

# 원자재 한눈에보는상상인자신전략

## 高 리스크 국면, 금 만한 자산이 없다

Analyst 최예찬 | 원자재/FX

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

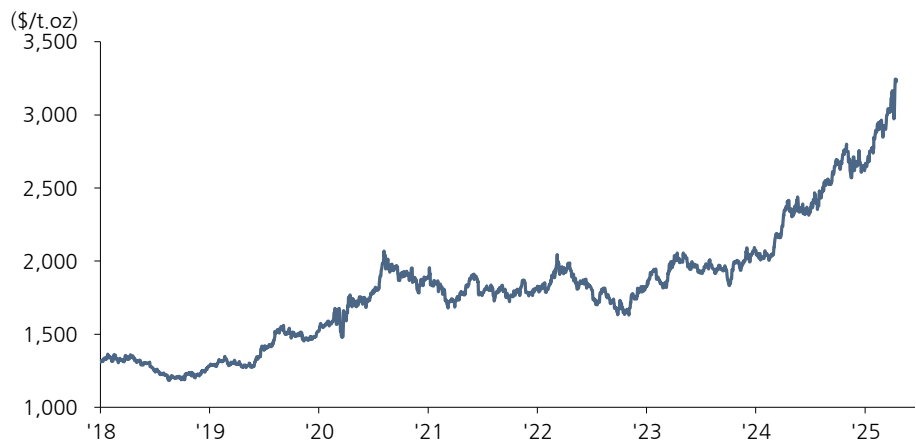
### 금 가격, 관세 혼란 속에서도 최고치 경신 랠리

금 가격은 트럼프 대통령의 상호 관세 발표 후 현금 수요가 급증하며 4월 초 3,000달러를 하회하기도 하였으나, 이후 미-중 무역 갈등 상황이 고조되면서 금 선물(6월물) 가격은 \$3,300/t.oz까지 상승, 역사적 고점을 재차 경신하였다. 미국은 4/10 중국을 제외한 국가에 상호관세를 90일 유예한다고 밝히면서도 중국에 대한 관세율은 125%에서 245%까지 상향 조정하는 등 미-중 치킨게임이 지속되고 있다. 발표된 관세는 사실상 양 국가 간 교역의 단절을 의미한다. 따라서 무역 외적인 부분에서의 상호간 견제 카드 또한 발현될 가능성이 높다. 중국은 희토류를 비롯한 핵심 광물 통제 등 관세 외적인 대응 정책을 실행하고 있다. 중국이 가진 또 하나의 히든 카드는 미 국채다.

### 미 국채 보유량을 줄여가는 중국, 어떤 시나리오에서도 긍정적인 금

'25년 2월 기준 중국이 보유한 미 국채는 7,840억 달러로 총 외국의 미 국채 보유액인 8조 8천억 달러 중 8.9% 수준을 보유 중이다. 이는 2013년 11월 1조 3천억달러를 고점으로 꾸준히 비중을 줄여온 결과다. 미중 갈등이 깊어질수록, 중국의 미 국채 매각 여부와 상관 없이 금 가격은 수혜를 볼 가능성이 높다. 당사는 올해 금 가격은 4분기 3,550달러/t.oz로 상승할 것으로 전망한다. 금의 강력한 리스크 헤지 능력을 고려할 때 3,000달러를 하회하는 구간에서 분할매수 전략이 유효할 것으로 판단한다.

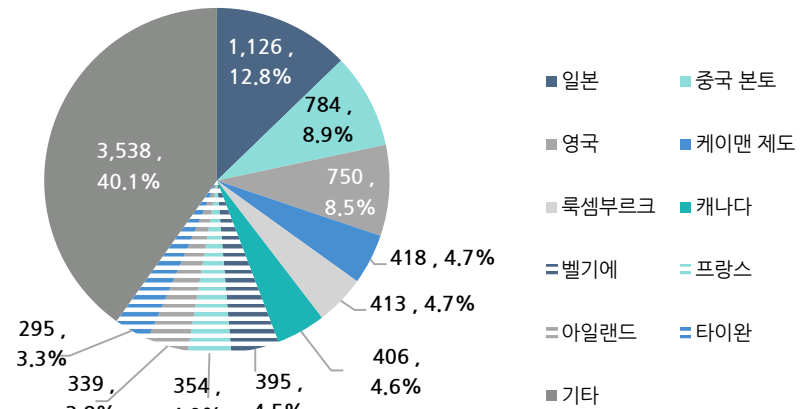
그림 1. 금 근월물 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

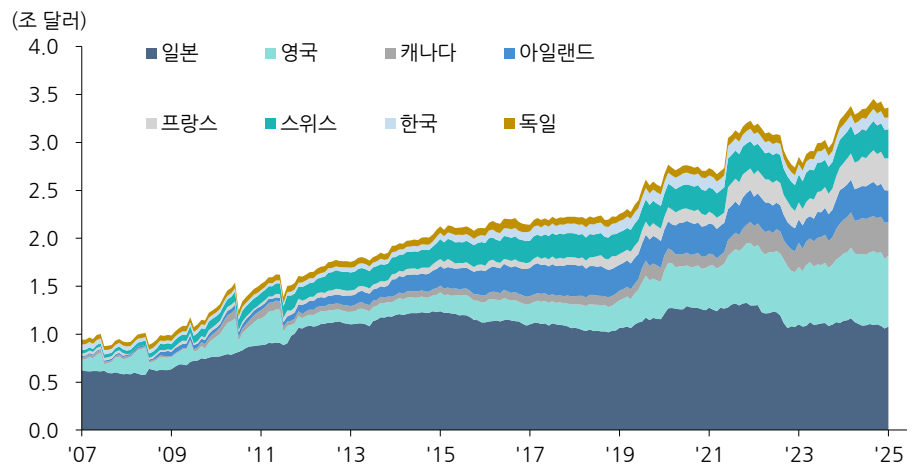
그림 2. 미 국채 해외 보유 비중(2025.02 기준)

