

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2023년 11월 7일 발간된  
[2024년 전망 시리즈 13 - 철강/금속: Reignite] 임



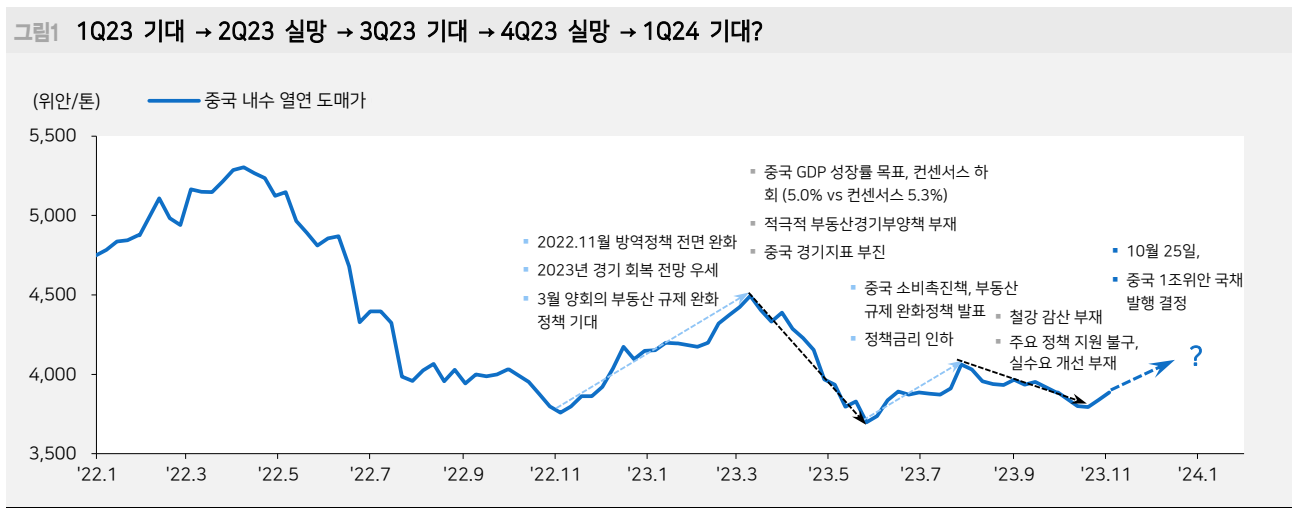
▲ **철강/금속**  
Analyst **장재혁**  
02. 6454-4882  
jaehyeok.jang@meritz.co.kr

2024년 전망 시리즈 13 (해설판)  
**[철강/금속] Reignite**

- ✓ 2024년 철강 업황은 조건부 상승. 중국 재정완화정책의 인프라 투자 회복과 부동산 경기둔화 완화가 필요. 철강 업종 내 Valuation 매력 부각되는 현대제철(004020) 선호
- ✓ 비철금속, 구리 가격 상승 전망. LS(006260)를 Top-Pick으로 제시
- ✓ 배터리 광물 가격, BEV 산업 성장세 안정화로 장기적 균형을 향해 정상화되는 중. 초과수요 우려보다 공급과잉 우려가 강해지며 중장기 리튬 가격 전망치 하향 조정 예상

**Part 1** **철강: 다시 고개를 드는 기대감**

2023년 중국 열연 가격은 중국 경기부양책에 대한 두 번의 기대와 실망에 의해 두 번의 상승과 하락을 기록했으며, 철강 업종 주가 또한 유사한 움직임을 보였다. 지난 10월 25일 중국 중앙정부의 1조위안 특별국채 발행이 결정되면서 현재는 다시 기대감이 강화되는 구간으로 판단한다. 부진한 부동산 업종의 펀더멘털은 단기적으로 해소되기에 무리가 있으나, 지방정부의 부실한 재정건전성으로 인해 기대하기 힘들었던 인프라 투자 영역을 중앙정부의 재정완화정책으로 일부 보강하며 철강 수요 개선의 실마리를 찾았기 때문이다.

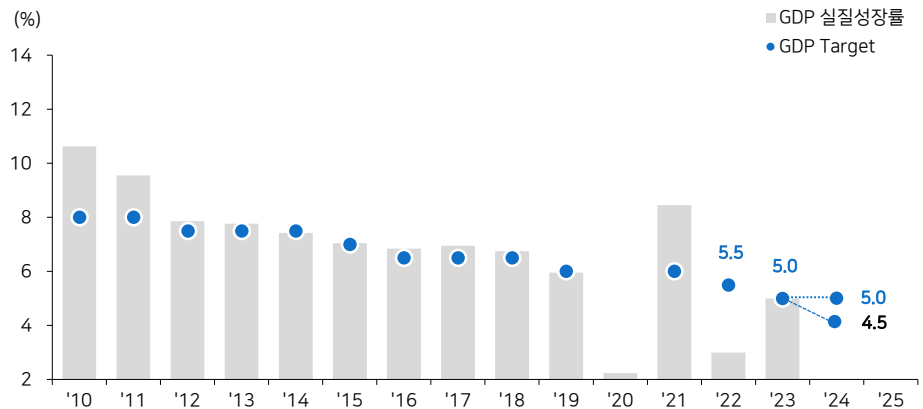


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구체적으로, 중국은 10.24 인민대표회의에서 2023년 재정적자비율을 3.0%에서 3.8%로 상향, 4Q23 1조 위안 특별 국채를 발행하여 올해 중앙정부 예산에 편입하기로 결정했다. 높은 지방정부 부채비율, 낮은 재정건전성으로 인해 인프라항 수요 견인 기대는 제한적이었으나, 중앙정부의 역할 확대로 인프라 투자 수요가 기대되는 것이다. 단기적으로 부동산 수요 회복 기대는 어려운 가운데, 인프라투자 확대를 통해 부진한 부동산의 철강 수요를 일부 상쇄 가능하다. 2022년 인프라투자 총액은 약 21조 위안이며, 1조 위안 특별국채는 약 4.7%p 잠재 건인효과에 해당하여 절대 규모는 크지 않으나, 이례적인 중국 중앙정부의 재정완화 행보에 초점을 맞추어 철강 가격은 상승세로 돌아섰다.

