



투자전략 Commodity In-depth | 2024.02.13

# 원자재

## 경기가 좋은데 금을 사도 될까?



- | 지정학적 리스크가 견인할 안전자산
- | 중앙은행의 금 매수 지속 전망
- | 하반기 금리 인하 국면은 금 가격에 우호적 환경
- | 실질금리 대비 높은 가격은 급격한 상승 제한할 전망

Analyst 최예찬 | 원자재/외환 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

# CONTENTS

## 원자재 - 경기가 좋은데 금을 사도 될까?

Summary	4
1. 금 가격 동향	7
2. 안전자산: 지정학적 변수가 이끌 안전자산 수요	
① 지정학적 리스크	8
② 경기	11
3. 인플레이션: 멀고도 험한 물가 안정	
① 서비스물가	14
② 상품물가	16
4. 중앙은행: 달러를 대체하는 금	
① 중앙은행 금 수요	25
② 통화정책	28
5. 실질금리: 프리미엄을 안고 돌아온 영향력	30
6. 금 가격 전망	33

투자전략 | 2024.02.13

# 원자재

## 한눈에보는상상인자신전략

Analyst 최예찬 | 원자재/외환

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginiib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

## 금(Gold): 경기가 좋는데 금을 사도 될까?

### 예상보다 견조한 금 가격

금(Gold) 근월물 가격은 2,000달러 초반 레벨에서 등락 중이다. 지난해 말 FOMC 이후 금리 인하 기대감이 한층 높아진 상황이 금 가격의 하단을 견고하게 지지하고 있다. 상상인증권은 11월 금 가격 점검 자료를 통해 연준의 고금리 장기화, 실질금리 대비 금 가격의 고평가 등을 이유로 24년 1분기까지 금 가격의 완만한 하락세를 전망했다. 다만 금을 둘러싼 환경의 변화로 금 가격은 당사 예상치 대비 높은 수준에 위치해 있다.

### 금 가격 전망치 \$2,060/t.oz로 상향

①예상보다 장기화되는 이스라엘-하마스 전쟁은 예멘 반군, 이란, 헤즈볼라, 미국 등 이해관계국들의 범위가 넓어졌다. ②중앙은행의 금 매입이 지속되고 있다. ③시장은 기준금리 인하 기대감을 신속하게 반영 중이다. 위 상황을 고려할 시 금 가격 전망치의 상향 조정이 불가피하다고 판단한다. 2024년 평균 금 가격을 기존 \$1,887/t.oz에서 \$2,060/t.oz로 수정하여 전망한다. 다만 ④물가 안정 흐름이 예상보다 더디게 확인될 가능성이 높아졌고, ⑤시장의 금리 인하 기대는 여전히 연준의 의도보다 과도하다고 보여지며, ⑥실질금리 대비 금 가격은 고평가되어 있다고 판단된다. 기대감과 현실의 조정이 상반기 금 가격의 상단을 제한할 것이며, 하반기 연준의 금리 인하 개시 후 상승 모멘텀이 확대될 전망이다.

그림 1. 금 가격 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## Summary

### (안전자산) 경기가 좋았는데 금을 사도 될까?

Yes, 급격한 금리 인상에도 글로벌 경기는 잘 버티는 모습. 미국을 중심으로 글로벌 경기 침체 가능성이 낮아지고 있음. 노랜딩 가능성도 부상 중. 경기 연착륙 국면에서 금은 타 자산 대비 소외 받음. 다만 경기보다 지정학적 리스크에 주목. 상반기 전쟁과 하반기 선거를 앞두고 글로벌 불확실성이 확대될 전망. 금융시장 변동성이 높아질 때 금 가격은 상승세를 시현. 경기 사이클보다 지정학적 이슈가 금 가격을 지지할 요인

### (인플레이션) 물가가 높는데 금을 사도 될까?

No, 물가와 금 가격은 이론적으로 같은 방향으로 움직임. 금이 인플레이션 헷지 자산으로 평가되기 때문. 따라서 고물가 국면에서 금 가격도 상승 흐름을 나타냄. 다만 현 시점은 연준의 인플레이션 제어 국면. 물가 상승은 금리의 상방 압력을 높이며 오히려 금 가격의 하락 요인으로 작용할 전망. 미중 대결 구도 속 공급망 개편, 라니냐의 등장 등 구조적 인플레이션 불확실성 증가할 것임. 중물가가 유지되면 최종 금리 수준이 시장의 예상보다 높아질 우려가 존재. 중금리 수준이 보다 중기화 될 시 금 가격의 랠리를 저지

### (중앙은행 수요) 중앙은행이 계속 금을 사줄까?

Yes, 2022~23년 주요 금 수요처로 활동한 중앙은행들은 인플레이션으로부터 통화 가치 방어를 위한 금 매수는 제한적일 것임. 충분히 비중을 늘려 놓은 중앙은행들이 많고, 상대적으로 낮아진 물가와 비싸진 금 가격 때문. 다만 비 서방 국가들의 달러 의존도 축소를 위한 금 매수는 지속될 전망. 달러를 대체할 수 있는 통화는 금 밖에 없음. BRICS는 서방과의 대척점에 있으며 미국의 반도체 기술에 대응하는 원자재 생산국 중심의 경제 연합체. 이들은 주요 상품 거래통화인 달러의 의존도 축소가 필수적이며 지속적인 금 수요처로 작용할 전망

### (기회비용) 금리가 높는데 금을 사도 될까?

Yes, 인플레이션이 재차 급등하지 않는 한 결국 금 가격을 결정하는 것은 금 매수의 기회비용인 실질금리. 연준의 금리 인하에 따른 실질금리 하락 전망은 유효. 따라서 2024년 금 가격은 완만한 상승세를 이어갈 전망. 다만 물가에 대한 불확실성이 높아 최대 4회 인하에 그칠 것. 상반기 중 기대감 조정에 따라 금 가격에 중립적인 영향력을 발휘하겠지만, 하반기 금리 인하가 개시된다면 금 가격은 반등할 것으로 예상. 전쟁 등 프리미엄 요인이 해소되거나 경감될 시 하방 리스크에 주의. 지금은 실질금리로 평가한 금 가격 대비 140% 고평가 구간이라는 것은 분명한 부담

### (종합) 금 가격 전망

2024년 평균 금 가격은 \$2,060/t.oz 전망. 상반기 지정학적 불확실성 & 물가 반등 우려 등 상하방 압력의 균형으로 2,000달러 초반 박스권 흐름 이어갈 것으로 예상. 하반기부터 연준의 금리 인하 개시될 시 금 가격 상승세를 시현할 것임. 중앙은행의 금 매입세가 유지되는 동시에 미 대선 관련 불확실성 또한 금 수요를 자극하는 요인. 다만 실질금리 대비 높은 가격과 역대 최고가에 대한 부담은 제한적 상승 흐름을 유도할 전망

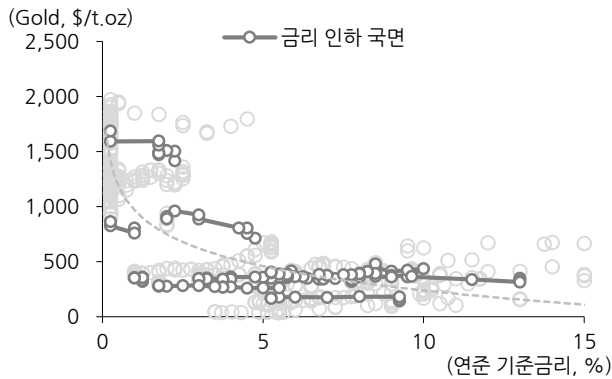
표 1. 2024년 금 가격 결정 요인 점검

금 가격 결정 요인	세부 요인	2024 년 상반기	2024 년 하반기
안전자산 (+2)	지정학적 리스크 (+2)	<b>전쟁(+1):</b> 이스라엘-하마스, 러시아-우크라이나 전쟁이 장기화되는 가운데 중동 지역의 확전 우려가 높아지며 안전자산 선호심리 강화. 금 가격 상승 요인으로 작용	<b>선거(+1):</b> 미 대선을 중심으로 지정학적 리스크가 높은 국가들의 선거 일정이 다수 예정. 금융시장 변동성이 높아지며 안전자산 선호 자극
	경기사이클 (0)	<b>글로벌 경기 연착륙(0):</b> 미국의 경기는 견조한 성장 유지 중. 글로벌 경기 연착륙 판단이 우세해지며 위험 회피 심리 후퇴. 다만 유럽과 중국 등 주요국 경기 둔화 가능성이 이를 상쇄. 글로벌 경기 침체 전망이 일부 해소된 상황은 금 가격에 중립적 영향력 발휘할 것	
물가 (-1)	인플레이션 둔화 지연 (-1)	<b>공급망 리스크(-1):</b> 운임 상승과 지정학적 리스크에 의한 에너지 가격 변동성이 기대 인플레이션을 자극한다면 인플레이션 헷지 심리로 이어질 수 있음. 다만 연준의 금리 인하 시점이 후퇴하는 것에 보다 주목하며 금 가격 하락 요인으로 작용할 것임	<b>중물가 장기화(0):</b> 공급망 재편과 기후 리스크 등 구조적 인플레이션 상방 압력 상존. 중물가 수준이 당분간 유지될 가능성. 이는 연준의 금리 인하 폭을 제한하며 금 랠리 속도를 제어할 전망
중앙은행 (+2)	중앙은행 금 보유 (+1)	<b>인플레이션 헷지(0):</b> 주요국 중앙은행들은 초인플레이션으로부터 외환보유고의 가치를 방어하기 위해 2022년부터 금 보유량 확대. 다만 2024년 물가 상승률이 상대적으로 둔화되었기에 추가적인 금 매수는 제한적일 전망. 오히려 금 가격 상승에 따른 차익 실현 및 비중 축소 유인 존재	
	통화정책 (+1)	<b>달러의존도 축소(+1):</b> 중국을 중심으로한 비 서방 국가들의 달러 의존도 축소 목적의 금 보유는 증가할 전망. 미·중 갈등 구도가 경제 공동체 중심으로 확대 및 지속될 가능성이 높기에 BRICS 국가들의 금 매수세는 유지될 것으로 예상	<b>금리 인하 개시(+1):</b> 6월 전후로 주요국 중앙은행의 금리 인하 전망. 미 연준의 금리 인하가 시작될 시 실질금리의 하방압력이 확대, 강달러 모멘텀 축소 등 금 가격 상승 환경 조성될 전망
실질금리 (-1)	기회비용 부담 (-1)	<b>실질금리 대비 고평가(-1):</b> 실질금리는 이자가 없는 금 매수의 기회비용으로 작용하며 최근 20년간 금 가격 변동을 85% 설명. 실질금리 수준으로 평가한 금 가격 대비 현재 금 가격은 +140% 고평가 구간. 귀금속 및 투자 수요 또한 높은 가격으로 인해 둔화될 전망. 이에 대한 부담은 금 가격의 하방요인으로 작용	
종합 (+1)		<b>중립(0):</b> 상반기 금 가격은 2,000 달러 초반 레벨에서 등락할 전망. 중동과 러·우 전쟁 전개 양상과 물가 흐름에 따라 상하방 변동성 확대될 것임. 변동성 회피 목적의 저가 매수 전략 유효	<b>비중확대(+2):</b> 하반기부터 연준의 금리 인하 개시될 시 상승 시도가 나타날 전망. 중앙은행 금 매입세가 유지되는 동시에 미 대선 관련 불확실성 또한 금 수요를 자극하는 요인. 다만 실질금리 대비 높은 가격과 역대 최고가에 대한 부담은 제한적 상승 흐름을 유도할 전망

자료: 상상인증권 리서치센터

## Focus Chart

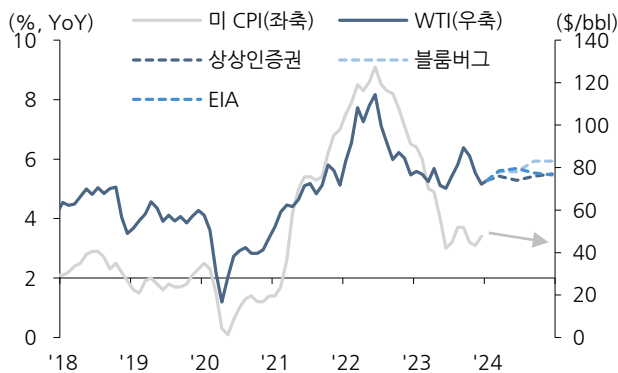
그림 2. 연준 기준금리 및 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 11차례 연준의 금리 인하 국면에서 금 가격은 10회 상승
- 10개월간 금 가격은 평균 16% 상승했으며, 금리 인하 폭은 333bp
- 연준 기준금리가 낮을수록, 금리 인하 폭이 클수록 금 가격의 상승 폭이 가파른 모습
- 6월 연준의 인하가 시작될 것으로 전망
- 하반기 강달러 완화 및 시장금리 하락 등 금 가격에 우호적 환경 조성될 것

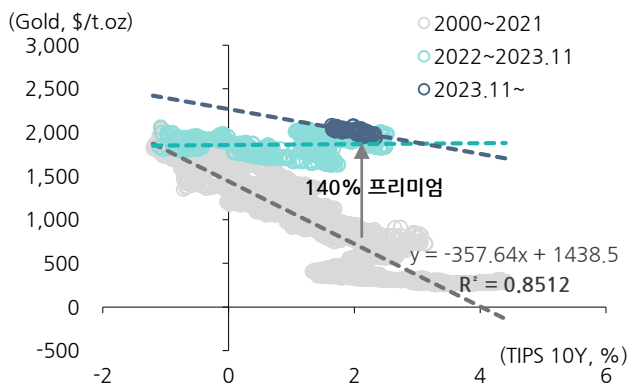
그림 3. 미 소비자물가 &amp; WTI 유가 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, EIA, 상상인증권 리서치센터

- 물가 경로에 불확실성이 높은 상황
- 헤드라인 CPI 둔화를 견인한 유가는 더 이상 물가 하락 요인이 아님
- 지정학적 리스크와 견조한 원유 수요는 유가의 하단을 지지
- 하반기 라니냐의 등장 가능성 또한 구조적인 인플레이션 상방 리스크로 작용
- 연준의 금리 인하가 시장 예상보다 지연되며 상반기 금 가격의 하방 요인으로 작용할 전망

그림 4. 금 가격 및 실질금리



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 2000년 이후 22년간 금 가격의 85%를 설명했던 실질금리
- 실질금리는 금 매수의 기회비용으로 인식되며 금 가격과 역(-)의 상관관계가(-0.81) 명확하게 나타남.
- 그 영향력이 23년 11월 이후 재차 발현. 금, 실질금리 곡선이 상향 수직 이동
- 과거 실질금리 수준으로 평가한 금 가격 대비 현재 금 가격은 +140% 고평가 구간
- 귀금속 및 투자 수요는 높은 가격으로 인해 급증하기 어려운 환경. 실질금리 대비 고평가 부담은 금 가격 상승 폭 제한할 전망

## 1. 금 가격 동향

금 가격  
2,000달러 전후 박스권 흐름,  
금의 상승 사이클은  
금융시장이 완화적일 때

금 가격은 2,000달러 초반 레벨에 머무는 중이다. 23년 말 급등 이후 조정세를 보이고 있다. 등락 구간은 크지 않으며 대체로 연준의 기준금리 인하 기대감 조정과 미 국채 금리 변동에 영향을 받는 모습이다. 장기적인 흐름에서는 금융위기 이후 금리 인하 기간에서 상승세를 시현했으며, 코로나 팬데믹 금융 완화 정책 이후 다시 한번 급등했다. 금 가격은 금융시장이 완화적일 때 즉, 통화량이 많을 때, 금리가 낮을 때(낮아질 때) 상승세를 시현해 온 것을 확인할 수 있다. 통화를 대체는 금의 성격을 고려할 때 이는 자연스러운 현상이다.

