

QR코드로 간편하게

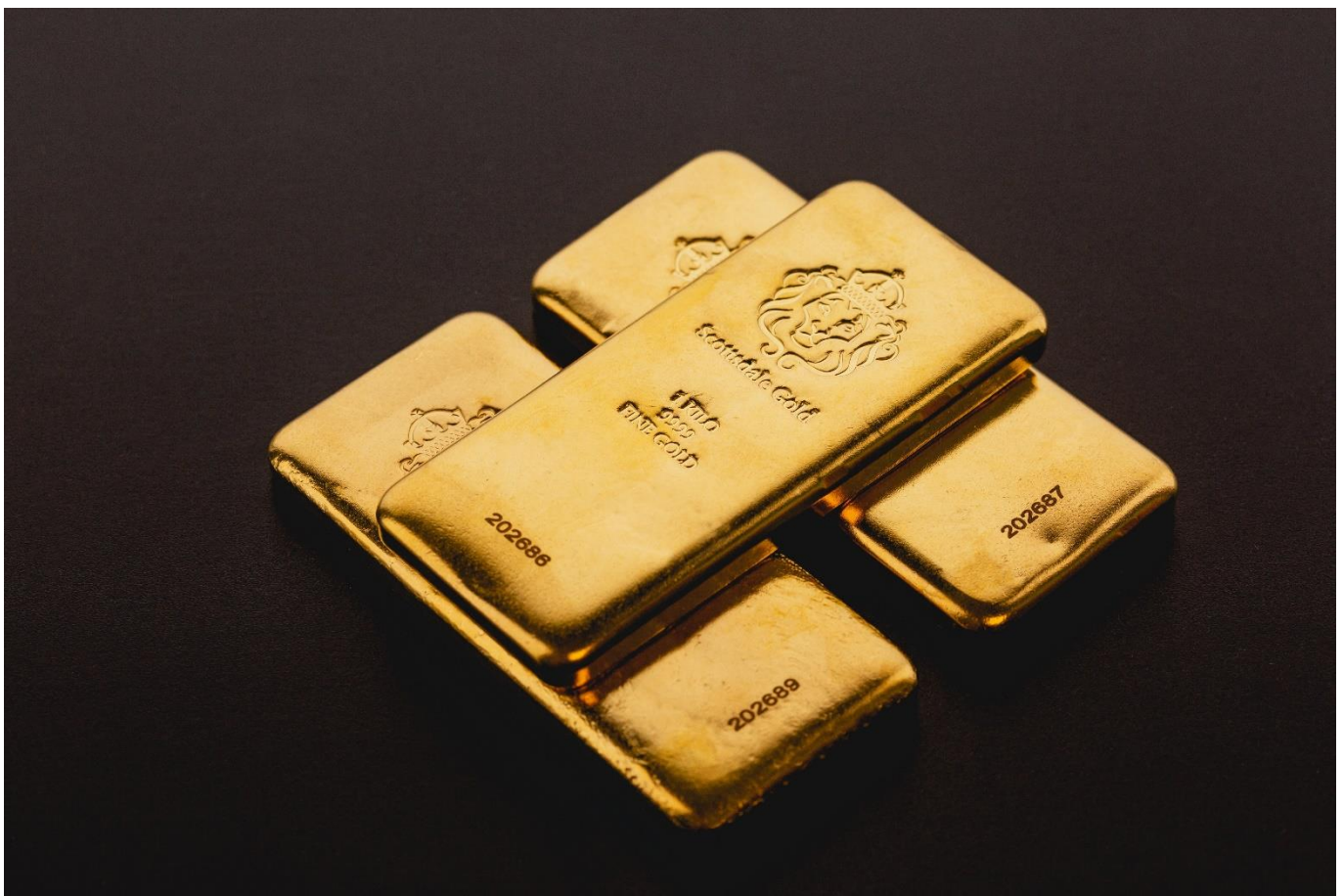
상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 Commodity In-depth | 2023.05.10

원자재

2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속



- | 금 가격 결정 요인 및 상관관계의 변화
- | 실질금리에 다시 연동될 금
- | 2023년 오버슈팅 되돌림 나타날 것
- | 2024년 1Q 금리인하, 달러 약세 -> 상승 모멘텀 확보

투자전략팀 | 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

CONTENTS

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

1. 금 가격 결정 요인 및 상관관계

① 전통적 상관관계의 붕괴	7
----------------	---

2. 금과 실질금리

① 실질 금리의 설명력이 약해진 2023년	10
② 다시 실질금리에 연동될 금 가격	13

3. 금과 달러

① 달러 강세에 상단이 제한된 금	16
② 연준 기준금리와 달러화의 항방	17
③ 달러 가치 파크아웃 이후의 금	20

4. 금과 경기

① 금과 유가의 방향성	23
② 금융시장 변동성과 금 가격	25
③ 금 수요처의 변화	26
④ 경기 둔화에도 제한적일 영향	28

5. 금 가격 전망	30
------------	----

원자재 | 2023.05.10

원자재 한 눈에 보는 상상인 자산전략

투자전략팀

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

1. 금 가격 결정 요인 및 상관관계

금은 달러화로 표시되는 대표적 안전자산이자 이자가 없고 인플레이션을 반영한다는 특징이 있다. 따라서 금의 명목 가격은 ①달러화의 가치, ②경기에 대한 불확실성, ③금리, ④물가상승률의 영향을 받으며 등락했다. 하지만 본격적 긴축이 시작된 2022년 7월 이후 전통적 상관관계와의 괴리가 발생했다.

2. 금과 실질금리

실질금리는 인플레이션을 반영한 시장금리임으로 금 가격에 대한 설명력이 가장 높았다. 다만 2022년 7월 이후 장단기 기대 인플레이션간 괴리는 2023년 단기적인 금 가격 급등 원인이나 실질금리로 금 가격을 설명하지 못하게 만들었다.

하지만 이를 금과 실질금리 상관관계의 장기적인 추세 변화로 보긴 어렵다. 과거 장단기 인플레이션이 급등했을 때 금 가격 상승은 평균 7개월 지속되었고, 이후 다시 장기 실질금리에 연동되었다. 이 과정에서 3개월간 상승폭 되돌림 구간이 나타났다. 현재 금 가격은 상승폭 축소 구간에 접어들었기 때문에 장기금리 연동 과정에서의 금 가격 하락 압력이 23년 3분기 초까지 지속될 것으로 판단한다.

3. 금과 달러

상상인증권은 미 연준의 강도높은 금리 인상 기조가 23년 5월 FOMC를 마지막으로 마무리될 것으로 전망한다. 연준의 통화정책변 달리화의 강세 모멘텀이 축소된 현재, Non US 국가 통화의 반등이 예상된다. 따라서 달러화 가치는 24년 말까지 완전한 둔화세가 전망된다. 이는 2024년 금 가격의 반등을 견인하는 요인이다.

4. 금과 경기

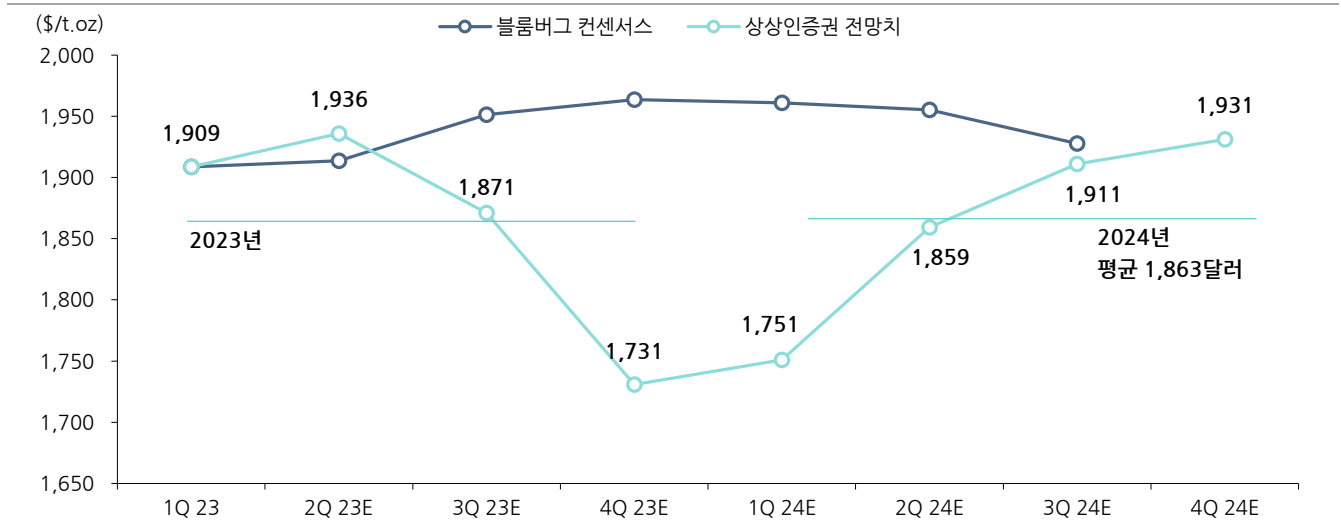
글로벌 경기는 2023년 말까지 연착륙 전망이 우세하다. 다만 이미 2023년 1분기 금 가격 상승에서 경기에 대한 불확실성이 충분히 반영되었다. 따라서 경기 둔화 우려는 23년 말까지 금 가격의 하단을 지지해주는 역할을 할 뿐 금 가격 강세 견인 요인으로 작용하긴 어렵다는 판단이다. 금리 인상 후반부에 발생 가능한 유동성 및 크레딧 리스크는 금 가격 변동성 확대 요인으로 잔존할 것으로 보인다.

5. 금 가격 전망

실질금리, 달러, 경기상황을 반영하여 산출한 2023년 금 평균 가격은 온스당 1,861달러를 전망한다. 단기 기대 인플레이션 급등에 따른 금 가격 오버슈팅은 3분기까지 되돌려질 전망이다. 4분기부터는 실질금리 상승에 영향을 받아 하락할 것으로 예상된다. 다만 달러화 가치 하락과 경기 불확실성 확대는 금 가격의 낙폭을 축소할 요인이다.

2024년 금 가격은 평균 1,863달러로 소폭 상승할 것으로 전망한다. 24년 1Q부터 미 연준의 금리 인하가 본격화 될 가능성이 높다. 24년 말까지 완만한 금리 인하가 예상된다. 즉, 실질금리 상승세가 둔화되며 금 매수 심리가 회복할 것이다. 더불어 달러화 가치 하락이 지속되며 금 가격의 반등세가 나타나겠다. 다만 미국 근원 물가 상승률은 24년 말 2%대로 안정될 전망이다. 이는 실질금리를 높은 수준으로 유지하는 요인이다. 따라서 2024년 상승 모멘텀 확보에도 평균 2,000달러 레벨로 상승은 어려울 것으로 판단한다.

그림 1. 금 가격 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

01

금 가격 결정 요인 및 상관관계

1. 금 가격 결정 요인 및 상관관계

금은 달러화로 표시되는 대표적 안전자산이자 이자가 없고 인플레이션을 반영한다는 특징이 있다. 따라서 금의 명목 가격은 ①달러화의 가치, ②경기에 대한 불확실성, ③금리, ④물가상승률의 영향을 받으며 등락했다.

달러화 가치(-)

금의 가격은 달러화로 표시된다. 달러화 가치가 변동한다면 금의 수급이 일정해도 명목 가격이 변동할 수 있다, 더불어 금과 달러화는 대표적인 안전자산으로 인식되기 때문에 대체관계에 놓여있다. 따라서 금과 달러화 가치는 음(-)의 관계가 나타난다.

경기에 대한 불확실성(+)

경기 상황이 좋지 않다고 생각되면 리스크 헷지 차원에서의 금 수요가 늘어나게 된다. 금은 대표적인 안전자산이기 때문이다. 반면 경기가 회복할 것으로 예상된다면 위험자산 선호심리가 강화되며 금 투자 유인이 감소한다. 따라서 경기 침체 시기나 전쟁 등 불확실성 확대 요인이 발생할 때 금 가격은 대부분 상승하는 모습을 나타냈다.

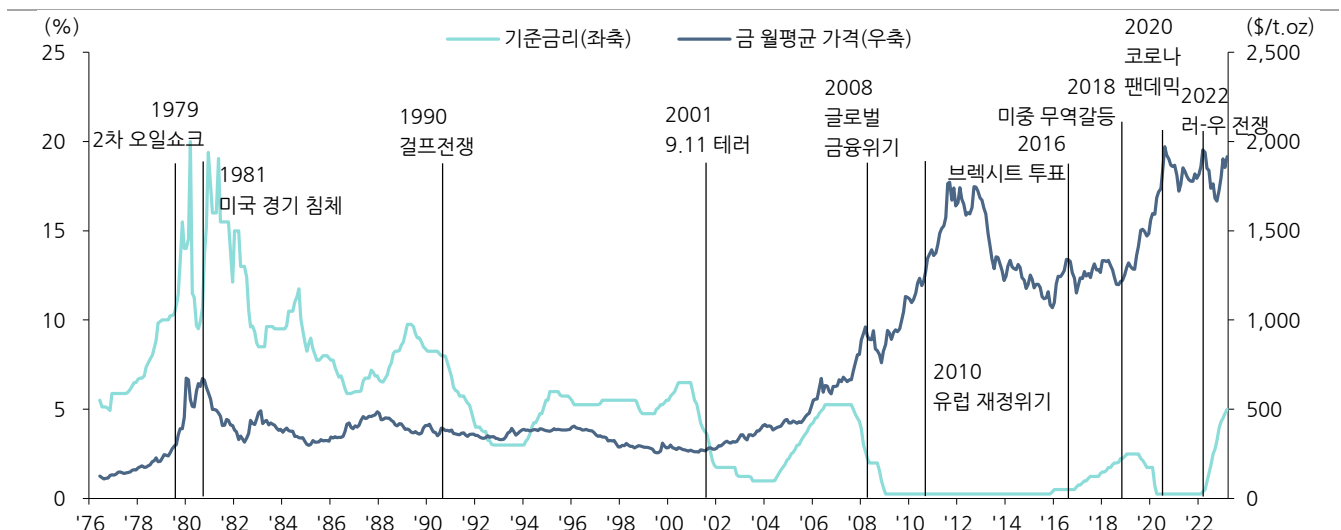
금리(-)

금은 이자를 지급하지 않는다. 금을 보유했을 때 시장금리만큼의 기회비용이 발생한다. 때문에 금 투자와 가장 밀접하게 연관되어 있다. 2008년 이후 제로금리 시기에서 금 가격이 급등했던 이유도 금 보유에 대한 기회비용이 낮았던 이유로 설명할 수 있다.