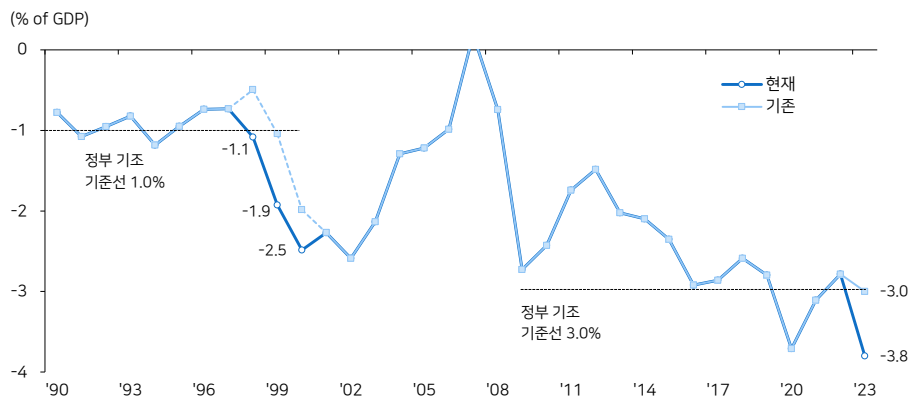
중앙정부의 인프라 투자가 확대된다면 중국 고정자산투자 증가율은 2023년 3.4%에서 2024년 4.5% 내외로 반등하는 시나리오 또한 예상 가능하게 된다. 부동산은 낙폭을 축소, 인프라는 반등하는 방향이다.

그림2 중국 2024년 목표 설정



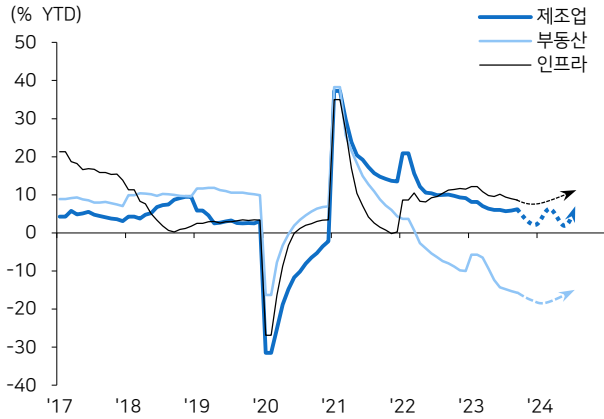
자료: 국가통계국, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 90년대부터 지금까지 중국의 GDP 대비 재정적자비율 추이



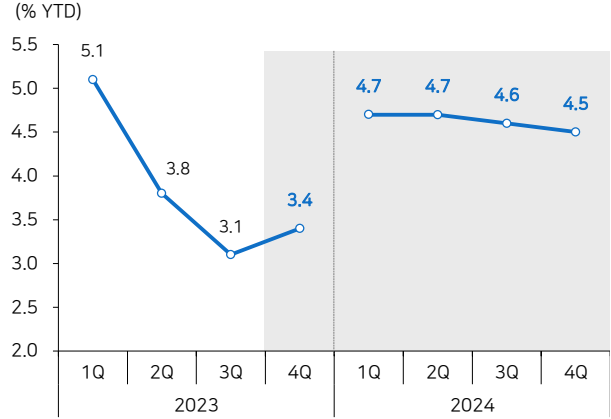
자료: 메리츠증권 리서치센터

**그림4 '24년 인프라투자가 전체 고정자산투자 회복 견인**



자료: 중국 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

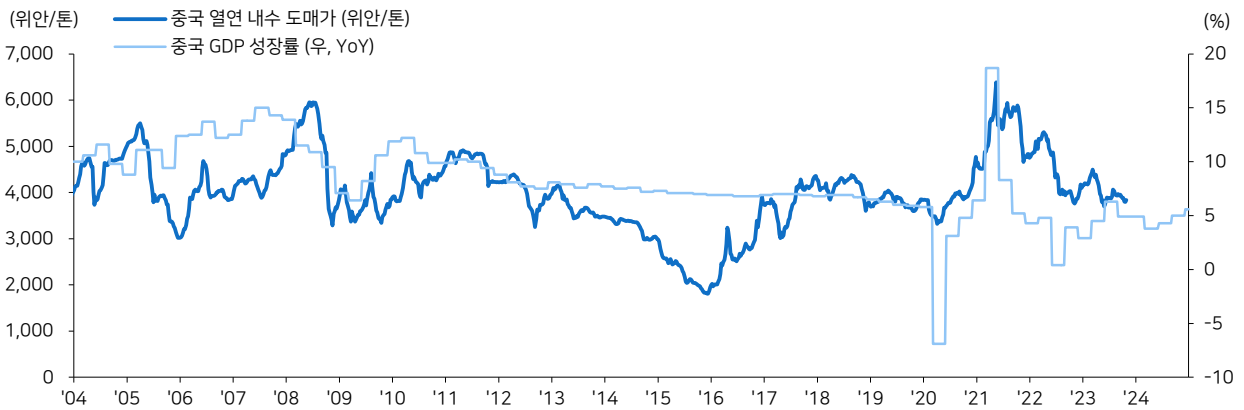
**그림5 '24년 고정자산투자 증가율 회복 예상**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