연준의 긴축국면에서  
상승한 금  
안전자산 & 인플레이션 헷지

2024년 연준의 긴축이 정점을 달리는 상황에서 금 가격이 사상 최고치에 다가가는 상황은 다소 모순적이다. 이는 금 가격에 프리미엄을 부여하는 요인들이 작용하고 있다고 판단할 수 있겠다. 금 가격의 프리미엄을 부여하는 요인으로는 안전자산에 대한 선호 심리와, 인플레이션 헷지 수요 등이 있다.

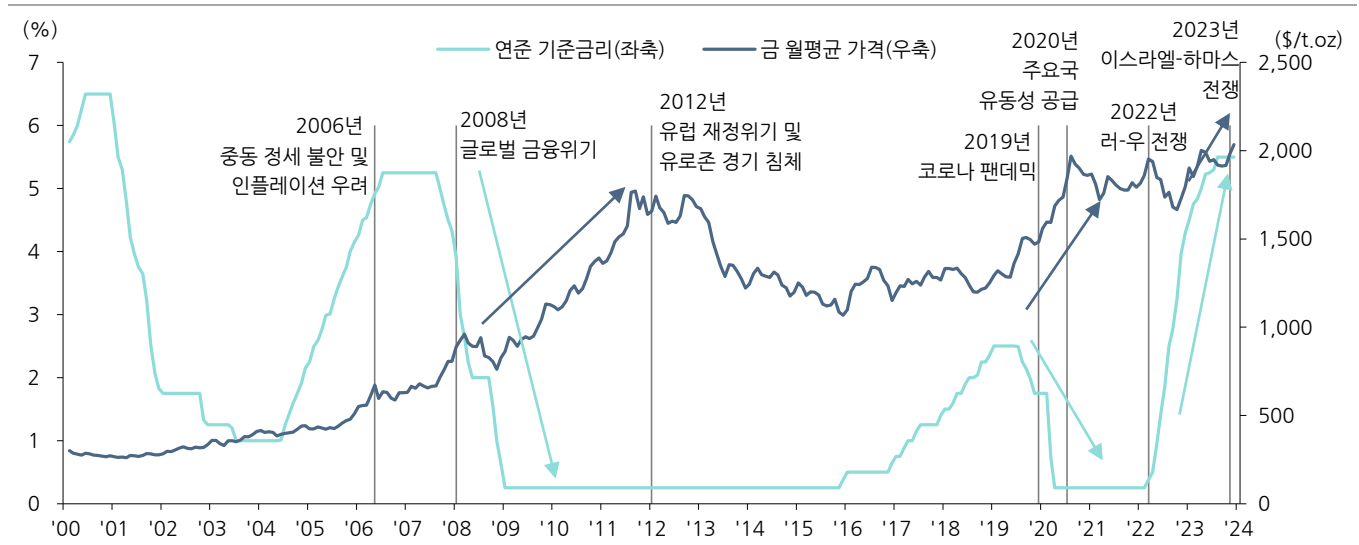
금 가격의  
프리미엄 요인들

안전자산 선호 심리가 작용했던 기간은 전쟁 등, 지정학적 리스크가 고조되거나, 실물경기의 침체가 예상되거나, 금융시장의 불확실성이 높아질 때를 의미한다. 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나 팬데믹 초반, 2022년 러-우 전쟁, 2023년 이스라엘-하마스 전쟁 기간 등이 이에 해당한다. 인플레이션 헷지 심리가 반영된 기간은 자주 발생되진 않지만, 1970년대 오일쇼크 이후 글로벌 경기 호조에 따른 물가 상승세가 나타난 2006년, 팬데믹 이후 공급망 리스크를 겪었던 2022년 기간이 이에 해당한다.

2023년은  
금 가격 상승 요인 동시 다발적 발생  
각 요인들의 지속성 점검

2023년은 안전자산 선호심리와, 인플레이션 헷지 수요가 동시에 나타난 기간이다. 이를 반영한 금 가격은 23년 말 최고점을 돌파하는 원동력이 되었다. 2024년 금 가격을 지지하는 요인들의 지속성 점검을 통해 금 가격의 방향성을 전망하고자 한다.

그림 5. 금 가격 및 연준 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터



## 2. 안전자산: 지정학적 변수가 이끌 안전자산 수요

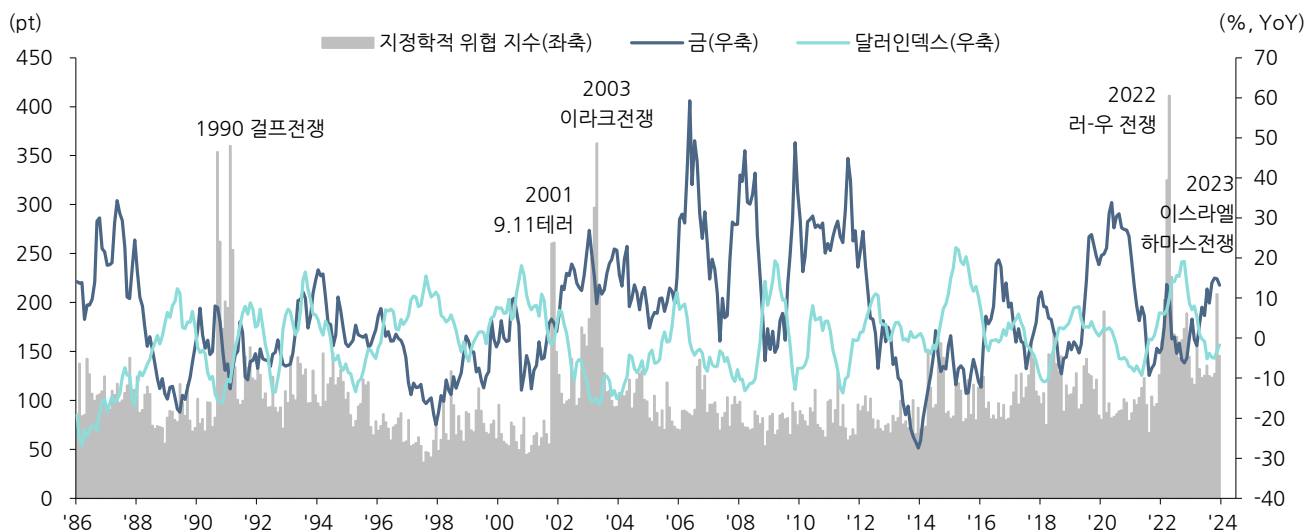
지정학적 리스크에 의한  
안전자산 선호는  
금 가격을 지지

금은 역사적으로 안전자산이라는 인식이 강하다. 따라서 글로벌 지정학적 리스크와 금융시장 불확실성이 높아질 때 상승하는 특성이 있다. 전쟁과 테러 등 지정학적 위협 요인이 증가하는 기간에서 대체로 같은 안전자산인 달러보다는 금이 선택 받았다. 2023년은 전쟁에 대한 우려가 높은 해였다. 2022년 2월 러-우 전쟁부터 촉발된 글로벌 지정학적 리스크가 2023년 11월 이스라엘-하마스 전쟁이 이어받고 있다. 이스라엘-하마스 전쟁 초반 이란 등 기타 국가들의 참전 의사가 없었고, 휴전 협상과 인질 교환이 진행되는 등 연내 전쟁관련 불확실성이 낮아질 것이라는 전망이 우세했다. 다만 예멘의 후티 반군의 홍해 지역의 무력 시위가 글로벌 불확실성을 재부각시켰다.

후티 반군의 홍해 공격은  
미군과 이란의 대립구도를 야기

후티 반군은 홍해지역을 통행하는 민간 선박 및 미국 군함에 대한 공격을 지속하고 있다. 반이스라엘에 대한 종교적 신념이 무력으로 발현되고 있는 모습이다. 이란도 오만만 지역에서 미 유조선을 나포하며 존재감을 과시 중이다. 이에 미국과 영국은 후티 반군이 장악중인 주요 지역에 공습을 진행하고, 친이란 민병대가 요르단에서 미군을 공격하여 미군이 사망하는 등 긴장감이 고조되고 있다. 위와 같은 교전이 이란을 중심으로한 시아파 세력들의 집결과 미군을 중심으로한 서방의 개입 가능성을 높이고 있기 때문에, 안전자산 선호 수요는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 이는 금 가격의 하단을 지지하는 요인이다.

그림 6. 지정학적 위협 지수 및 금 가격 추이



자료: matteiacoviello, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

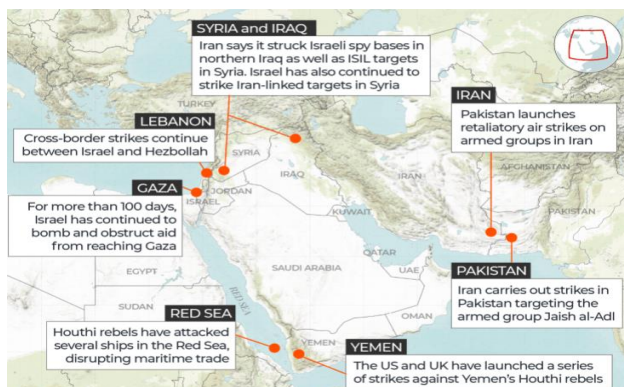


표 2. 이스라엘 하마스 전쟁 타임라인

날짜	내용
23 년 10 월 7 일	하마스 폭격 및 이스라엘 선전포고
10 월 27 일	이스라엘 지상군 투입 발표
11 월 21 일	인질 교환 및 휴전 합의
11 월 27 일	휴전 연장 합의
12 월 1 일	휴전 종료, 가자지구 폭격 개시
12 월 12 일	후티 반군 홍해 노르웨이 선박 공격
12 월 15 일	후티 반군 민간 화물선 2 척 공격. 해운사들의 홍해 운항 일시 중단
12 월 18 일	미국을 중심으로한 해상 보호군 출범
12 월 25 일	이스라엘 공습으로 이란 혁명수비대 장성 사망
24 년 1 월 2 일	이스라엘의 레바논(헤스볼라) 공격으로 하마스 고위관료 사망
1 월 3 일	이란 혁명수비대 사령관 추모식에서 폭발사고 발생
1 월 9 일	헤스볼라와의 전면전 우려
1 월 11 일	이란 오만만에서 미 유조선 나포
1 월 12 일	미·영 후티 반군 장악 지역 공습
1 월 16 일	이란, 이라크 미사일 공격
1 월 17 일	미국, 후티 반군 테러리스트 지정
1 월 25 일	이스라엘, 레바논 헤스볼라의 활주로 공격
1 월 27 일	이스라엘, 레바논과 확전 대비
1 월 27 일	2 개월 휴전 협상 진전
1 월 28 일	친이란 민병대의 공격으로 미군 사망
1 월 31 일	미국, 발사 준비중인 후티 미사일 파괴
2 월 2 일	미국, 이라크와 시리아 주둔중인 이란군 및 민병대 기지 공습
2 월 3 일	미·영, 우티 무기저장시설 및 미사일시스템 공습
2 월 5 일	친이란 민병대, 요르단 미군기지 드론 공습
2 월 6 일	하마스, 이스라엘에 135 일 휴전 제안, 이스라엘 거부
2 월 12 일	이스라엘, 가자지구 최남단 라파 타격

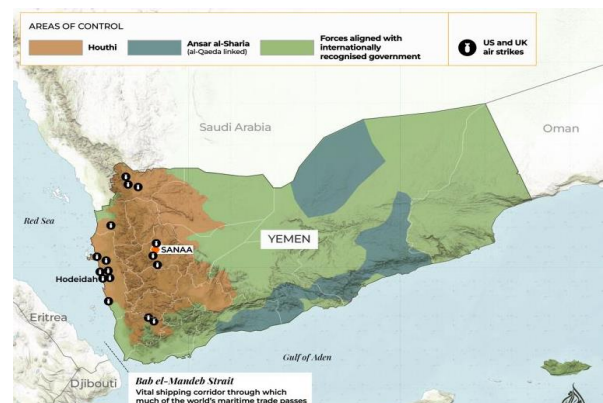
자료: 언론 종합, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 중동 주요 분쟁지역



자료: Al Jazeera

그림 8. 예멘 후티 반군 세력과 미·영 공습 지역



자료: Al Jazeera

## 유독 많은 선거, 그 중심은 미 대선

지정학적 리스크가 높은  
국가들의 선거 일정 다수 예정

선거 일정이 다수 예정되어 있는 2024년이기에 지정학적 리스크에 대한 추가적인 모니터링이 필요할 것으로 판단한다. 1월 13일 치뤄진 대만 총통선거를 시작으로 3월 이란 총선 및 러시아 대선, 4월 한국 총선, 4~5월 인도 총선, 6월 EU 의회선거, 11월 미국 대선 등이 예정되어 있다. 주요국과 지정학적 불확실성이 높은 국가들이 대부분 선거를 진행하기 때문에 선거 전후로 금융시장의 변동성이 확대될 것으로 보인다. 이는 이스라엘-하마스, 러시아-우크라이나 전쟁과 더불어 2024년 금으로의 자금 유입을 지지하는 요인이다.

미 대선,  
금융시장 불확실성 확대 요인  
최근 3번 대선 기간동안  
금 가격은 연간 8.6% 상승

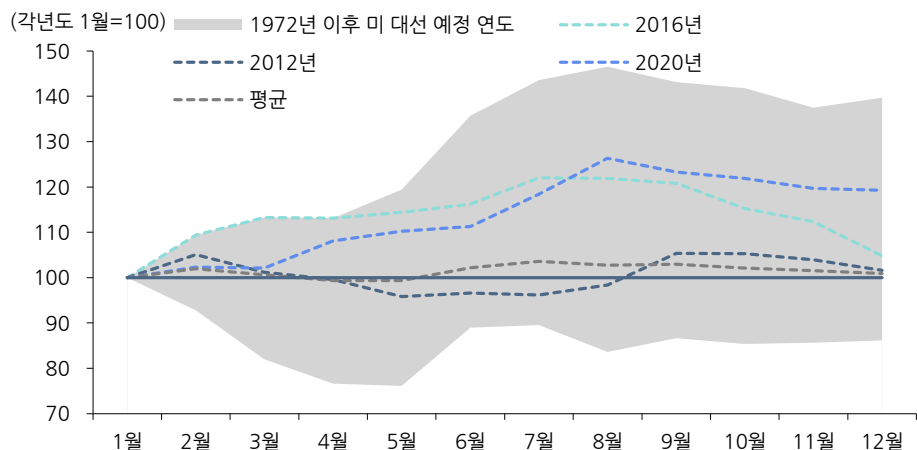
2024년 하반기부터 가장 영향력이 강한 미 대선을 중심으로 금융시장의 불확실성이 높아지겠다. 트럼프 전 대통령이 뉴햄프셔 경선에서 승리하면서 공화당 후보로 사실상 확정되었다. 따라서 바이든 대통령과의 재대결이 예상된다. 바이든 대통령의 지지율은 인플레이션 등 영향으로 40%를 하회하고 있다. 이에 따라 트럼프 전 대통령의 당선 가능성이 높아지는 모습이다. 다만, 사법 리스크 및 지정학적 이벤트 발생시 지지율 구도의 역전은 언제든지 가능하다. 정책 방향성이 정반대인 두 후보의 예상이 어려운 대결은 결국 안전자산 수요로 귀결될 것이다. 대선이 예정된 연도에서 금 가격은 하반기로 갈수록 상방 변동성이 확대되었으며 최근 3회의 대선이 예정된 해의 평균 YTD 금 가격 상승률은 +8.6%로 나타났다.

