MARKET
STRATEGY

2026. 3. 24.

글로벌투자전략팀

박주란 Analyst
juran.park@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

Commodities Weekly

금, 다시 반등할 수 있을까?

- 미국-이란 전쟁 개전 이후, 안전자산의 대명사인 금은 연일 약세
- 급격한 조정의 원인은 기술적 과열 속 유가 급등에 따른 연준의 긴축 우려
- 전쟁의 장기화가 아니라면, 추세적 약세장으로 발전될 우려는 시기상조

전쟁이 만든 재편, 금 43년 만의 주간 기준 최대 낙폭 기록

- **중동 전쟁에 취약한 금:** 미국-이란 전쟁이 개전 4주차에 접어들면서 지난해 보험성 금리 인하 효과에 힘입어 랠리를 시현했던 금이 3.11일 이후 9거래일 연속 하락 마감. 트럼프의 48시간 최후 통첩 선언과 5일간의 이란 에너지시설 공격 유예 발표 전후 200일선(4,100달러/t oz)을 저점으로 지지력 테스트가 진행 중. 전쟁이라는 지정학 이벤트가 안전자산에 호재로 인식되는 것과 배치되는 흐름. 본 보고서에서는 역대 금 약세장 사례를 분석하여 금번 조정의 성격이 강세장 후반에 나타나는 일시 조정인지, 추세 하락으로 이어지는 국면인지 진단.

- **하락 요인을 반전시킬 수 있는지가 반등의 핵심:** 금의 조정폭이 유난히 가팔랐던 연유는 연초 미국-베네수엘라 마두로 대통령 체포, 그린란드 위기 등 지정학적 리스크를 선반영하여 기술적 과열 구간에 진입해 있었고, 유가 급등과 달러 강세, 실질금리 상승 우려라는 매크로 환경에 대한 복합적 인식 변화가 급격한 포지션 청산을 유발하였기 때문. 유가 급등은 원유와 동조성이 강화된 달러 강세를 자극하면서, 인플레이션 우려를 통해 연준의 금리 인하 기대감을 재조정하여 금에 이중의 하방 압력으로 작용.

본격적으로 시작된 강세장 후반의 스트레스 테스트

- **아직은 추세적 Bear market으로 진행되기 위한 요건이 불확정적:** '70년 이후 역대 추세적이라고 할 수 있는 금 약세장은 1) 지정학적 리스크의 소강과 금을 둘러싼 공공부문의 제도 변화, 2) 연준의 긴축, 3) 美 경제 성장과 기술주 선호로 인한 원자재 선호 약화, 4) 시스템 위기에 따른 유동성 경색으로 발생. 이중 이번 조정 국면에서 영향력이 가장 클 변수는 2) 연준의 긴축일 것으로 평가.

- **금리 인하 '시점의 지연'과 '긴축'은 상이:** 전쟁과 유가 급등 현상이 단기로 국한된다면, 연준의 통화정책은 완화 시점의 지연일 뿐 긴축이라는 새 국면으로 전환되지는 않을 것이라는 생각. 이 경우 금 시장은 과도한 긴축 우려를 되돌리며 재차 반등 국면으로 돌아설 가능성. 1년 이상의 깊은 약세장으로 진행되기 위해서는 유가 급등과 달러 강세, 금리 인상 기대가 수 개월 간 지속될 필요. 당사는 미국-이란 전쟁 상황이 4월 초중순경 완화될 것을 전제로 올해 9월과 12월, 연내 2회의 금리 인하가 가능할 것으로 전망.

  단, 2분기 금에 대한 기대 수익률은 연일 신고가를 경신했던 연초와 달리 다소 눈높이를 낮출 필요. 통상 가파른 달러 약세가 진행된 해의 다음 년도에는 낙폭이 제한되는 경향. 유가 급등으로 물가 상승에 대한 우려가 잠복하고, 5월 연준 의장 교체기를 앞두고 있어 달러 약세가 더디게 진행될 경우 금의 상방 제약될 소지.

