

김 광 래
Commodity Analyst
Kray.kim@samsung.com

COMMODITY ANALYTICS

금(Gold)의 일시적 조정, 다시 오를 이유

- 역대 최고치를 기록한 이후 \$2,000 하회

<금가격 상승의 원인>

- ① 2년래 최저치 기록한 달러화
- ② 이례적 정책에 의한 기대물가 상승
- ③ 연준 자산매입 정책으로 하향 안정화된 금리

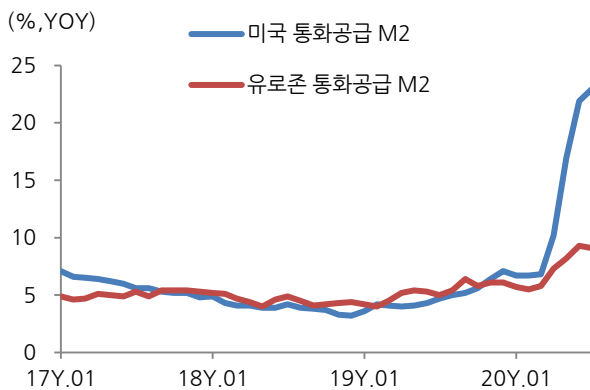
- 금 상승추세는 여전히 유효하다

최근 조정받은 금, \$2,000 하회

역대 최고치 경신후 조정국면에 들어선 금

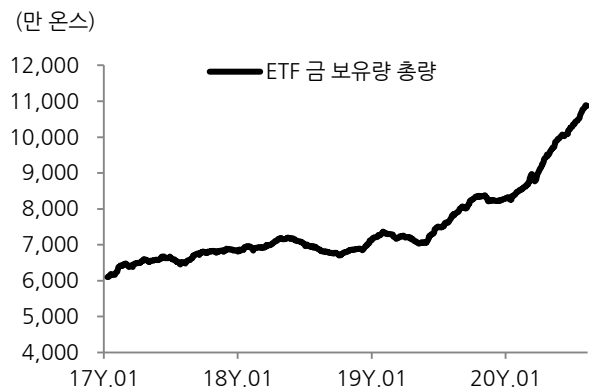
연초대비 40% 가까이 오르며 연일 사상 최고치를 기록하던 금은 백신 개발 기대(러시아 세계 최초로 백신 공식 등록)와 미 경제 지표 개선 영향에 8월11일 \$2,000를 하회했다. \$2,000 재탈환 여부가 향후 금 가격의 주요 변수로 남아있는 가운데, 본 보고서에서는 최근까지 금 가격 상승을 주도했던 원인을 살펴보고 향후 반등 가능성에 대해 전망해 보고자 한다. 금 공급은 연간 4,500톤으로 십 년간 큰 등락없이 유지하고 있기 때문에 금 가격의 변동은 사실상 수요측면 영향이 크다. 금은 다른 비철과는 달리 산업 관련 수요는 7%에 불과해 실제 경기 관련 수요는 상당히 제한적이며, 결혼용 장신구 수요를 제외하면 사실상 대부분은 투자 수요로 보아야 한다. 코로나19 타개를 위한 주요국들의 다양한 통화정책과 재정정책이 유동성 공급 확대로 이어지며 ETF 금 보유량도 연초 대비 40% 증가한 1억 온스를 기록하는 등 금 투자 수요가 계속해서 늘고 있다. 금은 화폐적 가치와 실물적 가치를 동시에 지니고 있기 때문에 다양한 요인들이 금 가격에 영향을 주는데, 최근 금 가격 상승의 본질을 살펴보면 연준의 물가 오버슈팅 용인 속 제로 수준에 가까운 기준금리가 한동안 유지될 것으로 예상됨에 따라 **실질 금리 하락이 지속된 것이 주요 원인으로** 파악된다(즉, 금은 달러, 금리 그리고 물가와 높은 연관성을 가진다.).