표 3. 주요국 선거 일정 및 리스크

날짜	선거 일정	주요 리스크
2024 년 1 월 13 일	대만 총선 및 대선	양안 갈등
2024 년 3 월 1 일	이란 총선	미국-이란 갈등
2024 년 3 월 17 일	러시아 대선	러시아-우크라이나 전쟁
2024 년 4 월 10 일	대한민국 총선	북한 군사 도발
2024 년 4~5 월 중	인도 총선	중국, 파키스탄 갈등
2024 년 6 월 6 일	유럽 의회 선거	러-우 전쟁 및 에너지 정책
2024 년 11 월 5 일	미국 대선	미중 갈등

자료: 언론 종합, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 1972년 이후 대선 예정 연도별 월평균 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 미국 경기의 견조함에 노랜딩 전망까지 등장

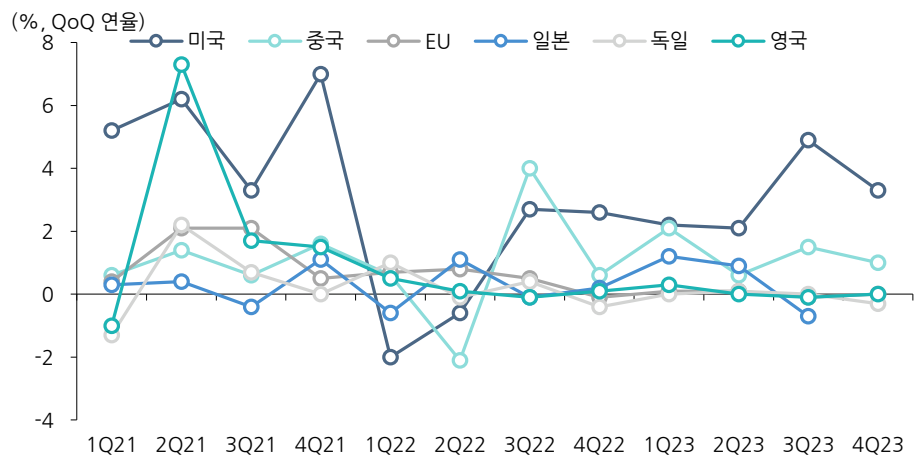
## 견조한 민간소비와 기업실적 개선 기대감은 안전자산 선호심리를 후퇴시킴

### 경기 침체 우려에서 노랜딩까지

안전자산의 수요를 높이는 요인 중 글로벌 경기 침체 가능성을 무시할 수 없다. 2023년만 해도 연준의 급격한 금리 인상에 따른 미국의 경기 침체가 주된 이슈였다. 하지만 현재 경기 둔화에 대한 우려는 2023년말로 향할수록 경감되는 모습이다. 특히 미국을 중심으로 예상보다 강한 성장세가 나타나고 있다. 미국의 23년 4분기 경제 성장률은 3.3%로 시장 예상치인 2.0%를 큰 폭으로 상회했다. 중국 또한 부동산 리스크와 디플레이션 우려에도 2023년 목표했던 연간 5% 성장률을 초과한 5.2%를 달성했다.

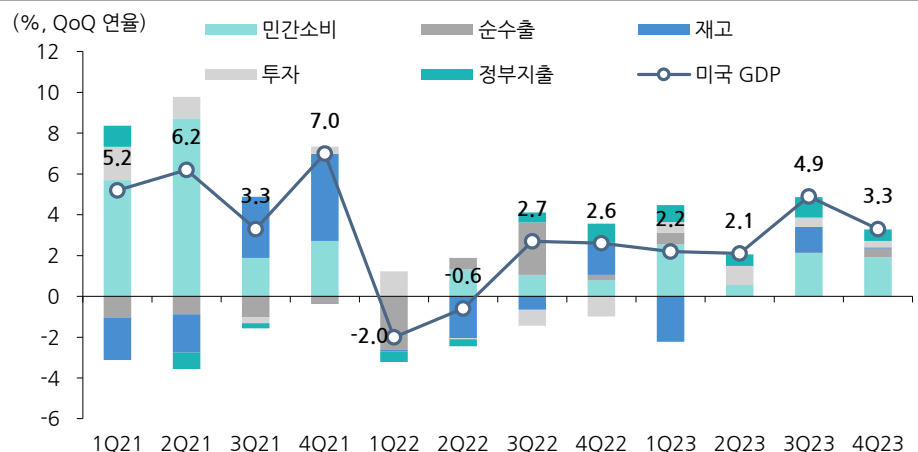
미국의 민간소비가 성장률 기여도의 대부분을 차지했다. 상품 소비는 내구재 중심으로 성장세가 소폭 둔화되었지만, 서비스 소비는 여전히 증가 추세를 유지하고 있다. 미국 경기가 견조한 모습을 나타내면서 위험자산에 대한 선호심리가 강화되는 모습이다. 강한 소비를 기반으로 주요 기업들의 실적 개선 기대감이 나타나며 미국의 3대 주식시장 지수는 역대 최고치를 경신하고 있다.

그림 10. 주요국 분기별 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 미국 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 경기 회복 국면에서 금은 소외되는 자산

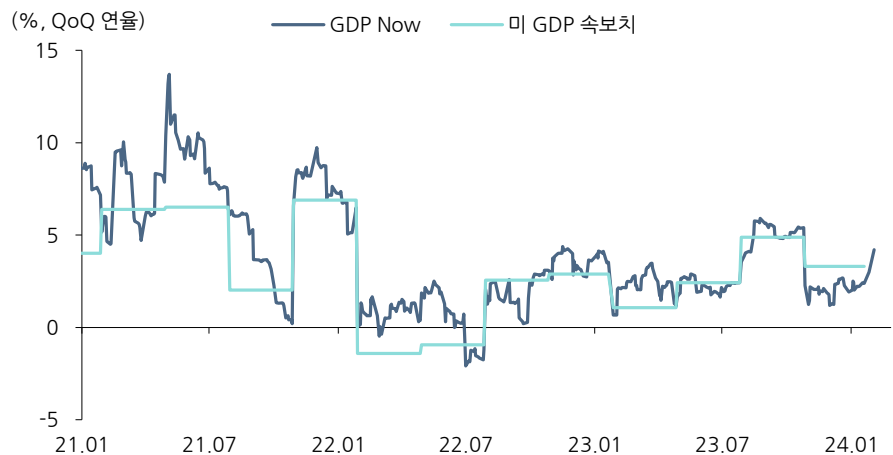
향후 미 경기 판단 상향 조정될  
가능성 높음

향후 경기에 대한 전망은 연착륙으로 기울고 있다. 시장의 24년 미국 경기 성장률 전망치는 1.5%로 형성되어 있다. 노동시장의 완만한 둔화로 민간 소비의 견인 여력이 보다 축소될 것으로 예상하고 있기 때문이다. 다만 아틀랜타 연은의 24년 1분기 미국 GDP 성장률 전망치는 4.2%로 전분기(3.3%)보다 성장 모멘텀이 강화될 것으로 예상하고 있다. IMF도 올해 미국 경제 성장률을 0.6%p 상향 조정한 2.1%로 전망 중이다. 경기 정착률 가능성은 멀어졌다는 판단이다.

역사적으로 침체 후 회복 국면에서  
금 가격은 유가에 비해 약세

역사적으로 경기 침체 후 회복 국면에서 금 가격은 빠르게 약세로 전환되었다. 지정학적 리스크와 인플레이션을 동시에 반영하는 유가와 금 가격을 비교했을 때, 경기 침체 국면에서 금이 유가 대비 강세를 시현했으며, 이후 경기 회복 국면에서 금/유가 비율은 빠르게 되돌려졌다. 현재 금/유가 비율은 2023년 6월 고점에 도달 후 완만하게 둔화되는 모습이다. 즉, 경기 침체 우려가 연착륙으로 전환되고 있다는 의미다. 역성장 우려가 일부 해소된 상황이기에 경기 사이클 측면에서는 금 가격의 상승 요인으로 작용하기는 어려울 것으로 보인다.

그림 12. 아틀랜타 연은 GDP 전망치 및 미 GDP 속보치 추이



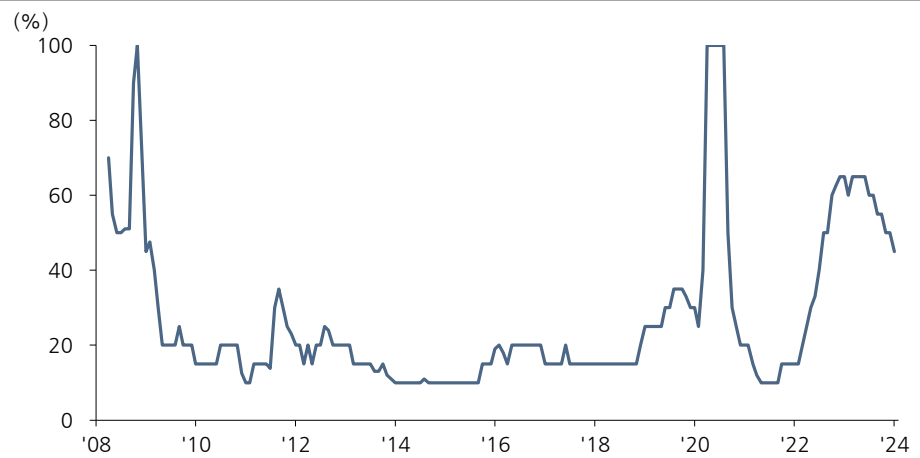
자료: 아틀랜타 연은, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 금 유가 비율



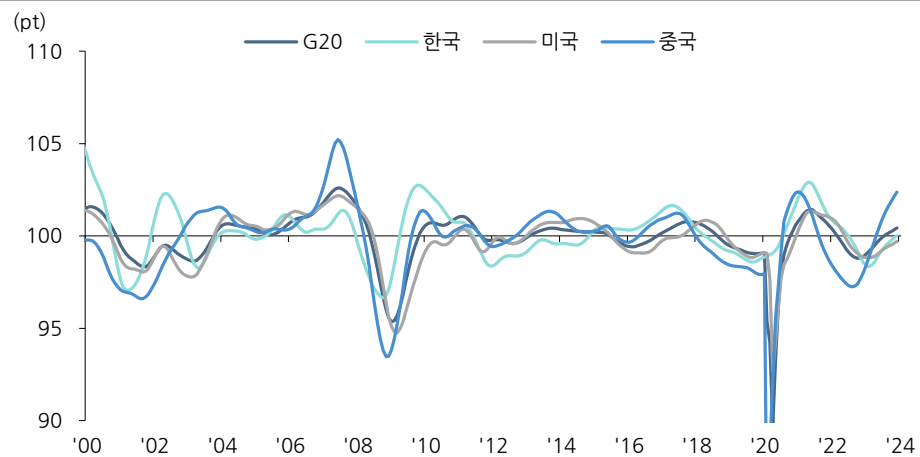
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 블룸버그 향후 12개월 미국 경기 침체 확률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 15. OECD 경기 선행지수



자료: OECD, 상상인증권 리서치센터

### 3. 인플레이션: 멀고도 험한 물가 안정

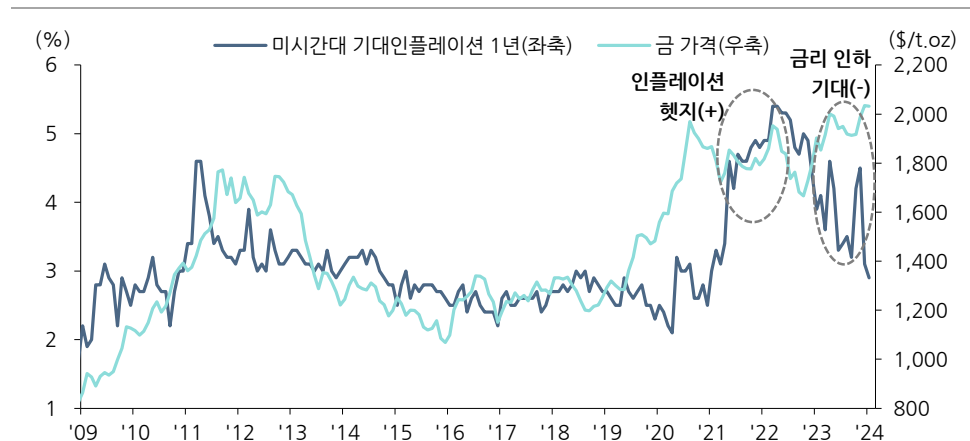
물가상승은 금 가격  
상하방 영향력 동시에 행사

물가상승률은 이론적으로 인플레이션을 헷지할 수 있는 금 가격과 양의 상관관계를 갖는다. 다만 인플레이션의 원인과 정도에 따라 중앙은행의 금리 결정에 영향을 미치기에, 금 가격에는 상하방 영향력 모두를 행사할 수 있다. 공급측 물가 상승 압력이 기대인플레이션 급등으로 이어질 때는 인플레 헷지가 우위를 점하며 금 가격은 상승하고, 그렇지 않은 상황에서 물가 상승(하락)이 금리 상승(하락)으로 이어질 시 금 가격은 하락(상승)세를 시현한다. 2022년 금 가격 상승은 전자에 해당하고, 2023년 후반부 금 가격 상승은 후자에 기인한다.

물가 안정 달성을  
안심할 수 없는 상황

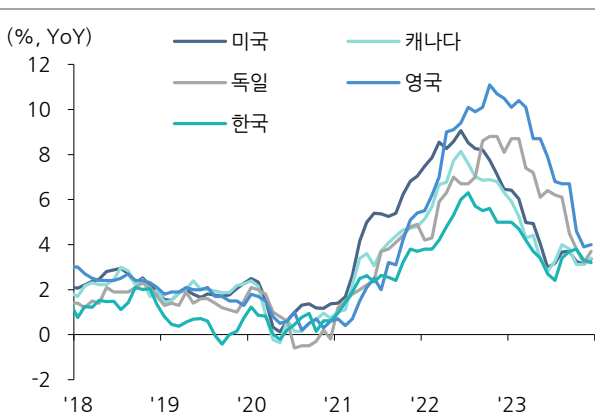
12월 CPI 반등 소식이 꾸준히 확인되고 있다. 캐나다, 영국, 미국 독일 등 국가들이 해당된다. 물가 상승률이 둔화될수록 그 속도가 완만해지는 것은 당연하다. 기저효과가 사라지는 점이 주된 이유다. 전월대비 상승폭의 제어와 전반적인 방향성만 맞다면 시장은 안도할 수 있으나, 상황이 여의치 않다. 근원 물가의 경우 더 끈적하게 움직이고 있다. 미국의 고용시장은 여전히 견조하며, 지정학적 불확실성이 높아지고 있기 때문이다.

그림 16. 미시간대 1년 기대인플레이션 및 금 가격



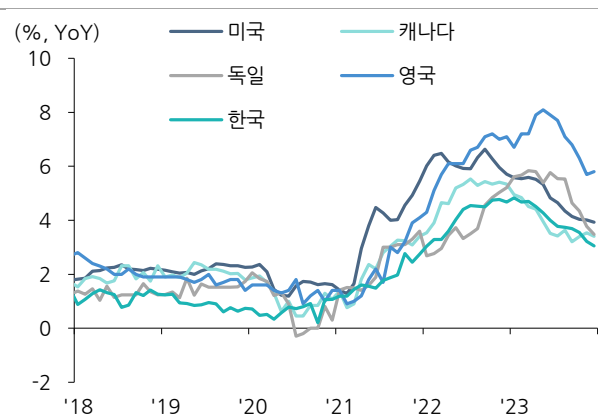
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 17. 주요국 헤드라인 CPI 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 18. 주요국 근원 CPI 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 고용 호조가 서비스물가를 지지

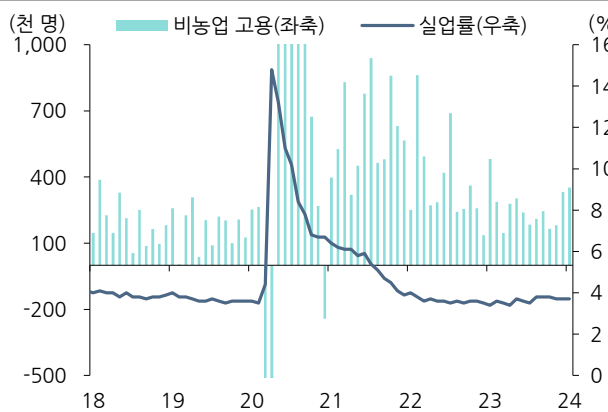
노동시장  
여전히 초과공급 상태 유지

미국의 고용시장은 고강도 금리 인하에도 여전히 견재하다. 비농업 고용인구 증가세가 30만명 대로 올라섰다. 구인건수는 900만 건으로 감소세를 나타내고 있지만 여전히 노동 공급 대비 수요가 많은 상황이다. 실업률은 3.7%로 역사적으로 가장 낮은 수준이 유지되고 있다. 고금리가 지속됨에도 미국의 노동시장의 초과 공급 상황은 여전히 해결되지 않았다는 의미다.