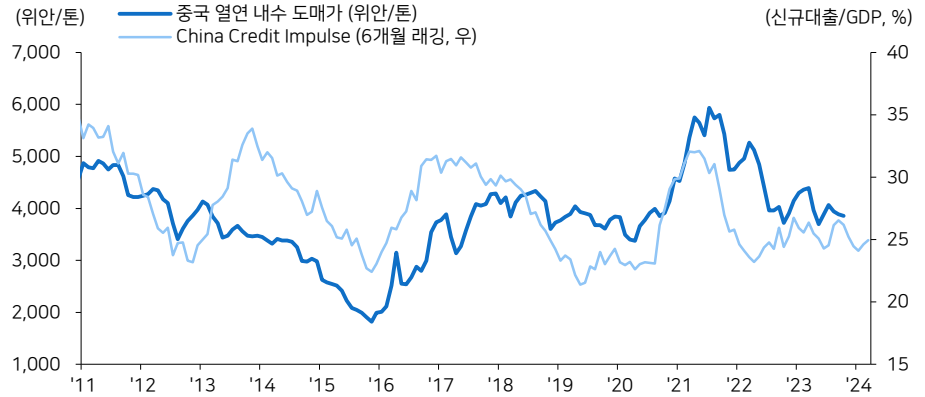
장기적으로 중국 열연 가격과 중국 GDP성장률의 방향성은 동행해왔다. 중국 철강 수요 중 부동산+인프라 비중이 약 70%에 달하고, 중국 GDP의 40%를 부동산과 인프라 영역이 구성하기 때문이다. 현재 가격(3700~3800위안/톤)은 오랜 기간 부진을 견디는 중인 철강 시황을 충분히 반영한 수이며, 주요 기관들의 2024년 GDP 성장률 전망치 또한 3Q23을 기점으로 반등 중이라는 점을 고려할 때, 올해 12월 경제공작회의, 그리고 내년 3월 양회 전까지는 열연 가격의 회복 기조가 예상된다.

**그림6 중국 GDP 성장률과 열연 가격은 장기적으로 동행, 최근 반등한 2024년 중국 GDP 성장률 전망치는 긍정적**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

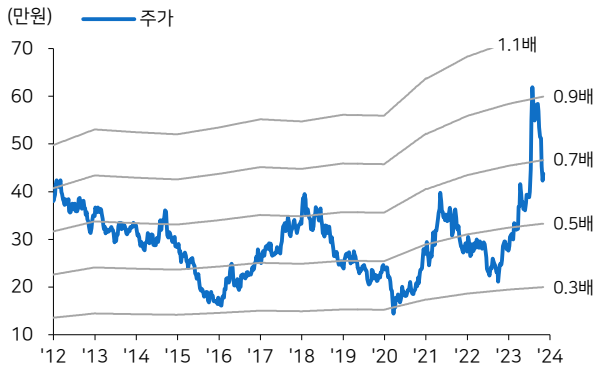
**그림7 신규대출의 증가속도를 나타내는 China Credit Impulse 또한 열연 가격 하방 지지**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

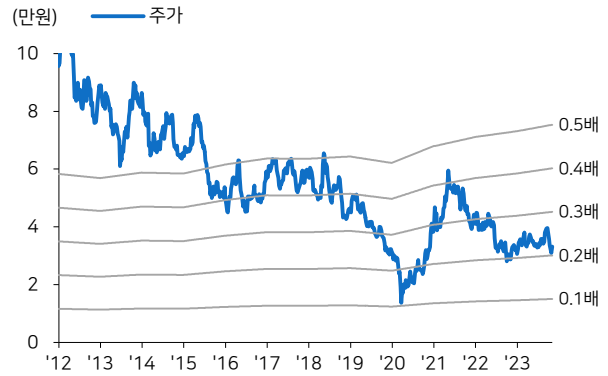
커버리지 종목 내 PBR 밴드 참고 시, 2020년 Covid 구간을 제외하면 현대제철과 고려아연은 역사적 저점에 근접한 수준이며, LS는 Midcycle 수준, POSCO홀딩스는 Upcycle 최상단에 위치한다. 열연 가격 회복이 이어지는 가운데 역사적 저점 Valuation 근접한 현대제철의 Downside는 제한적, 기대감이 현실이 되었을 때의 Upside는 크기 때문에 매수 접근 유효하다고 판단한다.

**그림8 POSCO홀딩스 PBR Band Chart**



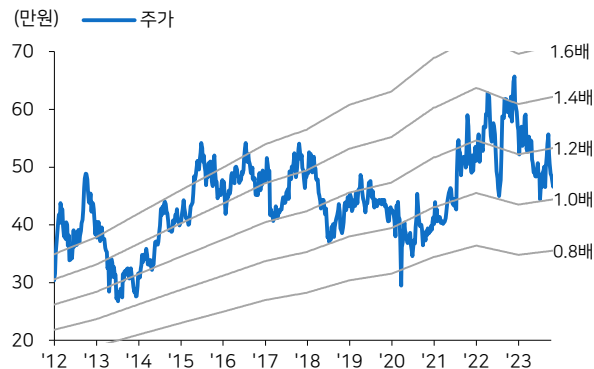
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림9 현대제철 PBR Band Chart**



