

철강/금속

구리 TC(제련수수료) "급락할게~"

구리 가격: "올라갈게~"

철강/비철금속

Analyst 장재혁

jaehyeok.jang@meritz.co.kr

안녕하세요, 메리츠증권 장재혁입니다. 지난 8/5 발간자료 [〈AI·데이터센터를 언급하지 않고, 관세·TC·황산으로 구리 가격 생각해보기〉](#)에 이어, 최근 Spot TC 급락과 관련해 구리 밸류체인(광산-제련소) 및 구리 가격 전망 업데이트 드립니다.

Meritz Research 2026. 8. 24

Overweight

TC(제련수수료) 이해하기

- 광산 업체: 광석을 채굴해 구리 품위 20~30% 수준의 '정광'을 생산·판매
- 제련소: 광산으로부터 '정광'을 매입해 전기동(구리 품위 99.9% 이상)을 생산·판매
- 제련소는 광산에 '정광에 포함된 구리 가치에서 TC를 차감한 금액'을 지급
- TC 하락은 정광을 매입하려는 제련소 수요 대비 광산 정광 공급 부족을 의미

구리 Spot TC, 8/14 -227.5\$/t까지 급락

- 8월 초 DRC(공고)의 구리·코발트 정광 수출 제한이 직접적인 계기
- 보다 근본적 문제는 정광 공급 증가가 제련 Capa 확대를 따라가지 못하는 점
- 높은 부산물 가격(황산·금·은)이 제련소의 수익성을 보완하면서 '광산 공급차질 → 정광 부족 → TC 하락 → 제련소 감산'으로 이어지는 정상적인 조정 과정을 지연
- 결과적으로 정광 수급 불균형이 장기화되며 Spot TC가 비정상적인 수준까지 하락
- 부산물 부가가치 감소할 경우 이는 제련소발 구리 공급 축소 리스크

구조적 광산 공급부족, 40년간 이어진 TC 계약구조까지 변화

- 주요 구리 광산 업체 생산량은 1Q26 -4.6% YoY, 2Q26 -5.6% YoY로 감소
- 2027년 TC 계약부터 기존 Benchmark 중심 구조에서 Spot Index에 일부 연동하는 방식이 도입되는 중
- 2026년 Benchmark TC는 이미 0\$/t까지 하락, 현재 Spot TC는 -227.5\$/t로 격차 확대
- 이에 따라 2027년 Benchmark TC 역시 추가 하락 조정될 가능성이 높다고 판단

결론은 한 가지, 'TC 하락, 구리 가격 상승'

- '88~'25년 데이터, TC와 구리 가격의 역방향 움직임(연간) 확률은 72.2%
- 2013~2025년에는 해당 확률 92.3%까지 상승, 최근 역의 상관관계 뚜렷

구리 가격 상승의 직접 수혜는 해외 광산, 국내에는 간접 수혜주 존재

- 광산: Southern Copper(SCCO), Freeport-McMoRan(FCX), Trekor Metals(TGB)
- 구리 광산 ETF: COPX, COPP, COPJ, ICOP
- 국내 간접 수혜주: 풍산, 가온전선, 대한전선, LS에코에너지, LS

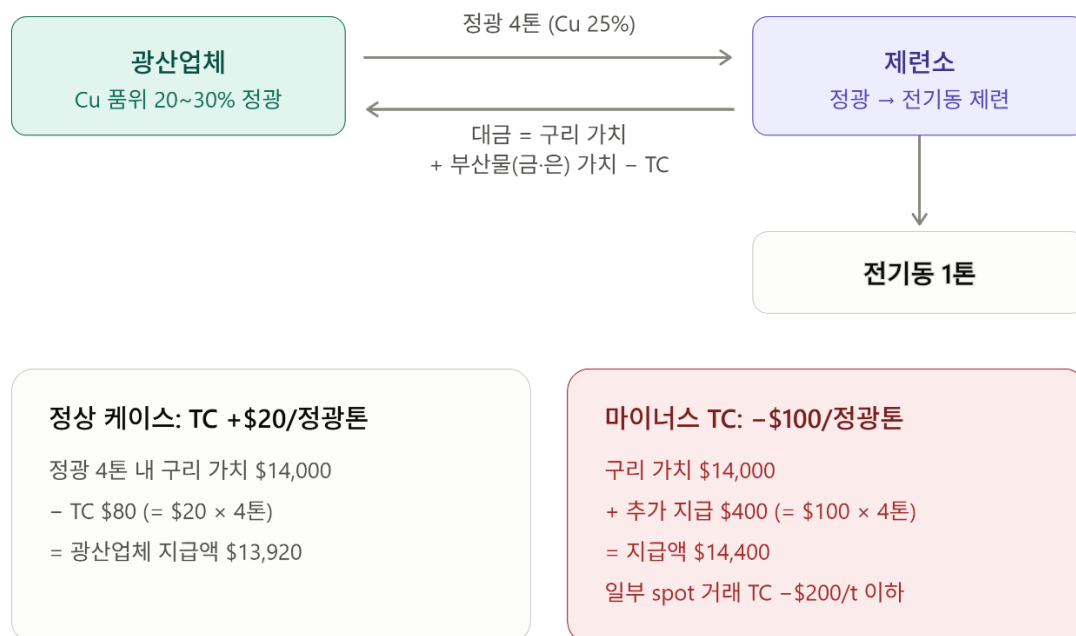
구리 정광 부족이 만든 마이너스 TC

구리 제련업의 핵심 원료는 구리 정광(copper concentrate)이다. 광산에서 채굴한 광석을 선별·농축해 구리 품위(Cu grade)를 약 20~30%까지 높인 것이 정광이며, 제련소는 이를 받아 순도 높은 전기동으로 만든다. 이 과정에서 광산업체가 제련소에 지급하는 제련수수료가 TC(Treatment Charge)다. 따라서, TC가 낮아진다는 것은 정광을 사고 싶어 하는 제련소에 비해 정광 공급이 부족하다는 의미이다.

거래 구조를 숫자로 이해해보자. 구리 품위 25%의 정광을 가정하면, 전기동 1톤을 생산하기 위해 정광 약 4톤이 필요하다. 제련소가 광산에게 지급하는 정광 가격은 단순화하면 [정광에 포함된 구리 가치에서 TC를 차감한 금액]이다. 구리 가격이 \$14,000/t, TC가 \$20/t이라면, 정광 4톤에 포함된 구리 가치는 \$14,000이며, 제련소가 확보하는 TC는 \$80(=\$20×4t)이다. 따라서 제련소가 구리 1톤을 생산하게 위해 광산업체에 지급하는 원재료 가격은 \$13,920이 된다.

결국, TC가 낮아진다는 것은 정광을 사고 싶어하는 제련소에 비해 정광 공급이 부족하다는 의미다. 최근에는 이 TC가 마이너스를 넘어 -\$200/t 이하에서 거래되는 사례까지 등장했다. 구리 가격 이전에 구리 원료 시장에서 공급 부족이 극단적으로 나타나고 있다.