차트1. 금년 코로나 사태 이후 급증한 M2(통화공급)



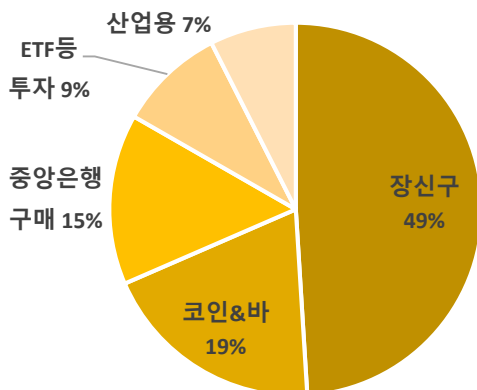
출처 : Bloomberg

차트2. ETF 자금 유입 역대 최고치 기록



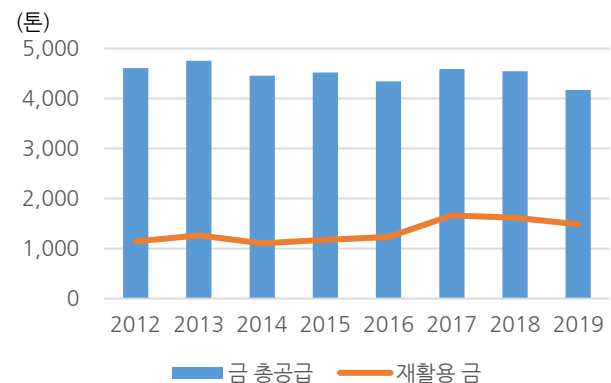
출처 : Bloomberg

차트3. 압도적인 금의 장신구 수요[2019]



출처 : Bloomberg, 삼성선물

차트4. 4,500톤 전후로 꾸준한 공급 수준 유지



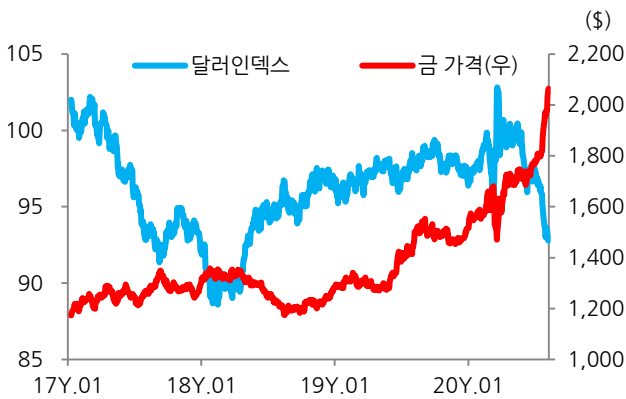
출처 : WGC(World Gold Council), 삼성선물

금(Gold), 그동안 왜 올랐나?

① 2년래 최저치를 기록한 달러

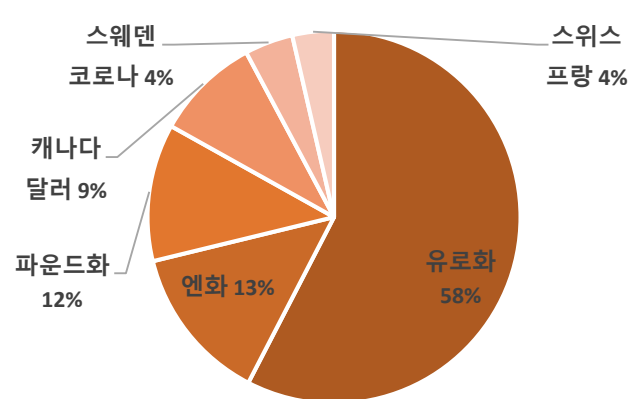
달러화 하락도 금 가격에 상승 요인으로 작용했다. 달러화 하락에 따른 자산가격 상승은 비단 금에만 해당되지 않고 (달러화로 가치가 매겨지는)대부분의 실물자산에도 적용된다. 달러화 하락은 해당 품목의 달러에 대한 상대적 가치를 높이는 효과가 있기 때문에 수요가 증가하며 가격을 지지한다. 다만 금은 달러화와 마찬가지로 안전자산으로서의 대체재 역할도 하므로, 연관성이 더욱 높다. 달러화와 금가격의 상관계수는 다른 원자재 품목들 평균(-0.3~-0.4)에 비해 높으며(-0.7~-0.8) 장기적으로 금과 뚜렷한 음의 관계를 보여왔기 때문에 금가격 변동을 설명할 때 안전자산 선호와 함께 가장 많이 언급되는 변수이기도 하다. 그렇다면 2년래 최저치를 기록중인 달러화의 원인에 대해 살펴보자. ①EU 코로나19 회복기금 합의와 지표 반등으로 인한 유로화의 재평가(반등), ②미국 내 코로나19 확산과 부진한 고용, ③재정지출 확대에 의한 유동성 증가와 금리 하락(기준금리 인하), ④백신개발 기대에 따른 위험 선호(달러는 대표적인 안전 자산), ⑤실질금리 하락 등이 영향을 끼쳤다.