(다음 페이지에 계속)

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

삼성증권

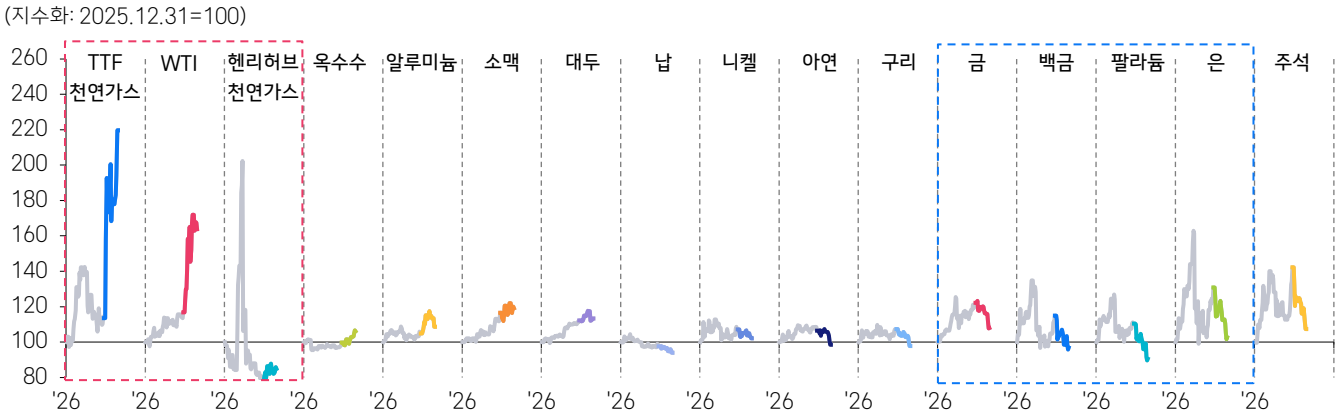
금, 43년만에 주간 기준 최대 낙폭 기록

전쟁이 만든 재편, 지난해의 승자가 1분기의 패자로

- **에너지, 농산물 강세 vs. 귀금속, 산업금속 약세:** 미국-이란 전쟁이 개전 4주차에 접어들면서 원자재 별로 희비가 뚜렷하게 엇갈리고 있다. 전반적으로 지난해 성과가 뒤쳐졌던 에너지, 농산물이 공급 충격을 맞이하여 강세를 시현한 반면, 유동성 랠리의 수혜를 받았던 귀금속과 산업금속은 호르무즈 해협 봉쇄로 바레인 지역의 생산 차질 문제가 부각되고 있는 알루미늄을 제외하고는 부진을 면치 못하는 양상이다.

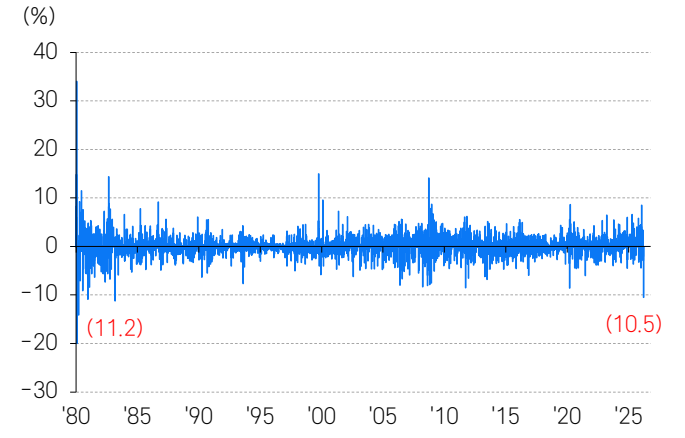
  특히 '24년 9월 이후 단행된 보험성 금리 인하 효과와 함께 가파른 달러 약세가 전개되며 랠리를 주도했던 금은 전쟁이라는 지정학적 리스크 발발에도 불구하고, 3.11일 이후로는 9거래일 연속 하락 마감하면서 안전자산이라는 위상을 무색하게 하고 있다. 3월 3주차 기준, 금 현물은 주간 기준 11% 하락세를 보이며 '83년 3월 이후 최대 낙폭을 기록하였고, 23일에는 장중 200일선 부근인 4,100달러/t oz(현물 기준)까지 급락 후 소폭 반등을 시도하는 흐름이 나타나고 있다.

