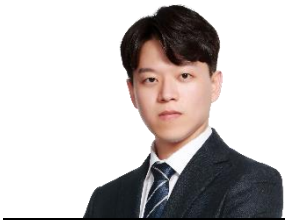
## Strategy Idea

본 자료의 원본은 2025년 11월 11일 발간된
[2026 Outlook #12 – 철강/금속: 구조적 결핍, 구조적 과잉] 임

2026 Outlook #12 (해설판)

# [철강/금속] 구조적 결핍, 구조적 과잉



**철강/금속**
Analyst **장재혁**
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

**[Part 1] Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍**

- ✓ 주요 광산 생산중단으로 2026년 공급 전망이 대폭 하향되었고, 제련수수료(TC)가 역사적 최저점 경신한 가운데 2026년 1월 Benchmark TC 협상 시점 다가오며 구리 가격 상승 압력 고조. 데이터센터 등 가격민감도가 매우 낮은 비전통 수요 증가와 유인가격($10,000~12,000/t) 상승이 가격 바닥을 지지하며, 미국 관세 리스크도 재부각 가능성 확대.
- ✓ 최선호주로 LS(006260), 풍산(103140), Taseko Mines(TGB US)를 제시

**[Part 2] Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기**

- ✓ 중국 부동산 침체로 수요 회복이 어려운 가운데 부양책보다는 강력한 감산 정책만이 유일한 업황 개선책으로 떠오름. 2026년 중국의 감산 강도 확대와 열연 반덤핑 관세 효과 등에 힘입어 완만한 실적 개선 기대

**[Part 3] Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등**

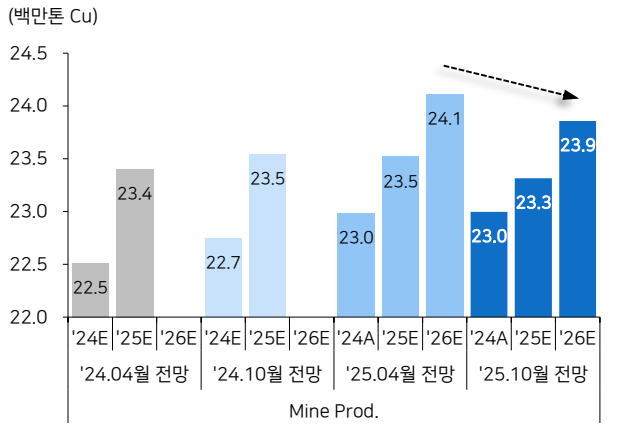
- ✓ 중국의 공급 제한 정책과 ESS 시장의 가파른 성장에 힘입어 하락세를 멈추고 가격 바닥 다지기에 성공. 2026년 수요 증가율이 공급 증가율을 앞지르며 구조적 가격 상승이 예상되나 남미발 저가 물량 확대는 경계해야 할 요인. 중단기 가격은 장기한계비용인 톤당 12,000달러를 상회할 전망

## Part 1 Cu: 전기의 금속, 구조적 결핍

### ICSG Copper Outlook: 공급과잉 → 초과수요

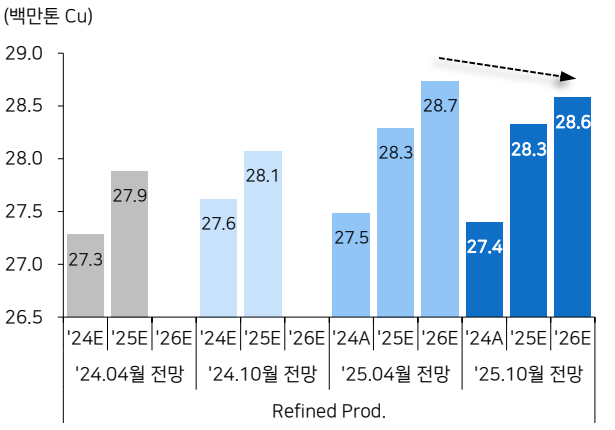
구리 산업에서는 2024년에 이어, 2025년에도 전례 없는 일들이 계속해서 발생하고 있다. 2024년 말 세계 5대 광산 중 하나인 Cobre Panama 광산이 무기한 운영 중단한 탓에, 2025년 TC/RC가 붕괴되었고, 중국 제련소들의 가동률을 낮추는 요인으로 작용했다. 2Q25에는 칠레의 대정전, Kakula 광산 침수, 캐나다의 산불 등 수많은 중소형 공급차질이 누적되었다. 3Q25에는 최악의 시기였는데, 세계 최대 규모 광산인 인도네시아 Grasberg 광산이 사고로 운영을 중단했고, 그 외에도 칠레의 El Teniente, Quebrada Blanca 등 초대형 광산의 추가 공급차질이 발생했다. 마침내 10월, ICSG(International Copper Study Group)는 2026년 전세계 구리 공급량 전망을 하향 조정, 수요 전망을 상향 조정하며 구리 시장이 공급과잉에서 초과수요 국면으로 전환될 것임을 선언했다.