그림1 제련소와 광산 업체의 거래 구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

구리 Spot TC - \$200 시대

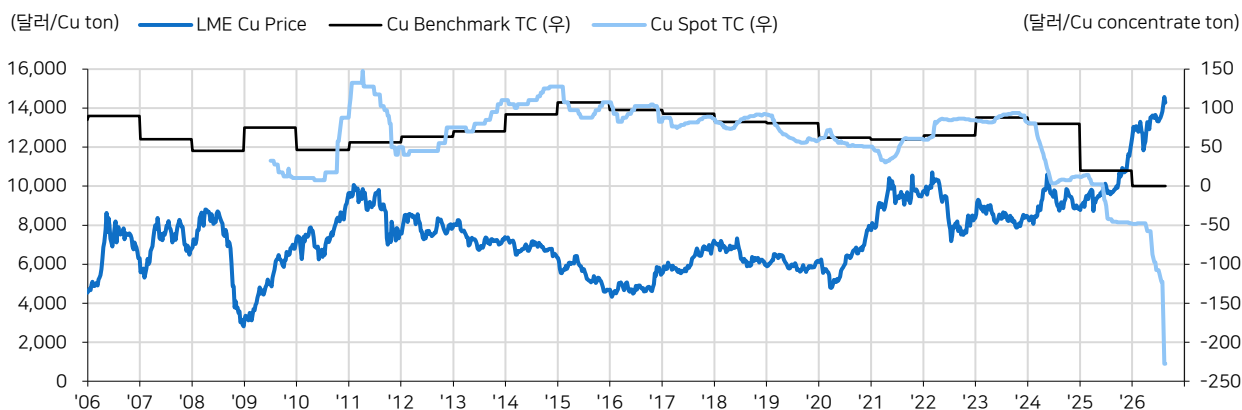
올해 들어 구리 정광 Spot TC 하락이 가속 중인 가운데, 최근 중국 Spot TC가 재차 큰 폭으로 급락했다. 동시에 구리 가격은 \$14,000/t을 상회, 역사적 신고가 부근으로 상승했다. 직접적인 촉매는 DRC의 구리·코발트 정광 수출 제한 이슈였다. 8월 초 관련 조치가 알려지자 이미 타이트했던 정광 시장의 공급 우려가 확대됐고, Spot TC는 -\$170/t 부근까지 하락했으며 일부 거래와 광산 입찰에서는 -\$200~-240/t까지 내려갔다.

다만 DRC 이슈만으로 최근의 극단적인 TC 하락을 설명하기는 어렵다. 중국의 DRC산 정광 의존도가 높지 않고, 현지에서도 자체 제련 비중이 확대되고 있기 때문이다. DRC는 TC 급락의 촉매였을 뿐, 근본적인 문제는 글로벌 정광 공급 증가가 제련설비 증가를 따라가지 못하고 있다는 점이다.

Grasberg와 Kamoakakula 등 주요 광산의 생산 회복이 예상보다 지연되는 반면, 중국을 중심으로 신규 제련 Capa는 계속 증가해 왔다. 여기에 광산에서 생산된 정광 중 상당 부분이 현지 자체 제련소에서 소비되면서 국제 Spot 시장에 실제로 유통되는 물량은 더욱 부족해졌다.

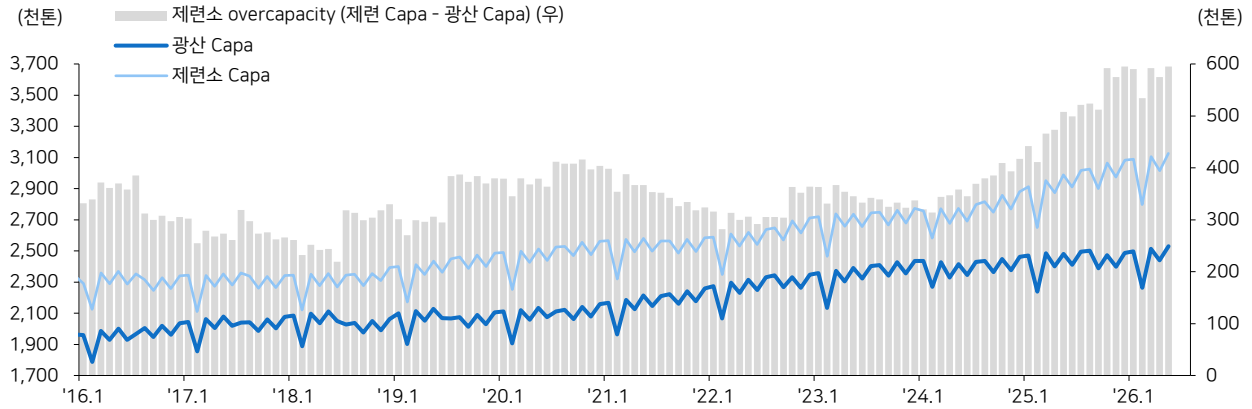
높은 황산 가격도 수급 조정을 늦추고 있다. 제련소는 구리를 제련하는 과정에서 황산을 부산물로 생산하는데, 최근 황산 가격이 높게 유지되면서 마이너스 TC에서도 정광을 구매할 수 있는 여력이 커졌다. 결국 [광산 공급 차질 → Spot 정광 부족 → TC 하락 → 제련소 감산]으로 이어져야 할 조정 과정이 지연되며, TC가 비정상적으로 낮은 수준에 머물고 있는 것이다.

그림2 중국 구리 Spot TC, 8월 14일 -227.5 달러/톤 수준으로 급락, 8월 21일 같은 수준 유지



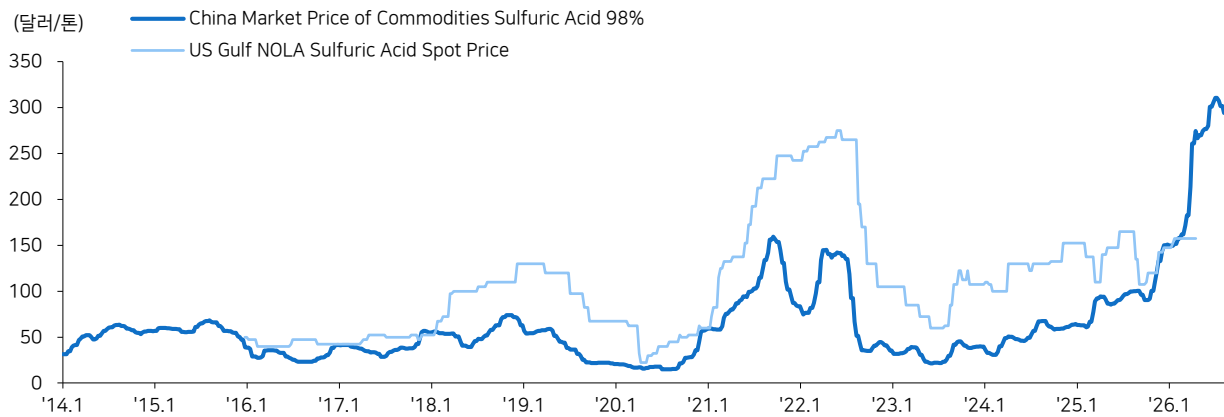
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 제련소 Capa 증설로 글로벌 광산 생산능력 대비 제련소의 상대적 Capa 과잉 규모가 확대