차트5. 달러화와 금가격



출처 : Bloomberg

차트6. 달러 인덱스 구성 비중



출처 : Bloomberg

실질금리 하락과 금

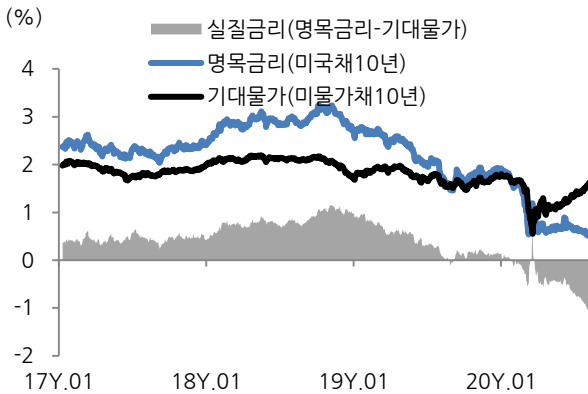
일반적으로 달러화와 금가격은 반대로 움직인다. 하지만 최근 수개월간을 제외하면, 작년 중반부터는 함께 상승하는 경향을 보였다. 그 이유는 금가격이 실질금리가 하락하는 새로운 환경에 노출되며 상관성이 높아졌기 때문이다. 최근 금가격 상승은 실질금리 하락 영향이 크다. 실질금리는 명목금리가 하락할 때 하락하고 기대물가가 상승할 때 하락한다. ①기대물가 상승과 명목금리 하락 조합이 실질 금리 하락으로 이어지며 금 투자를 촉진시켰고 ②한동안 낮은 수준에 머무른 (혹은 추가적으로 낮아질)명목금리로 실질금리가 마이너스 권에 진입한 이후에도 꾸준히 하락 폭이 확대됨에 따라 금의 상대적 가치가 더욱 부각되며 금 가격이 상승했다.

② 기대물가 상승

기대물가 반등이 금가격을 끌어올렸다. 금은 물가가 오른만큼 가격에 반영되는 실물 자산이면서도 전세계적으로 통용되는 화폐적 가치도 지니고 있어 투자 매력도가 높다. 코로나19에 대한 경기 방어를 위해 주요국 정부들의 재정정책과 중앙은행들의 완화적 통화정책은 유동성 공급 확대와 함께 시장의 경기 회복 기대로 이어져 기대물가를 빠르게 반등시켰고 예년수준으로 끌어올렸다. 또한 최근 물가 상승에 대한 헷지 수요는 통화정책 측면에서의 자극요인이 크다. 연준이 금리를 한동안 제로금리에 가까운 낮은 수준으로 유지하면서도 어느 정도의 물가 오버 슈팅은 용인하겠다는

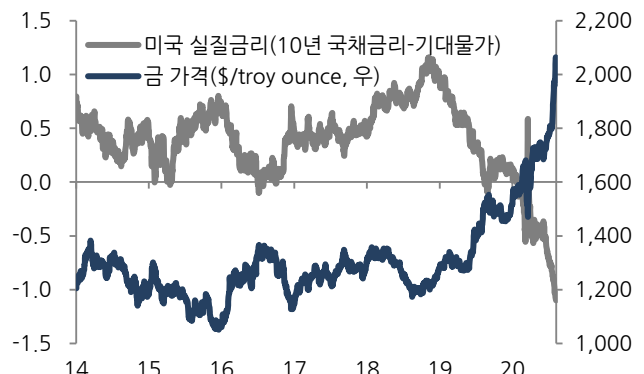
스탠스를 취하고 있기 때문이다. 결국 현재 기대물가는 1.8% 수준으로 연준이 장기 목표로 정한 2% 수준보다 낮으며 향후 2%를 상회한 수준을 한동안 유지해도 용인하겠다는 스탠스를 취할 가능성이 높기 때문에 기대물가 상승에 따른 금가격의 추가 상승 가능성은 열려있다.