그림1 전세계 구리 광산 생산량 전망치 하향 조정



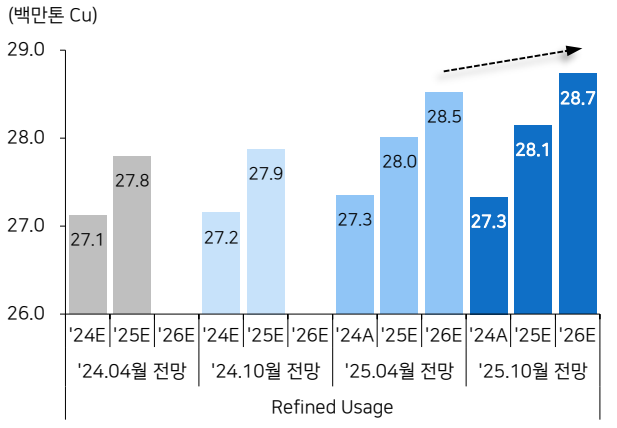

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림2 전세계 구리 제련소 생산량 전망치 하향 조정



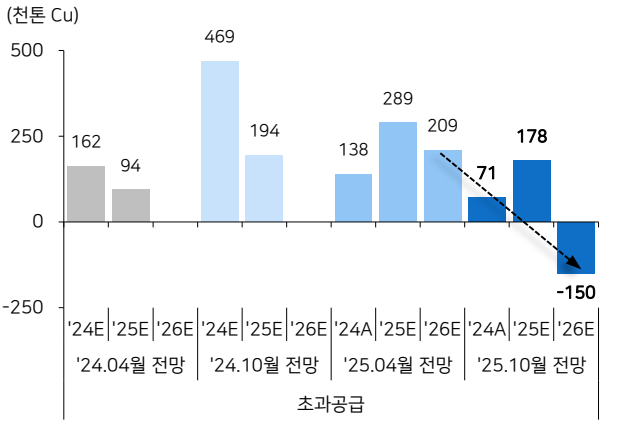

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림3 수요 전망치는 지속적인 상향 조정




자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림4 '25년 공급과잉은 축소, '26년은 공급부족으로 전환