자료: ICSG, WIND, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중국의 황산 수출통제, 러시아의 황 수출통제로 황산 가격 신고가 부근



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구리 광산 생산 차질과 후유증 지속 중

정광 공급 부족은 단순한 우려가 아니라 주요 광산업체의 실제 생산량 감소로 확인되고 있다. 1H26 주요 업체 생산량을 보면 Freeport-McMoRan -20.9% YoY, Codelco -11.1%, Antofagasta -9.5%, BHP -5.9%를 기록했다. 특히 Kamoakakula를 운영하는 Ivanhoe Mines는 생산량이 전년 대비 44.6% 감소했다.

가장 큰 공급차질은 Grasberg와 Kamoakakula에서 발생했다. Grasberg는 2025년 9월 대규모 mud rush 사고 이후 장기간 생산이 중단됐으며, 2026년 3월 말부터 일부 생산구역의 재가동을 시작했다. 그러나 Freeport는 Grasberg의 생산능력이 2H26에도 정상 수준의 약 65%, 2027년 중반 80% 수준에 그치고 2027년 말에야 완전 정상화에 근접할 것으로 예상하고 있다. 이 영향으로 Freeport의 1H26 구리 생산량은 65.7만톤으로 전년 대비 20.9% 감소했다.

Kamoakakula 역시 2025년 5월 지진성 암반사건 이후 채굴 차질이 이어지고 있다. 1H26 생산량은 13.6만톤으로 전년 대비 44.6% 감소했으며, 저품위 재고광 투입과 지하 채굴 정상화 지연이 생산량을 제한하고 있다. 자체 제련소도 원료 부족으로 설계능력의 약 60% 수준에서 가동 중이며, Ivanhoe는 2026년 생산 가이드نس를 기존 29만~33만톤에서 29만~31만톤으로 축소했다.

차질은 두 광산에 국한되지 않는다. Codelco의 El Teniente는 2025년 7월 암반 붕괴 사고 이후 일부 생산구역의 정상화가 지연되며 1Q26 생산량이 전년 대비 26% 감소했다. BHP는 Escondida의 계획된 품위 하락과 Spence의 복잡한 광석 처리 및 회수율 문제로 상반기 생산량이 감소했고, Antofagasta의 Los Pelambres도 낮은 품위와 처리량, 정광 파이프라인 정비의 영향을 받았다. Newmont 역시 4월 Cadia 지진으로 2Q26 구리 생산량이 전분기 대비 43% 감소했다.

결국 최근 정광 공급 부족은 특정 광산 한두 곳의 일회성 사고라기보다 대형 광산의 복구 지연, 품위 하락, 회수율 저하와 비계획 가동중단이 동시에 발생한 결과다. 일부 광산은 하반기부터 생산 회복을 예상하고 있지만, Grasberg와 Kamoakakula처럼 정상화에 상당한 시간이 필요한 대형 광산도 있어 정광 수급이 단기간에 크게 완화되기는 어려운 상황이다.

표1 주요 구리 광산 업체 생산량 추이, 2Q26 생산량 YoY -5.6% 감소, 1H26 생산량 또한 YoY -5.1% 감소

기업	1Q25 (Cu kt)	2Q25 (Cu kt)	3Q25 (Cu kt)	4Q25 (Cu kt)	1Q26 (Cu kt)	2Q26 (Cu kt)	1Q26 YoY %	1Q26 QoQ %	2Q26 YoY %	2Q26 QoQ %	1H26 YoY %
BHP	513.4	516.2	493.6	490.5	476.8	491.9	-7.1%	-2.8%	-4.7%	+3.2%	-5.9%
Freeport-McMoRan	393.7	436.8	413.7	290.3	300.3	356.5	-23.7%	+3.4%	-18.4%	+18.7%	-20.9%
Codelco	295.5	338.1	303.6	397.2	271.6	292.4	-8.1%	-31.6%	-13.5%	+7.7%	-11.0%
MMG	118.2	140.4	127.0	121.2	128.7	137.8	+8.9%	+6.2%	-1.9%	+7.1%	+3.1%
Zijin Mining	287.6	279.3	263.1	255.2	259.2	274.8	-9.9%	+1.6%	-1.6%	+6.0%	-5.8%
Southern Copper	240.2	239.0	234.9	242.2	230.5	230.7	-4.0%	-4.8%	-3.5%	+0.1%	-3.8%
Glencore	167.9	176.0	239.6	268.1	199.6	197.4	+18.9%	-25.6%	+12.2%	-1.1%	+15.4%
Anglo American	168.9	173.3	183.5	169.5	170.4	173.2	+0.9%	+0.5%	-0.1%	+1.6%	+0.4%
KGHM	169.2	174.8	182.4	183.6	175.9	175.1	+4.0%	-4.2%	+0.2%	-0.5%	+2.0%
Antofagasta	154.7	160.1	161.8	177.0	143.0	142.0	-7.6%	-19.2%	-11.3%	-0.7%	-9.5%
First Quantum	99.7	91.1	104.6	100.4	96.5	100.5	-3.2%	-3.9%	+10.3%	+4.1%	+3.2%
CMOC	170.6	183.0	189.8	197.8	187.9	200.1	+10.1%	-5.0%	+9.3%	+6.5%	+9.7%
Rio Tinto	209.8	228.5	204.4	240.3	228.6	213.2	+9.0%	-4.9%	-6.7%	-6.7%	+0.8%
Ivanhoe Mines	133.1	112.0	71.3	69.4	71.4	64.3	-46.4%	+2.9%	-42.6%	-9.9%	-44.6%
Teck Resources	106.1	109.1	104.1	134.2	140.0	135.9	+32.0%	+4.3%	+24.6%	-2.9%	+28.2%
Lundin Mining	74.7	77.6	85.0	85.1	79.9	76.9	+7.0%	-6.1%	-0.9%	-3.8%	+3.0%
Hudbay Minerals	31.0	30.0	24.2	33.1	27.9	28.3	-10.0%	-15.7%	-5.7%	+1.4%	-7.9%
Capstone Copper	53.8	57.4	55.3	58.3	48.0	51.8	-10.8%	-17.7%	-9.8%	+7.9%	-10.3%
Newmont	35.0	36.0	35.0	29.0	30.0	17.0	-14.3%	+3.4%	-52.8%	-43.3%	-33.8%
Total	3,423.1	3,558.7	3,476.9	3,542.4	3,266.2	3,359.8	-4.6%	-7.8%	-5.6%	+2.9%	-5.1%