그림 1. 원자재 별 수익률 추이 (2026년)



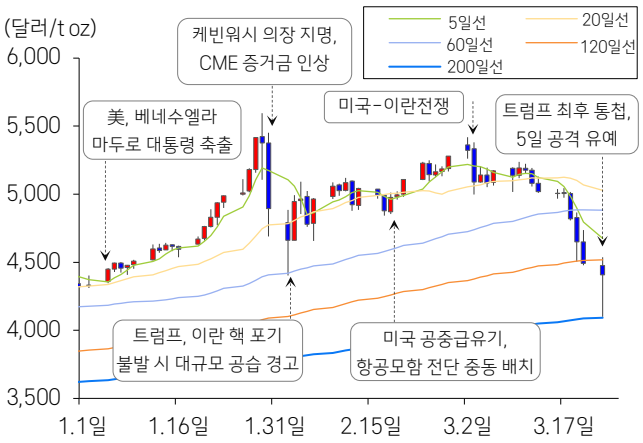
참고: '26년 3월 20일 기준, 회색은 연초~2.27일, 각 색깔 표시는 미국-이란 전쟁 이후 2.28일~3.20일까지. 미국-이란 전쟁 개전 후 수익률 높은 순위대로 정렬
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 2. 금 현물 주간 수익률 추이



참고: '26년 3월 20일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 3. 연초 이후 금 현물과 주요 사건



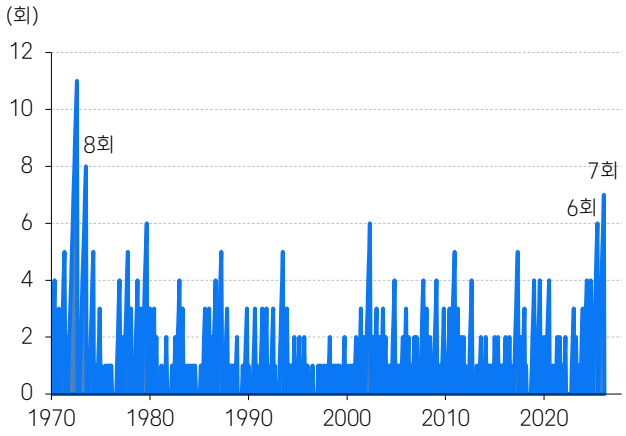
참고: '26년 3월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

추세 하락의 서막인가, 강세장의 일시 조정인가?

하락 요인을 반전시킬 수 있는지가 향후 반등 여부를 좌우

- **금 조정의 원인은 기술적 과열 구간에서 1) 유가 급등, 2) 달러 강세, 3) 실질금리 상승 우려라는 매크로 환경에 대한 복합적 인식 변화가 금 보유의 기회비용을 높이며 포지션 청산이 나타난 결과로 진단된다.** 금은 이자를 주지 않는 무이자 자산이면서 달러화로 가치가 표시되기 때문에 비달러권 구매자의 구매력이 감소하고 실질 금리가 높을 것으로 예상되는 구간에서는 하방 압력을 받는다.
- **그럼에도 유독 조정폭이 가팔랐던 연유는 금이 지난해부터 진행된 유동성 랠리로 인해 기술적 과열 구간에 진입해 있었기 때문이다.** 금은 '25년 약보합으로 마감한 7월을 제외하고 지난해 1월~12월 전 기간에 걸쳐 상승하였다. 올해 1~2월에도 미국-베네수엘라 마두로 대통령 체포, 2) 미국과 EU의 그린란드 위기에 따른 탈달러화(Debasement trade) 테마로 22% 급등하였으며, 3) 미국-이란 사태의 경우에도 미국 항모 전단이 제네바 핵 협상을 두고 일찍이 중동에 전개되며 지정학적 리스크 발발 우려에 따른 안전자산 선호를 선반영한 측면이 있었다. 높아진 가격 부담으로 인해 금은 자산 가격이 동반 조정을 겪는 상황에서 도피해야 할 피난처가 아니라 당장의 현금을 확보하기 위해 차익실현을 단행할 수 있는 매도 대상이 되었던 것으로 판단된다. 같은 안전자산임에도 금 대신 달러, MMF와 같은 현금성 자산 확보가 우선시되며 금에 대한 급락세가 나타났다. 1월말 기준 금과 브렌트유의 교환비율은 역사적 고점 수준인 80배 수준까지 상승하면서 여타 원자재와 극심한 격차를 나타내는 상황이었으나, 현재는 40배 수준까지 축소된 상황이다.
- **아울러 걸프 산유국을 둘러싼 전쟁이 통상의 지정학적 리스크와 달리 유가 급등을 수반하였다는 점이 하방 압력으로 작용하였다.** 미국이 '19년 물량 기준으로 원유, 석유제품 순수출국으로 전환되자 달러 약세를 촉발하는 기초 여건인 무역적자에서 에너지 비중이 차지하는 비중이 빠르게 축소되며 미국의 달러화와 국제유가의 동조화가 심화되었다. 원유와 달러 인덱스의 52주 기준 상관계수가 0.3으로 양의 관계에 있는 반면, 금과 달러 인덱스의 상관계수는 -0.4~-0.5 수준으로 주요 원자재 가운데 가장 음의 상관관계가 높다. 유가 상승이 달러 강세를 자극함과 동시에 인플레이션 우려로 이어졌고, 그간 유동성 랠리의 원동력으로 작용했던 연준의 금리 인하 기대감을 빠르게 축소시키면서 이중의 하방 압력이 금에 대한 패닉셀링을 유발하였던 것이다. 수급적으로는 GLD(SPDR Gold Trust)를 비롯한 ETF 자금의 유입이 '24년 9월 이후 진행될 금리 인하 기대감을 겨냥해 '24년 5월 경부터 급격히 진행되었던 만큼, 글로벌 금융위기 이후 양적 긴축이 예고되며 광범위한 자금 이탈이 발생했던 '13년 이후 최대의 매도세가 출현하였다.

