

본격화될 유동성, 원자재에 양호할 방향성

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com



Contents

I.	매크로: 유동성, 끝나지 않은 이야기	
	소결: 본격화될 유동성, 원자재에 양호할 방향성	6
	다시 완화 스탠스로 돌아선 미국	8
	속도 조절 나섰던 PBOC, 그러나 이제부터 재개될 유동성	14
	S의 공포? 원자재는 아직 때가 아니라 말한다	17
II.	에너지: 끝나가는 길고 긴 터널	
	원유: 40달러대 저유가 우려, 이를 저지할 비카르텔과 유동성	24
	천연가스: 기대 이하였던 냉방 시즌, 그럼에도 낙관적인 천연가스	29
III.	귀금속: 금도 좋지만 지금은 위험자산 선호	
	금: 금리 인하 특수 누리는 금, 그러나 관건은 유동성 사이클	36
IV.	산업금속: 지금도 구리보다 칠레와 기타 금속	
	구리: 상단이 제한된 구리, 그래도 구리보다 칠레	40
	리튬: 복귀하는 CATL, 그럼에도 유효한 시진핑의 감산 의지	47
V.	농산물: 미중 휴전 무드, 최악은 면했다	
	곡물: 휴전 무드 돌입할 미중, 재개될 중국향 곡물 수출	54

Summary

금리 인하 사이클을 재개하는 미국, 풍부해질 유동성과 양호해질 원자재의 방향

8월 미 고용은 시장 예상치를 크게 하회했다. 이는 자연스럽게 금리 인하 사이클에 대한 기대로 연결된다. 중요한 점은 이를 계기로 부양책이 본격화될 것이란 사실이다. 바로 1)트럼프 미 대통령의 공약인 건설 경기 붐이다. 앞서 베센트 미 재무장관은 올 가을 주거 관련 국가비상사태를 선포할 수 있다고 언급했다. 여기에 2)중간선거 앞두고 그간 거둬들인 수입 관세를 소비 쿠폰으로 지급하면 부동산+소비 부양 패키지의 완성이다. 부양은 여기서 그치지 않는다. 최후의 수단으로 3)QE 카드까지 갖고 있다. 재정정책을 강화하고 싶지만 초장기채는 수급 문제에 직면해 있다. 각국 정부는 미국채보다 금을 선호하고 있다. SLR 규제는 완화됐지만 IB들이 초장기채 비중을 늘릴지 미지수이다. 그렇다면 FED의 역할이 중요하다. 최근 베센트 미 재무장관은 차기 FED 의장 후보로 대차대조표를 유연하게 활용할 수 있는 인물을 찾고 있다. QE를 추진하지 않더라도 꽃놀이패를 갖고 있는 것이다. 올해 미국은 전 세계 신규 유동성 중 5%만을 풀었다. 그런 미국이 돌아서고 있는 것이다. 이는 주식뿐 아니라 후행 자산인 원자재에도 낙관적인 방향을 제시할 부분이다.

S의 공포? 원자재는 아직 때가 아니라 말한다

물론 S에 대한 우려는 여전하다. 지방 연에서 공개된 물가 서베이는 하나같이 물가 상승을 경고하고 있다. S&P500과 구인 지표는 디커플링 현상이 발생하고 있다. 버핏 지수까지 사상 최고치를 경신한 상황에서 고민이 클 수밖에 없는 환경이다. 다만, 과도한 우려는 지양한다. 물가 견인 자산인 원자재는 지금도 낮은 가격 레벨을 유지 중이다. 이는 관세 이슈를 일부 상쇄하고 있다고도 볼 수 있다. 고용은 둔화됐지만 기술주의 실적이 뒷받침 되고 있다는 점에서 과거 닷컴 버블 때와 단순 비교는 어려운 부분이다. 그렇다면 원자재발 S의 공포가 발생하는 시점은 언제일까? 이를 확인하기 위해서는 각국 중앙은행들의 정책금리 인하 순회수를 바라볼 필요가 있다. 물가 견인 자산인 원자재는 이를 18개월 후행한다. 인하 순회수가 2024년 9~12월을 기점으로 둔화되기 시작한 점을 고려하면 원자재 지수 상승률의 정점이자 S의 공포가 본격화되는 때는 2026년 하반기 또는 2027년 상반기가 된다. 즉, 지금 원자재는 주식 시장에서 떠날 때가 아니라 말하고 있다.

금 주도의 시장. 그러나 단기적으로 유동성 본격화된 때 주도권 변화 주목

원자재에는 분명 매력적인 환경이다. 경기를 다소 후행하는 원자재는 글로벌 유동성 지수를 12개월 후행한다. 그렇다면 당장은 아니지만 2026년 초부터 비미국 주도로 풀린 유동성을 반영할 수 있으며, 팽창될 미국의 유동성까지 포함할 시 2027년 상반기까지도 상승이 가능하다. 그렇기에 지금은 인내의 구간이다. 지금처럼 금리 인하 사이클에서는 대표 헷지 자산인 금으로 자금이 집중될 수밖에 없다. 장기적 관점에서도 각국 정부의 외환보유고 내 금 비중이 국채를 넘어섰다는 것은 구조의 변화를 암시한다. 하지만 유동성이 본격화될 때는 전통 안전자산 수요는 후퇴하고 위험자산 선호 심리가 각광 받게 된다. 유동성이 반영되기 시작할 2026년 초부터 산업금속과 에너지 섹터로 주도권이 넘어갈 수 있다. 지금이 이를 준비해야 될 시점이다. 불안과 기대가 공존하는 상황에서 본격적으로 확장될 유동성에 초점을 맞출 것을 권고한다.

I. 매크로

유동성, 끝나지 않은 이야기

I. 매크로: 유동성, 끝나지 않은 이야기

소결: 본격화될 유동성, 원자재에 양호할 방향성

S에 대한 우려 여전. 그러나 물가 견인 자산인 원자재는 아직 낮은 가격 유지. 미국 주도의 유동성이 본격화된다는 점에서 원자재에 양호해질 방향성 초점

S에 대한 우려는 여전하다. 지방 연에서 공개된 물가 서베이는 하나같이 물가 상승을 경고하고 있다. S&P500과 구인 지표는 디커플링 현상이 발생하고 있다. 버핏 지수까지 사상 최고치를 경신한 상황에서 고민이 클 수밖에 없는 환경이다. 다만, 과도한 우려는 지양할 필요가 있다. 물가 견인 자산인 원자재는 지금도 낮은 가격 레벨을 유지 중이다. 이는 관세 이슈를 일부 상쇄하고 있다고도 볼 수 있다. 고용은 둔화됐지만 기술주의 실적이 뒷받침 되고 있다는 점에서 과거 버블 때와 단순 비교는 다소 어려운 부분이다.

설사 S의 공포가 재발하더라도 본격화될 유동성을 고려해야 한다. 올해 유동성 장세를 이끈 주역은 비미국으로 미국의 유동성이 5% 미만인 그쳤을 때 중국은 45%를 방출했다. 그랬던 미국이 완화로 돌아서고 있다. 내년 중간선거를 앞두고 금리 인하 사이클이 재개됐으며 재정정책 측면에서는 건설 경기 붐까지 일으키려 하고 있다. 베네통 미 재무 장관은 차기 FED 의장 후보로 대차대조표를 유연하게 활용할 인물을 찾고 있다. 여기에 중국까지 지준을 인하를 준비하고 있다는 점에서 낙관적인 방향이 제시되고 있다.

원자재에 매력적인 환경이다. 경기를 다소 후행하는 원자재는 글로벌 유동성 지수를 12개월 후행한다. 그렇다면 당장은 아니지만 2026년 초부터 비미국 주도로 풀린 유동성을 반영할 수 있으며 미국의 유동성까지 팽창할 시 2027년 상반기까지도 상승이 가능하다. 그렇기에 인내의 구간이다. 지금처럼 금리 인하 사이클에서는 금으로 자금이 집중될 수밖에 없지만 내년 초부터는 산업금속과 에너지 섹터로 전환이 이루어질 수 있다. 불안과 기대가 공존하는 지금, 본격적으로 확장될 유동성에 초점을 맞출 것을 권고한다.

그림 1. S에 대한 우려 여전. 그러나 미국과 중국 주도로 본격화될 유동성에 초점

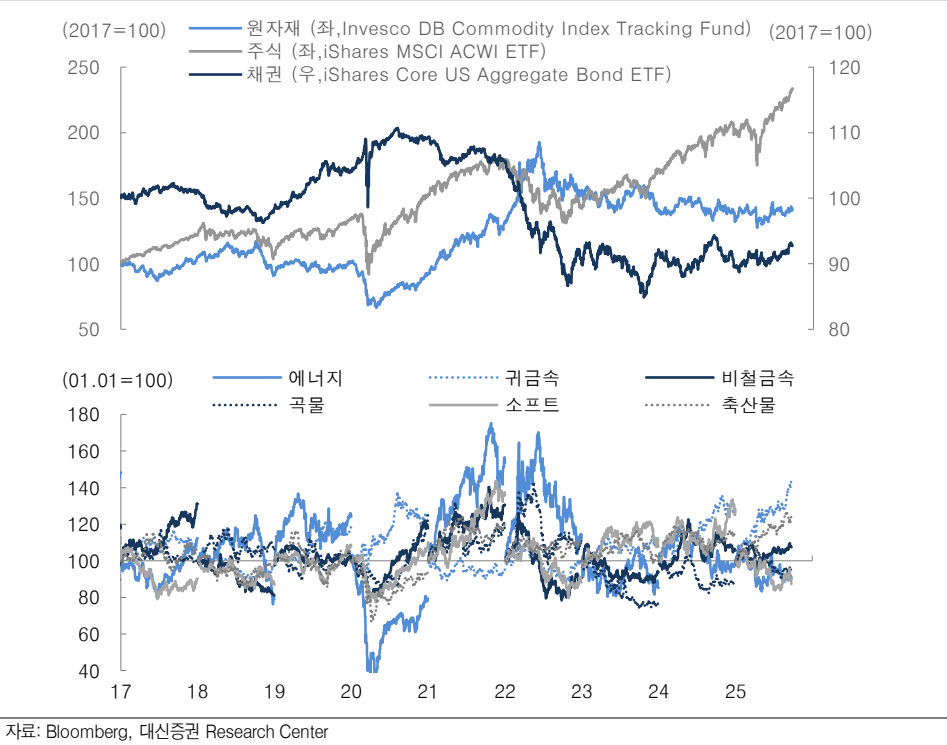


표1. 원자재 섹터별 전망 요약

구분	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	주요 내용
원자재지수	중립	중립	확대	확대	귀금속과 산업금속은 금리 인하 사이클 재개 + 중국과 인니의 감산으로 원자재 지수 견인 중이지만 펀드 내 가장 큰 에너지 섹터(53%)의 부진이 지수를 압박. 그러나 내년 미국+중국 주도의 유동성이 본격화(중국 기준율 인하 + 재정정책 강화)된다는 점 주목. 당장은 아니지만 원자재가 글로벌 유동성을 12개월 후행한다는 점에서 낙관적 시각 유지 필요
에너지	중립	중립	확대	확대	EIA는 유가가 \$40 달러대로 추락할 수 있다 경고, 실제로 OPEC+의 빠른 증산은 가격 압박 중. 다만, 아직까지 크리티컬한 수요 억제 부재. 특히, 1)빠른 증산은 시장으로 하여금 내년 증산 여력에 대한 의구심으로 연결. 2)오늘날 낮은 유가는 비카르텔 산유국들의 유전 개발까지 억제. 3)유가를 9개월 선행하는 유동성 역시 확장 방향, 과도한 비관론 지양
귀금속	확대	확대	확대	중립	금리 인하 사이클(~1H26) 재개되면서 중앙은행들의 헷지 수요 기대 Up, 중국의 투기 억제(개인들로 하여금 대출+신용카드 통한 금 매입 단속 강화) 이슈까지 무력화. 다만, 장기적으로 온스당 \$5,000 까지 유평하지만 관건은 유동성, 재정정책 강화 + 정책금리 인하 이후에는 유동성 팽창, 전통 안전자산보다 위험자산 선호된다는 점에서 상대 성과는 고민
산업금속	중립	확대	확대	확대	구리 상단은 제한적이지만 대체재인 알루미늄의 약진이 산업금속 전반 상승 지지할 것. 특히, 중요한 것은 중국의 감산. 미중 휴전 가능성 높아졌으나 미국의 장기적 목표는 중국의 우회(환적)수출 차단, 과거 공급 과잉 경험했던 시진핑 지도부는 감산 강도 강화 가능. 이미 구리 + 알루미늄 신규 증설 억제, 이제 적자 기업 비중 높은 2차전지향 금속이 타깃
곡물	중립	중립	중립	중립	지난해 10월 미 곡창 지대에 가뭄 야기하는 라니냐는 파종 시기를 미스, 실질적인 공급 차질 부재로 낮은 가격 지속. 수요(사료용) 성장 역시 제한적. 중국 정부는 둔육 공급 과잉 해소 위해 감산 기조 유지. 다만, 10월 APEC 회담 앞두고 미중 휴전 가능성 Up, 그간 북 북 차원에서 미국산 대두 수입 금지했던 중국의 수입 재개로 가격 회복 시도 기대
소프트	중립	축소	축소	중립	주요 코코아 산지인 서아프리카 지역은 여전히 건조한 상태지만 남미/동남아 지역에서 기후 개선은 2025/26 수확 가이던스 상향으로 연결. 수요 측면에서 기업들의 레시피 변경 (대체 감미료 활용) 역시 가격 하방 리스크. 그나마 로부스타와 달리 더딘 속도로 회복 중인 남미 아라비카 커피 공급이 가격 하단 지지. 4/4분기 수확 시즌 동안 하방 압력 경계

자료: 대신증권 Research Center

표2. 원자재 가격 전망치

구분	2024 4Q	2025				2026			2023	2024	2025	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q				
WTI	70	72	64	65	65	67	69	71	78	76	66	70
금	2,662	2,858	3,288	3,436	3,800	3,900	3,900	3,850	1,944	2,390	3,350	3,850
은	31	32	34	39	43	45	46	43	23	28	37	44
구리	9,309	9,409	9,457	9,835	10,000	10,500	11,000	10,500	8,525	9,267	9,700	10,500
알루미늄	2,606	2,623	2,458	2,617	2,650	2,700	2,800	2,900	2,289	2,460	2,600	2,850
니켈	16,236	15,789	15,363	15,223	15,300	15,500	16,000	16,000	21,697	17,061	15,400	16,000
옥수수	426	472	452	400	450	450	500	500	565	424	450	480
소맥	559	554	535	522	550	550	600	600	645	572	550	580
대두	993	1,024	1,044	1,013	1,050	1,100	1,150	1,200	1,416	1,103	1,050	1,150

주 1: WTI는 달러/배럴 기준

주 2: 구리, 알루미늄, 니켈은 달러/톤 기준

주 3: 금, 은은 달러/온스 기준

주 4: 옥수수, 소맥, 대두는 센트/부셸 기준

주 5: 음영 구간은 실제치

자료: 대신증권 Research Center

금리 인하 사이클의 시작. 이에 맞춰 주택 국가비상사태 통한 건설 경기 붐과 수입 관세 통한 소비 쿠폰 카드 대기 중. 그리고 최후의 카드로 FED의 QE까지 보유, 미국 주도의 유동성 재개 기대

다시 완화 스탠스로 돌아선 미국

8월 BLS 고용 보고서는 이번에도 시장 예상치를 크게 하회했다. 비농업 신규 고용은 전월대비 2.2만명 증가에 그쳤으며 6월 지표는 1.4만명에서 1.3만명으로 전환됐다. 팬데믹 이후 첫 감소이다. 이는 자연스럽게 금리 인하 사이클에 대한 기대로 연결된다. 앞서 잭슨홀 미팅에 참석한 파월 의장은 정책 결정에 있어 물가보다 고용에 더 많은 무게를 두겠다고 언급한 바 있다. 9월 들어 헷지 자산인 금 가격이 상승을 재개한 것은 시장이 금리 인하 사이클을 기정사실로 받아들였다고 볼 수 있다.

중요한 점은 9월 FED의 정책금리 인하를 계기로 부양책이 본격화될 것이라는 사실이다. 바로 1)트럼프 미 대통령의 공약이었던 건설 경기 붐이다. 앞서 베센트 미 재무장관은 올 가을 전국적인 주거 비상사태를 선포할 수 있다고 언급했다. 사업 자금조달 비용(금리)이 낮아지는 시점에 맞춰 건설 경기를 일으켜 고용과 소비를 방어하겠다는 심산이다. 여기에 2)중간선거 앞두고 그간 거둬들인 수입 관세를 소비 쿠폰으로 지급하면 부동산 + 소비 부양 패키지의 완성이다.

부양은 여기서 그치지 않는다. 최후의 수단으로 3)QE라는 카드까지 갖고 있다. 재정정책을 강화하고 싶지만 미국의 초장기채는 금리가 말해주는 것처럼 수급 문제에 직면해 있다. 부채/GDP Ratio는 2차 세계 대전 수준을 상회했다. 각국 정부의 외환보유고 내 금 보유 비중은 미국채 비중을 넘어섰다. 9월 23일 중국 정부가 전 세계 외환 시장에서의 영향력 강화를 위해 국제 금 관리 기구를 구축할 것이라 전한 것만 보더라도 외국인들의 수요는 기대하기 어렵다. 앞서 미국채 수요를 늘리기 위해 IB들에 대한 SLR 규제까지 완화했지만 이들이 초장기채 비중을 늘릴지 미지수이다.

그렇다면 최후의 수단으로 FED가 나설 수 있다. FED의 총자산은 6.6조달러로 QE가 실행됐던 2020년 4월과 비교하면 유동성을 충분히 거둬들였다고 보기 어렵다. 그러나 총자산/GDP는 21.8%로 QE가 중단됐던 2022년 1/4분기 대비 13.6%p 낮아졌다. 초장기채 수급 상황을 감안하면 연내 QT 중단을 넘어 내년 QE까지 검토될 수 있는 환경이다. 최근 베센트 미 재무장관이 인터뷰 중인 차기 FED 의장 후보들의 공통 분모는 1)후행 지표가 아닌 선제적 대응이 가능하면서도 2)대차대조표를 유연하게 활용할 수 있는 인물이다. QE가 추진되지 않더라도 내년 5월 수장 교체 시점이 주목 받는 이유이다.

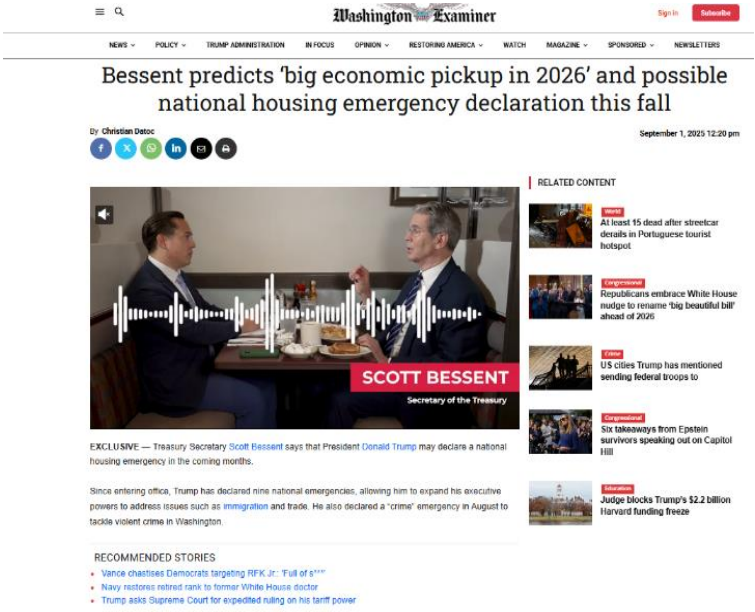
그림 2. 시장 컨센서스를 하회한 미 고용 지표, 부양책이 필요한 시점



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

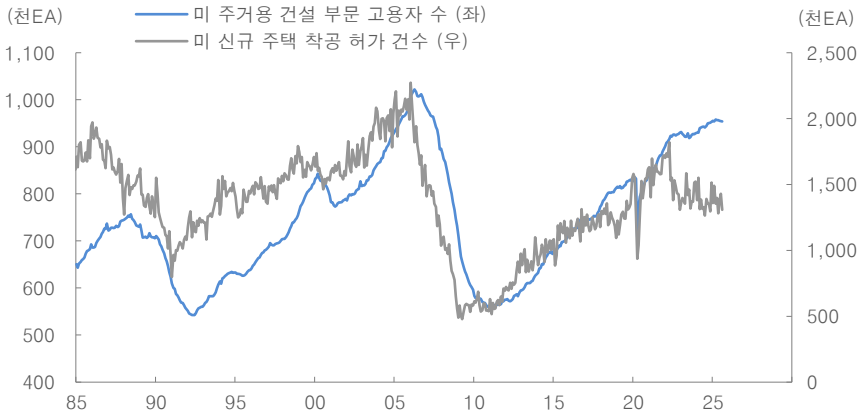
이제 미국 주도의 유동성을 논할 단계이다. 올해 전 세계에 풀린 유동성 중 미국에서 투입한 것은 5% 미만에 그친다. 모두 중국 PBOC와 ECB 등 비미국에서 풀린 유동성이다. 그렇기에 지금부터가 더 매력적이다. 앞으로 풀릴 유동성은 갈 곳을 잃은 미 MMF 시장의 자금까지 일드 헌팅을 일으켜 위험자산으로 끌어들이 수 있다. 이 같은 환경은 글로벌 유동성 지수를 2개월 후행하는 S&P500만 상승시킬 뿐 아니라 12개월 후행하는 원자재 지수에도 낙관적인 방향을 제시할 것이다. 지금은 미국 주도의 유동성에 주목할 시점이다.