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표2 1H26 주요 광산 업체 생산차질 Timeline

발생일	업체명	해당 광산/ 해당 설비	국가	생산 능력 (kt/y)	상세내용
25/5/18	Ivanhoe Mines	Kakula Mine	콩고	400	카쿨라 동편 지진성 암반사건과 갱내 침수로 작업 중단, 2026년 내내 스톱핑 없이 개발 채굴분만 공급 → 2026년 가이드선스 38만~42만t에서 29만~31만t으로 하향, 스톱핑 재개는 2027년 하반기로 연기.
25/7/31	Codelco	El Teniente	칠레	310	엘테니엔테 지하 록버스트로 6명 사망·전면 작업 중단 → 1Q26까지 부분폐쇄 지속(1Q26 -2.62만t), 경영진 해임·과징금 부과, 향후 5년간 낮은 생산 수준 전망
25/9/8	Freeport-McMoRan	Grasberg Block Cave	인니	817	이트류 사고(붕괴)로 7명 사망, 주력 광산이 2026년 3월 말까지 정지 → 3월 말 램프업 개시 후 2Q26 계획 가동률 달성, 2026년 하반기 65%·2027년 말 완전 가동 목표.
25/10/7	Teck Resources	Quebrada Blanca	칠레	218	테일링저장시설(TMF) 댐 증고 계약으로 2025년 가동중단이 반복돼 QB 가이드선스가 일괄 하향 → 2026년 Rock Bench 4·5 완료로 2Q26 TMF 관련 중단 전무, 분기 5.5만t대 안정화, 가이드선스 유지.
26/1/1	Glencore	Altonorte / Horne / CCR	칠레, 캐나다	317	furnace 가동 중단으로 1Q26 전기동일 6.82만t(-14% yoy)까지 감소 → 2Q26 7.58만t으로 부분 회복(전년비 -4%), 대상 설비·일자·복구 시점 모두 비공개이며 그룹 가이드선스는 유지.
26/3/31	BHP	Pampa Norte	칠레	269	hypogene 전이에 따른 광석 복잡성으로 정광 회수율이 하락하고 캐스트 광석 품질도 계획대로 저하 → FY26 가이드선스를 230~250kt에서 210~220kt로 낮춰 212.6kt로 마감
26/4/23	Freeport-McMoRan	Grasberg Block Cave	인니	817	장기 중단 중 광체 조건이 변해 습식 드로포인트 급증(중대한 기술적 문제), Block 2·3 가동률 60%로 제한 → 특수 설비 순차 설치로 2027년 중반 병목 해소 전망, 판매 가이드선스 하향, 31억파운드 유지.
26/5/6	Ivanhoe Mines	Lualaba Smelter	콩고	400	위탁제련 루알라바 제련소, 2분기 중 56일간 셧다운, 블리스터 생산 7,746t에서 2,256t으로 급감 → 7/1 정상 재개, 온사이트 제련소가 정광 계약으로 설계능력 60% 가동이라 흡수하지 못하고 정광 재고 적치.
26/5/15	Anglo American	Collahuasi	칠레	404	환경법원이 환경승인(RCA)을 무효화, 해수담수화 플랜트 가동이 막힘 → 5/21 해명으로 부분 추진 허용, 대체 수원 덕에 즉각 영향 없고 가이드선스 유지되나 '용수 확보' 단서가 상존, 현재 재가동 미확인.
26/5/25	Codelco	Codelco Norte	칠레	796	규모 6.9 칼라마 지진, 다수 프로젝트 작업 부분 중단, 제련·정련·분쇄 설비 안전 점검 → 구조적 손상 없이 작업 정상화, 회사·규제당국 모두 생산 손실을 정량화하지 않음.
26/6/30	Anglo American	Collahuasi	칠레	404	칠레 항만 기상 문제로 Collahuasi 판매량 감소(물류성 차질) → Quellaveco 품질 저하와 합산해 그룹 기저 EBITDA 약 1억달러 감소 공시, 단독 영향·복구 일정 비공개
26/7/11	Ivanhoe Mines	Kamoa-Kakula	콩고	400	CBA 서명을 앞둔 파업으로 카쿨라 9일·카모아 7일 영업일 → 7월 중 조건 중대 변경 없이 타결돼 정상 복귀, 선광·제련은 영향 부재했으나, 같은 날 연간 가이드선스 상단 33만t에서 31만t으로 축소
26/7/11	KGHM	Lubin	폴란드	396	규모 4.0을 넘는 강한 암반 충격으로 채굴기계 운전원 1명이 갇히고 19명이 대피 → 당일 오후 구조 완료되어 경상 1명 외 인명 피해 없음, 원인 규명 특별위원회 구성, 공시나 생산 목표 조정은 없었음.
26/7/16	BHP	Carrapateena	호주	321	지하 컨베이어 벨트 고장으로 벨트 전량 교체가 필요해 최대 8주간 채광 생산 영향 예상 → FY27 Copper SA 가이드선스 290~320kt 제시 배경으로 함께 제시. 복구 완료 시점과 실제 감산량은 미공시
26/7/18	Antofagasta	Los Pelambres	칠레	295	폭우와 간헐적 정전으로 선광장·채광을 예방적으로 전면 중단(코킵보주 재난상태 선포) → 7/24 재개했으나 점진 회복 수준이며, 8/13 그룹 가이드선스가 65.0만~70.0만t에서 62.5만~65.5만t으로 하향
26/8/4	Codelco	El Teniente	칠레	310	기존과 성격이 다른 '신규 심부 지진 현상'이 확인돼 안데스 노르테 프로젝트를 예방적으로 중단, 협력사 수천 명 작업 정지 → 생산 개시가 2029년으로 밀리고 연 170만t 목표는 폐기, 재개 시점 미정
26/8/8	Freeport-McMoRan	Gresik Smelter	인니	342	Gresik PT Smelting 제련소 보일러 누수로 작업 전면 중단 → 3분기 내 수리 완료 목표로 마니אר 제련소 재가동을 8월 말로 앞당김, 광산 생산에는 영향 없고 8/21 현재 가이드선스 수정 없음
26/8/12	Codelco	Chuquibambilla	칠레	871	협력사 Nexco 소속 741명이 교섭 결렬로 3개 주력 사업부의 분쇄·여과·인프라 계약 구역에서 합법 파업 → 8/14까지 파업·시위가 이어졌고 현재 타결 여부 미확인
26/8/18	MMG	Las Bambas	페루	390	정화 연못 펌프 교체 작업 중 사고로 2명 사망·3명 부상, 예방 차원에서 라스밤바스 작업 전체를 일시 정지 → 8/21부터 점진적 재가동 예정이나 최종 손실 규모·가이드선스 조정 여부 미확정

자료: 각 사 및 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

40년 전통 TC 계약 형태의 변화, '얼마에 계약할 것인가'에서 '어떻게 가격을 정할 것인가'로

구조적 정광 부족이 장기화되면서 40년 이상 유지되어왔던 TC 계약 방식 자체도 흔들리고 있다. 기존에는 주요 광산과 제련소가 연말-연초 협상을 통해 이듬해 연간 Benchmark TC를 협상했다. Spot TC 시장의 변동성이 다소 크기 때문에 광산과 제련소 모두에게 거래의 안정성을 보장해주는 중요한 안전장치였다.