견조한 고용이  
급격하게 냉각되지 않는다는 것을  
인정해야 함

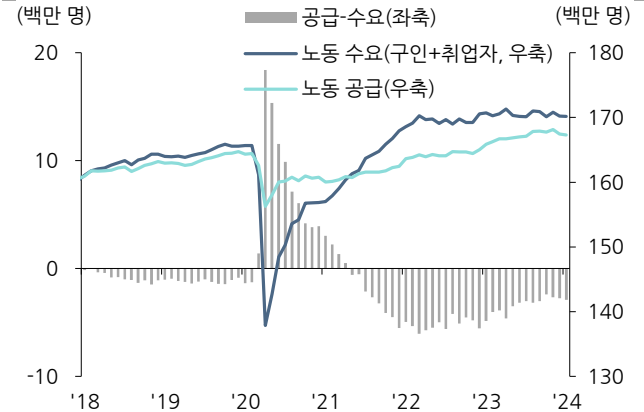
노동시장의 수급의 타이트함은 임금의 상승세를 유지시키고 결국 가계 소비 증가로 이어진다. 미국의 임금 상승률은 전월대비 0.6%를 기록했으며 전년대비 4% 중반 레벨에서 유지 중이다. 서비스물가의 추가의 추가 하락을 위해선 타이트한 고용시장의 완화가 선행되어야 한다. 서비스업은 노동집약적이기에 현 상황과 같은 모습이 지속된다면 서비스 물가의 하방 경직성은 유지될 수 밖에 없다. 23년 하반기 이후 비농업 고용지표의 서프라이즈는 더 이상 놀라운 일이 아니게 되었다. 미국 고용과 경기에 대한 눈높이를 상향조정할 필요성이 있다.

그림 19. 미 비농업 고용 및 실업률



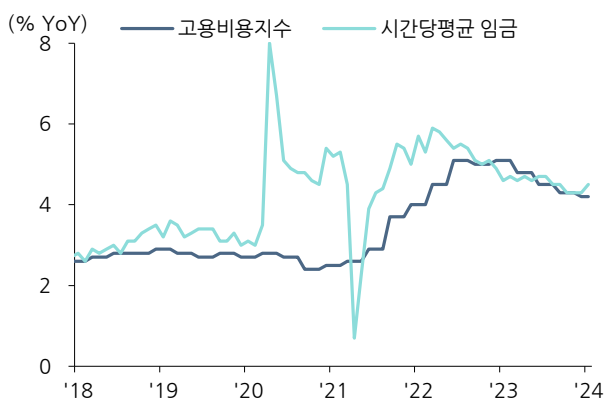
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 20. 미 노동시장 수급



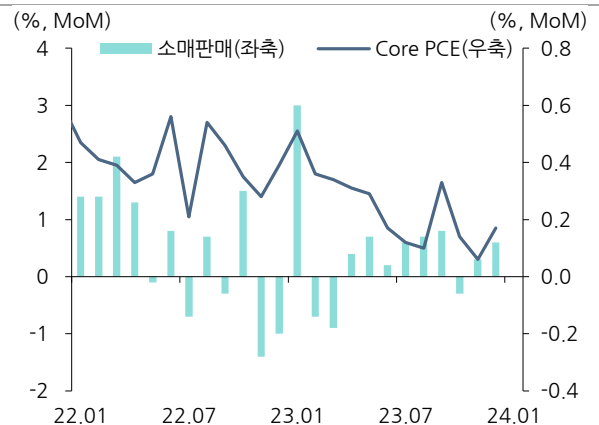
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 21. 미 고용비용 및 시간당 평균임금 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 22. 미 소매판매 및 근원 PCE 증감률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터



## 상품물가 불확실성 요인 산재 에너지가격 변동성 고조

### 에너지 물가의 기저효과를 기대하기 어려움

상품물가도 안심하기 어려운 환경이다. 23년 대비 안정세를 찾은 에너지 가격으로 인해 불확실성은 경감되었지만, OPEC+ 감산 우려와 주요 원유 수송로에서의 잡음은 유가의 상승 요인으로 작용할 수 있다. 중동지역 리스크가 종식되지 않았고 확전 가능성이 점진적으로 확대되는 것은 유가에 부담이다. WTI 유가와 흐름을 같이하는 미시간대 1년 기대인플레이션은 2.9%로 둔화되었지만 지속성을 보이지 못할 가능성이 높다. 주요 기관별 2024년 유가 전망치에 비해 현재 기대인플레이션 수준이 다소 과도하게 하향 안정화 되어있기 때문이다.

## 유가는 더 이상 물가하락 요인이 아님

2023년 물가안정에 가장 크게 기여한 에너지 가격의 기저효과 또한 올해는 기대하기 어렵다. 2022년 평균 WTI 유가는 95달러였던 것에 반해 2023년 평균 유가는 78달러로 약 -22% 안정되어 23년 디스인플레이션을 견인했다. 올해 유가 흐름이 작년과 같은 낙폭을 유지하긴 어려울 것으로 판단한다. 상상인증권은 2024년 WTI 유가 전망치를 평균 \$76/bbl로 전망하고 있다. 이는 OPEC+의 감산 기조 약화 및 연준의 금리 인하 개시, Non-OPEC 국가들의 증산, 글로벌 경제 회복에 따른 완만한 수요 증가를 전제로 한다. 본 전망에서 전쟁 확산 등 지정학적 리스크는 고려되지 않았기 때문에 전쟁 관련 이슈 전개에 따라 단기적인 유가의 급등이 나타날 수 있다.

## 경기 + 지정학적 리스크 동시 발현시 물가반등 가능성이 높음

경기의 견조함과 유가의 상방 변동성이 결합된다면 헤드라인 CPI의 반등 추세가 나타날 가능성이 매우 높다. 주요국 중앙은행의 물가 경로 전망은 대부분 유가의 완만한 하락세를 전제로 하고 있다. 즉, 에너지 가격 불확실성에 따라 헤드라인 물가의 변동성이 확대될 시 중앙은행들은 보다 매파적인 스탠스로 선회할 수 있음에 유의해야 한다.

그림 23. WTI 유가 및 미 헤드라인 CPI 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 2024년 원유 수요: 완만한 증가

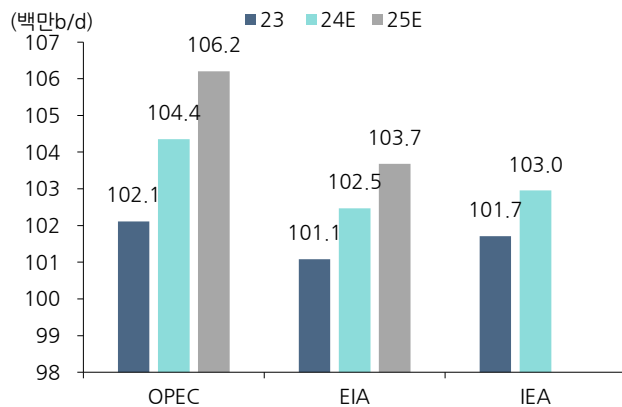
### 원유 수요 생각보다 견조할 전망

2024년 원유 수요측 주요 관전 포인트는 중국을 중심으로한 신흥국의 경기 회복과 미국과 유럽을 중심으로한 선진국의 경기 둔화 정도가 중요할 것이다. 친환경 관련 정책 또한 주시해야할 요인이다. 중국 경기 전망은 올해보다 소폭 둔화된 4~5%로 형성되어 있다. 2024년 원유 수요 증가폭 전망치는 기관별로 차이는 있지만 주요 3개 기관 모두 수요 증가를 전망하고 있다. OPEC이 가장 낙관적으로 전망하고 있으며 EIA(미 에너지정보청)와 IEA(OECD 국제에너지기구)도 24년 원유 수요 증가를 예상 중에 있다. 경기가 생각보다 나쁘지 않았고, 않을 것이라는 의미다.

### 수요측 유가 상승 여력 잔존

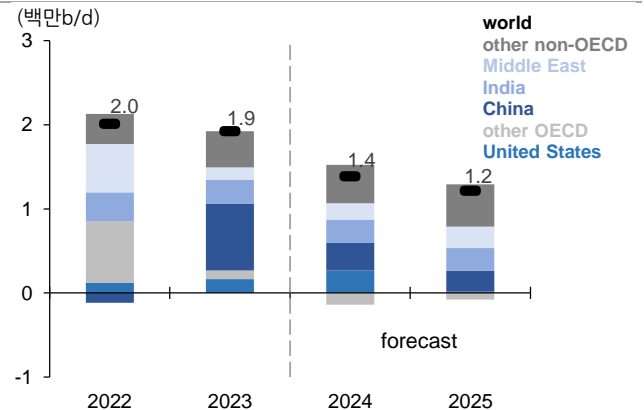
결국 지정학적 리스크가 원유 공급에 유의미한 영향력을 행사하지 못하더라도, 견조한 수요가 유지되며 유가의 하단이 유지될 수 있다는 점을 시사한다. 낮은 수준의 미국 상업용 재고와 미국의 전략비축유 재비축 수요 또한 잠재적인 유가의 하단을 지지해 줄 수 있는 요인이다.

그림 24. 주요 기관별 글로벌 원유 수요 전망



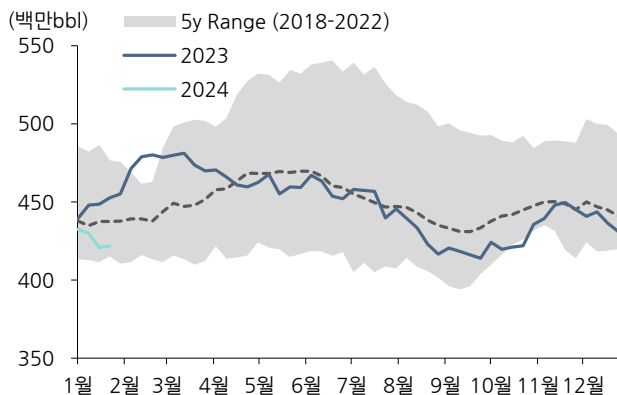
자료: 각 기관, 상상인증권 리서치센터

그림 25. EIA 글로벌 연간 원유 수요 증감



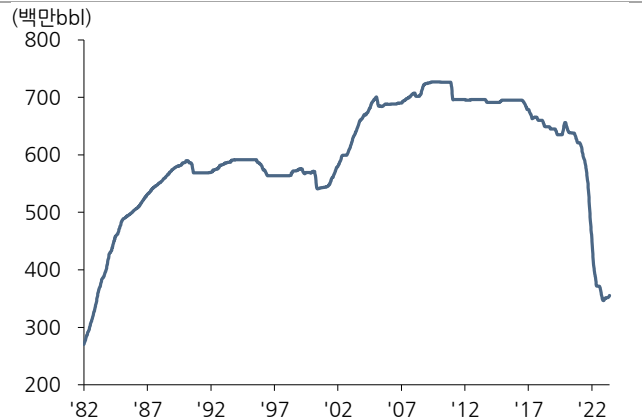
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 26. 미국 상업용 원유 재고 (SPR 제외)



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 27. 미 전략비축유(SPR) 재고



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

원유 공급,  
OPEC은 예측이 어려우나  
미국은 둔화될 것

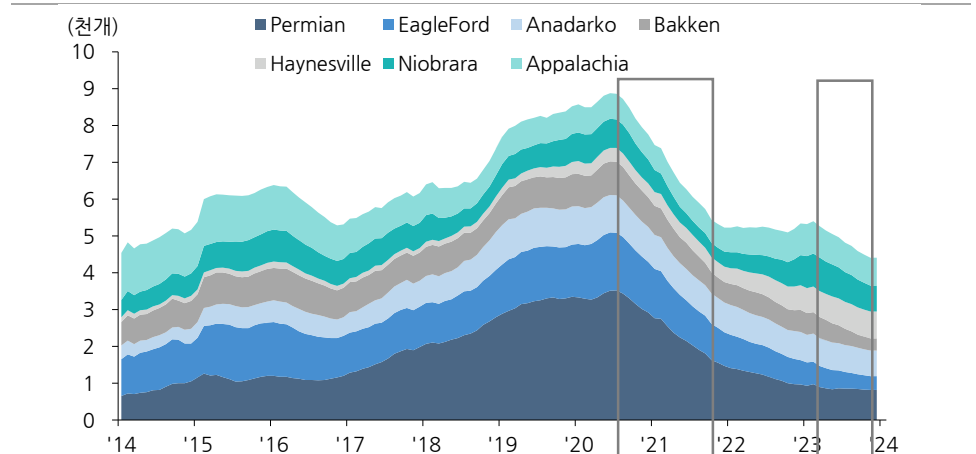
2023년 역대급 증산을 이끈  
미완결유정

## 2024년 원유 공급: 제한된 미국

OPEC+ 주도의 감산은 1분기 말 종료에 예정되어 있다. 연장 여부는 예측하기 어렵지만, 이미 많은 감산으로 희생을 감내중인 사우디의 추가 감산 가능성은 여전히 낮을 것으로 예상된다. 미국의 원유 생산량은 전년과 같은 급등세를 보여주지 못할 것으로 보인다. 미국의 원유 시추기 수가 둔화되고 있으며 단기 증산을 뒷받침했던 미완결유정(DUC)이 소진되었기 때문이다.

코로나 팬데믹 발생으로 2020년 미 셰일 업체들의 신규 시추 활동이 급감했으며 시추가 완료된 유정들의 완공이 중단되었다. 따라서 미완결유정이 급증했는데, 팬데믹 이후 유가가 회복하면서 DUC 완공을 통해 빠르게 생산량을 늘릴 수 있었다. 2023년 물가 상승에 따른 비용 상승으로 석유 시추 활동이 부진함에도 2023년 이후 미국의 생산량이 역대 최고치를 기록했던 이유도 DUC의 소모의 영향이 크다. 기술 진보에 따른 생산 효율성 증가 또한 원유 생산량을 늘리는 요인이 되었다.

