2026.05.22

상상인증권

26년 하반기 원자재 시장 전망

- 전쟁이 지나간 자리

상상인증권 리서치센터

최예찬 | 경제/원자재/FX

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginib.com

CONTENTS

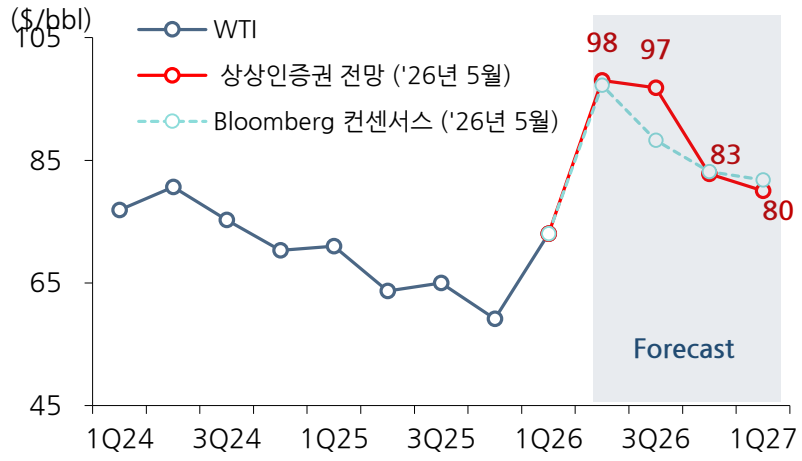
01 Executive Summary 3

02 원유: 덜 오른 만큼 덜 떨어질 유가 5

03 금: 고금리 강달러에도 상승 전망 22

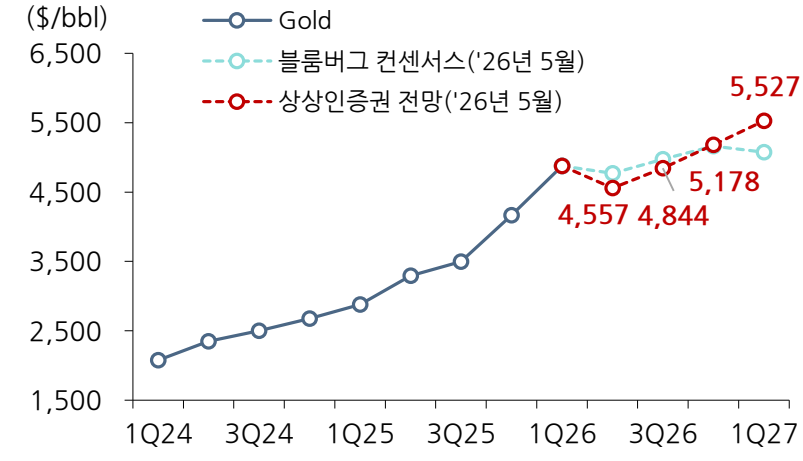
상상인증권

WTI 근월물 가격 및 12개월 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

금 현물 가격 추이 및 12개월 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

유가: 하반기 평균 $90/bbl 전망

- 5월 중 전쟁 종료와 6월 중 호르무즈 해협 통행 재개 가정, '26년 하반기 WTI 근월물 가격은 평균 90달러 예상
- 전쟁 종료 이후에도 3분기까지 이어질 공급 부족 국면
- 이후 수급 균형 국면에서도 재고 확충 수요 & 걸프 산유국 인프라 손상 복구 등 유가 상승 요인 잠복
- 역사적으로 공급 부족 국면 해소 이후에도 적정 유가보다 약 32% 높은 유가가 5~6개월 지속됨을 반영. 4Q $83 전망

금: 하반기 평균 $5,010/t.oz 전망

- 금 가격은 전쟁과 고유가 영향으로 2Q26 소폭 하락 전망
- 다만 3분기 이후부터 중앙은행 순매입 지속되면서 연말 5,000달러 레벨 안착 가능할 전망
- 전통적 금 가격 결정 요인인 금리 및 달러 흐름은 금 가격에 비우호적
- 다만 '22년 이후부터는 EM 중앙은행의 순매입 규모가 금 가격의 핵심 결정 요인. 상승 방향성 유지될 것으로 판단

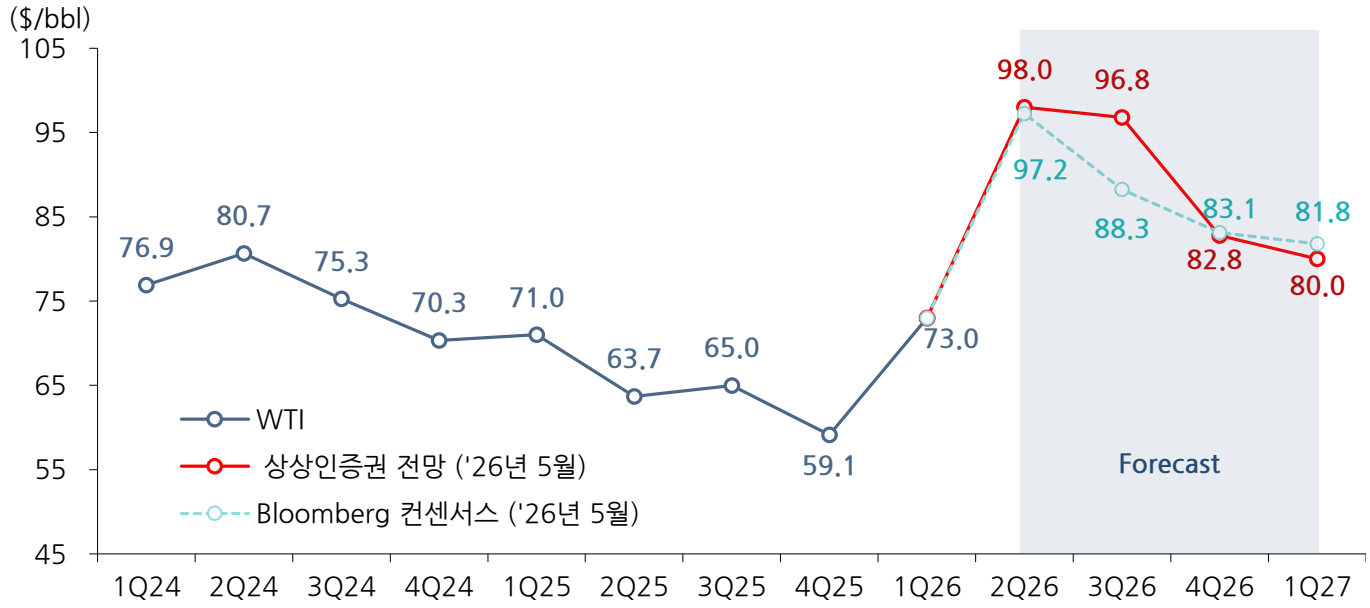
PART 02

원유: 덜 오른 만큼 덜 떨어질 유가

'26년 하반기 유가 전망 평균 $90/bbl로 상향 조정

- 5월 중 전쟁 종료와 6월 중 호르무즈 해협 통행 재개 가정, '26년 하반기 WTI 근월물 가격은 평균 90달러 예상
- 전쟁 종료 이후에도 3분기까지 이어질 공급 부족 국면과 이후 수급 균형 국면에서도 재고 확충 수요가 유가를 쉽게 낮추지 못할 전망
- 공급 측면에서도 걸프 산유국 원유 인프라의 손상 복구를 고려하면 수급을 반영한 적정 유가보다 32%가량 높은 유가가 연말까지 유지될 것으로 판단

분기별 평균 WTI 근월물 가격 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미 vs 이란, 80일 넘어 지속된 전쟁

- 미국과 이란의 전쟁이 지속되면서 60달러 레벨이었던 WTI 유가는 급등세를 시현
- 이후 교전 및 휴전 뉴스에 따라 유가는 급등락 장세를 보여왔음
- 5월부터는 확전보다는 종전 방향으로 이동 중이나, 협상 교착상태가 지속
- 이 기간 동안 호르무즈 해협의 통행이 제한되면서 유가는 $100/bbl 레벨까지 급등한 모습