하지만 Spot TC가 너무 빠르게 하락하면서 문제가 발생했다. 2000~2023년에는 Spot TC와 장기계약 가격의 평균 차이가 약 \$12/t에 불과했지만, 2024~2025년에는 약 \$90/t까지 확대됐다. 2026년 연간 계약 TC는 \$0/t인데, 올해 Spot TC는 이미 -\$100~-200/t 아래까지 내려왔다. 광산업체 입장에서는 고정 계약으로 정광을 판매할수록 Spot 시장에서 받을 수 있는 가치를 포기하게 되는 셈이다.

결국 올해 7월 Antofagasta와 일부 중국 제련소는 장기계약에서 처음으로 고정 TC 대신 Spot index에 연동하는 가격구조를 채택했다. 계약에는 일정 수준 이하로 TC가 내려가는 것을 제한하는 floor가 포함된 것으로 알려졌다. 대상 물량에는 2H26~1H27 선적분이 포함돼 있어 2027년 계약에도 이미 새로운 방식이 적용되기 시작한 것이다.

따라서, 올해 4분기 예정된 2027년 TC 협상에서 중요한 것은 '\$0/t인가, -\$100/t인가'가 아니라, 고정 Benchmark를 계속 사용할 것인지, Spot index-linked 계약 비중을 얼마나 늘릴 것인지이다. CRU 또한 2027년에는 기존 Benchmark가 유지되더라도 실제 적용되는 물량은 줄고, index-linked 물량이 늘어날 가능성을 제시하고 있다.

결론은 단 한 가지, 'TC가 하락할 때 구리 가격은 상승'

TC는 구리 가격을 직접 결정하지 않는다. 그러나 '광산 공급 부족을 나타내는 지표'라는 점에서 의미가 있다. '정광 부족 → Spot TC 하락 → Benchmark TC 하락 → 제련소 감산 압력'의 과정을 통해 광산의 공급차질은 정련동(제련소) 공급 감소로 전이된다.

매년 연말 Antofagasta 등 대형 광산업체와 중국 주요 제련소는 이듬해 정광 장기계약의 기준이 되는 Benchmark TC를 협상한다. Benchmark는 협상 당시의 정광 수급과 Spot TC를 반영하기 때문에 Spot 시장에 후행하는 성격이 강하다. 2024년 상반기 Spot TC가 연초 \$80/t에서 \$0/t 부근까지 급락하자, 2025년 Benchmark TC 역시 \$21.25/t로 전년 \$80/t 대비 \$58.75/t 하락했다. 이후 구리 가격은 2025년 초 약 \$9,000/t에서 연말 \$13,000/t 수준까지 상승했다. 'Spot TC 급락 → Benchmark TC 하락 → 구리 가격 상승'이라는 순서였다.

2026년에는 같은 현상이 더욱 큰 폭으로 진행 중이다. 2026년 Benchmark TC는 이미 역사적 신저가(\$0/t)로 낮아졌지만, SMM Spot TC는 최근 -\$175/t까지 하락했다. 연간 계약과 Spot 시장의 괴리 또한 역사적 최대 수준으로 벌어진 것이다. 2027년 Benchmark TC 하락은 너무나 자명하다.

그런데, Benchmark TC와 구리 가격은 역사적으로 뚜렷한 역방향 관계를 보여왔다. 1988~2025년 전체 표본에서도 TC 방향과 구리 가격 방향(연초 대비 연말)의 관계는 통계적으로 유의하며($p=0.017$), 최근 2013~2025년에는 13개 연도 중 12개 연도에서 역방향 관계가 성립해 적중률이 92%까지 높아졌다. 즉 Benchmark TC 하락은 구리 가격 상승, TC 상승은 구리 가격 하락의 강한 방향성 신호로 활용할 수 있다.

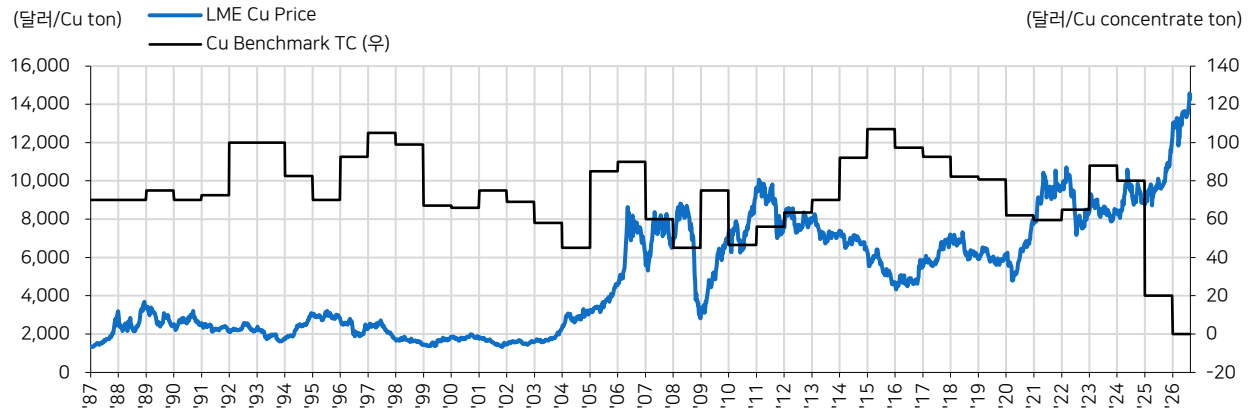
TC가 구리 가격을 상승시키는 것은 아니다. TC 급락과 구리 가격 상승의 공통된 원인이 광산 공급 부족인 것이다. TC는 이 공급 부족을 말해주는 지표에 가깝다.