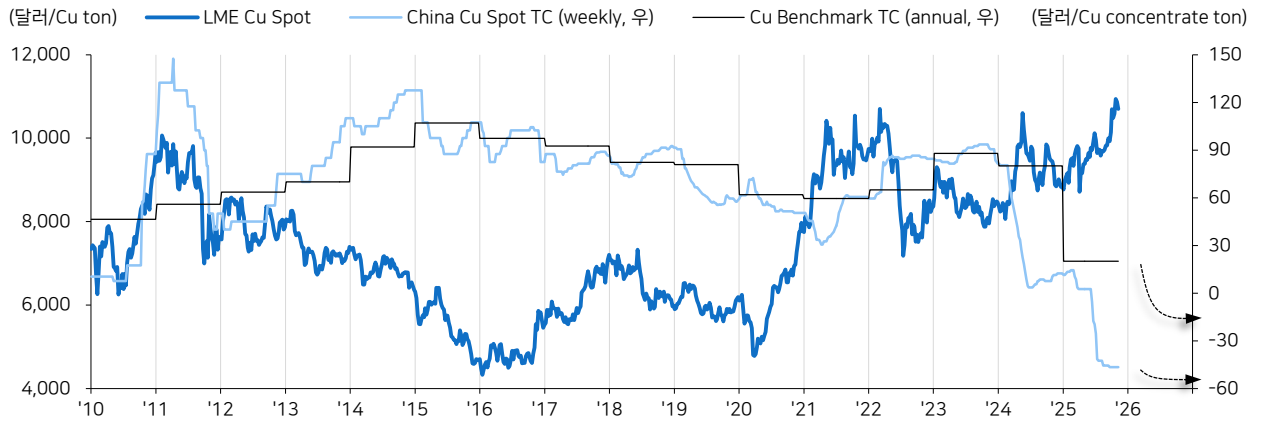

자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

### 역사적으로 본 적 없는 마이너스(Negative) 제련수수료(TC, Treatment Charge)

제련소가 구리 원재료인 정광을 광산 업체로부터 구매할 때, 광산 업체가 제련소에게 지급하는 제련수수료는 결국 광산 업체의 협상력을 나타낸다. TC의 하락은 곧 공급자 우위 강화를 나타내며, 가격과는 반대의 움직임을 보여준다.

올해 중순, TC는 역사적으로 경험하지 못한 음수(-)의 영역으로 접어들었고, -50$/t 수준을 벗어나지 못하고 있다. 내년 1월, 매년 대형 제련소와 광산 업체가 연간 일정 물량 공급의 가격을 결정하는 Benchmark TC 협상의 시기가 다가오고 있다. 1) Spot TC가 Benchmark TC보다 훨씬 낮은 수준에 머물러 있다는 점, 2) 올해 이례적인 광산 공급차질이 매 분기마다 지속 발생했다는 점, 3) 이미 칠레 광산 업체 Antofagasta가 일부 물량에 대해 2026년 TC를 0$/t으로 협의했다는 점을 고려할 때, 내년 1월 Benchmark TC는 한 차례 더 낮아질 것으로 예상하며, 이는 곧 구리 가격의 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

그림5 **Benchmark TC ↓, 협상력: 광산업체 〉 제련소, 구리 가격 ↑**




자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 가격 민감도가 낮은 비전통 구리 수요

2025년 예상되는 비전통 구리 수요(xEV, 태양광, 풍력, AI 데이터센터)는 총 656만톤으로 추정한다. 이는 연간 총 구리 수요 2,800만톤의 23.4%에 해당한다. 이 비전통 수요는 2030년까지 약 760만톤 증가해 1,415만톤에 달할 전망이다. 그런데, 이들 수요는 구리 가격이 10,000달러에서 15,000달러로 50% 폭등하는 시나리오를 가정해도, 각 수요산업의 총비용 대비 구리 원가 변화는 +0.35%~2.27%로 미미하다. 다시 말해, 가격 민감도가 낮아 수요가 매우 견고하다. 전통적 구리 수요는 경기침체 시 수요가 둔화하는 경기민감형 수요였다면, 2021년부터 새롭게 부상한 비전통 수요는 경기에 민감하지 않아 총수요에 구조적 변화를 일으키고 있다.