(단위: 십억 달러, 비중)



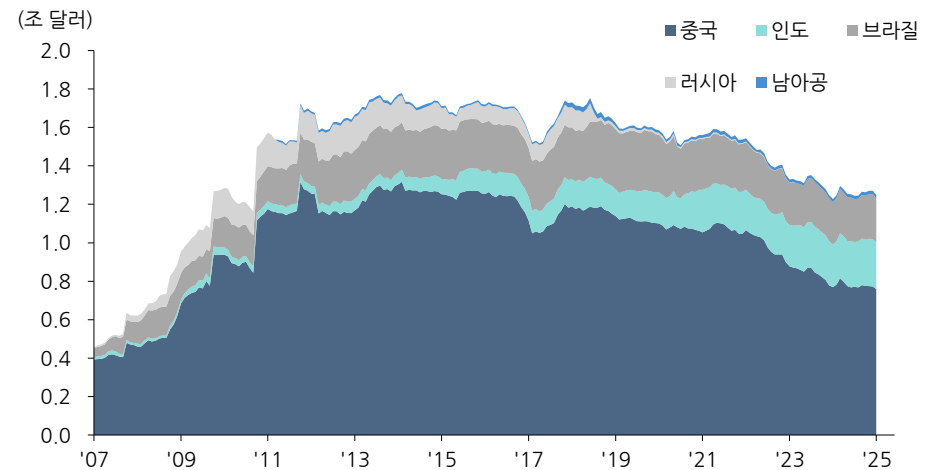
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 주요 서방 국가들과 한국의 미 국채 보유 잔액 변화



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. BRICS 국가들의 미 국채 보유 잔액



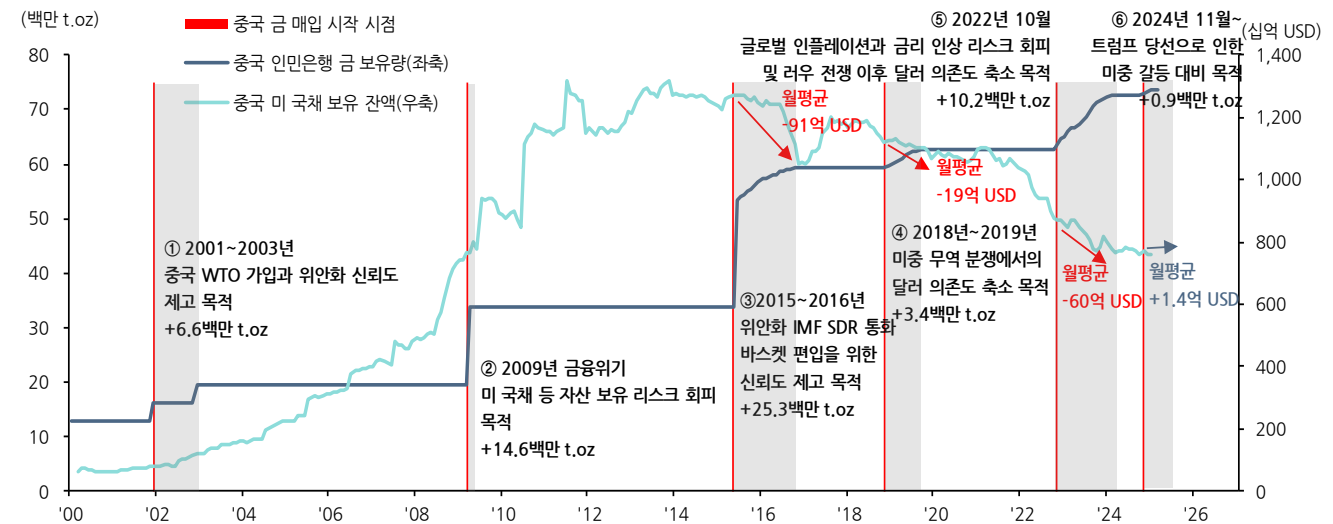
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 인민은행의 금 매입 지속

중국은 미 국채 비중 축소와 함께 금 매입을 진행했다. 기간 동안 진행했다. 그 중 국제 기구 편입 등을 위해 위안화의 신뢰도 제고 목적 2회(2001년, 2015년) 리스크 회피 목적 1회(2009년) 달러 의존도 축소 목적이 3회(2018년, 2022년, 2024년)로 추정된다. 미 국채 보유 비중을 본격적으로 줄이기 시작한 2014년 이후로 중국 인민은행은 금 매입 기간만을 한정해 보면[표 1], 월평균 80만t.oz의 금을 매입하면서 중국의 미 국채 보유 잔액은 월평균 56억 달러씩 감소하였다.

중국이 본격적으로 미 국채 보유 잔액을 줄이기 시작한 2013년 12월 이후 중국의 월평균 미 국채 보유 잔액은 41.5억 달러 감소했다. 단순 차분 시 금 매입 시기에는 금 매입 자금 마련을 위해 미 국채를 14.5억달러씩 추가적으로 매도했다고 판단 가능하다. 실제로 월별 인민은행의 월별 금 매수량과 당시 월평균 금 현물 가격을 통해, 월 평균 금 매입 총액을 계산해 보면 월평균 11.3억달러(563억 달러/50개월)로 계산된다. 즉, 미 국채 추가 매도 자금(56억 - 41.5억 = 14.5억)과 금 매입 자금(11.3억 달러)이 대략 맞물리는 모습이다. 참고적으로 '15년 이후 중국의 금 매수의 평균 단가는 \$1,414/t.oz로 추정 (563억달러/39.8백만t.oz)된다.