그림 4. 금 현물 월간 연속 상승 월수



참고: '26년 2월 말 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 5. 금/원유 상대 교환비율

참고: 평균과 표준편차 값은 셰일혁명 이후 2016년부터 산정. 브렌트유/현물 금 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

본격적으로 시작된 강세장 후반부의 스트레스 테스트

추세적 Bear market으로 발전될 가능성은 제한적

- **1970년대 이후 역대 '추세적'이라고 할 수 있는 금 약세장은 1) 지정학적 리스크의 소강과 금을 둘러싼 공공 부문의 체제 변화, 2) 연준의 긴축, 3) 美 경제 성장으로 인한 달러 강세와 원자재 대비 미국 기술주 선호, 4) 시스템 위기에 따른 유동성 경색으로 인해 발생하였다.**
- 1) **표 1**의 '75년 2월~'76년 8월 약세장은 전형적으로 제도 변화에 따른 약세장의 사례이다. 1차 오일쇼크의 충격이 완화되는 가운데, 브레튼우즈 체제가 종언을 고하면서 IMF는 '76년 자메이카 합의(Jamaica Accords) 이후 국제 통화질서에서 금의 역할을 축소하고자 보유한 금의 3분의 1 (5천만 온스)를 처분하였다. 절반은 회원국에 배분되었고 나머지 절반은 경매로 부쳐져 매각 차익은 저개발국의 국제수지 지원을 위한 재원으로 충당되었다. 같은 해 소련 역시 흉년으로 농업 생산량이 부진하자 무역 적자를 상쇄하기 위해 금을 매각하며 공식 부문, 국가에 의한 하락장이 야기되었다.

  2) 다음으로, 연준의 긴축 통화정책이 금 약세장의 직접적인 계기가 되었다. 폴 볼커 의장의 인플레이션 파이팅(Inflation fighting) 시기에 해당하는 '80년 1월~'82년 6월, 벤 버냉키 의장 당시 테이퍼링과 양적 긴축이 진행된 '11년 9월~'15년 2월이 대표적이다. 가장 최근에 해당하는 '20년 8월~'22년 9월은 팬데믹 공급교란으로 물가 상승폭이 확대되며 연준의 금리 인상 우려가 금의 약세 배경으로 작용하였으나, 러시아-우크라이나 전쟁 발발과 함께 미국 증시를 필두로 한 글로벌 자산 가격 전반이 저점('22년 10월)을 형성하며 강세 반전되었다.

  3) 반면, '83년부터 '90년대는 미국의 경제성장과 기술주 열풍이 투자자산으로서 금의 매력도를 반감하였다. 물가 안정이 이뤄지며 인플레 헤지 자산인 금을 사야하는 이유가 희미해진 것이다. 중앙은행 역시 금을 대출, 운용하여 수익을 낼 수 있었으므로 '10년대 이전에는 매수 주체가 아닌 매도자, 혹은 수급적 중립자의 지위에 있었다.