그림 3. 베센트 미 재무장관, 올 가을 주택 관련 국가비상사태 선포 가능성 언급



자료: Washington Examiner, 대신증권 Research Center

그림 4. 공약대로 건설 경기 붐 일으켜 고용과 소비까지 방어하겠다는 것



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 여기에 그간 거둬들인 수입 관세 통해 소비 쿠폰까지 발행한다면 패키지 완성

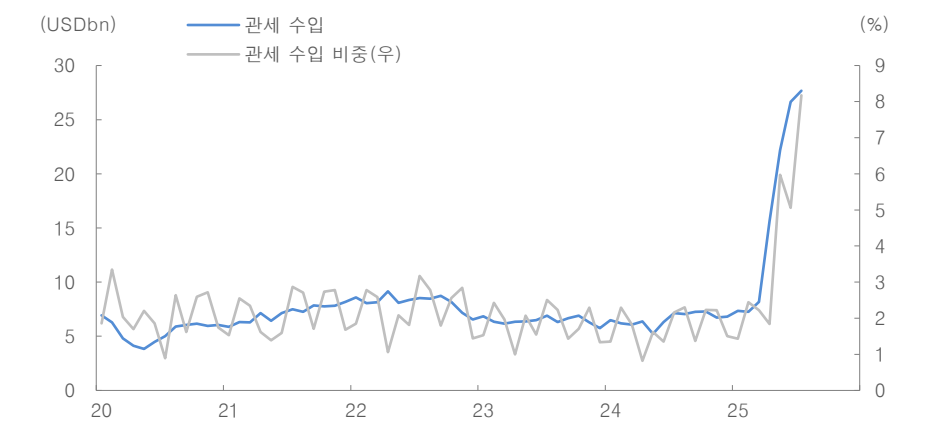


그림 6. 최후의 카드로 FED의 QE까지 보유

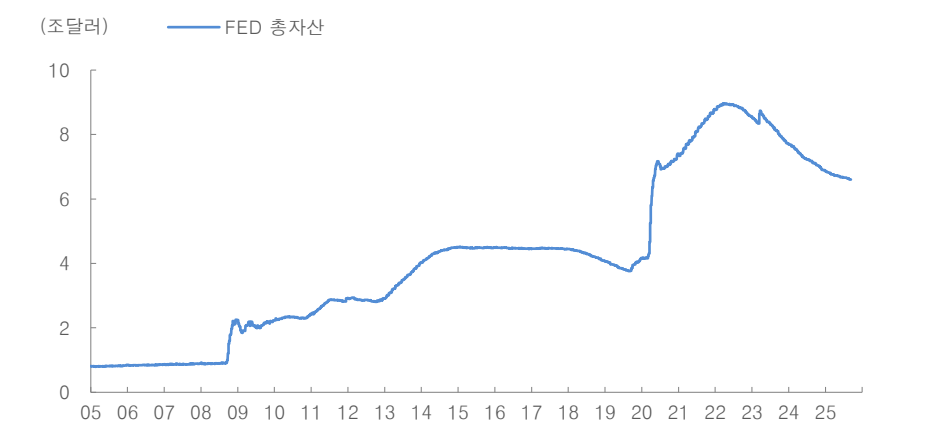


그림 7. 흔들리는 초장기채, 미국채 시장의 수급 문제는 현재 진행형

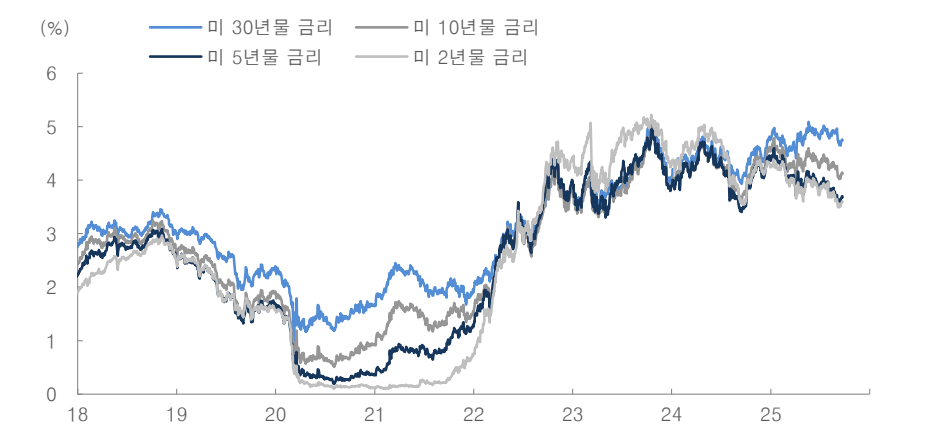
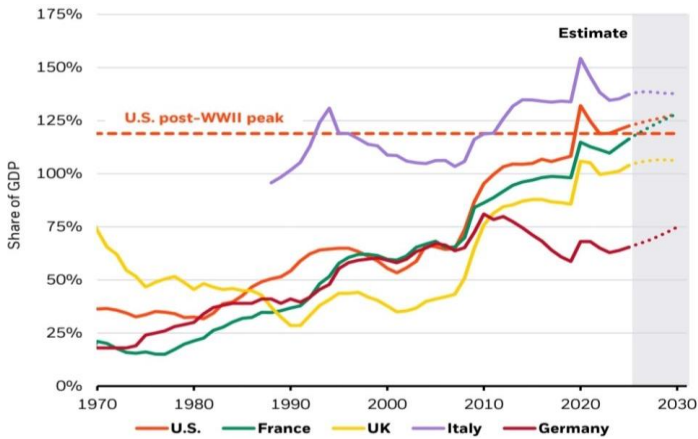
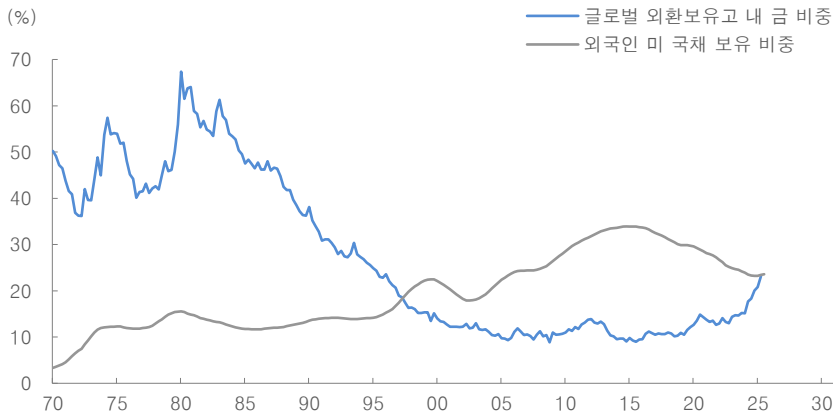


그림 8. 2차 세계 대전 때를 상회한 부채/GDP, 레이 달리오가 말한 신뢰의 문제 봉착



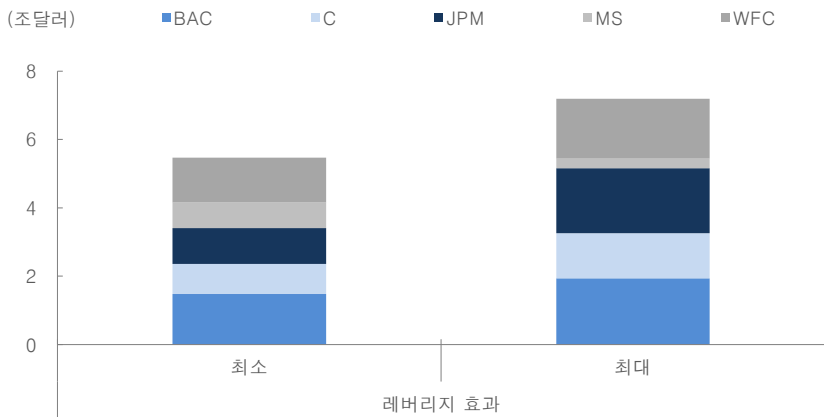
자료: BlackRock, IMF, 대신증권 Research Center

그림 9. 외국인들은 의심되는 초장기 국채보다 금을 더 사고 있다



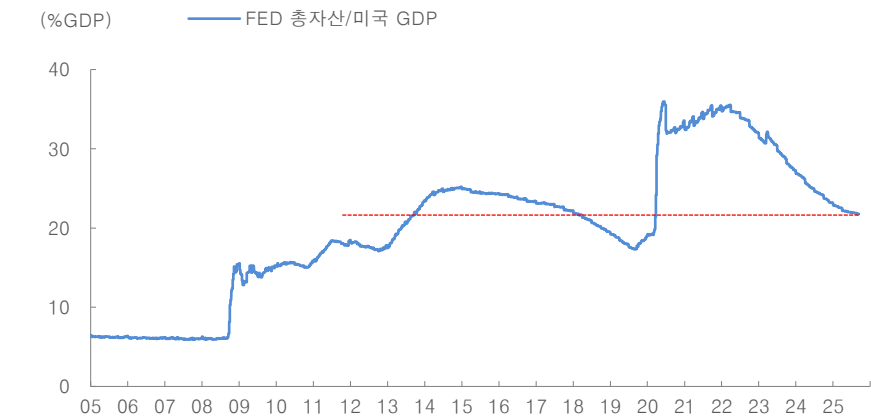
자료: IMF, FRED, 대신증권 Research Center

그림 10. SLR 규제 완화 통해 IB들의 미국채 매입 유도하고자 하지만 성과 미지수



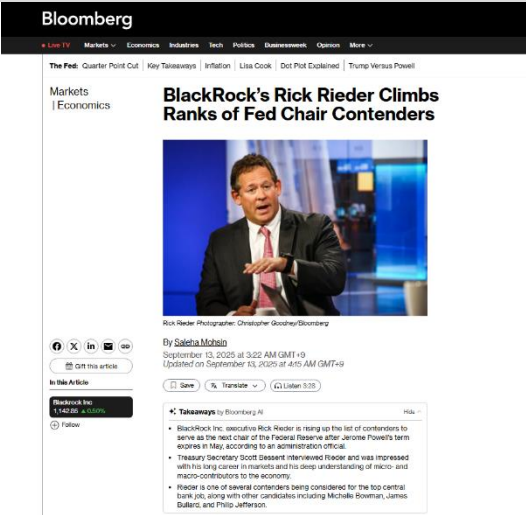
자료: GS(재인용), 대신증권 Research Center

그림 11.그렇기에 최후의 수단으로 FED 카드가 주목 받을 수 있다



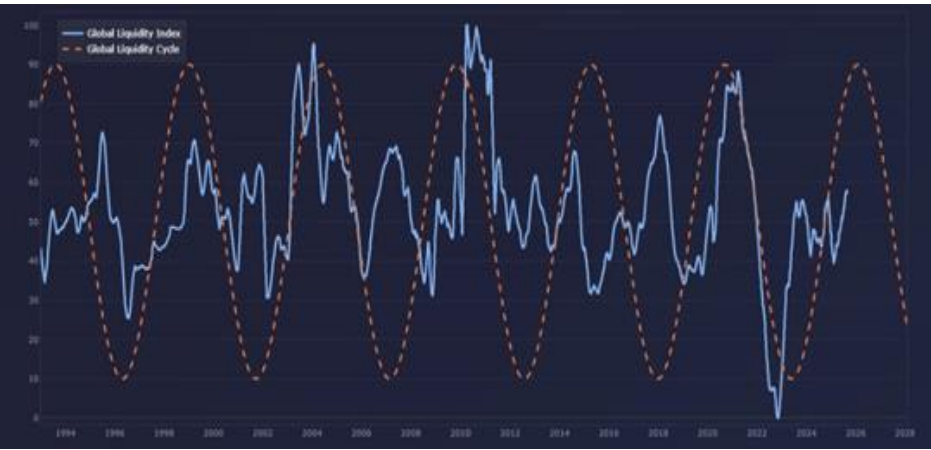
자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 12.미 재무장관 찾는 차기 의장 공통 분모, 대차대조표를 유연하게 활용 가능 여부



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13.QE 카드가 추진되지 않더라도 유동성 사이클은 아직 끝나지 않았다



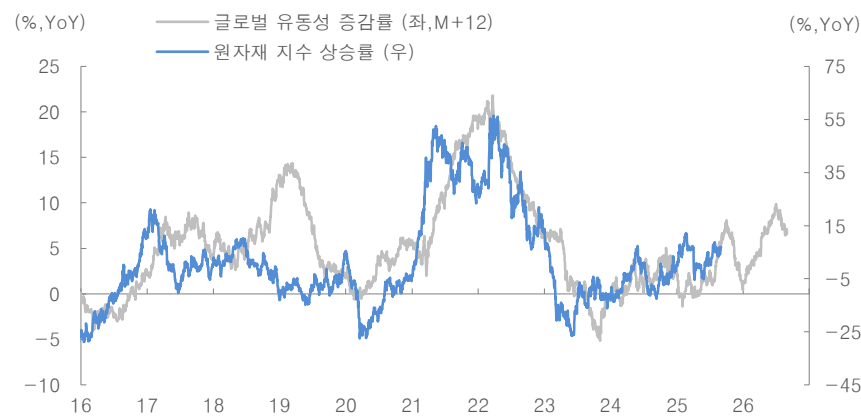
자료: Alpha Extract, 대신증권 Research Center

그림 14. 유동성을 2 개월 후행하는 주식 자산에는 당연히 긍정적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 12 개월 후행하는 원자재에도 낙관적인 방향성 제시



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

올해 유동성 주역인 중국 PBOC. 지금은 조용하지만 9월 FOMC 이후 재개될 지급준비율 인하. 미국과 중국 주도의 유동성 사이클 주목

속도 조절 나섰던 PBOC, 그러나 이제부터 재개될 유동성

올해 유동성을 통한 성과는 강력했다. 글로벌 유동성 지수는 연초 대비 +8% 이상 상승했다. 이에 맞춰 실물 자산 지수(부동산, 인프라, 채권, 주식 등 자산으로 구성)는 +11% 상승했다. 유동성 지수를 후행하는 S&P500과 CSI300 지수는 각각 +13%와 +18%씩 상승했다. 자산 시장에 매력적인 환경이다.

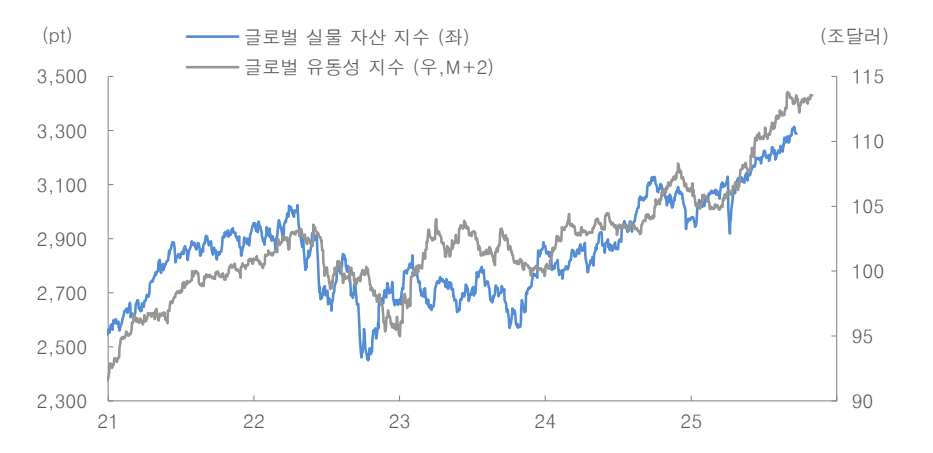
이처럼 유동성 장세를 이끈 주역은 비미국(Non-US)으로 이 가운데서도 전 세계 유동성의 46%(누적 기준)를 차지하는 중국이 주도적인 역할을 했다. 지난 8월말 기준으로 주요 선진국(미국, EU, 일본, 영국)의 유동성이 연초 대비 +5.7% 증가하는 동안 중국은 +8.3%의 유동성을 투입했다. 올해 전 세계에 풀린 유동성 중 45%(순공급 기준)가 중국에서 방출된 것이다. 공식 집계된 위안화 해외 대출만 2.5조위안(음성적 위안화 캐리 트레이드 제외)에 육박할 정도로 중국이 자산 가격 상승에 기여한 것은 분명한 사실이다.

그런 중국은 속도 조절을 하고 있다. 지난 7월 30일 중국 공산당 지도부는 ‘완화적 통화 정책’을 유지한다고 전했으나 ‘지급준비율과 금리 인하’에 대해서는 함구했다. 정책 강화의 필요성을 강조했던 4월 정치국 회의 때와는 다른 분위기가 감지된 것이다. 주요 경기 지표가 모두 둔화된 상황에서 지급준비율(50bp) 인하를 기다린 이들에게는 실망적일 수밖에 없다.

그러나 이는 어디까지나 FED와 위안화를 의식한 행동이다. 9월 이전까지 FED의 정책금리가 동결됐던 상황에서 선제적인 완화는 위안화를 자칫 7.3위안대로 되돌릴 수 있다. 이는 주식 시장으로 유인했던 개인 자금을 다시 금(SHFE)으로 이탈시킬 수 있는 리스크 요인이기도 하다. 환율 리스크를 사전에 예방해야 한다는 인민은행 총재의 메시지(8/1)는 불가피성을 나타내는 대목이었다고도 볼 수 있다. 즉, 지급준비율 인하는 철회가 아닌 순연(→4Q25)일 뿐이다.

그렇기에 9월 FOMC 이후인 지금부터가 기대되는 시점이다. FED는 9개월 만에 정책금리 인하를 결정했다. 뿐만 아니라 점도표를 통해 추가 인하 가능성을 확인해주며 금리 인하 사이클이 재개됐음을 알리고 있다. 이는 미-중 금리 스프레드가 완화되고 PBOC의 정책 여력이 한층 더 신장될 수 있음을 암시한다. 지난해 9월과 같은 상황이 재현되는 것이다.

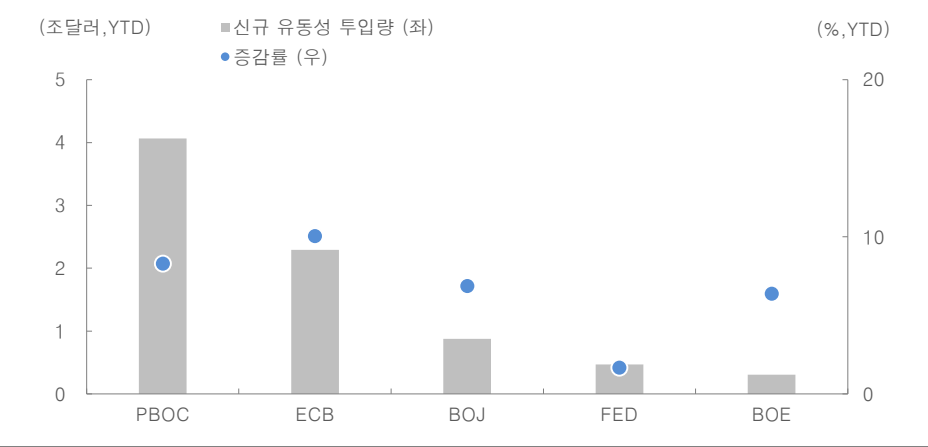
그림 16. 올해 실물 자산 지수의 상승을 유발한 것은 유동성



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

원자재에도 희소식이다. 원자재는 경기를 후행하는 자산으로 글로벌 유동성 지수(제조업 경기 견인)를 12개월 후행한다. 글로벌 유동성 지수는 중국의 정책 속도 조절로 상승세가 둔화됐지만 FED의 정책금리 인하가 단행된 지금부터는 재반등이 가능하다. 이를 감안하면 원자재 지수는 미 중간선거가 있을 2026년말까지 상승 방향이 유력하며 최후의 수단인 QE 카드까지 활용될 경우에는 2027년 상반기까지도 상승이 가능하다. 지금은 여전히 박스권에 갇혀 있지만 올해 4/4분기를 바닥으로 턴-어라운드를 기대할 수 있다. 팽창하는 중국의 유동성, 실물 자산인 원자재에게 낙관적인 방향이 제시되고 있다.

그림 17.그 주역은 비미국, 그 중에서도 올해 전 세계 신규 유동성의 45%를 풀은 중국



자료: PBOC, ECB, BOJ, FED, BOE, 대신증권 Research Center

그림 18.그랬던 중국은 정책 속도 조절(지급준비율 + 금리 인하 문구 삭제) 중

中华人民共和国中央人民政府

www.gov.cn

Q 首页 | 简 | 繁 | EN | 登录 | 邮箱 | 无障碍

中共中央政治局召开会议 决定召开二十届四中全会 分析研究当前经济形势和经济工作 中共中央总书记习近平主持会议

2025-07-30 14:10 来源：新华社 字号：默认 大 超大 | 打印

中共中央政治局召开会议
决定召开二十届四中全会
分析研究当前经济形势和经济工作
中共中央总书记习近平主持会议

新华社北京7月30日电 中共中央政治局7月30日召开会议，决定今年10月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

会议指出，“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，我国发展环境面临深刻复杂变化，战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多，同时我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显，要保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，集中力量办好自己的事，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破。

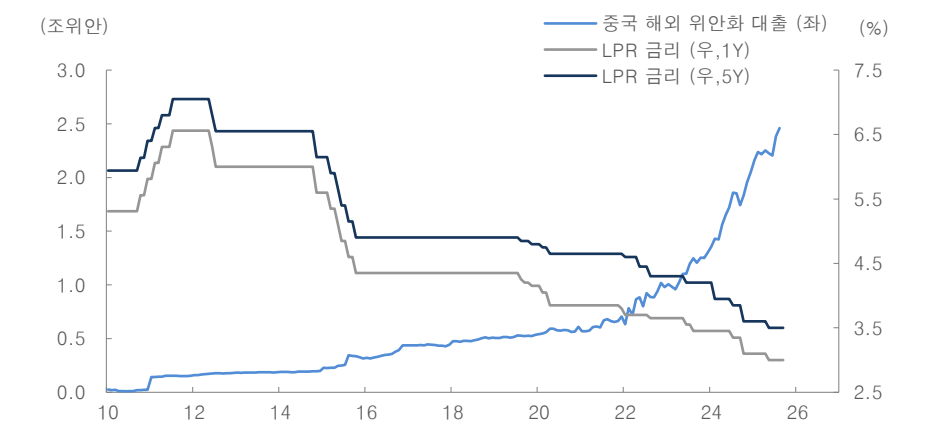
자료: 중국정부 공식 사이트, 대신증권 Research Center

그림 19.그러나 이는 어디까지나 위안화 의식한 것, FED의 금리 인하로 정책 여력 제고



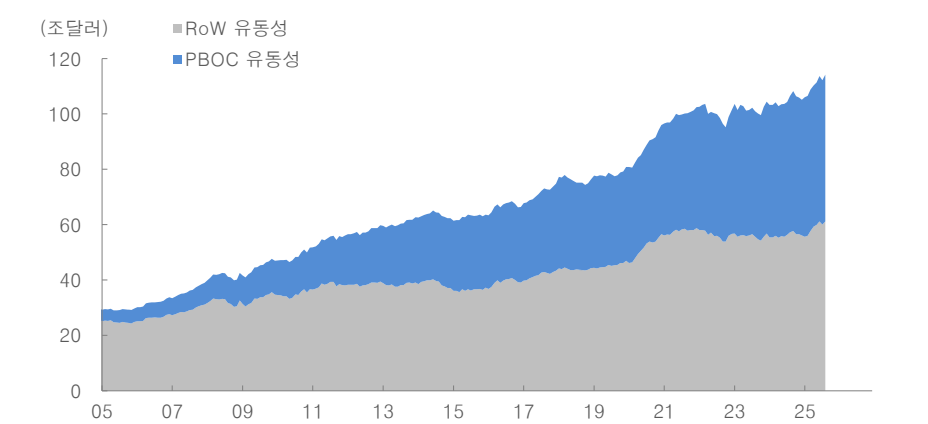
자료: Wind, 대신증권 Research Center

그림 20.완화적 스탠스 하에서 위안화 캐리 트레이드 재강화 기대



자료: PBOC, 대신증권 Research Center

그림 21.그 동안 중국+ECB 주도 유동성이었다면 이제는 미국+중국 주도 유동성 기대



자료: PBOC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

S의 공포? 원자재는 아직 때가 아니라 말한다

여전한 S의 공포, 그러나 물가 견인 자산인 원자재와 구리-알루미늄 가격 갭은 아직 S의 공포 논할 단계 아니라 말하는 중. 위험자산 조정 시 저가 매수의 기회로 접근 필요

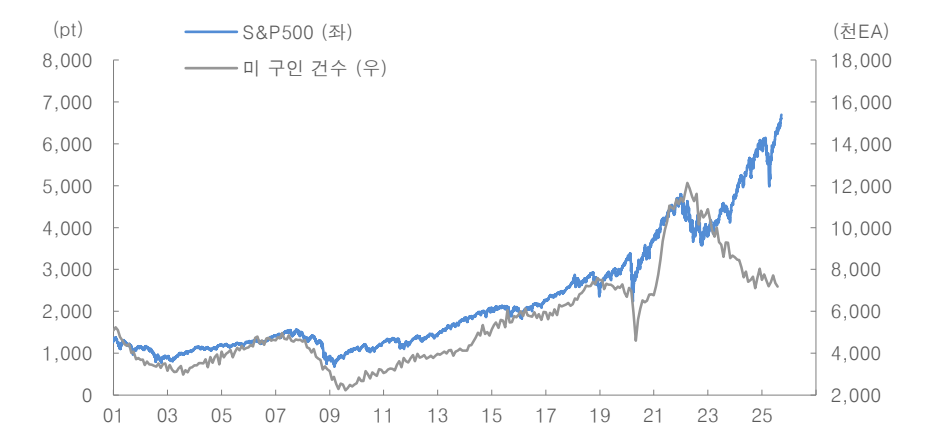
스태그플레이션에 대한 우려는 여전하다. 지방 연에서 공개된 물가 서베이는 하나같이 물가 상승을 경고하고 있다. 고용 지표는 둔화 중이다. 7월에 이어 8월 BLS 고용 보고서는 시장 예상치를 큰 폭으로 하회했다. 심지어 S&P500과 구인 지표는 디커플링 현상이 발생하고 있다. 버핏 지수(S&P500 시가총액/미국 GDP)가 사상 최고치를 경신한 상황에서 스태그플레이션과 버블 붕괴 우려가 거론될 수밖에 없다.