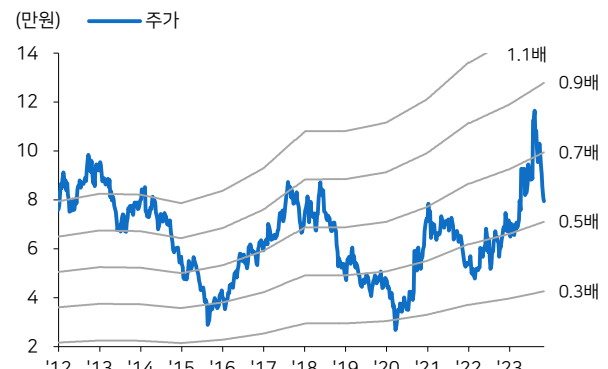
자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림10 고려아연 PBR Band Chart**



자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**그림11 LS PBR Band Chart**

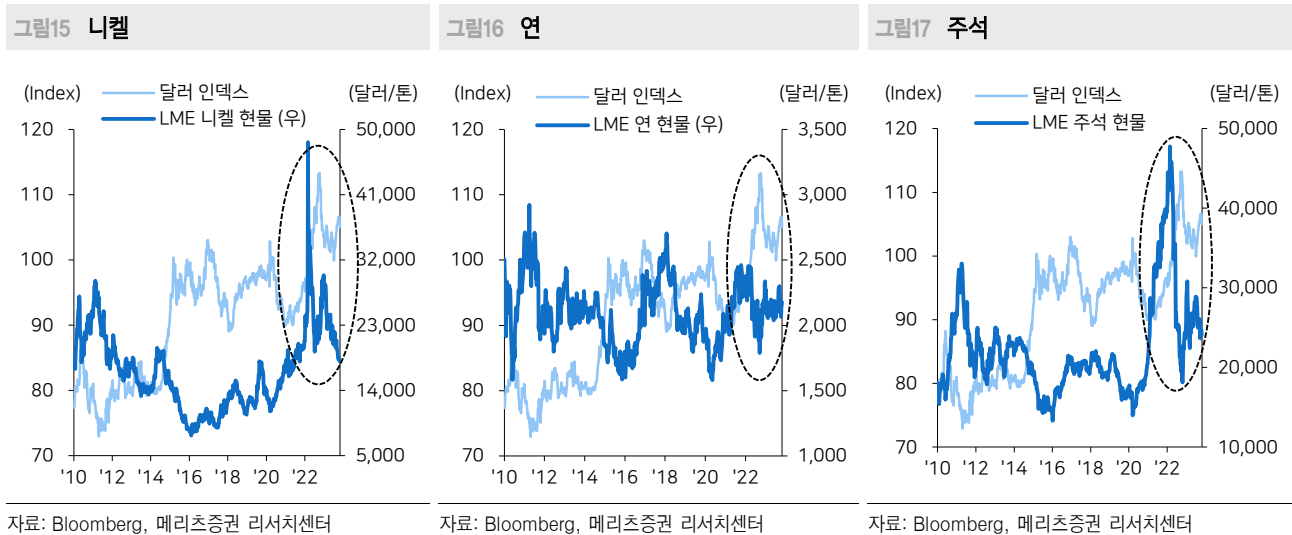
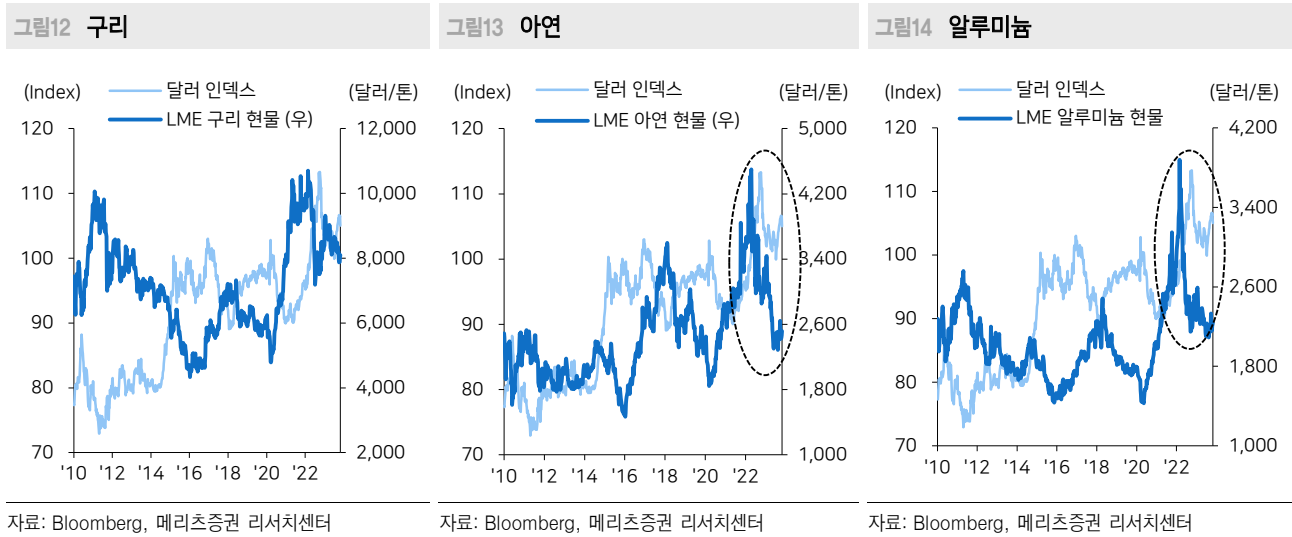


자료: QuantiWise, 메리츠증권 리서치센터

**Part 2 비철금속: 구리에 걸어보는 기대**

구리 가격은 역사적으로 글로벌 거시경제 지표와 강한 상관관계를 보여준다. 그러나 2020년 이후 일부 지표와 구리의 가격은 동조화 경향이 약해지는 모습을 보인다. 구리의 수요와 공급 측면에서 구조적 변화가 발생하고 있으며, 가격에 반영되는 구간이라고 판단한다.