**표1 2025년 글로벌 구리 수요 2,800만톤 vs. 2030년 글로벌 구리 비전통 수요 1,400만톤**

| | | 단위 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 비고 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| AI 데이터센터 구리 수요 | TSMC CoWoS Wafer Capa | 천장/월 | - | 35 | 68 | 95 | 112 | 129 | 148 | 170 | '28년 이후 YoY +15% 가정 |
| | | 천장/연 | 108 | 264 | 618 | 978 | 1,242 | 1,445 | 1,662 | 1,911 | |
| | AI GPU 생산량 (a) | 백만개 | 5.8 | 14.3 | 33.4 | 52.8 | 67.1 | 78 | 89.7 | 103.2 | 장당 약 60개의 AI Chip 생산 CoWoS Capa의 90%가 AI Chip에 사용된다고 가정 (Nvidia 70%, AMD/Broadcom/기타 20%) |
| | GPU 평균 최대출력 (b) | W | 550 | 700 | 850 | 1,000 | 1,150 | 1,300 | 1,450 | 1,600 | 신제품 소비전력 트렌드 반영 A100(400W), H100(700W), B200(1,000W) |
| | 연간 신규 데이터센터 용량 | GW | 3.2 | 10 | 28.4 | 52.8 | 77.1 | 101.4 | 130.1 | 165.1 | 생산량 (a) * 평균 최대출력 (b) |
| | 구리 사용량 | t/MW | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | 27 | Microsoft 시카고 데이터센터(2009), MW당 27톤 사용 |
| | **소계** | **천톤** | **87** | **269** | **766** | **1,426** | **2,082** | **2,738** | **3,513** | **4,457** | |
| 자동차 수요 | BEV | 백만대 | 9.8 | 11.3 | 15.1 | 18.1 | 21.7 | 26.1 | 31.3 | 37.5 | 26년부터 YoY +20% 적용 |
| | HEV | 백만대 | 7.8 | 9.5 | 11 | 12.6 | 14.5 | 16.7 | 19.2 | 22.1 | 26년부터 YoY +15% 적용 |
| | PHEV | 백만대 | 4.1 | 6.3 | 7.4 | 8.5 | 9.7 | 11.2 | 12.9 | 14.8 | 26년부터 YoY +15% 적용 |
| | ICE | 백만대 | 66 | 62.6 | 62.6 | 56.9 | 50.1 | 42.1 | 32.7 | 21.6 | |
| | **소계** | **백만대** | **87.7** | **89.8** | **96.1** | **96.1** | **96.1** | **96.1** | **96.1** | **96.1** | |
| 자동차 구리 수요 | BEV | 천톤 | 689 | 792 | 1,055 | 1,266 | 1,520 | 1,824 | 2,188 | 2,626 | 대당 구리 수요: |
| | HEV | 천톤 | 303 | 371 | 429 | 493 | 567 | 652 | 750 | 862 | BEV 80kg, HEV 60kg, PHEV 40kg, ICE 20kg |
| | PHEV | 천톤 | 239 | 368 | 427 | 491 | 565 | 650 | 747 | 859 | (CDA, Mining Technology, ICA, CME Group) |
| | ICE | 천톤 | 1,418 | 1,346 | 1,346 | 1,222 | 1,077 | 905 | 703 | 465 | |
| | **소계 (ICE 제외)** | **천톤** | **1,231** | **1,531** | **1,911** | **2,251** | **2,652** | **3,125** | **3,685** | **4,347** | |
| 신재생 에너지 신규 설치 | 태양광 | GW | 437 | 566 | 633 | 678 | 725 | 779 | 827 | 888 | Bloomberg NEF |
| | 육상풍력 | GW | 91 | 95 | 105 | 96 | 102 | 112 | 122 | 132 | |
| | 해상풍력 | GW | 23 | 32 | 41 | 42 | 46 | 48 | 47 | 53 | |
| 신재생 에너지 구리 수요 | 태양광 | 천톤 | 2,185 | 2,830 | 3,165 | 3,390 | 3,625 | 3,895 | 4,135 | 4,440 | 1MW당 5t 수요 가정 (EIA 4.1 t/MW, CDA 5.5 t/MW) |
| | 육상풍력 | 천톤 | 329 | 340 | 379 | 346 | 368 | 404 | 439 | 475 | 1MW당 3.6t 수요 가정 (IEA 4.5 t/MW, CDA 3.5 t/MW) |
| | 해상풍력 | 천톤 | 187 | 256 | 327 | 337 | 371 | 385 | 378 | 427 | 1MW당 8t 수요 가정 (IEA) |
| | **소계** | **천톤** | **2,700** | **3,426** | **3,870** | **4,073** | **4,363** | **4,684** | **4,952** | **5,343** | |
| **비전통 구리 수요** | | **천톤** | **4,018** | **5,227** | **6,547** | **7,750** | **9,097** | **10,548** | **12,150** | **14,148** | |