표3 1988~2025 구리 가격 및 Benchmark TC 데이터 관측 결과, TC와 구리 가격의 역방향 움직임 확률은 72.2% ~ 92.3%
전년 대비 당해연도 Benchmark TC가 하락 협상되었을 경우, 연초 대비 연말 구리 가격 상승 확률은 75.0% ~ 87.5%

기간	구분	구리 가격 상승	구리 가격 하락	합계	TC 하락 →구리 상승	TC 상승 →구리 하락	역방향 적중률	Fisher exact test
1988~2025 (n=36)	Benchmark TC 하락	15회	5회	20회	75.0%		72.2%	p=0.017
	Benchmark TC 상승	5회	11회	16회		68.8%		p=0.017
	합계	20회	16회	36회				p=0.017
2013~2025 (n=13)	Benchmark TC 하락	7회	1회	8회	87.5%		92.3%	p=0.0047
	Benchmark TC 상승	0회	5회	5회		100.0%		p=0.0047
	합계	7회	6회	13회				p=0.0047

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 1987~현재까지의 구리 가격 및 Benchmark TC 데이터 (Chart)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 1987~현재까지의 구리 가격 및 Benchmark TC 데이터 (Table)

연도	연초 구리 가격	연말 구리 가격	연말/연초 구리 가격 상승률	구리 가격 방향	Benchmark TC	Benchmark TC 방향	TC-구리가격 역방향 성립
1988	3,195	3,394	6%	↗	70.0	→	
1989	3,391	2,440	-28%	↘	75.0	↗	0
1990	2,518	2,552	1%	↗	70.0	↘	0
1991	2,559	2,169	-15%	↘	72.5	↗	0
1992	2,106	2,236	6%	↗	100.0	↗	
1993	2,282	1,767	-23%	↘	100.0	→	
1994	1,723	3,040	76%	↗	82.5	↘	0
1995	2,969	2,825	-5%	↘	70.0	↘	
1996	2,735	2,260	-17%	↘	92.5	↗	0
1997	2,303	1,726	-25%	↘	105.0	↗	0
1998	1,720	1,438	-16%	↘	99.0	↘	
1999	1,466	1,855	27%	↗	67.0	↘	0
2000	1,841	1,803	-2%	↘	66.0	↘	
2001	1,740	1,460	-16%	↘	75.0	↗	0
2002	1,446	1,577	9%	↗	69.0	↘	0
2003	1,595	2,248	41%	↗	58.0	↘	0
2004	2,365	3,264	38%	↗	45.0	↘	0
2005	3,130	4,542	45%	↗	85.0	↗	
2006	4,632	6,308	36%	↗	90.0	↗	
2007	5,593	6,800	22%	↗	60.0	↘	0
2008	6,874	2,810	-59%	↘	45.0	↘	
2009	3,200	7,036	120%	↗	75.0	↗	
2010	7,342	9,650	31%	↗	46.5	↘	0
2011	9,433	7,590	-20%	↘	56.0	↗	0
2012	7,569	7,867	4%	↗	63.5	↗	
2013	8,055	7,396	-8%	↘	70.0	↗	0
2014	7,331	6,361	-13%	↘	92.0	↗	0
2015	6,321	4,691	-26%	↘	107.0	↗	0
2016	4,706	5,523	17%	↗	97.4	↘	0
2017	5,569	7,207	29%	↗	92.5	↘	0
2018	7,079	5,987	-15%	↘	82.3	↘	
2019	5,897	6,188	5%	↗	80.8	↘	0
2020	6,104	7,771	27%	↗	62.0	↘	0
2021	7,749	9,741	26%	↗	59.5	↘	0
2022	9,692	8,365	-14%	↘	65.0	↗	0
2023	8,570	8,464	-1%	↘	88.0	↗	0
2024	8,361	8,872	6%	↗	80.0	↘	0
2025	8,768	12,182	39%	↗	20.0	↘	0
2026	12,508	14,277	14%	↗	0.0	↘	0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

결론: 여러 중첩된 요인들로 인한 구리 가격 상승을 전망, 직접 수혜주는 '광산', 국내 간접 수혜주는 '메탈 계인과 미국 현지 자산'

당사가 [〈AI·데이터센터들 언급하지 않고, 관세·TC·황산으로 구리 가격 생각해보기 \(8/5 발간\)〉](#) 에서 언급했던 4가지 구리 가격 상승 요인은 아래와 같으며, 이번 보고서에서는 TC 하락 및 내년 Benchmark TC 하락 가능성에 대해 보다 면밀하게 검토했다.

- 1) 미국의 정련동 관세 부과 가능성
- 2) 황산 가격 급등으로 인한 구리 생산(SX-EW 공정)비용 상승
- 3) 귀금속 가격 상승폭 둔화와 낮아진 TC로 인한 제련소 수익성 부담이 하반기 가동률 축소로 이어질 가능성
- 4) Benchmark TC 하락은 통계적인 구리 가격 상승 시그널

구리 가격 상승의 가장 직접적인 수혜는 해외 구리 광산업체다. 대형 구리 광산주로는 Southern Copper(NYSE:SCCO), Freeport McMoran(NYSE:FCX) 등이 있으나, 당사는 [Trekor Metals\(AMEX:TGB, 구 Taseko Mines\)](#)에 주목한다. Trekor는 캐나다 BC주의 Gibraltar 프로젝트와 미국 Arizona주의 Florence 프로젝트를 보유하고 있다. 특히 Florence는 미국 내에서 구리를 생산, 올해부터 생산량이 본격 확대되고 있다. 미국이 구리/반제품/케이블 등의 관세 장벽을 강화하면서 미국 내 생산 구리에는 구조적인 가격 프리미엄이 형성될 수 있다는 점을 감안한다면, [해당 업체는 구리 가격 상승과 미국산 구리의 프리미엄 확대를 동시에 누릴 수 있는 북미 구리 생산업체라는 점에서 차별적이다.](#)

개별 광산을 선별하기 어렵다면 구리 광산 ETF도 대안이다. COPX(Global X Copper Miners ETF), COPP(Sprott Copper Miners ETF), COPI(Sprott Junior Copper Miners ETF), ICOP(iShares Copper and Metals Mining ETF) 등이 있다.

국내에는 구리 가격 상승으로 인한 메탈 계인 효과와 미국 현지 보유 자산의 가치 상승으로 인한 간접 수혜주가 있다. 4Q25부터 최근까지 이어진 구리 가격 상승으로 풍산과 전선업체 등 구리 가공업체의 메탈계인 효과가 실적에 반영되고 있다. 원재료 구리 가격이 상승하면 보유 재고와 판매가격 간 시차에서 이익이 발생하기 때문이다. 미국의 구리 관세까지 고려하면 수혜 범위는 더 넓어진다. 메탈계인을 누리는 업체뿐 아니라 미국 내 구리·반제품·완제품 재고 또는 생산설비를 보유한 업체 역시 수혜 대상이다. 관세는 미국 내 구리 및 구리 가공제품 가격에 프리미엄을 형성하는 변수인 만큼, 관세 장벽 안쪽에 위치한 생산설비와 재고는 그 자체로 가치가 재평가될 수 있다.

