Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

자산배분의 창(窓)

은 (Silver), 더 이상 과거의 잣대로 평가하지 말라

과거와 다른 그림을 그리는 은(Silver) 가격 상승

2025년 하반기 은 가격은 단기간에 가파르게 상승하며 금을 포함한 주요 자산군을 상회하는 성과를 기록했다. 은 가격 상승 자체는 과거에도 반복되어 왔지만, 이번 움직임은 상승이 시작된 시점과 속도, 그리고 그 폭에서 이전 사이클과 뚜렷한 차이를 보였다. 특히 글로벌 경기 회복이 명확하지 않은 국면에서도 은 가격이 빠르게 반응했다는 점은, 이를 단순한 경기 민감 자산의 반등으로 설명하기 어렵게 만들고 있다.

최근 은 가격 변동은 금-은 상대가치 왜곡, 산업 수요 구조 변화, 정책·지정학 환경 변화 등 여러 요인이 겹쳐진 결과였다. 이들 요인은 과거에도 각각 시장에 영향을 미쳐 왔으나, 2025년 하반기에는 동시에 은 가격 형성에 반영되며 변동성을 확대시켰다. 이러한 흐름을 감안해 볼 때, 일시적인 가격 변동으로 그치기 보다, 은 시장이 반응하는 조건 자체가 이전 사이클과 달라졌음을 보여주는 움직임으로 해석할 필요가 있다.

금-은 상대가치 왜곡의 누적과 해소 과정

이번 은 가격 급등의 출발점은 금과 은 사이의 상대가치 괴리가 장기간 누적된 데 있었다. 지난 25년간 금-은 비율의 장기 평균은 약 86배 수준이었으나, 팬데믹 이후 이 비율은 지속적으로 확대되었고 2025년 상반기에는 100배를 웃도는 구간까지 상승했다. 이는 위기 국면에서 자금이 금으로 집중되는 과정에서, 은이 상대적으로 저평가된 상태가 오랜 기간 유지되어 왔음을 의미했다.

이러한 상대가치 괴리의 배경에는 2022년 이후 지속된 금 랠리의 성격 변화가 자리한다. 해당 기간 금 가격 상승은 단순한 경기 방어적 움직임을 넘어, 통화·재정·지정학 리스크를 반영하는 방향으로 진화했다. 글로벌 중앙은행의 금 매입 확대, 미국의 재정적자 증가, 러시아 자산 동결 및 SWIFT 차단 이후 부각된 자산 동결 리스크는 금을 통화적·정치적 헤지 자산으로 재평가하게 만들었고, 이 과정에서 금으로의 자금 쏠림 현상이 강화되었다.

그 결과, 금-은 비율은 역사적으로 높은 수준까지 확대되었으며, 이는 은 가격에 상대가치 정상화 압력을 누적시키는 요인이 되었다. 상대가치 괴리가 이처럼 극단적으로 벌어진 구간에서는 별도의 신규 재료가 없더라도 정상화 과정이 진행될 수 있으며, 최근 은 가격 상승 또한 이러한 왜곡이 해소되기 시작한 초기 반응으로 해석할 수 있다. 과거에도 금 랠리가 일정 기간 지속될 경우, 시장은 상대적으로 가격이 낮으면서도 유사한 통화적 속성을 지닌 은으로 관심을 확장하는 경향을 보여 왔다.

다만 이번 사이클에서는 금-은 상대가치 정상화 이후에도 산업 수요와 구조적 요인이 이어지며, 은 가격의 재평가 국면이 길어지고 있다는 점이 차별적이다.

산업 수요 성격의 구조적 변화

이번 사이클에서 가장 중요한 변화는 은에 대한 산업 수요의 성격이 달라졌다는 점이다. 은은 태양광 패널의 전극, 전력망의 고전도 접점, 데이터센터 서버 및 전력 연결부, 전기차 전장 시스템 등 전기 전도성과 신뢰성이 동시에 요구되는 영역에서 사용된다. 특히 AI 확산과 데이터센터 증설은 단순한 IT 투자를 넘어 대규모 전력 인프라 투자를 동반하며, 은 수요를 구조적으로 끌어올리는 요인이 된다.