자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

표2 구리 가격 +1,000달러/톤 → 투자비용 민감도:
데이터센터 +0.27%, 자동차 가격 +0.07%, 태양광발전 +0.45%, 육상풍력 +0.18%, 해상풍력 +0.16%

| | | 데이터센터 (1GW)<br>가정: 1MW당 27톤 사용 | | | 자동차<br>가정: 대당 35kg 사용 | | | 태양광 (1GW)<br>가정: 1MW당 5톤 사용 | | | 육상풍력 (1GW)<br>가정: 1MW당 3.6톤 사용 | | | 해상풍력 (1GW)<br>가정: 1MW당 8톤 사용 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| (백만달러) | | 총비용 | Cu 값 변동 | 총비용 대비 (%) | ASP (달러) | Cu 값 변동 (달러) | 총비용 대비 (%) | 총비용 | Cu 값 변동 | 총비용 대비 (%) | 총비용 | Cu 값 변동 | 총비용 대비 (%) | 총비용 | Cu 값 변동 | 총비용 대비 (%) |
| Cu 가격변동(달러/톤) | 1,000 | 10,000 | 27 | 0.27 | 50,000 | 35 | 0.07 | 1,100 | 5 | 0.45 | 2,000 | 3.6 | 0.18 | 5,000 | 8 | 0.16 |
| | 2,000 | 10,000 | 54 | 0.54 | 50,000 | 70 | 0.14 | 1,100 | 10 | 0.91 | 2,000 | 7.2 | 0.36 | 5,000 | 16 | 0.32 |
| | 3,000 | 10,000 | 81 | 0.81 | 50,000 | 105 | 0.21 | 1,100 | 15 | 1.36 | 2,000 | 10.8 | 0.54 | 5,000 | 24 | 0.48 |
| | 4,000 | 10,000 | 108 | 1.08 | 50,000 | 140 | 0.28 | 1,100 | 20 | 1.82 | 2,000 | 14.4 | 0.72 | 5,000 | 32 | 0.64 |
| | 5,000 | 10,000 | 135 | 1.35 | 50,000 | 175 | 0.35 | 1,100 | 25 | 2.27 | 2,000 | 18 | 0.9 | 5,000 | 40 | 0.8 |

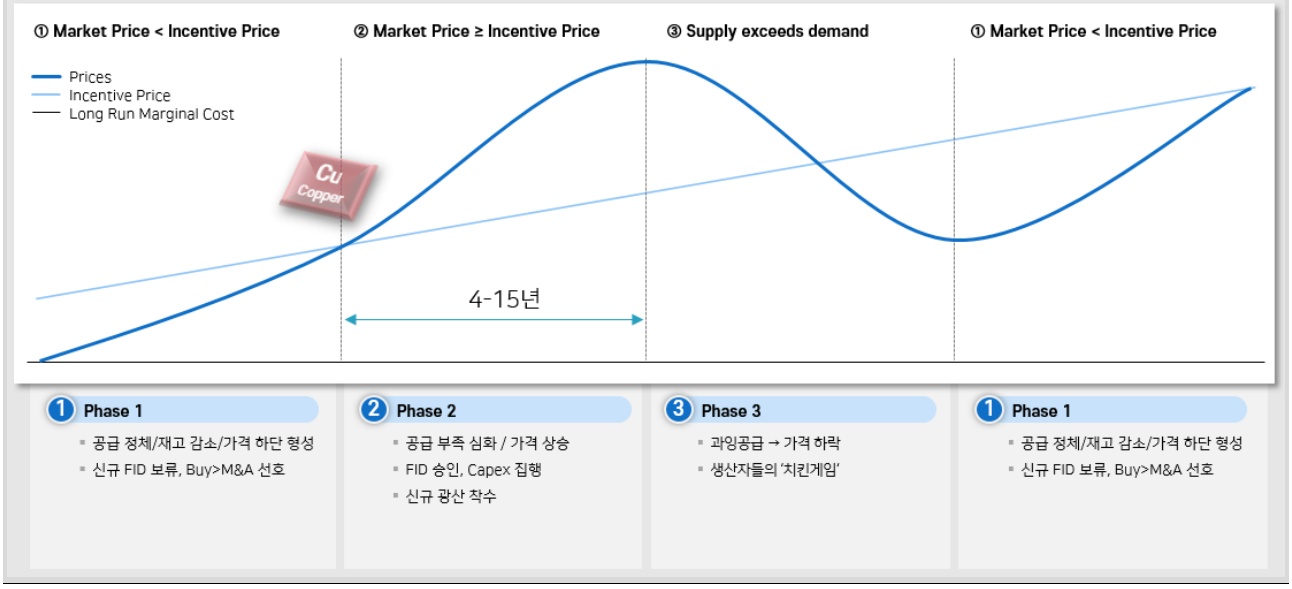
주: 데이터
자료: Bloomberg, IEA, EIA, CDA, ICA, CME, ICSG, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