물가상승률(+)

금은 실물자산이기 때문에 인플레이션을 헷지할 수 있다. 물가상승률이 급등할 것으로 예상되는 경우 금의 보유 유인이 늘어나게 된다. 2008년 금융위기 이후 양적완화에 따른 통화 가치 하락은 인플레이션 헷지 수요를 자극했다. 이에 대한 영향으로 2008년부터 금 가격의 급격한 반등세가 나타났다

그림 2. 금 가격 및 기준금리 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

① 전통적 상관관계의 붕괴

다만 최근 금 가격 변동(2022년 7월 이후)은 타자산들과의 전통적 상관관계와 괴리가 있다. 특히 실질금리(TIPS 10Y)와의 연관성이 사라진 모습을 확인 할 수 있다. 실질금리는 이자를 지급하지 않는 금의 기회비용(-)이자, 금 매수 유인인 인플레이션(+)을 반영하고 있기 때문에 금 가격과 가장 높은 관계성(-0.89)을 보이고 있었다.

22년 긴축 국면에서
타자산들과의 상관관계 붕괴

하지만 인플레이션이 본격적으로 시작된 2022년 7월부터 현재까지의 금과 실질금리(물가연동채권 10년물)의 상관관계는 0.03으로 관계성이 희미해졌다. 즉 실질금리가 금 매수 환경에 우호적이지 않음에도 2023년 금 가격 상승세가 나타났다는 뜻이다. 금 ETF의 금 보유량과의 상관관계도 0.97에서 -0.52로 반전되며 음(-)의 상관관계가 나타나고 있다. 이는 금 수요처의 변화를 의미한다. 이외에도 WTI와 변동성 지표, 달러화와 상관관계도 전통적인 범위에서 벗어나 있다.

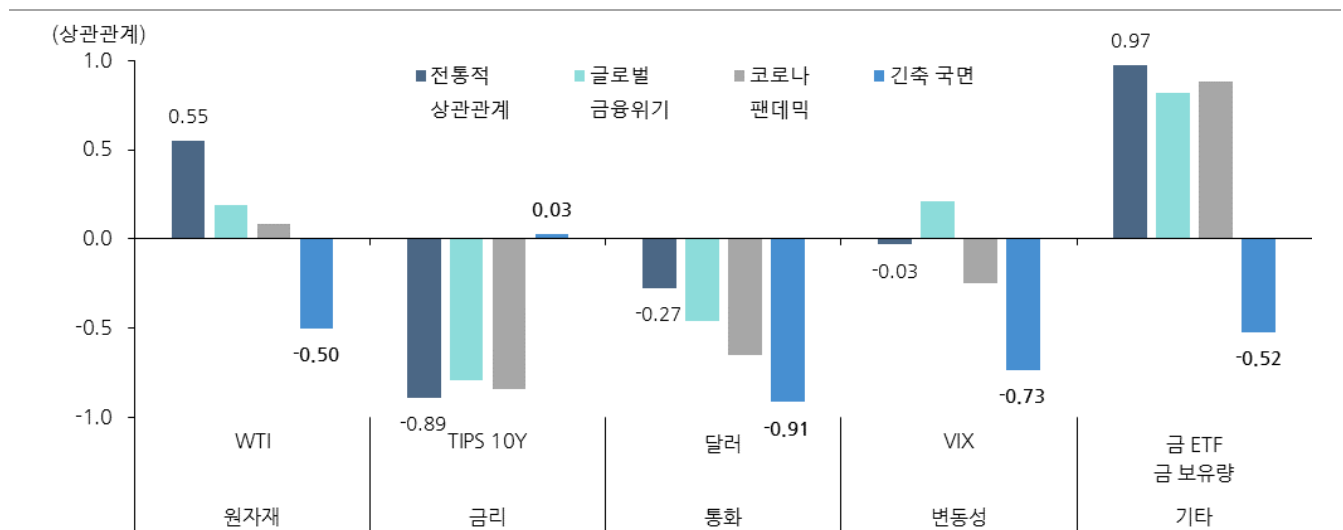
표 1. 기간별 주요 자산과 금의 상관관계 추이

금현물 가격과 상관관계	원자재		주식		금리			통화			변동성			기타	
	WTI	구리	나스닥	S&P500	US 2Y	TIPS 10Y	HY	달러	유로	원화	VIX	CVIX	MOVE	BTC	금 ETF 금 보유량
전통적 상관관계	0.55	0.82	0.70	0.70	-0.62	-0.89	-0.56	-0.27	0.25	0.07	-0.03	-0.09	-0.33	0.62	0.97
글로벌 금융위기	0.19	-0.10	-0.42	-0.55	-0.84	-0.79	0.26	-0.46	0.51	0.47	0.21	0.47	0.38	--	0.82
코로나 팬데믹	0.09	0.33	0.43	0.31	-0.64	-0.84	-0.41	-0.65	0.68	-0.40	-0.24	0.01	-0.58	0.15	0.88
긴축국면	-0.50	0.87	0.30	0.51	0.09	0.03	-0.29	-0.91	0.93	-0.74	-0.73	-0.79	-0.12	0.61	-0.52

자료: Bloomberg, 상상인증권

주) 전통적 상관관계: 2000.01~2023.03 / 글로벌금융위기: 2007.01~2008.12 / 코로나 팬데믹: 2020.01~2021.12 / 긴축 국면: 2022.07~

그림 3. 기간별 주요 자산과 금의 상관관계 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

전통적 상관관계: 2000.01~2023.03 / 글로벌금융위기: 2007.01~2008.12 / 코로나 팬데믹: 2020.01~2021.12 / 긴축국면: 2022.07~

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

02

금과 실질금리

2. 금과 실질금리

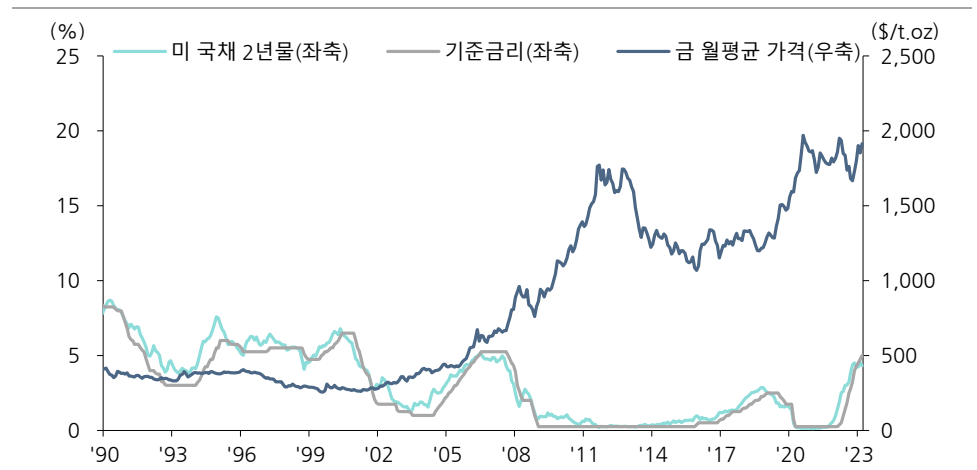
금의 투자유인
인플레이션은 양(+)
금리와는 음(-)

금은 이자를 지급하지 않는다. 금을 보유했을 때 시장금리만큼의 기회비용이 발생한다. 금 매수의 매력은 통화가치 하락, 즉 인플레이션 헷지가 가능한 것이다. 따라서 금 가격은 시장금리와는 음(-)의 상관관계, 인플레이션과는 양(+의 상관관계를 가지고 있다.

인플레이션과 금리는
금융위기 이후 금 가격 급등을 설명

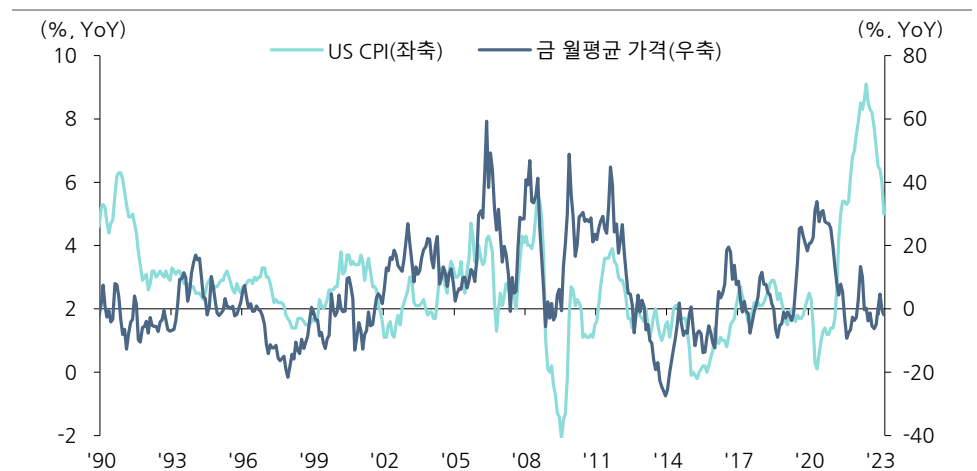
과거 2008년 금융위기를 기점으로 시작된 완화적인 통화정책은 금의 기회비용인 금리를 낮추며 금 가격에 우호적인 환경을 조성했다. 더불어 양적완화를 통한 통화가치 하락은 인플레이션 헷지 수요를 자극했다. 따라서 2008년부터 금 가격의 급격한 반등세가 나타난 것이다.

그림 4. 금 가격과 금리 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 5. 금 가격 등락률 및 물가상승률 동향



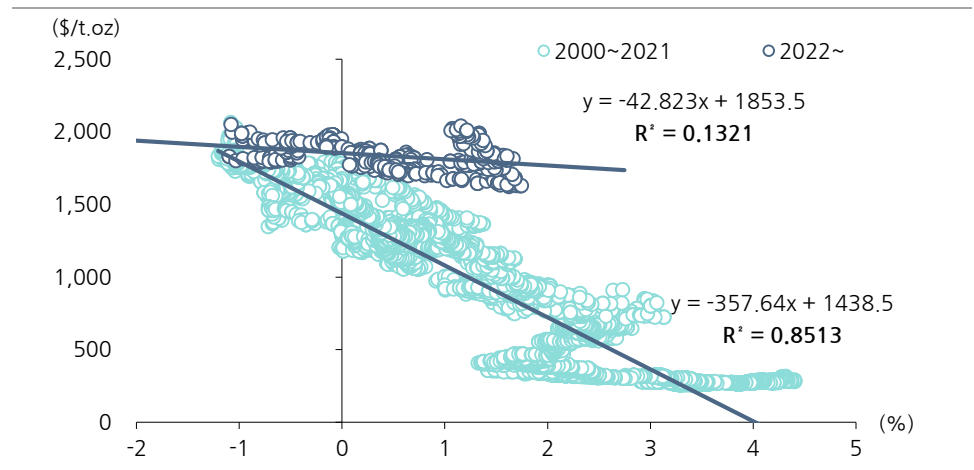
자료: Bloomberg, 상상인증권

① 실질 금리의 설명력이 약해진 2023년

TIPS 10Y 금리는 장기적으로
금 가격에 대한 설명력이
가장 높았음

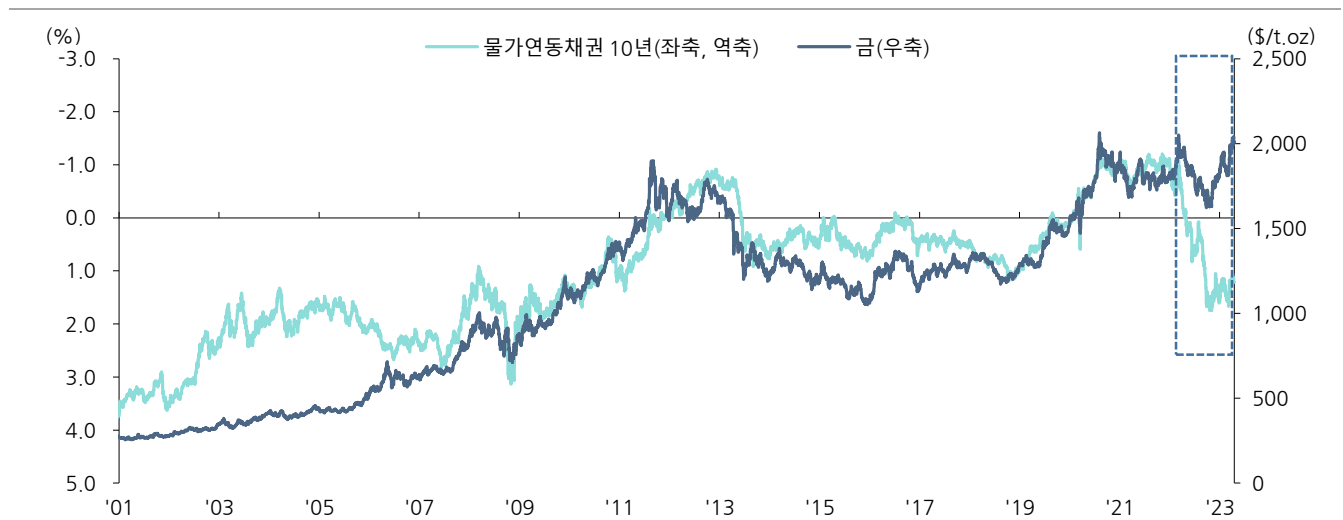
실질금리는 명목금리(-)에서 기대인플레이션을 차감(-)하기 때문에 금 가격과 음(-)의 상관관계가 깊어진다. 따라서 물가연동채권(TIPS) 10년물은 2000년부터 2021년까지 금 가격 변동에 대해 높은 설명력($R^2=0.85$)을 나타냈다. 하지만 2022년부터는 금 가격에 대한 실질금리의 설명력($R^2=0.13$)이 매우 약해진 모습을 확인할 수 있다.