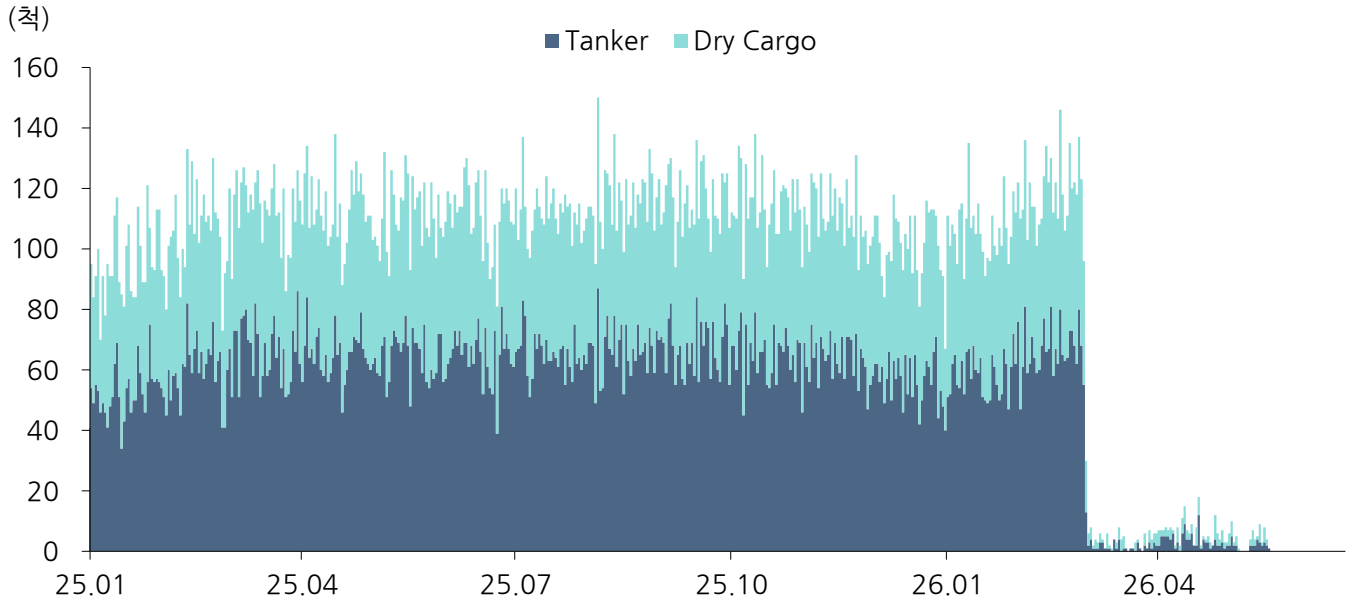
WTI 유가 추이 및 중동 주요 이슈

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

호르무즈 해협 봉쇄 기간이 예상보다 길어지며 유가 상승을 야기

- 전쟁 직후 트럼프 대통령은 4~6주 내 조속한 전쟁 종료를 전망
- 이란 혁명수비대는 호르무즈 해협 봉쇄를 선언하고 버티는 전략으로 유가 상승을 야기
- 이에 트럼프 행정부도 이란에 대한 해상봉쇄를 발표하며 원유 공급 차질 기간이 길어지는 모습
- 호르무즈 해협 통행량은 5월 중순까지도 하루 5~10척 수준으로 사실상 통행 불가 지속 중

선박별 호르무즈 해협 통행량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

전쟁으로 인한 중동 원유 생산 중단, 연말까지 지속될 영향

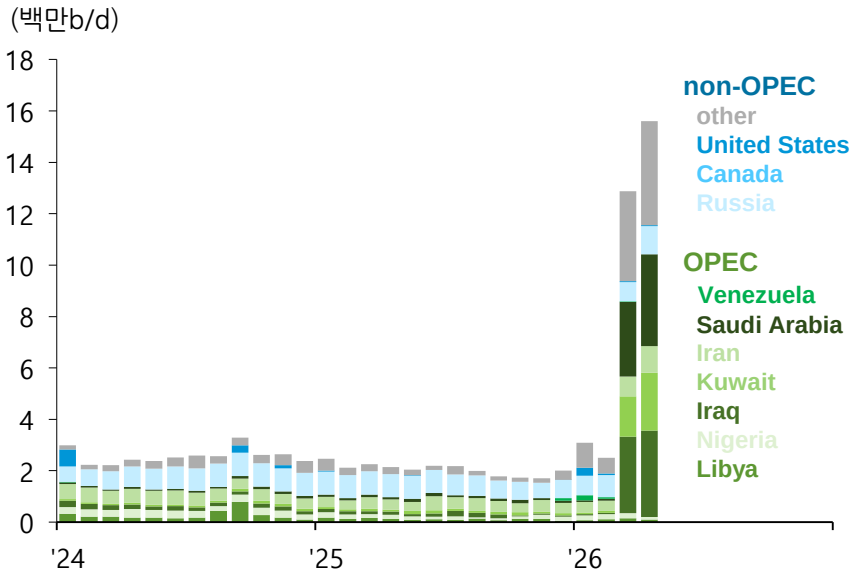
- 호르무즈 해협 통행 제한으로 인해 4월까지 중동지역 국가들의 원유 생산량이 1,054만b/d 중단된 것으로 추정
- 이는 2월 생산량 2,500만b/d의 40% 수준의 감축
- 5월까지 해협의 봉쇄가 지속될 경우 6월에도 정상 생산이 불가능하고, '26년 4분기가 되어도 일부 생산국은 전쟁 이전 수준으로 회복되지 못할 가능성을 높게 평가
- 즉, 글로벌 수급은 타이트한 환경이 연말까지 지속될 전망

호르무즈 해협 통행 제한으로 인한 원유 생산 차질 규모 추정(EIA)

국가 (단위: 천b/d)	26.2 (생산량)	26.3	26.4	26.5E	26.6F	3Q26F	4Q26F
Kuwait	**2,560**	-1,400	-2,050	-	-	-	-
UAE	**3,600**	-1,450	-1,350	-	-	-	-
Iran	**3,390**	-130	-230	-	-	-	-
Iraq	**4,400**	-2,870	-3,230	-	-	-	-
Qatar	**557**	-450	-500	-	-	-	-
Bahrain	**193**	-120	-180	-	-	-	-
Saudi	**10,500**	-2,500	-3,000	-	-	-	-
Total	**25,200**	**-8,920**	**-10,540**	**-10,750**	**-8,825**	**-6,414**	**-1,709**

자료: EIA, 상상인증권 리서치센터
주: 5월 이후 전망은 총량만을 추정(EIA STEO '26.05)

비자발적 원유 공급 중단 추정



자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

이란은 미국의 해상 봉쇄로 손해가 커지는 모습

- 4/13 이후 미국의 해상 봉쇄가 진행되면서 이란 원유 수출량 감소 등 피해가 커지는 모습
- 미 중부 사령부는 4/29까지 봉쇄 위반 시도 상업 선박 누적 42척을 차단했고, 현재 페르시안 걸프에 41척의 탱커가 6,900만 배럴의 원유를 적재한 채 묶여 약 $60억 이상의 매출이 봉쇄됐다고 발표
- 이에 이란의 저장 용량이 임계점에 가까워지면서 강제 생산 중단이 임박한 상황
- 이란 원유 저장공간의 임계점은 6월 첫째 전후로 평가 중

미 중부사령부가 발표한 해상 봉쇄의 성과

구분	미 중부사령부 발표 (~4/29 누적)
저지된 선박 (누적)	42척
현재 묶여있는 탱커	41척
봉쇄로 인한 미판매 원유	6,900만 배럴
차단된 매출	$60억 이상