일반적으로, 달러 인덱스와 산업금속의 가격은 역의 상관관계를 이룬다. 거래의 대부분이 달러로 체결되고, 산업금속은 위험자산, 달러는 안전자산으로 분류되는 경향이 있기 때문이다. 2021년 이후의 달러 가치 상승은 6대 주요 비철금속(구리, 아연, 알루미늄, 니켈, 연, 주석) 가격의 하방 압력으로 작용하였으나, 구리의 경우 타 금속 대비 가격 낙폭이 양호하다(그림12~17, 표1).



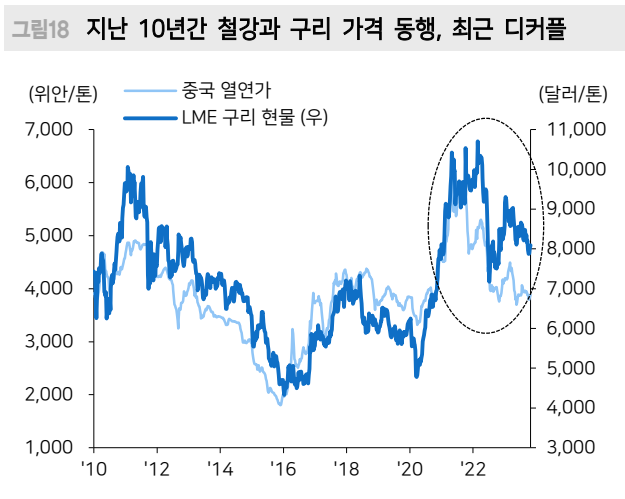
중국 철강 가격과 비교해도 구리의 가격 방어는 탁월하다. 중국은 전세계 구리 제련 점유율 50%, 구리 소비 점유율 60%를 차지하기에, 구리 가격은 중국의 제조업과 건설경기를 대변하는 철강 가격과도 동행해왔다. 2020년 이후 현재 (2023.11.3 기준) 중국 열연 가격은 저점 대비 +17% 상승, 고점 대비 -39.1% 하락한 반면 구리 가격은 저점 대비 +69%, -24.4% 하락을 기록했다. 시장 규모가 타 금속 대비 크기 때문에 변동성이 상대적으로 작을 것으로 기대되에도 불구하고, 구리가 타 산업금속 대비 저점 대비 상승률이 높으면서도 가격 방어가 원활한 점은 주목할 만하다.

또한, 역사적으로 글로벌 주요지역(미국, 유로존, 중국 등) 제조업 PMI와 동행했던 구리 가격은 2021년 5월 이후 미국과 유로존 제조업 PMI 약세에도 불구하고, 8,000달러/톤 수준을 저점으로 과거 대비 낙폭이 제한된 모습을 보여준다.

**표1 2020년 이후 6대 비철금속과 철강 가격**

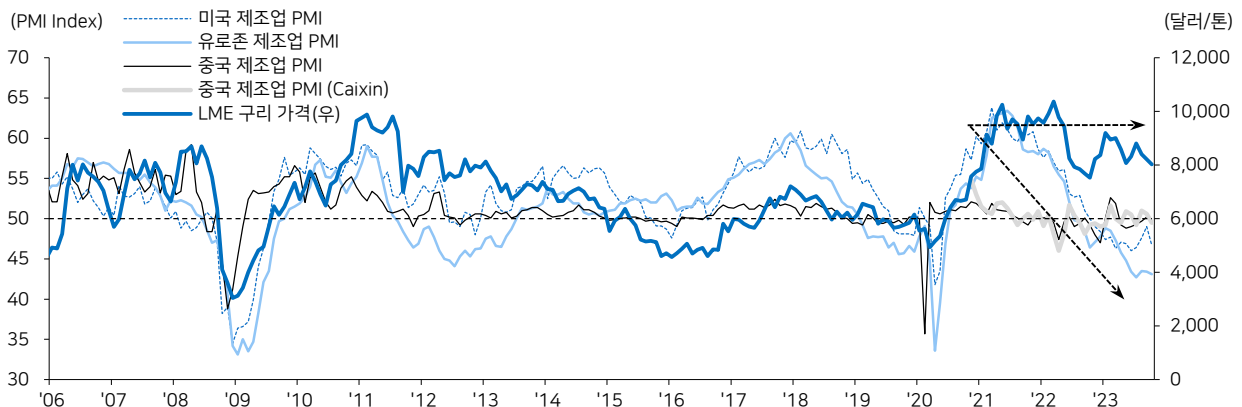
(달러/톤, 위안/톤)	구리	아연	니켈	연 알루미늄	주석	중국 열연	
현재 가격	8,096	2,516	17,985	2,177	2,234	24,110	3,886
2020. 1월 이후 저점	4,783	1,845	11,155	1,580	1,429	13,980	3,318
2020. 1월 이후 고점	10,702	4,498	48,201	2,462	3,878	47,775	6,383
저점 대비 상승률 (%)	69	36	61	38	56	72	17
고점 대비 하락률 (%)	-25	-44	-63	-12	-42	-50	-39

주: 2023.11.3 주간 가격 기준  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림19 과거 제조업 상승·하락기와 비교했을 때, 2021년 5월 이후 제조업PMI 하락세에도 구리 가격은 견조한 수준**

