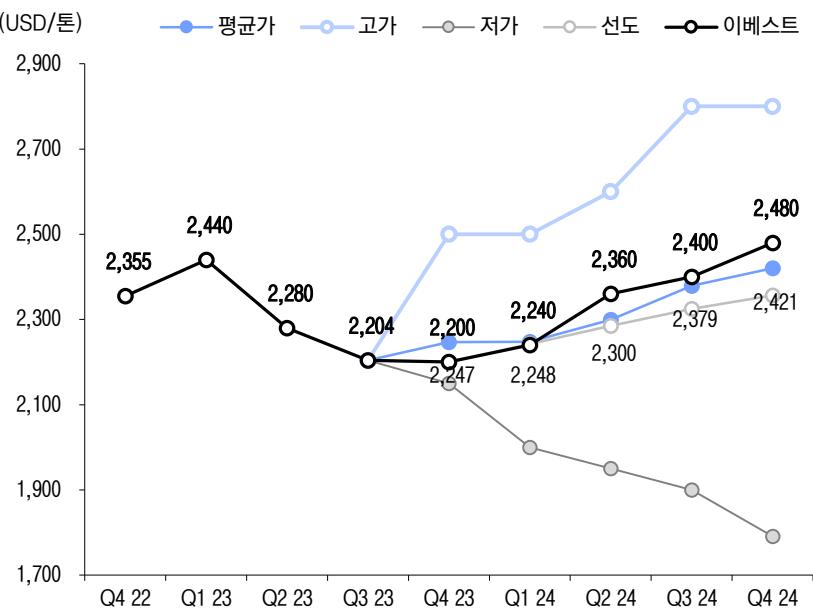
## ● 중국 내 낮은 재고, 증가하는 수입 수요, 제한적 증산이 가격 상승 요인

- 내년 1분기 재고 비축 시기부터 본격적 가격 상승 전망
- 단 인도네시아의 Capa 확장이 실제 증산으로 이어지는 내후년 약세 사이클 돌입 전망

### Aluminum 수급 전망



### 2024년 Aluminum 가격 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 아연은 다시 감산 사이클

## ● 2015년, 2023년 반복되는 사이클

- 아연 세계 최대 산지인 중국의 공급 과잉은 가격 급등 이후 반복되는 현상
- ILZSG는 당초 내년 정광 공급이 3.9% 증가할 것으로 전망했으나, 가격 급락의 여파로 실제 생산은 하향 조정 될 것

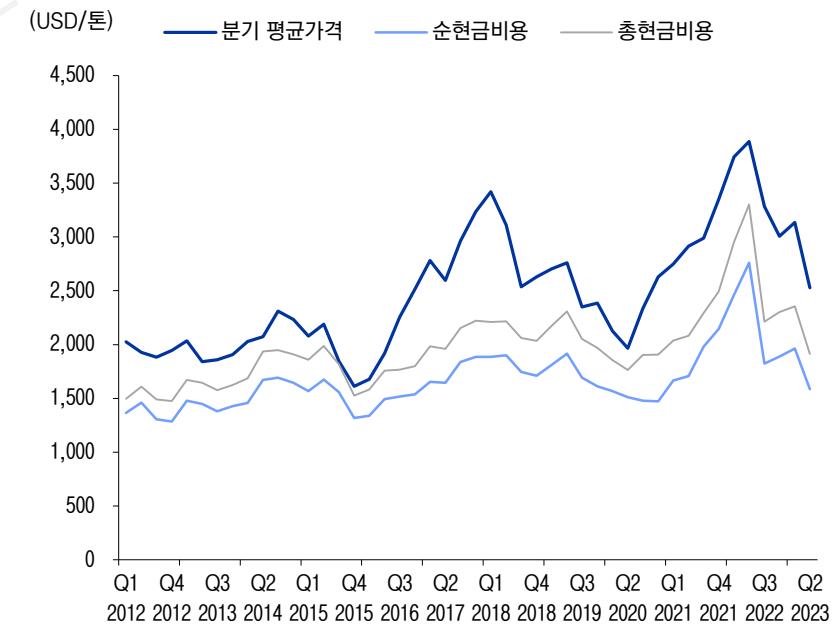
## ● 아직은 추가적인 가격 조정이 필요

- 과거 가격 하락에 따른 공급 감축 시기에 가격은 평균 생산원가 수준까지 급락한 바 있음
- 이미 공급 조정이 시작됐으나, 추가적인 가격 조정이 필요할 것