자료: 언론 보도 종합, 상상인증권 리서치센터

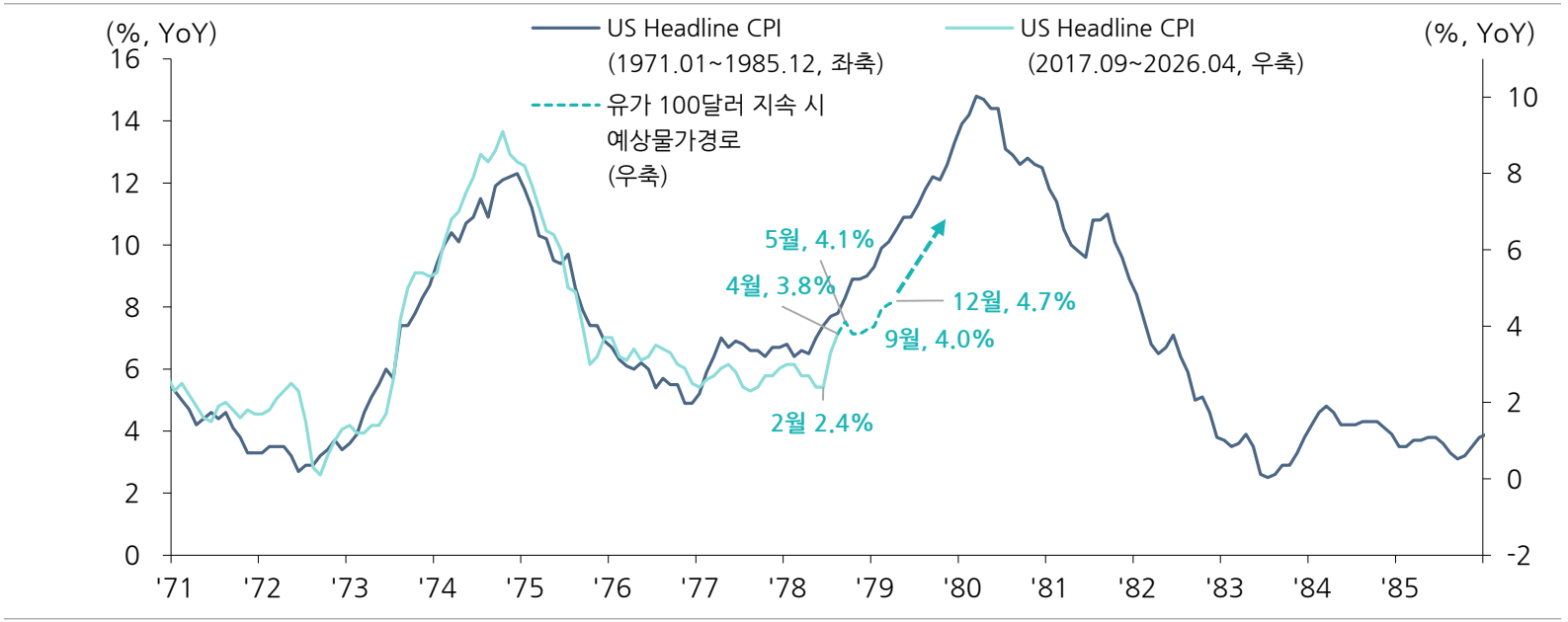
이란 최대 원유 수출 터미널인 Kharg 섬의 위성 사진

자료: Aljazeera, Planet labs

미국도 시간이 많지 않다(Feat. CPI)

- '70년대 두 차례 오일쇼크와 인플레이션의 교훈은 두 번째 인플레이션 충격이 더 크게 발현된다는 사실
- 공교롭게도 1,2차 오일쇼크 및 인플레이션 반등과 유사한 시차를 두고 미-이란 전쟁이 발발
- 유가 상승으로 CPI 경로 자체의 상승 전환은 가시적인 상황
- 한 차례 물가 상승을 경험한 상황에서는 공급측 물가 상승 영향이 파급되기 쉬운 조건 형성
- 연말까지 현수준(100달러) 유가 지속되면 80년대 Oil Shock 기간과 흡사한 흐름의 물가 상승 불가피
- 중간선거를 앞둔 트럼프 행정부도 시간이 많은 것은 아님

미국 Headline CPI(7~80년대와의 비교)



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Base Case: 6월 종전 및 호르무즈 해협 통행 재개

- 양국 모두 전쟁 지속으로 인한 피해가 커지며 협상 가능성이 높아질 전망
- 미·이란 전쟁 종료 시점에 따라 26년 하반기 시나리오를 Base(80%) / Worst(20%) 2개로 단순화
- Base: 5월 말 종전 → 6월 호르무즈 재개 → 4Q 90% 정상화 가정. 평균 유가: $90/bbl ($80~110)
- Worst: 협상 지연·걸프 산유국 원유 시설 추가 피해 발생. 평균 유가: $115/bbl ($100~140)

26년 미-이란 전쟁 종전 시점 시나리오

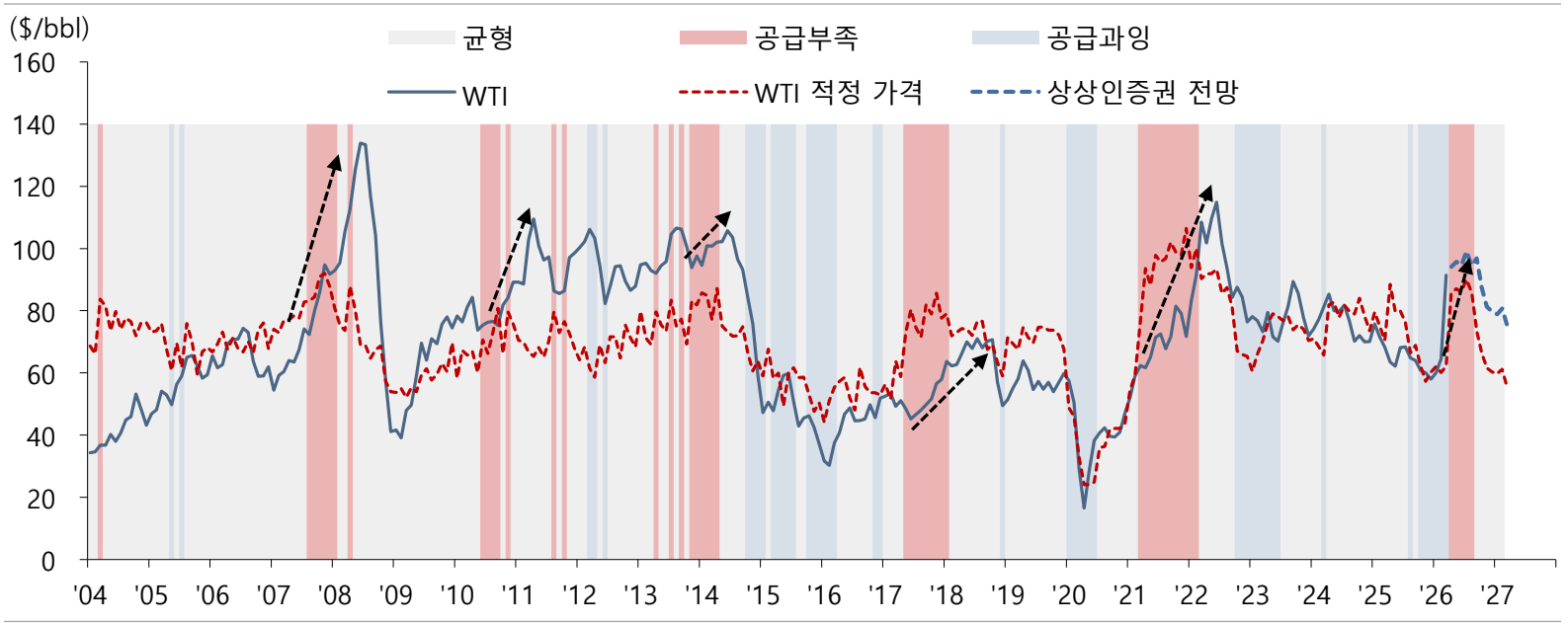
구분	Base Case (80%)	Worst Case (20%)
시나리오	**5월말 미·이란 종전 및 핵 합의 타결 6월 중 호르무즈 통행 재개**	6월까지 협상 지연·결렬, 교전 지속 걸프 산유국 추가 시설 피해 위험
26년 하반기 WTI	**$80 ~ $110/bbl (평균 $90)**	$100 ~ $140/bbl (평균 $115)
호르무즈 해협 통행	**6월부터 점진적 회복 → 4Q 90% 정상화**	3분기 점진적 회복 4Q까지 정상화 불가
생산 설비	**추가 피해 없음 기존 손상 시설 단계적 복구**	사우디, UAE 등 주요 걸프 산유국 인프라 추가 피해
글로벌 재고	**점진적 재고 비축 진행**	재고 감소 지속. 수요 감축 정책 시행

자료: 상상인증권 리서치센터

6월 호르무즈 통행 재개에도 유가는 연말까지 $80/bbl 이상 전망

- WTI 적정가격은 ① OECD 일 환산 재고, ② 글로벌 재고 유출입, ③ non-OECD 수요 증가율의 3개 변수로 추정
- 수급 레짐은 공급부족, 균형, 공급과잉의 3개 국면으로 단순화. '26년 하반기 공급부족 국면이 예상되기에 적정 유가 전망은 2Q $94 → 3Q $83 → 4Q $62로 나타남. 다만 역사적으로 공급부족 국면에서 균형으로 수급이 완화되어도 6~12개월간 유가는 적정 유가를 초과했던 경험 확인. 8월까지는 공급부족, 이후 27년 초반까지 균형 상태 유지될 전망 균형 상태에서도 적정 유가 대비 평균 32% 초과하는 유가가 평균 5~6개월 지속됨
- 과거 사례를 감안하면 유가 전망은 2Q $98, 3Q $97, 4Q $83, 1Q27 $80. 적정 유가 대비 상향 조정 전망