  4) '08년 금융위기 당시에는 달러 유동성 경색이 수반되며 금도 자산 가격 급락 속 동반 조정세를 시현하였다. 시스템 위기가 파급되는 공포 국면 초기, 원자재는 안전자산이라도 여타 자산의 손실을 메우기 위해 현금화될 수 있는 매도의 대상이 된다.
- **이 같은 분석 상, 현재의 금 시장은 추세적인 약세장으로 진행될 조건이 구비되었다고 단정할 근거는 아직 부족하다고 평가한다.** 변수들의 방향성이 모두 전쟁의 지속 기간에 의존하는 불확정적인 상황이기 때문이다. 미국의 패권이 과거와 달리 지배적인 우위에 서지 못하고 다극화가 진행되는 세계 질서 하에서는 지정학적 리스크가 계속 유지된다. 전쟁이 단기에 마무리된다면, 미국 연준 또한 통화정책을 급격히 수정할 유인은 없으며 시장 참여자들도 추가적인 달러 유동성 확보를 위해 금을 매도할 필요는 없다. 1년 이상의 깊은 약세장으로 진행되기 위해서는 유가 급등과 달러 강세, 금리 인상 기대가 수 개월 지속되어야 한다. 그렇지 않다면 조정폭은 급락 이후 다소 제한될 개연성이 높다.

표 1. 역대 금 약세장과 특징

	약세장					약세장 판정 기준					
	기간	고점	저점	낙폭 (%)	기간 (일)	달러 인덱스 변동률 (%)	실질금리 변동폭* (%p)	지정학 리스크 (전쟁, 정책 불확실성)	통화정책/ 인플레이션	대형 매수 주체 존재 여부	주식시장 대비 원자재 관심도 (위험선호도)
1	'75.2월~'76.8월	185.3	103.5	(44.1)	548	13.6	6.73	▼ 1차 오일쇼크, 베트남 전쟁 종료, 브레튼 우즈 체제 붕괴 선반영	▼ 인플레이션 피크아웃 (헤지 수요 감소)	▼ IMF 공식 부문 금 경매 순매도, 소련 농업 부진으로 금 매도	(-)
2	'80.1월~'82.6월	850.0	296.8	(65.1)	882	39.8	10.27	▼ 2차 오일 쇼크 소강	▼ 볼커 쇼크	(-)	(-)
3	'83.2월~'85.2월	509.3	284.3	(44.2)	741	38.6	0.93	▼ 레이거노믹스 → 경제성장. 플라자 합의 이전 달러 강세	▼ 중앙은행 신뢰 → 디스인플레로 헤지수요 감소	(-)	▼ 오일쇼크 이후 원자재 관심도 하락
4	'87.12월~'93.9월	499.8	345.2	(30.9)	2101	3.0	-2.11	▼ 소련-아프간 전쟁 종료, 냉전 종식	▼ 중앙은행 신뢰 → 낮은 인플레	▼ 중앙은행 금 대출, 운용	▼ 美 증시 강세
5	'96.2월~'99.8월	415.5	252.6	(39.2)	1300	16.4	0.65	(-) 아시아 외환위기	(-)	▼ 중앙은행 무분별 금매도	▼ 美 증시 강세 (기술주 선호)
6	'08.3월~'08.11월	1,002.9	712.3	(29.0)	243	22.1	1.76	▲ 금융위기	(-)	(-)	▼ 전방위 매도: 주식 급락 마진콜, 유동성 경색
7	'11.9월~'15.12월	1,900.2	1,051.1	(44.7)	1564	32.2	0.79	▼ 유로존 재정 위기 소강	▼ 테이퍼링, 양적 긴축	▼ 중앙은행 매수 〈ETF 매도세	▼ 美 증시 강세
8	'20.8월~'22.9월	2,063.5	1,622.4	(21.4)	781	23.0	2.71	▲ 팬데믹 공급 충격	▼ 인플레 고조, 긴축 우려	(-) 중앙은행, ETF 수급 혼재	(-) 에너지 관심, 금은 미미
평균값				(39.8)	1020	23.6	2.72				
중위값				(41.7)	832	22.5	1.35				
현재 비교	'26.1월~'26.3월	5,417.2	4,407.2	(18.6)	-	3.4	0.12	▲ 전쟁 격화	▼ 유가 급등, 긴축우려	▼ ETF 매도세 ▼ 중앙은행 순매수 둔화	▼ 유동성 확보 차원 자산 매도