## 가격은 어디까지 올라갈 수 있을까? 유인가격(Incentive Price)에 답이 있다

향후 구리 시장에서의 가격 바닥은 11,000$/t 수준을 예상한다. 이는 여러 시장조사기관에서 발표한 유인가격(Incentive Price, 신규 투자가 수익을 발생시키기 위해 요구되는 중장기 구리 가격 수준)의 평균값이다.

광산업체들은 구리 가격이 유인가격의 수준에 도달하여 장기적으로 유지되기 이전까지는 신규투자 유인이 없다. 그동안 초과수요는 누적되어 신규공급이 발생할 때까지 가격은 지속 상승한다. 그러나 구리는 광산 탐사로부터는 약 16년, 광산 개발 이후 상업생산까지는 약 4년이 소요된다. 구조적인 가격 상승 국면을 맞이했다고 판단하는 이유이다.

그림6 Incentive Price에 기반한 가격 Cycle




자료: 메리츠증권 리서치센터

### 미국 구리 관세 리스크 재점화: 안보 자산으로 격상된 구리

미국 내 구리 가격 프리미엄은 관세 부과 우려로 지속 확대되어 왔으나, 지난 7월 반제품에만 관세를 부과하고 전기동(Refined Copper)은 유예하면서 이슈가 일단락되는 듯 보였다. 그러나 당시 미 상무부는 전기동에 대해 2027년 15%, 2028년 30%라는 구체적인 관세안을 제안했으며, 최종 시행 여부는 2026년 6월 30일 대통령 결정에 위임한 상태이다.

특히 지난 11월 6일, 미국이 구리를 '핵심광물(Critical Minerals)' 목록에 포함시킨 점에 주목해야 한다. 이는 구리의 중요성을 국가 안보 차원으로 공식 격상한 것으로, 무역확장법 232조를 통한 관세 부과 명분이 확보되었음을 의미한다. 따라서 2025년에는 미국발 구리 관세 리스크가 다시금 시장의 핵심 변수로 부상할 전망이다.

### Top Picks: LS, 풍산, Taseko Mines

국내 증시에서 구리 가격 상승 모멘텀을 직접적으로 향유할 수 있는 선택지는 제한적이나, 가격 연동성이 높은 LS와 풍산이 대표적인 수혜주이다. 미국의 관세 장벽까지 고려한다면 미국 내 광산을 보유한 업체가 가장 매력적이다. Taseko Mines는 북미(미국·캐나다)에 생산 기반을 둔 'Pure Copper Player'로서, 현재 안정적인 이익을 창출하고 있다는 점에서 차별화된 투자 대안이 될 것이다.

## Part 2 Fe: 구조적 과잉 속 기회 찾기

### 중국 감산 정책: 업황 개선의 유일한 'Key'

2025년 철강 업종이 강세를 보였던 2~3월과 7월의 주가 상승 배경에는 반덤핑 관세 이슈와 중국의 감산 기대감이 자리 잡고 있었다. 중국 부동산 경기 침체로 수요 회복이 요원한 현시점에서, 실질적인 업황 개선을 위한 유일한 해법은 중국 철강산업의 강도 높은 구조조정뿐이다.