그림 5. 중국 금 및 미 국채 보유 잔액 추이



자료: Bloomberg, IMF, 인민은행, 상상인증권 리서치센터

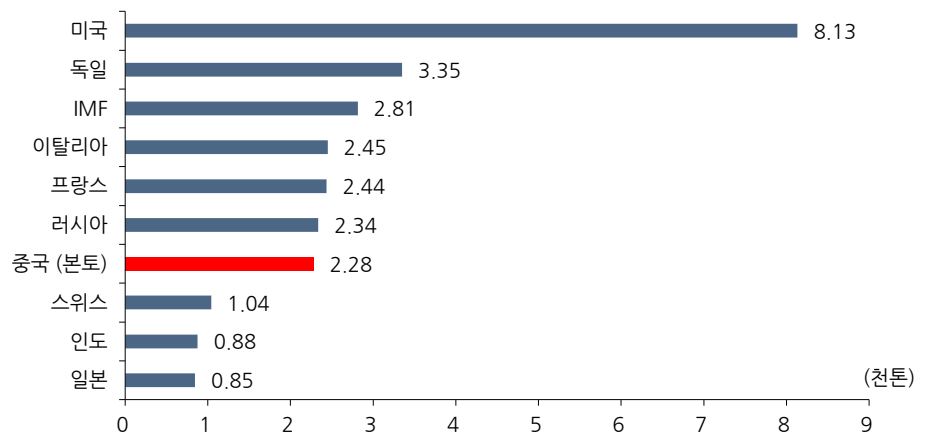
주: ⑥2024년 11월 미 국채 보유 잔액은 2025년 1월까지의 데이터. 금 보유량은 2025년 3월까지의 데이터

표 1. '14년 이후 인민은행의 금 매입 기간별 특징. 미 국채 매도량이 평균보다 증가, 월평균 금 매입 금액을 소폭 상회하는 추가 미 국채 매도 확인

구분	㉓2015.06~2016.11	㉔2018.12~2019.09	㉕2022.11~2024.04	㉖2024.11~2025.03	총계
목적	- 위안화 IMF SDR 통화 바스켓 편입을 위한 신뢰도 제고	- 미중 무역 분쟁 하에서 달러 의존도 축소	- 러우 전쟁 이후 달러 의존도 축소	- 트럼프 당선 이후 미중 갈등 속 달러 의존도 축소	- 위안화 신뢰도 제고 목적 1회 - 달러의존도 축소 목적 3회
인민은행 금 매입량(백만 t.oz)	25.3	3.4	10.2	0.9	39.8
금 매입 대금 추정(십억 달러)	29.8	4.5	19.5	2.5	56.3
중국 미국채 보유량 변화(십억 달러)	-154.6	-19.0	-107.2	0.7	-280.1
매입 기간(개월)	17	10	18	5	50
총 기간(48개월) 동안 월평균 미 국채 매도(십억 달러/월)					5.60
2013년 12월 이후 월평균 미 국채 매도(십억달러/월)					4.15
금 매입기간에서의 월평균 미 국채 추가 매도량(십억달러/월)					1.45
총 기간(48개월) 동안 월평균 금 매입(십억 달러/월)					1.13

자료: Bloomberg, IMF, 인민은행, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 주요국 중앙은행 금 보유량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

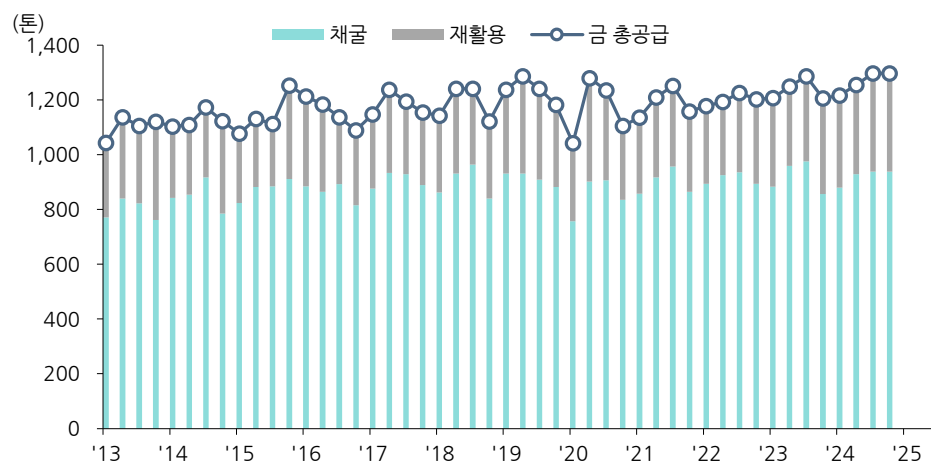
## 시나리오 1. 중국의 미 국채 매도 지속

중국의 미 국채 매도 여부는 후행적으로 밖에 확인할 수 있으나, 두 가지 가능성 모두에서 금 가격은 수혜를 볼 수 있다. 이번 사태를 통해 중국의 미 국채 매도가 진행될 시 달러 유동성 보유 보다는 대체 자산을 모색할 것으로 보인다. 결국 미 달러화 의존도를 낮추는게 목적이라면, 기존과 같이 기타 자산들보다는 금을 매수할 가능성이 높다. 금은 디폴트 리스크가 없으므로 위안화의 최대 단점인 부족한 신뢰성을 보완해 줄 수 있다. 비트코인도 대안이 될 수 있으나, 비트코인은 탈중앙화된 특성상 특정 정부가 완벽하게 통제하기 어렵다. 중국 정부는 자본 흐름 통제를 매우 중시하는데, 비트코인의 익명성과 탈중앙성은 이러한 정책 목표와 상충될 수 있다. 실제로 중국은 암호화폐 채굴 및 거래를 강력하게 규제하고 금지해왔다. 이런 상황에서 정부가 비트코인을 대량 매입하는 것은 정책적 모순이기에, 금의 대안이 되기 어렵다. 금에 비해서 비트코인은 국제 사회의 신뢰도가 아직 부족한 것 또한 사실이다.

중국이 매각할 미 국채 규모를 예상하는 것은 불가능에 가까우나, 평균 금 매입 시기와 동일하다는 가정하에서 월간 +11억 달러 규모의 월간 금 순매입이 진행될 가능성이 높다. 금 가격을(4월 기준) 3,200달러/t.oz로 계산하면 11억달러는 10.7톤의 금 수요를 의미한다. 2024년 연간 금의 글로벌 공급량이 4,974톤이었다는 것을 고려하면, 연간화 할 시 중국의 금 수요는 총공급의 약 2.6%를 차지한다.