주목할 점은 이러한 수요가 전통적인 경기 순환 소비와 다른 양상을 보였다는 것이다. 전기화·AI 인프라는 정책 목표와 기술 전환 일정에 의해 추진되며, 경기 둔화 국면에서도 쉽게 중단되기 어렵다. 이는 은 수요가 단순한 경기 회복의 함수가 아니라, 정책·규제·기술 전환 일정에 의해 결정되는 중장기적 구조적 수요로 이동하고 있음을 의미한다.

에너지 전환과 함께 구조화되는 은 수요

산업 수요 변화의 연장선에서, 은의 중장기 방향성을 결정할 핵심 변수는 2030년을 향한 ESG 및 에너지 전환 흐름일 수 있다. 은은 태양광 패널, 전력망 고도화, 전기차 및 충전 인프라, 에너지 저장 시스템 등 주요 ESG 산업 전반에 필수적으로 사용되는 금속이다. 문제는 이러한 수요가 완만하게 증가하는 것이 아니라, 정책 목표와 기술 전환이 특정 임계점에 도달할 경우 비선형적으로 확대되는 구조를 가진다는 점이다.

태양광 산업의 경우 셀 효율 개선을 통해 단위 패널당 은 사용량을 줄이려는 시도가 지속되고 있으나, 글로벌 설치 용량 증가 속도가 이를 상쇄하고도 남는다. 전력망과 데이터센터 역시 고전도·고신뢰성 소재에 대한 요구가 강화되면서 은을 대체하기 어려워 보인다.

게다가, 은 공급은 광산 개발 기간, 환경 규제, 지역 사회 이슈 등으로 인해 단기간에 빠르게 확대되기 어렵다. 특히 은은 다수의 금속에서 부산물 형태로 생산되기 때문에, 가격 상승이 곧바로 공급 확대로 이어지기 어려운 구조를 가진다. 그럼에도 ESG 기준 강화로 신규 광산 개발이 제약되면서, 공급의 탄력성은 제한적인 상태다. 이는 은 시장 수급을 더욱 타이트하게 만드는 요인이 될 것이다.

종이 시장 중심 가격 구조의 한계

한편, 은 시장은 실물보다 선물·ETF·OTC 계약과 같은 종이 거래 비중이 훨씬 높은 구조를 가진다. 동일한 실물 은을 기반으로 여러 개의 금융 계약이 동시에 거래되는 이 구조에서는, 평상시에는 유동성 문제가 크게 드러나지 않는다. 그 결과 시장 참여자들은 은을 언제든 충분히 사고팔 수 있다는 인식을 갖게 된다. 이를 흔히 '유동성 환상'이라 부른다.

그러나 실물 은의 실제 공급량은 금융 거래 규모보다 훨씬 작다. 실물 인도 수요가 평소 수준에 머물 때에는 이 간극이 문제로 드러나지 않지만, 산업 수요 확대와 투자 심리 변화로 실물 확보 수요가 동시에 증가할 경우 시장은 빠르게 긴장 상태에 진입할 수 있다. 이 과정에서 그동안 풍부하다고 인식되던 유동성은 오히려 가격 변동성을 증폭시키는 요인이 되고 있다. 이번 은 가격 상승은 종이 거래 비중이 높은 시장 구조 아래에서, 실물 수급 여건까지 변화하는 국면에서 나타난 현상이기도 하다.