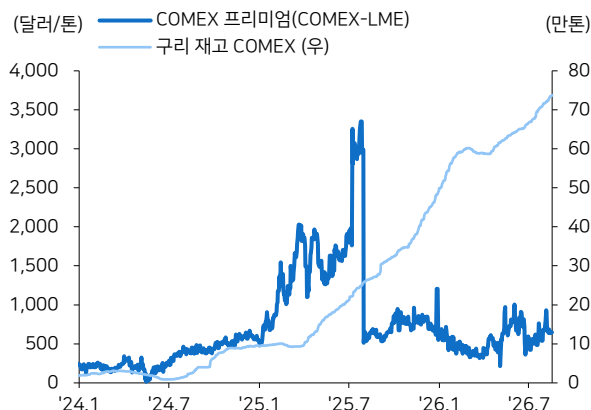
Appendix: 구리 관련 주요지표

그림6 중국 구리 재고 및 양산항 프리미엄



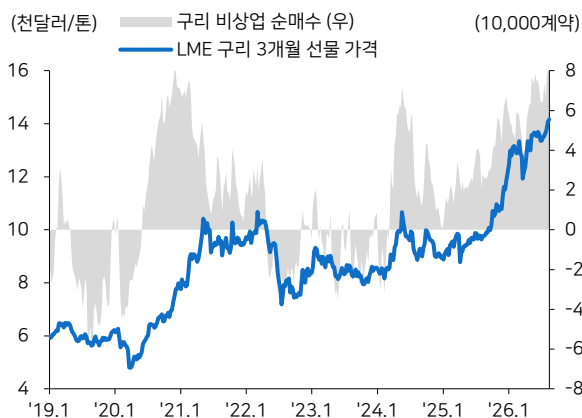
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 COMEX 재고 및 LME 대비 프리미엄



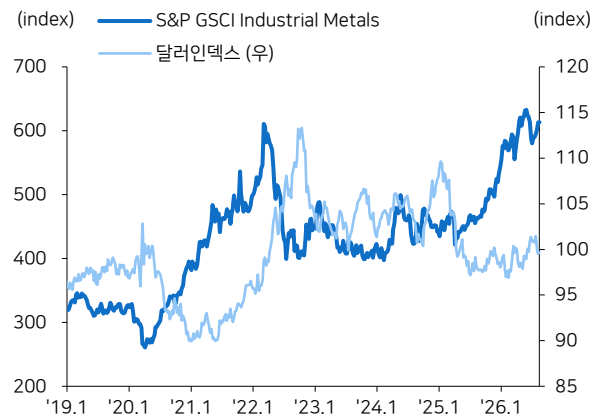
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 구리 비상업 순매수 추이



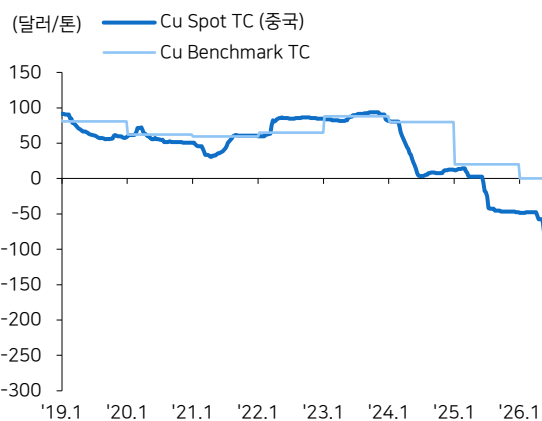
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 S&P산업금속 지수와 달러인덱스 추이



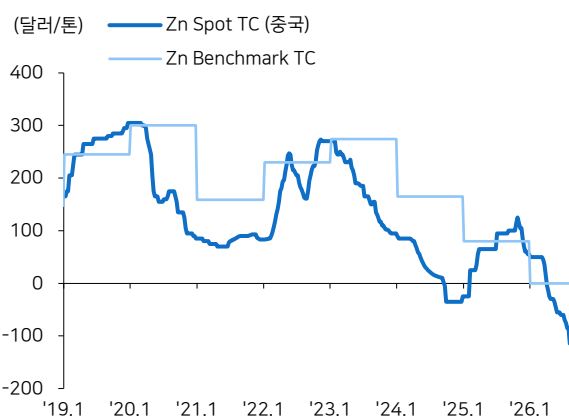
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 구리 TC



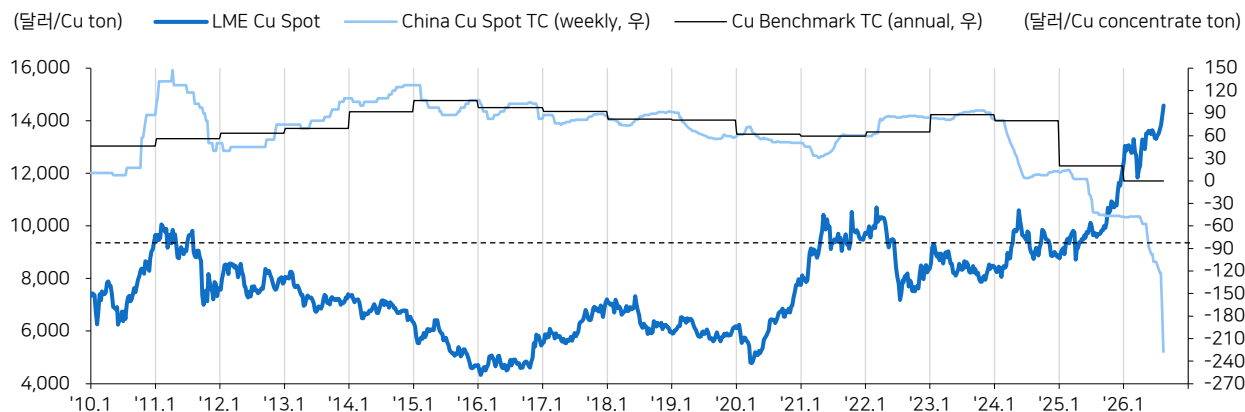
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 아연 TC



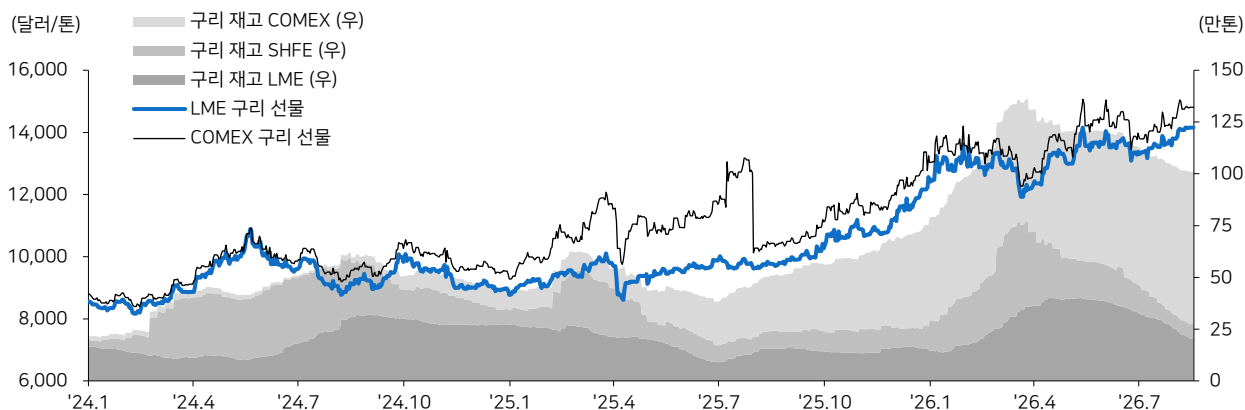
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 구리 Benchmark TC, Spot TC, 가격 추이