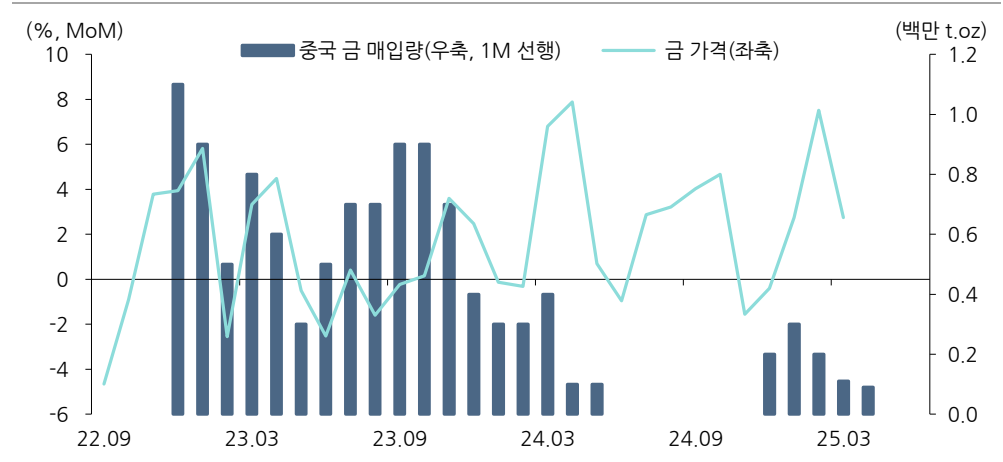
주요 경제 주체인 중국의 지속적인 금 매입은 그 자체 규모도 의미있지만, 시장에 긍정적인 신호 효과를 유발한다. 이는 다른 중앙은행이나 기관 투자자, 개인 투자자들의 금 투자 심리를 자극하여 실제 매입 규모 이상의 가격 상승 효과를 가져올 수 있다. 실제로 중국은 2022년 11월부터 금 매입을 재개하였고, 1개월의 시차를 두고 후행적으로 확인한 시장은 12월부터 2개월동안 금 가격을 10% 급등시켰다. 미중 패권 갈등 속에서 중국이 미 연준이 보유한 규모로 금 매입을 늘리려는 목적이라면 5,850톤(미국은 보유량 유지할 시) 규모의 금 매수가 추가로 진행되어야 한다. 월 평균 10.7톤 매수가 지속될 시 45년간 매수해야 할 격차다. 결국 금 매입은 중장기적 과제라는 의미이며, 미 국채 추가 매도와 그에 따른 금 매수 재개의 지속 예상은 결국 금 가격의 상승을 유도할 전망이다.

그림 7. 분기별 금 공급 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 중국 금 매입량(1m 선행)과 금 가격 전월대비 상승률 추이



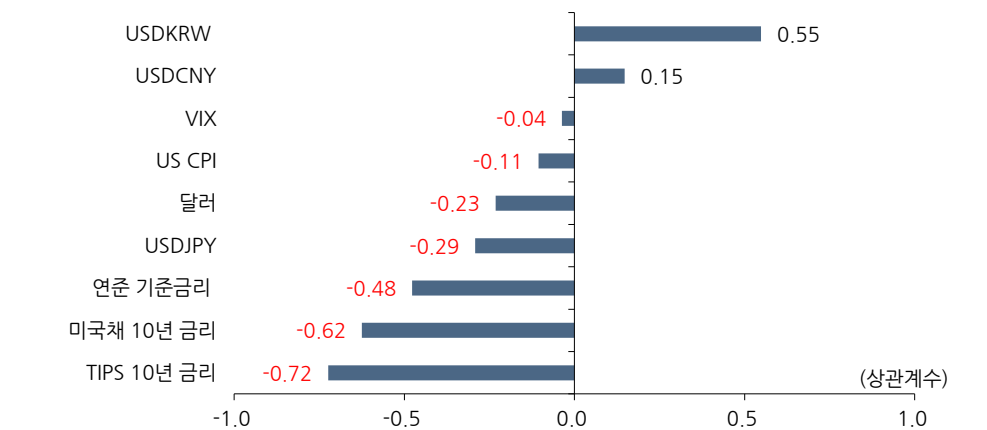
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 시나리오 2. 중국의 미 국채 매각 중단

G2 수장들이 대화의 문을 열어 두고 있는 스탠스를 취하고 있기 때문에 미중 간 극적으로 관세 갈등이 협상과 타협 분위기로 진행될 가능성도 무시할 수 없다. 이 경우에는 중국이 미 국채 추가 매도를 진행하긴 어렵다. 이는 시장이 반영중인 중국의 미 국채 매도 우려를 종식시키고 미 국채 금리의 하락으로 이어질 수 있다. 관세로 인한 미국 내 인플레이션 우려가 진정되고 연준의 금리 인하가 속행될 시 금 가격의 기회비용으로 인식되는 실질금리의 하락이 유발된다. 실질금리는 역사적으로 금 가격을 결정하는 요인으로, '1990년부터 TIPS 10년물 금리와 금 가격 간 음(-)의 상관관계수가 -0.72로 상관관계수의 절대값이 기타 지표 및 자산들 중 가장 높게 나타났다.