다만, 과도한 우려는 지양할 필요가 있다. 원자재는 물가 견인 자산이다. 그런 원자재 지수는 지금까지도 낮은 레벨을 유지 중이다. 고관세 이슈가 PPI를 후행적으로 상승시킬 수도 있지만 어쩌면 지금의 낮은 원자재 가격이 관세 이슈를 일부 상쇄하고 있다고도 볼 수 있다. 고용이 둔화된 것은 맞지만 기술주가 실적이 뒷받침 되고 있다는 점을 감안하면 과거 닷컴 버블 때와 단순 비교하기 어렵다. 최후의 수단인 QE도 사용되지 않은 상황에서 스태그플레이션 공포와 버블 논란은 성급한 판단일 수 있다.

그렇다면 원자재발 스태그플레이션 우려가 발생할 시점은 언제일까? 이를 확인하기 위해서는 1)각국 중앙은행들의 정책금리 인하 순회수(인하-인상)를 바라볼 필요가 있다. 물가 견인 자산인 원자재는 이를 18개월 후행한다. 중앙은행들의 정책금리 인하 순회수가 2024년 9~12월을 기점으로 둔화되기 시작한 점을 고려하면 원자재 지수 상승률의 정점이자 스태그플레이션 우려가 본격화되는 때는 2026년 하반기 또는 2027년 상반기가 된다. 이는 원자재 지수 상승률을 12개월 선행하는 글로벌 유동성 지수로 보더라도 마찬가지이다. 지금 원자재는 주식 시장에서 떠날 때가 아니라 말하고 있는 것이다.

또 다른 근거는 2)가공 기업들의 가격 전가력을 확인할 수 있는 구리-알루미늄 가격 갭과 OECD 경기선행지수이다. 알루미늄은 산업 전반에 사용되는 구리의 대체재이다. 열전도와 전기전도 탓에 2.5:1.0의 교환 비율로 구리를 대체하는데 2.5톤의 알루미늄 가격이 2022년 3월과 2018년 10월처럼 구리 1톤 가격에 근접할 시 가격 전가력은 약화되고 제조업 경기가 급격히 침체된다. 지금의 구리-알루미늄 가격 갭을 놓고 보면 스태그플레이션과는 거리가 멀다.

그림 22. 둔화된 구인과 달리 활황인 주식, 일각에서는 S의 공포가 다가오고 있다 주장



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

위 갭을 12개월 선행하는 OECD 경기선행지수를 보더라도 당장 스테그플레이션을 논할 이유는 없다. OECD 경기선행지수는 2022년 3월과 2018년 10월 수준까지 0.11pt, 0.54pt를 남겨두고 있다. 그렇다면 구리-알루미늄 가격 갭이 축소되는 구간은 2026년말 또는 2027년 상반기가 된다. 가격 전가에 대한 우려를 당장 걱정할 이유가 없다는 의미이다. 경기를 다소 후행하는 원자재가 말해주는 것처럼 주식 시장에서 조정이 발생하더라도 저가 매수의 기회임을 계속 상기해야 한다.

그림 23. 버핏 지수 역시 닷컴 버블 수준을 넘어서면서 버블 우려가 거론되고 있다



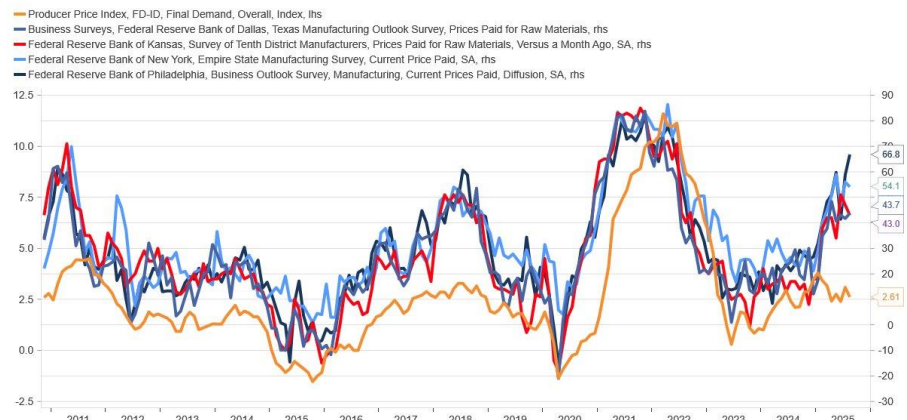
자료: MacroMicro, 대신증권 Research Center

그림 24. 그러나 물가 견인하는 원자재는 낮은 레벨, S의 공포 논할 단계 아니다



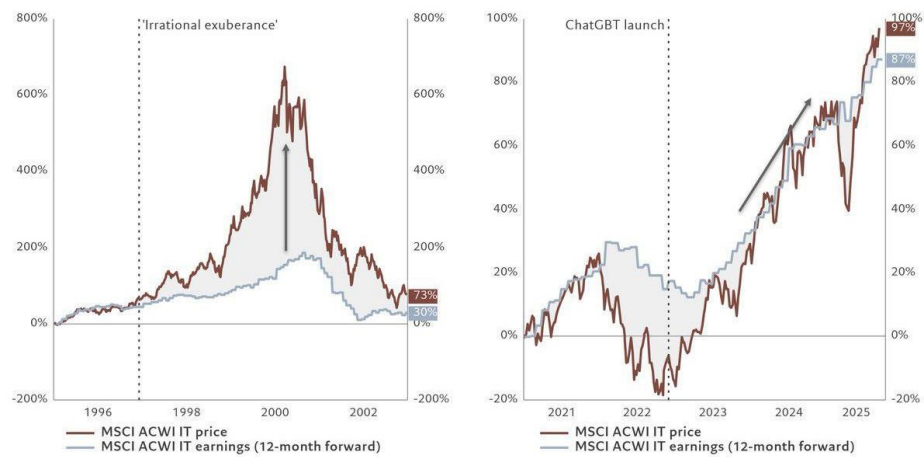
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 25. 어쩌면 낮은 원자재 가격이 관세발 물가 상승을 일부 상쇄하고 있을 수도



자료: Mott Capital Management, 대신증권 Research Center

그림 26. M7 같은 기술주 역시 과거 버블 때와 단순 비교할 수 없는 부분



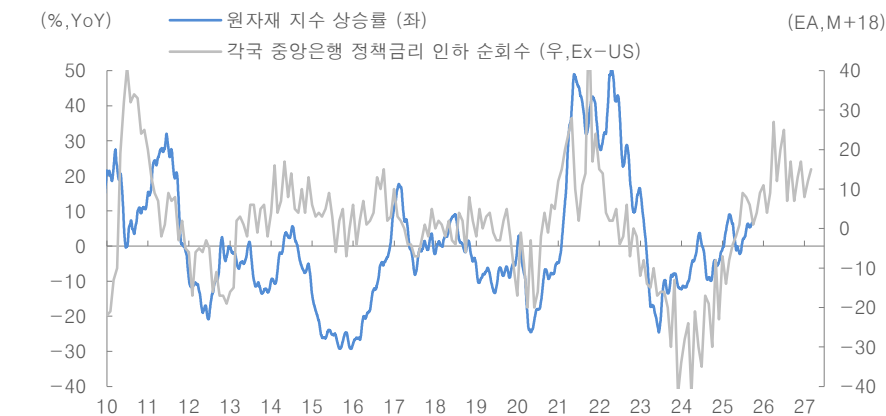
자료: Pictet Asset Management, 대신증권 Research Center

그림 27. QE 도 시작되지 않은 상황에서 당장 S의 공포와 버블을 고민할 필요가 있을까?



자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 28. 원자재발 스태그 우려 발생 구간은 내년 하반기 또는 2027년 상반기 예상



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 29. 가공 기업의 전가력을 나타내는 구리-알루미늄 갭, 아직 위험 구간 아니다



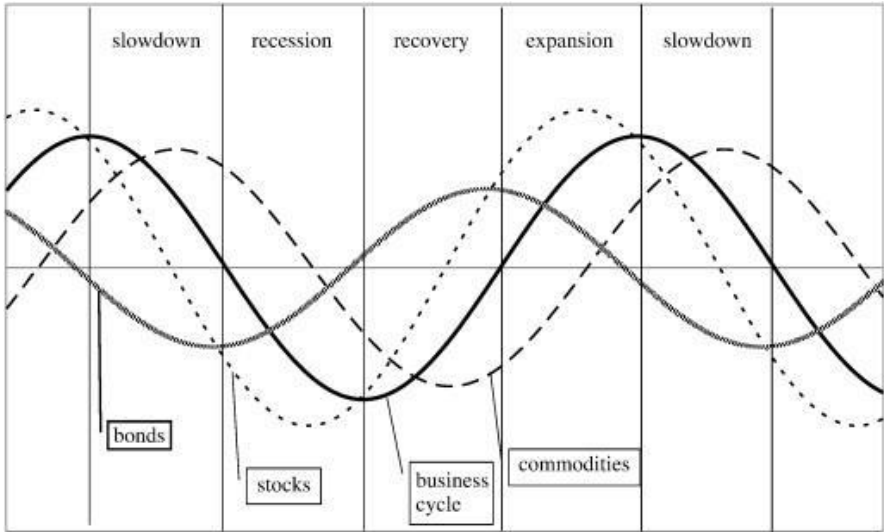
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 30. 원자재는 지금 주식 시장을 떠날 때가 아니라 말하고 있다



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 31. 경기 후행 자산인 원자재가 아직 낮은 레벨이라면 침체 우려는 어불성설



자료: Science Direct, 대신증권 Research Center

II. 에너지

끝나가는 길고 긴 터널

II. 에너지: 끝나가는 길고 긴 터널

원유: 40달러대 저유가 우려, 이를 저지할 비카르텔과 유동성

다시 등장한 40달러대
저유가 공포. 그러나
OPEC+의 빠른
증산은 내년 증산
여력 의구심으로
연결. 오늘날 낮은
유가는 비카르텔의
유전 개발까지 억제.
유동성까지 팽창하는
구간, 실물 자산인
원유에게는 매력적인
가격 방향

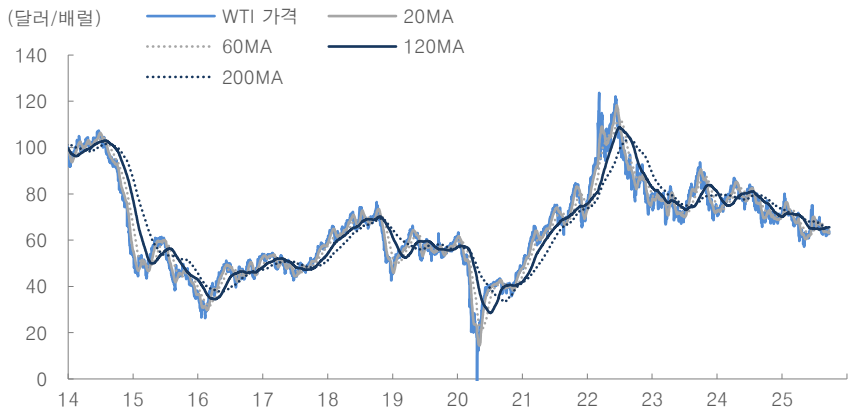
저유가 공포가 커지고 있다. 앞서 EIA 측은 올해 4/4분기 WTI 가격이 배럴당 50달러 대로 하락해 2026년에는 40달러대에 진입하게 될 것이라 전망했다. 올 연말과 2026년 12월 OECD 석유 재고 전망치는 이전보다 각각 +0.29억배럴, +0.37억배럴로 상향 조정됐다. 비카르텔 국가들(미국, 캐나다, 브라질, 노르웨이)이 공급을 늘린 상황에서 당초 계획보다 빨라진 OPEC+의 증산이 재고 압박으로 이어질 것이란 주장이다.

실제로 OPEC+의 공급은 예상보다 빨라지고 있다. 2026년 중반까지 +220만b/d(2023년 11월 자발적 감산분)를 단계적으로 증산할 계획이었으나 6개월 만에 조기 달성했다. 2027년 1/4분기부터 증산 예정이던 +165만b/d(2023년 4월 자발적 감산분)는 올해 10 월로 앞당겨 매월 +13.7만b/d씩 증산하기로 결정됐다. 이 역시 증산 규모를 언제든 확대할 수 있다. OPEC+ 회의(10/5)를 앞두고 불확실성이 커질 수밖에 없는 부분이다.

그러나 EIA의 주장과 달리 2026년 40달러대로의 추락은 제한적일 것으로 예상된다. OPEC+는 분명 추가 증산 여력을 갖고 있다. 현재 증산 중인 +165만b/d 이외에도 +200만b/d가 즉각적으로 공급될 수 있다. 다만, 문제는 1)OPEC+ 측에서 이를 내년 1/4분기까지 복원(증산)한다면 시장은 오히려 내년에 추가 증산 여력이 없다는 점을 파 고들 수 있다.

또한 2)지금의 낮은 유가가 비카르텔 산유국들의 2026년 공급을 틀어막을 수 있다는 점 에 주목해야 한다. 지난 자료 <오늘날 OPEC+의 증산, 미국의 내년 공급을 막는다 (8/1)>에서 살펴본 바와 같이 미 셰일 기업들의 기존 유정당 유지 비용은 평균 배럴당 41달러로 현 유가와 비교하면 플러스(+)를 유지 중이지만 신규 유정당 개발 비용과 비 교하면 위태롭기 그지없다. 4월부터 철강 관세 인상(50%)에 따라 가중된 부담 역시 예 외는 아니다. BEP가 비교적 낮은 브라질과 노르웨이는 큰 영향이 없을 수 있지만 주요 공급자인 미국과 캐나다는 사실상 신규 유전 개발이 제한된다. 그렇다면 2026년 비카르 텔 산유국들의 공급은 EIA 측에서 주장한 것보다 더욱 기대하기 어렵다.

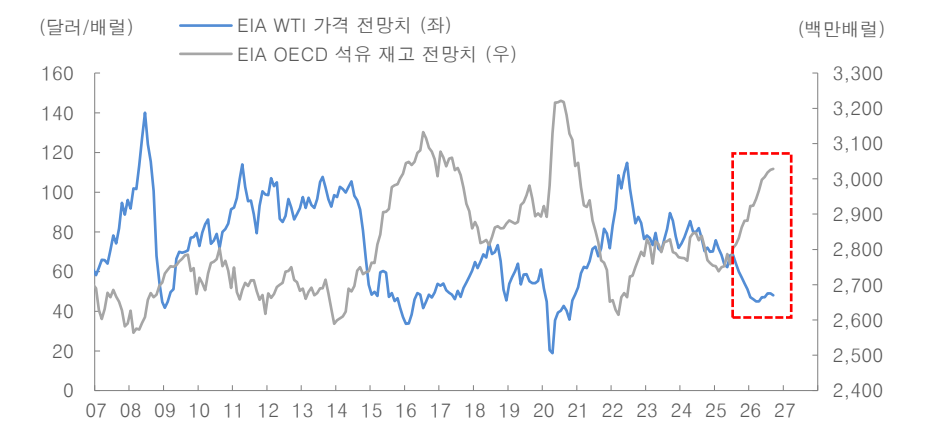
그림 32. 40 달러로 추락할 유가? 상단은 \$75 내에서 제한적이나 의외로 견조할 유가



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

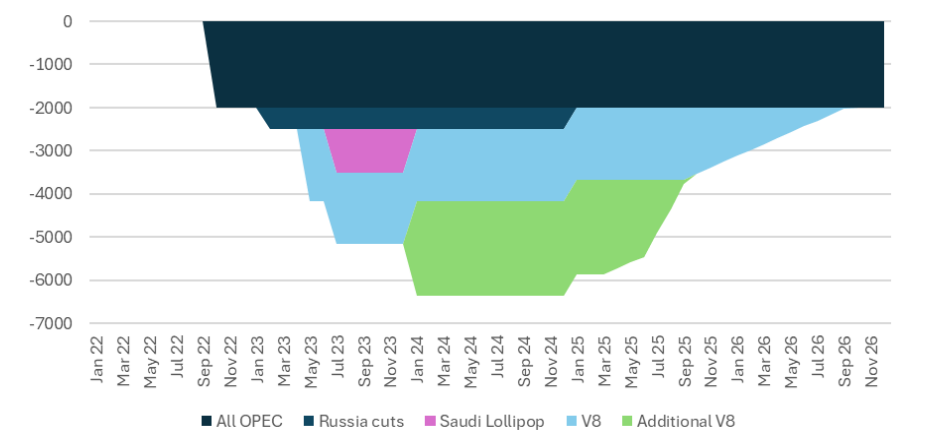
결론적으로 2026년 40달러대 저유가 우려는 지양할 것을 권고한다. 앞서 살펴본 바와 같이 오늘날 증산과 유가 하락은 내년의 공급을 고민하게 만든다. 특히, 풍부해질 유동성 환경 역시 무시할 수 없다. 실물 자산인 원유는 다른 원자재처럼 유동성을 후행한다. 그 동안 PBOC와 ECB를 중심으로 풀렸던 유동성은 이제 FED(금리 인하 사이클 + SLR 규제 완화 + 재정 강화)를 기다리고 있다. 글로벌 유동성 지수를 9개월 후행하는 유가에는 매력적인 방향이 제시되는 것이다. 그러한 점에서 유가는 올 연말까지 박스권 유가는 유지되겠지만 내년에는 배럴당 75달러 내에서 점진적 회복될 것이라 예상한다.

그림 33. 2026년 WTI 가격이 배럴당 40 달러대로 추락할 것이라 주장한 EIA



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 34. 그 원인으로 지목된 OPEC+의 증산 속도



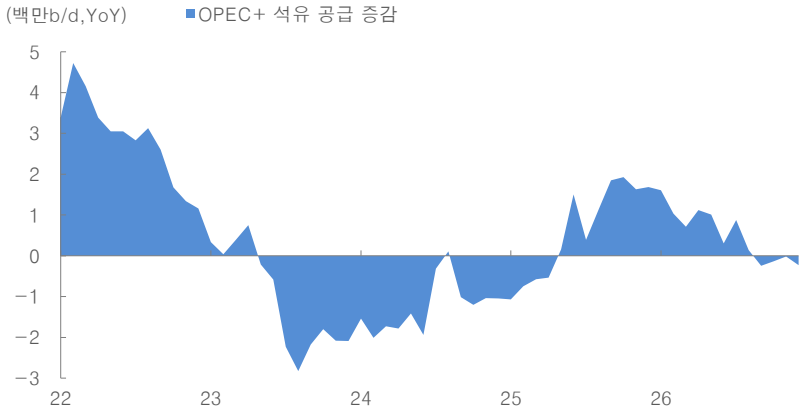
자료: Reuters, 대신증권 Research Center

표3. 유가, 이번처럼 당초 계획보다 빠른 증산이 확인될 시 가격 상단 제한

구분		2025년				2026년				2027년
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
'23년 11월 시행된 자발적 감산 (+220.0만 b/d)	실제		증산 시작	증산 달성						
	수정 계획		증산 시작				증산 달성			
	당초 계획	증산 시작		증산 달성						
'23년 4월 시행된 자발적 감산 (+165.0만 b/d)	실제				증산 시작				증산 달성	
	수정 계획									증산 시작
	당초 계획					증산 시작				
OPEC+ 전체 감산 합의 (+200.0만 b/d)	실제									
	수정 계획	증산 시작								증산 달성
	당초 계획	증산 시작			증산 달성					

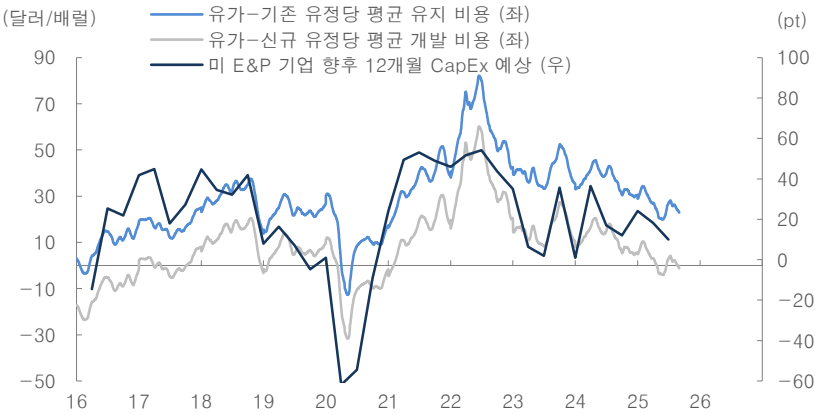
자료: 대신증권 Research Center

그림 35.그러나 올해 OPEC+의 증산이 완료될 시 내년에는 더 이상의 카드가 없어진다



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 36.또한 오늘날 유가 압박은 비카르텔 산유국들의 유전 개발을 어렵게 만든다



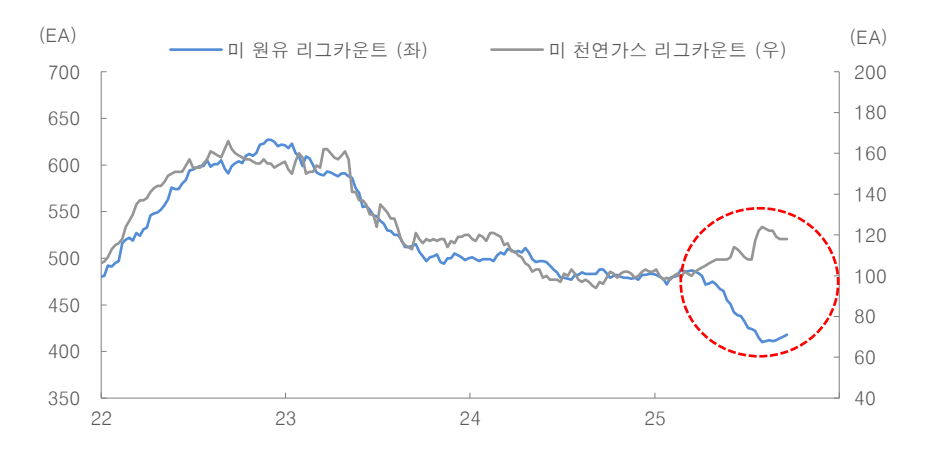
자료: Federal Reserve Bank of Dallas, Wind, 대신증권 Research Center