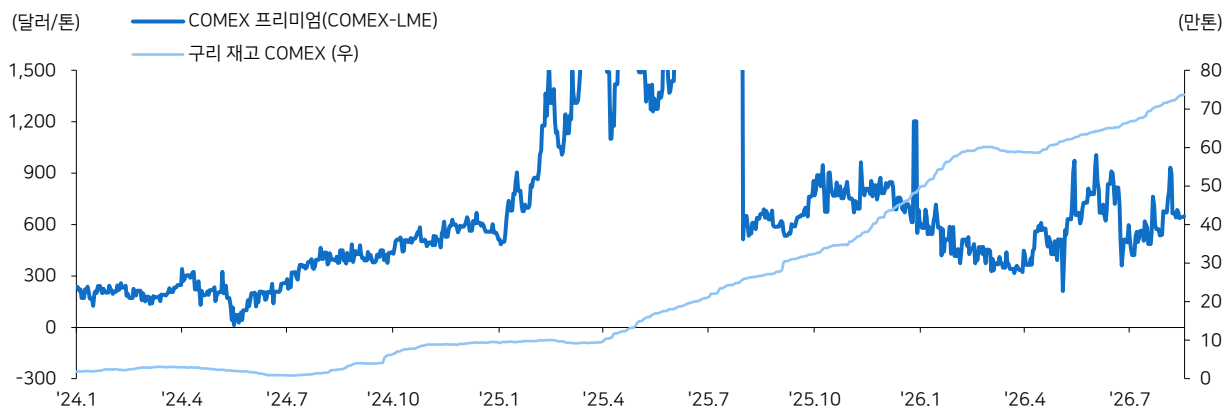
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 주요 거래소 구리 가격 및 재고 추이



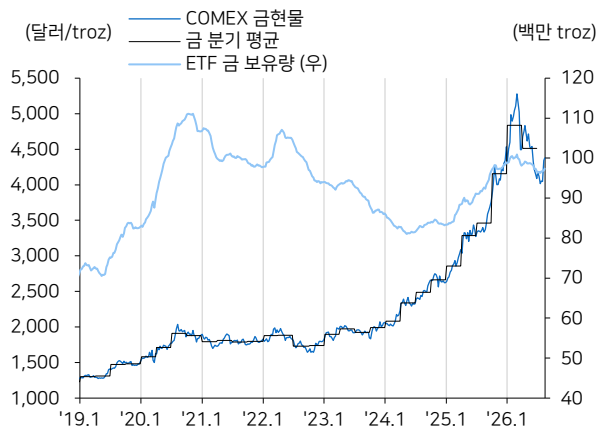
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 COMEX 구리 프리미엄 및 재고 추이



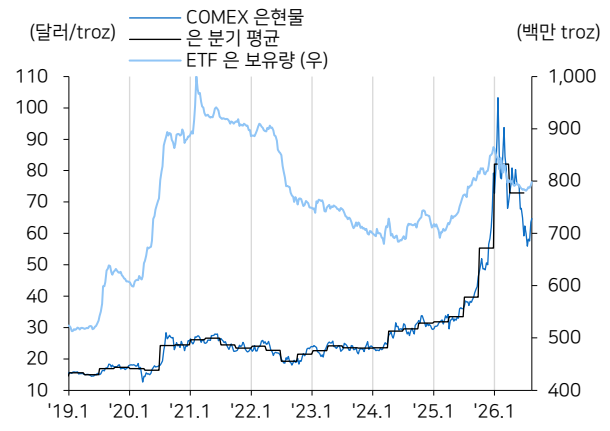
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 금 가격 추이



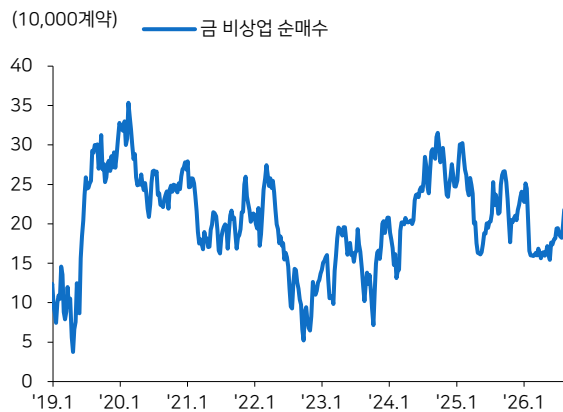
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림16 은 가격 추이



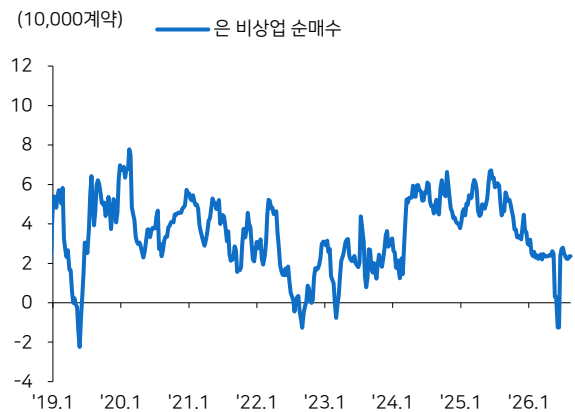
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 금 비상업 순매수 추이



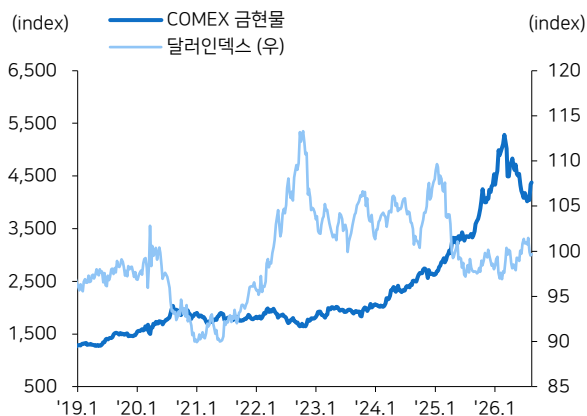
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 은 비상업 순매수 추이



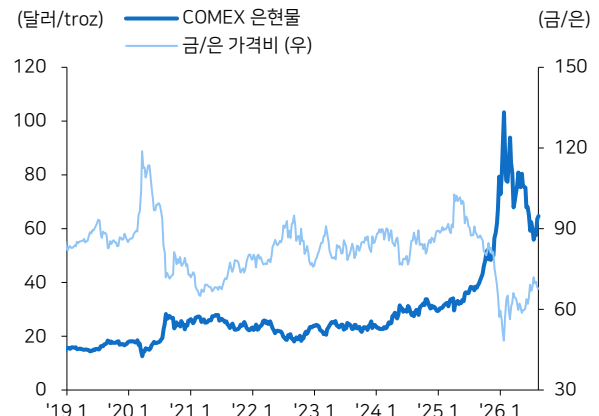
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림19 금 & 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 은 & 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 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 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.