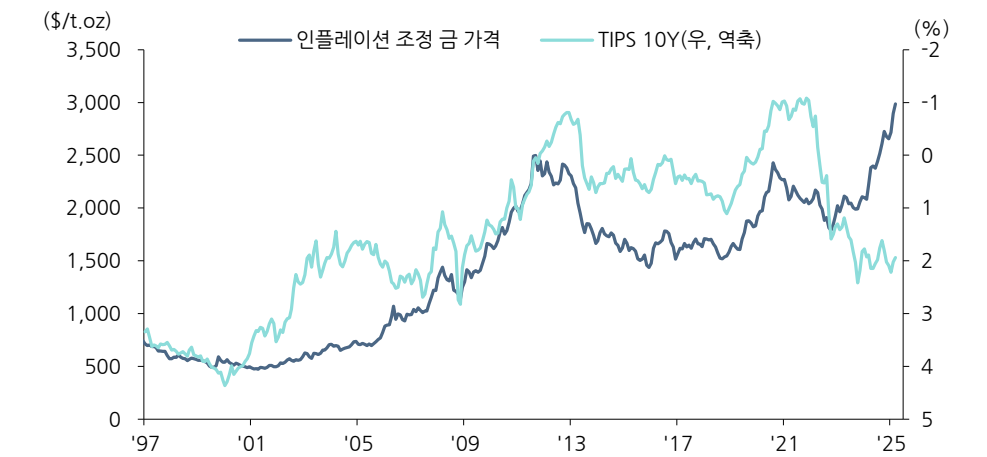
TIPS 10Y 금리의 하락은 결국 금과 유사한 특징(인플레 헷지, 안전자산)을 가진 자산의 상대적 매력력이 떨어지는 것을 의미한다. 이는 금에 대한 투자 수요가 증가할 가능성이 높아지는 것이다. 실제로 TIPS 10년물 금리와 금 가격의 포지션(선물 및 ETF) 지표는 역(-)의 방향성을 가진다(그림 10). 따라서 미중 관계 개선으로 인한 미 국채 매도 중단 및 연준의 금리 인하 기대감 지속은 금 가격 상승의 강력한 동력으로 작용할 수 있다. 즉, 현재 시장이 우려 중인 중국의 미 국채 매도 여부에 관계 없이, 금 가격은 상승할 수 밖에 없는 환경이다.

그림 9. 1990년 이후 월별 금 가격과의 상관관계 추이



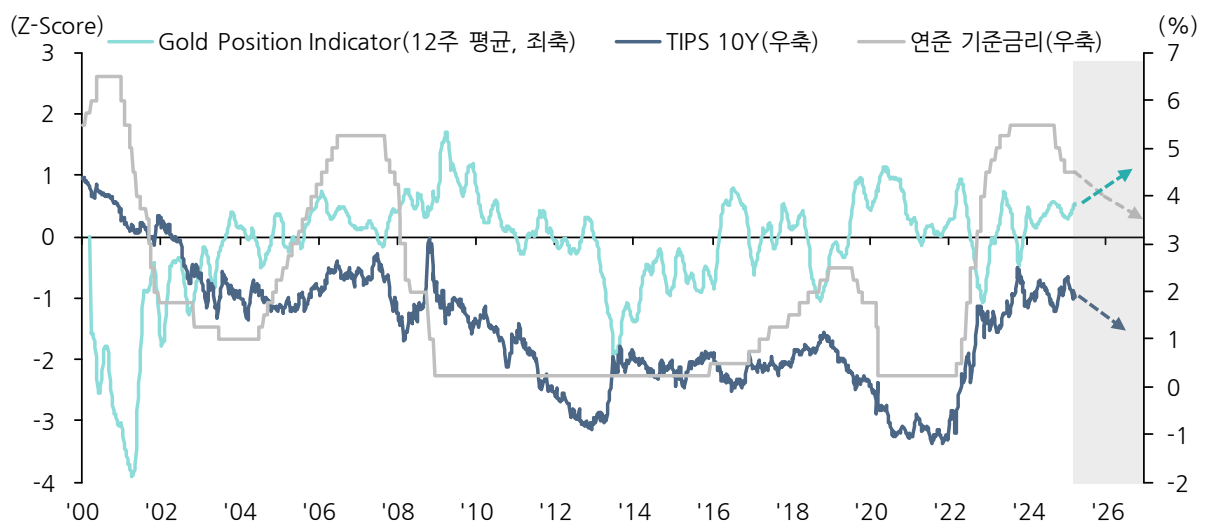
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 인플레이션 조정 금 가격과 TIPS 10년물 금리(역축)는 유사한 흐름



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 금 거래소 포지션 지표와 TIPS 금리, 연준 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Gold Position Indicator: ①COMEX Net Speculative Positions (% of OI), ②SHFE Net Long Positions (% of OI), ③25Delta risk Reversal 3M, ④ETF Gold Holdings Z-Score 평균

## 안전자산 선호 심리 속 금의 위치

중국의 미 국채 보유 이슈를 제외하더라도, 혼란스러운 정국에서는 금이 대안이 될 수 있다. 현시점 노출된 대부분의 리스크에 대응이 가능하기 때문이다. 현재 시장이 우려 중인 것은 ① 관세政策 불확실성, ②경기 침체, ③인플레이션, 그리고 이 둘이 합쳐진 ④스태그플레이션, 마지막으로 ⑤미 달러화와 미 국채에 대한 신뢰도 우려 등이 있다. 이 가운데서 안전자산인 스위스 프랑은 4월중 +8% 절상, 일본 엔화는 +4.2% 절상 되는 등 수혜를 보고 있는 상황이다. 달러화 또한 안전자산 군으로 분류되지만, 금번 미국 경기 우려, 달러 및 달러자산 신뢰도 하락 등 요인으로 인해 절하 흐름이 이어지는 모습이다.

금은 시장을 지배 중인 거의 모든 리스크를 헤지 가능하다. 이는 1972년 이후 역사적 데이터를 통해 명확히 확인된다. 금 현물 가격은 시장이 우려하는 주요 리스크 국면에서 일관되게 기타 자산(주식, 채권) 대비 강력한 성과를 보여주었다. ①Economic Policy Uncertainty Index가 평균보다 +1 표준편차 이상 높았던 정책 불확실성 시기(170pt 이상 기간)에는 평균 전년대비 17.0%의 수익률을 기록했다. 3월 기준 정책 불확실성은 500pt로 기준치인 170pt를 크게 상회하는 중이다. 즉, 금 가격의 상승 추세가 지속될 수 있음을 시사한다.