참고: * '1~5는 물가 연동채 부재로, 美 국채 10년물 금리에서 美 CPI 전년대비 변화율을 차감하여 사후 실질금리로 산출. 6~현재는 TIPS금리. 고점~저점 기간
▲는 금의 상방 요인, ▼는 금의 하방 요인, (-)는 중립, '26년 3월 23일 종가 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

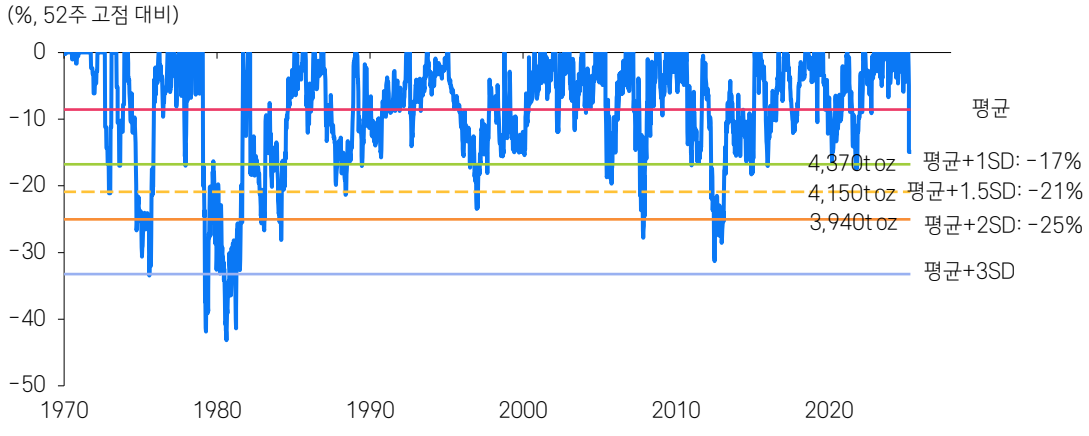
다시 시작된 TACO? 전쟁 조기 종료될 경우 추가 낙폭은 제한적

- 국제유가(WTI 기준)가 재차 배럴 당 100달러~105달러에 접근하자, 3.23일 트럼프는 48시간 최후통첩 후 이란의 에너지 인프라, 발전소에 대한 군사 공격을 5일간 '유예'하라고 지시했다며 휴전 논의가 진행되고 있음을 시사하였다. 물론 주요 언론에 의하면 이란 당국은 협상 사실을 부인하고 있으며, 트럼프가 새로 설정된 5일의 데드라인이 3.27일로 일본 오키나와에 주둔하던 USS 트리폴리함 전단이 중동에 집결하는 시기와 맞물린다는 점에서 연막 전술일 가능성도 제기되는 상황이다. 그러나, 美 해군의 파견에 더하여 호르무즈 해협의 재개방을 위해 NATO를 대표로 22개 연합국이 작전을 예고하고 있다는 점은 해협 봉쇄의 장기화를 방지하기 위한 행보들이라는 점에서 주목된다. 종전과 해협 개방이 동의어가 아닌 만큼, 해협의 부분 재개방만 달성되더라도 금 관점에서는 반등을 위한 저점 형성의 여건이 조성된다.
- 당사는 호르무즈 해협을 둘러싼 미국과 이란의 전쟁이 4월 초 전후 조기 해결될 것이라는 관점에 기반하여 9월과 12월, 연내 2회의 금리 인하가 가능할 것으로 전망한다.[1] 23일 기준, 연방기금금리 선물 시장에 내재된 기준금리 예상 경로는 '27년 상반기까지 동결 내지는 인상 우려를 반영하고 있다. 3월 FOMC 이전 1~2회 인하를 반영하던 것에서 급격히 기대치가 조정된 양상이다. **그러나 해협 재개방 시점이 앞당겨진다면, 통화정책은 완화 시점의 지연일 뿐 긴축이라는 새국면으로 전환되지는 않을 것이라는 생각이다. 이 경우 금 시장은 과도한 긴축 우려를 되돌리며 재차 반등 국면으로 돌아설 가능성이 높다.**