## 2024년 광산 공급은 가격 급락 여파로 하향

광산	국가	2024년	2025년	2023-2025F
Kipushi	콩고민주공화국	24	235	235
Ozernoye	러시아	75	141	141
Penasquito	멕시코	235	235	95
Korbalikhinsky	러시아	56	85	85
Century	호주	188	207	78
Tara	아일랜드	66	117	69
Asmara	에리트리아	0	66	66
Rosh Pinah	나미비아	53	71	66
Buenavista	멕시코	113	113	44
Golden Grove	호주	73	99	43
Vares	보스니아	61	56	42
Shalkiya	카자흐스탄	0	38	38
Neves Corvo	포르투갈	132	135	31
Dairi	인도네시아	14	28	28
Dugald River	호주	169	169	26
합계(천톤)		1,259	1,795	1,085
기타(천톤)		11,445	11,442	-413
전체(천톤)		12,704	13,237	672
증가율		1%	4%	

## 다시 공급 감축의 사이클



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# 중국 내 감산으로 다시 수입수요 증가

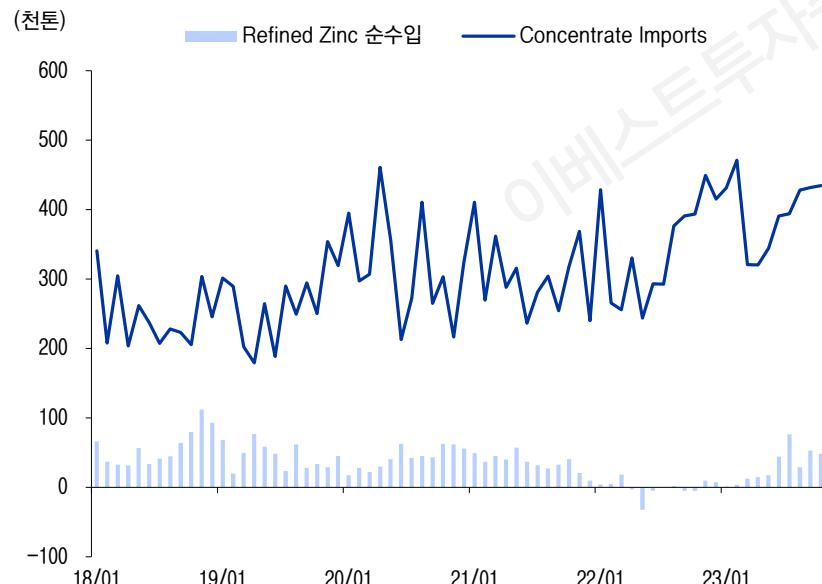
## ● 과거의 감산 사이클과의 유사성

- 중국 광산 생산 감축에 따라 중국의 정광 수입 및 제련 아연 수입 증가
- 다만 아직 가격 하단을 지지하기에는 미미한 수준

## ● LME 투기적 포지션도 부정적 수급 및 가격 전망 반영

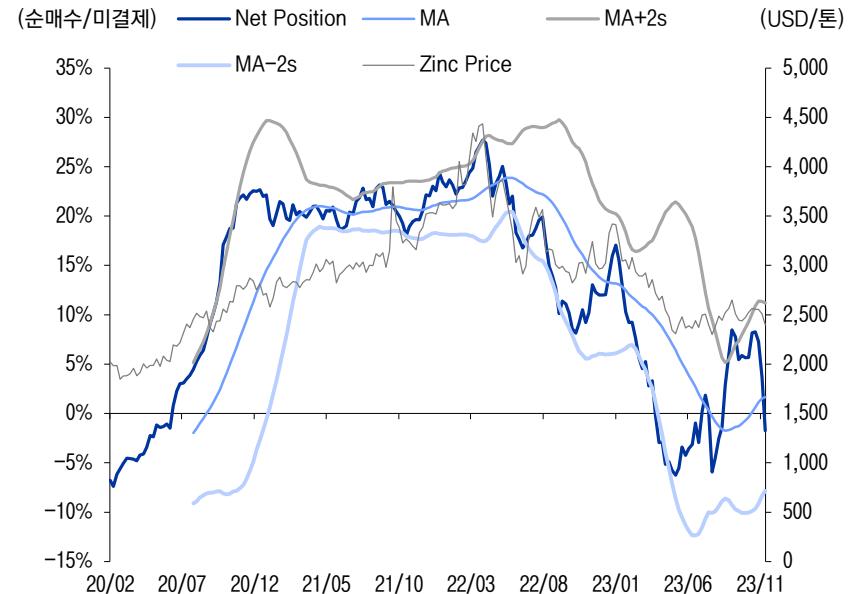
- 여전히 생산원가 대비 높은 가격 수준을 고려할 때, 투기적 포지션 반등 시 매도로 대응할 필요