그림 12. 4.1~4.15까지의 통화 및 금 가치 변동폭 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

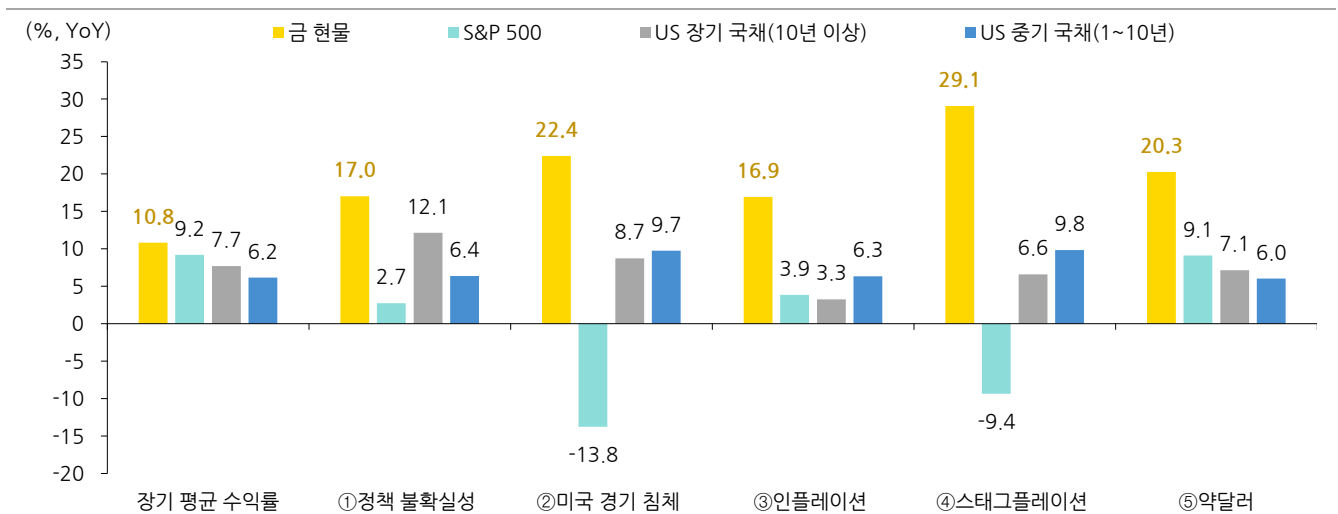


## 다방면의 리스크 회피가 가능한 금

②미국 경기 침체 기간에는 안전자산군인 미 국채 수익률도 높았으나, 금은 전년대비 22.4%라는 매우 높은 평균 수익률로 대표적인 안전자산의 역할을 수행했다. ③US Headline CPI가 전년 대비 4%를 상회했던 인플레이션 국면에서도 16.9%의 견조한 수익률을 달성하며 인플레이션 헤지 능력을 입증했다. ④특히 경기 침체와 인플레이션이 동시에 발생하는 최악의 시나리오인 스태그플레이션 하에서는 29.1%라는 높은 평균 수익률을 기록하며 그 가치를 증명한 바 있다. ⑤마지막으로 현재 달러인덱스는 100을 하회하면서 약달러 국면이 지속되는 모습이다. 역사적으로 Dollar Index가 전년 대비 3% 이상 하락했던 달러 약세 시기에도 20.3%의 높은 수익률을 보여주며 달러 가치 하락에 대한 효과적인 방어 수단임을 나타냈다.

즉, 경기 침체와 스태그플레이션에서 큰 폭의 마이너스(-) 수익률을 기록한 S&P 500이나, 인플레이션 시기 상대적으로 저조한 성과를 보인 미국 국채 총수익지수와는 확연히 비교되는 결과이다. 따라서 현재 시장에 복합적으로 나타나는 다양한 리스크 요인들에 대해 금은 역사적으로 가장 효과적인 헤지 수단 중 하나였으며, 불확실성이 높은 현 국면에서 포트폴리오 안정성을 확보하기 위한 핵심 자산으로 고려될 수 있다.

그림 13. 자산별 월평균 수익률(% YoY)과 특정 리스크 시기에서의 평균 수익률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터 주: 장기 평균 수익률: 1972.01~2025.03 기간 동안 자산별 월평균 가치의 전년대비 증감률

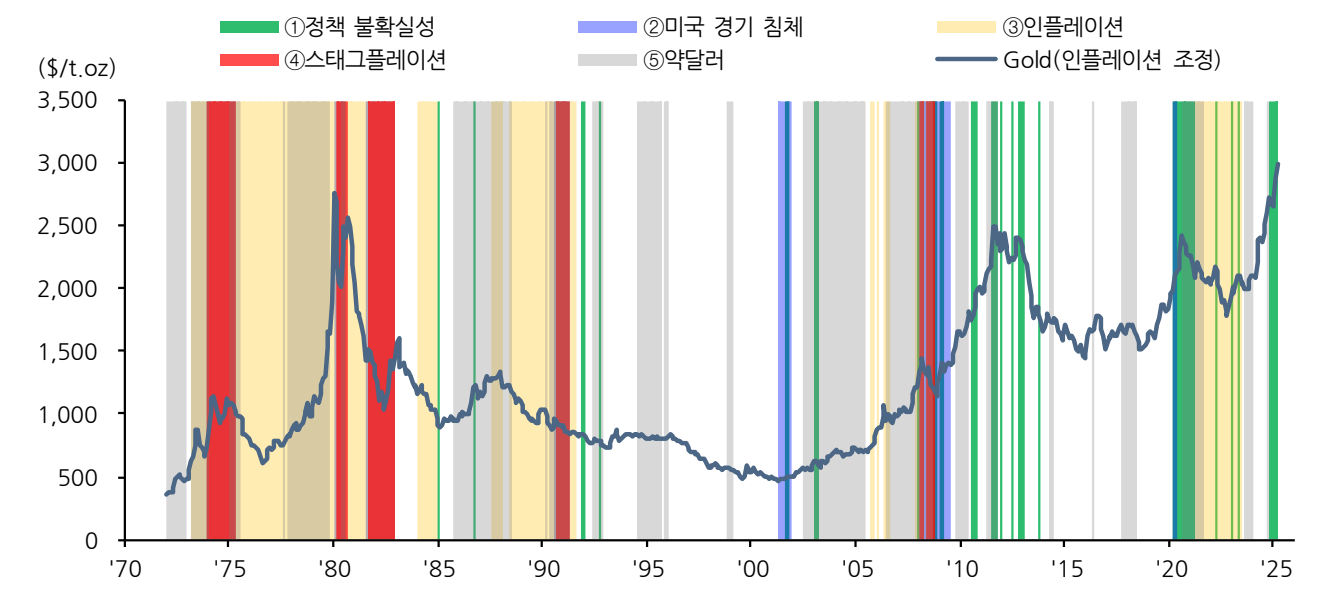
- ①정책 불확실성: Economic Policy Uncertainty Index가 장기 평균+1σ(170.1pt) 상회한 기간(1985.01~)  
 ②미국 경기 침체: NBER 기준 미국 경기 침체 기간  
 ③인플레이션: US Headline CPI가 전년대비 4%를 상회한 기간  
 ④스태그플레이션: NBER 기준 미국 경기 침체 기간이면서 US Headline CPI가 4%(YoY)를 상회한 기간  
 ⑤약달러: Dollar Index 기준 전년대비 3% 이상 하락한 기간