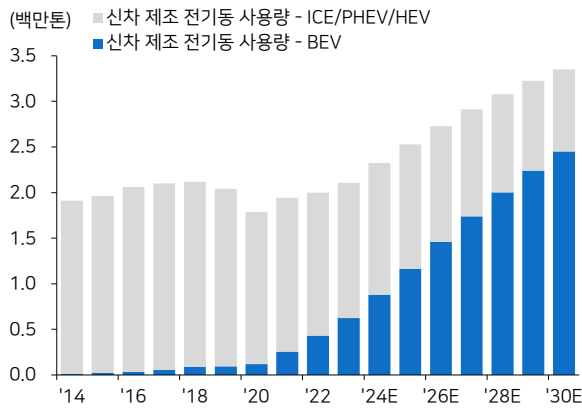


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

구리 가격이 견조한 현 상황은 구리가 '전기화'에 필요한 핵심적인 광물로서 강한 수요가 지속적으로 발생하는 가운데 공급 측면에서는 높은 생산비용으로 인해 선 제적 Capex 투자를 충분히 집행하지 못했던 것에 기인한다. 증가하는 수요 대비 공급탄력성이 약한 가운데 높은 생산비용이 가격에 반영되고 있다.

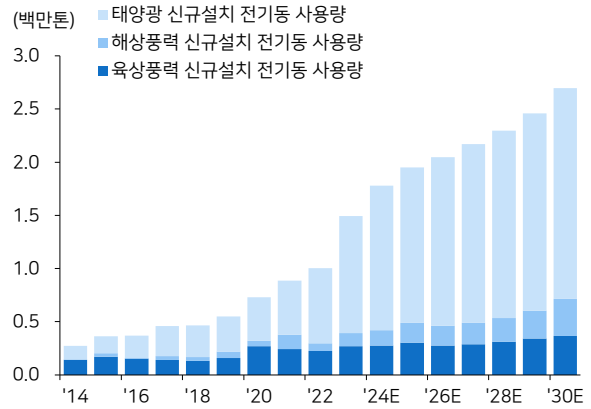
2022년 연간 전기동 수요는 2,607만톤이었으나, 기존 수요의 유기적 성장에 더해, 전기차, 신재생에너지, 전력망 확대 등 에너지 전환으로부터의 비전통 수요를 고려할 경우, 글로벌 전기동 수요는 2030년 4,000만톤으로 53.4% 증가할 것으로 예상된다. 연율로 따졌을 때 6~7%에 해당하는 높은 성장 속도이다.

그림20 완성차 전기동 수요, BEV 믹스 증가



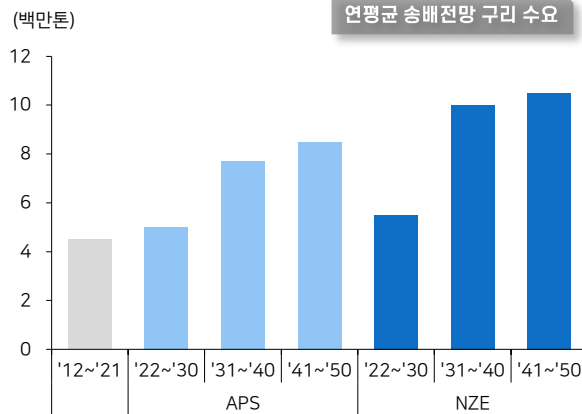
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림21 신재생에너지 발전용량 신규설치의 전기동 수요 증가



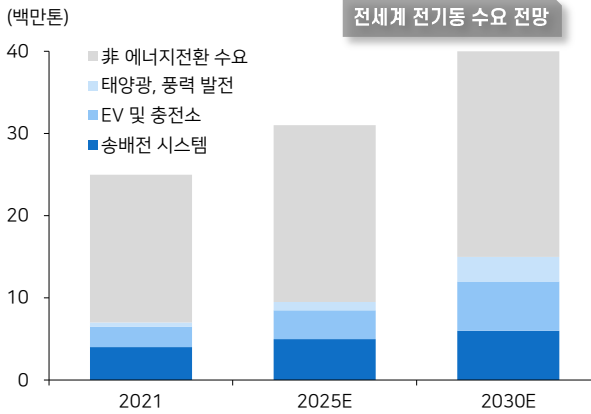
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림22 연평균 송배전망 구리 수요, 2030년 이후 급증



자료: 메리츠증권 리서치센터

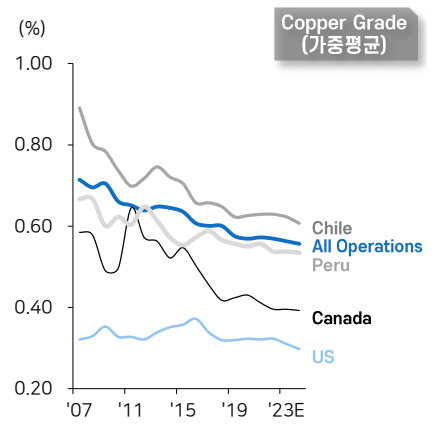
그림23 2030E 전기동 수요 4,000만톤



자료: 메리츠증권 리서치센터

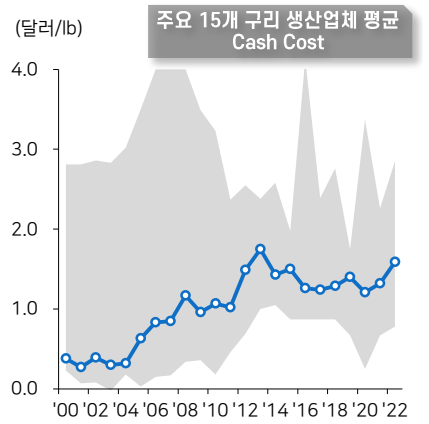
반면, 공급측에서는 높아지는 생산비용으로 Capex 확대가 더디게 진행되고 있어 늘어나는 수요 대비 공급탄력성이 부족할 것으로 예상된다. 특히, 구리 광석의 지속적인 품위 하락은 공급 감소와 비용 상승을 유발하는 구조적 요인으로 작용한다. 인플레이션으로 인해 높아지는 임금과 에너지 비용 또한 비용 상승 요인이다. 지속적인 비용 상승은 구리 Major 업체들로 하여금 소극적인 Capex를 야기한다. 지난 10년간 구리 공급은 매년 2.0~2.5% 증가해왔으며, 지난 5년 이내 대규모 Capex 확대가 부재하기 때문에 공급 증가 속도는 과거 대비 높아지기 힘들 것으로 예상된다. 수요가 지속적으로 발생하는 가운데, 공급 제한과 비용 증가는 가격 상승으로 반영될 것으로 판단한다.