국면별 WTI 적정 가격 모델 예측치와 실제 WTI 가격

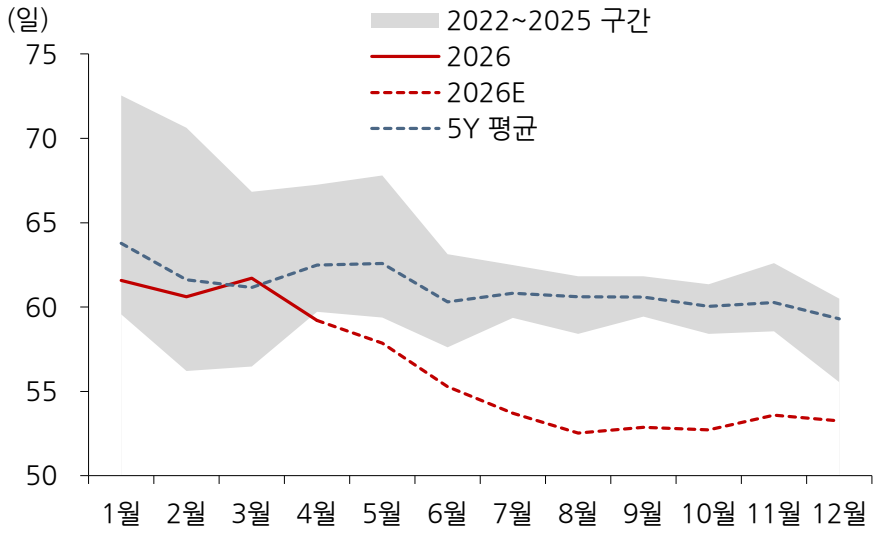


자료: Bloomberg, EIA, 상상인증권 리서치센터

전후 유가 하단을 제한할 재비축 수요

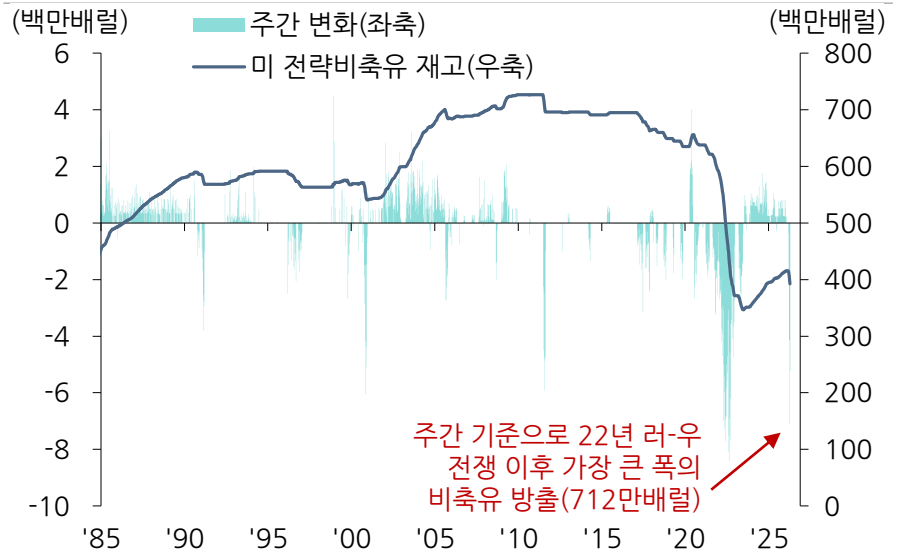
- OECD의 상업용 원유 재고는 총 26억 배럴로 추정. 이를 OECD 하루 원유 수요량(4,500만 배럴)으로 나누면 '26년 4월 현재 재고는 약 59일분으로 환산 가능 과거 5년 평균 범위를 하회.
- 전쟁의 영향으로 재고 소진이 지속되면서 50일분까지 하락할 가능성이 높음. 이는 2008년 금융위기 이후 최저치
- 상업용 원유 재고와 별개인 전략비축유 또한 순유출되는 모습. 미국 전략비축유의 주간 유출입은 '22년 러-우 전쟁 이후 주간 기준 최대 유출(712만b/d)이 확인됨. 호르무즈 해협 정상화 이후 재비축 수요가 지속될 가능성을 시사

OECD 상업용 원유의 일 환산 재고



자료: EIA(STEO 26.05), 상상인증권 리서치센터
OECD 일 환산 재고는 월별 OECD 상업용 원유 재고를 OECD 원유 수요량으로 나누어 산출

미국 전략비축유 재고

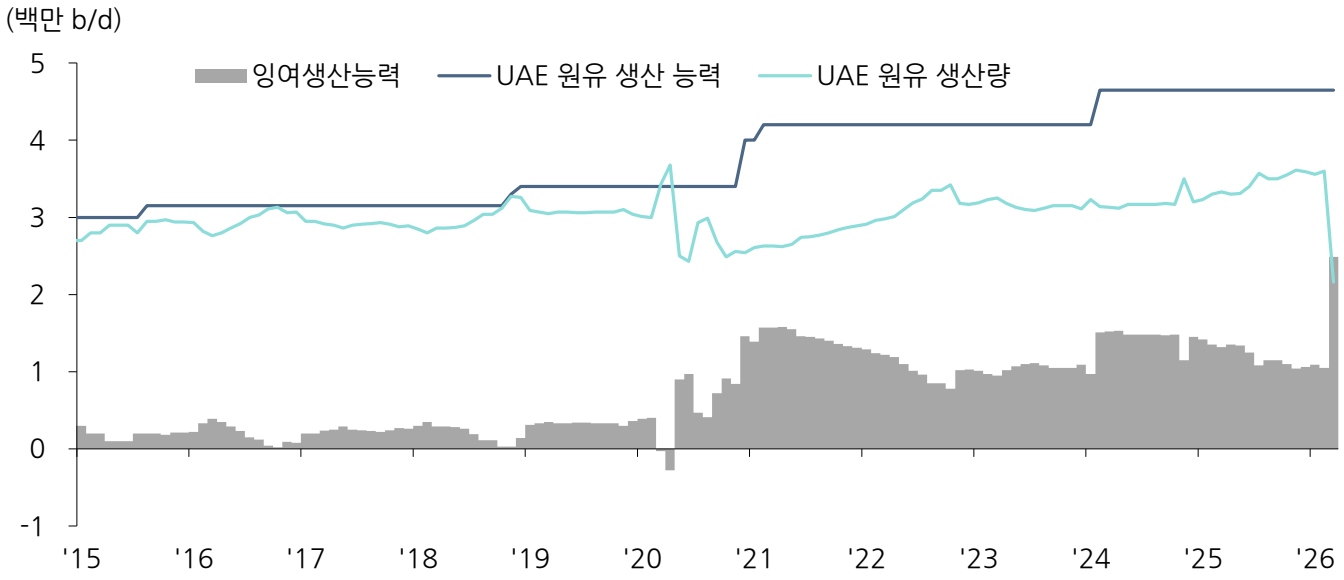


자료: EIA, 상상인증권 리서치센터

UAE의 OPEC 탈퇴 영향은?

- UAE의 OPEC 탈퇴 선언. 5/1부터 시행. OPEC+ 결속 약화 & UAE 신규 공급 증가하며 유가 하락 요인임은 분명
- 그러나 2026년 내 실질적 증산은 쉽지 않음. UAE 현재 생산 가능 캐파는 약 465만b/d, OPEC 쿼터는 350만b/d
- 3월 기준 생산량은 216만b/d로 OPEC 존재 여부와 관계없이 전쟁으로 인해 130만b/d 수준 생산량 미달
- 호르무즈 해협 통행 여부 외에도 UAE 내 원유 생산 인프라 손상 영향을 간과할 수 없음

UAE 원유 생산 능력과 생산량



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

증산 하고 싶어도 당장은 쉽지 않은 UAE

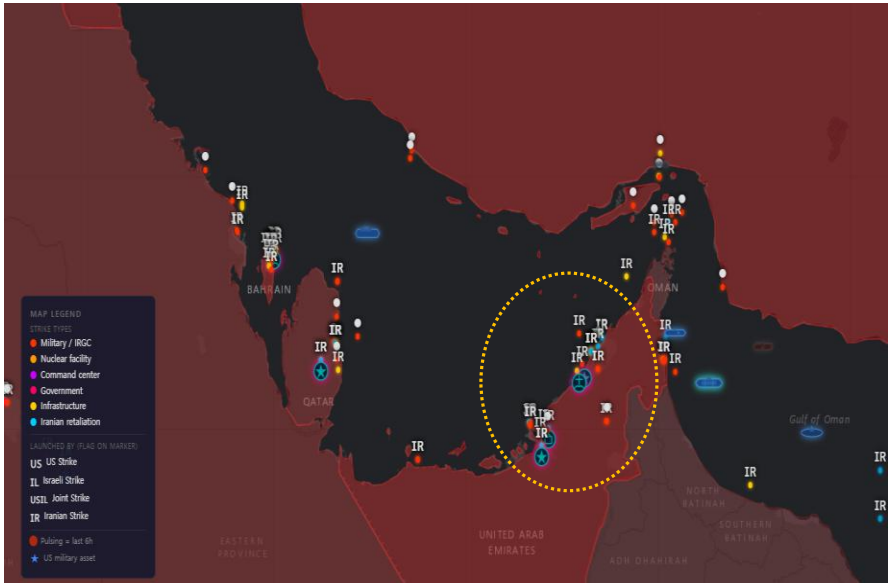
- UAE는 이란과 지리적으로 가깝고 미군 기지가 존재하기에 이란의 반격 공습의 주된 목표가 되어 왔음
- 실제로 UAE의 유전과 수출 터미널을 중심으로 이란의 보복 공격이 다수 진행
- 이러한 영향으로 UAE의 원유 생산에서 최대 -190만b/d 가동 중단이 발생. 수출 터미널의 피해까지 고려하면 보다 더 큰 폭의 손상이 확인
- 정상화 및 증산에 시차가 발생할 수밖에 없는 UAE. OPEC 탈퇴 선언에도 유가에 큰 반응이 없었던 이유
- 27년 이후부터 본격적인 공급이 가능할 전망