그림 6. 물가연동채권 10년물 금리 및 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 7. 물가연동채권 10년물 금리 및 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

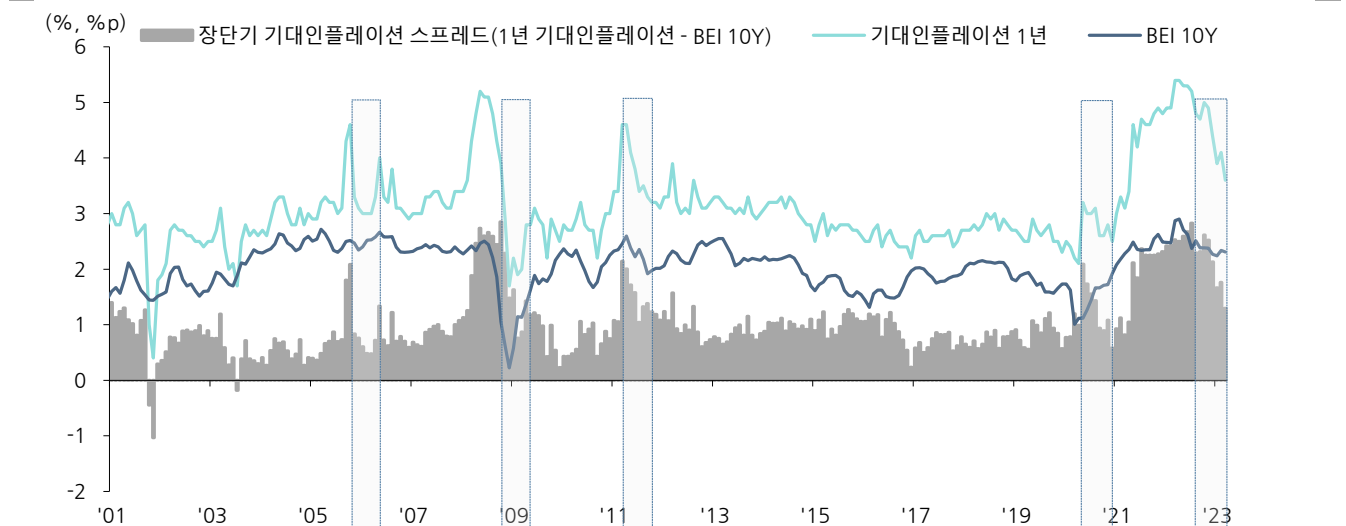
단기 인플레이션 확대 우려는 금 가격 상승을 견인

이러한 현상은 21세기에서 찾아볼 수 없었던 높은 인플레이션으로 인해 발생했다. 물가연동채권에 반영된 장기 기대인플레이션(BEI 10Y)과, 실제 경제주체들이 느끼는 단기 기대인플레이션(미시간대 1년 기대인플레이션)과의 갭이 확대될수록 장기금리에 영향을 받지 않고 금 수요가 증가했다.

장단기 기대인플레이션 스프레드 정점 이후 금 가격 상승폭 확대

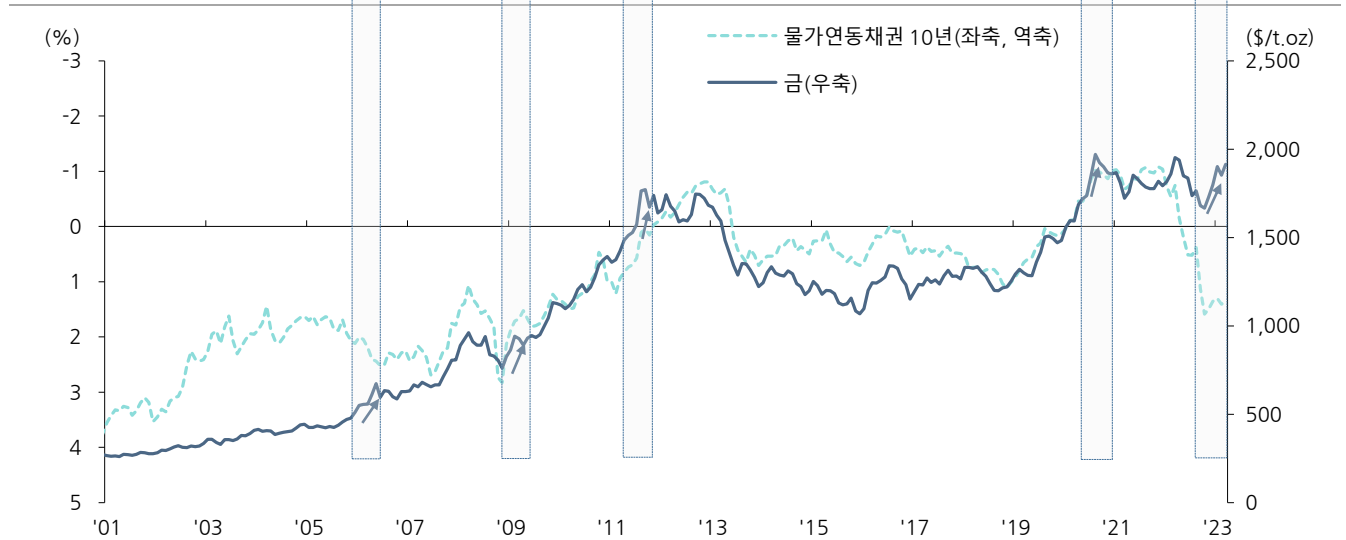
BEI 10Y는 장기 기대 물가 상승률이기 때문에 변동성이 작고 단기 기대인플레이션을 하회한다. 따라서 장단기 기대인플레이션 스프레드는 양수(+)가 일반적이다. 다만 가끔 상호간 스프레드가 2%p를 상회하여 장/단기 기대인플레이션 괴리가 확대되는 구간이 존재한다. 스프레드가 정점을 찍은 이후 금 가격은 상승폭이 확대되는 모습을 보였다.

그림 8. 장단기 기대인플레이션 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 9. 장단기 기대인플레이션 스프레드가 확대되는 구간에서 금 가격의 유의미한 급등세 확인



자료: Bloomberg, 상상인증권

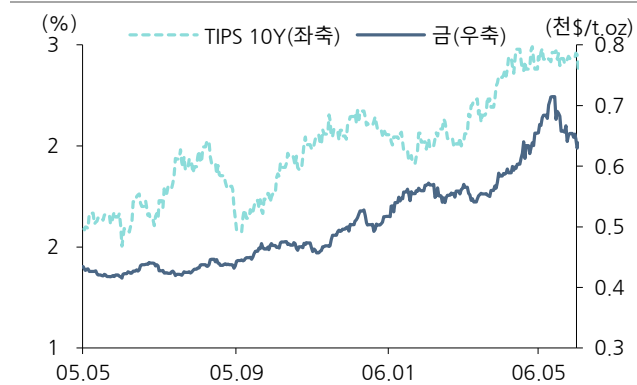
실질금리의 변동과 무관하게

금 가격 상승

→ 실질금리의 설명력이 약해지는 구간 발생

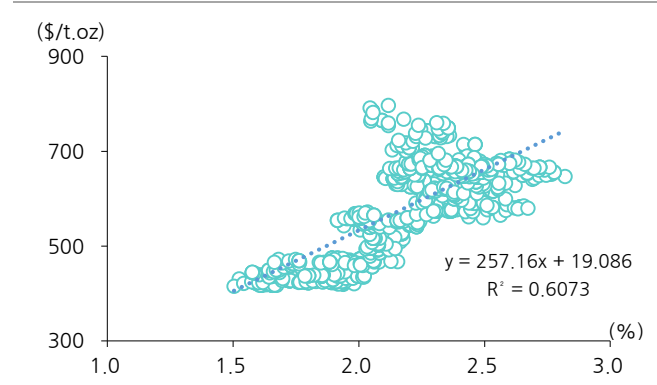
이 기간들에서는 실질금리(TIPS)의 하락 여부와 상관없이 금 가격의 급등을 확인할 수 있다. 즉, 일반 소비자들의 단기 물가 상승 우려가 장기 기대인플레이션(BEI 10Y)에 온전히 반영되지 않은 시점에서 금과 TIPS의 설명력이 약해지는 구간이 발생한다. 물가의 단기 급등과 불안정성이 최대치일 경우 금의 인플레이션 헷지 수요가 증가한다는 의미다. 2023년은 단기 기대인플레이션이 급등한 시점이다. 이러한 이유로 현재 금 가격을 전통적 금 벨류에이션 지표인 TIPS로 설명하지 못하는 것이다.

그림 10. 2005년 10월 이후 1년간 실질금리 및 금 가격 동향



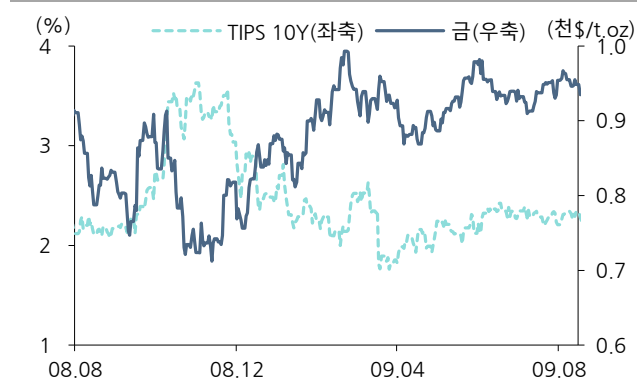
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 11. 오히려 실질금리와 양(+)의 관계성이 높게 나타남



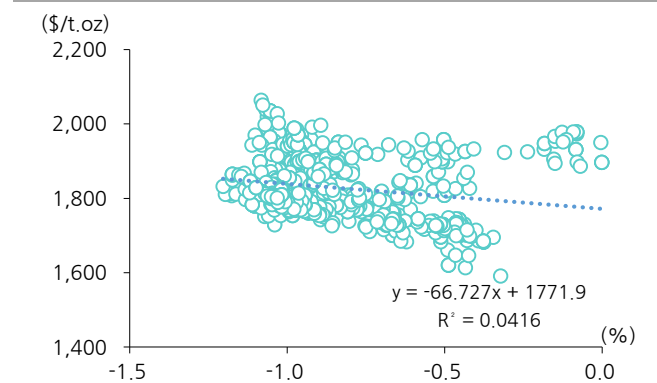
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 12. 2008년 8월 이후 1년간 실질금리 및 금 가격 동향



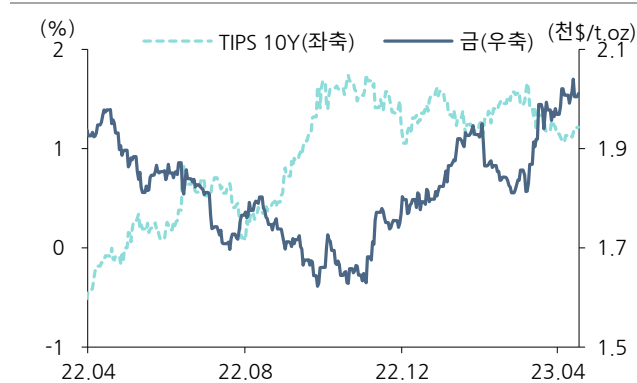
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 13. 실질금리의 설명력이 약해지는 모습



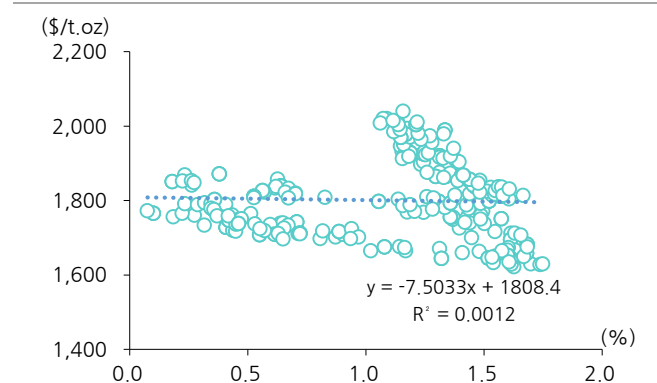
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 14. 2022년 4월 이후 1년간 실질금리 및 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 15. 올해 또한 금가격에 대한 실질금리의 설명력이 약해짐