표4. OBBB 법안 통해 원유/천연가스 생산을 위한 인센티브가 제공됐지만

구분	주요 내용
사추 개발/ 인프라 지원	✓ 연방정부 소유 공유지에서의 유전/가스전 분기별 임대 의무화 (와이오밍, 뉴멕시코, 콜로라도, 유타, 몬태나, 노스다코타, 오클라호마, 네바다, 알래스카) ✓ 미 멕시코만 내 30건 해상 유전/가스전 임대, 이 가운데 1건은 2025년 이내, 2026~2039년에는 매년 최소 2건 이상 임대 필요 ✓ 신재생에너지 사업과 연계 조항 폐지 ✓ 알래스카 쿡 만 내 6건의 유전/가스전 임대(2032년경), 이 가운데 1건 이상은 2026년 내 임대 ✓ 알래스카 국립석유비축지(NPR-A) 내 5건의 유전/가스전 임대 재개, 이 가운데 1건 이상은 12개월 내 임대 ✓ 북극국립야생동물보호구역(ANWR) 내 2건의 유전/가스전 임대(2032년경) ✓ 알래스카 LNG 프로젝트 관련 대출 보증 이행 위한 행정 비용 지원(에너지부)
비용 절감 지원	✓ 연방정부 소유 공유지 내 유전/가스전 개발 시 로열티율 인하(16.7~18.7% → 12.5~16.7%) ✓ 연방정부 소유 토지/수역 유전/가스전에서 발생한 메탄 로열티율 부과 연기(→2035년) ✓ 원유/천연가스 생산 기업의 무형사추비용(DC) 공제 재하용 ✓ 원유/천연가스 프로젝트에 대한 환경영향평가법(NEPA) 규정 완화, 검토 기간 단축(프로젝트 비용의 125%까지 검토 비용 지원) ✓ 전력비축유(SPR) 재비축 예산 축소(13.0억달러 → 1.7억달러)

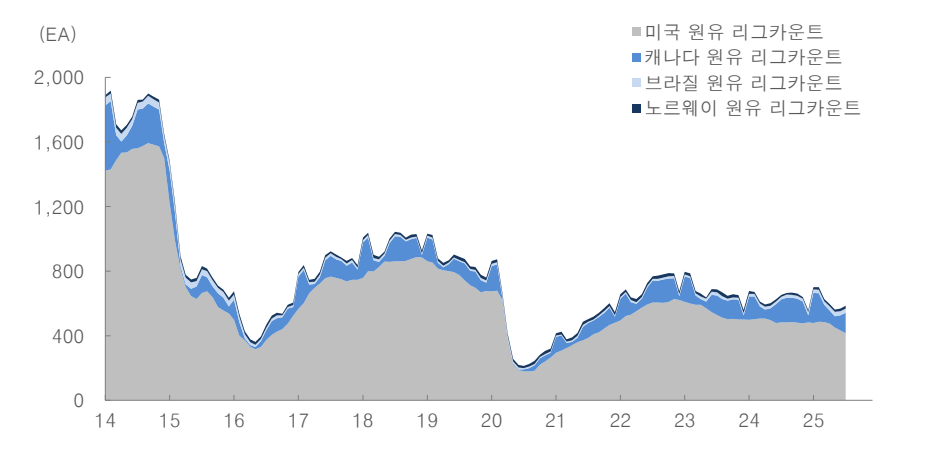
자료: 대신증권 Research Center

그림 37.미 원유 리그카운트가 낮은 레벨을 유지하는 것은 낮은 유가 때문



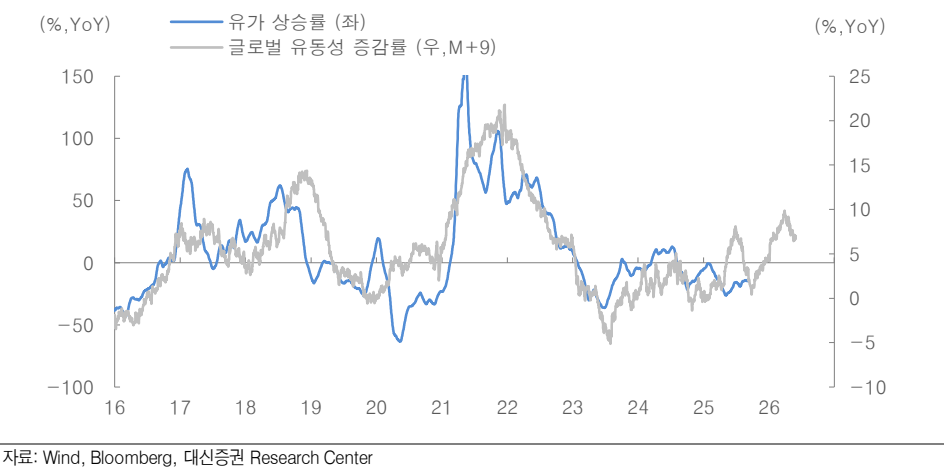
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 38.비용 측면에서 주요 산유국인 미국과 캐나다가 가장 큰 고민



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 39. 결론적으로 저유가 가능성 제한적, 오히려 유동성을 추종할 것이란 점 주목



천연가스: 기대 이하였던 냉방 시즌, 그럼에도 낙관적인 천연가스

부진한 천연가스,
그러나 1)최대 소비
기간인 난방 시즌
도래. 2)계절성 맞춰
확대될 LNG 수출과
3)재개될 라니냐발
북극 한파에 초점

지난 6월 4달러선을 돌파했던 천연가스(미 헨리허브) 가격은 3달러 초반대로 빠르게 내려왔다. 당초 우려와 달리 올 여름철 북반구의 기온은 전년보다 낮은 수준을 나타냈다. NOAA에서 발표한 단기 기온 예보는 평년보다 낮을 것으로 예보된 바 있다. 이에 더해 성수기인 냉방 시즌마저 종료되면서 전력(에어컨)향 천연가스 수요는 더욱 기대할 수 없는 부분이다.

그러나 이는 쉬어가는 것일 뿐이다. 천연가스의 최대 수요처는 냉방이 아닌 겨울철 난방이다. 전체 수요 중 65%를 차지하는 주거/상업과 제조업향 수요는 11월부터 확대된다. 천연가스 증감 추이를 보더라도 11월부터 감소 폭이 확대되는 것을 알 수 있다. 11월말로 교체되는 지금부터는 가격의 점진적인 회복을 기대할 수 있다.

특히, 계절성에 맞춰 LNG 수출 기대까지 반영될 수 있는 환경이다. 미국의 LNG 수출 추이를 살펴보면 난방 시즌인 겨울철에 비약적으로 확대되는 것을 알 수 있다. 물론 우크라이나-러시아 전쟁이 종식(대러 제재 해제)될 시 EU향 수출에 대한 우려가 부상할 수 있다. 하지만 EU 측에서 미국산 에너지(LNG, 석유, 핵연료 등) 수입을 기존 대비 2.5배 확대하기로 합의한 점을 감안하면 러시아산이 비집고 들어갈 틈은 없다. 아시아 우방국들과 체결한 합의 역시 긍정적이다. 4/4분기 미국의 LNG 수출 기대감은 천연가스 가격을 5~6달러까지 끌어올릴 원동력이다.

중요한 점은 올 겨울 라니냐발 북극 한파까지 도래할 수 있다는 것이다. 지난 9월 19일 IRI 측은 9월부터 익년도 1월까지 라니냐 발생 확률이 60%를 상회할 것이라 예보했다. 6월만 하더라도 30%대를 유지했던 것이 상향 조정되기 시작한 것이다.

겨울철 라니냐를 주목하는 이유는 북극 한파를 야기하기 때문이다. 겨울철을 맞아 기온이 하락하는 중위도 지역과 달리 극지방 기온은 온난화로 인해 상승하게 되는데 두 지역간 기온 편차가 축소될 시 북극 한파를 막아주는 제트기류는 경계선이 모호성을 띄게 된다. 문제는 무역풍(서태평양향)이 라니냐로 인해 빨라지는 과정에서 제트기류가 그 공백을 틈타 남하해 한파를 유발한다는 점이다. 연초 5달러 직전까지 상승시킨 것도 라니냐발 북극 한파이다.

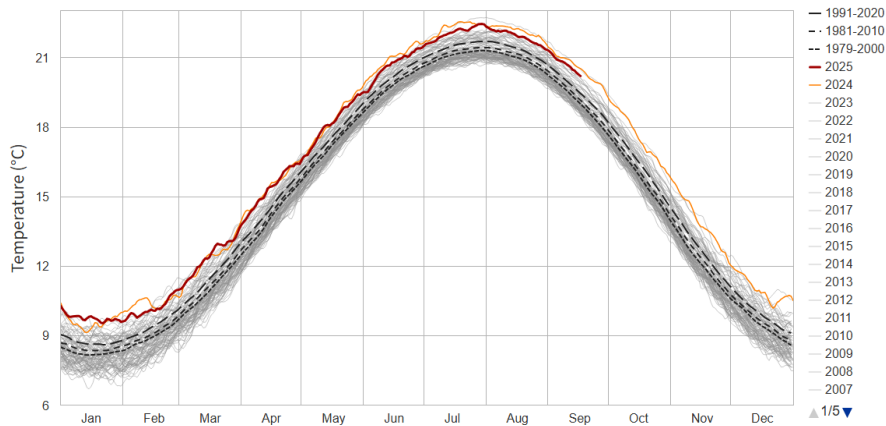
그림 40.3달러 초반대로 추락한 가스, 그럼에도 6달러까지 상승 가능한 3가지 이유



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

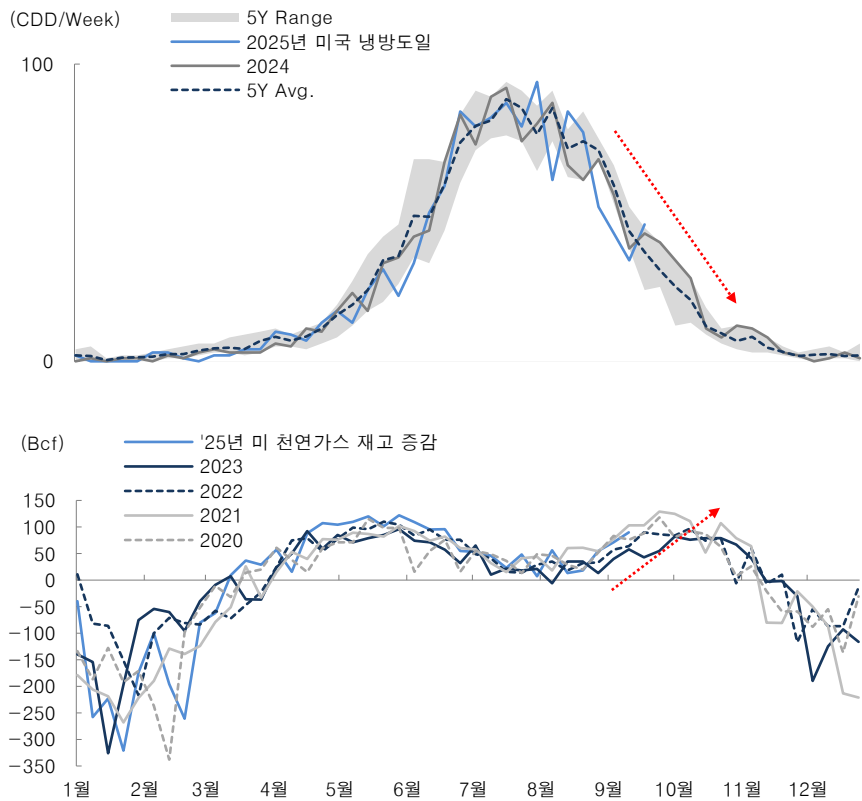
물론 기상이변은 대응의 영역으로 모니터링이 요구된다. 다만, 지난 자료 <하반기 원자재, 유동성과 테마에 집중(5/27)>에서 전한 바와 같이 과거 라니냐 발생 직전과 유사한 해수면 온도의 패턴(슈퍼 엘니뇨 직후 장기화된 라니냐의 출현)과 2024년(4/4분기)처럼 재상향된 전망치는 라니냐의 재발을 경고하고 있다. 이를 감안하면 2026년 1/4분기까지 천연가스 가격의 비정상적인 반등 가능성을 고민할 필요가 있다.

그림 41. 냉방향 수요 부진, 당초 우려와 달리 올 여름 북반구 기온은 전년보다 낮았다



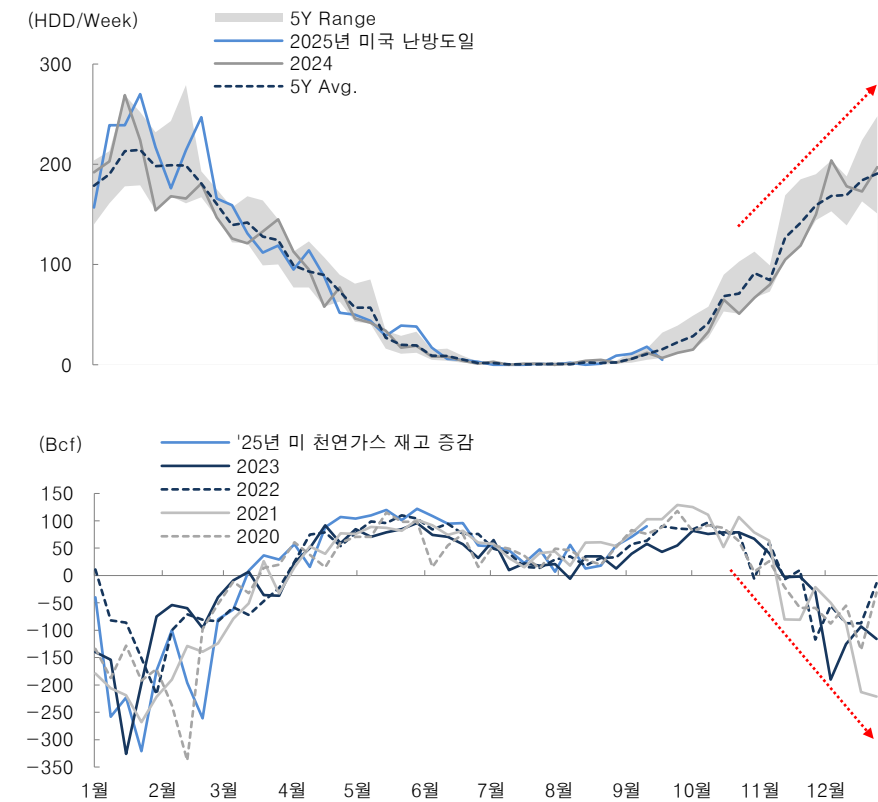
자료: CCI/UM, 대신증권 Research Center

그림 42. 여름철 성수기인 냉방 시즌도 종료



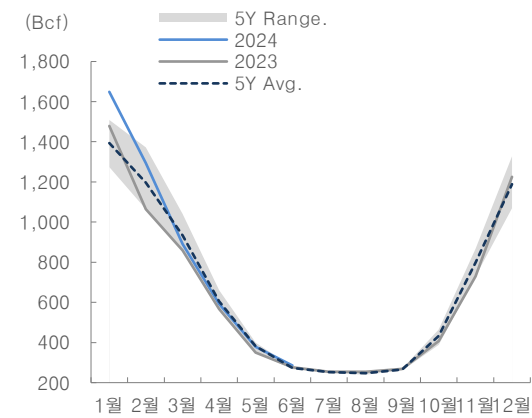
자료: EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 43. 그러나 천연가스의 최대 수요처는 여름철 냉방이 아닌 겨울철 난방



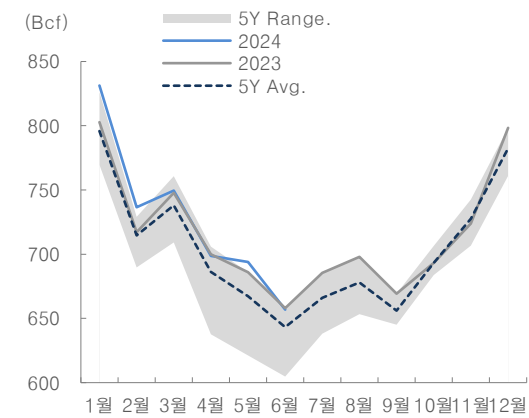
자료: EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 44. 전체 수요의 65% 차지하는 주거/상업과



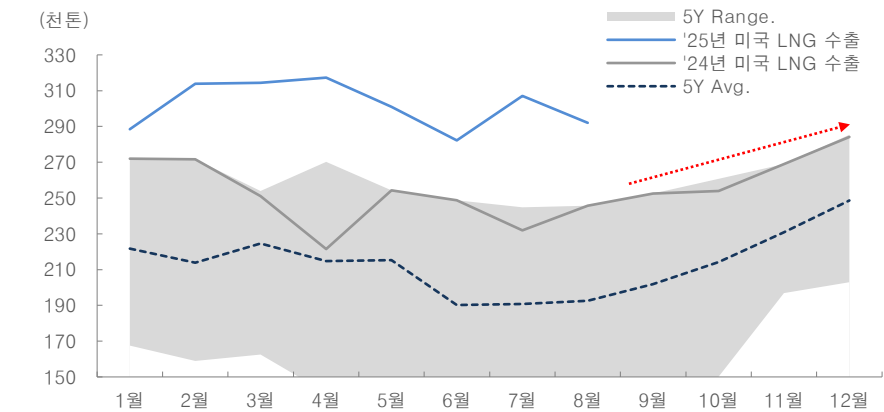
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 45. 제조업향 수요가 이를 알려주고 있다



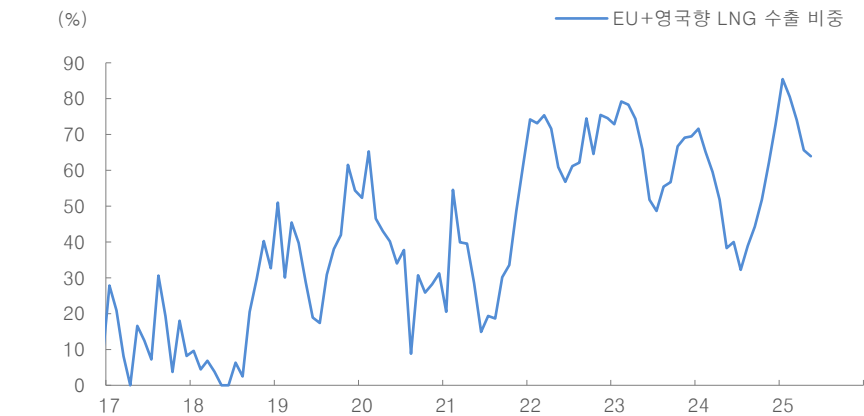
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 46. 특히, 계절성에 맞춰 LNG 수출 기대까지 반영될 수 있는 부분



자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 47. 물론 우크라이나-러시아 종전 시 EU 향 LNG 수출에 대한 우려 존재



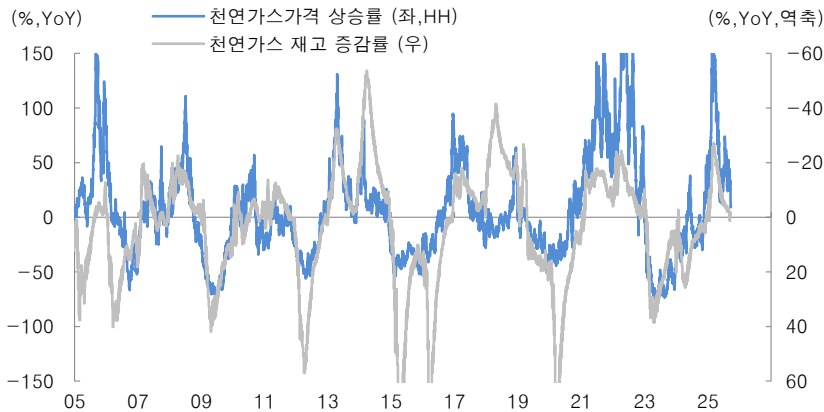
자료: EIA, 대신증권 Research Center

그림 48. 하지만 EU-미국 관세 합의문 감안하면 러시아산이 비집고 들어갈 틈은 없다



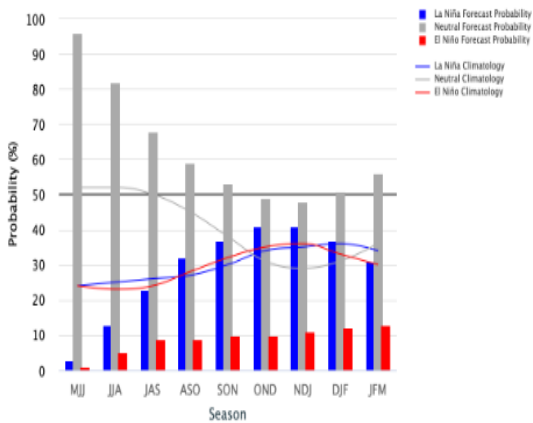
자료: Reuters, 대신증권 Research Center

그림 49. 중요한 점은 올 겨울철 라니냐발 북극 한파까지 도래할 수 있다는 점



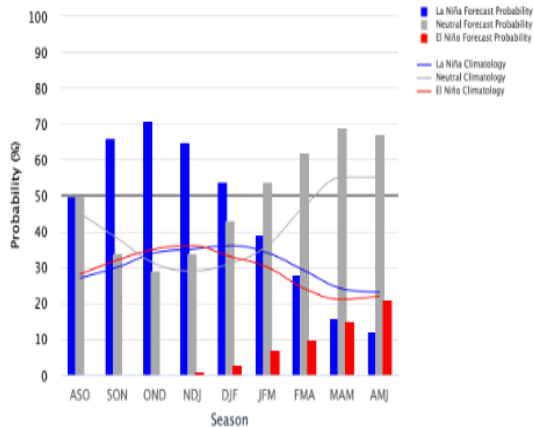
자료: EIA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 50. 그간 30%대 머물렀던 라니냐 발생 전망치



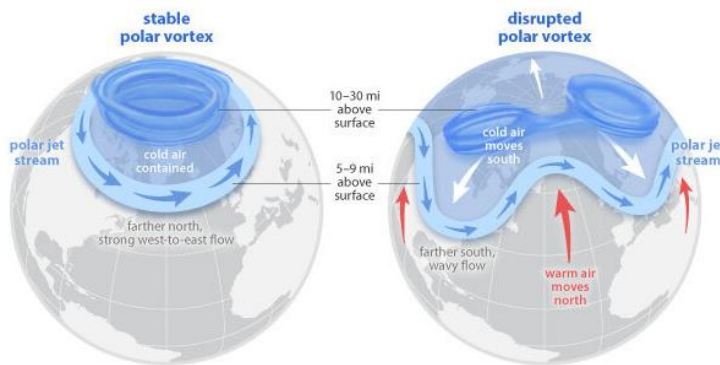
자료: CPC/IRI, 대신증권 Research Center

그림 51. 그러나 8~9 월 전망부터 겨울철 발생 확률 ↑



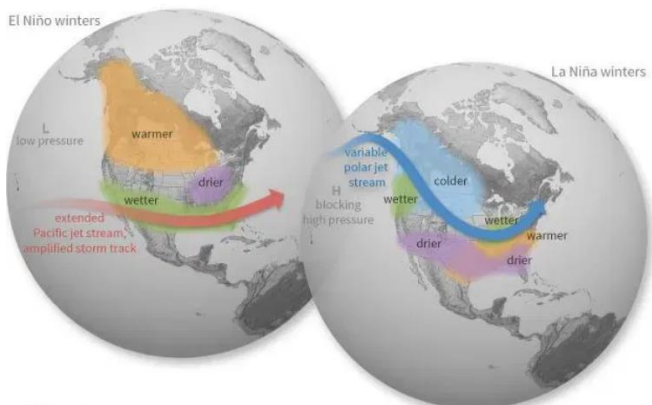
자료: CPC/IRI, 대신증권 Research Center

그림 52. 겨울철 기온 낮아지는 미국, 온난화로 기온 높아지는 북극, 제트기류 약화 요인



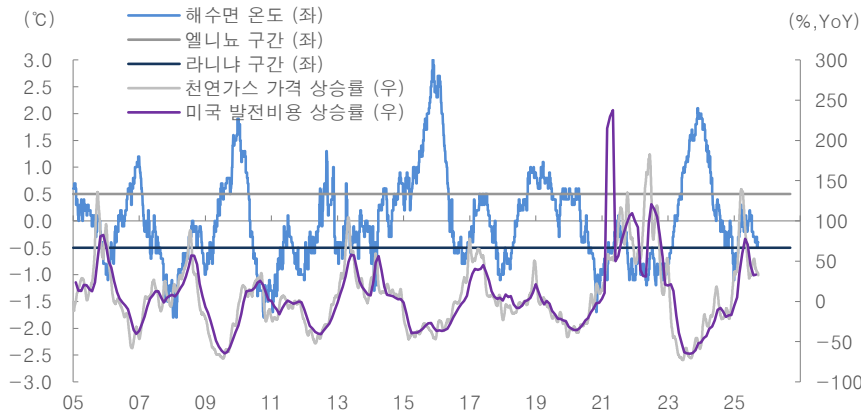
자료: NOAA, 대신증권 Research Center

그림 53. 문제는 무역풍이 라니냐로 빨라지는 과정서 공백으로 제트기류 남하, 한파 야기



자료: NOAA, 대신증권 Research Center

그림 54. 가격은 기존 View와 같이 6 달러까지 상승 방향, 라니냐발 임팩트도 고민 필요



자료: NOAA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

III. 귀금속

금도 좋지만
지금은 위험자산 선호

III. 귀금속: 금도 좋지만 지금은 위험자산 선호

금: 금리 인하 특수 누리는 금, 그러나 관건은 유동성 사이클

다시 시작된 금리
인하 사이클, 9월 들어
상승 재개한 금
가격이 대표적 근거.
다만, 정책금리 인하
이후 팽창할 유동성은
위험자산에 우호적.
상대 성과가 고민되는
구간

8월 BLS 고용 보고서는 이번에도 시장 예상치를 큰 폭으로 하회했다. 비농업 신규 고용은 2.2만명 증가에 그쳤으며 6월은 1.4만명에서 1.3만명으로 전환됐다. 팬데믹 이후 첫 감소이다. 이는 금리 인하 사이클에 대한 기대로 연결된다. 앞서 잭슨홀 미팅에 참석했던 파월 의장은 정책 결정에 있어 물가보다 고용에 더 많은 무게를 두겠다고 언급했다. 시장은 2026년 상반기까지 금리 인하 사이클을 기정사실로 받아들이는 분위기이다.