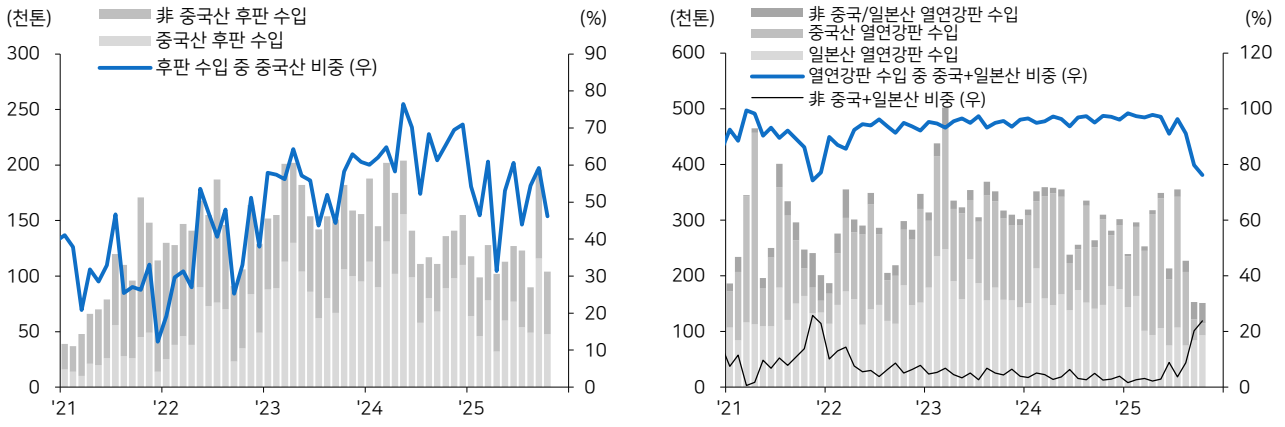
중국 당국은 지난 10월, 15차 5개년 계획 건의안 발표 직후 '신규 철강산업 용량교체 방안'을 내놓으며 생산능력 감축 의지를 시사했다. 향후 관건은 부진한 수요를 상쇄할 만큼의 강력한 감산 정책이 실제 시행될지 여부이며, 이는 추가적인 정책 동향을 통해 확인해야 할 부분이다.

### 반덤핑 관세 효과: 시차 존재하나 방향성은 명확

반덤핑 관세 조치에 따른 점진적인 실적 회복이 기대된다는 점은 긍정적이다. 한국 정부는 지난 4월 중국산 후판에 이어, 9월에는 중국 및 일본산 열연강판에 대해 약 30%의 반덤핑 관세 부과를 결정했다. 후판은 보세구역을 통한 조선용 물량 통관으로 제재 효과가 제한적이었으나, 열연강판은 수입 물량 감소 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다.

관세 효과가 본격화되기까지 기존 수입 재고 소진에 1~2개 분기가 소요되겠지만, 이러한 무역 장벽은 현대제철과 POSCO홀딩스의 중장기 실적 개선을 지지하는 확실한 근거가 될 것이다.

그림7 **후판 반덤핑관세 부과('25년 4월) 이후 총 수입물량은 큰 변화 없이 유지 중. 반면 열연 반덤핑관세 부과('25년 9월) 시점부터 수입물량 감소**