자료: Bloomberg, 상상인증권

② 다시 실질금리에 연동될 금 가격

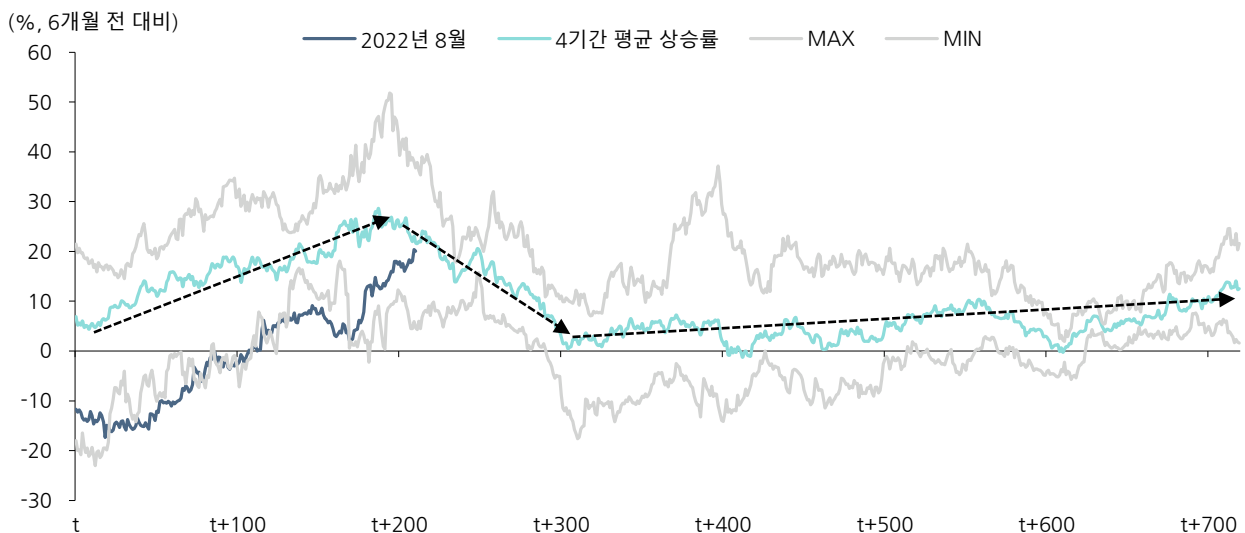
기대 인플레이션 급등 금 가격 상승은 일시적 현상

위와 같은 상승 흐름은 오래가지 못했다. 장단기 기대인플레이션 스프레드가 정점을 찍은 이후 약 7개월간 금 가격은 6개월 전 대비 상승세가 뚜렷하게 확인되었다. 이후 장단기 기대인플레이션이 축소되고 실질금리에 금 가격이 다시 연동되는 과정에서 평균 3개월간 상승폭 축소 구간이 나타났다. 2022년 중반 장단기 기대인플레이션 갭이 최고치에 도달함에 따라 상승했던 금 가격은 현재 6개월 대비 상승률이 정점인 구간을 통과하고 있다.

장기금리와 연동 과정에서 23년 3분기까지 하락 전망

미 연준의 강도 높은 긴축이 유지되고 단기 기대인플레이션도 둔화되며 장기와의 갭을 축소하고 있다. 과거 추세가 동일하게 이어진다면 금 가격은 23년 2분기부터 1개 분기 동안 오름폭을 되돌리는 구간에 진입할 것으로 판단한다. 이후 금 가격은 실질금리와 경기 상황에 영향을 받으며 등락할 것으로 전망한다.

그림 16. 장단기 기대인플레이션 스프레드 피크아웃 이후 금 가격 등락률 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

주) 4기간: ①2005년 10월 / ②2008년 10월 / ③2011년 2월 / ④2020년 4월

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

03

금과 달러

3. 금과 달러

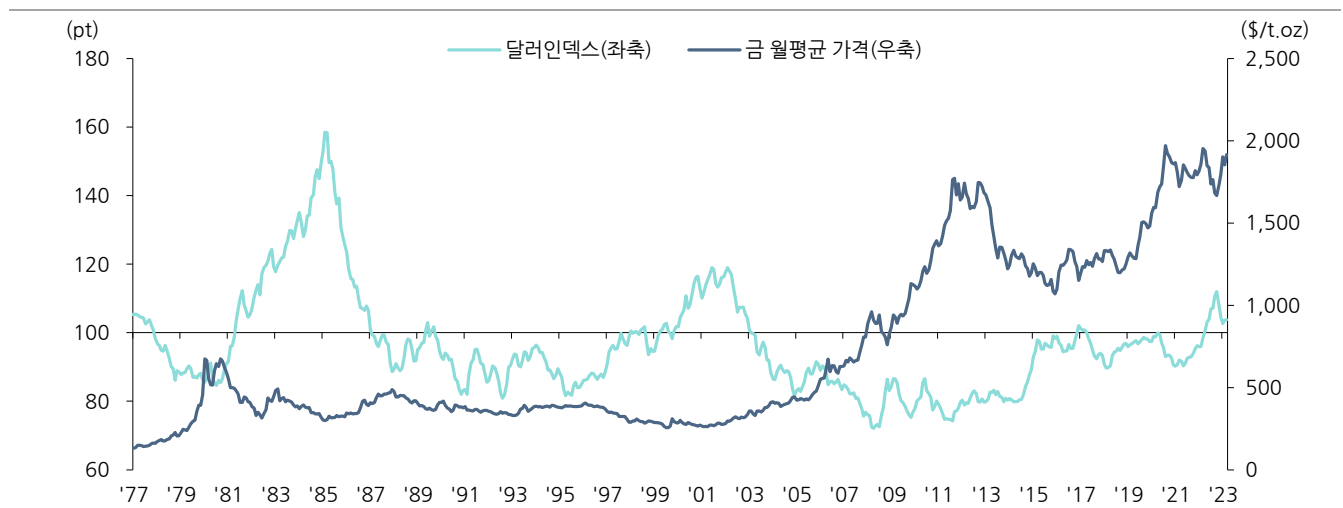
금과 달러화는 음(-)의 관계

달러화와 금은 대표적인 안전자산이라는 공통점이 있지만 가치는 서로간 반대 방향으로 움직인다. 대체재로 인식되는 동시에 금 가격이 달러화로 표기되기 때문이다. 금과 달러의 관계는 2008년 이후 선명해졌다. 과거 고금리 시기에는 금 보유에 대한 유인이 작았기에 달러의 상대적 우위가 유지되었다.

유동성 공급 이후 설명력이 강해진 달러

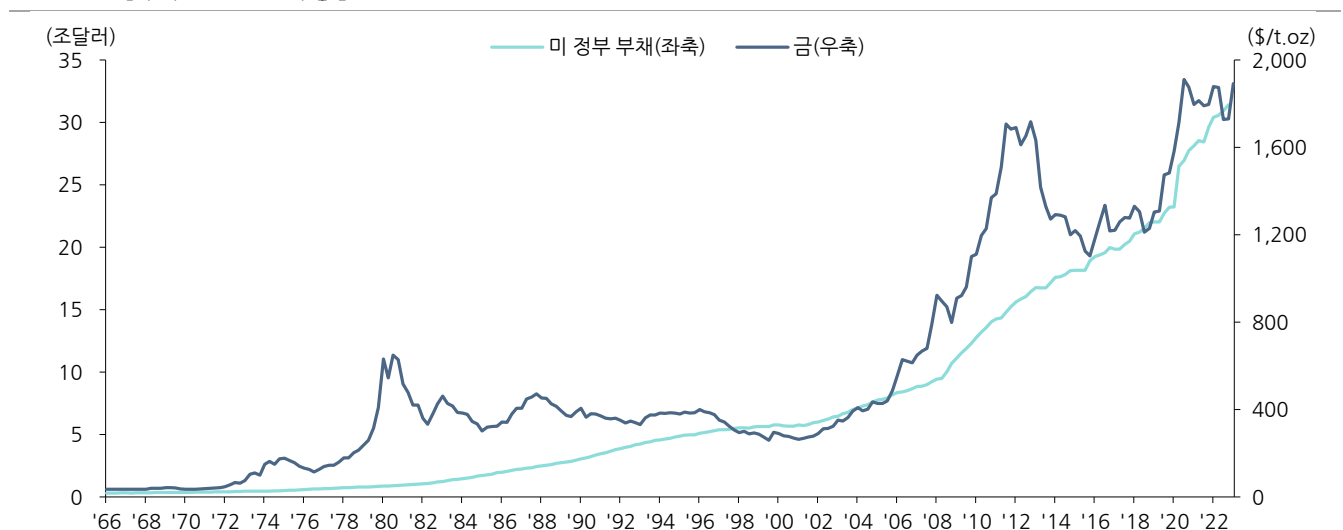
하지만 금융위기를 겪으며 지속된 양적 완화 정책으로 달러화의 공급이 늘어났다. 코로나 팬데믹을 지나며 그 폭은 확대되었다. 결국 달러화의 지위가 축소됐고 금의 투자 매력이 상승했다. 금과 달러화는 유동성 증가 동향에 따라 상호간 대체(-) 관계성이 명확해졌다.

그림 17. 달러인덱스 및 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 18. 미 정부 부채 및 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

① 달러 강세에 상단이 제한된 금

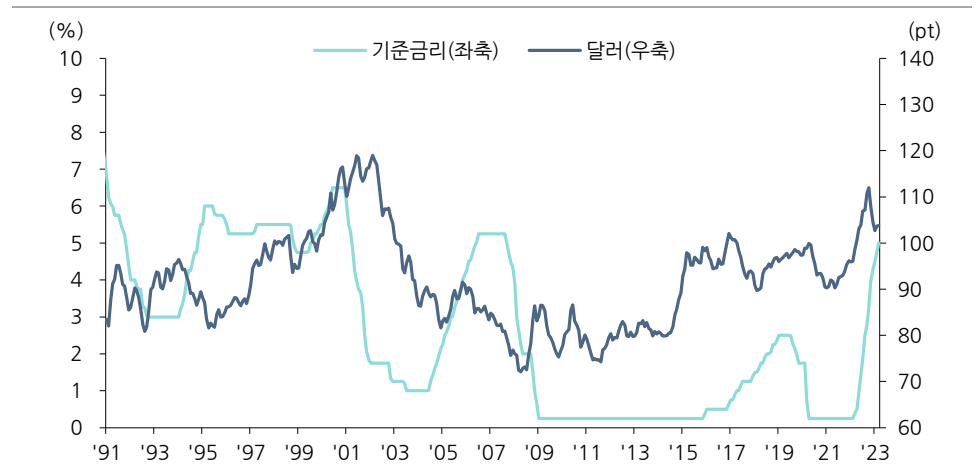
2022년 연준의 통화정책으로
강달러 현상이 발생

2022년 나타난 미국의 초인플레이션 현상은 연준의 공격적인 긴축 정책을 야기했다. 이에 대한 영향으로 미 국채 수익률과 달러화 가치가 치솟으며 금을 비롯한 기타 자산들의 유동성을 흡수했다. 23년 1분기를 접어들면서 연준의 정책적 모멘텀이 약화되고 미국 경기에 대한 우려가 대두되면서 달러화 둔화 기조가 나타났다. 23년 4월 경기에 대한 우려까지 부상하며 금 가격은 역대 최고치에 근접한 상승세를 시현했다.

제한적 강달러 기조 유지는
금가격의 상단을 제약 중

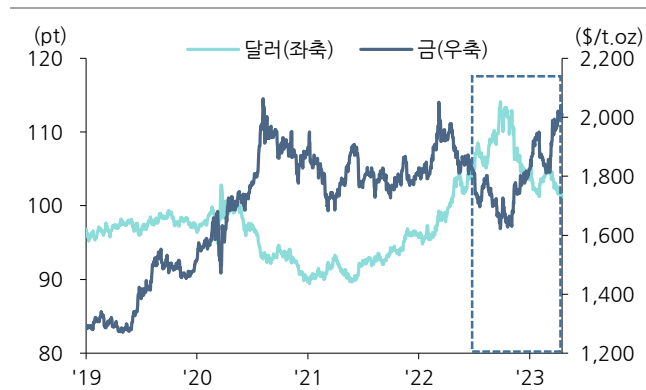
달러화와의 상관관계가 강해진 지금 달러가치의 향방에 따라 금 가격에 대한 벨류에이션이 달라질 것으로 판단한다. 달러화는 현재 101pt 대에서 등락 중이다. 연준의 긴축이 5월까지 지속될 것이라는 우려와, 미국 경기가 아직은 견조한 모습이 확인되면서 100pt를 상회하며 달러 우위를 유지하고 있다. 달러 강세의 지속은 금 가격의 역대 최고치 상향 돌파 시도를 무산시키고 있다.

그림 19. 미 연준 기준금리 및 달러인덱스 동향



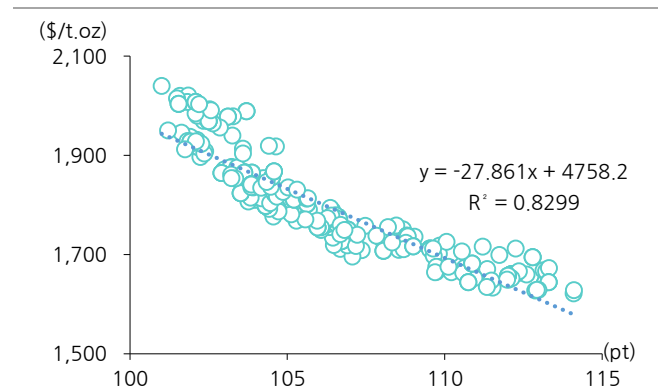
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 20. 2019년 이후 금과 달러인덱스 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 21. 2022년 7월 이후 금가격과 달러인덱스



자료: Bloomberg, 상상인증권

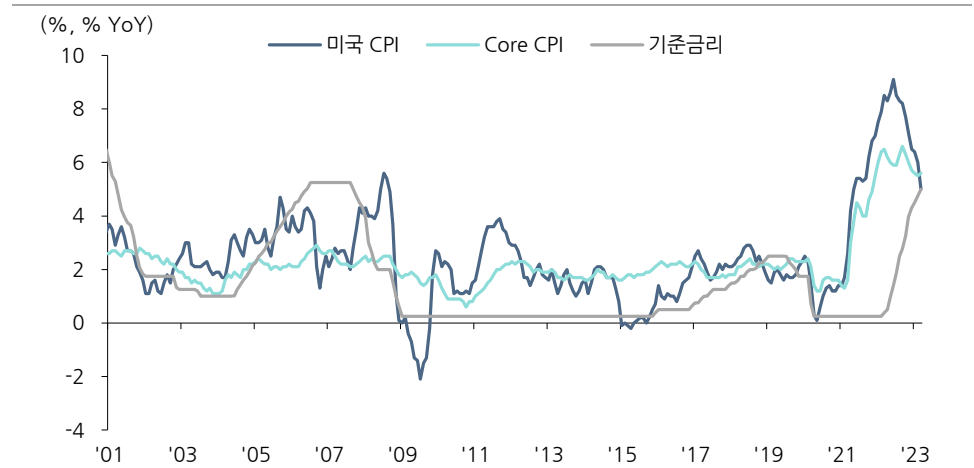
② 연준 기준금리와 달러화 전망

달러화는 미 연준의 통화정책, 미국 경제상황, 미국 외 주요국 통화 등 복합적인 요인들에 의해 결정된다. 2022년 달러 가치를 결정했던 것은 미 연준의 통화정책이며 그 여파가 2023년 초반까지 유지되고 있다.