그림 28. 주요 셰일 생산 지역별 미완결 유정 추이



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 29. Permian 신규 유정 생산량 및 석유 시추기 수 추이



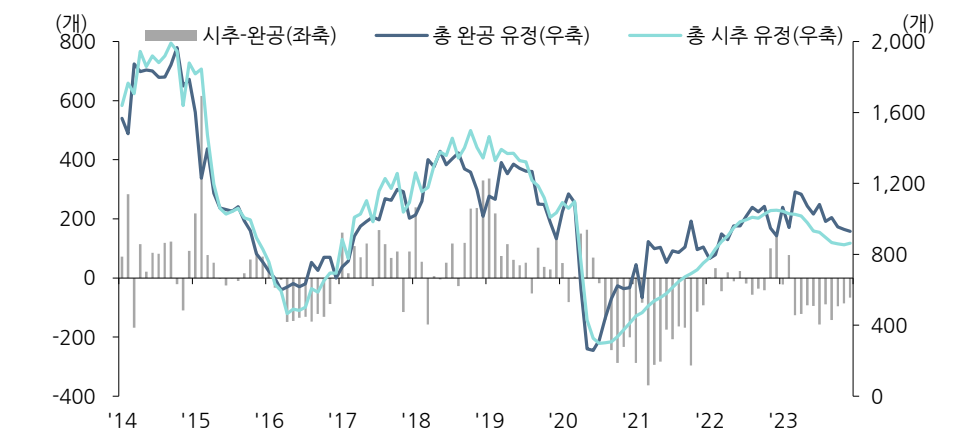
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

## 시추 활동 증가 부재 시 2024년 생산량 유지 어려움

### 생산량 증가를 전망하기 어려운 미국

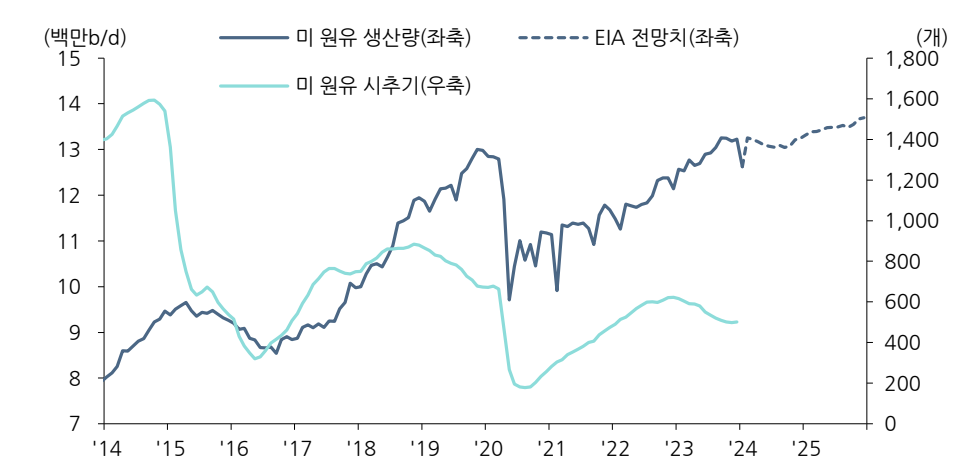
미완결유정이 소진된 상황에서 추가 시추 활동의 증가가 부재하다면 2024년 미국의 원유 생산량은 작년과 같은 상승세를 유지하기 어렵다. 2024년은 평년과 같이 원유 시추기 수에 연동되어 1,300만b/d 수준을 유지할 전망이다. 미완결유정은 2014년 이후 최저 수준이다. 증산 속도 유지를 위해서는 추가 탐사 및 시추 활동이 필수적인데, 주요 셰일 분지의 BEP 유가의 상승 추세는 활발한 투자를 저해하는 요인이다. 미 대선을 앞두고 화석연료에 대한 양극화된 두 후보의 공약으로 인해 향후 석유산업 투자에 대한 불확실성도 높다. 주요 미 대형 E&P 기업들 또한 2024년 생산량 증가보다는 자산 인수, 부채 및 비용 줄이기에 중점을 두는 모습이다.

그림 30. 팬데믹 이후 시추보다 완공이 많아지며 DUC 소모를 가속



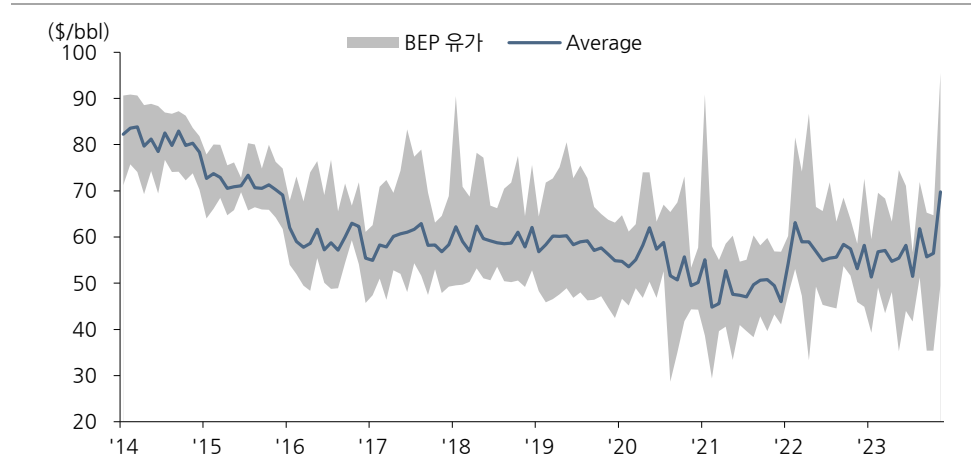
자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

그림 31. 2024년 원유 생산량의 급격한 증가는 어려울 전망



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

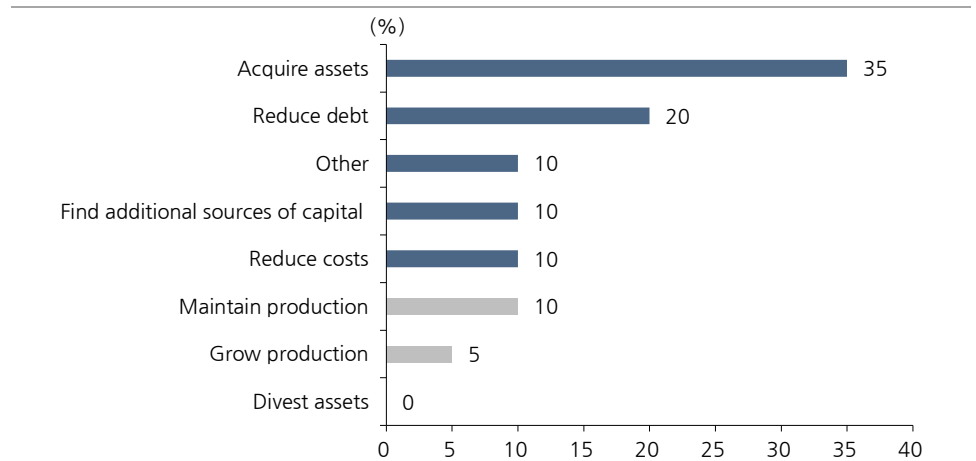
그림 32. 주요 셰일 오일 필드 평균 BEP 유가



자료: Bloomberg, BTU, 상상인증권 리서치센터

주: Permian Delaware, Permian Midland, East Eagle Ford, West Eagle Ford, DJ basin 평균

그림 33. 미 대형 E&P 기업들의 2024년 목표, 2024년 원유 생산량의 급격한 증가는 어려울 전망



자료: Dallas Fed Energy Survey, 상상인증권 리서치센터

## 공급측 유가 하락 요인도 존재하나, 상방 리스크가 더 높은 상황

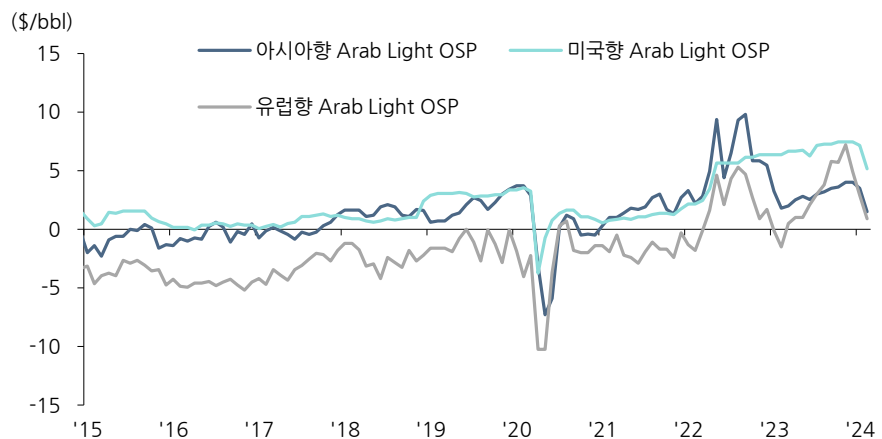
Non-OPEC국가들과  
결속력이 약화된 OPEC의  
증산은 변수

Non-OPEC 국가들의 원유 생산량 증가가 전망은 유가의 상단을 제한하고 있다. 캐나다와 브라질, 가이아나 등 아메리카 지역의 증산이 진행될 것이라는 점은 주요 기관들도 예상하고 있는 부분이다. 더불어 앙골라의 탈퇴로 결속력이 다소 약화된 OPEC+가 증산 경쟁을 시작한다면 유가의 급락 요인으로 작용할 수 있는 변수다. 사우디의 OSP 인하는 점유율 확보를 위한 노력이자 자발적 감산 불이행 시 경쟁적 증산도 가능하다는 경고로 판단된다.

중동지역 전쟁 등 유가 상방 위험이  
더 큰 상황으로 판단

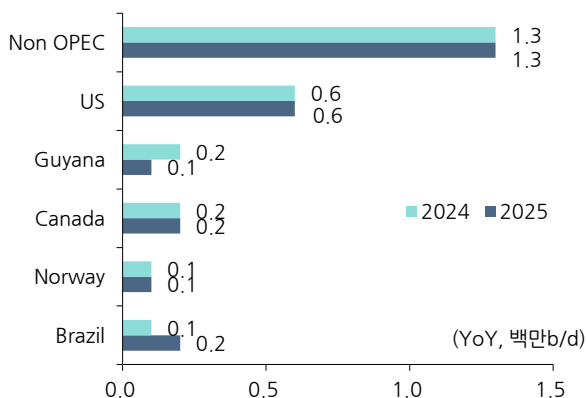
다만 1분기 약속한 자발적 감산 불이행이 확인되기 전까지 사우디의 증산 전환 선택은 제한적일 것이다. 더불어 이스라엘 하마스 전쟁이 점차 이란과 미국간 갈등으로 나타나고 있다. 서방 vs 이슬람국가로 전개될 시 오히려 산유국 연합의 결속력이 강화될 가능성도 존재한다. Non-OPEC 국가들의 증산 전망에도 중동지역 불확실성은 결국 유가의 상방 요인으로 작용하겠다.

그림 34. 사우디의 Arab Light 원유 OSP 추이



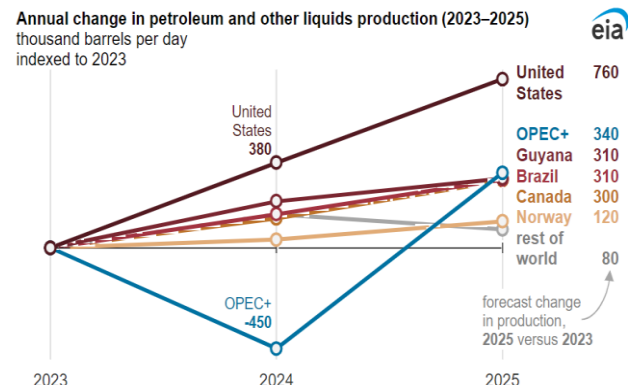
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 35. OPEC 국가별 연간 원유 생산량 증가폭 전망



자료: OPEC, 상상인증권 리서치센터

그림 36. EIA 국가별 연간 원유 생산량 증가폭 전망



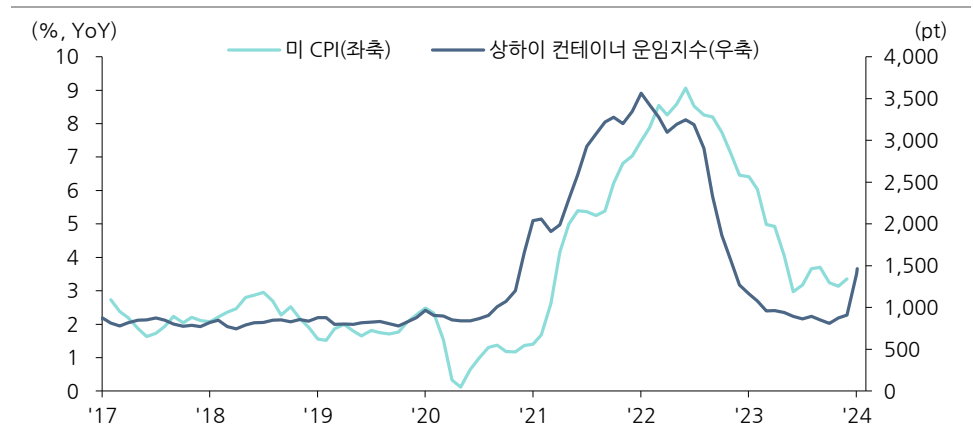
자료: EIA

## 운임 상승은 물가에 반영될 전망

주요 운하 통행량 감소로  
운임 상승세 시현  
→ 물가 반등으로 이어질 수 있음

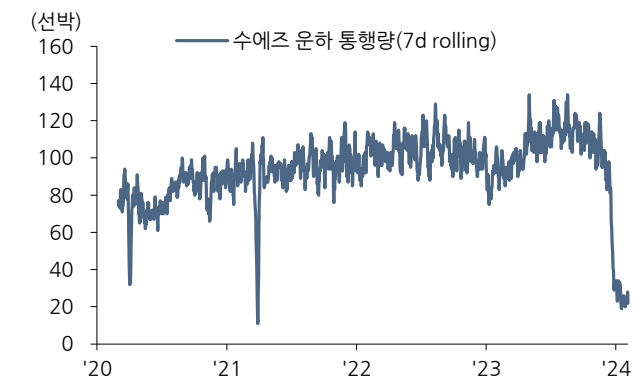
연초 이후 컨테이너 선박 운임 상승세가 두드러지게 나타나고 있다. 이는 주요 운하의 통행량 급감에 따른 현상이다. 수에즈 운하는 후티 반군의 홍해 공격으로, 파나마 운하는 가뭄으로 원활한 통행이 제한되고 있다. 해상 운송의 병목 현상은 자연스럽게 운임 증가로 이어지고 인플레이션에 반영될 수 밖에 없다. 상하이 컨테이너 운임지수는 미 헤드라인 CPI를 3~6개월 선행하고 있다. 2024년 상반기 물가 안정에 주요 변수로 작용할 것이다.