이는 금 가격에게 매력적인 환경을 제공한다. 9월 들어 사상 최고치를 경신한 금 가격은 금리 인하 사이클에 대한 시장의 기대를 방증한다. 각국 중앙은행들은 실질금리가 하락할 것을 대비해 무이자 자산인 금으로 헷지 한다. 지난 5월 이후 중국 개인 투자자들의 실물 수요가 정부 규제로 억제(중국 정부발 신용카드 현금 서비스 + 신용대출 통한 금 거래 제한 조치)됐음에도 각국 중앙은행들의 헷지 수요가 이를 상쇄한 것이다.

장기적 관점에서도 금의 구조적 상승은 여전히 유효하다. 지난 3일 《변화하는 세계 질서》의 저자 레이 달리오는 현 상황이 1930~1940년대(대공황과 세계 대전) 또는 1970~1980년대(닉슨 쇼크와 오일 쇼크)와 유사하게 흘러가고 있다 지적한다. 2020년 중국발 코로나19 쇼크와 2022년과 2023년 유럽과 중동에서 시작된 두 개의 전쟁으로 각국은 단기간에 막대한 부채를 일으켰다. 이는 미국을 넘어 전 세계 초장기채에 대한 신뢰성 문제를 야기했는데 각국 외환보유고 내 금과 국채 보유 비중의 디커플링이 이를 설명한다. 금 이외 모든 것은 신용일 뿐이라는 JP 모건의 말이 공감되는 순간이다.

다만, 단기적으로 관건은 정책금리가 인하된 이후이다. 금은 정책금리 인하가 기대되는 구간에서는 압도적인 성과를 보이지만 유동성이 본격 팽창되는 때에는 상대적으로 저조한 성과를 보인다. 실제로 2020년 3~4월 금 가격은 제로(0)금리 정책이 추진되자 S&P500보다 먼저 회복됐으나 유동성이 본격화되던 2020년 7~8월부터는 조정 받는 모습을 보이며 S&P500 대비 낮은 성과를 보였다. 지금 미국은 금리 인하 사이클에 맞춰 건설 경기 붐을 일으키려 하며 QT 종료까지 기대되고 있다. 이처럼 미국 주도의 유동성이 본격화된다면 전통 안전자산인 금보다 위험자산이 더 각광 받을 수밖에 없다.

그림 55. 장기적으로 \$5,000 타깃인 금. 다만, 유동성 팽창 때는 위험자산 선호 심리 ↑



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

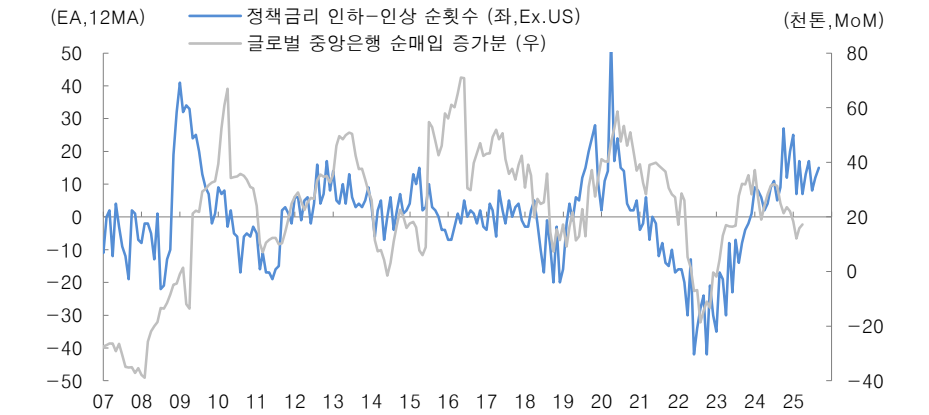
그렇기에 지금은 글로벌 유동성 지수를 2개월 후행하는 주식 자산에 집중해야 될 때이다. 장기적 관점에서 금은 온스당 5,000달러까지 달려갈 매력적인 헷지 자산이다. 초장기채를 기반으로 한 범정화페는 이전보다 더 많은 의심을 받고 있다. 이 같은 구조의 변화 속에서 금은 가장 안전한 자산 중 하나가 될 수 있다. 그러나 당장은 정책금리가 인하된 이후 발생할 단기 변화까지 고려해야 한다. 과거의 경험상 지금은 팽창하는 유동성을 기반한 일드 헌팅에 나설 것을 권고한다.

그림 56. 4월부터 횡보하던 금이 9월 반등한 이유, 바로 금리 인하 사이클에 대한 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 57. 이는 각국 중앙은행들로 하여금 헷지 수요를 재자극



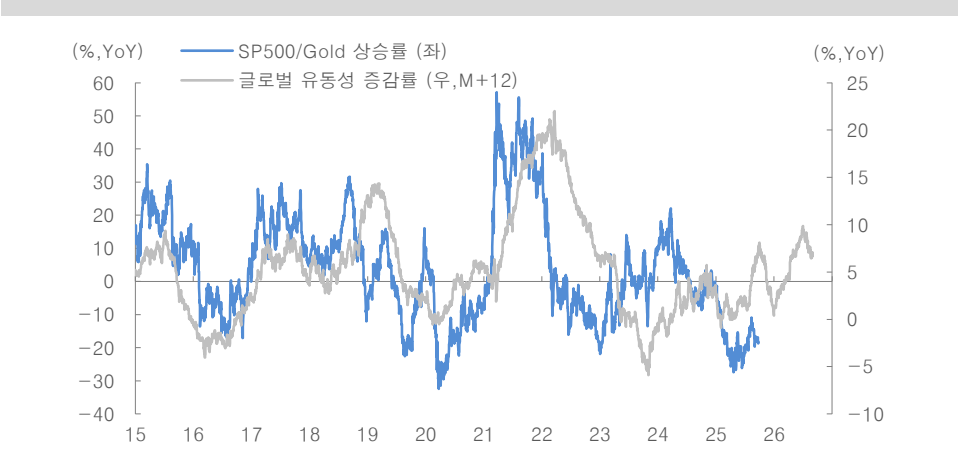
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 58. 중국 정부의 금 매수 규제를 금리 인하 사이클에 대한 기대가 상쇄했다는 의미



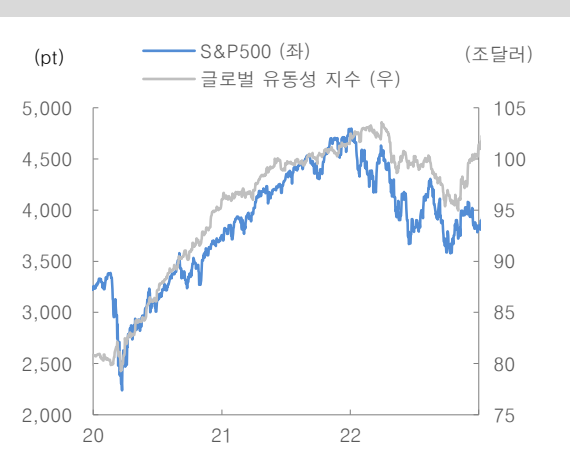
자료: WGC, 대신증권 Research Center

그림 59. 다만, 유동성이 본격 팽창하는 구간에서는 상대 성과는 저조할 수밖에



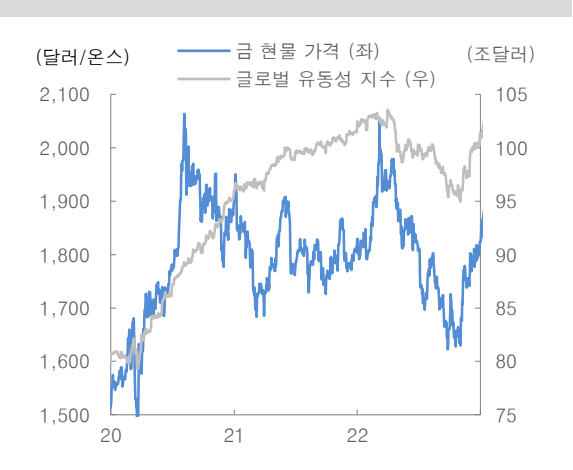
자료: WGC, 대신증권 Research Center

그림 60. 유동성 팽창할 때는 위험자산 선호 심리 ↑



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 61. 전통 안전자산인 금은 쉬어 갔었다는 사실



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

IV. 산업금속

지금도 구리보다
칠레와 기타 금속

IV. 산업금속: 지금도 구리보다 칠레와 기타 금속

구리: 상단이 제한된 구리, 그래도 구리보다 칠레

당장 해결되기 어려운
구조적 공급 부족.
그러나 대체재인
알루미늄 탓에 제한된
가격 상단. 그렇기에
구리보다 칠레 ETF.
개발 자금 부족한
광산 기업들, 이들의
자금 수요 충족시켜줄
은행/금융, 이들 섹터
비중 큰 칠레 ETF가
구리보다 우호적

9월 24일 프리포트 맥모란(Freeport McMoRan)은 Grasberg 구리 광산(인니 소재)에 대한 불가항력을 선언했다. 지난 8일 발생한 산사태로 조업을 중단하고 실종자 수색을 진행했으나 2명의 사망자가 확인됐다. 사측은 이번 사고로 PT Freeport Indonesia의 2026년 생산량이 기존 가이드스 대비 35% 감소하게 될 것으로 예상되며 조업은 2026년 상반기에도 완전 정상화되기 어려울 것이라 전했다.

그렇다면 구리 공급은 더욱 타이트해질 수밖에 없다. 앞서 7월 El Teniente 광산(칠레 소재)은 붕괴 사고로 공급 가이드스가 11% 하향 조정됐으며, 5월 Kamoa-Kakula 광산(DRC 소재)은 홍수 사태로 인해 2026~2027년 확장 계획이 연기됐다. 이번에는 Grasberg 광산 산사태까지 발생하면서 전 세계 공급의 6%가 생산 차질 위험에 노출됐다. 글로벌 주요 광산들의 자연재해는 구리 가격에 상방 압력을 더하고 있다.

특히, 이번 이슈가 부각될 수밖에 없는 이유는 구리가 구조적 공급 부족이라는 배경을 갖고 있기 때문이다. 1)채굴량은 사상 최고치를 경신 중이지만 구리 함량은 광산 노후화로 인해 계속 미달되고 있다. 2)광산 개발 투자는 가격이 2017년부터 조금씩 확대되기 시작했으나 탐사/개발부터 실제 채굴까지의 긴 시차(10~15년)를 감안하면 2028년 이전까지 신규 공급을 기대하기 어렵다. 3)재활용 통한 공급 역시 스크랩 부족(기존 제품의 내구연수 미도래)으로 전체 공급의 33%에 그치는 실정이다. 빠른 속도로 확대되고 있는 수요(데이터센터, 초고압 송전설비 등)와 달리 더딘 공급이 수급 공포를 자극하기 충분하다.

그러나 구리는 전고점을 상회하기 어려울 것으로 예상된다. 문제는 대체재이다. 옥수수 와 원당이 휘발유의 대체재인 것처럼 알루미늄은 구리를 대체하는 대표적인 상품이다. 전기전도와 열전도는 낮지만 구리 1톤당 2.5톤으로 대체가 가능한 것이 알루미늄이다. 지금처럼 높은 가격대에서는 가전/전자기기, 건설 현장 등 고순도 구리가 불필요한 수요처(비중: 65%)들이 수요 이탈에 나서기 충분하다. 구리 가격 상단이 제한되는 가장 큰 이유이다.

그림 62. 구조적 공급 부족 상태의 구리, 그럼에도 여전히 구리보다는 칠레



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

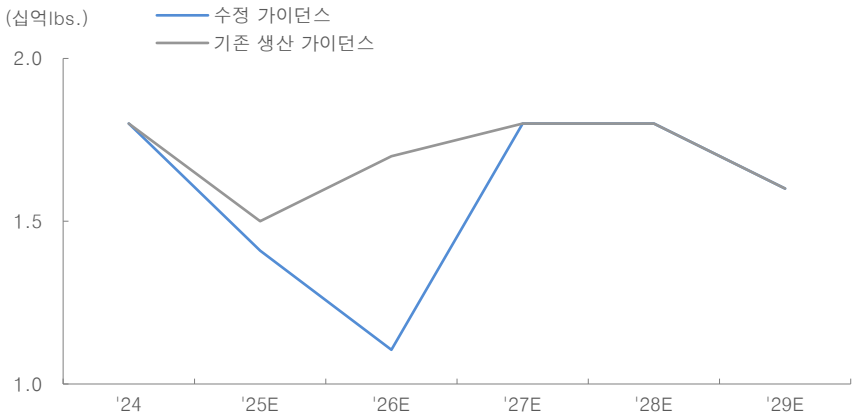
그렇기에 지난 자료 <반등하는 구리, 수혜자는 구리가 아닌 칠레 ETF(4/25)>에서 전한 바와 같이 구리보다 칠레 ETF에 주목할 것을 권고한다. 앞서 Codelco 측은 칠레의 연간 생산량이 광산 노후화 탓에 550만톤에서 정체될 수 있다며 앞으로 단순 생산보다 광산 개발에 더욱 집중할 것이라 전했다. 문제는 돈이다. 구리 가격은 올해 4월부터 AISC(All-In Sub Cost)를 상회했으나 그 기간은 짧기만 하다. 자체적인 투자 여력(FCF)이 제한적이라는 의미이다. 그렇다면 이들의 대출 니즈를 충족시켜줄 은행/금융 업종이 수혜자이며 펀드 내 은행/금융 업종 비중(31%)이 가장 큰 칠레 ETF가 구리의 대안이 될 수 있다. 구리는 대체재라는 걸림돌이 존재한다. 결국 이로부터 자유로운 칠레 ETF가 최적이다. 구리/칠레 ETF 상대 성과는 칠레 ETF로 기울고 있으나 과거 레벨을 감안하면 여전히 저평가된 상태이다. 상단이 제한된 구리, 지금은 칠레에 주목할 때이다.

그림 63.Freeport-McMoRan, 산사태로 인해 Grasberg 광산 불가항력 사태 발생



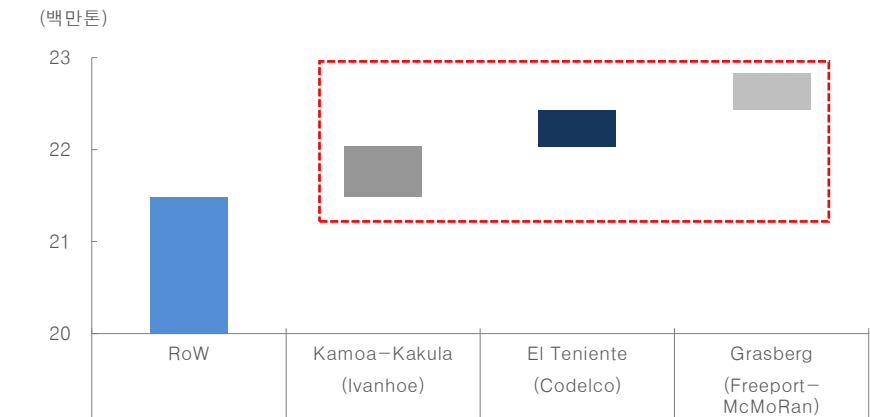
자료: Freeport-McMoRan, 대신증권 Research Center

그림 64.2026 년 말까지 단계적 절차 따라 가동 정상화 목표, 그 사이 공급 차질만 35%



자료: Freeport-McMoRan, 대신증권 Research Center

그림 65. 올해 불가항력 발생한 광산들을 포함하면 전 세계 공급의 6%가 흔들리는 것



자료: ICSG, 대신증권 Research Center

그림 66. 이번 이슈가 부각될 수 있는 이유, 구조적 공급 부족이라는 배경

Codelco warns Chile's copper output may stall at 5.5Mtpa

Codelco Warns Chile's Copper Output May Stall at 5.5Mtpa



Copper cathodes at Gabriela Mistral mine. (Image courtesy of Codelco.)

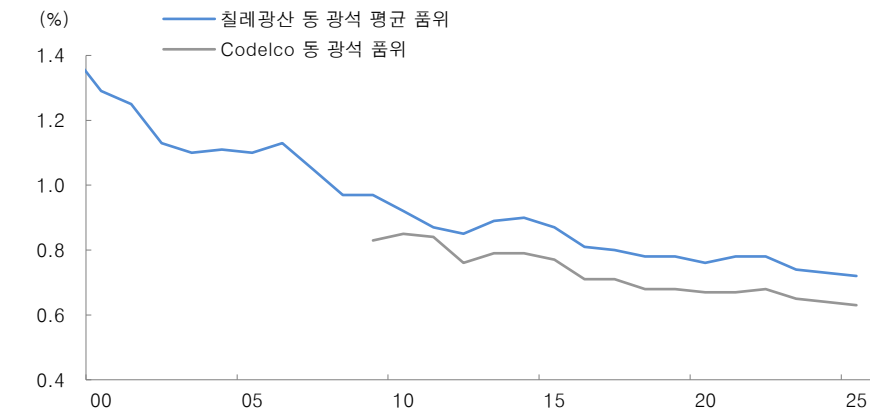
Chile's state-owned copper giant Codelco is warning that national production could stagnate at about 5.5 million tonnes per year as the industry faces mounting challenges.

Chairman Máximo Pacheco said at the *Ecos de la Minería* summit in Santiago the sector faces "enormous difficulties," citing deeper mining operations, falling ore grades and rising costs. Chile is the world's top copper supplier, and a prolonged plateau in output could tighten global markets just as demand from the energy transition accelerates.

Despite the challenges, Pacheco said Codelco is pressing ahead with upgrades and new ventures. He confirmed the company remains committed to a lithium partnership with SQM in the Salar de Atacama. He also said an exploration agreement with BHP (ASX: BHP) for the *Andina* project will be signed this week, while a joint mining plan with Anglo American (LON: AAL) could be finalized in the coming weeks.