5월 FOMC에서 5.25%로 인상 종료 전망

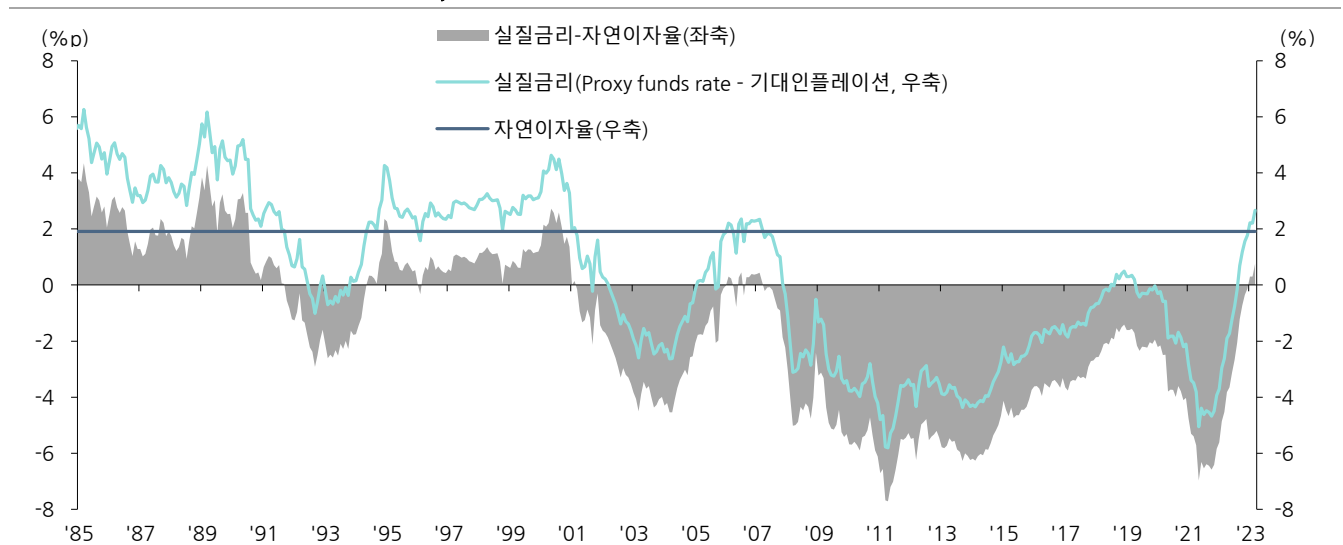
연준의 강도높은 금리 인상 기조가 23년 5월 FOMC를 마지막으로 마무리될 것으로 판단한다. 이미 금융 상황을 포함한 실질 기준금리는 자연이자율을 넘어서 제약적인 수준에 도달해 있다. 즉, 인플레이션 제어가 가능한 금리 레벨이라는 의미다. 이를 반영하며 3월 CPI는 전월대비 5.0% 상승을 기록했고 물가 둔화 흐름을 지속했다. 5월 FOMC에서 25bp 인상을 한차례 더 진행했기 때문에 금리 인상 국면은 사실상 종료 된 것으로 전망한다.

그림 22. 미국 물가상승률 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 23. 현재 금융 상황을 포함한 실질금리(Proxy Fund Rate)는 이미 제약적인 수준



자료: 샌프란시스코 연은, 리치먼드 연은, Bloomberg, 상상인증권

Proxy Fund Rate: 재무부 금리, 모기지 금리, 차입 스프레드를 포함한 12가지 금융 변수를 사용하여 통화 정책의 보다 광범위한 금리 수준을 평가

자연이자율: 리치먼드 연은 추산 22년 4분기 자연이자율 1.91% 적용

기대인플레이션: 미시간대 1년 기대인플레이션

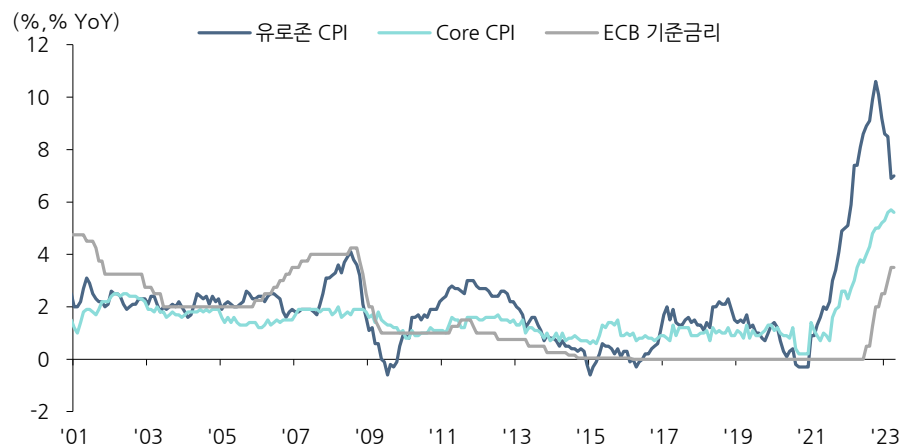
갈길이 남은 ECB

연준의 통화정책궤 달리화의 강세 모멘텀이 축소된 지금, 중요한 것은 미국 경기와 Non US 국가 통화다. 글로벌 통화 거래량 중 달러 다음으로 높은 비중을 차지하고 있는 통화는 유로화와 엔화가 있다. 유로존 3월 CPI는 둔화세를 유지했지만 Core CPI가 높은 상승률을 지속하고 있다. 이는 ECB의 긴축이 끝나지 않았음을 시사한다. 결국 2023년 2분기 이후 미국과의 금리 격차 축소에 따른 달러화 가치 절하 요인으로 작용하겠다.

유로존 경기
하반기 소폭 반등 전망
→ 강달러 제어

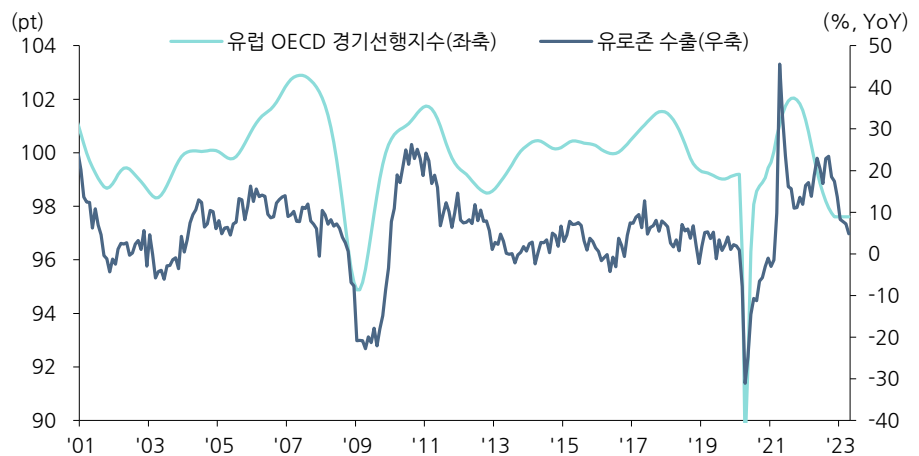
유로존 경기는 민간소비가 위축되며 경기 침체가 진행중이다. 다만 중국 리오프닝에 따른 수출 개선, 위기 극복을 위한 재정 지원 등으로 하반기 소폭 회복할 것으로 전망한다. 3분기까지는 내수가 위축되며 경기 둔화세가 유지되겠지만, 중국 수출 비중이 높은 유로존 특성상 중국 경기 회복세에 따라 완전한 수출경기 반등이 가능할 것으로 판단한다. 이는 미국과 상반된 경기 흐름으로 하반기 달러 약세를 가중하는 요인이다.

그림 24. 유로존 물가 및 기준금리 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 25. 유로존 경기선행지수 및 수출 증감률



자료: Bloomberg, 상상인증권

엔화 가치 하반기 반등 가능성

엔화는 올해 강달러 완화에도 약세를 나타냈다. 그 이유는 미국과의 통화정책 디커플링에 있다. 일본을 제외한 대부분의 주요국 중앙은행은 기준금리를 인상했다. 특히 미국과의 금리 격차가 크게 벌어지며 엔화가 약세를 지속한 것이다. 우에다 BOJ 신임 총재는 완화적 통화정책을 유지하겠다는 입장을 고수했다. 따라서 당분간은 일본의 통화정책 기조에 변화가 어렵겠다. 하지만 시장에서는 금년 하반기 이후 YCC정책 수정에 대한 기대감이 존재한다. 이는 달러 약세 요인으로 작용할 것으로 판단한다.

중국 경기 회복세도 달러가치 하락 요인

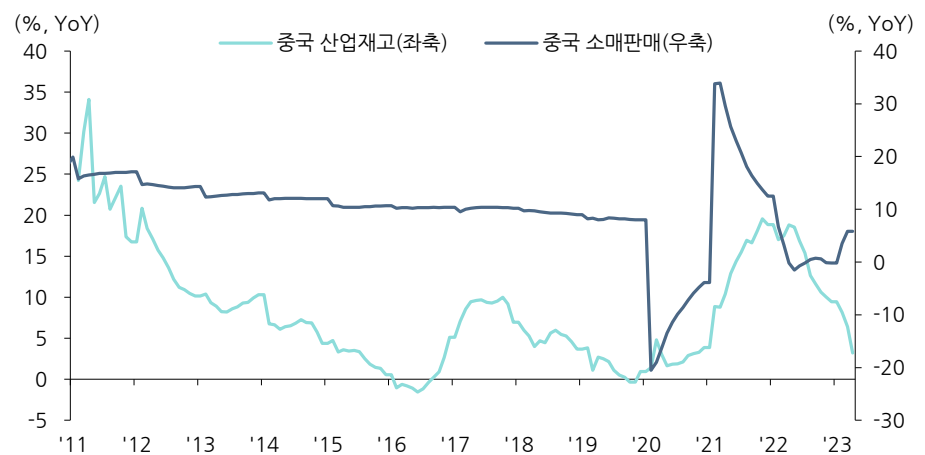
미국 외 국가들의 경기를 주도할 중국의 성장에 대한 전망이 엇갈리는 상황이다. 현재 회복 속도는 느린 편이지만 하반기 중국 경기의 반등 가능성에 무게를 두고 있다. 23년 2분기 민간소비를 중심으로 성장하고 하반기 부동산 시장이 중국 경기 성장을 주도할 것으로 판단한다. 미국과 미국 외 주요국 경기의 상반된 흐름과 미국과의 금리 격차가 축소되는 움직임은 강달러 기조의 종료를 시사한다.