그림 37. 미 소비자물가지수 및 상하이 컨테이너 운임지수(SCFI) 추이



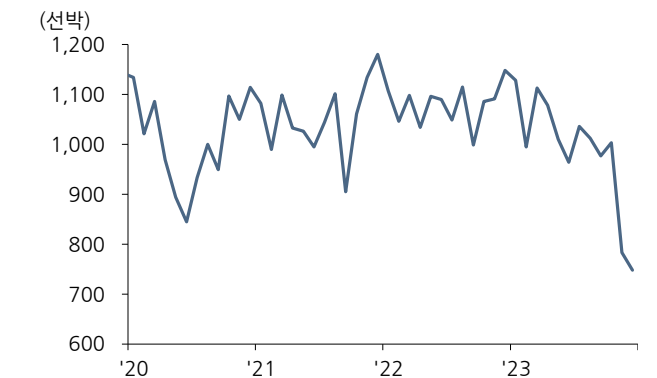
자료: Bloomberg, 상하이증권 리서치센터

그림 38. 수에즈 운하 선박 통행량(7d rolling)



자료: Bloomberg, 상하이증권 리서치센터

그림 39. 월간 파나마 운하 선박 통행량



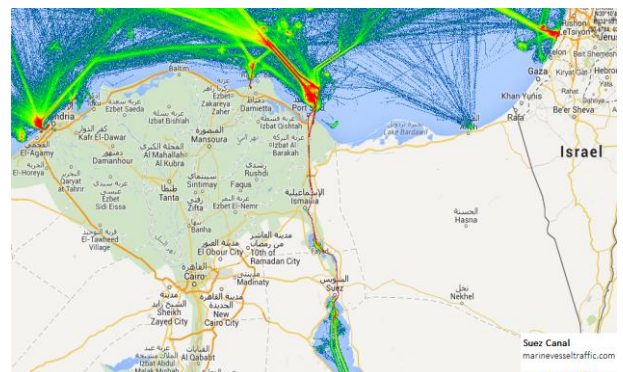
자료: Bloomberg, 상하이증권 리서치센터

그림 40. 파나마 운하 선박 운행 밀집도



자료: Marinevesseltraffic

그림 41. 수에즈 운하 선박 운행 밀집도



자료: Marinevesseltraffic



## 파나마 운하 통행은 수자원 소모가 많음

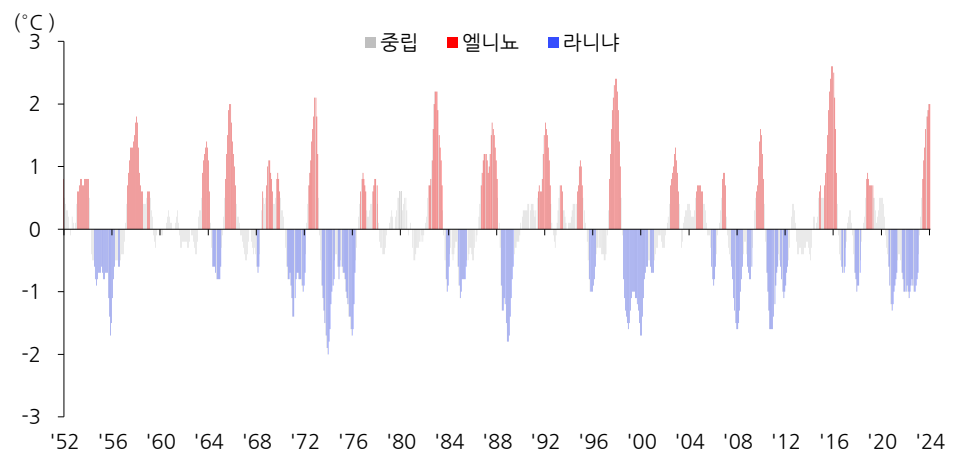
## 가뭄의 원인은 엘니뇨에 따른 기상이변

### 기후 리스크는 잠재적인 물가 상방 요인

파나마운하는 지리적 특성상 선박이 산악 지형을 건너야 하기 때문에 갑문에 가둔 호수의 담수를 채워 배의 높이를 올린다. 이 과정에서 다량의 물이 소모되는데, 평소에는 파나마지역에 강수량이 많아 문제가 되지 않았다. 하지만 최근 가뭄으로 가둔 호수가 말라 통행량에 제한이 생겼고 운임 상승 요인으로 작용하고 있다.

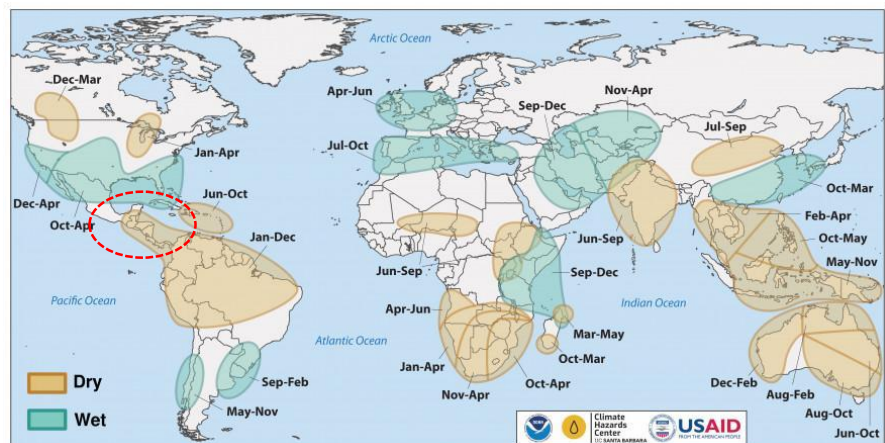
파나마 운하의 가뭄을 야기한 주된 요인은 엘니뇨에 의한 기상이변으로 귀결된다. 엘니뇨 현상은 무역풍의 약화로 인해 동태평양의 수온이 평년보다  $0.5^{\circ}\text{C}$  높은 상태가 3개월 연속 지속되는 현상인데, 10~12월 평균 해수면 온도는 평년대비  $1.9^{\circ}\text{C}$  높았다. 즉 매우 강한 수준의 엘니뇨 현상이 발현되고 있는 모습이다. 엘니뇨는 대기와 해양 흐름을 바꾸면서 지역별로 차별화된 영향력을 행사하는데, 중남미 지역에는 평년보다 건조한 기후를 야기시킨다. 이외에도 호주나 동남아시아, 인도 등에 이상기후를 발생시켜 주요 원자재 생산 지역의 공급 차질을 유발한다.

그림 42. 엘니뇨 감시구역의 평년대비 온도 변화 추이



자료: NOAA, 상상인증권 리서치센터

그림 43. 엘니뇨 발생 시 지역별 기후 변화, 파나마 지역에는 가뭄이 발생



자료: NOAA

## 엘니뇨 가고 라니냐 온다

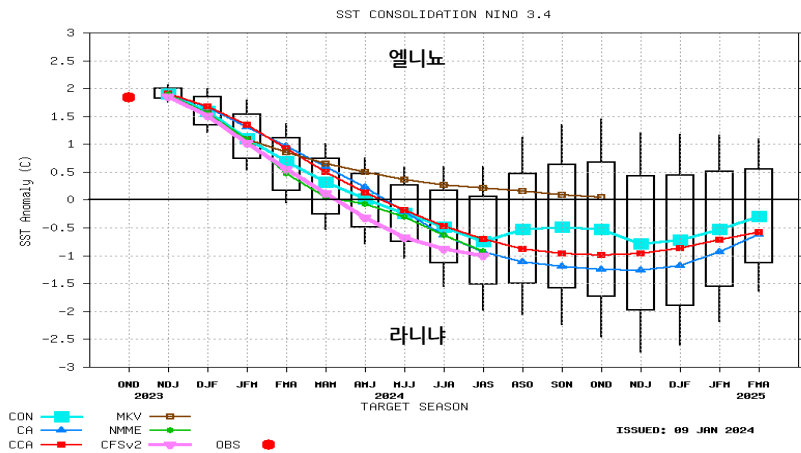
### 엘니뇨 상반기 중 후퇴 예정 하반기 라니냐의 등장

엘니뇨는 23년 하반기부터 발생이 선언되었는데, 주요 기관들은 24년 1분기를 정점으로 2분기 중 해소될 것으로 전망 중이다. 엘니뇨발 물가 변동 리스크는 완화되겠다. 다만 역사적으로 강한 엘니뇨 뒤에는 강한 라니냐 현상이 발생하며 순환해 왔다. 라니냐는 엘니뇨와 정반대 현상으로 동태평양 수온이 평년대비 0.5°C 낮은 상태가 3개월 연속 지속되는 현상이다. 미 해양대기청은 엘니뇨를 판단하는 구역의 해수면 온도가 2분기 중 엘니뇨가 해소되며 중립 수준에 도달하고, 3분기 중으로 라니냐의 기준치에 도달할 것으로 예측하고 있다. 즉, 기후적 물가 상승 영향력은 지속된다는 의미다.

### 엘니뇨와 라니냐 모두 물가 상승 요인

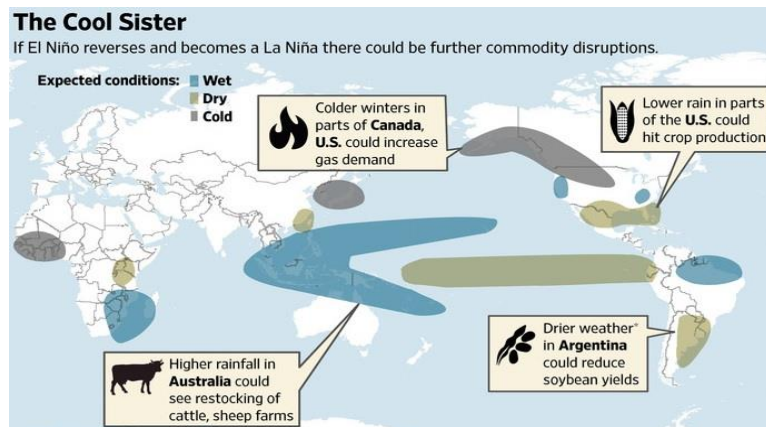
라니냐가 발생하면 엘니뇨와 정반대의 기후 변동을 자극하며 홍수나 가뭄 등 피해로 연결된다. 기후에 민감한 농산물 등의 생산 차질이 발생할 수 있다는 의미다. 가뭄으로 인해 미국의 옥수수와 아르헨티나의 대두 공급이 어려워질 수 있다. 이와 함께 기후 변동이 생산량에 미치는 영향이 적은 에너지 가격까지 지정학적 리스크로 동반 상승한다면 인플레이션에 유의미한 영향력을 행사할 수 있다. 이는 연준의 금리 인하를 지연시키며 금 가격의 상단을 제한할 것으로 예상된다.

그림 44. 엘니뇨 감시구역인 Nino3.4 구간의 평년대비 해수면 온도 전망



자료: NOAA

그림 45. 라니냐 발생 시 지역별 기후 변화 및 발생 가능한 원자재 생산 차질



자료: WSJ

#### 4. 중앙은행: 달러를 대체하는 금

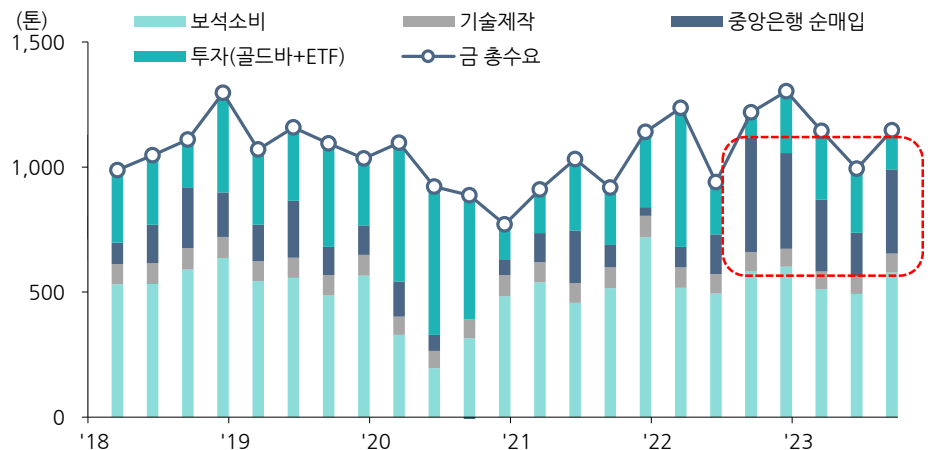
인플레이션은 화폐가치 하락으로 이어지며 중앙은행의 금 매수를 자극

주요 인플레이션 급등 국가들은 22년부터 금 보유량을 확대 추가 축적은 제한될 전망

인플레이션은 화폐가치의 하락을 의미함으로 중앙은행의 금 보유 동기로도 이어진다. 중앙은행은 외환보유고 중 일정 비율을 금으로 보유하고 있으며 그간 보유 비중의 큰 변화는 부재했다. 하지만 2022년 글로벌 초 인플레이션 국면이 발생함에 따라 주요국 중앙은행들은 자국통화 및 해외통화들의 가치 하락에 대한 헷지 목적으로 외환보유고 내 금 보유 비중을 급격하게 늘렸다. 참고적으로 한국은행은 2013년 이후 금 보유량을 104.4톤으로 유지하고 있는데, 유동성이 낮고, 안정적인 현금흐름(이자)이 없고, 가격변동 리스크가 큰 단점 때문에 금 보유량을 늘리지 않고 있다.

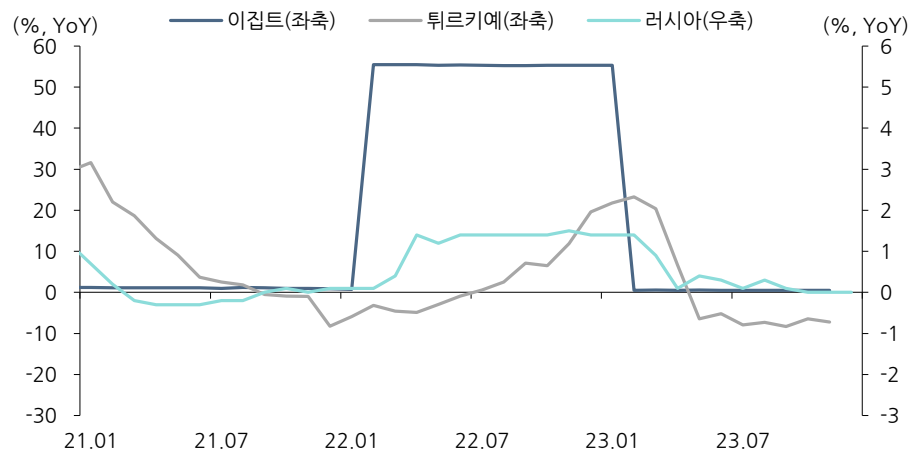
2022~23년 금 보유 비중이 급격하게 증가한 국가들은 인플레이션이 폭등했던 국가들이 대부분이다. 튀르키예(22년 중 최고 CPI 85%), 러시아(17.8%), 이집트(21.3%) 등 국가들이 물가 상승률이 높았으며 중앙은행의 금 보유세 또한 기민했다. 다만 글로벌 인플레이션이 23년대비 상대적으로 하락하고 있으며, 금 가격 상승에 따른 차익 실현 유인이 존재한다. 이에 따라 위 국가들은 더 이상 금 보유량을 늘리지 않는 모습이다. 향후 인플레이션 헷지 목적의 금 보유량 증가는 당분간 제한될 전망이다.

그림 46. 주요 수요처별 금 수요량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 47. 중앙은행 금 보유량 변화



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 달러 의존도 축소 목적의 금 매입

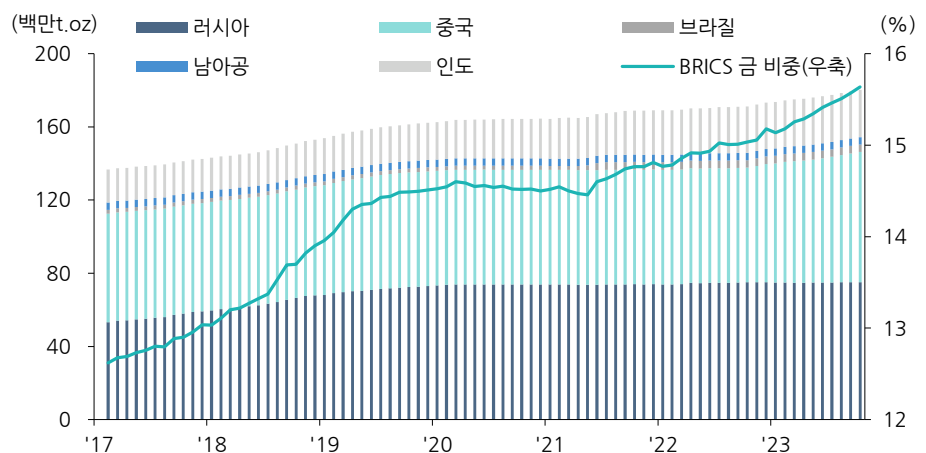
### 달러 대체를 위한 금 매입

다만 달러 의존도 축소 목적으로 비 서방 국가의 중앙은행들은 금 매입세를 이어갈 전망이다. 러-우 전쟁 이후 서방의 러시아 제재가 탈달러 현상을 부추기고 있으며 BRICS가 그 중심에 있다. 비 서방 경제공동체의 세력 확장은 구성 국가들의 금 보유 유인을 증가시킨다. 중국은 디플레이션 우려가 발생하는 국가이지만 예외적으로 금 보유를 늘려오고 있다. 미 국채 보유량 축소가 동시에 진행되고 있는 상황은 온전히 달러 대체를 위한 목적의 금 매수로 평가할 수 있다.