그림24 구리 광석 등급 하락, 비용 상승



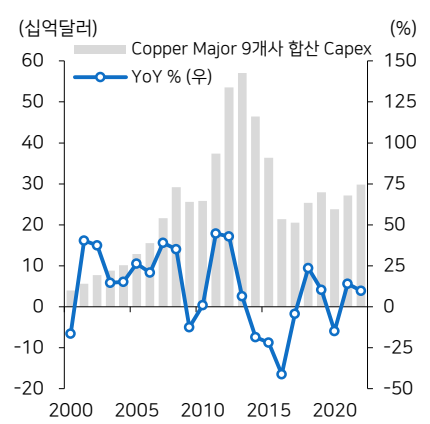
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 Cash Cost의 지속 상승



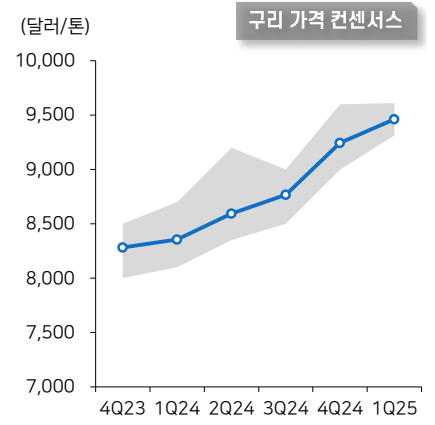
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 글로벌 주요 구리 업체 Capex



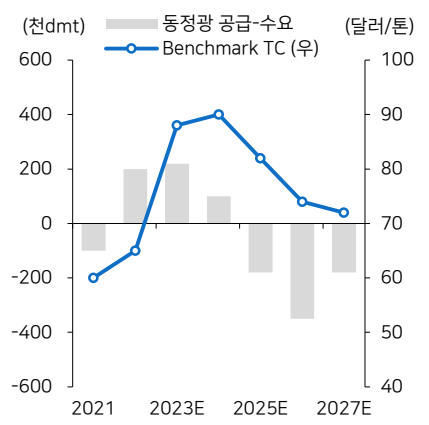
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 구리 가격 컨센서스 이상향



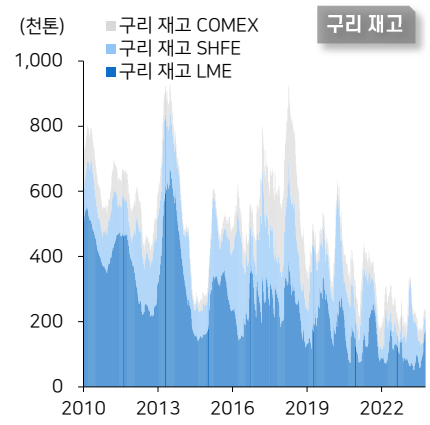
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 '25년부터 정광 초과수요 전망



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 구리 재고는 역사적 하단 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



중장기적 구리 가격 전망이 긍정적인 가운데, TC 전망 또한 나쁘지 않은 상황이다. 2022년, 중국 전력난으로 인한 구리 제련소 생산차질 및 동정광 공급과잉으로 인하여 구리 제련업체들의 협상력이 강해지면서 벤치마크 TC가 2022년 65달러/톤에서 2023년 88달러/톤으로 상향조정되었다. 중국 구리 제련소의 연평균 가동률은 86.2%였으며 2023년 8월 92%까지 상승했지만, spot TC는 하락하지 않고 90달러/톤을 상회하는 수준 유지 중이다. 제련소의 가동률 상승에도 불구하고 견조한 TC는 정광 공급량이 제련 수요보다 많고 여전히 제련소의 협상력이 우세함을 의미한다. 2024년에도 80~90달러/톤 수준의 TC를 예상한다.

다만, 아연의 경우 2022년 유럽 업체 전력난으로 인한 감소로 2023년 Benchmark TC가 높게 설정되어 있으며, Spot TC는 전고점 274달러/톤에서 감소하여 전저점에 근접한 100달러/톤 수준을 기록 중인 점을 고려한다면 2024년 Benchmark TC의 하락이 불가피하다.

그림30 구리 가격, TC



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림31 제련소 가동률 상승에도 불구하고, TC 견조



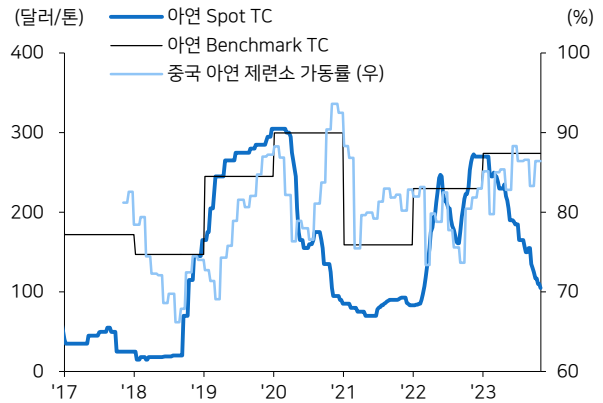
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 아연 가격 하락세는 멈췄으나 TC는 지속 하락