표 2. 자산별 월평균 수익률(% YoY)과 특정 리스크 시기 평균 수익률 추이

1972.01~2025.03 (단위: %, YoY)	장기 평균 수익률	①정책 불확실성	②미국 경기 침체	③인플레이션	④스태그플레이션	⑤약달러
금 현물	10.8	17.0	22.4	16.9	29.1	20.3
S&P 500	9.2	2.7	-13.8	3.9	-9.4	9.1
US 장기 국채(10년 이상)	7.7	12.1	8.7	3.3	6.6	7.1
US 단기 국채(1~10년)	6.2	6.4	9.7	6.3	9.8	6.0

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 주요 리스크 국면에서의 금 가격(물가상승률 조정) 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

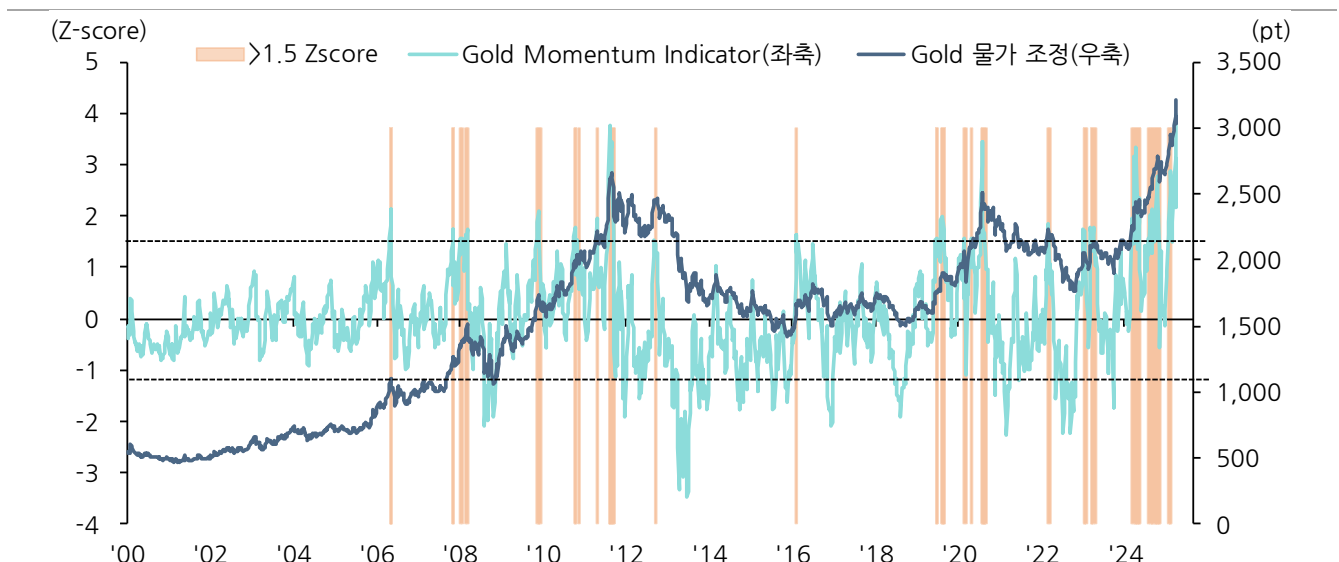
## 금 가격 단기 조정 가능성에도, 연말 3,550달러 전망

금 가격이 추세적 약세로 돌아설 경우는 관세 정책의 완화, 중국과의 협상 타결로 이전으로 돌아가 위험 선호 심리가 극대화되는 경우가 있지만 현재의 지정학적 긴장과 구조적인 변화를 고려할 때, 이러한 시나리오의 실현 가능성은 제한적이다. 다만, 최근 금 가격이 단기적으로 급등한 만큼 모멘텀 측면에서의 기술적 조정 가능성은 상존한다.

4월 2주차 금 가격의 주간 모멘텀 지표는 장기 평균과 비교했을 때 +4표준편차에 해당하는 이례적 상승세로, 단기적인 고점 인식과 차익실현 심리가 상존하는 구간이다. 다만 과거 패턴을 보면 2009년부터 2011년 상승기에 골드 모멘텀 지표가 +1.5표준편차 이상에서 단기 변곡점이 발생하였으나, 중장기적 추세 전환을 만들지 못했으며, 약 3년간의 상승 랠리가 지속되었다.