그림 26. 엔달러 환율 및 미/일 금리 스프레드 지수



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 27. 중국 산업 재고 및 소매판매 증감율 추이



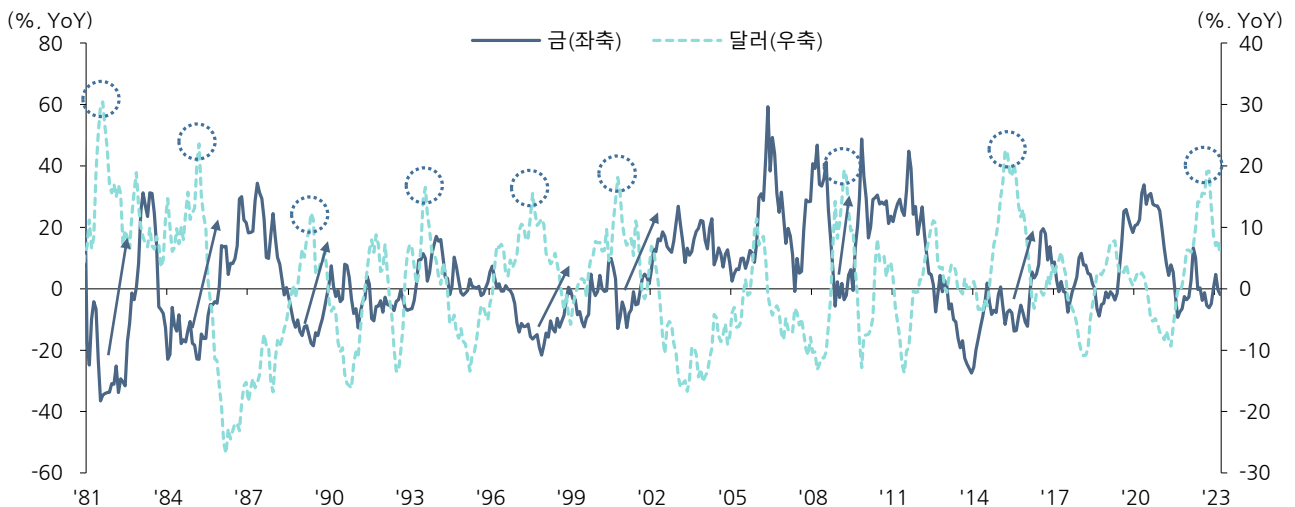
자료: Bloomberg, 상상인증권

③ 달러 가치 피크아웃 이후의 금

달러 가치 피크아웃 1년 이후 금 가격 상승폭 확대

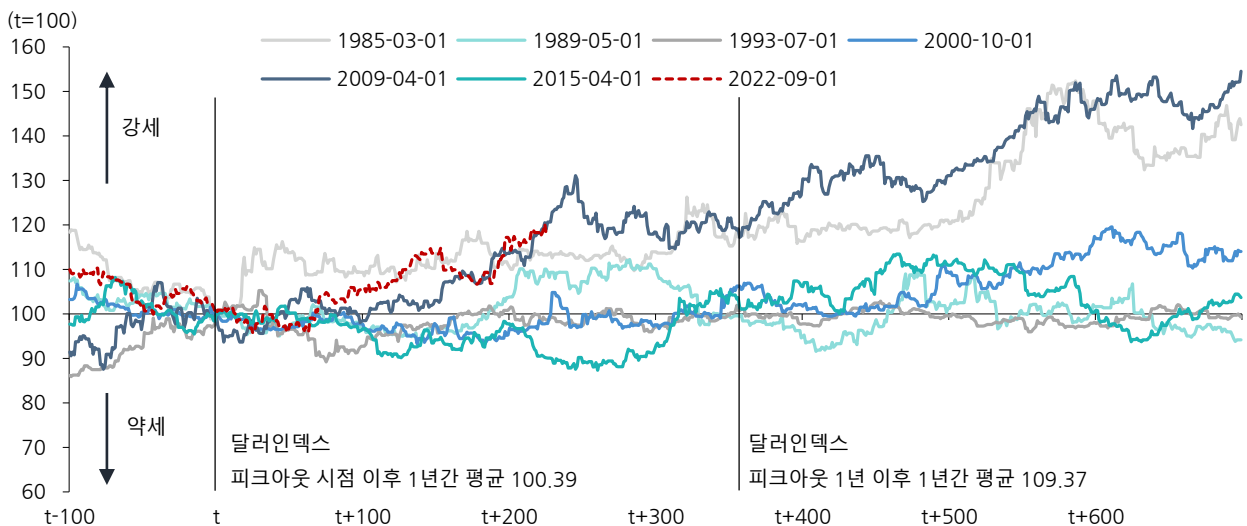
과거 사례에서 확인했을 때 달러 가치의 피크아웃이 나타난 지점에서의 금 가격의 반등세가 나타났다. 달러가치의 둔화 시점(100)부터 1년간 금가격은 기간별 차별화된 흐름(평균 100.4)을 보였지만 1년 이후에는 상승폭을 확대(평균 109.4)하는 모습이다. 23년 하반기 달러인덱스가 100pt를 하향 돌파하는 추세적 하락세가 나타날 것으로 보인다. 이는 금 가격의 상승 압력을 가중할 것으로 판단한다.

그림 28. 달러인덱스 및 금 가격 등락을 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 29. 달러인덱스 피크아웃 이후 금가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

04

금과 경기

4. 금과 경기

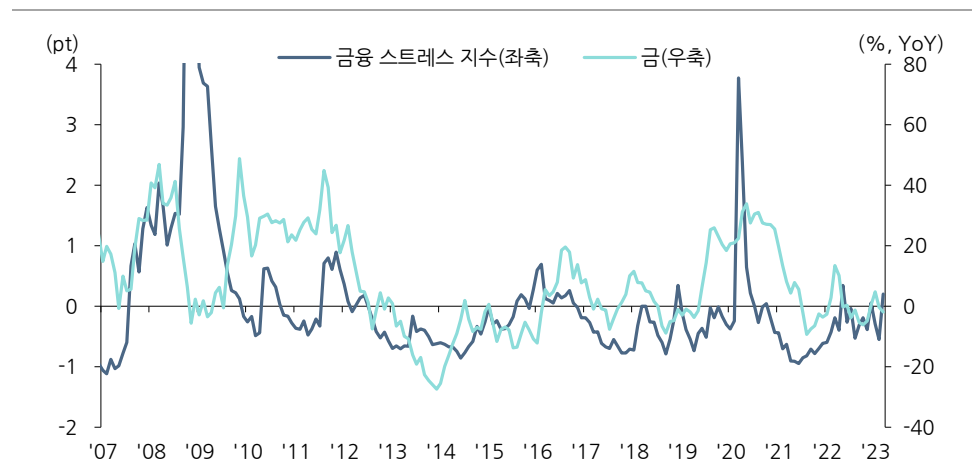
경기에 대한 불확실성은 금 매수 심리 강화

금 가격의 마지막 결정 요인은 경기에 따른 심리다. 경기 상황이 좋지 않다고 생각되면 리스크 헷지 차원에서의 금 수요가 늘어나게 된다. 금은 대표적인 안전자산이기 때문이다. 반면 경기가 회복할 것으로 예상된다면 위험자산 선호심리가 강화되며 금 투자 유인이 감소한다.

2008년 유동성 고갈로 인한 달러 수요 증가로 예외적 상황 연출

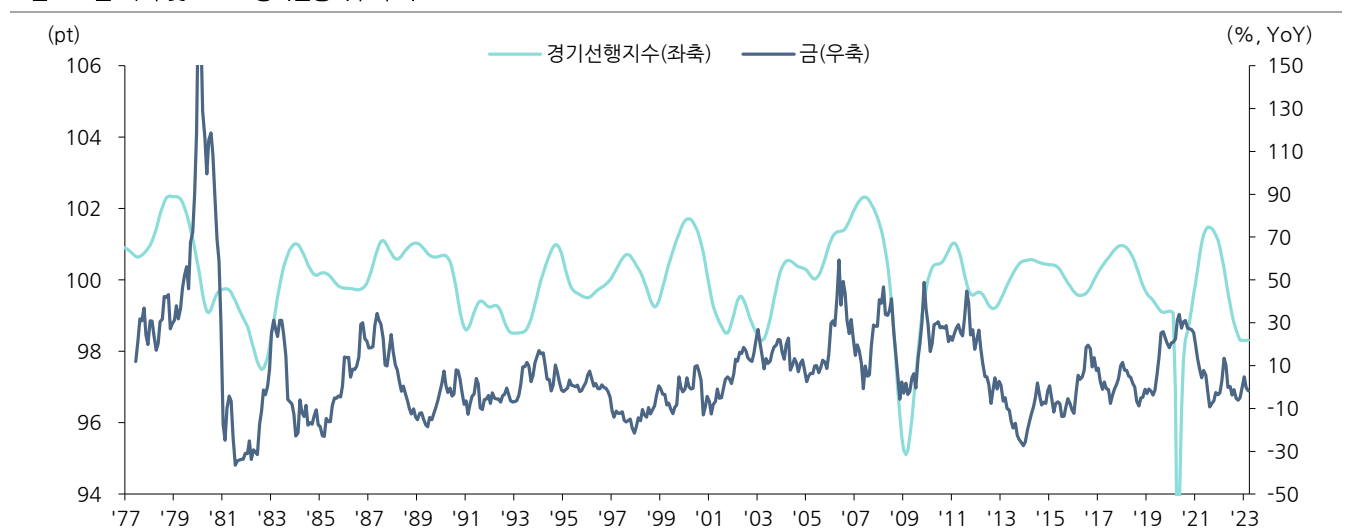
금 가격은 금융 스트레스지수와는 동행, OECD 미국 경기 선행지수는 대체적으로 역의 관계를 나타냈다. 다만 일시적으로 반대의 흐름이 나타난 구간이 존재했다. 2008년 금융위기가 발생했을 때 경기선행지수가 크게 둔화되고 금융 스트레스 지수가 급등했다. 이 과정에서 금 가격도 하락했는데 이는 유동성 고갈로 인한 달러 수요 증가로 금 매도세가 나타난 결과로 해석할 수 있다.

그림 30. 금과 금융 스트레스지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 31. 금 가격 및 OECD 경기선행지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

① 금과 유가의 방향성

금과 경기 민감 원자재는
장기적으로 같은 방향성을 나타냄

그렇다면 경기를 대표하는 원유와 구리 등 원자재와 경기 둔화 헷지 수단인 금과 역의 상관관계가 나타나야 할 것이다. 하지만 2000년 이후 두 자산의 가격은 오히려 같은 방향(+)으로 움직였던 적이 더 많다. 그 이유는 달러로 가치를 평가하며 인플레이션을 반영하는 원자재의 특성에 있다.

지정학적 리스크의 변동은
금 가격과 유가에 같은 방향으로
영향을 미침

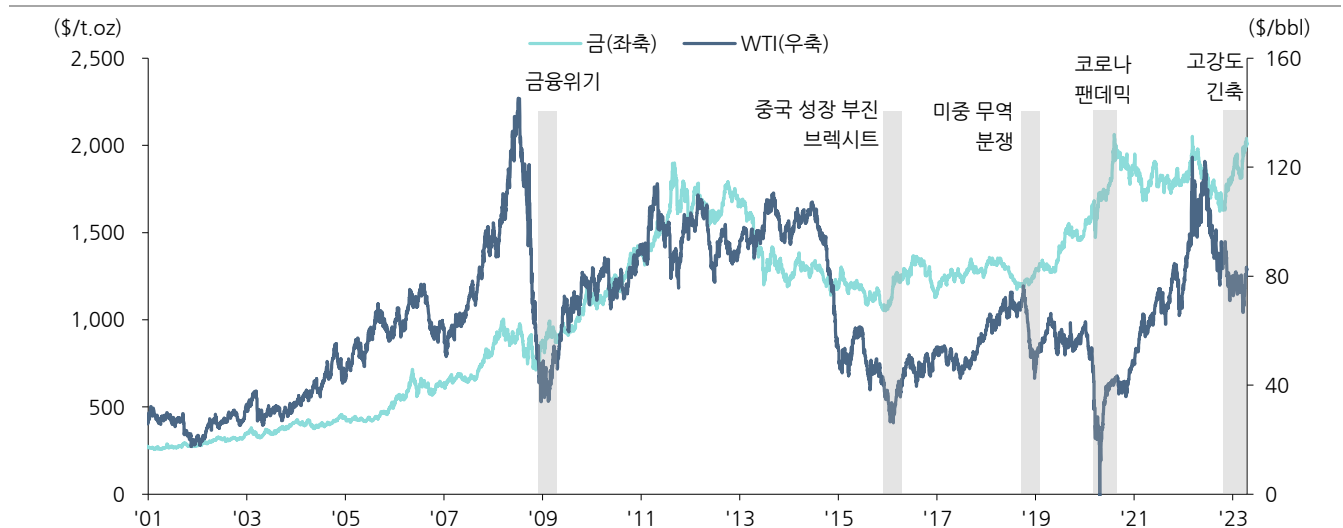
더불어 지정학적 불확실성은 금과 에너지 등 원자재에 동일한 방향으로 영향을 미친다. 대표적으로 원유는 일부 산유국에 편중되어 있으며 이들은 지정학적 리스크가 높은 국가들이다. 따라서 전쟁 등 지정학적 리스크가 높아지면 공급 우려에 따라 원유 가격은 상승하게 된다. 동시에 글로벌 투자자들은 위험 회피 심리가 강화되며 금에 투자하기에 금 가격도 상승한다.

실제로 2022년 러-우 전쟁 발생 시기에 유가와 금 가격의 금 가격이 동반 상승하는 모습을 확인할 수 있다. 위의 원인들이 복합적으로 작용하여 동일한 원자재 섹터 내 자산들은 장기적으로 같은 방향으로 움직이는 경우가 많았다.

불확실성이 원유 수요 감소로
이어진다면 금과 유가는 역행

다만 글로벌 불확실성이 원유 수요에 대한 우려로 연결된다면 유가 하락, 금 가격 상승 패턴을 확인할 수 있었다. 즉, 글로벌 불확실성이 원유의 공급과 수요 중 어느 부분에 영향을 미치는지에 따라 금과 원유의 방향성이 좌우됐다. 2023년 러-우 전쟁이 소강국면으로 접어들면서 지정학적 리스크(원유 공급 우려)는 감소했지만 경기둔화(원유 수요 불확실성) 우려가 부상했다. 이는 올해 금과 원유의 상관관계수가 -0.5로 나타난 이유를 설명한다.

그림 32. 금 가격 및 국제유가 동향



자료: Bloomberg, 상생인증권

금과 원유간 변동성의 차이는 존재

장기적인 방향성은 같아도 가격의 변동성은 금에 비해 원유가 높게 나타난다. 원유는 OPEC+ 같은 카르텔이 존재하기에 공급측 변동성이 크다. 더불어 실물경제에 활용되는 비중이 크기 때문에 수요의 경기 민감도 또한 금보다 높다. 따라서 금/유가 비율로 경기에 대한 진단을 내려볼 수 있다.

불확실성이 높을수록 금/유가 비율이 상승

미국 경기 침체 시기였던 2008년, 2020년 모두 금/유가 비율이 급등한 모습을 확인할 수 있다. 이외에도 중국 경기 성장 둔화와 브렉시트 투표 등 글로벌 불확실성이 높았던 2016년 또한 높은 수준의 금/유가 비율을 확인 할 수 있다.

현재 글로벌 불확실성이 상승하는 추세

23년 5월 금/유가 비율은 25배 정도로 2015년 이후 평균(27.2배) 수준에서 등락 중이다. 하지만 추세적으로는 2022년 중반 이후 상승하는 흐름이다. 이는 고강도 긴축에 따른 불확실성이 점차 증가하고 있다는 것을 나타낸다. 23년 3월 발생한 SVB 파산 이벤트 또한 금/유가 비율 상승 압력으로 작용했다.