### 중국 내 감산으로 원광 및 정련 아연 수입 증가



자료: LME, 이베스트투자증권 리서치센터

### LME 투기적 순매수는 부정적 가격 전망을 반영



# Zinc 수급 및 가격 전망

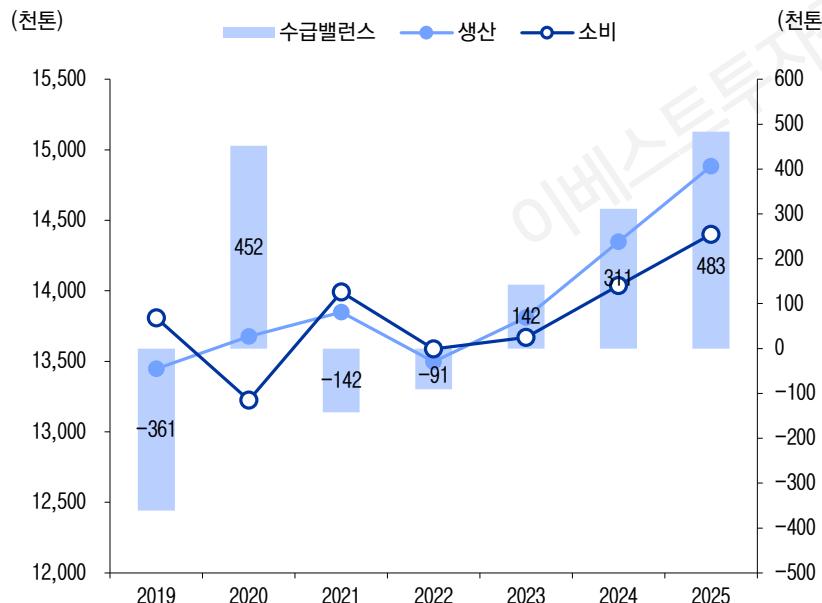
## ● 장기 수급 전망은 공급 과잉 지속을 가리키고 있으나

- 이는 가격 하락과 공급 감축이 빠르게 진행될수록 균형 회귀도 빨라질 것. 다만 2024년까지의 공급 과잉은 불가피할 전망

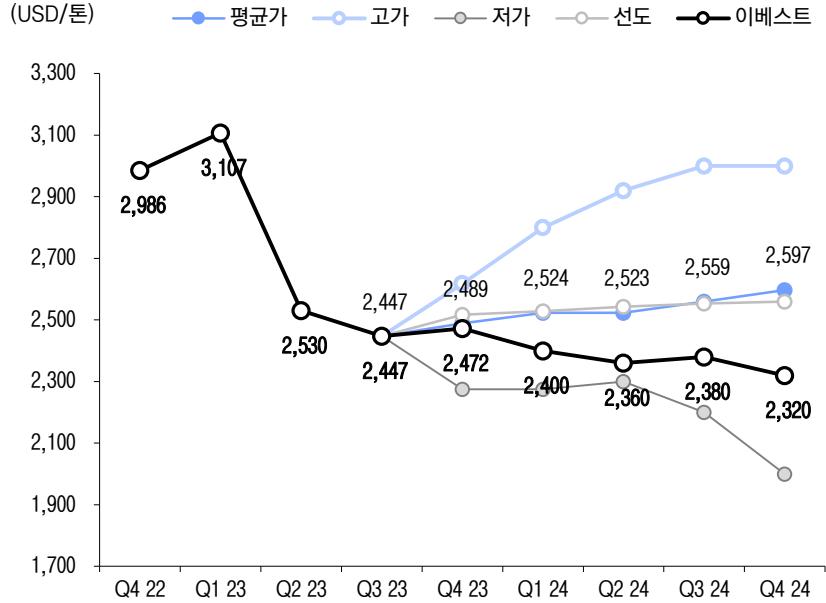
## ● 아직 생산원가 곡선 상 상위에 위치한 가격 수준

- 2023년 하반기 공급 조정이 재개되었다는 점에서 추가적인 가격 하락 전망

### Zinc 수급 전망



### 2024년 Zinc 가격 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

eBEST Investment & Securities 77

## Compliance Notice

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

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

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