  과거 연준의 긴축이 우려가 아닌 실제적인 정책으로 이행되거나 시스템 위기급의 유동성 경색이 부재하다면 52주 최대손실률 기준 17~21%에서 낙폭이 제한되었다. 3월말 4월초 전쟁으로 변동성 장세가 이어지는 경우, 이 범위에 해당하는 4,150t oz 부근을 일시 하회할 수 있으나 전술하였듯이 추세적인 약세 국면으로 이어질 가능성은 제한적일 전망이다. 중동 정세가 더욱 악화되지 않고 상황이 관리된다면, 금리 인하 기대에 기반하여 유입되었던 ETF 자금이 추세선으로 회귀하는 지점인 4,300~4,400t oz선에서 지지선을 형성하는 흐름이 나타날 것으로 예상한다.

  다만, 2분기 금에 대한 기대 수익률은 연일 신고가를 경신했던 연초와 달리 다소 눈높이를 낮출 필요가 있다. 통상 가파른 달러 약세가 진행된 해의 다음 년도에는 낙폭이 제한되는 경향성이 존재한다. 그런데 2분기에는 전 재화의 중간재에 해당하는 유가 급등으로 물가 상승에 대한 우려가 잠복하고, 5월 연준 의장 교체기를 앞두고 있어 달러 약세가 더디게 진행될 경우 금의 상방을 전고점보다 낮은 수준에서 제약할 우려가 있다.

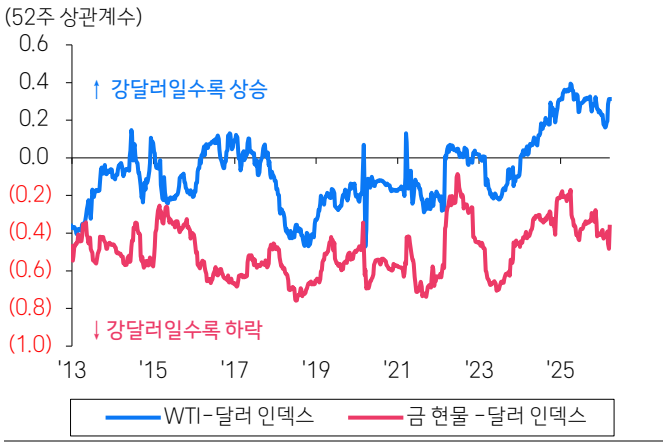
그림 6. 금 현물 최대 손실률(maximum drawdown)



참고: '25년 3월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

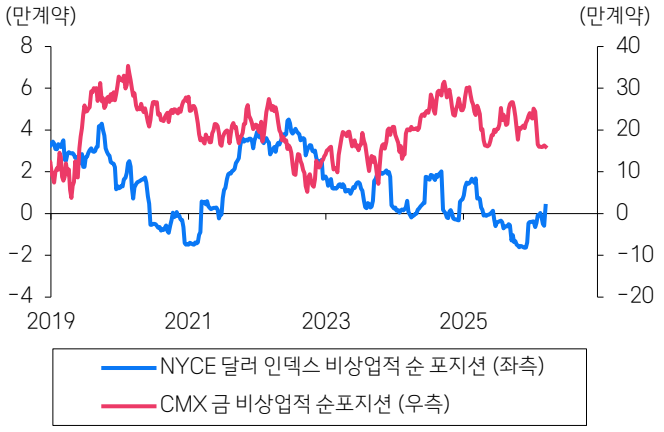
[1] 당사 3.19일 발간 자료, (허진욱) 3월FOMC의 시사점: "Too soon to know"; 당사 Fed call 및 환율 전망 수정