그림 33. 금/유가 비율 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

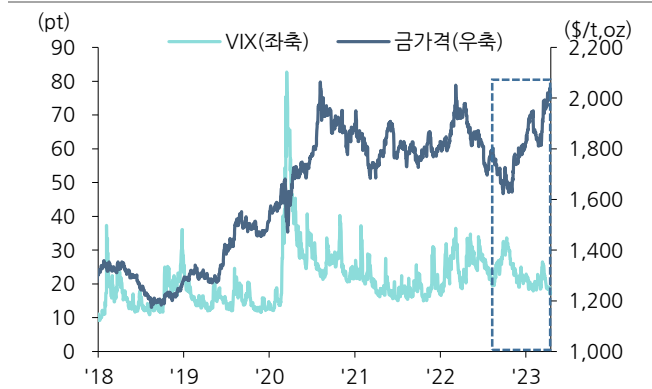
주) 음영 구간은 미국 경기 침체 시기

② 금융시장 변동성과 금 가격

금융시장 변동성 지표들과는
뚜렷한 상관관계가 나타나지 않음

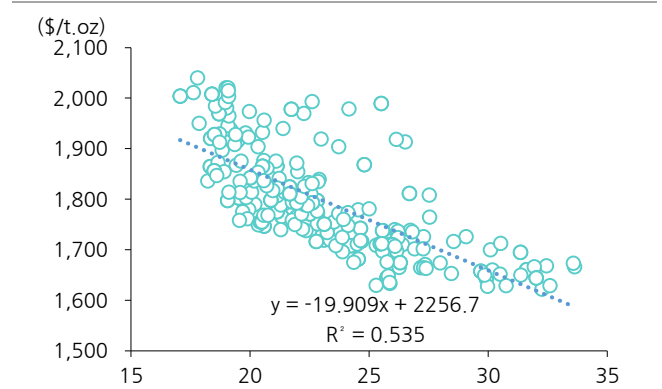
VIX, CVIX, MOVE 등 금융시장 변동성 지수들과 금 가격은 뚜렷한 상관관계가 나타나지 않았다. 특정 자산에 대한 불확실성은 금 가격에 유의미한 영향을 주지 못한다는 의미다. 오히려 2022년 7월 이후 음의 상관관계가 관찰되기도 했다.

그림 34. 변동성지수(VIX)와 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 35. 2022년 7월 이후 금가격과 VIX



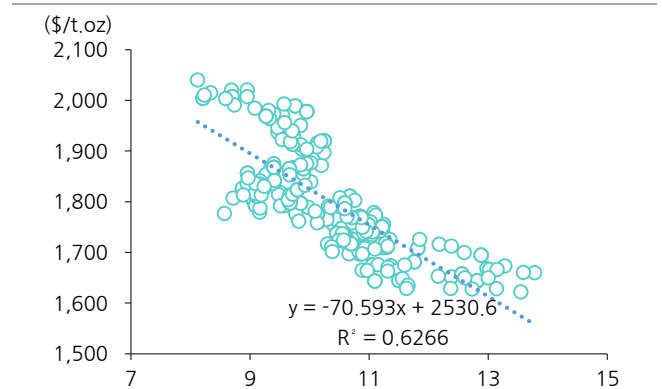
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 36. 환율변동성지수(CVIX)와 금 가격 동향



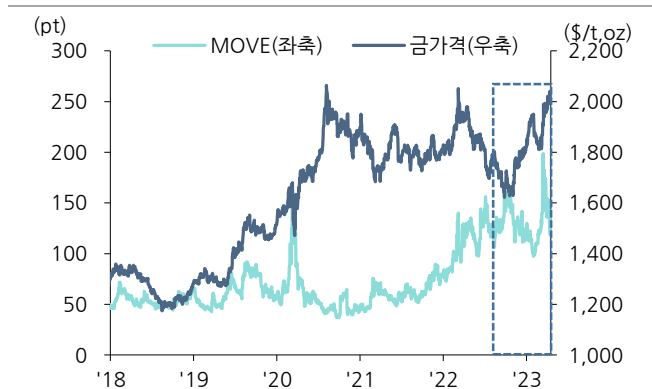
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 37. 2022년 7월 이후 금 가격과 CVIX



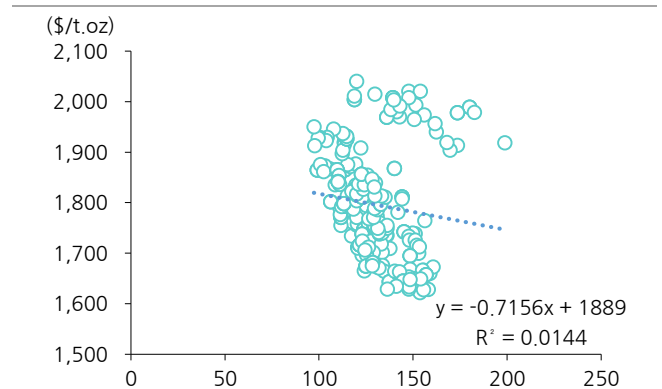
자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 38. 채권변동성지수(MOVE)와 금 가격 동향



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 39. 2022년 7월 이후 금 가격과 MOVE



자료: Bloomberg, 상상인증권

③ 금 수요처의 변화

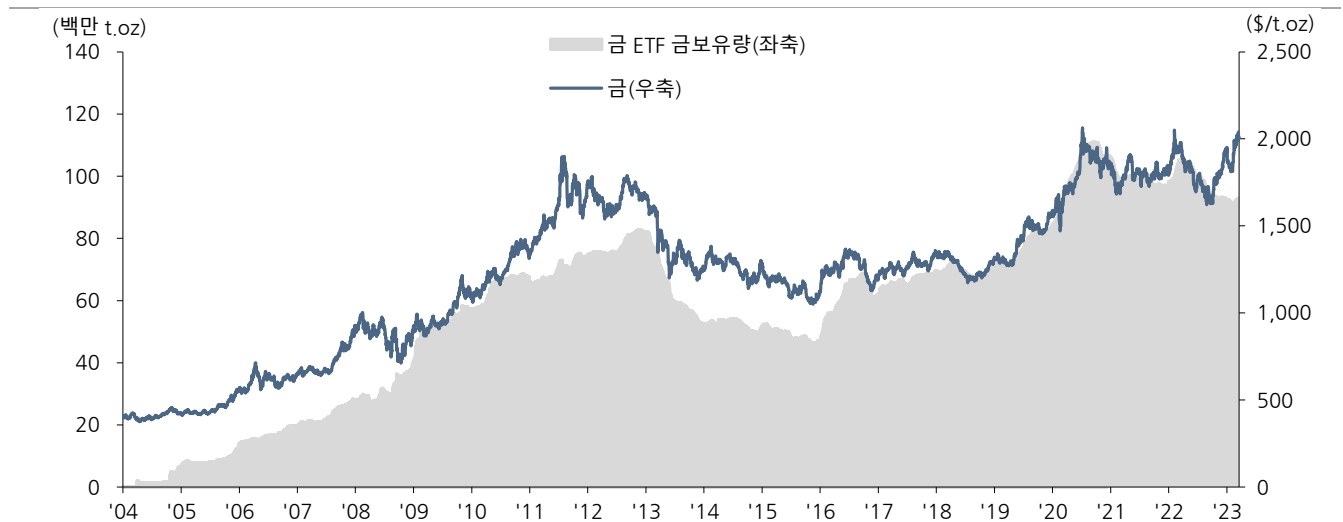
변동성 축소 국면에서의 금가격 상승은 중앙은행의 주도

실제로 우크라이나 전쟁에 대한 확산 심리가 완화되고 변동성이 안정되었던 22년 말부터 금 ETF의 금 보유량은 감소했다. 불확실성 완화에 따른 경제주체들의 금 투자 심리가 위축되었다는 의미다. 그럼에도 금 가격은 증가했는데 그 이유는 중앙은행들의 금 매수세에 있다.

ETF 금 보유량과 금 가격은 명확한 관계성을 나타냄

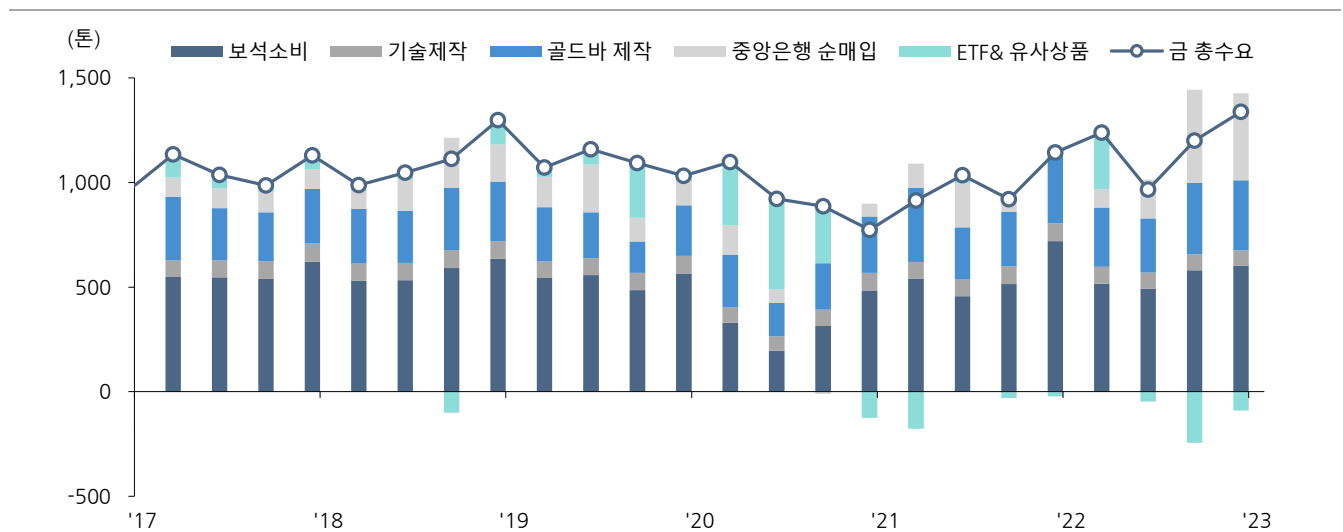
보통 금 가격을 변동시키는 주요 요인은 ETF를 비롯한 금 투자 수요가 대부분이다. 보석소비와 기술제작 소비는 일반적으로 큰 변동성이 없기 때문에 금 투자심리의 변화가 금 가격을 주도했다. 따라서 2000년부터 2023년까지 금 ETF의 금 보유량과 금 가격은 0.97의 상관관계가 나타났다.

그림 40. 금 ETF 금 보유량 및 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 41. 금 수요 분해



자료: Bloomberg, 상상인증권

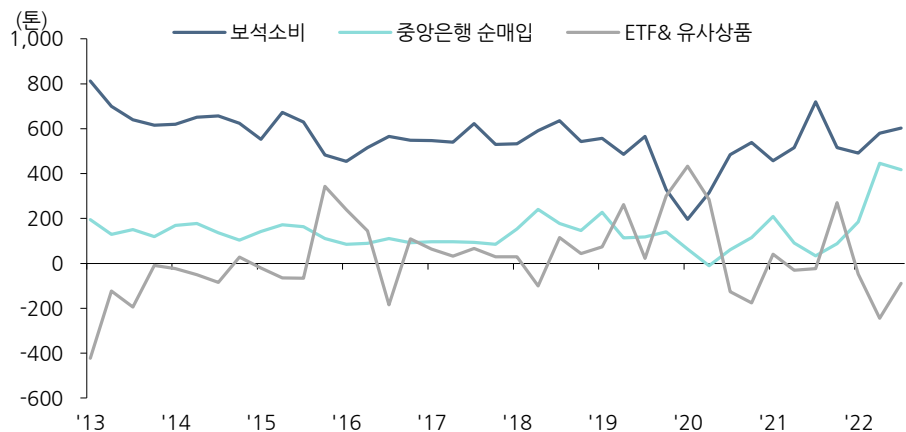
금 ETF 투자 감소에도 중앙은행 보유 비중 증가로 금 가격 상승

최근 ETF를 통한 금 수요는 감소 추세다. 그럼에도 2023년 금 가격을 견인한 수요는 중앙은행이다. 중앙은행은 통화 보유로 인한 인플레이션 위험을 관리하기 위해 외환보유고 중 일정 비율을 금을 통해 비축하고 있다. 글로벌 중앙은행들은 인플레이션이 나타난 22년 초반 시점부터 금 매입을 시작하며 금 보유 비중을 늘렸다.