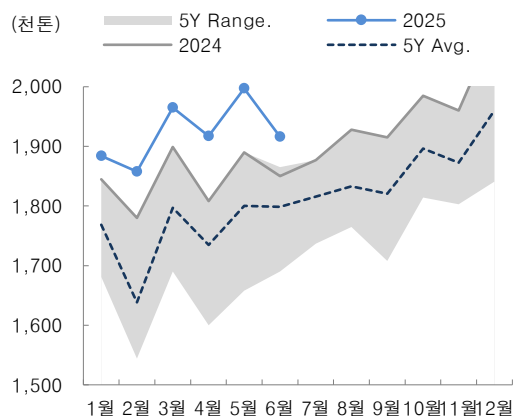
자료: Mining.com, 대신증권 Research Center

그림 67. 기존 광산 노후화로 구리 함량 문제 대두



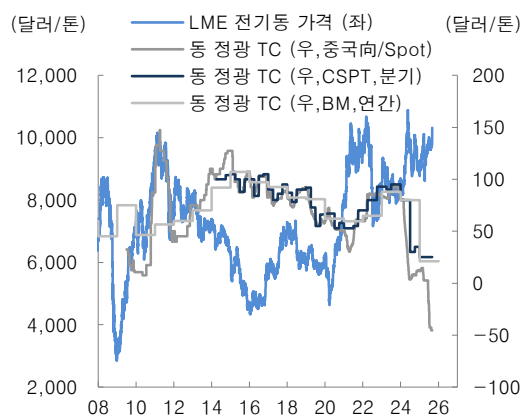
자료: Codelco, Cochilco, 대신증권 Research Center

그림 68. 구리 광석 채굴량은 대폭 증가했지만



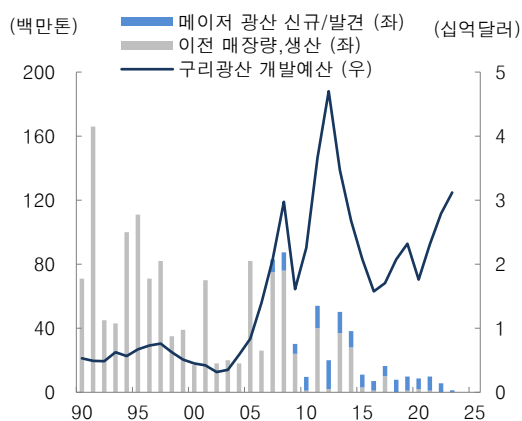
자료: ICSG, 대신증권 Research Center

그림 69. 문제는 함량, 이 때문에 Spot TC도 추락



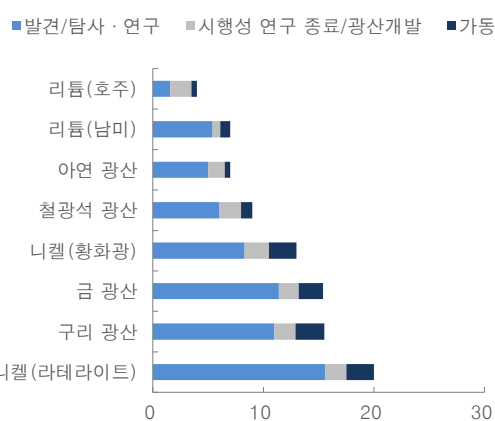
자료: Wind, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 70. 2017년부터 광산 개발 나서기 시작했으나



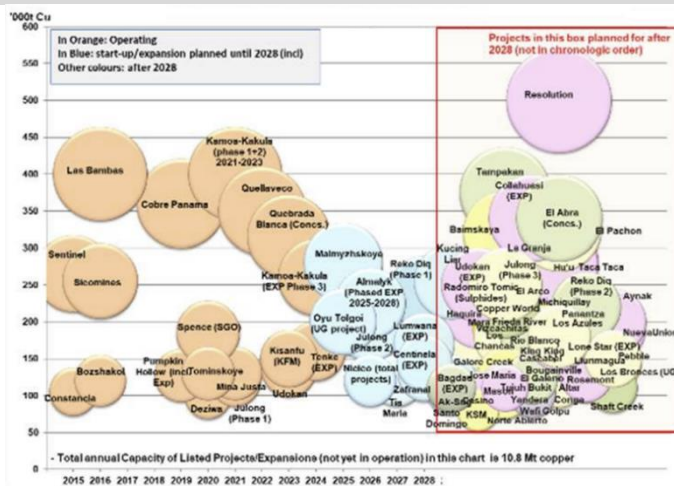
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 71. 탐사/개발부터 공급까지 긴 시차 존재



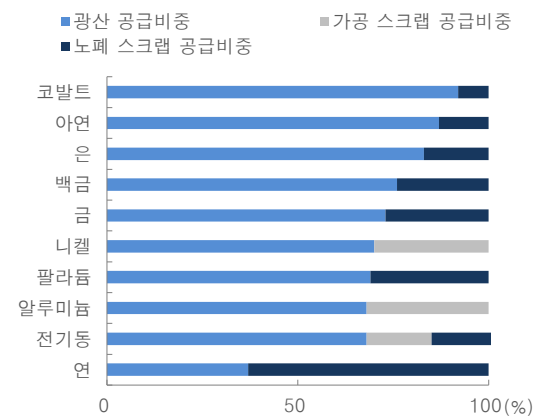
자료: S&P Global Market Intelligence, IEA, 대신증권 Research Center

그림 72. 가장 빠른 신규 공급도 2028년 이후에나 나온다



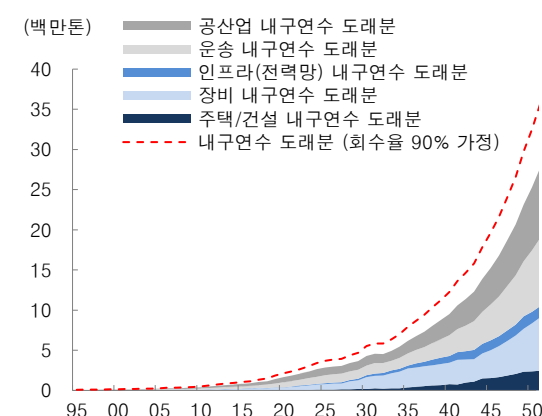
자료: ICSG, 대신증권 Research Center

그림 73. 재생동 공급 역시 원료 탓에 한계 존재



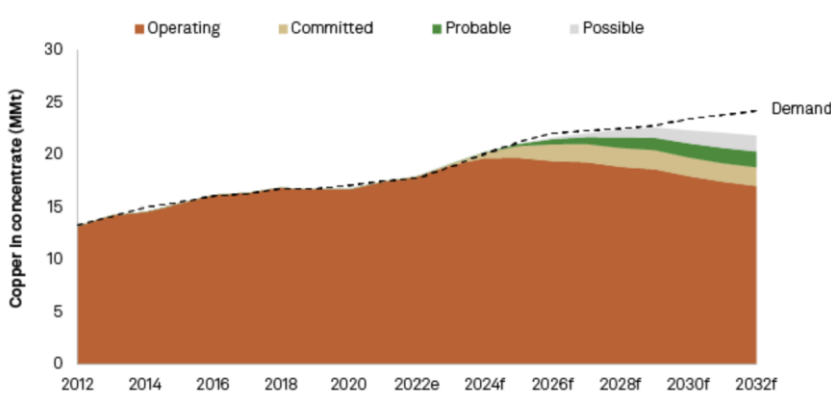
자료: ICSC, Wood Mackenzie, BGRIMM, 대신증권 Research Center

그림 74. 리사이클링 금속 확장 시점은 2030 년



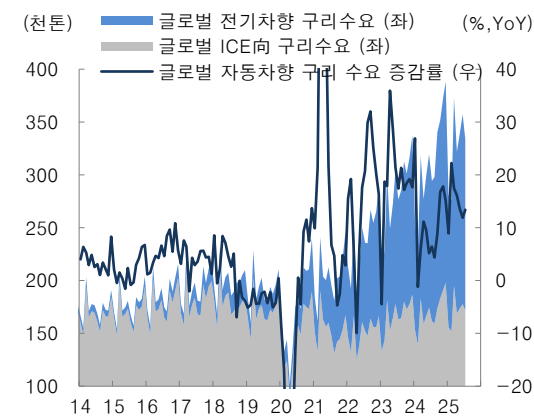
주: 내구연수 신규 도래분은 1995년 기준
자료: ICA, WCC, WBMS, 대신증권 Research Center

그림 75. 다만, 이 같은 구조적 공급 부족 문제 직면해 있어도 전고점 상회 제한적



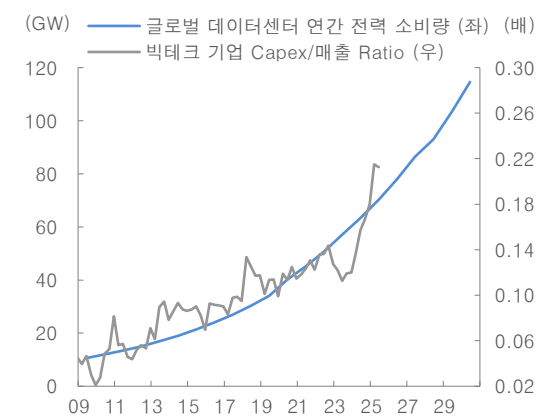
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 76. 분명 구조 전환으로 EV 향 수요는 확대



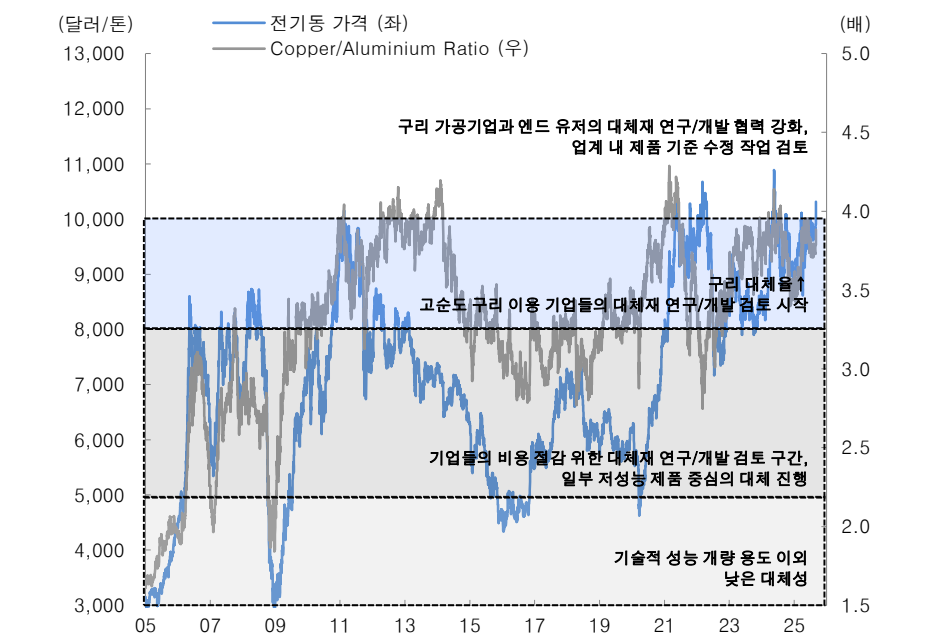
자료: SNS, Marklines, WBMS, 대신증권 Research Center

그림 77. AI 성장 역시 구리에 낙관적 방향 제시



자료: McKinsey, IEA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 78.그러나 문제는 구리를 대체하는 알루미늄



자료: 윤지호,신중호,최광혁,정다운,최진영,2023년 2월, 《한국형 탑다운 투자 전략》,에프엔미디어,p.303, 대신증권 Research Center

표5. 알루미늄은 구리 보다 열전도와 전기전도가 다소 떨어지지만 대체가 불가능한 것은 아니다

성능	구리	알루미늄
20℃하 팽창계수 X 10-6/℃	23	16,6
20℃하 열전도 BTU/ft/hr/ft2/°F	126	222
20℃하 전도성 %AS	61	101
인장강도 lb/in2	12,000	32,000

자료: 윤지호,신중호,최광혁,정다운,최진영,2023년 2월, 《한국형 탑다운 투자 전략》,에프엔미디어,p.302, 대신증권 Research Center

표6. 고순도 구리가 불필요한 수요처 65%는 알루미늄으로 대체 가능, 알루미늄은 구리 가격의 걸림돌

구분	대체재	등급	주요 사용처
전기전도	알루미늄	알루미늄 < 구리 (1.5 배 이상)	동선, 전자 및 관련 설비
열전도	알루미늄	알루미늄 < 구리 (2.0 배 이상)	열교환기, 라디에이터, 냉동 장치, 해수 담수화 및 관련 설비
화학적 안정성	아연/STS/PVC	-	수도 배관, 밸브, 수조, 인테리어

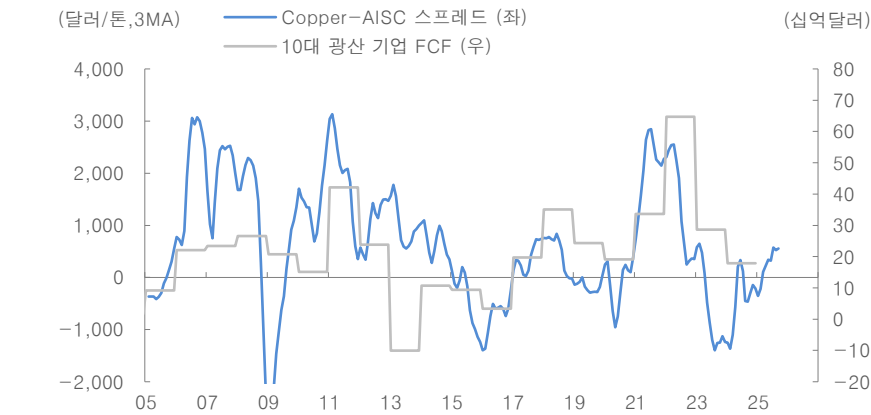
자료: 윤지호,신중호,최광혁,정다운,최진영,2023년 2월, 《한국형 탑다운 투자 전략》,에프엔미디어,p.302, 대신증권 Research Center

그림 79.그렇기에 구리보다 칠레 ETF에 초점



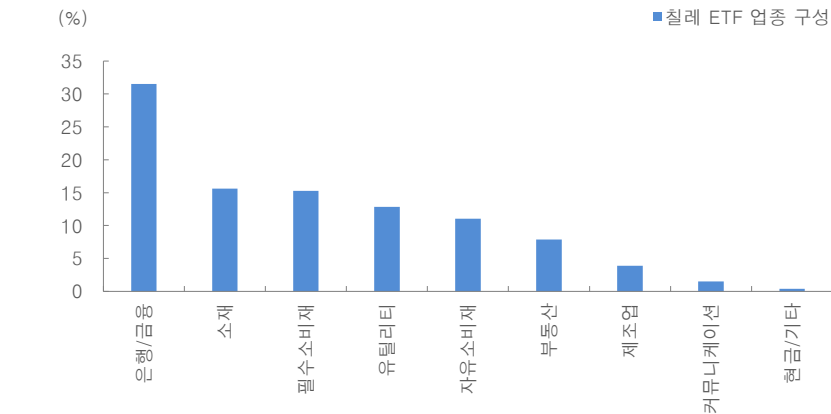
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 80.높은 구리 가격에도 부족한 자금 여력



자료: FRED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 81.결국 확대될 대출 수요, 은행/금융 업종 비중이 큰 칠레 ETF가 적격



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CATL의 복귀로 흔들리는 중국 정부 감산 의지. 그러나 이는 시진핑의 속아내기 작업일 뿐. 내수 부진과 미국의 중국산 제품 우회수출 차단으로 2016년 같은 감산 불가피. 유동성까지 풍부한 상황에서 회복 수준 밟을 가격

리튬: 복귀하는 CATL, 그럼에도 유효한 시진핑의 감산 의지

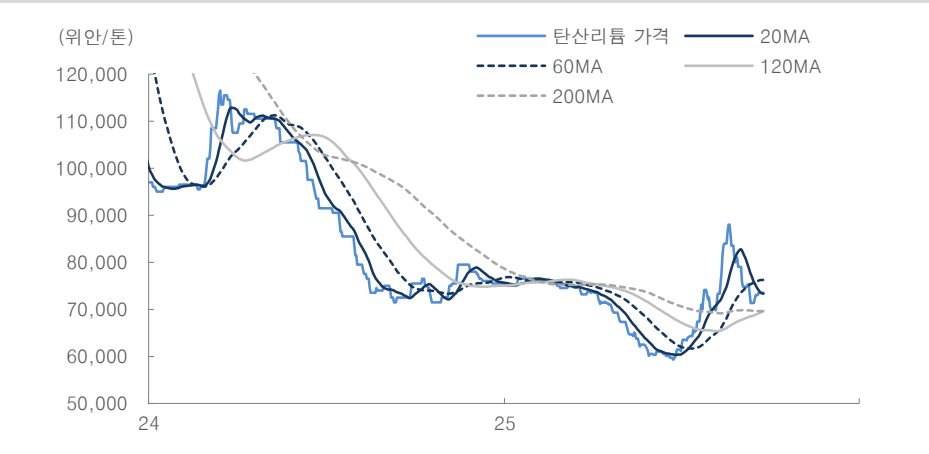
9월 9일 CATL 측은 리튬 채굴 허가권이 이른 시일 내 갱신될 것이라며 협력 업체들에 복귀를 요청했다. 앞서 중국 정부(자연자원부)는 기업들의 광석 채굴량이 인가된 한도와 상이하다는 이유로 실태 조사에 나섰는데 조사 대상에서 CATL이 포함되며 공급 불확실성이 커진 바 있다. 그랬던 CATL이 시장의 예상(3개월)보다 빨리 복귀하게 될 것이라 전해지면서 중국 정부의 감산 의지에 대한 의구심이 형성되고 있다.

그러나 이는 중국 정부의 속아내기 작업으로 감산 의지는 여전히 유효하다. 일반적으로 중국 정부는 환경 규정 위배, 증거 인멸 등 소지가 있을 경우 조사 기간 동안 기업에 가동 중단 명령을 내릴 수 있다. CATL은 이번 조사에서 특이점이 없어 제외된 것일 뿐, 이보다 먼저 조사가 진행됐던 Zangge Mining(Zijin Mining 산하)은 지금까지도 가동 재개 여부가 불확실하다. 이는 감산 의지가 여전하다는 것을 방증한다.

한편, 지난 9월 16일 시진핑 중국 공산당 총서기는 당 이론지인 《치우스(求是)》를 통해 ‘저가 경쟁이라는 퇴행은 법적 규제에 따라 관리’되어야 한다며 ‘노후 시설을 퇴출시켜 시장 안정을 도모할 것’이라 밝혔다. 7월 1일에 이어 감산 의지를 다시 한번 강조한 것이다. 이처럼 당 지도부가 직접 개입하려는 이유는 외부에서 찾을 수 있다. 바로 미중 관세 전쟁이다.

앞서 트럼프 미 대통령은 인니, 베트남과 협상하면서 제3국의 미국향 우회(환적)수출 제품에 대해서는 40%의 고율 관세를 부과하기로 합의했다. 사실상 중국을 겨냥한 것으로 최근 한국 내에서 중국의 우회수출 시도가 급증한 것도 이와 무관하지 않다. 내수는 정부 보조금(이구환신)과 구조 전환(탈내연기관차)으로 연명하고 있다. 그런 상황에서 수출(LFP+삼원계)이 방해 받는 구조가 고착화 된다면 중국 내 저가 경쟁 문제는 공급 과잉을 유발할 수밖에 없다. 설사 미중 관세 전쟁이 휴전에 돌입한다 하더라도 트럼프 미 행정부의 장기적 목표는 중국의 우회수출을 차단하는 것으로 내년 중간선거 이후 갈등이 재개될 소지가 있다. 2013~2015년과 같은 공급 과잉이 재현될 수 있는 것이다.

그림 82. 하락 전환한 탄산리튬 가격, 왜?



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

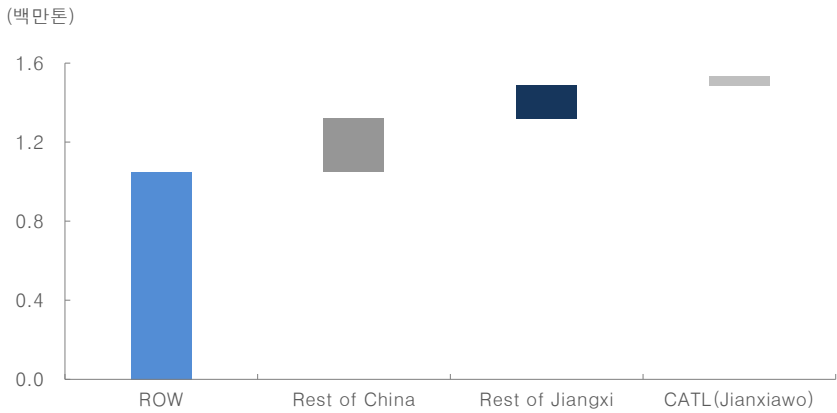
그렇기에 리튬을 비롯한 2차전지향 산업금속에는 기회이다. 중국 정부는 민간 기업 비중이 큰 2차전지 산업(82%)의 특성을 고려해 업-스트림(광산)에 압박을 가하고 있다. 수요는 둔화됐지만 2022~2023년과 같은 수요 쇼크 가능성은 부재하다. 그렇다면 가격은 회복되는 것이 당연한 수순이다. 철강/비철금속 산업이 공급 과잉에 빠졌을 때도 2015년말 중국 정부가 추진했던 대규모 감산(공급 사이드 개혁) 정책이 가격 회복을 유도한 바 있다. 이번 역시 회복이 가능하다. 리튬 가격을 12개월 선행하는 유동성 마저 낙관적인 방향을 제시해주고 있다. 그러한 점에서 일희일비하기 보다는 중국 정부의 감산 의지와 그 배경에 집중해야 할 때이다.

그림 83. 예상보다 빠른 CATL의 복귀, 중국 정부의 감산 의지에 대한 의구심 형성



자료: STCN, 대신증권 Research Center

그림 84. 그러나 이는 숨아내기 작업일 뿐, 일부 기업들은 아직까지도 조사 진행 중



자료: Wind, 대신증권 Research Center

그림 85. 시진핑, 치우스 통해 저가 경쟁 근절, 노후 시설 퇴출시켜 시장 안정 도모 강조

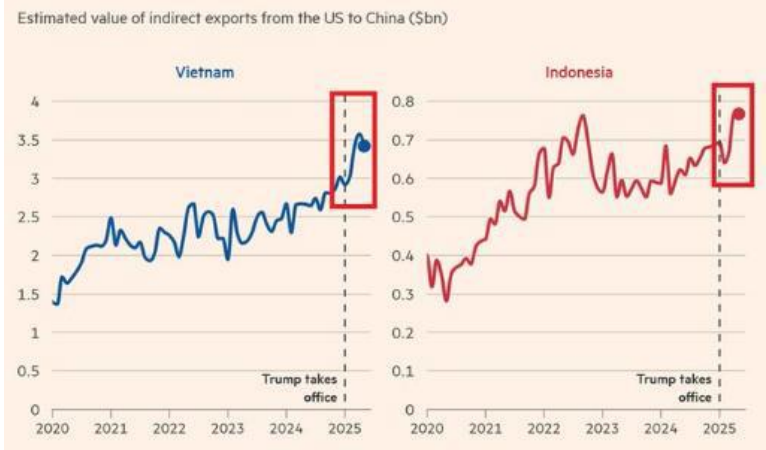


표7. 7 월에 이어 이번에도 감산 강조, 당 지도부에서 저가 경쟁에 적극 개입하려는 이유는 공급 과잉 우려

시기	주요 내용
2024 년	7 월 30 일 중국 공산당 중앙정치국, 저가 경쟁 지양, 저가 중심의 낙후 설비 퇴출 필요
	8 월 30 일 철강공업협회, 자율성에 따라 재고 억제, 시장 안정 주력, 기업 리스크 최소화
	10 월 14 일 태양광산업협회, 저가 경쟁 지양, 공급 과잉 부문 퇴출, 시장에 따른 수급 균형 추구
	10 월 31 일 시멘트협회, 저가 경쟁 행위 적극 방지, 중장기적 지역별 M&A 활성화, 저가 중심 낙후 설비 퇴출
	11 월 15 일 중국 공신부, 태양광 총량 통제 원칙 준수 강조
	11 월 18 일 전력원 산업협회, 낙후 설비 퇴출, 신재생에너지 산업의 동반 성장 도모
2025 년	12 월 5 일 태양광산업협회, 저가 경쟁 예방 위한 논의 본격화, 태양광 산업의 지속 발전 가능 방안 강구
	3 월 5 일 양회 정부 업무보고, 지방정부의 저가 제품 생산 기업 보호 철폐, 저가 경쟁 근절 위한 제도 조속히 강구
	3 월 23 일 중국 주요 철강기업, 자발적으로 10% 공동 감산 추진
	5 월 31 일 자동차공업협회, 불공정 경쟁 적극 차단, 독과점 행위 감시 강화
	6 월 10 일 철강공업협회, 시장 자율성 확립, 저가 경쟁 적극 차단, 산업의 지속 발전 가능성 강구
	7 월 1 일 중국 공산당 재경위원회, 무질서한 저가 경쟁 유발 기업에 대한 관리 강화/퇴출, 제품의 질적 향상 유도
	7 월 1 일 태양광산업협회, 주요 태양광 유리 기판 생산 기업들 중심으로 30% 공동 감산 추진(예상: 15~20%)
	7 월 17 일 칭하이성 하이시주 자연자원국(지방정부), Zange Mining(Zijin Mining)의 리튬 광물 생산 잠정 중단 명령
	7 월 24 일 장시성, 기업들에게 부여한 채굴 인가량과 실제 채굴량 불일치 지적, 관련 부문 조사 강화
	8 월 9 일 CATL, 채굴 허가권 만료로 Jianxiawo 지역에서의 리튬 생산 활동 잠정 중단
	8 월 10 일 중국 CIAPS 협회, 정부 지시에 따라 2 차전지 생산 기업들과 감산 방안 논의
	9 월 16 일 시진핑 공산당 총서기, 치우스 통해 저가 경쟁 근절, 노후 설비 퇴출 통해 시장 안정 도모할 것이라 강조
	9 월 18 일 중국 SAC, 폴리실리콘 생산 과정에서 새로 도입한 에너지 소비 기준 미충족 시 해당 제조 업체 폐쇄 예고
	9 월 22 일 중국 공신부, 올해 말까지 산업 내 저감 시설 80% 확충, 2026 년 말까지 신규 Capa, 증설 불허, 노후 시설 퇴출