3월 기준 UAE 원유 및 천연가스 생산 차질 추정

시설	유형	평시 생산/캐파	현재 상태	영향
Upper Zakum	해상 원유	100만b/d	가동 중단	-100만b/d
Das Blend	해상 원유	70만b/d	가동 중단	-70만b/d
Umm Lulu	해상 원유	23만b/d	가동 중단	-23만b/d
Murban	육상 원유	162만b/d	부분 차질	중단 재개 반복
Fujairah 항만	수출 터미널	170만b/d 처리	부분 차질	중단 재개 반복
Shah 가스전	천연가스	~500 MMcf/d	가동 중단	(천연가스) -0.5 Bcf/d
총 영향				원유 -193만b/d

자료: 언론 보도 종합, 상상인증권 리서치센터

UAE 주요 석유 시설과 이란의 폭격 지점(~5/11)

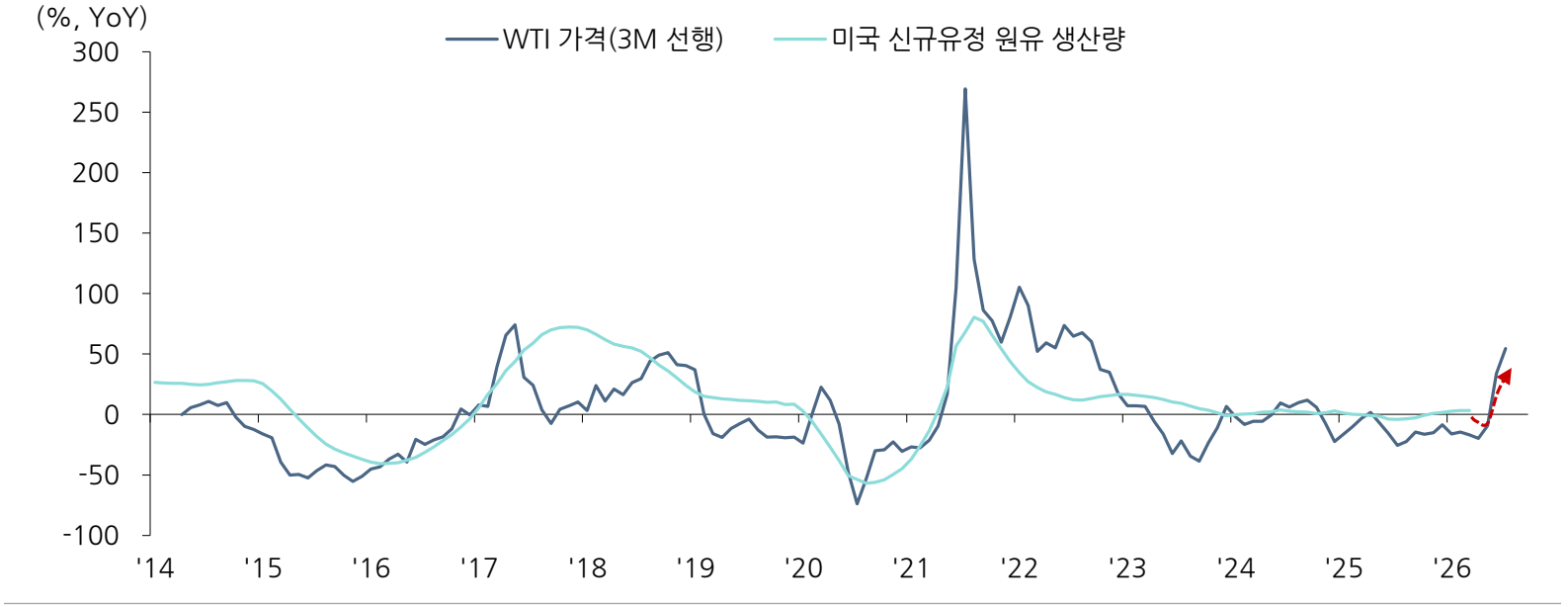


자료: Iranstrikemap, 상상인증권 리서치센터

이 시각 미국의 원유 생산 업체들은?

- 신규 유정 원유 생산량은 미국 E&P 기업들의 신규 유정 투자를 확인할 수 있는 척도
- 최근까지 신규 유정의 원유 생산량은 전년 대비 증가율이 0에 수렴하면서 증산도 감산도 아닌 생산량 유지 기조 지속
- 이는 낮았던 유가로 인한 수익성 악화 및 철강 관세로 인한 생산 단가 상승 등이 원인
- 다만 이번 전쟁으로 인해 3월부터 유가의 급등세가 확인됨. 통상적으로 월평균 WTI 가격의 YoY 변화가 미국의 총 원유 생산량의 YoY 변동을 3개월 선행(상관계수 0.64). 하반기부터 신규 유정의 생산량 증가를 전망하는 이유

WTI 가격 및 미국 신규 유정 원유 생산량



자료: EIA, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미국 원유 생산량이 늘어날까? ① 규제 비용과 BEP 유가

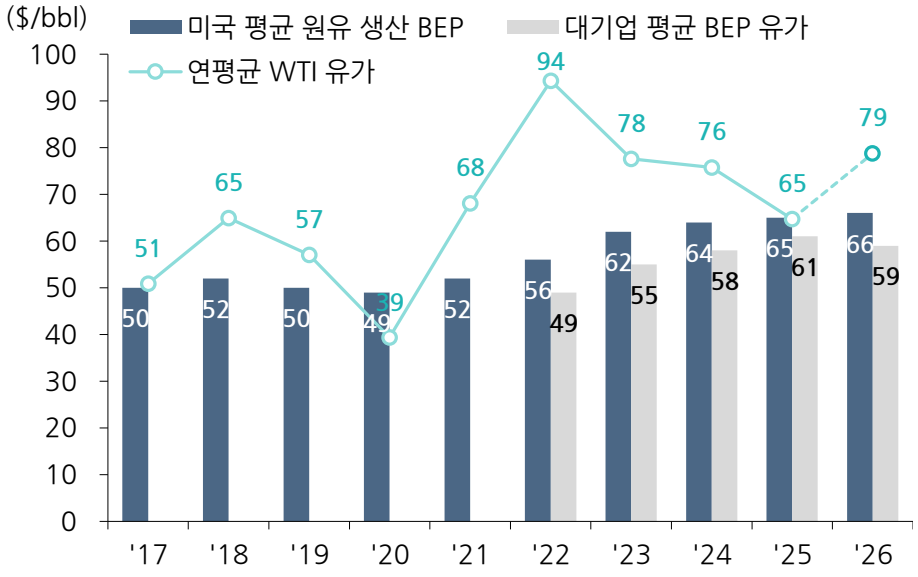
- 유가 상승 & 유정 재고(DUC) 감소로 신규 시추 유인이 커지는 환경
- 다만 실제 신규 시추로 이어지기 위해선 규제 및 비용 측면에 대한 점검이 필수적
- 바이든 행정부의 IRA로 상승한 연방정부 토지 임대 로열티가 트럼프 대통령의 OBBBA로 회귀(16.67% → 12.5%)
- 가스 소각 로열티 및 메탄 배출 수수료 인하 등 규제 비용 측면에서는 여건 개선 확인
- 이러한 영향은 BEP 서베이에서 확인됨. 관세로 인한 원재료비 상승에도 평균 신규 시추 BEP 유가는 66달러로 소폭 상승에 그쳤고, 대기업의 시추 비용은 59달러로 서베이 집계 이후 최초로 전년 대비 하락

연방정부 토지 임대 및 시추 비용 관련 법안 변화

조항	바이든 IRA (2022.8)	트럼프 OBBBA (2025.7)
최소 로열티	12.5% → 16.67% 인상	12.5% 복원
가스 소각 및 분출 로열티	신설	면제
비경쟁 임대	폐지	부활
최소 입찰가	$2 → $10/acre	$10/acre 유지
Rental rate	$3/$5/$15 단계	$3/$5/$15 유지
메탄 배출 수수료	부과	2035년까지 유예