인플레이션 헷지 수요로 신흥국 중앙은행 금 보유 비중 증가

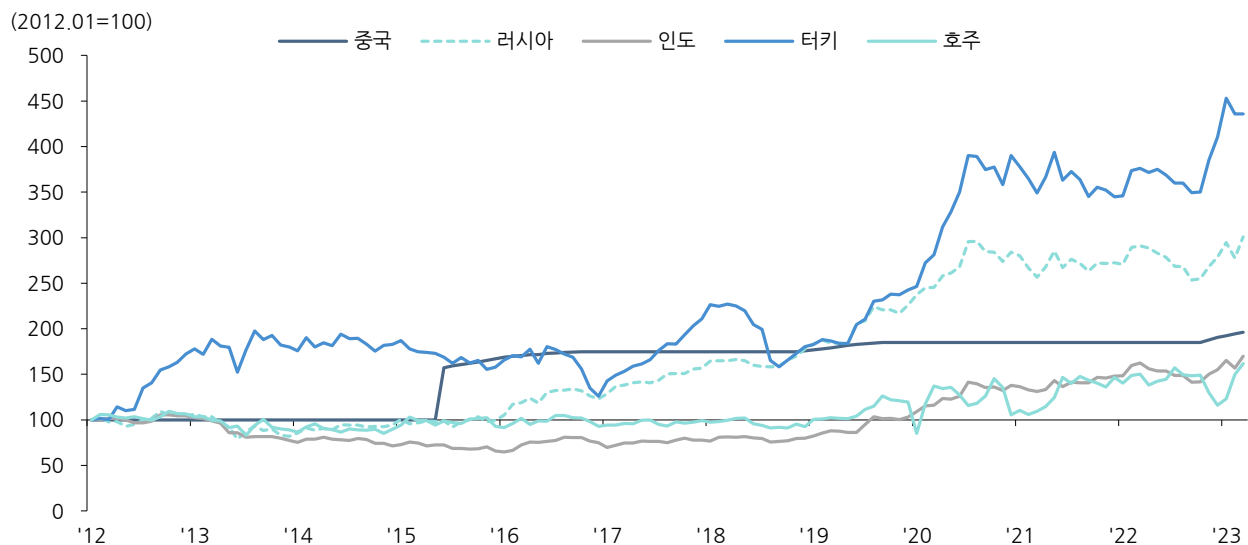
주로 신흥국 중앙은행에서 금 보유 비중이 증가했다. 터키의 경우 2022년 80%에 육박한 인플레이션이 나타난 국가다. 이는 인플레이션 헷지 수요를 자극했고 금 보유 비중이 급격히 증가했다. 러시아 또한 전쟁과 관련한 리스크 헷지와 루블화 가치 하락에 대한 방어 수단으로 금 보유량이 증가했다. 이와 같은 요인들이 ETF 금 보유량 감소에도 금 가격 상승이 나타난 원인이다.

그림 42. 주요 구분별 금 수요량



자료: Bloomberg, 상상인증권

그림 43. 국가별 중앙은행 금 보유량



자료: Bloomberg, 상상인증권

④ 경기 둔화에도 제한적일 영향

2023 글로벌 경기 둔화 전망에도
금 가격 상승은 제한적

2023년 글로벌 경기 둔화를 피하기는 어렵겠다. 고강도 긴축의 파급 여파가 나타나고 있다. 글로벌 23년 말까지 연착륙 전망이 우세하다. 즉, 금 가격에 긍정적인 환경이라는 의미다. 다만 그 영향은 제한적일 것이다. 이미 2023년 1분기 금 가격 상승에서 23년 경기에 대한 부분이 충분히 반영되었기 때문이다.

향후 금 가격의 키는
실질금리(TIPS)로 귀결될 것

따라서 경기 둔화 우려 심리는 23년 말까지 금 가격의 하단을 지지해주는 역할을 할 뿐 금 가격 강세 견인 요인으로 작용하긴 어렵다는 판단이다. 결국 2023년 2분기 이후 기준금리 동결, 근원물가 하락에 따른 실질금리 상승으로 금 가격 하방 압력이 높아질 것이다.

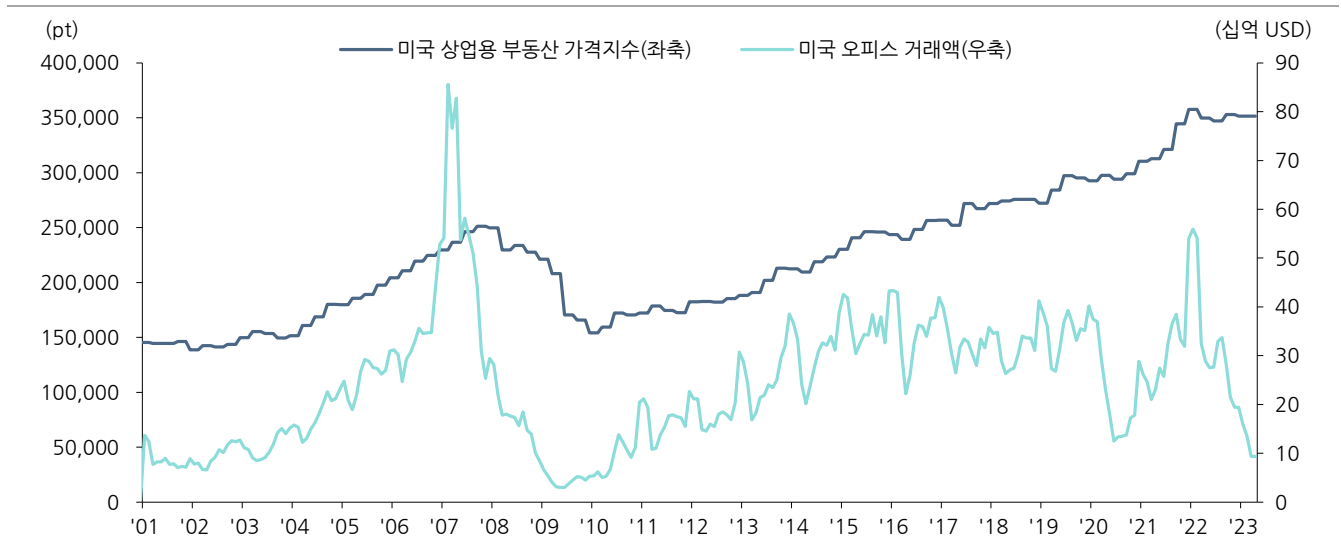
다만 발생 가능한
유동성 및 크레딧 리스크는
금 가격의 변수로 작용

다만 23년 3월 발생한 SVB 파산, 23년 4월 발생한 퍼스트 리퍼블릭 은행 파산 등 월 단위로 나타나는 유동성 및 크레딧 리스크들이 금 가격의 변수로 작용할 수 있다. 위 사건들에 대한 여진으로 은행 대출이 축소되고 경기 상황이 보다 악화되어 경착륙 시나리오가 전개된다면 금 가격의 프리미엄이 상승할 것이다.

크레딧 및 유동성 이벤트
발생 가능성은
금 가격 전망에서 고려하지 않음

최근 미국 상업용 부동산 거래량이 감소하고 가격 둔화 흐름이 나타나면서 문제점이 제기되고 있다. 따라서 금리 인상 이후 동결 구간에서 발생 가능한 이벤트들에 주목하며 금 가격의 프리미엄이 변동할 것으로 판단한다. 다만 크레딧 및 유동성 이벤트 전개와 파급은 예측할 수 있는 범위를 벗어나 있기에 금변 금 가격 전망에서는 고려하지 않았다. 리스크 발생 이후 상황을 확인한 후, 금 가격 전망치를 다시 점검하는 것이 맞겠다.

그림 44. 미국 상업용 부동산 가격 및 거래액 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권

원자재 - 2023년 금 가격 전망: 실질금리의 금 단속

05

금 가격 전망

5. 금 가격 전망

23년 4분기까지 실질금리에 연동되며 금 가격 약세 전망

실질금리, 달러, 경기상황을 반영하여 산출한 2023년 금 평균 가격은 온스당 1,861달러를 전망한다. 단기 기대 인플레이션 급등에 따른 금 가격 상승분은 2023년 3분기까지 되돌려질 전망이다. 2023년 1분기까지는 실질금리의 상승세에도 물가 경로에 대한 불확실성으로 금 가격이 동반 강세를 보였다. 다만 23년 2분기부터는 고강도 긴축에 따른 기대 인플레이션 안정으로 상승 모멘텀이 축소될 것으로 판단한다. 제어되는 기대 인플레이션은 금 가격에 대한 TIPS 금리의 영향력을 되돌릴 것이다.

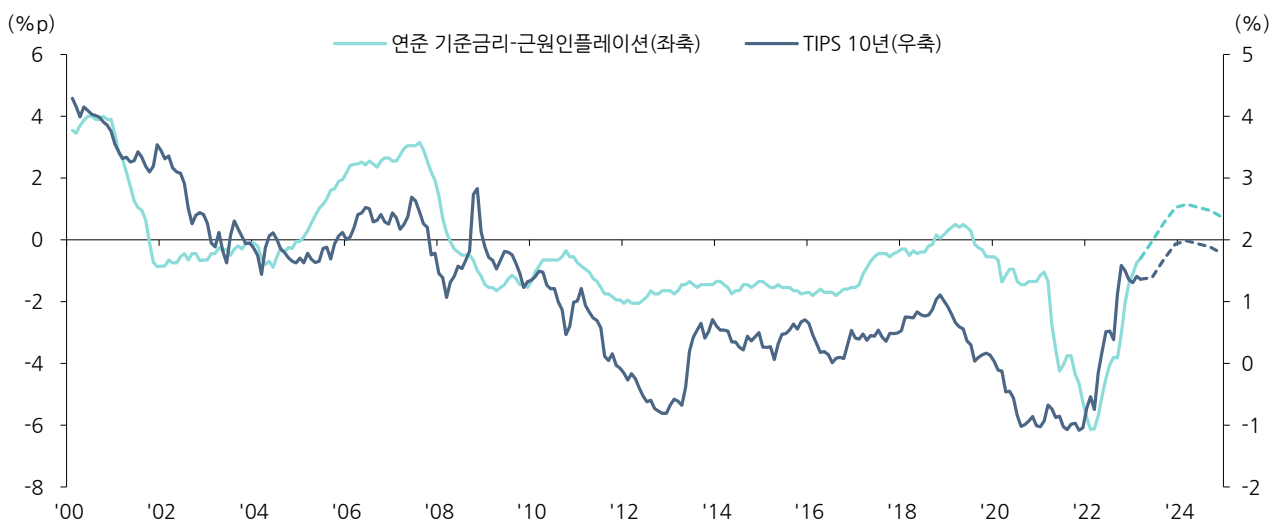
23년 4분기 이후 미 연준의 금리인하 시점 주목

2023년 4분기 이후 금 가격은 미 연준의 금리 인하 시점에 주목할 것으로 보인다. 상상인증권은 미 연준의 연내 금리 인하 가능성을 높게 보고 있지는 않다. 하지만 미국의 대출 둔화와 상업용 부동산 발 위기감이 고조되고 있다. 따라서 2023년말 인하에 대한 논의가 먼저 진행 될 것으로 판단한다. 크레딧 리스크가 촉발한다면 그 시기는 앞당겨질 수 있겠다.

23년 실질금리는 미연준의 금리 동결과 인플레이션 제어로 상승 전망

크레딧 리스크가 발생하지 않는 한 4분기까지 미 연준 기준금리는 동결될 가능성이 높다. 미국 근원물가 상승률과 기대인플레이션은 완만한 하락세를 유지할 것으로 판단한다. 즉, 금 가격을 결정하는 실질금리(금리-물가상승률)는 23년 4분기까지 상승할 것으로 전망된다. 2024년 1Q 연준의 금리인하가 현실화되면 실질금리의 상승세가 축소될 전망이다.

그림 45. 실질금리 동향 및 전망치



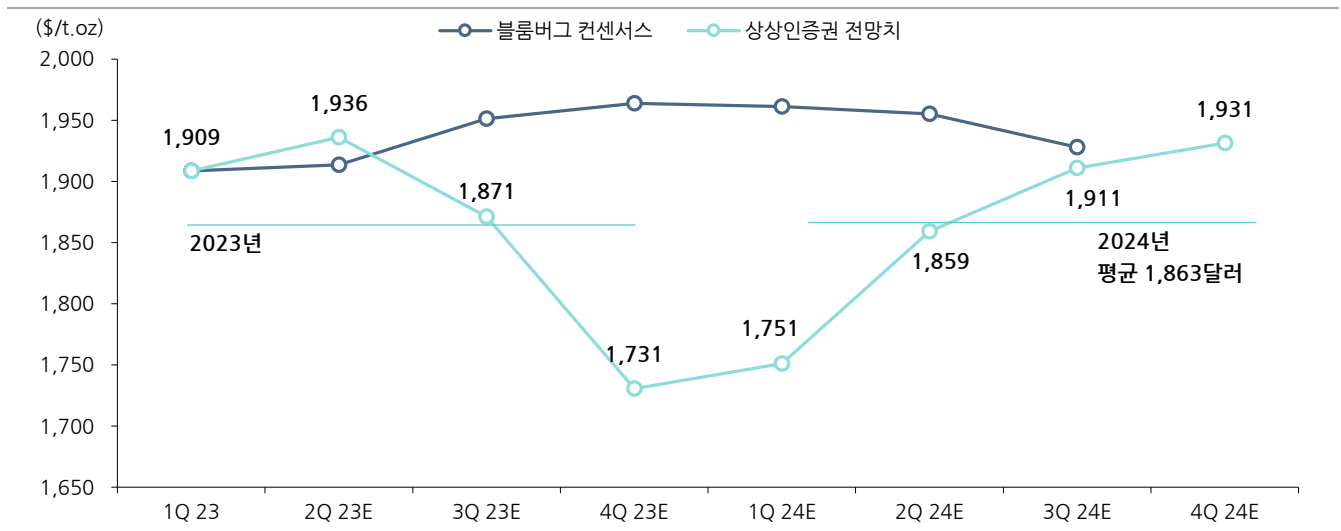
자료: Bloomberg, 상상인증권

24년 실질금리 상승 둔화에도 금 가격 상승은 제한될 전망

2024년 금 가격은 평균 1,863달러로 소폭 상승할 전망이다. 24년 1Q부터 물가에 대한 부담이 축소하고 경기로 시선이 이동하면서 미 연준의 금리 인하가 본격화 될 가능성이 높다. 24년 말까지 완만한 금리 인하가 예상된다. 즉, 실질금리 상승세가 둔화되며 금 매수 심리가 회복할 것이다. 더불어 달러화 가치 하락이 지속되며 금 가격의 반등세가 나타나겠다.

다만 미국 근원 물가 상승률은 24년 말 2% 레벨로 안정될 것으로 전망한다. 이는 실질금리를 높은 수준으로 유지하는 요인이다. 더불어 24년 경기 회복 움직임이 확인 될 것으로 예상된다. 따라서 24년 상승 모멘텀 확보에도 평균 2,000달러 레벨로 상승 가능성은 제한적일 전망이다.

그림 46. 금 가격 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 투자전략팀)
- 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 당사에 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.