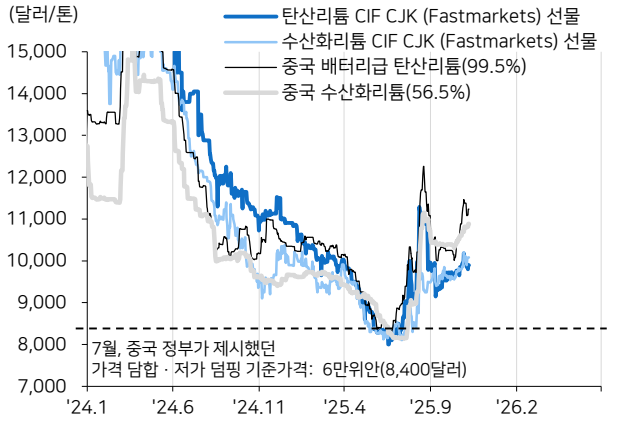



자료: 한국철강협회, 메리츠증권 리서치센터

## Part 3 Li: 저비용 공급의 그늘 속 조용한 반등

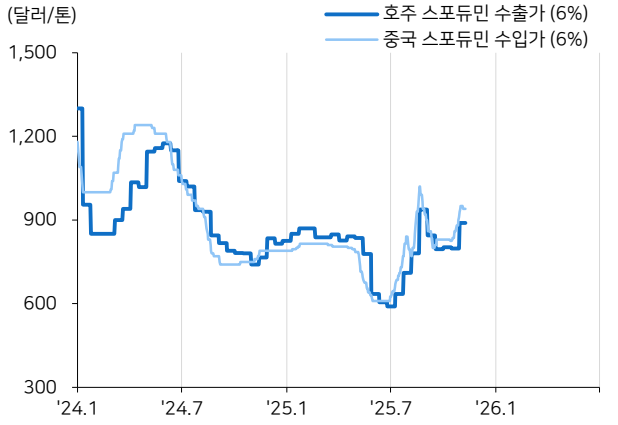
리튬 시장은 2025년 7월 중국 정부의 공급 제한 조치(감산·수출 통제)를 기점으로 바닥을 확인했으며, 이제 구조적 턴어라운드 국면에 진입했다. 가격 반등의 핵심 동인은 '수요 증가율이 공급 증가율을 상회(Demand 〉 Supply)'하는 수급 역전 현상이다. 2026년 글로벌 리튬 공급 증가율은 22%로 둔화되는 반면, 전방 산업인 전기차(BEV)와 에너지저장장치(ESS) 시장은 각각 30%, 23~100% 수준의 고성장이 예상되어 타이트한 수급 밸런스가 형성될 전망이다.

그림8 **7월 초를 기점으로, 리튬 가격 반등 중**



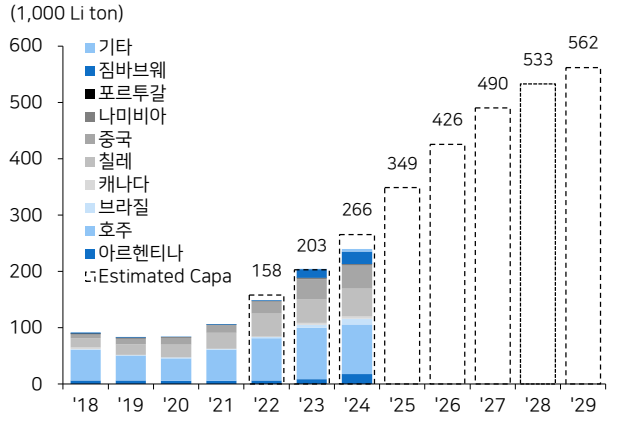

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 **스포듀민 가격 또한 유사한 움직임**



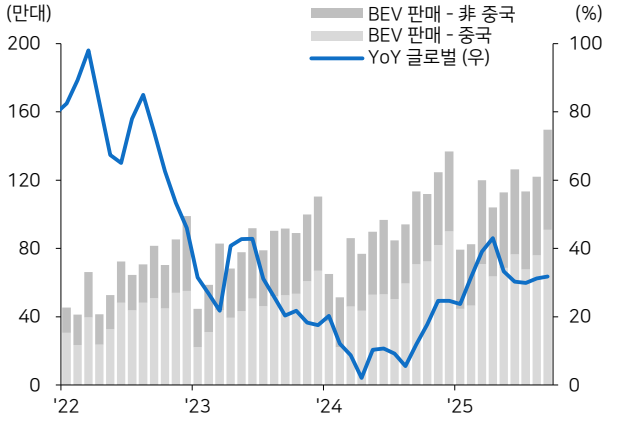

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 **전세계 리튬 Capa YoY % '24년 +31.0%, '25년 +31.2%, '26년 +22.1%**




자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 **월별 글로벌 BEV 판매 성장률, 중국 중심 판매 확대로 +30% YoY 상회**




자료: 메리츠증권 리서치센터

**Compliance Notice**

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.