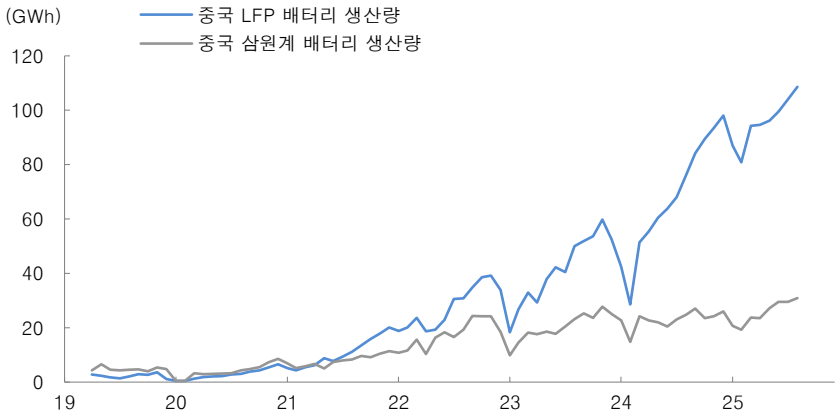
자료: 대신증권 Research Center

그림 86.트럼프 행정부의 고관세에 막힐 수 있는 중국의 우회(환적)수출



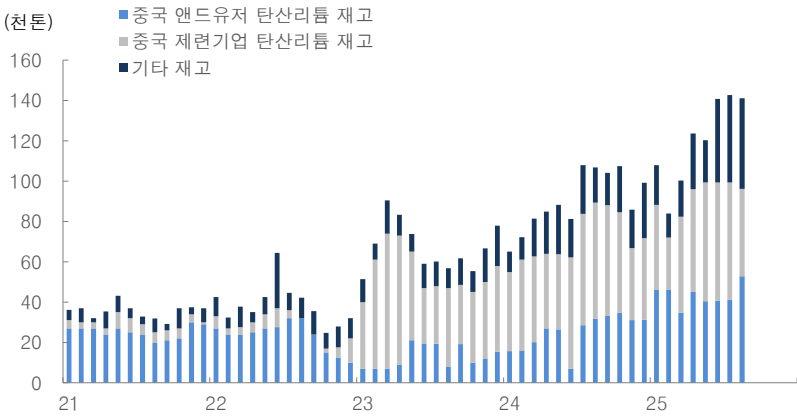
자료: FT, 대신증권 Research Center

그림 87.내수가 정체된 상황에서 LFP와 삼원계 수출이 어려워지고



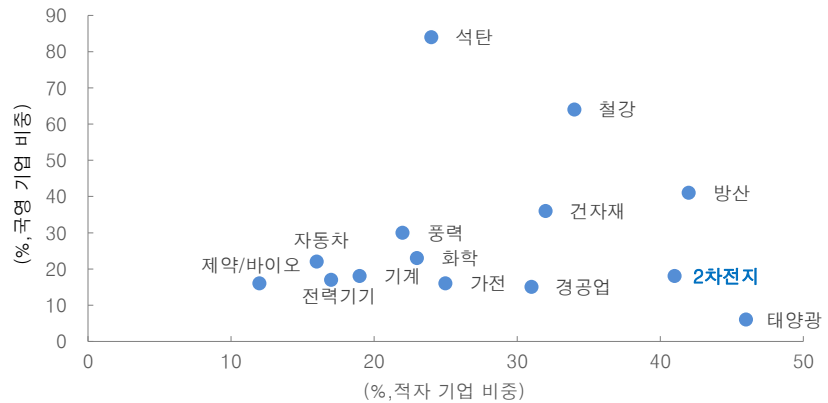
자료: CAEV, 대신증권 Research Center

그림 88.여기에 저가 생산까지 가해지면 공급 과잉 유발



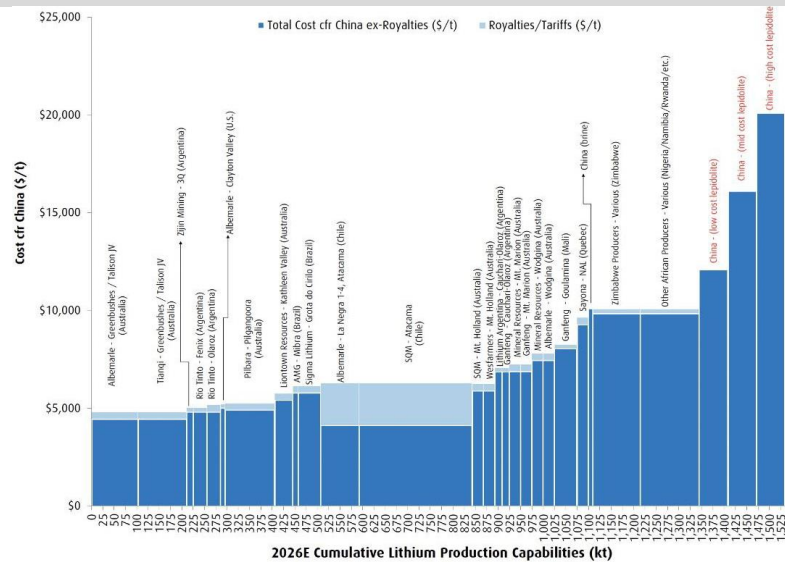
자료: My Steel, SMM, 대신증권 Research Center

그림 89. 그렇기에 감산은 리튬에 기회, 감산 타깃 1 순위인 2 차전지



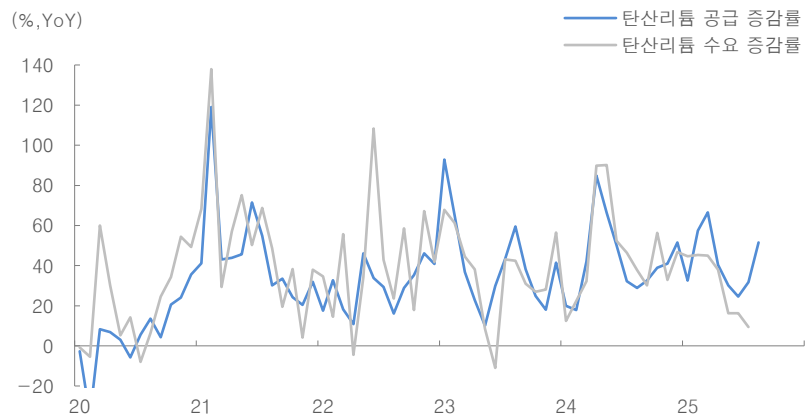
자료: Wind, 대신증권 Research Center

그림 90.2 차전자지 산업 특성(민간 중심의 수직 계열화) 고려해 채굴 허가권 통해 압박



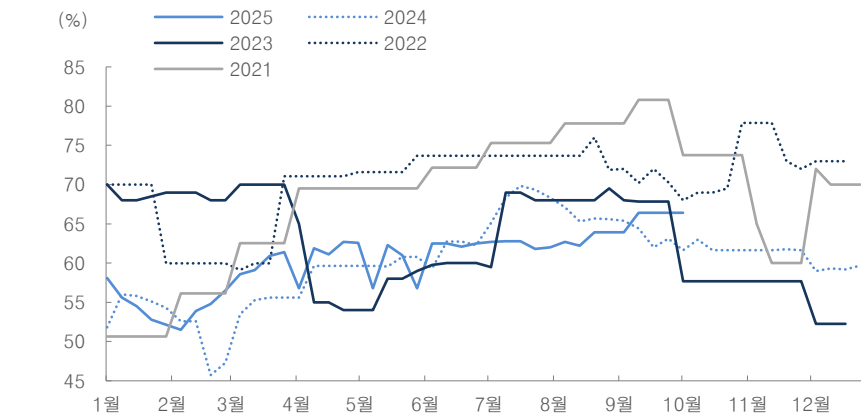
자료: BMO, 대신증권 Research Center

그림 91. 지금 수요는 둔화됐지만 2022~2023년 같은 쇼크는 아니다



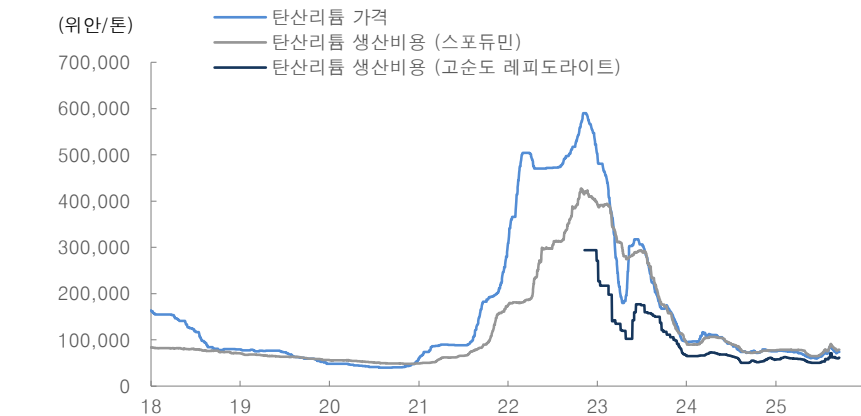
자료: SLIT, 대신증권 Research Center

그림 92.이 상황에서 2016년 말처럼 중국 정부 주도의 감산 추진된다면



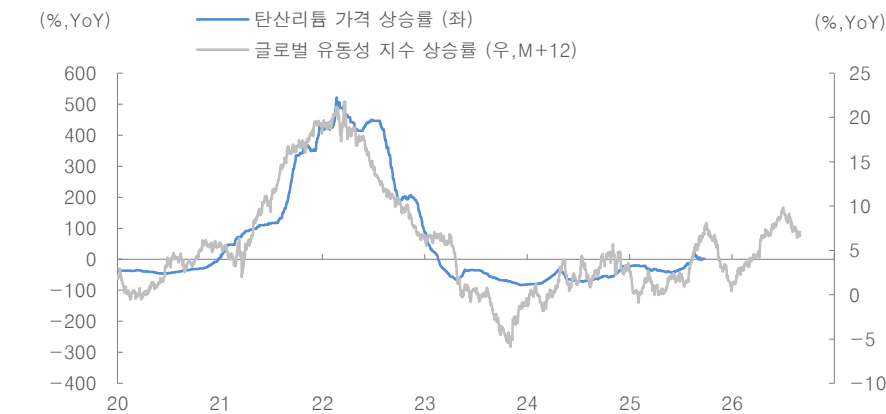
주: 중국 탄산리튬 생산 기업 가동률
자료: S&P, 대신증권 Research Center

그림 93.가격은 이전 만큼은 아니지만 회복 수준 밟을 수 있다



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 94.가격 선행하는 유동성은 낙관적 방향 제시, 중국 정부의 의지와 그 배경에 집중



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

V. 농산물

미중 휴전 무드,
최악은 면했다

V. 농산물: 미중 휴전 무드, 최악은 면했다

곡물: 휴전 무드 돌입할 미중, 재개될 중국향 곡물 수출

장기간 박스권에 갇힌 곡물 섹터. 견조한 수확 가이드선스와 부진한 사료용 수요가 가격 억제. 다만, 휴전 무드 돌입할 미중, 이는 중국의 미국산 곡물 수입 재개 기대로 연결, 최악은 면했다는 점에 초점

곡물 섹터는 여전히 부진한 모습을 보이고 있다. 연초부터 반등을 시도했던 S&P GSCI Grain Index는 당초 시장 예상보다 양호한 수확 가이드선스와 부진한 수요, 그리고 미국산에 대한 중국의 보복(남미산 대체)으로 하락 전환했다. 2022년 5월부터 시작된 하락세는 진정됐으나 2년 이상 박스권에 갇혔다는 점에서 낙관론을 찾아보기 어려운 실정이다.

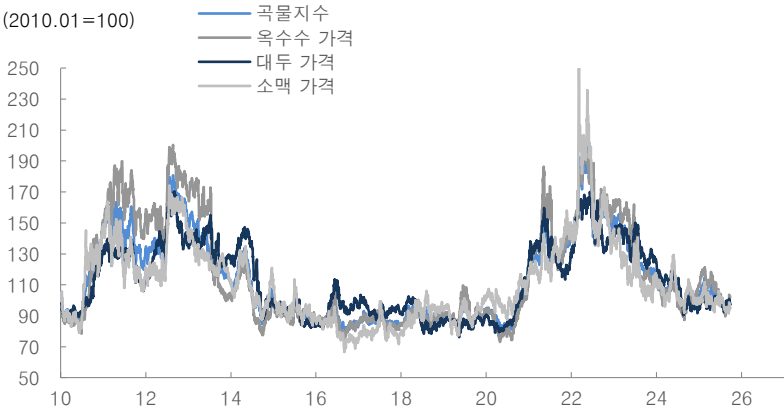
수확 가이드선스는 견조 하다. 지난해 10월 미 곡창 지대에 가뭄을 야기하는 라니냐가 등장했으나 파종 시기를 모두 비껴갔으며 발생 기간조차 짧았다. 라니냐가 재개될 것으로 예보되고 있지만 이번 또한 10월부터 재발한다는 점에서 공급 차질을 기대하기 어렵다. IRI 측은 이번 발생 기간이 2026년 1/4분기까지만 유효할 것으로 전망하고 있다. 2020~2022년처럼 장기화되지 않는다면 가격에 미칠 영향은 단기에 그칠 수밖에 없다.

당분간 과거와 같은 수요 성장 역시 기대하기 어렵다. 9월 16일, 중국 농업농촌부와 발개위(NDRC)는 공급 과잉을 이유로 연말까지 돼지 사육 두수를 100만마리 이상 감축시킬 것이며 목표치 미달 시 보조금 지원을 중단할 것이라 전했다. 하반기에도 감산 정책을 유지하면서 사료용 수요는 위축될 수밖에 없다. 양돈농가 마진까지 홍보하고 있다는 것은 향후 9개월 동안 사육 두수의 유의미한 증가를 기대하기 어렵다는 의미이다.

다만, 비관적으로만 바라볼 필요는 없다. 그간 곡물 가격을 억제한 3가지 문제 중 일부가 해소될 수 있기 때문이다. 바로 미국산에 대한 중국의 제재 해제이다. 중국의 산업생산은 내수가 무너진 가운데 관세 전쟁까지 본격화되면서 시장 예상을 밑돌기 시작했다. 미국 또한 마찬가지이다. 9월 17일, 미 농무부는 의회의 요구로 연말까지 팜-벨트에 대한 긴급 지원 프로그램을 준비 중이라 전했다. 양측 모두 내부 불만에 직면한 것이다.

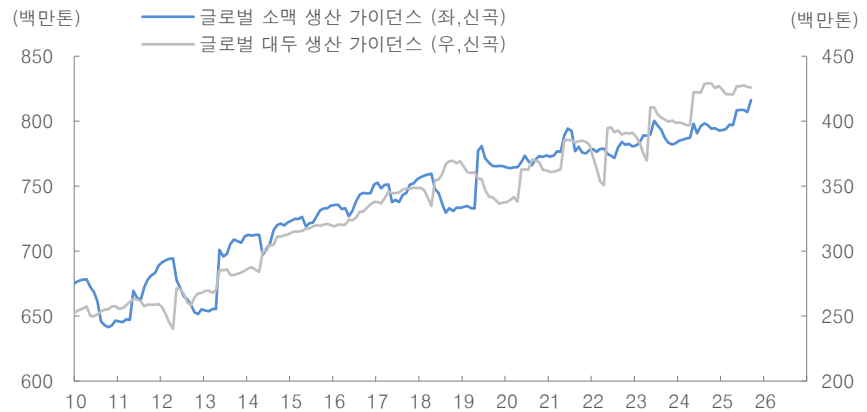
결국 쉬어가는 구간이다. 9월 19일 양국 정상은 3개월 만에 전화 통화를 했는데 중국 측은 반도체와 관세를, 미국은 곡물과 희토류를 의제로 내놓았다. 10월 APEC 정상회담을 앞두고 물밑 작업에 들어간 것이다. 그렇다면 곡물 가격에 호재이다. 물론 내년 미 중간선거 이후에는 과거처럼 재충돌이 가능하지만 그 이전까지는 비관론이 진정될 수 있다. 상단은 제한적이나 최악은 면할 수 있다는 점에 초점을 맞출 필요가 있다.

그림 95. 여전히 부진한 곡물 섹터. 다만, 불행 중 다행은 중국의 수입 재개 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 96. 신곡 수확 가이드는 견조하다



자료: USDA, 대신증권 Research Center

표8. 지난해 미 곡창 지대에 가뭄 발생시키는 라니냐 발생했으나 파종 시기를 비켜갔다, 이번에도 동일 (단위: %)

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

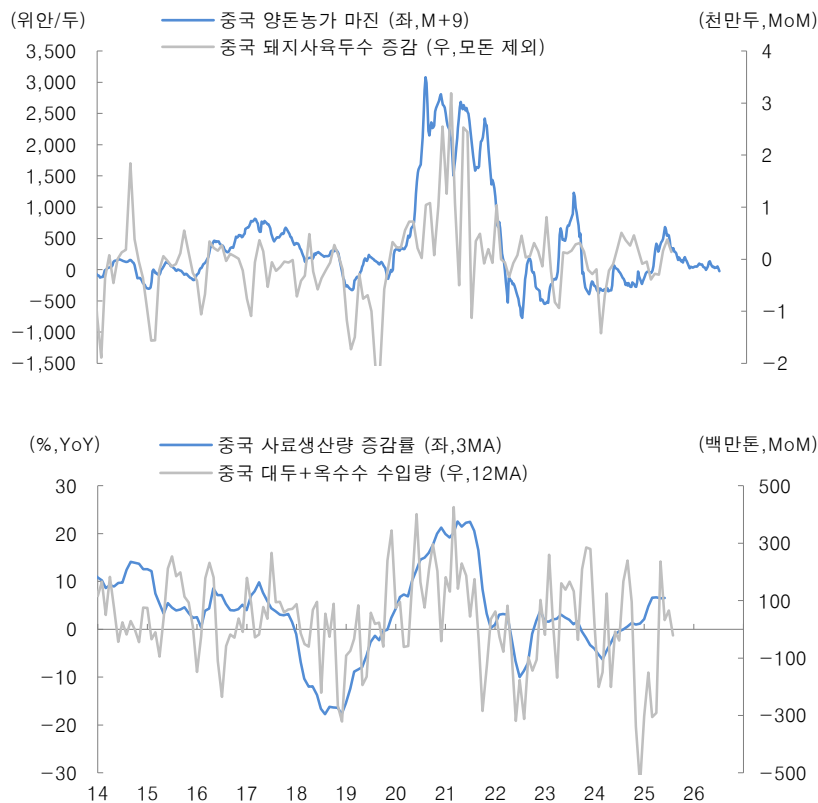
자료: 대신증권 Research Center

그림 97. 돼지 사육량에 대해 연말까지 감산 이어간다는 중국 정부



자료: SINA.com, 대신증권 Research Center

그림 98. 양돈농가 마진만 보더라도 내년 상반기까지 사료향 수요는 기대하기 어렵다



자료: CEIC, 중국농업농촌부, 대신증권 Research Center

그림 99.그나마 불행 중 다행은 미중 휴전과 중국의 미국산 곡물 수입 재개 가능성



I just completed a very productive call with President Xi of China. We made progress on many very important issues including Trade, Fentanyl, the need to bring the War between Russia and Ukraine to an end, and the approval of the TikTok Deal. I also agreed with President Xi that we would meet at the APEC Summit in South Korea, that I would go to China in the early part of next year, and that President Xi would, likewise, come to the United States at an appropriate time. The call was a very good one, we will be speaking again by phone, appreciate the TikTok approval, and both look forward to meeting at APEC!

741 ReTruths 2.71k Likes Sep 19, 2025, 10:23 AM

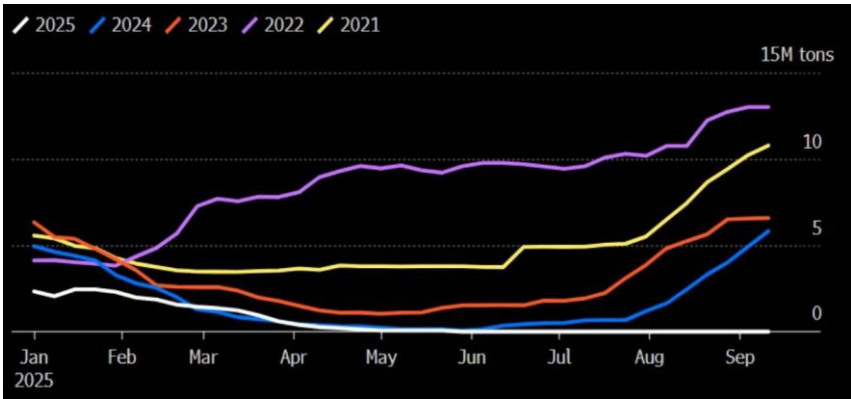
자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 100. 내부 불안 직면한 미국, 미 농무부는 의회 요구로 팜-벨트에 대한 지원 준비



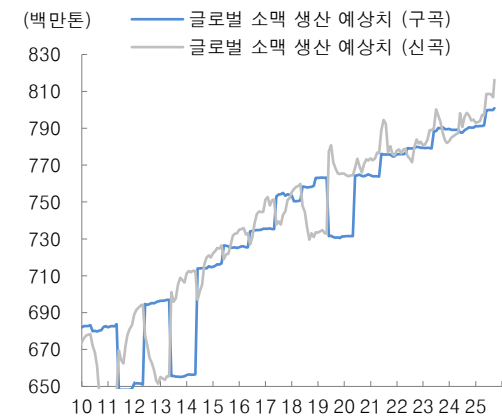
자료: Reuters, 대신증권 Research Center

그림 101. 중국의 미국산 곡물 수입 재개 기대, 최악은 면할 수 있다



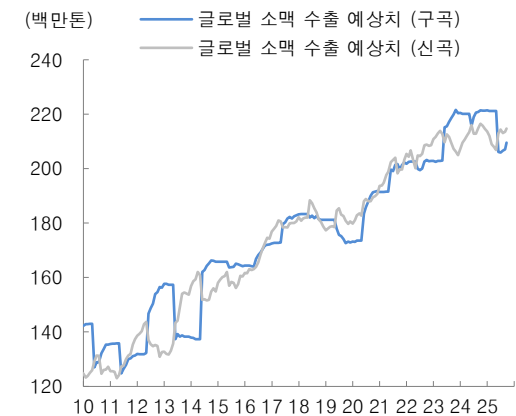
자료: USDA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 102. 글로벌 소맥 생산 가이드선스



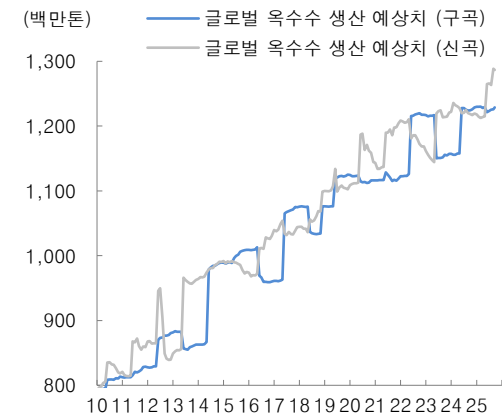
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 103. 글로벌 소맥 수출 가이드선스