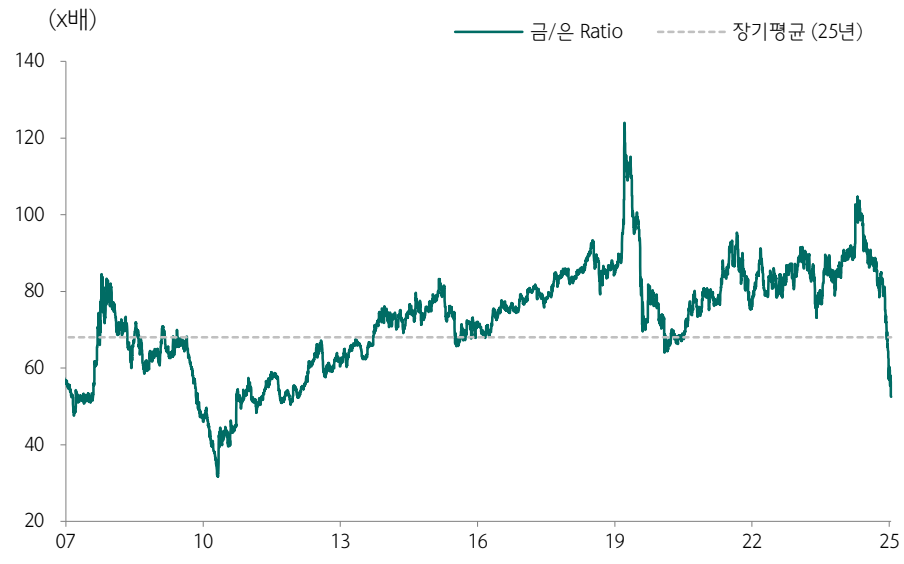
자산배분 관점에서 다시 바라본 은

종합해보면 은 가격 변동은 단기적인 과열 여부와 별개로 은이 포트폴리오 내에서 차지하는 위치가 달라지고 있음을 보여준다. 은은 금처럼 순수한 안전자산은 아니지만, 동시에 전

형적인 경기 민감 산업금속으로도 분류하기 어렵다. 실질금리 변화와 통화·재정 정책 불확실성이 커지는 환경에서는 안전 자산적 성격이 부각되는 한편, ESG·전기화·AI 인프라 확산 국면에서는 산업 수요에 기반한 가격 지지력을 동시에 갖는다.

자산배분 관점에서 은은 단기 가격 베팅보다는, 정책 환경과 산업 전환이 교차하는 국면에서 중장기적으로 포트폴리오를 보완하는 자산으로 접근하는 것이 적절해 보인다.

도표 1. 금/은 Ratio



자료: Bloomberg, 하나증권

***26/1/14, 금/은 Ratio 52.4x (25년간 장기평균 68x)**

- 25.1H. 105x까지 상승. 경기 및 정책 불안으로 금으로의 수요가 집중된 영향

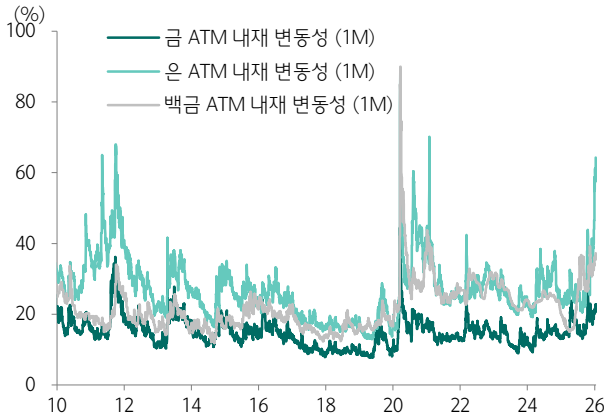
- 은은 상대적 저평가 구간을 지속하다, 25. 2H 뒤이어 가파르게 상승하며 격차를 해소

- 급격한 은 가격 상승 부담이 존재하나, 중장기적 관점에서 은의 가치 평가에 대한 관점을 다르게 가져갈 필요

도표 2. 금, 은 가격 추이

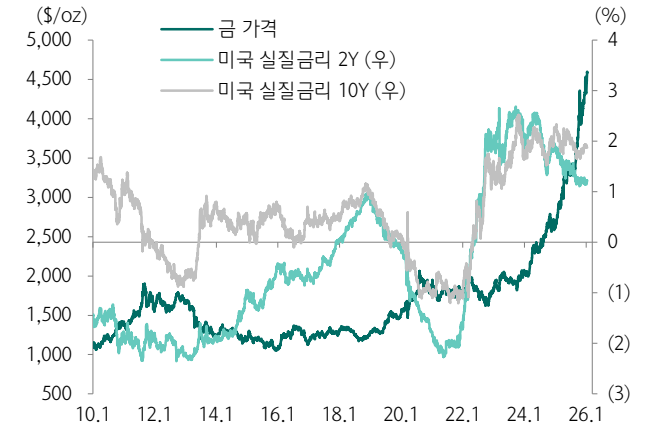
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 금, 은 내재 변동성



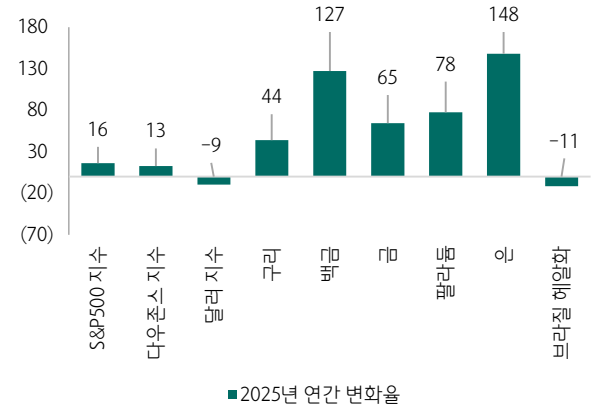
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 실질금리와 금 가격 변동



자료: Bloomberg, 하나증권

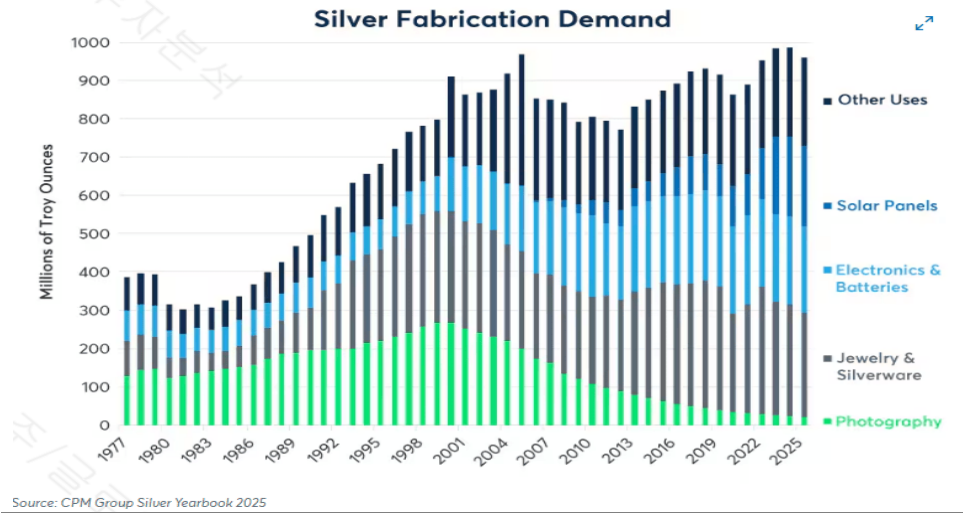
도표 5. 세부 항목별 25년 연간 변화율



자료: Bloomberg, 하나증권

특히, 2000년 이후
산업 수요의 확장을 주목
태양광, 전자/배터리 수요 성장은
가파른 상승 흐름 고수

도표 6. 글로벌 은 수요 변화 추이 (항목별, 연도별)



Source: CPM Group Silver Yearbook 2025