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림33 2024 Benchmark TC 하락 불가피



자료: 메리츠증권 리서치센터

**Part 3 배터리 광물: 정상화**

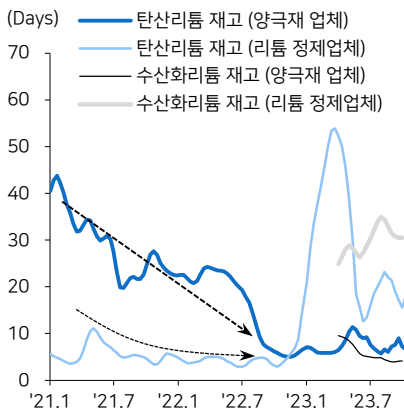
2021년 리튬 가격의 상승은 전기차 판매의 폭발적 성장으로 Upstream(리튬정제업체)과 Downstream(양극재업체)의 재고 감소가 동시에 이루어지며 발생했다. 이후 리튬 시장의 과열 양상 해소되며 양극재 업체 재고는 10일 미만 수준으로 감소한 반면 리튬정제업체 재고는 10일 이상으로 확대되며 리튬 가격은 하락했다. 리튬 가격 반등의 조건은 양극재 업체의 Restocking인데, 전기차 산업의 둔화된 성장속도 고려한다면 당분간 과거와 같은 급격한 가격 상승은 제한적일 것으로 예상된다.

리튬의 수요 공급 추정치 또한 여러 변수로 신뢰도가 떨어진다. 공급측 변수로는 손익비 악화(인플레이션, 리튬가격 하락)로 인한 신규 프로젝트 중단, 비전통 자원(점토리튬)·채굴 기술 개발(DLE)로 인한 공급 증가를 꼽을 수 있다. 수요측 변수로는 전기차·ESS 시장 변화, 리튬이온 대체 배터리(나트륨 등)·전고체 배터리 상용화 등이 있다.

여러 가정에 불확실성이 존재하는 상황에서, 배터리 수요의 10% 조정만으로 공급 부족에서 공급과잉 시장으로 전환이 가능하다. 전기차 배터리 수요의 10% 조정은 2025년 BEV 신차판매점유율의 2~2.5%, 2030년 4~5% 수준의 조정만으로 가능하다.

두 가지 확인된 사실은, 1) BEV 시장의 성장속도는 YoY +50% 미만 수준으로 둔화되었으며, 2) 지난 6년간 리튬 업체의 Capex 규모는 급증했다는 사실이다. 이를 고려할 경우 단기적으로 리튬 가격 전망치의 상향 조정은 힘들 것으로 예상되며, 중장기적으로도 완만한 가격 상승을 보일 것으로 전망한다.

**그림34 '22.12월 Upstream 업체의 리튬 재고 상승전환**



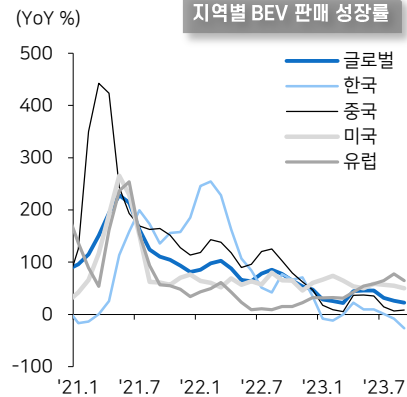
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림35 그와 동행했던 리튬가격 하락**



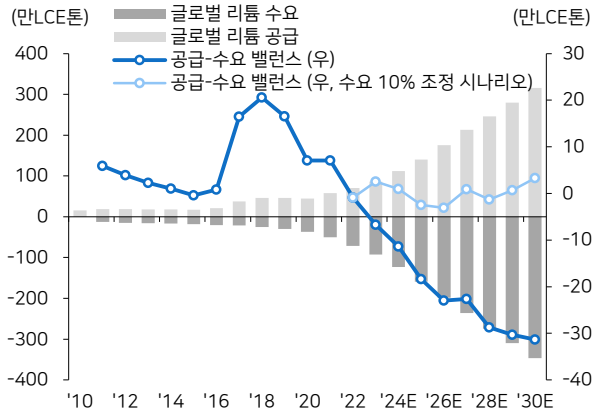
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림36 글로벌 BEV판매 성장속도 둔화**



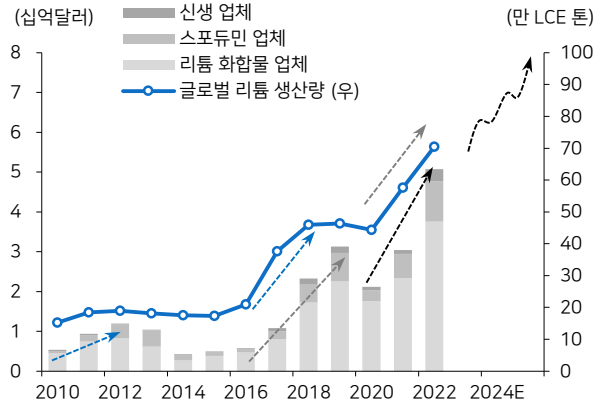
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림37** 배터리향 리튬 수요의 10% 조정만으로 공급부족에서 공급과잉 시장으로 전환. 추정치의 신뢰도 부족



자료: WoodMac, BMI, SNE Research, USGS, 메리츠증권 리서치센터

**그림38** 리튬 업체의 Capex, 공급 증가로 이어지는 데 3~4년 소요. 지난 6년간 이들 업체의 Capex 규모 급증



자료: Bloomberg, USGS, 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.