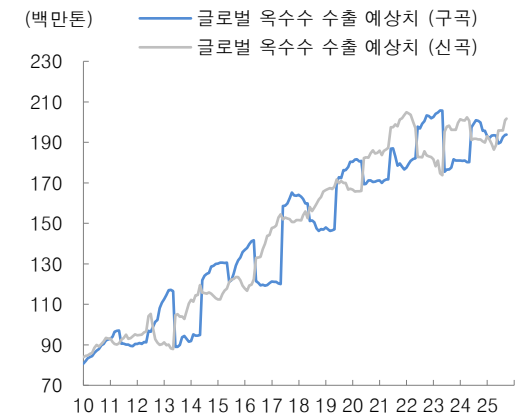
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 104. 글로벌 옥수수 생산 가이드선스



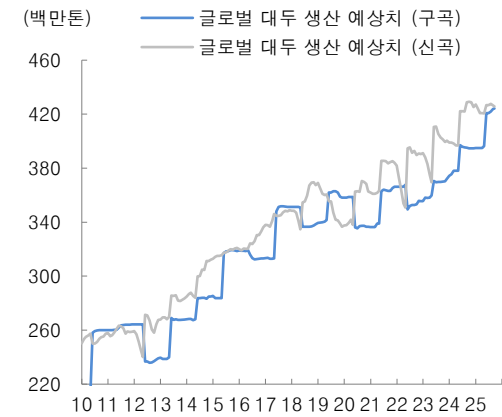
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 105. 글로벌 옥수수 수출 가이드선스



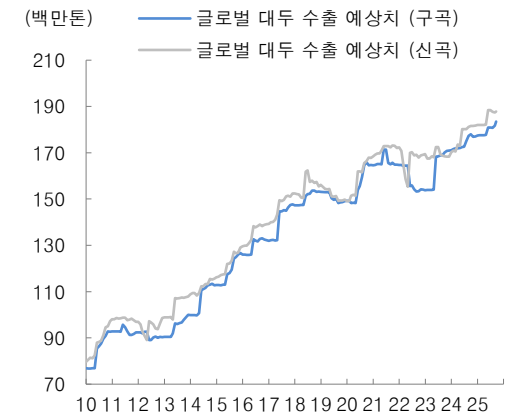
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 106. 글로벌 대두 생산 가이드선스



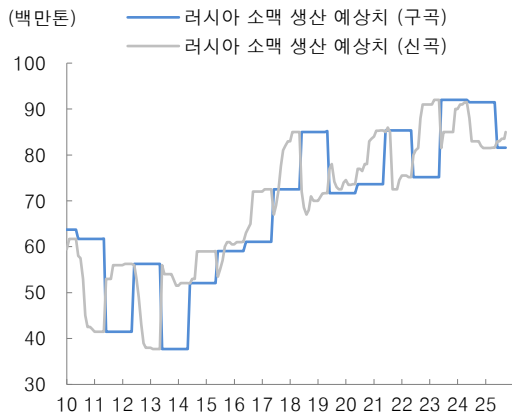
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 107. 글로벌 대두 수출 가이드선스



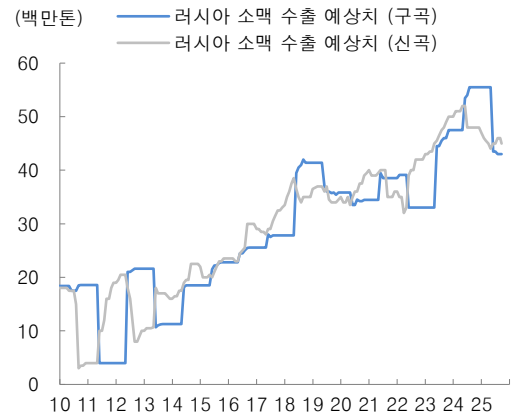
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 108. 러시아 소맥 생산 가이드선스



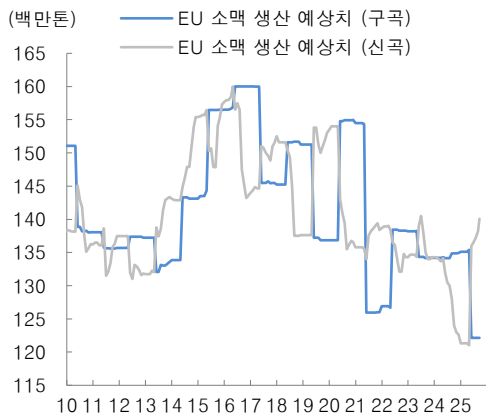
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 109. 러시아 소맥 수출 가이드선스



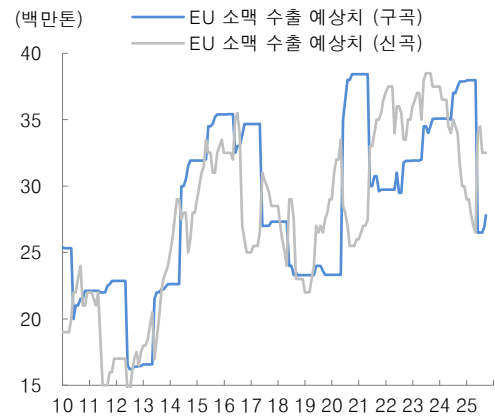
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 110. EU 소맥 생산 가이드선스



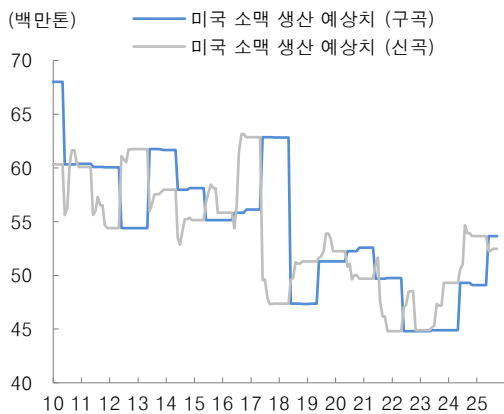
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 111. EU 소맥 수출 가이드선스



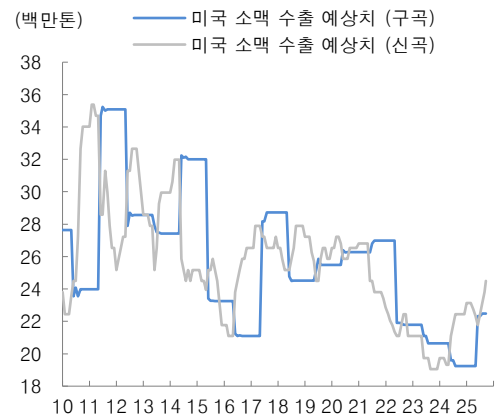
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 112. 미국 소맥 생산 가이드선스



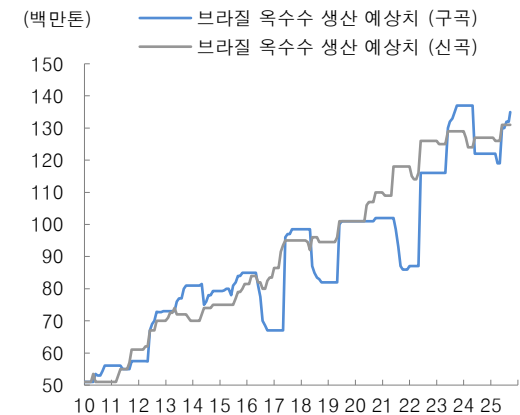
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 113. 미국 소맥 수출 가이드선스



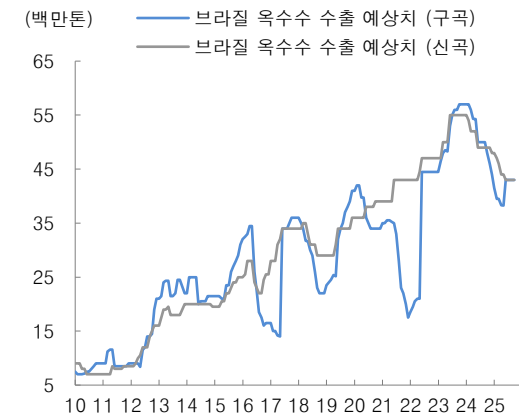
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 114. 브라질 옥수수 생산 가이드스



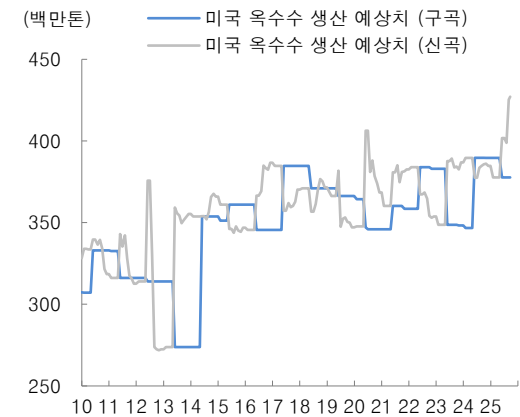
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 115. 브라질 옥수수 수출 가이드스



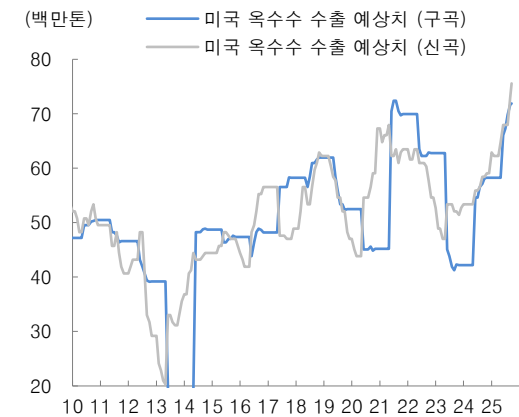
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 116. 미국 옥수수 생산 가이드스



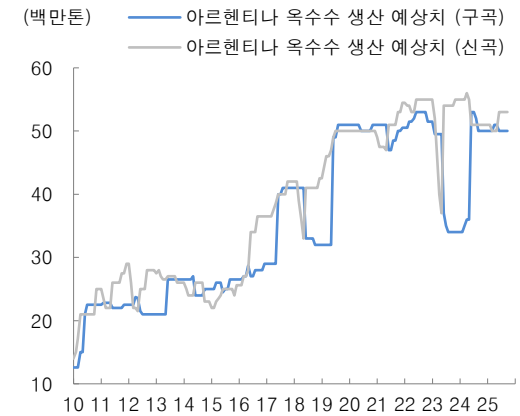
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 117. 미국 옥수수 수출 가이드스



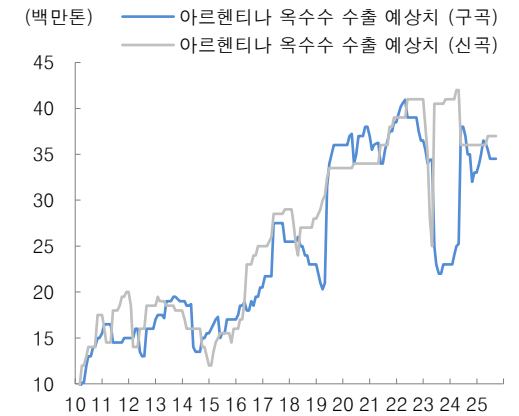
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 118. 아르헨티나 옥수수 생산 가이드스



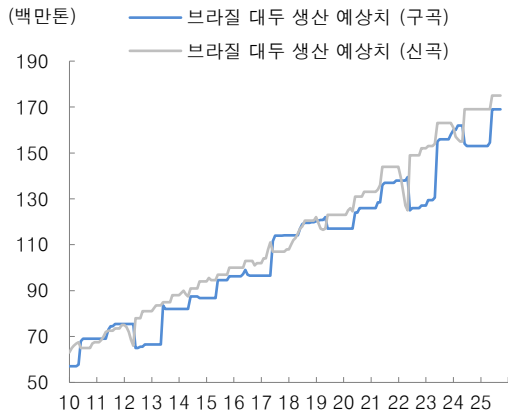
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 119. 아르헨티나 옥수수 수출 가이드스



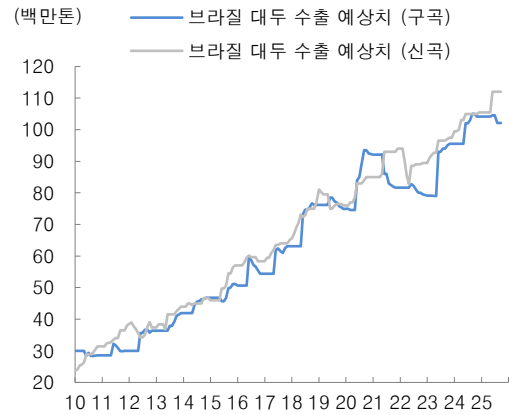
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 120. 브라질 대두 생산 가이드선스



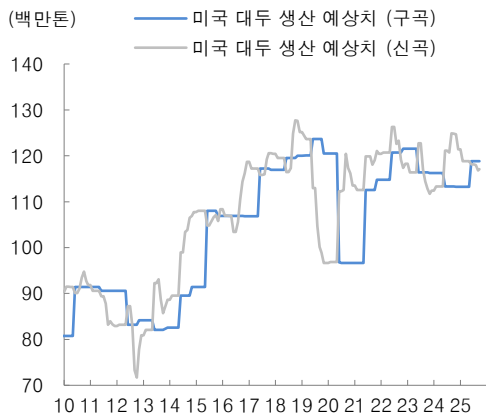
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 121. 브라질 대두 수출 가이드선스



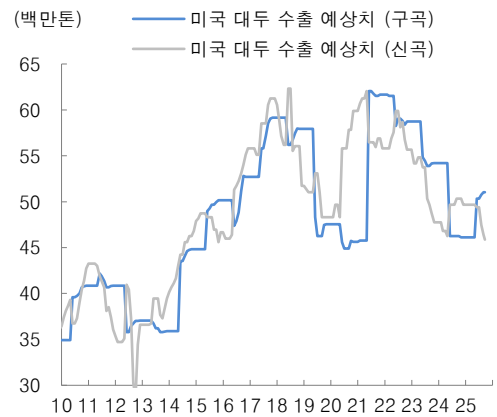
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 122. 미국 대두 생산 가이드선스



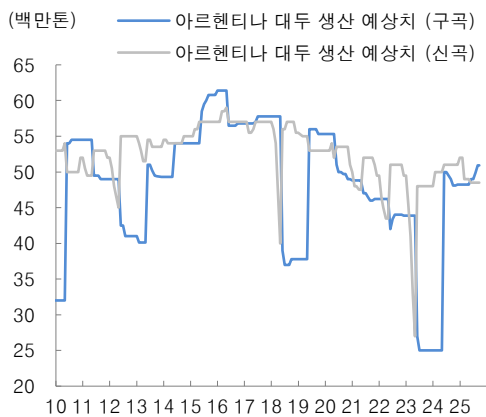
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 123. 미국 대두 수출 가이드선스



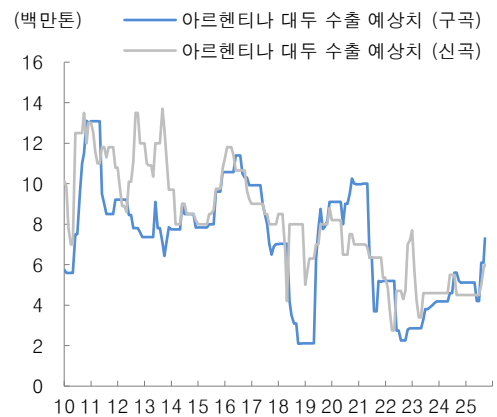
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 124. 아르헨티나 대두 생산 가이드선스



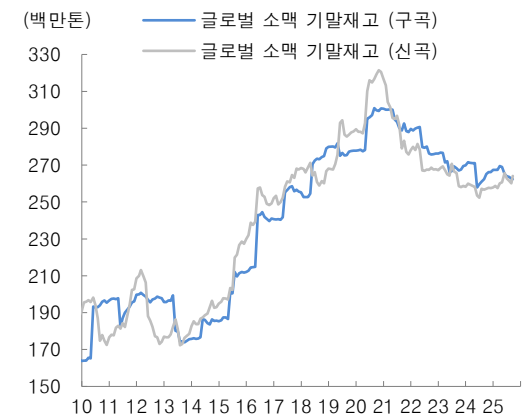
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 125. 아르헨티나 대두 수출 가이드선스



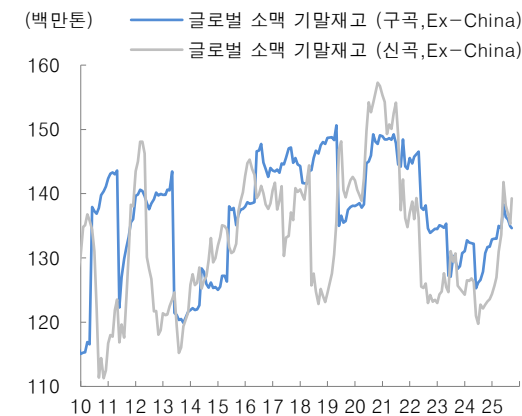
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 126. 글로벌 소맥 기말재고



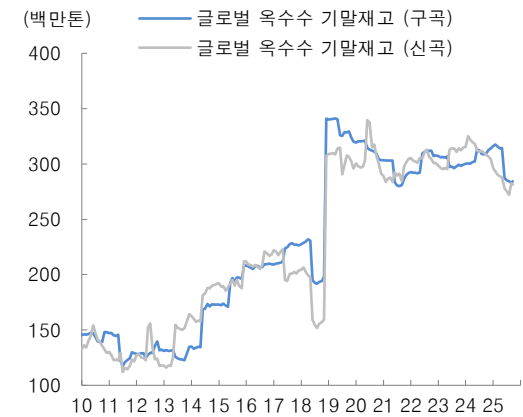
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 127. 중국 이외 지역 소맥 기말재고



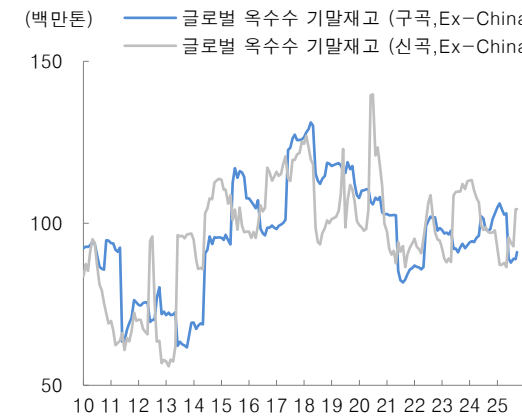
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 128. 글로벌 옥수수 기말재고



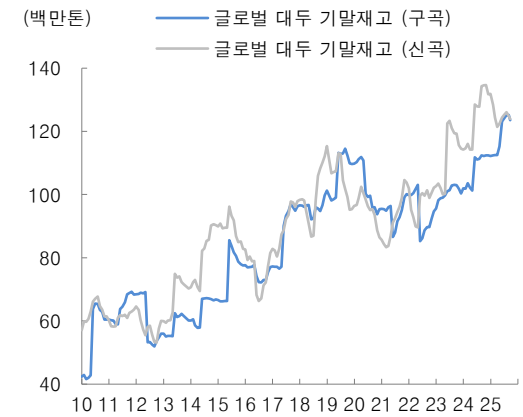
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 129. 중국 이외 지역 옥수수 기말재고



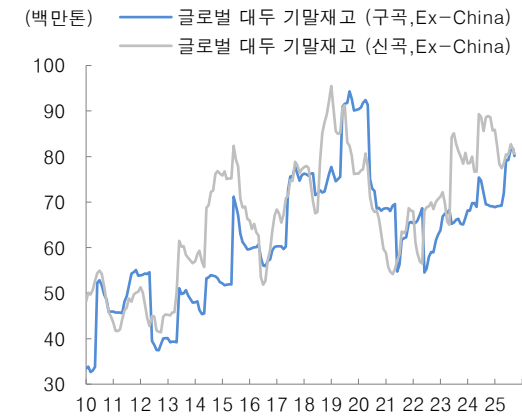
자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 130. 글로벌 대두 기말재고



자료: USDA, 대신증권 Research Center

그림 131. 중국 이외 지역 대두 기말재고



자료: USDA, 대신증권 Research Center

[참고]

원자재 리포트 발간 내역 (2024년 1월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	흔들리는 ESG, 과도기의 에너지 전환	최진영, 이경연, 위정원	2024.02.15
2	원자재의 상승 트리거, 빨라지는 라니냐의 귀환	최진영	2024.03.18
3	유동성과 라니냐의 향연, 다시 원자재와 함께 춤을	최진영	2024.05.20
4	라니냐의 귀환, 기상이변 속에서 살아 남기	최진영, 정한솔, 이경연	2024.09.04
5	비로서 맞춰진 퍼즐, 재개될 원자재의 회복	최진영	2024.10.15
6	맑은 뒤 흐릴 을사년 원자재	최진영	2024.11.18
7	중국 지방 양회 리뷰, 초점은 첨단기술에서 내수로	최진영, 이주원	2025.02.03
8	시나브로 시작될 원자재의 환절기	최진영	2025.03.12
9	하반기 원자재, 유동성과 테마에 집중	최진영	2025.05.27
10	탈카타르의 서막, Make America LNG Again	최진영, 이지니	2025.09.09
11	본격화될 유동성, 원자재에 양호할 방향성	최진영	2025.09.30

원자재 Weekly 및 Spot 리포트 발간 내역 (2025년 6월 ~ 현재)

순번	제목	작성자	발간일
1	유동성 반영할 은과 백금, 산업금속으로 확산될 온기	최진영	2025.06.13
2	이스라엘 공습에 놀란 유가, 그러나 제한적인 확전	최진영	2025.06.16
3	이란의 호르무즈 해협 봉쇄? 실현 불가능한 이유들	최진영	2025.06.16
4	이스라엘-이란 전쟁의 최대 수혜자는 미국 천연가스	최진영	2025.06.20
5	확전 기로의 미국-이란, 그럼에도 최악은 배제하자	최진영	2025.06.23
6	니켈, 부진하지만 회복 방향 제시하는 유동성과 위안화	최진영	2025.06.27
7	원자재는 주식 시장을 떠날 때가 아니라 말한다	최진영	2025.07.07
8	관세발 구리 가격 급등, 그러나 관건은 부과된 이후	최진영	2025.07.11
9	유동성 확장 속 금(Gold)을 막아서는 비트코인과 은	최진영	2025.07.18
10	중국 정부의 감산 타깃, 1 순위는 2 차전지와 태양광	최진영	2025.07.24
11	오늘날 OPEC+의 증산, 미국의 내년 공급을 막는다	최진영	2025.08.01
12	예상외 결과와 선수요 종료가 만든 COMEX 구리 급락	최진영	2025.08.01
13	속도 조절 나선 중국, 9 월 FOMC 이후를 기대한다	최진영	2025.08.08
14	빨라지는 중국의 감산, 회복될 2 차전지향 산업금속	최진영	2025.08.14
15	기대 이하였던 냉방 시즌, 그럼에도 낙관적인 천연가스	최진영	2025.08.22
16	중국 주식의 상승, 금 거래 규제가 작동하고 있던 근거	최진영	2025.08.29
17	40 달러대 저유가 우려, 이를 저지할 비카르텔과 유동성	최진영	2025.09.05
18	금리 인하 특수 누리는 금, 그러나 관건은 유동성 사이클	최진영	2025.09.12
19	복귀하는 CATL, 그럼에도 유효한 중국 정부의 감산 의지	최진영	2025.09.19
20	프리포트 맥모란발 구리 가격 상승, 그래도 칠레가 좋다	최진영	2025.09.26

[Compliance Notice]

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

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