자료: BLM, 상상인증권 리서치센터

미국 평균 BEP 및 연평균 WTI 유가

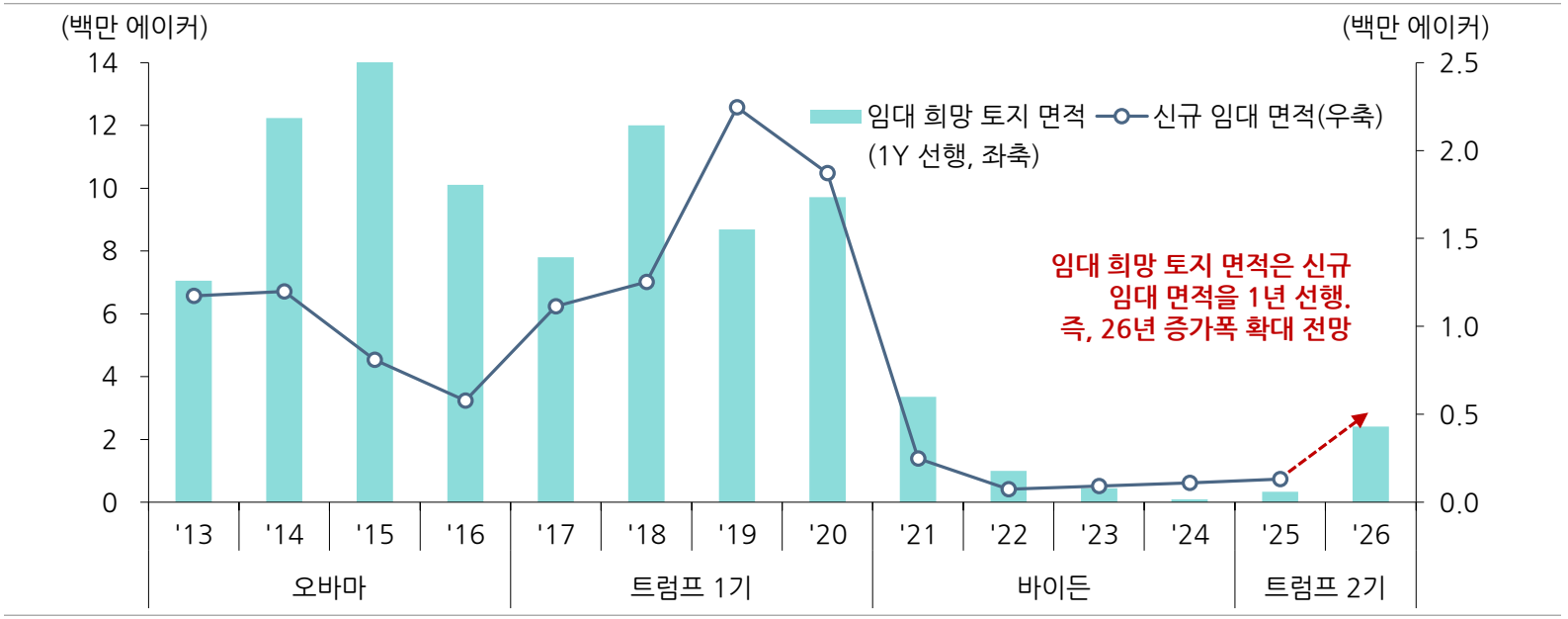


자료: Bloomberg, Dallas Fed, 상상인증권 리서치센터
주: 26년 평균 유가는 연초 ~ '26.04까지의 평균 / 대기업은 1만b/d 이상 생산 기업 기준

미국 원유 생산량이 늘어날까? ② 연방정부 임대 면적

- 실제 E&P 업체들의 연방정부 토지 임대 및 시추 계획을 엿볼 수 있는 임대 희망 토지 면적은 25년도에 반등
- 임대 희망 토지 면적은 실제 신규 임대 면적을 1년 선행하는 모습이 확인
- 26년부터 법안 개선과 유가 상승 등 신규 시추에 우호적인 환경 조성으로 올 하반기부터 추가 시추가 증가할 것으로 전망됨

임대 희망 토지 면적과 실제 신규 임대 면적

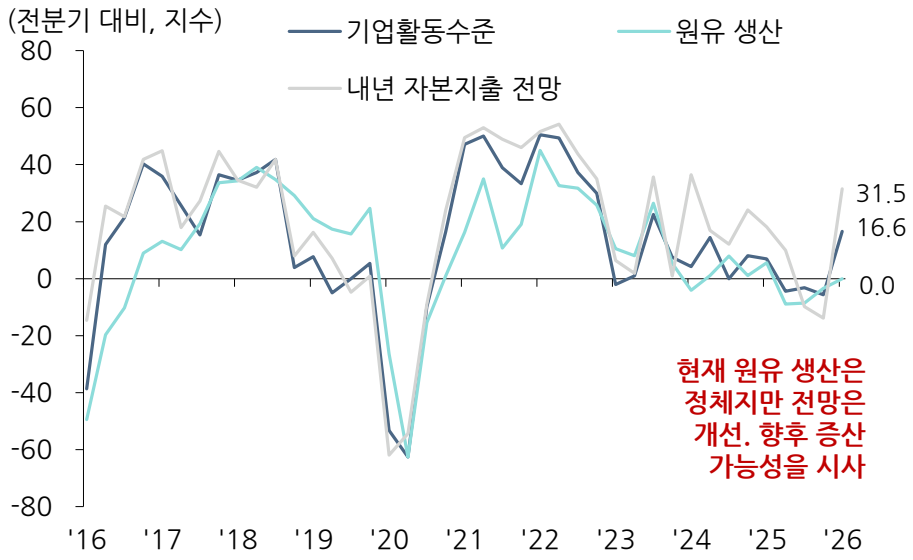


자료: BLM, 상상인증권 리서치센터

미국 원유 생산량이 늘어날까? ③ E&P 기업들의 심리 변화

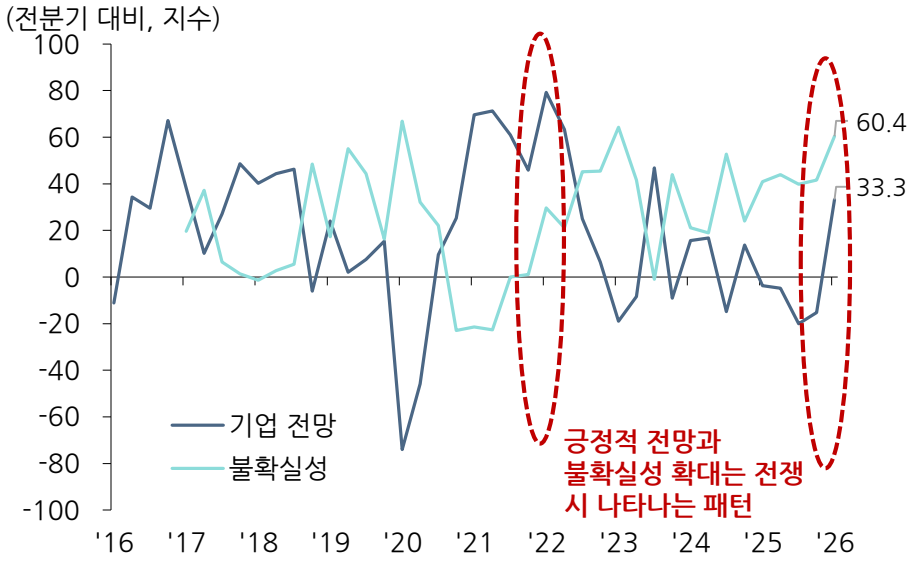
- E&P 업체들에 대한 댈러스 연준의 서베이에서 현재 원유 생산 활동은 전분기에 비해 큰 차이가 없으나, 내년도 자본지출 및 기업활동은 전분기 대비 개선
- 다만 기업 전망 개선에도, 불확실성 지수도 함께 상승. 보통 기업 전망과 불확실성은 역의 상관관계가 강하나, 전쟁 등 불확실성이 큰 상황에서는 동반 상승, 22년 1분기 러-우 전쟁 때도 확인되었던 패턴
- 향후 전망에 대한 불확실성이 크긴 하나, 하반기 $80 이상 유가 수준 유지될 시 신규 투자 증가는 가능할 전망