그림 7. WTI, 금 현물과 달러 인덱스 간의 상관계수



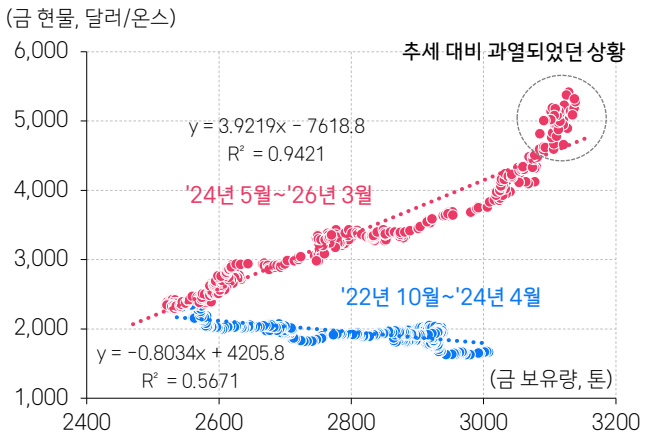
참고: '26년 3월 23일, 주간 수익률 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 8. CFTC 달러 인덱스 vs. 금 비상업적 순매수 포지션



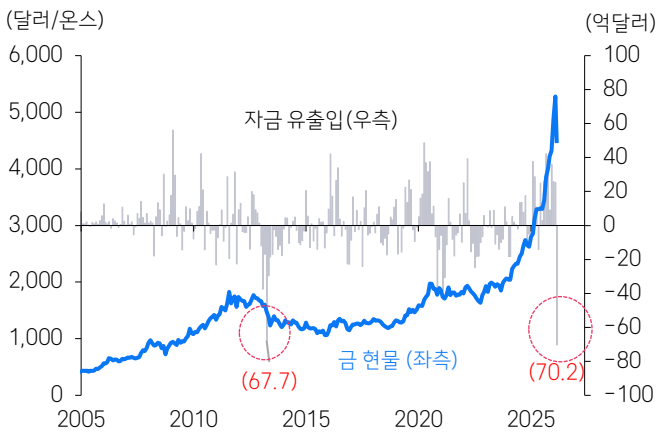
참고: '26년 3월 17일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 9. ETF의 금 보유량과 금 현물 가격



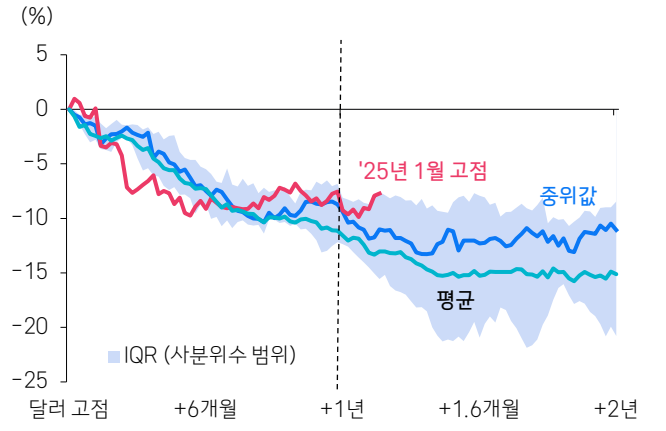
참고: '26년 3월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 10. GLD ETF 자금 유출입과 현물 금 추이



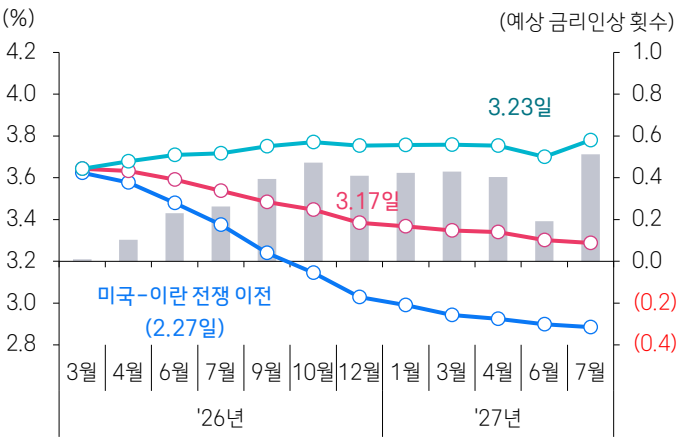
참고: '26년 3월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 11. 달러 고점 기록 후 약세 폭 사례



참고: '26년 3월 23일 기준, '76년 이후 9회의 달러 고점 이후 사례를 도식화
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 12. 연방기금금리 선물시장에 내재된 기준금리 경로



참고: '26년 3월 23일 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA