Commodity

케빈 워시가 쏘아올린 원자재 내 순환매

Commodity Analyst 최진영
jinyoing.choi@daishin.com

- 차기 연준 의장으로 케빈 워시 지명되자 급락한 귀금속, 긴축 우려 급부상
- 그러나 신흥국들의 탈달러 행보와 재무부–연준 정책 공조 감안, 반등 유효
- 다만, 지금은 과거 패턴상 귀금속보다 비철금속 집중해야 할 순환매 구간

케빈 워시 등장에 급락한 귀금속, 저가 매수에 나설 신흥국과 진정될 불안감

전주 귀금속 전반이 하락했다. 안전자산이라 일컬어지는 금 가격은 온스당 4,700달러로 추락했으며, 은 가격은 1980년 3월 헌트 형제 사건 이래 가장 큰 폭으로 급락했다. 트럼프 미 대통령이 차기 연준 의장으로 케빈 워시 전 연준 이사를 지명하자 연준의 독립성 유지에 따른 달러인덱스 반등(귀금속 가격의 디스카운트)과 대차대조표 축소(QT) 우려, 그리고 셧다운 가능성(TGA 잔고 확충 따른 시중 자금 경색)과 CME의 추가 증거금 인상 이슈가 복합적으로 맞물린 탓이다.

그러나 반등은 유효하다. 지금까지 금과 은을 매입한 주체는 중국과 인도, 러시아 등이다. 이들 국가 중앙은행은 미 연준의 독립성보다는 미 연방정부에 대한 불신(재정 건전성, 보호무역주의, 고립주의 등) 때문에, 개인들은 달러화를 비롯한 모든 법정화폐에 대한 불신 때문에 금과 은을 매입하고 있다. 《변화하는 세계 질서》의 저자인 레이 달리오가 주장한 것처럼 미 연준 의장이 바뀌었다 해서 2013년 이후부터 시작된 물결이 중단될 이유는 없다.

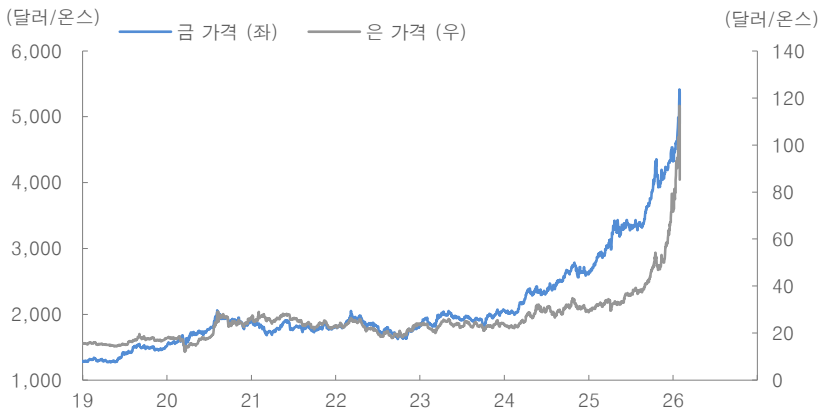
추가 모니터링이 필요하겠지만, 지금의 긴축 우려 역시 과도한 측면이 있다. 차기 연준 의장은 그간 대차대조표를 축소(장기 금리↑)해야 한다는 일관된 입장을 밝혔지만, 정책금리 인하(단기 금리↓)와 함께, 재무부–연준 간 새로운 정책 공조(Treasury–Fed Accord: QT 단행하되 재무부와 보조 맞추며 속도 조절)가 추진되어야 한다고 주장한 실용주의자이기도 하다. Fannie/Freddie Mac의 2,000억달러 MBS 매입과 연준의 새로운 정책 공조, 그렇다면 금 가격은 반등하고 Gold/Silver Ratio는 40배까지 하락이 가능한 우호적인 환경(Bull Steepening)이 재조성될 수 있다.

다만, 귀금속도 중요하지만 지금은 비철금속을 적극 늘려야 할 순환매 구간

다만, 귀금속에 대한 저가 매수의 기회는 맞지만 비철금속 섹터에 더 많은 관심이 요구되는 시점이다. 지난 자료 〈원자재 슈퍼 사이클의 시작, 귀금속에서 비철금속으로(1/29)〉에서 살펴본 바와 같이 원자재는 이론상 유동성이 본격 팽창될 때 '귀금속 → 비철금속 → 에너지 → 농산물' 순으로 주도 섹터가 바뀐다. 유동성이 본격 팽창했던 2019~2020년 때도 선두에 섰던 귀금속이 2020년 8월 들어 조정 받자 비철금속이 바통을 넘겨받았다. 2021년에는 에너지로, 2022년에는 농산물이 주도권을 넘겨받았다. 비철금속과 에너지가 유동성을 후행하는 것도 그 예이다.

결국 이번 역시 과거와 같은 패턴을 보일 공산이 크다. 2024년 2월부터 유동성을 선반영하기 시작한 귀금속은 조정을 보이기 시작했다. 이는 2020년 8월처럼 상승 속도가 둔화될 수 있음을 암시한다. 이제 2025년 4월부터 반등하기 시작한 비철금속이 바통을 넘겨받을 차례이다. 후행 자산인 원자재에 성장이라는 기대감(투기 수요)을 불러일으키는 원자재 슈퍼 사이클이 시작된 것이다. 그러한 점에서 귀금속에 대한 저가 매수도 중요하지만 비철금속을 적극 늘려야 한다는 기존 View를 유지한다.

그림 1. 사상 최고치 경신하다 급락한 귀금속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 차기 연준 의장으로 케빈 워시 지명되자 긴축(대차대조표 축소) 우려 급부상

NEWS ANALYSIS

President Trump Wants Lower Rates. Warsh Could Have a Hard Time Delivering.

Kevin M. Warsh, whom Mr. Trump tapped to become the next chair of the Federal Reserve, could face fierce resistance if he tries to pursue substantially lower borrowing costs.

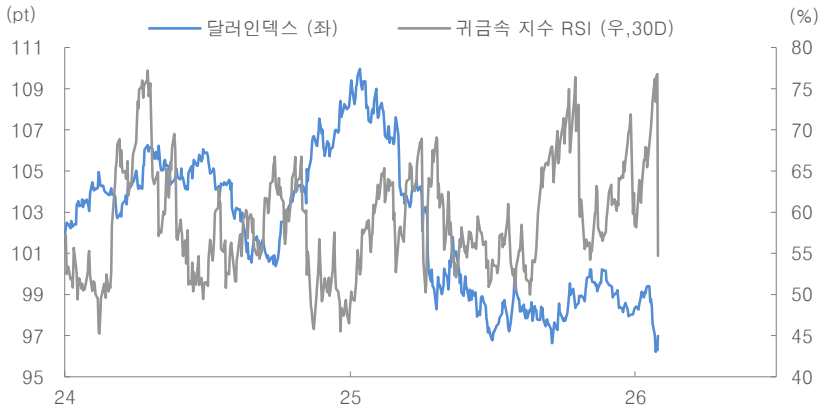
Listen to this article · 9:23 min Learn more

Share full article

It will be difficult for Kevin M. Warsh, President Trump's choice to lead the Federal Reserve, to live up to expectations. Tierney L. Cross/Bloomberg

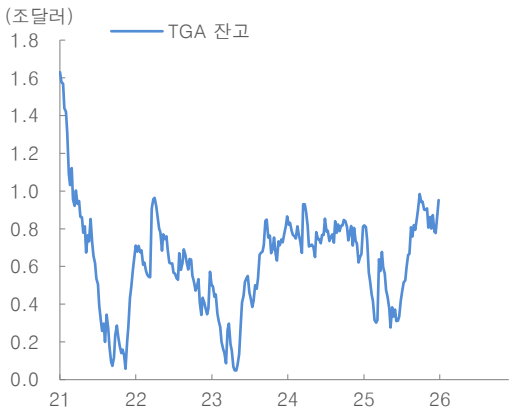
자료: The New York Times, 대신증권 Research Center

그림 3. 연준 독립성 유지되면서 달러인덱스 반등, 귀금속 가격 디스카운트 발생



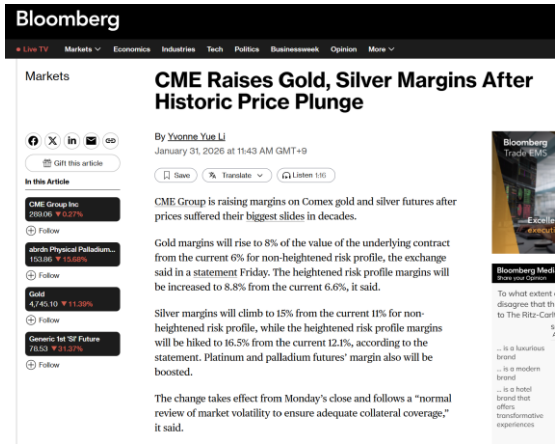
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 미 연방정부 셧다운 우려(TGA 잔고↑)와



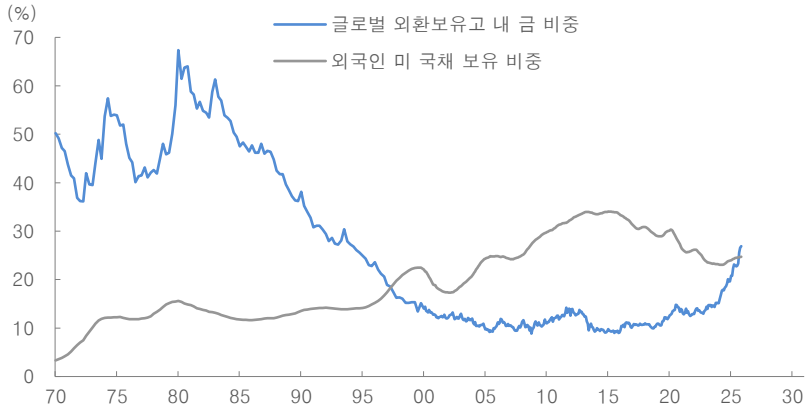
자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 5. CME 증거금 인상까지 맞물리며 낙폭 확대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 그러나 금 매입 주도하는 신흥국들은 연준보다 미국 정부를 불신해서 금 매입

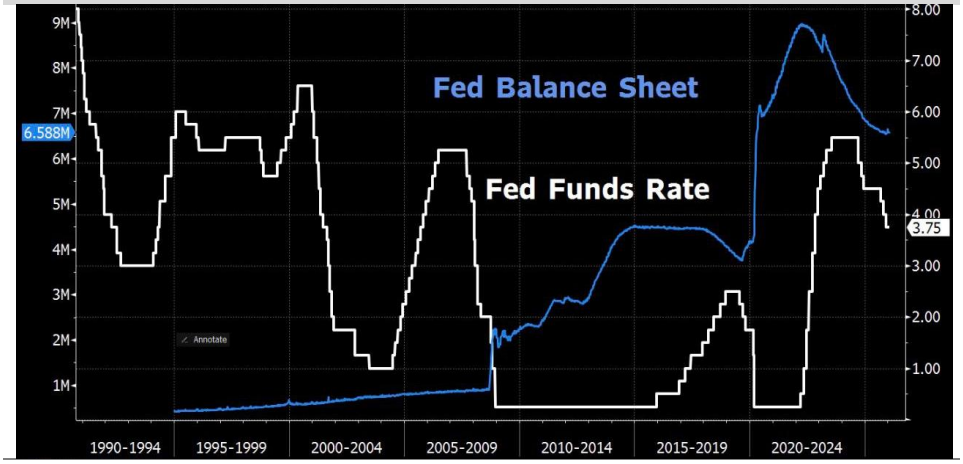


자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 레이 달리오 역시 2013 년부터 시작된 불신의 물결을 막기 어려울 것이라 지적

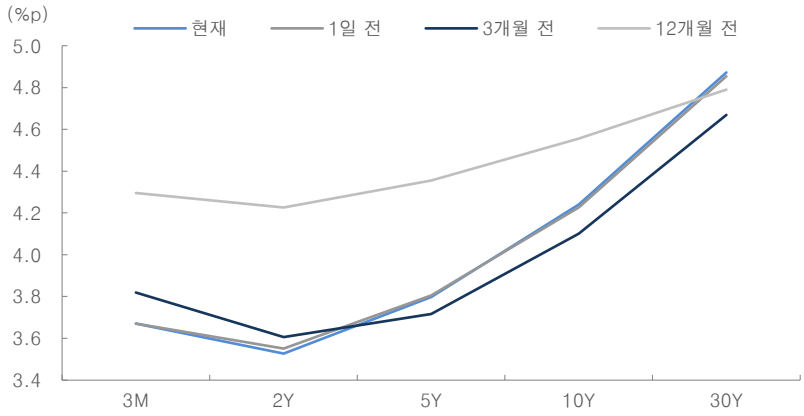
자료: CNBC, 대신증권 Research Center

그림 8. 케빈 워시발 긴축 우려 역시 과도, 그는 금리 인하+재무부와 정책 공조 주장



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 9. 트럼프의 MBS 매입과 재무부-연준 새 정책 공조는 Bull Steepening 유도 예상



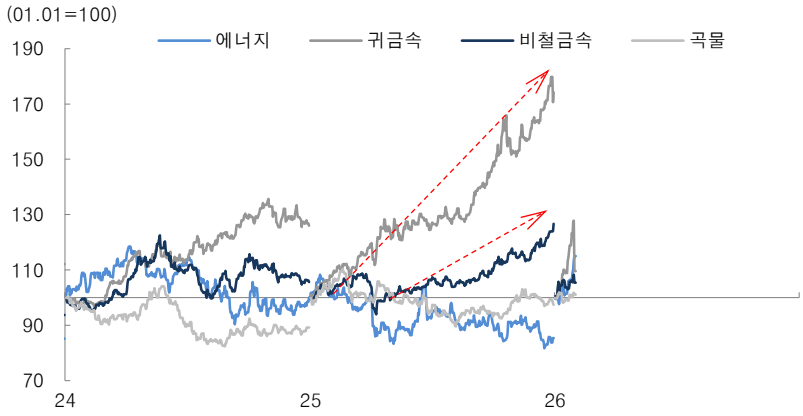
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 추가 모니터링 필요하지만 귀금속에 우호적인 환경 재조성 가능

Growth Up	Cyclical Stocks	Growth Stocks	Gold	Commodities	USD
Bull Flattening	+	++	++		-
Bull Steepening	++	+	+		--
Bear Flattening	+			+	
Bear Steepening	++		--	++	+

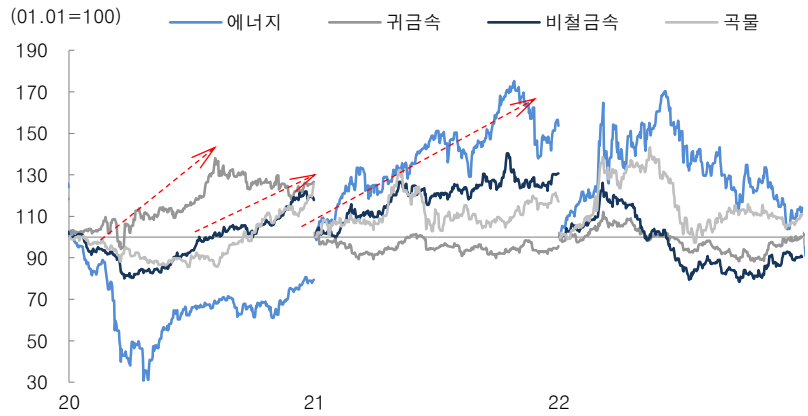
자료: 한경글로벌마켓, 대신증권 Research Center

그림 11. 다만, 지금은 귀금속보다 비철금속에 더 집중해야 되는 때



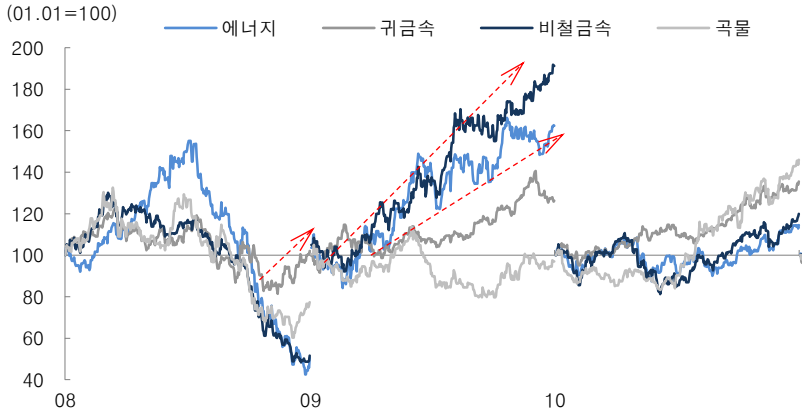
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 유동성 팽창되던 2019~2020 년 당시 귀금속→비철→에너지 순 주도주 변화



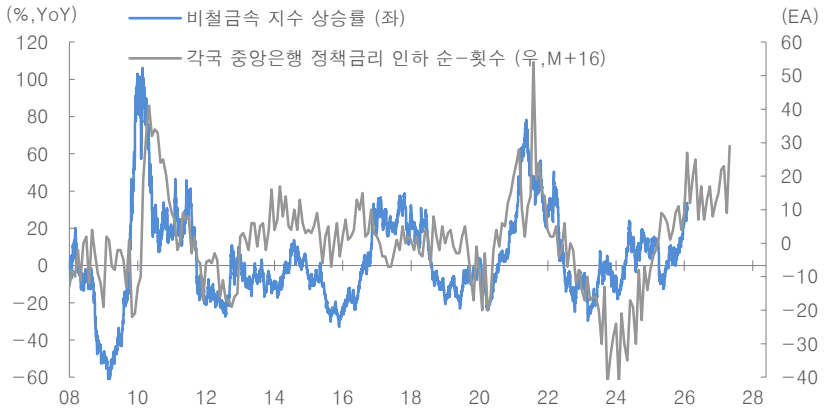
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 이는 더 이전인 2009 년 유동성 파티 때도 마찬가지



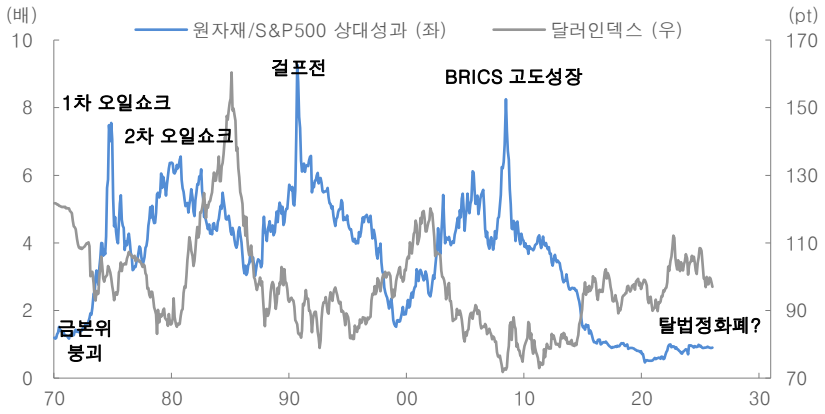
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 귀금속과 달리 비철금속이 유동성을 후행하는 것이 이를 반증



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 15. 원자재 슈퍼 사이클의 초입기, 비철금속 비중↑ 늘려야 한다는 기존 뷰 유지



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 최진영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.