댈러스 연준 에너지 서베이에서의 E&P 업체 응답 내용



자료: Dallas Fed, 상상인증권 리서치센터

E&P 업체들의 기업 전망 및 불확실성 서베이 응답

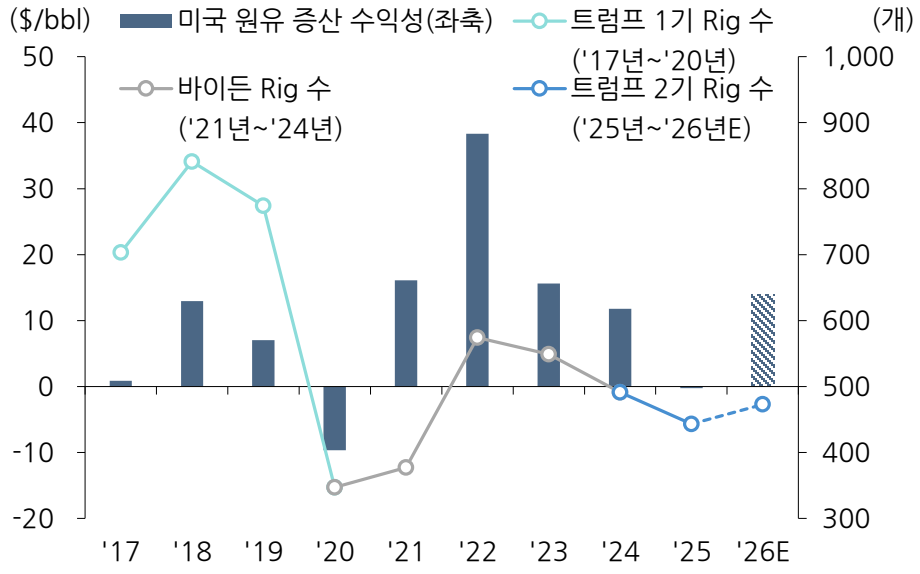


자료: Dallas Fed, 상상인증권 리서치센터

연말까지 미국 10만b/d 증산 가능하나, 유의미한 유가 하락 제한적

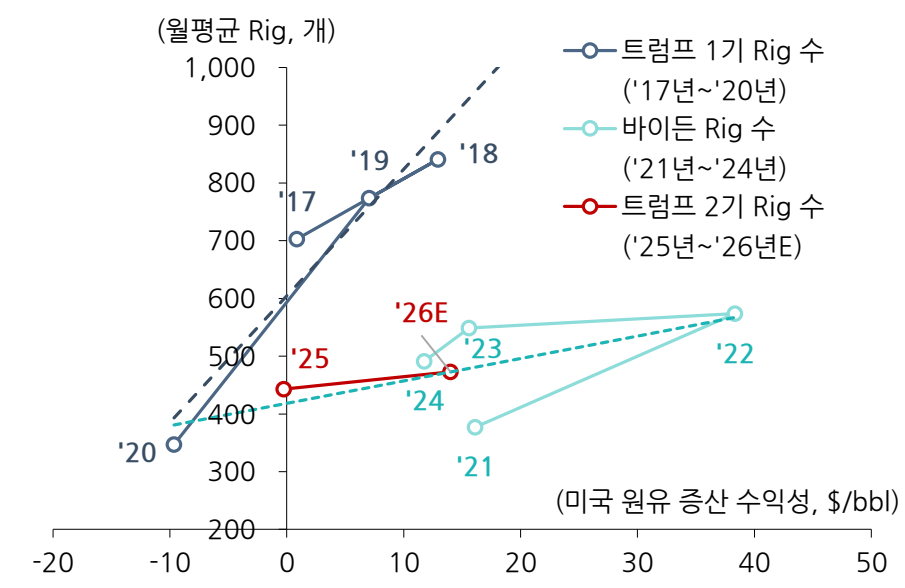
- 올해 평균 80달러 유가를 가정하면 E&P 업체들의 평균 수익성은 배럴당 14달러 수준
- 다만 전쟁 불확실성으로 과거 트럼프 1기와 같은 유정 투자 기조는 제한된 상황.
- 따라서 바이든 행정부 기간의 보수적 투자 기조를 가정하면 올해 평균 Oil Rig는 472개로 증가할 전망('26년 5월 410개)
- 하반기부터 집중될 경우 미국 '26년 말 원유 생산량은 현 수준(1,375만b/d)보다 +10만b/d(리그 수 +60개 * 리그당 신규 유정 생산량 1,692b/d≈10만b/d) 증가한 1,385만b/d 전망.
- 보수적 증가 가정 감안해도 4Q 중동 생산 차질 추정치(-170만b/d)를 고려하면 유의미한 유가 하락 역할은 제한될 전망

미국 원유 증산 수익성과 Rig(시추기) 수 추이



자료: Dallas Fed, EIA, 상상인증권 리서치센터

미국 원유 증산 수익성과 Rig(시추기) 수 관계



자료: Dallas Fed, EIA, 상상인증권 리서치센터

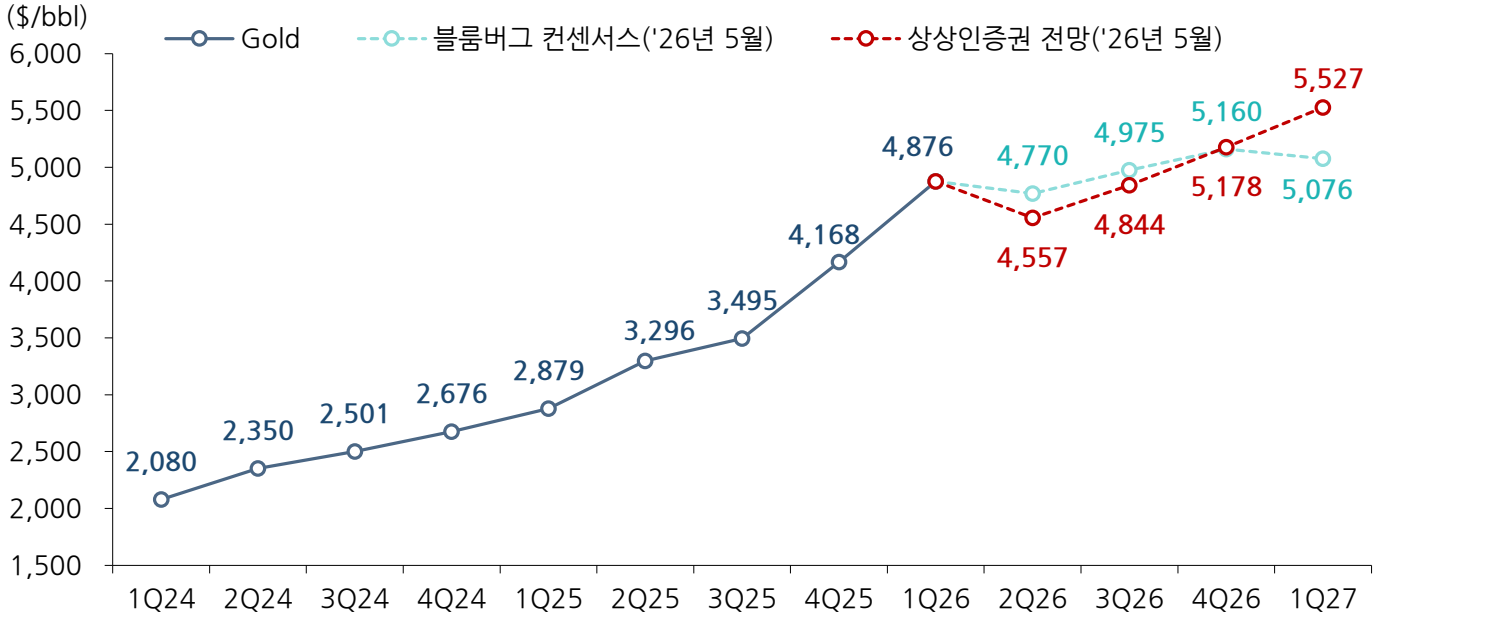
PART 03

금: 고금리 강달러에도 상승 전망

GOLD: 중앙은행 매수 유지되며 완만한 상승 전망

- 금 가격은 전쟁과 고유가 영향으로 2분기 소폭 하락할 것으로 전망
- 다만 3분기 이후부터 중앙은행 순매입 지속되면서 4Q26 5,000달러 레벨 안착 가능할 전망
- 금리 및 달러화 환경이 금 가격에는 비 호적이나, '22년 이후부터는 신흥국 중앙은행의 순매입 여부가 금 가격의 핵심 결정 요인이기에, 우상향 추세가 유지될 것으로 판단