차트7. 저금리 기조 유지 시사와 기대물가 상승의 결과



출처 : Bloomberg, 삼성선물

차트8. 실질금리와 금가격의 뚜렷한 역의상관관계

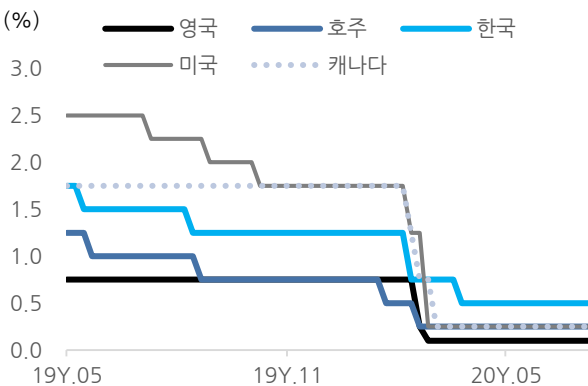


출처 : Bloomberg

③ 명목금리 하락

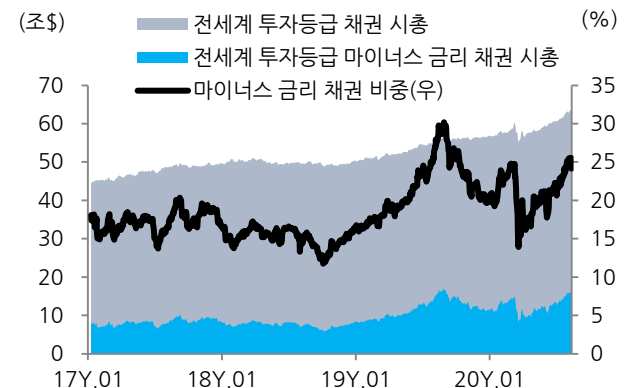
실질금리 하락을 유발한 또 다른 원인은 명목금리 하향 안정화다. 명목금리는 기대물가와 통상적으로 유사한 흐름을 보인다. 일반적인 상황이었다면 기대물가가 반등할때 시장에서는 명목금리 상승이 따라왔겠지만 현재 연준도 코로나19라는 불확실성이 상존해 있어 낮은 실질금리 환경 유지를 위해 시장 금리를 인위적으로 누르고 있다. 최근 명목금리 하락은 코로나19 사태 이후 주요 중앙은행들의 적극적인 기준금리 하향조정 영향이 크며, 시장에서도 코로나19 사태로 불확실성이 증대됨에 따라 안전자산인 채권에 대한 수요도 늘었다. 유럽과 일본 등 마이너스 금리 채권 비중이 25%를 넘어섬에 따라 채권에 장기투자하는 중앙은행이나 기관들은 마이너스 만기까지 보유해 손실을 확정짓기보다 금리 하락으로 채권 가격이 상승했을 때 수익 실현을 한 뒤 다른 안전자산인 금 투자를 늘렸다.

차트9. 주요국들의 낮아진 기준금리



출처 : Bloomberg, 삼성선물

차트10. 마이너스 금리 채권 비중 증가



출처 : Bloomberg

금 랠리는 아직 끝난게 아니다

단기 급등에 따른 조정은
불가피, 다만 상승 추세는
이어갈 것

주요국들의 적극적인 부양책과 완화적 통화 정책이 성장 기대를 끌어올리며 물가 상승에 대한 기대를 높이는 가운데, 연준을 비롯한 주요 중앙은행들이 제로금리에 가까운 낮은 금리 수준을 한동안 유도할 가능성이 높아 경기 반등이 안착되는 시점이 되어서야 기준금리 인상을 고려할 것이다. 따라서 최근 금 가격 상승의 주요 원인인 실질금리의 하락은 한동안 유지되거나 하락세가 추가로 진행될 가능성이 높다. 2년래 최저 수준을 기록 중인 달러화도 금 가격 상승에 우호적인 환경을 제공해왔다. 다만 EU 회복기금 합의가 이뤄진 7월 22일 전후로 유로화 재평가에 따른 달러화의 급격한 약세로 금 가격이 2주만에 급등세(+13%)를 연출한 점은 기술적 단기 조정 가능성, 혹은 차익 실현 가능성을 높일 수 있는 요인이다. 또한 백신개발에 대한 기대나 11월 대선 이후 불확실성 완화 등이 단기적으로 금 가격 조정의 빌미를 제공할 수 있겠으나 경기 회복 기대가 명목 금리 상승으로 이어지기까지는 다소 시간이 걸릴 것이다. 연준이 인위적으로 유도 중인 제로금리 환경이 지속되는 한, 금은 한동안 상승세를 이어갈 전망이다. 향후 기대물가의 추가 상승과 낮은 금리 수준을 감안해 최근 상승세 보다는 완만한 수준의 상승세를 보이며 금년 \$2,200까지 추가 상승 여력이 존재할 것으로 예상된다.