

철강/금속

AI · 데이터센터를 언급하지 않고, 관세 · TC · 황산으로 구리 가격 생각해보기

철강/비철금속

Analyst 장재혁

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

RA 김아현

ahyun.kim@meritz.co.kr

구리 가격, 4가지 경로에서 동시에 상승 압력

Meritz Research 2026. 8. 6

1. 미국 관세

- 현재 COMEX 구리 프리미엄은 글로벌 벤치마크(LME) 대비 +3.35%
- 미 상무부가 제안한 15% 관세를 적용하면 현재 프리미엄 대비 추가 가격 격차는 약 11.65%까지 확대 가능. 선수요 고려 시 상승압력 더욱 강하게 나타날 가능성.

2. 황산 가격 급등, 구리 생산비용 상승

- 러-우 전쟁, 중동 전쟁으로 인한 황 및 황산 공급부족이 러시아와 중국의 수출통제로 이어져 황산 가격 급등
- 글로벌 구리 공급량의 17%는 SX-EW 공정으로, 황산이 핵심 투입원재료

3. 귀금속 가격 하락, 제련소 수익성 부담 및 하반기 가동률 축소 가능성

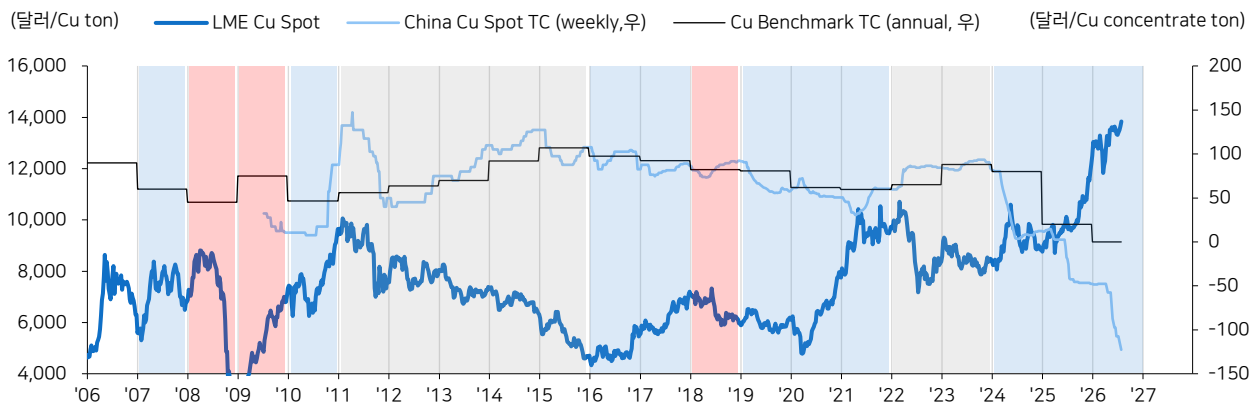
- 마이너스 TC 환경에서, 제련소 수익원은 금/은/황산 등 부산물로 전환
- 금/은 가격이 하락한 현재, 제련소는 가동률 하향을 통한 비용관리 국면 진입가능

4. 2027 Benchmark TC 협상, 통계적인 구리 상승 시그널

- 지난 19년간 Benchmark TC가 하락한 해, 구리 가격은 80% 확률로 상승
- 올해 연말 Benchmark TC 협상 시즌을 앞두고 구리 가격의 상방 압력 유효

Overweight

그림1 급락한 Spot TC, 가장 분명한 구리 가격 상승의 동행지표
급락할 Benchmark TC, 가장 분명한 구리 가격 상승의 선행지표



주: 파란색 음영-Benchmark TC YoY 하락, 구리 가격 상승 시기, 회색 음영-Benchmark TC YoY 상승, 구리 가격 하락 시기

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. 미국 정련동(refined copper) 관세는 언제나 살아있는 변수

관세 불확실성 자체가 현재 가격 수준에서는 상방 압력

미국은 지난 2025년 2월 무역확장법 232조에 근거, 구리 수입에 대한 조사를 시작했다. 이후 2025년 8월 구리 반제품과 구리 집약 파생제품에는 관세를 부과했지만, 정련동에 대한 최종 결정(2027년 15%, 2028년 30% 단계적 관세 부과 여부)은 남겨두었다. 구체적 사항과 타임라인은 <표1>과 같다.

2027년과 2028년의 세율은 아직 확정된 관세가 아니라 미국 상무부가 제안한 단계적 관세안이다. 그러나 시장 참여자들은 최종 결정 이전에 구리를 미국으로 선적해 관세 부과 가능성에 대비하고 있다. 관세가 부과되면 미국 내 높은 가격으로 판매할 수 있고, 관세가 지연되더라도 미국 가격 프리미엄을 이용한 차익거래가 가능하다. 그리고 미국의 재고 축적은 미국 외 지역의 공급 감소를 의미한다.

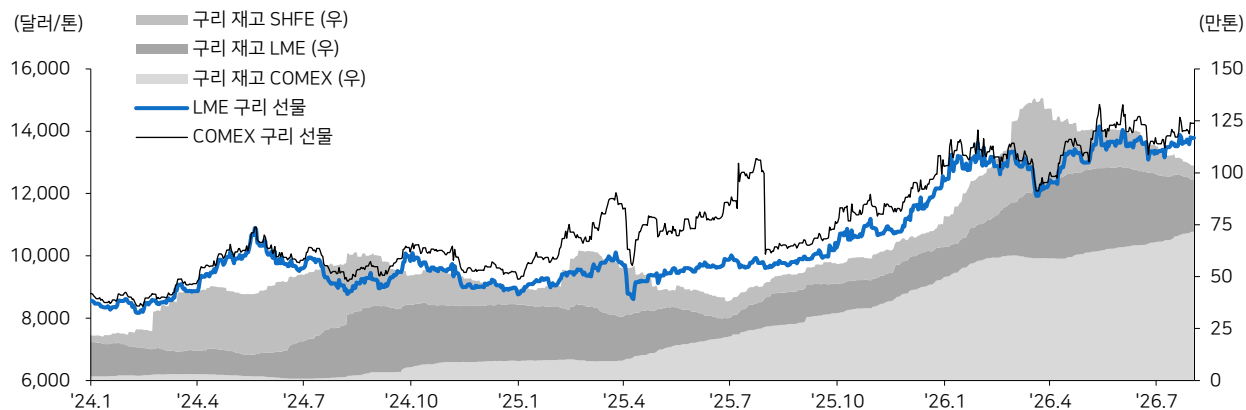
7/31 기준 LME 구리 현물가(글로벌 벤치마크)는 13,791\$/t, COMEX 구리 현물가(미국 가격)는 14,254\$/t, COMEX 구리 프리미엄은 463\$/t으로 약 3.35%였다. 미 상무부가 제안한 15% 관세를 적용하면 현재 프리미엄 대비 추가 가격 격차는 약 11.65%까지 확대될 수 있다. 관세 부과를 실제로 결정한 이후 선수요 등을 고려하면 상승 압력은 더욱 강하게 나타날 가능성도 있다.

표1 미국 구리 수입 조정 포고문(Proclamation)과 관련 Factsheet 내용 기반 정리

Timeline	2025년 2월 조사 개시 → 2025년 8월 구리 반제품 등에 50% 관세 적용 → 2026년 4월 적용 대상과 과세 기준 확대 → 2026년 6월 30일 정련동 시장 검토 기한 → 2027년 1월 15%, 2028년 1월 30% 관세 부과 가능성		
항목	품목 예시	상태(확정/미확정)	세부 내용
반제품 구리 제품 (semi-finished copper products)	Copper pipes, wires, rods, sheets, tubes	확정	- 50% 관세 (구리 함량에만 적용) - 2025년 8월 1일 발효 - 자동차 관련 시 자동차 232 관세 우선.
구리 집약 파생 제품 (intensive copper derivative products)	Pipe fittings, cables, connectors, electrical components	확정	- 50% 관세 (구리 함량에만 적용) - 2025년 8월 1일 발효 - 非구리 함량은 별도 상호 관세 적용
구리 재료 (copper input materials)	Copper ores, concentrates, mattes, cathodes, anodes	확정 (면제 + 국내판매의무)	- 관세 제외 (232 및 상호 관세 적용 안 함) - 국내 판매 요구: 2027년 25% 시작, 2028년 30%, 2029년 40%로 증가 - (DPA 기반 구현 확정).
고품질 구리 스크랩 (high-quality copper scrap)	High-quality Cu waste/scrap	확정 (면제 + 국내판매의무)	- 관세 제외 - 국내 판매 요구: 25% 국내 판매 의무 (2027년 시작) - 수출 통제: 수출자 라이선스 요구
정련동(정제 구리) (refined copper)	Refined copper (e.g., cathodes)	미확정	- 단계적 관세: 2027년 1월 1일부터 15%, 2028년 1월 1일부터 30% - 2026년 6월 30일 보고 후 대통령 결정 (시장 평가에 따라 변경 가능)

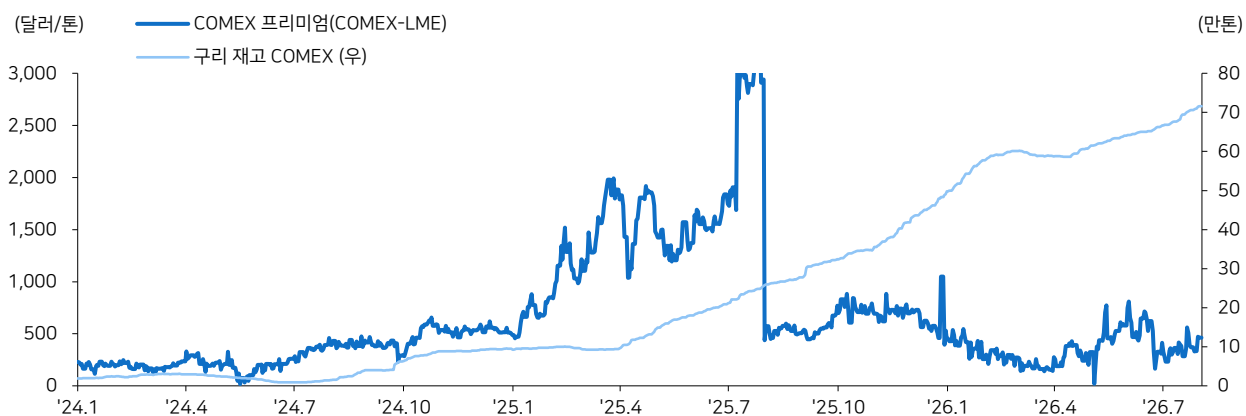
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 구리 가격, 역사적 신고가 다시 근접. 글로벌 재고 흐름은 SHFE, LME에서 COMEX로



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 COMEX 프리미엄 소폭 반등 시도 중



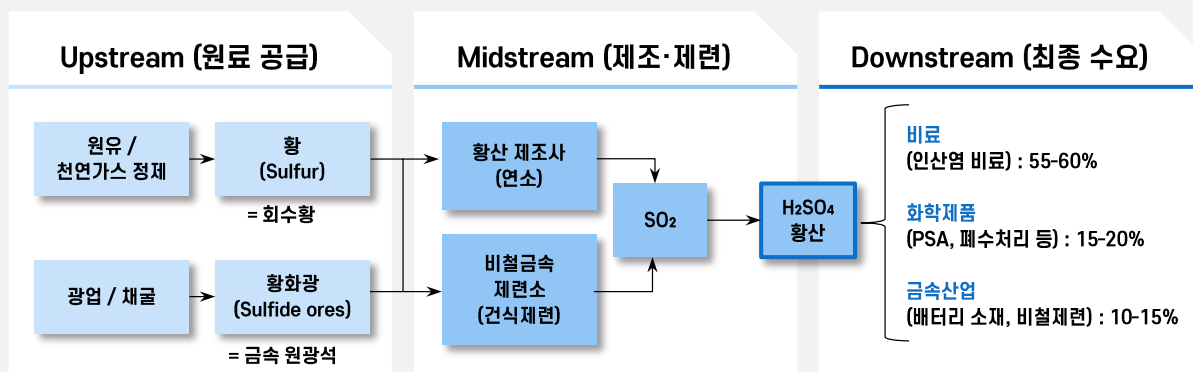
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 광산 공급차질: 두 전쟁의 나비효과가 광산 공급차질로 이어지는 이유, 황산

러시아-우크라이나 전쟁과 중동 전쟁, 이 두 전쟁이 황산 가격의 급등으로 이어지고, 결국 구리 생산비용을 상승시켜 공급제약 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

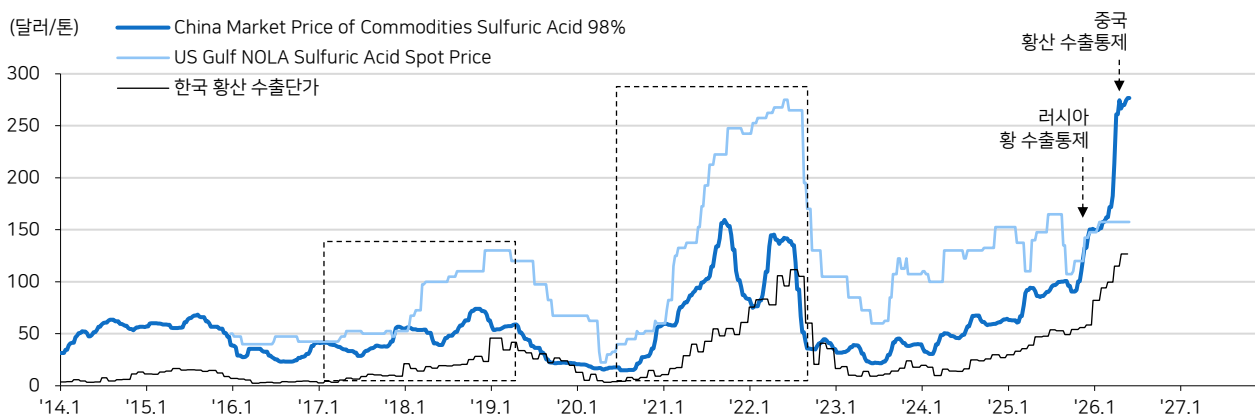
먼저, 황산 시장의 구조부터 이해할 필요가 있다. 글로벌 황산 공급은 연간 약 2.6억톤, 국제무역량은 약 2,000만톤 내외 수준이다. 정유·천연가스 처리시설에서 황화수소를 제거하는 과정에서 황을 회수, 추가 공정을 거쳐 황산(H_2SO_4)으로 생산되는 유형의 비중이 60~70%이며, 나머지 20~30%는 황화광을 처리하는 건식제련소가 부산물 황산의 형태로 공급한다. 즉 정유·가스처리시설이 멈추면 휘발유·경유뿐 아니라 회수 황 생산도 함께 감소한다. 과거 2018~2019년, 2021~2022년의 황산 사이클의 주된 원인은 중국 제련소 공급량에 따른 수급 변화로 추정한다. 반면, 현재는 전쟁으로 가스처리 부산물 황 공급 훼손이 주요국 수출통제로 이어져 발생한, 시장이 경험하지 못한 유형의 사이클이다.

그림4 황산 밸류체인



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 황산 가격 신고가 지속 중

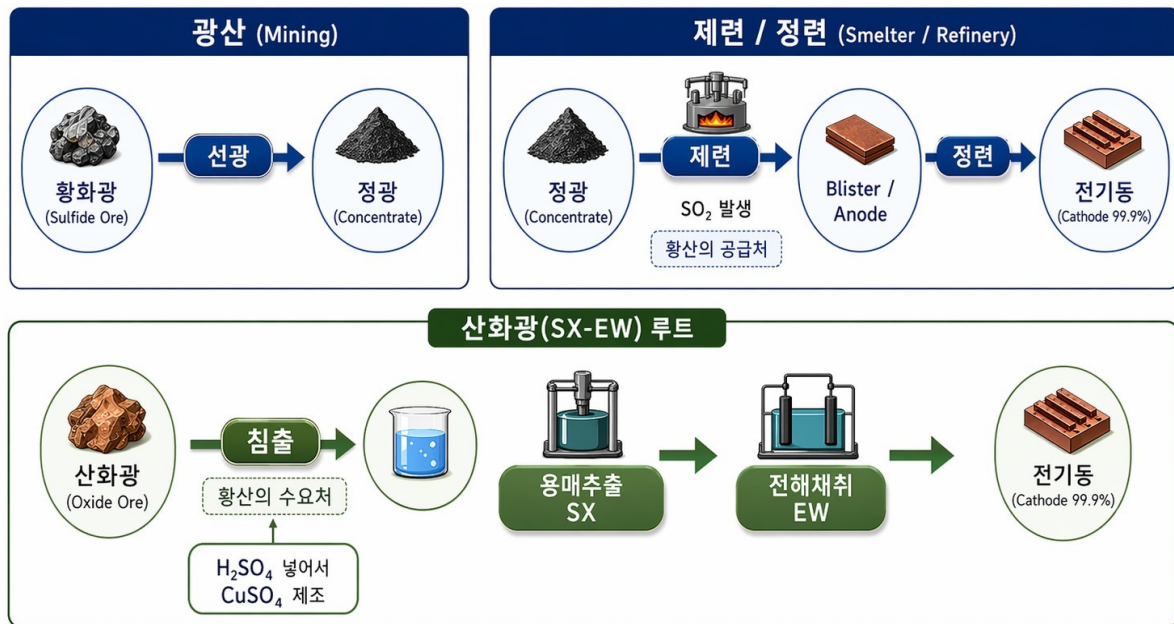


자료: Bloomberg, KITA, 메리츠증권 리서치센터

러시아는 2025년 11월초 정부령 제1730호로 액상·과립·괴상 등 기술용·산업용 황의 수출을 금지했고, 2026년 6월 정부령 제785호로 이를 2026년 12월 31일까지 연장했다. 명분은 인산비료 생산과 식량안보를 위한 국내 황 공급 안정이다. 중국은 2026년 5월, 제련소 부산물 황산 중심의 산업용 황산 수출을 중단했다. 부족해진 황 원료를 대체하기 위해 제련 부산물 황산을 국내에 남긴 조치로 해석된다. 이에 따라 중국의 황산 수출은 2025년 연간 465만톤에서 1Q26 52.8만톤, 2Q26 25.6만톤으로 급감, 6월에는 0.1만톤으로 사실상 중단되었다.

황산은 구리 제련의 부산물이지만, 동시에 구리 생산의 원재료다. 건식제련소는 SO_2 를 회수해 황산을 공급하지만, 산화광 SX-EW 공정은 황산으로 구리를 침출해 전기동을 만드는 황산의 수요처다. SX-EW에서 황산은 대체 가능한 보조재가 아니라 공정 자체를 성립시키는 핵심 투입재이며, 글로벌 구리 생산에서 SX-EW가 차지하는 비중은 약 17%다. 황산은 통상 연간계약으로 조달되는 원료이기에 상반기는 기계약 물량과 재고로 버텼을 수 있다. 다만, 재고가 소진되고 계약 갱신이 도래하는 시점에도 황산 공급불안이 유지되어 높은 가격이 형성되어 있다면, 현재의 황산 시세가 글로벌 구리 생산량 17%의 원가와 가용성에 직결된다.

그림6 황산의 공급처인 전통 건식제련, 황산의 수요처인 신식 습식제련(SX-EW)



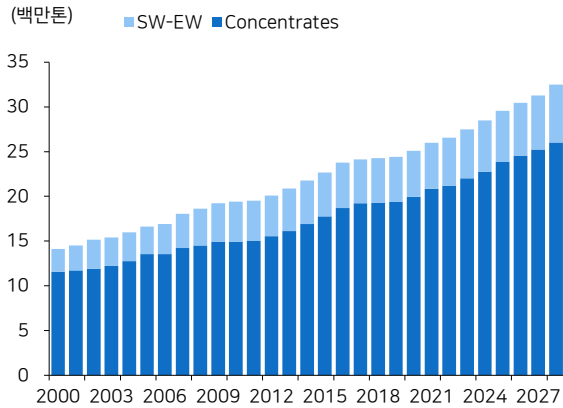
자료: 메리츠증권 리서치센터

문제는, 중국과 러시아의 수출통제 해제의 조건이 단기간 내 충족되기 어려워 보인다. 중국의 수출 재개에는 황 황만재고의 충분한 수준(150~200만톤) 회복, 중동산 황 선적의 전쟁 이전 수준 정상화(주요 터미널 1~2개월 정상 가동 지속), 제련소 내 황산 재고 누적, 봄철(3~5월)에 이은 가을(9~11월) 비료 성수기 종료와 동절기 비축재고 확보가 모두 필요해, 긍정적으로 봐도 3~6개월 이상이 소요될 것으로 보인다.

러시아의 수출통제 해제는 더욱 오래 걸릴 것으로 예상된다. 전쟁으로 피격된 정유 및 가스처리시설 영향으로 관련 제품 생산량이 YoY 감소 중이다. 최근까지도 러시아 최대 정유소 옴스크가 피격되는 등 우크라이나의 공격이 지속되고 있다.

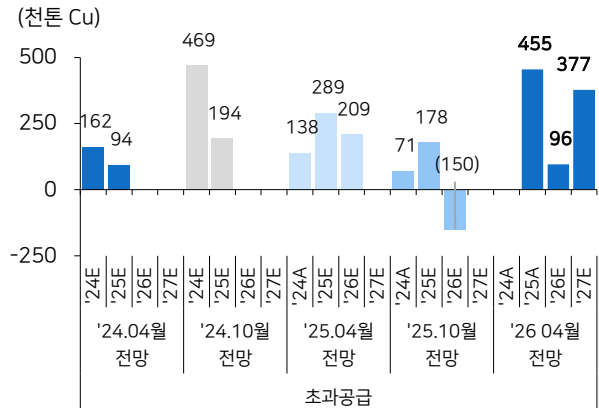
결론적으로 높은 수준의 황산 가격이 하반기에도 유지될 것으로 예상되며, 이 경우 고원가 SX-EW 공정의 대규모 공급충격에 따라 구리 가격의 상승 압력을 전망한다.

그림7 글로벌 구리 생산 중 약 17%는 황산 투입 공정



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

그림8 글로벌 구리 초과수요/공급량, 20~50만톤 규모



자료: ICSG, 메리츠증권 리서치센터

3. 제련소 공급차질: 부산물 수익성이 흔들리는 순간, 생존을 위한 감산

TC가 급락했고, 제련소는 올해 구리를 만들어 돈을 번 적이 없다?

TC/RC(제련수수료/정련수수료)는 제련소가 광산으로부터 정광을 구매할 때 시장 가격 대비 ‘할인받는 금액’이다. 달리 말하면, 광산업체가 제련소에게 정광을 처리해주는 대가로 지급하는 금액으로도 볼 수 있다. 그런데 구리 정광의 올해 Benchmark TC는 0 \$/t, Spot TC는 -120 \$/t 수준이다. 제련소가 광산으로부터 정광을 구매할 때 오히려 웃돈을 주면서 정광을 확보하고 있다는 의미다. 표면적으로는 제련소가 생산을 지속할 이유가 없다.

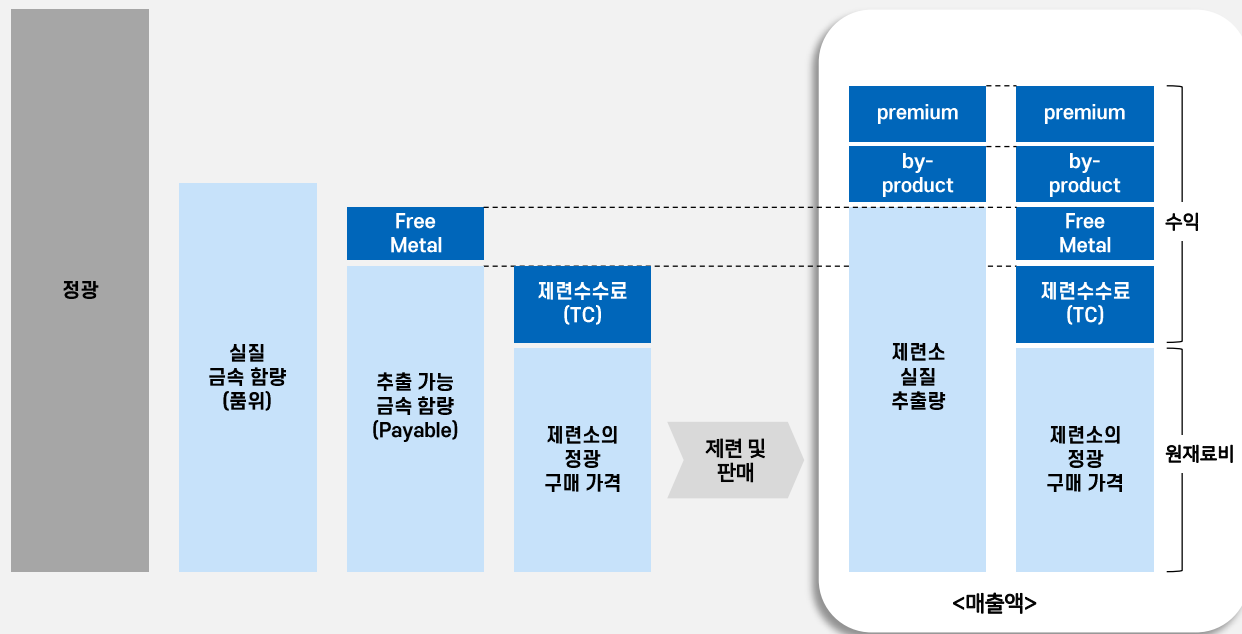
그러나 제련소의 실제 수익구조는 TC만으로 결정되지 않는다. 구리 정광에 포함된 금과 은을 회수해 판매할 수 있고, 제련 과정에서 발생하는 이산화황을 황산으로 전환해 부가수익을 얻을 수 있다. 정광 계약상 회수율과 실제 회수율의 차이에서 발생하는 Free Metal, 금·은·동의 원가-판가 발생시점 간 시장가격 시차에서 발생하는 Metal Gain, 그리고 황산 판매 등 부산물 수익이 제련소 이익을 구성한다.

상반기까지 가동률이 유지된 이유도 여기에 있다. 금·은·황산 등 부산물 가격 강세다. 중국 제련업체는 마이너스 TC에도 불구하고 10년래 최고 수준의 이익을 기록했고, LSMnM 또한 1Q26 역사적 최고 수준의 영업이익을 기록했다. 구리를 만들고 싶지 않아도(동제련 본업은 적자여도) 부산물로 돈을 버는 기형적 균형이 유지됐던 것이다.

이 균형의 전제는 부산물 가격이다. 금·은 가격이 반등 없이 정체되거나 조정될 경우 제련소는 다시 손익분기 하회 구간에 진입하며, 가동률 하향을 통한 비용관리 국면으로 전환한다. 즉 정련동 생산이 감소한다.

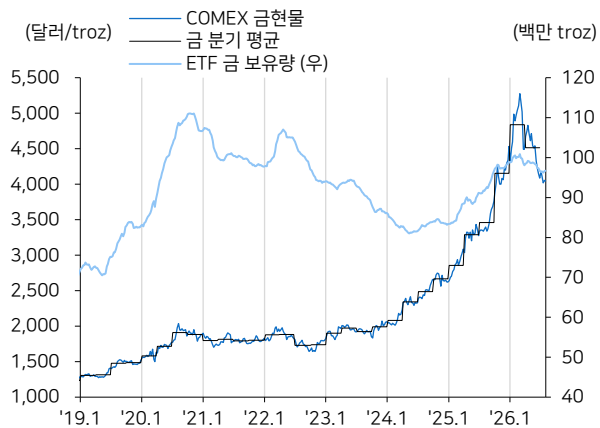
비용관리 국면에서 제련소들이 어떤 선택을 하는지는 이미 목도한 바 있다. 중국 제련소 연합(CSPT)의 제련물량 감축을 무기로 한 글로벌 광산업체와의 협상력 줄다리기가. CSPT는 2025년 11월 28일 회의에서 2026년 제련능력 가동 10% 이상 감축에 합의한 바 있다. 올해 연말에도 급락한 금·은 가격으로 제련소 수익성이 저조할 경우, 유사한 움직임을 예상할 수 있다.

그림9 제련소 영업이익, 1) TC 2) Free Metal 3) by-product(부산물) 4) premium 5) metal gain 의 함수



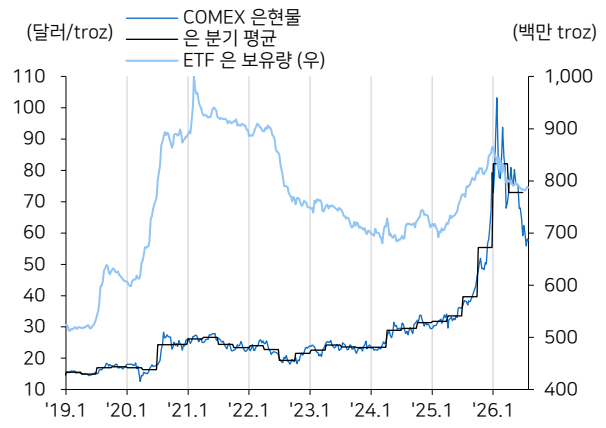
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 은 가격 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

4. 연말 Benchmark TC 협상 시기의 통계적 접근

Benchmark TC가 하락 협상되는 해, 구리는 83.3% 확률로 상승

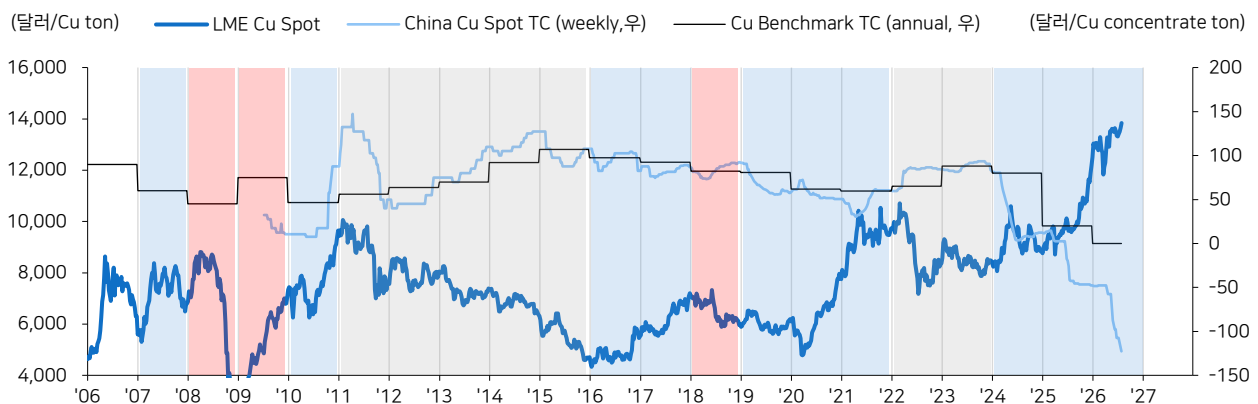
매년 연말-연초 Antofagasta 등 대형 광산업체와 중국 제련소(CSPT)는 이듬해 정광 거래를 위한 Benchmark TC를 협상한다. Benchmark는 본질적으로 그 해의 Spot TC를 후행한다. 협상 테이블에 스팟 시장이 영향을 많이 미치기 때문이다.

2024년 상반기 Spot TC는 연초 80\$/t에서 0\$/t로 급락했고, 그 결과 2024년 말 타결된 2025년 Benchmark TC는 20\$/t 수준(전년 80\$/t 대비 -60\$/t)으로 폭락했다. 이후 구리 가격은 2025년 연초 9,000달러에서 연말 13,000달러 수준으로 급등했다. Spot TC 급락 → Benchmark 하락 → 이듬해 구리 급등의 순서이다.

2026년 현재, 2024년과 동일한 패턴이 진행 중이다. 연초 -50\$/t 수준이던 Spot TC는 최근 -120\$/t를 하회하며 역사적 저점을 경신 중이다. 2026년 Benchmark TC는 사상 최저인 0\$/t(vs. 2025년 20\$/t)으로 타결됐는데, Spot TC와의 괴리가 120달러 이상으로 사상 최대 수준이다. Benchmark가 Spot을 후행한다면, 2027년 Benchmark TC는 재차 폭락할 가능성이 매우 높다.

2007~2026년, Benchmark TC가 전년 대비 하락한 해는 12회 관찰되었으며, 이중 연초 대비 연말 구리 가격이 상승했던 해는 10회 관찰되었다. 특히 TC 하락폭이 보다 크게 움직였던 해(2010년, 2020년, 2025년)에는 구리 가격의 급등 패턴이 관찰되었다. 2027년의 Benchmark TC 하락폭이 매우 클 것으로 예상되는 만큼, 구리 가격의 상승 가능성 또한 높을 것으로 판단한다.

그림12 급락한 Spot TC, 가장 분명한 구리 가격 상승의 동행지표
급락할 Benchmark TC, 가장 분명한 구리 가격 상승의 선행지표



주: 파란색 음영-Benchmark TC YoY 하락, 구리 가격 상승 시기, 회색 음영-Benchmark TC YoY 상승, 구리 가격 하락 시기

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구리 밸류체인 투자에 긍정적 요인

2025년 4분기부터 최근까지 이어진 구리 가격 상승으로, 풍산·대한전선 등 구리 메탈게인 효과가 이익에 반영되는 유형의 업체들은 상반기 호실적을 기록했다. LS MnM 같은 제련소 역시 상반기 호실적을 기록할 전망이다.

본 보고서에서 살펴봤던 것처럼, 현재는 1) 미국 구리 관세, 2) 황산 가격 상승으로 인한 광산 생산차질 예상, 3) 귀금속 가격 하락으로 인한 제련소 감산가동 우려, 4) 2027년 Benchmark TC 하락을 근거로 한 가격 상승까지, 네 가지 경로가 동시에 작동하고 있다. 관세와 연말 협상 이벤트는 단기 가격을, 광산·제련발 공급 차질은 중기 수급을 조이는 변수라는 점에서, 단기와 중기의 구리 가격이 모두 상승압력을 받을 것으로 예상된다.

수혜의 범위도 넓게 볼 필요가 있다. 메탈게인·부산물 효과를 누리는 업체들뿐 아니라, 미국 내 구리 또는 구리를 원재료로 하여 생산된 제품(전선 등)의 생산설비 또는 재고를 보유한 업체들도 수혜라고 생각한다. 관세는 미국 내 가격 프리미엄을 구조화하는 변수이므로, 관세 장벽 안쪽에 있는 설비와 재고는 그 자체로 가치가 재평가되기 때문이다.

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 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.