### BRICS의 확장은 탈달러화를 가속

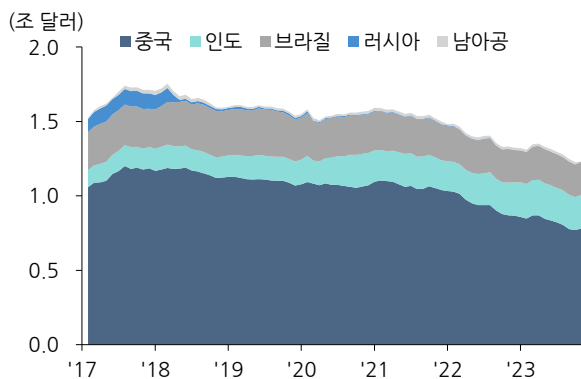
BRICS 기존 구성 국가들 외에 새로 추가된 사우디와 이란, 등은 OPEC 내 주요 원유 생산 국가들이다. 서방의 반도체 기술에 맞서 중국은 핵심 자원을 가지고 경쟁할 것으로 예상된다. 사우디(원유)와 함께 브라질(광물, 곡물), 중국(희토류), 러시아(원유 및 광물, 곡물) 등 자원 부국들을 구성원에 포함시키면서 광물 및 에너지 상품에 대한 통제를 점진적으로 진행해나갈 것이다. 이를 위해서는 주요 상품 거래 통화인 달러화에 대한 의존도를 낮출 필요가 있다.

그림 48. BRICS 중앙은행 금 보유량 및 글로벌 대비 BRICS 금 보유 비중



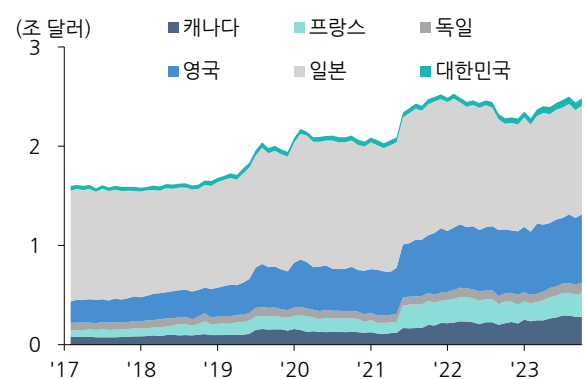
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 49. BRICS 미 국채 보유량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 50. 주요국 미 국채 보유량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 달러 패권에 대한 도전은 중장기적 과제

달러 패권은  
주요 원자재와의 연동으로 부터  
시작

달러는 대부분의 상품 거래에서 거래통화로 사용되며 패권을 유지하고 있다. 특히 페트로달러(원유의 달러 결제)체제는 달러화의 가치를 유지시키는 대표적인 시스템이다. 2차 세계대전 이후 브레튼우즈 체제로 달러화의 패권이 확립되었으며, 금 태환 중단 이후 사우디가 원유 수출 대금 결제를 달러로만 하기로 합의하면서 패권을 유지시킬 수 있었다. 달러로 결제된 석유 수출 대금은 산유국들의 미 국채 매입을 통한 순환 구조가 만들어지기 때문에 단순 원유 결제 이상의 효과가 있었다.

미국은  
페트로달러에 도전하는 것에  
예민하게 반응

미국도 이를 인지하고 있으며 페트로달러에 도전했던 국가들에 대해서 예민하게 반응했던 역사가 존재한다. 2000년 9월 이라크의 후세인 정권은 반미와 이슬람주의 노선을 확고히 하며 원유 결제를 달러가 아닌 유로로 바꾸면서 미국의 심기를 건드렸고 2003년 이라크 전쟁으로 미국에 의해 축출되었다. 더불어 리비아의 카다피 또한 디나르 금화를 원유수출 결제통화로 사용하려고 하자, 미국의 지원을 받은 리비아의 반군에 의해 정권이 교체되었다.

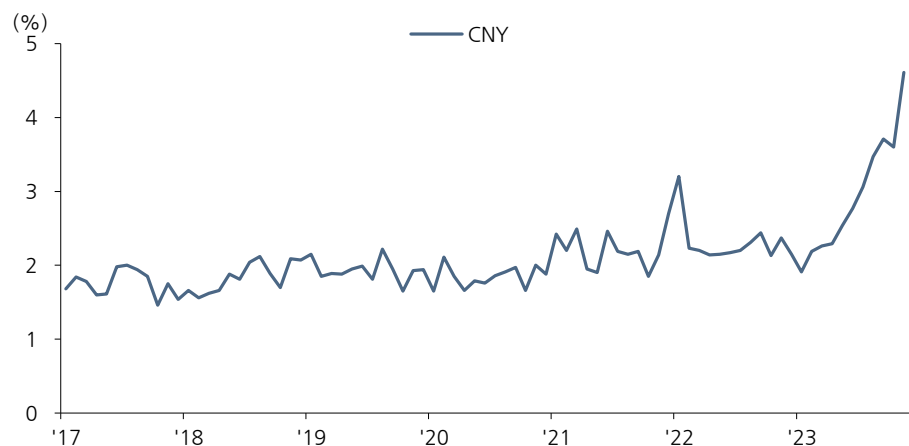
러시아의 선례를 확인한 중국  
금은 달러 의존도 축소를 위해  
필수적

미국의 반대에 서있는 중국은 원유 대금에 대한 위안화 결제를 시도하며 미국을 견제 중이다. 서방 국가들에 대응하여 상품시장에서의 영향력을 행사하기 위해서는 결제 통화인 달러를 배제해야하기 때문이다. 달러를 대체할 수 있는 통화는 현재까지 부재하다. 위안화는 인민은행이 환율을 고시하고 있기에, 투명성과 신뢰도의 문제가 있다. 따라서 크레딧 리스크가 없는 금 매수가 대안이 될 수 있다. 향후 금과 연동된 특정 통화를 활용한 BRICS 내 결제 시스템 구축 등 다양한 방법으로 활용될 수 있다.

달러의존도 축소는  
BRICS의 장기적인 과제

현재 BRICS 내 결집력은 크지 않다. 인도와 중국, 사우디와 이란 등 지리적 & 종교적 갈등이 잔존하는 국가들이 모두 포함되어 있기 때문이다. 따라서 단기간에 단합된 액션을 취할 가능성은 낮다. 하지만 중장기적 이권을 위해서 비 서방 국가들의 금 매수 유인은 지속될 것으로 전망한다. 이는 금 가격의 하단을 지지해줄 것으로 판단한다.

그림 51. SWIFT내 위안화 결제 통화 비중



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 통화정책: 5월 금리인하는 어려울 전망

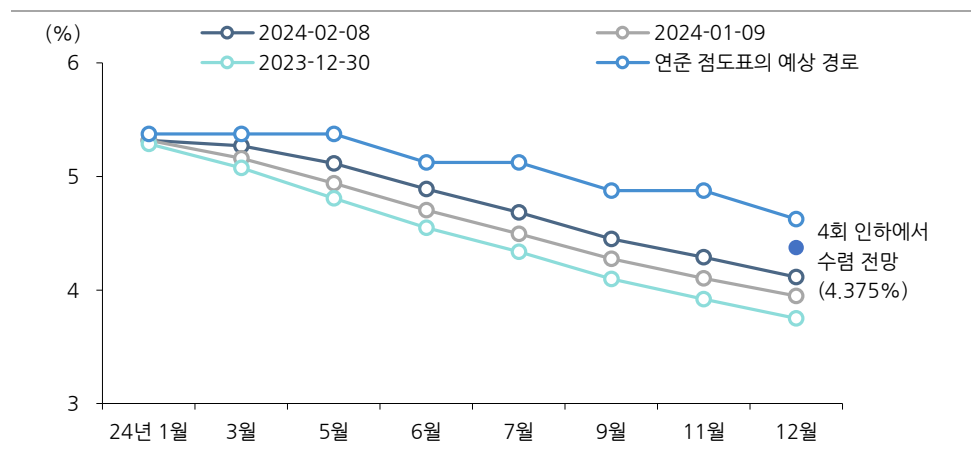
### 통화정책 전환 시장 예상보다 지연될 전망

글로벌 중앙은행들의 금리 인하를 시장의 기대보다 지연시킬 요인들이 산재해있다. 물가 목표치로의 회귀 증거는 아직 확인되지 않았다. 가시화된 증거 확인 없이 예측에 근거한 선제적인 인하 판단을 기대하기도 어렵다. 물가 제어가 수반되지 않은 상황에서, 금리 인하에 의한 물가 반등 시 감수해야할 비용이 더 크다는 것은 아서 번스, 폴 볼커 연준의장 시기 교훈으로 남아있다.

### 상반기 금리 인하 기대감 조정으로 금 가격 상승 흐름 부재할 것

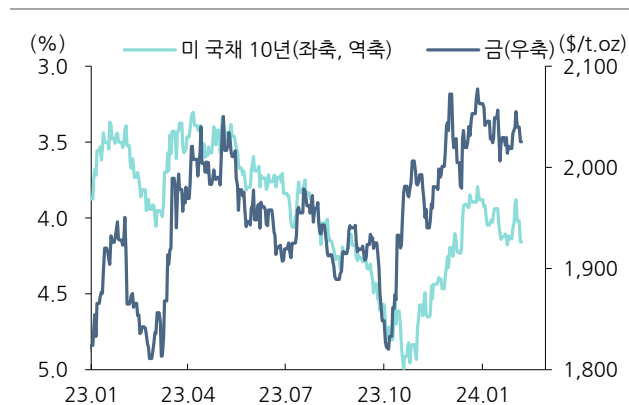
상반기까지 파월 의장은 시장과 되도록 매파적으로 커뮤니케이션 하고자 할 것이다. 앞서가는 시장의 기대감 때문이다. 시장은 연준이 점도표로 제시한 금리 경로보다 3회 더 인하 할 것으로 예상하고 있으며 인하 시점은 5월로 의견이 모이고 있다. 인하 시점 전망은 3월에서 5월로 점진적으로 이연되고 있지만 인하 폭은 여전히 5~6회로 반영되고 있기 때문에 연준과 시장의 기대의 조정이 여전히 필요하겠다. 상상인증권은 3회 인하를 기본으로 상황에 따라 추가 1회 금리 인하가 가능할 것으로 예상 중이다. 인하 시점은 6월 회의로 전망하고 있다. 시장의 금리 인하 기대감과 연준의 점도표는 24년 말 4회 인하(상단 4.50%)에서 조정될 것으로 예상된다. 미국채 금리의 추가 하락과 빠른 약달러 전환은 어려울 전망이다. 이는 상반기 시장금리 및 달러와의 역의 상관성을 갖는 금 가격의 상단을 제한하는 요인이다.

그림 52. 선물시장에 반영된 연준 기준금리 추이



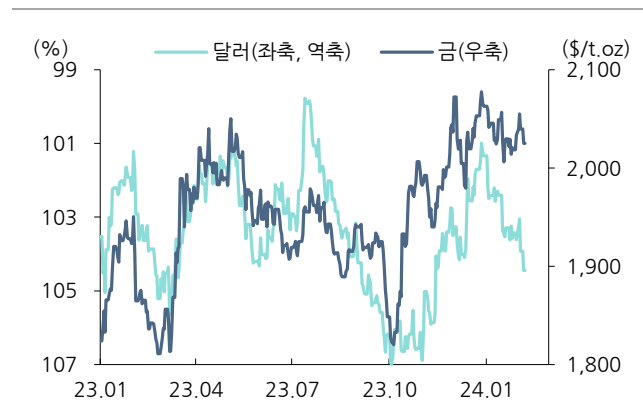
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터, 주) 중간값 기준

그림 53. 미 국채 10년물 및 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 54. 달러인덱스 및 금 가격 추이



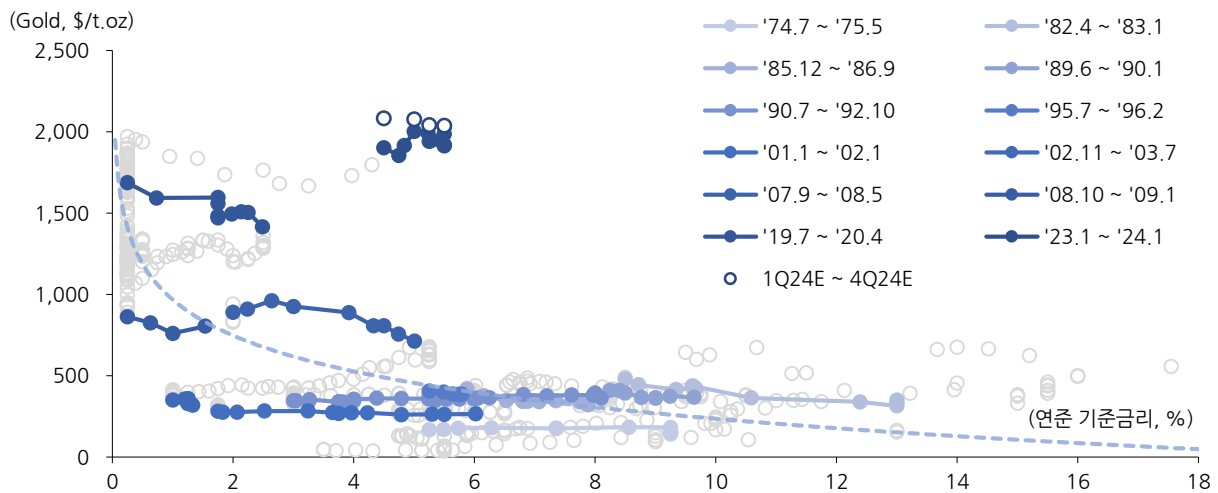
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 하반기 금리 인하와 함께 금 랠리 시작할 것

### 금리 인하 국면에서 금 가격 평균 15.6% 상승

하반기 금리 인하 사이클에 접어들면 금 가격은 자연스럽게 상승 모멘텀을 회복할 것으로 보인다. 미 연준 기준금리와 금 가격은 음(-)의 상관성을 보인다. 1974년 이후 11번의 연준 금리 인하 사이클에서 금 가격은 10회 상승했으며 10개월동안 평균 15.6% 상승세를 시현했다. 금 가격이 상승했던 기간들에서는 금리 인하 폭과 금 가격 상승 폭이 대체로 비례했으며 최근 일자에 근접할수록 인하 폭 대비 금 가격의 상승이 가파르게 나타났다. 상상인증권은 2024년 6월부터 연준의 금리 인하가 개시될 것으로 예상하고 있다. 이에 따라 하반기 강달러 완화, 시장금리 하락 등 금 가격에 우호적인 환경이 조성될 것으로 판단한다.

그림 55. 금리 인하 국면에서 금 가격 및 연준 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 4. 금리 인하 국면에서 금 가격 및 연준 기준금리 추이

	금리인하 시작	기준금리 (%)	금가격 (\$)		금리인하 종료	기준금리 (%)	금가격 (\$)	금리인하 폭(bp)	금 가격 변동	기간(월)
1	'74.07	13.00	154.1	~	'75.05	5.25	167.4	775	+8.6	10
2	'82.04	15.00	330.3	~	'83.01	8.50	481.3	650	+45.7	9
3	'85.12	8.00	325.3	~	'86.09	5.88	417.3	212	+28.3	9
4	'89.06	9.75	371.0	~	'90.01	8.25	410.1	150	+10.5	7
5	'90.07	8.25	352.3	~	'92.10	3.00	346.2	525	-1.8	27
6	'95.07	6.00	388.0	~	'96.02	5.25	404.9	75	+4.4	7
7	'01.01	6.50	272.1	~	'02.01	1.75	281.8	475	+3.6	12
8	'02.11	1.75	316.5	~	'03.07	1.00	351.4	75	+11.0	8
9	'07.09	5.25	665.9	~	'08.05	2.00	890.8	325	+33.8	8
10	'08.10	2.00	828.8	~	'09.01	0.25	862.8	175	+4.1	3
11	'19.07	2.50	1361.8	~	'20.04	0.25	1686.3	225	+23.8	9
평균								333	15.6	10

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터



## 5. 실질금리: 프리미엄을 안고 돌아온 영향력

### 실질금리는 전통적으로 금 가격을 가장 잘 설명했던 요인

금은 현금흐름이 없기 때문에 적정 가치를 평가하기 어렵다. 따라서 주요 자산들과의 비교를 통해 간접적으로 평가되어 왔다. 2000년 이후 주요 자산들과 금 가격간 상관관계 중 전통적으로 물가연동채권(실질금리)과 -0.81로 가장 긴밀했다. 금리와 인플레이션을 모두 반영하기 때문이다. 이자를 지급하지 않는 금의 매수 기회비용은 같은 안전자산군인 미 국채 금리로 귀결된다. 더불어 매장량이 한정된 실물자산인 금의 가격에는 인플레이션(화폐가치 하락)이 반영된다. 따라서 미 국채 금리와 인플레이션이 반영되어 있는 실질금리(물가연동채권)가 2000년 이후 22년간 금 가격에 가장 강한 영향력을 행사해왔다. 다만 2022년 초 인플레이션 국면에서 실질금리와 금의 강한 음의 상관관계가 0.42로 전환되었다.

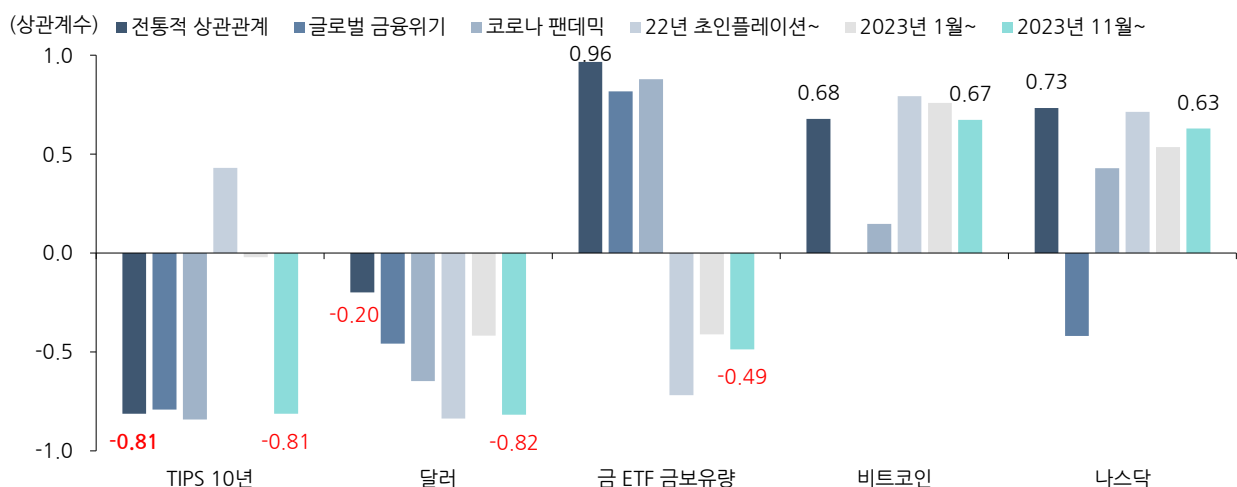
### 인플레이션 급등 기간에는 금 가격 보다 물가에 초점

인플레이션이 급등하는 기간에서 금 가격은 금리보다 물가에 초점을 맞추어 움직인다. 2022년 3월부터 연준이 기준금리 인상 진행하며 금 매수에 대한 기회비용이 높아졌지만, 미 CPI가 최고 9%를 상회하는 상황에서는 인플레이션 헷지 심리가 우위를 점할 수 밖에 없다. 물가연동채권은 10년물은 장기 기대인플레이션이 반영되기 때문에 단기적인 물가상승률 급등이 온전히 반영되지 않는다. 22년 초 인플레이션 기간 중 물가연동채권 10년물과 금의 강한 음의 상관성이 사라졌던 이유다.

### 달러와 ETF 금 보유량의 금 가격 연관성 변화

달러와의 연관성이 높아지고 금 ETF의 금 보유량과의 연관성이 흐려진 이유는 주요 금 수요처의 변화로 설명된다. 최근 달러와 역의 상관관계가 높아지고(-0.82), 0.96이던 금 ETF의 금 보유량과 마이너스 관계(-0.49)로 전환되었다는 것은 달러화를 대체하기 위한 중앙은행들의 수요가 독보적이었으며 같은 기간 투자수요로서 금 ETF로의 자금 유입은 제한되었다는 의미다. 위와 같은 현상은 주요 금 수요처가 기존 투자수요에서 중앙은행수요로 전환되고 있음을 반영한다.

그림 56. 주요 자산 및 금 가격 간 상관관계



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 전통적 상관관계: 2000~ / 글로벌 금융위기 2006~2008 / 코로나 팬데믹 2020~2021 / 22년 초인플레이션 2022.07~

## 실질금리 대비 고평가

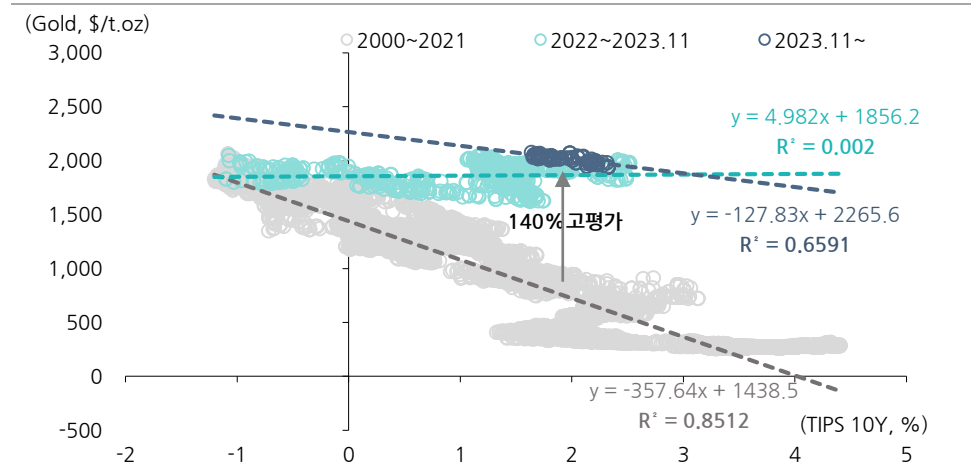
물가 안정세 되찾으며  
다시금 실질금리 흐름에 연동

2023년 11월 이후부터는 물가 상승 흐름이 피크아웃 후 안정세를 찾아감에 따라서 금 가격과 실질금리 사이에 괴리는 벌어진 채 다시 연동되어 움직이는 흐름이 2월초까지 유지되고 있다. 즉, 실질금리의 금에 대한 전통적 상관관계 및 강한 설명력이 회복되고 있으며 실질금리가 다시 금 가격을 결정 중인 것으로 판단할 수 있다. [그림 56과 같이 실질금리와 금의 곡선이 상향 수직 이동한 것이다.

실질금리 대비 고평가 부담  
투자수요 둔화

과거 동일한 실질금리에서의 금 가격과 단순 비교할 시 현재 금 가격은 140% 고평가 되어있다. 이 점은 금 투자 시 부담 요인이다. 물론 지정학적 리스크, 연준의 금리인하 기대, 중앙은행의 금 매수 등 금 가격의 프리미엄 요인들이 작용하고 있지만, 기회비용 부담은 잔존한다. 중앙은행들이야 달러와 미 국채를 대체할 수 있는 자산이 금 밖에 없기 때문에 비싼 가격에도 살수밖에 없지만, 민간 금 수요처는 다르다. 금 수요는 귀금속 수요(46%)가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 투자 수요(19%)와 산업용 수요(6%) 등으로 구성되어 있는데, 귀금속 수요와 투자 수요는 금 가격이 기회비용 대비 높을 때 추가 상승하기 어렵다.

그림 57. TIPS 10Y 및 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 58. 물가연동채권 10년물 및 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 59. 2023년 11월 이후 물가연동채권 10년물 및 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 비트코인 = 디지털 금?

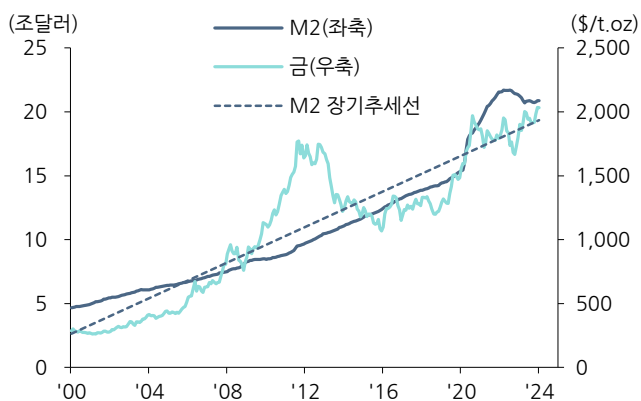
물가 안정세 되찾으며  
다시금 실질금리 흐름에 연동

비트코인으로의 자금 유입은 금 가격의 상승을 억제하는 변수다. 금 가격은 시중 유동성과 밀접한 관계를 갖는다. 유동성 공급이 증가할 때 인플레이션(화폐가치 하락) 압력이 높아지며 금 가격은 상승세를 시현했다. 특히 코로나 팬데믹 회복 과정에서 증가한 유동성이 금 가격을 지지하고 있으며, 연준의 QT에도 통화량은 여전히 장기 추세선을 상회하고 있다.

가상화폐는 점진적으로  
금을 대체하여  
금으로의 자금 유입을 축소

비트코인은 금과 비슷하게 총 발행량(매장량)이 한정되어 있으며 달러화의 가치 하락을 회피할 수 있다는 공통점으로 디지털 금으로 불리고 있다. 그동안 암호화폐는 위험자산으로 인식되었지만, 2023년 퍼스트리퍼블릭 은행 파산 이후 불안정한 상황에서 비트코인은 오히려 강세를 시현했다. 금과 비트코인이 2022년 이후 양(+)의 상관관계를 보이는 점은 전통적인 화폐(달러)에 대한 리스크 회피처로 활용되고 있음을 시사한다. 이는 금의 전통적인 특징을 대체할 수 있다는 의미다. 확대되는 암호화폐시장은 시중 유동성 흡수하여 금으로의 자금 분산을 야기하고 금 가격의 상승 모멘텀을 축소할 수 있는 변수이다.

그림 60. M2 및 금 가격



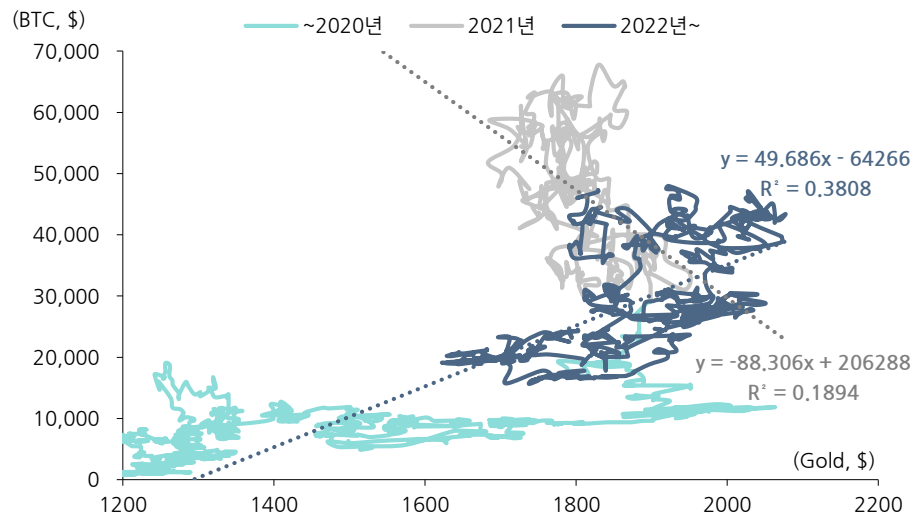
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 61. 미 GDP 대비 정부부채 및 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 62. 금 가격 및 비트코인



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 6. 2024년 금 가격 전망: 금융시장과 및 실물경제를 고려한 금 가격 전망

2024년 금 평균 가격  
2,060달러 전망

하반기  
금리인하 국면은  
금 가격에 우호적 환경

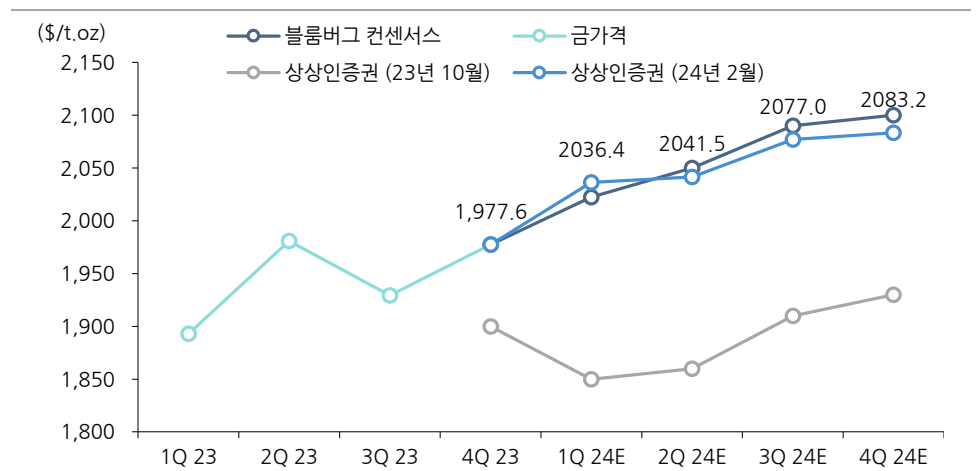
프리미엄 고착화 가능성,  
불확실성의 시대에서  
금은 언제나 승자

금융시장과 및 실물경제 상황을 종합적으로 고려할 시 금 가격은 당사 11월 전망치 \$1,887/t.oz에서 상향 조정한 \$2,060/t.oz로 수정한다. 금에 대한 투자 의견도 중립에서 비중 확대로 상향한다. 상반기 보다 하반기에 금리 인하와 함께 금 가격의 상방 요인이 부각될 것으로 예상된다. 지정학적 이슈에 따라 연중 금 가격의 단기 급등락 가능성이 높기에 1분기 중 저가 매수 전략이 유효할 것으로 보인다.

하반기 연준의 금리 인하 폭과 속도를 확인하면서 금 가격의 상승 랠리의 지속성이 판가름 나겠다. 당사는 최대 4회 인하를 가정하고 있다. 인플레이션 둔화 속도가 시장 예상보다 완만하게 진행될 것으로 전망되기 때문이다. 6월부터 인하가 시작될 것으로 예상되기에 금 가격은 하반기부터 본격적인 상승세에 돌입할 것으로 보인다. 연준의 금리인하 개시 자체만으로도 금 가격에 우호적인 시장 환경이 조성될 것이다.

다만 실질금리로 판단한 금 가격보다 약 140% 고평가되어 있다는 점은 부담이다. 이 간극이 좁혀질지는 예상하기 어렵다. 과거 사례들에서는 그 괴리가 해소되었으나, 전례 없는 유동성 공급과 탈 달러화, 지정학적 리스크 속에서 프리미엄이 고착화 되거나 매우 천천히 돌아올 가능성도 높아 보인다. 글로벌 중앙은행들의 달러 의존도 축소 목적의 금 매입 또한 지속될 것이다. 글로벌 분절화, 전쟁 등 지정학의 시대가 도래했다. 불확실성의 시대에서의 승자에는 언제나 금이 포함되었다.

그림 63. 금 가격 분기별 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.