즉, 매크로 환경 변화가 아닌, 기술적 과매수에 따른 단기적인 가격 조정은 금의 장기적인 가치와 강력한 리스크 헤지 능력을 고려할 때 오히려 비중 확대를 위한 매수 기회로 삼아야 한다. 금 가격의 하단은 인민은행의 최근(24.11~) 금 매수 구간에서의 평균 단가인 2,750달러/t.oz로 판단한다. '25년 3월 평균 \$3,000/t.oz의 가격에서도 인민은행이 금 매수를 2.8톤가량 지속했던 점을 고려하면, 트로이온스당 3,000달러를 하회하는 구간에서 분할매수 시작 시점으로 보는 것이 유효할 것으로 판단한다. 당사는 올해 금 가격은 4분기 3,550달러/t.oz로 상승할 것을 제시, 선제적으로 반영한 침체 및 인플레이션 리스크가 현실화될 시 추가 상승도 가능하다는 판단이다.

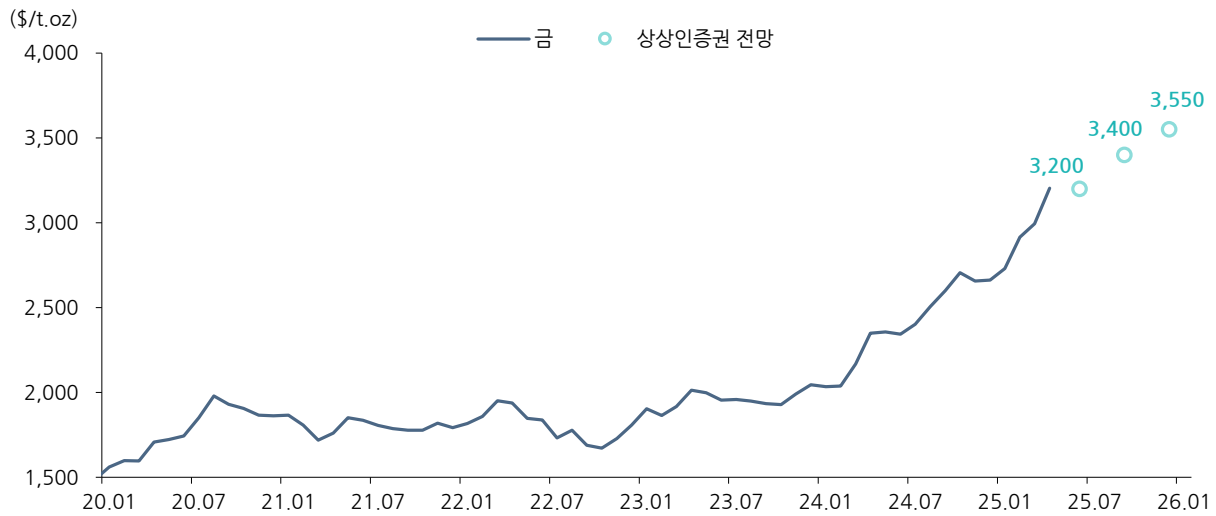
그림 15. 금 모멘텀 지표와 물가 조정 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

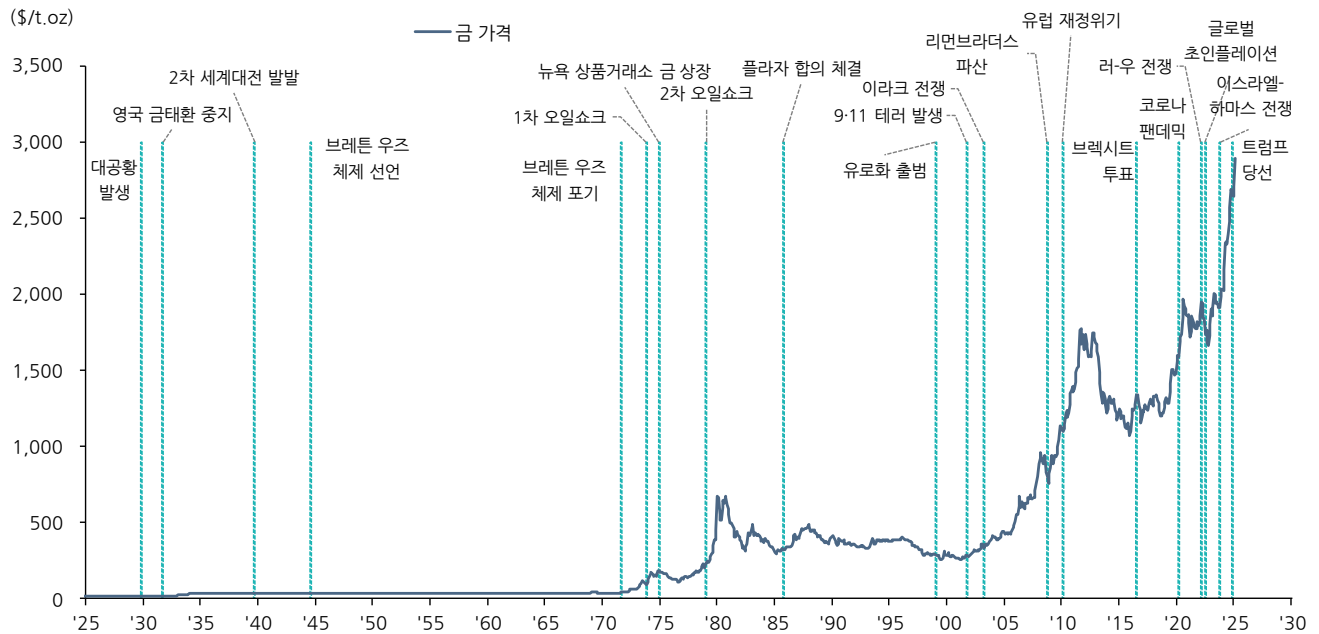
Gold Momentum indicator: 70일 이격도, 210일 이격도, 14주 RSI의 Z-score 평균

그림 16. 금 선물 가격 및 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 17. 금 현물 가격과 글로벌 이벤트 추이



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.