금 가격 추이 및 전망치

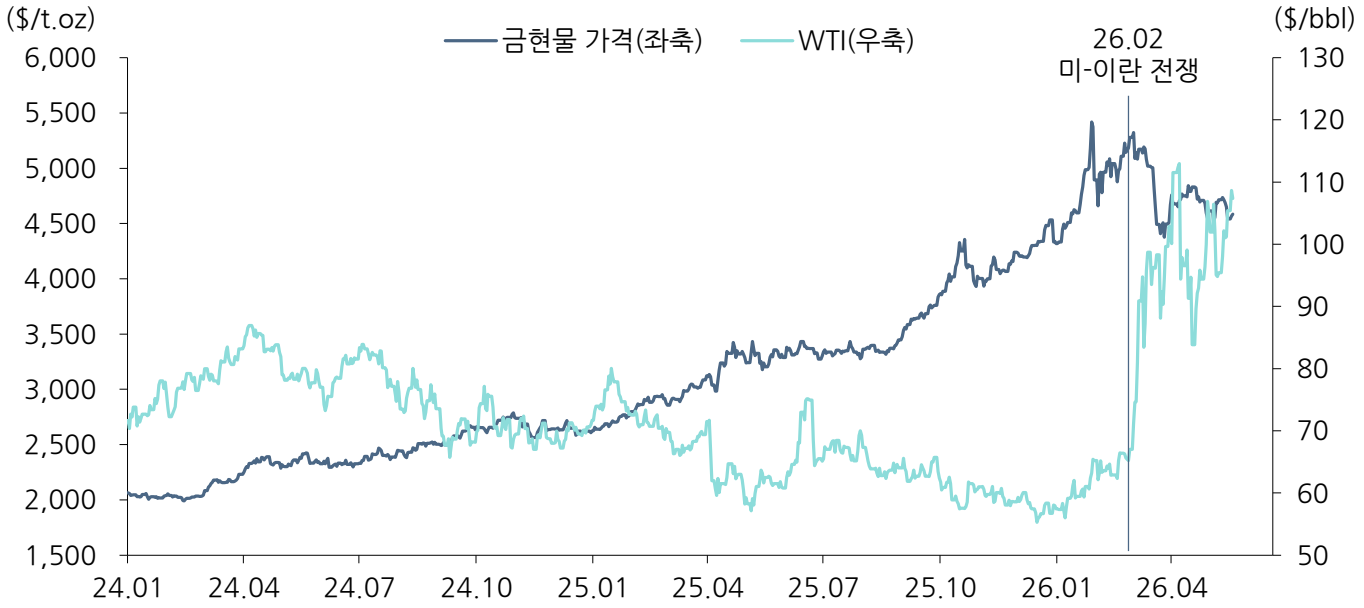


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

사상 최고가 흐름 도중 전쟁에 브레이크가 걸린 금

- 금 가격은 1분기 5,500달러로 역대 최고치를 기록하며 상승 랠리를 이어감
- 다만 2월 말 미-이란 전쟁 발발 직후 급락세를 시현
- 이는 유가 급등과 시장금리 상승 국면에서 금 가격이 약세를 보이기 때문
- 이후 전쟁 상황과 유가 및 금리 흐름을 주시하며 온스당 4,500달러 전후 레벨에서 등락 중

금 현물 가격과 WTI 근월물 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

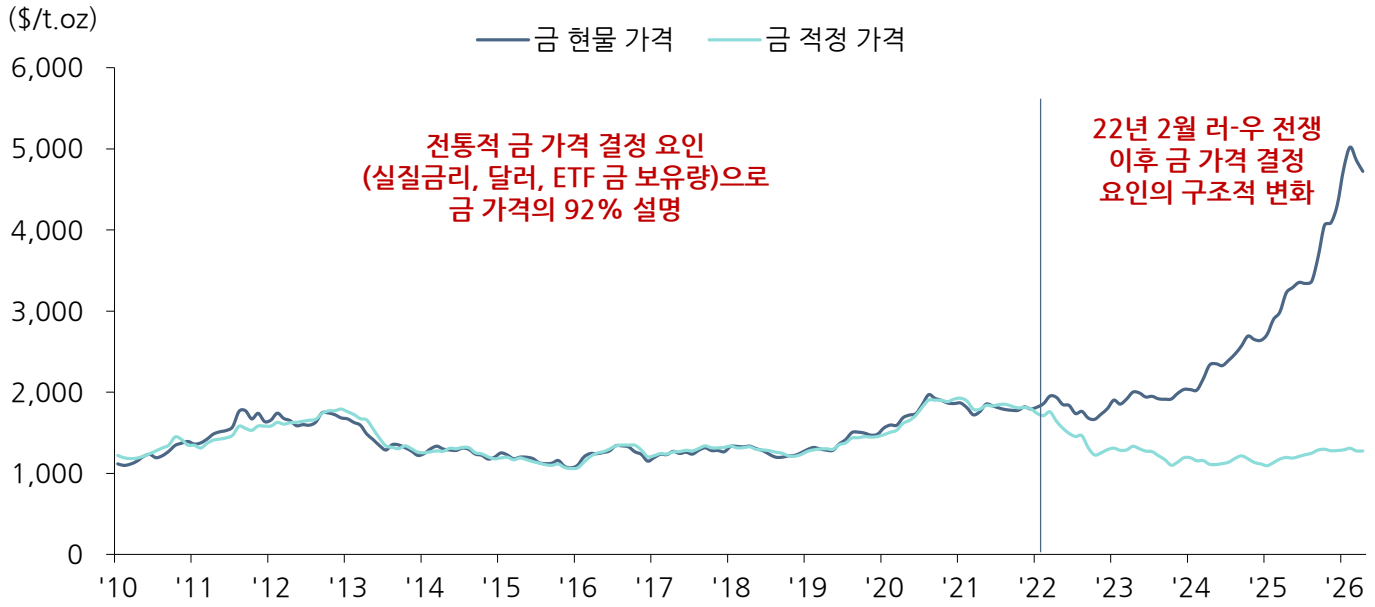
전통적 금 가격 결정 변수들의 관계 약화

- '10년 1월 ~ '22년 1월까지 월평균 금 현물 가격은 실질금리와 달러지수, ETF 금 보유량으로 92% 이상을 설명 가능

$$Ln(\text{금 가격}) = \alpha + \beta_T \times \text{실질금리} + \beta_D \times \ln(\text{달러지수}) + \beta_E \times \ln(\text{ETF 금 보유량}) + \varepsilon$$

- 22년 2월 이후 잔차가 커지면서 모델 예측치를 벗어나는 금 가격 상승 랠리가 확인
- 고금리 강달러 환경에서 금 가격이 상승세를 시현한 것.
- 이는 22년 이후 금 가격 결정 요인들의 구조적 변화를 의미. 중앙은행 매입과 탈달러 기조가 대표적인 요인

금 현물 가격과 적정 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

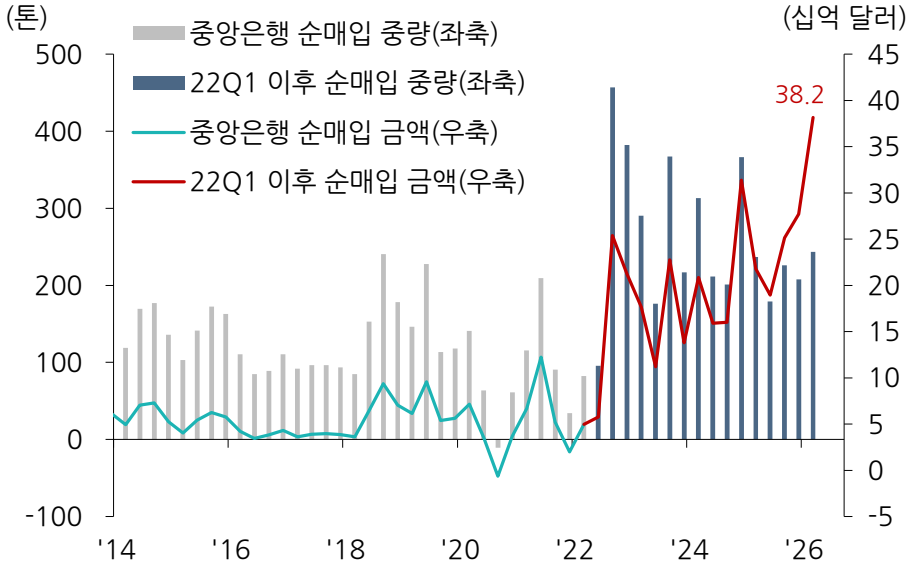
중앙은행 수요가 이제는 금 가격 결정의 핵심

- 22년 2월 러-우 전쟁 이후 달러 자산 동결 리스크 부각
- 이에 중국을 중심으로 중앙은행들의 탈달러 기조가 확인됨. 달러화의 대체 자산은 금밖에 없는 현실
- 이에 '22년 2분기부터 급속도로 순매입 물량 증가. 전쟁 전 평균 125톤 대비 2배가량 증가한 271톤을 순매수 중
- 금 가격 상승을 반영한 금액 기준은 4배 증가한 평균 210억 달러, '26년 1분기는 382억 달러로 추정
- 금 가격의 핵심 변수로 중앙은행이 등장한 배경. 그 영향력은 시간이 갈수록 더 커지는 중

글로벌 중앙은행 준비자산 중 달러화 비중

자료: IMF, 상상인증권 리서치센터

중앙은행 분기별 금 순매입 중량 및 금액



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
주: 순매입 금액은 중앙은행 금 매입 중량에 분기 평균 금 가격을 곱하여 추정

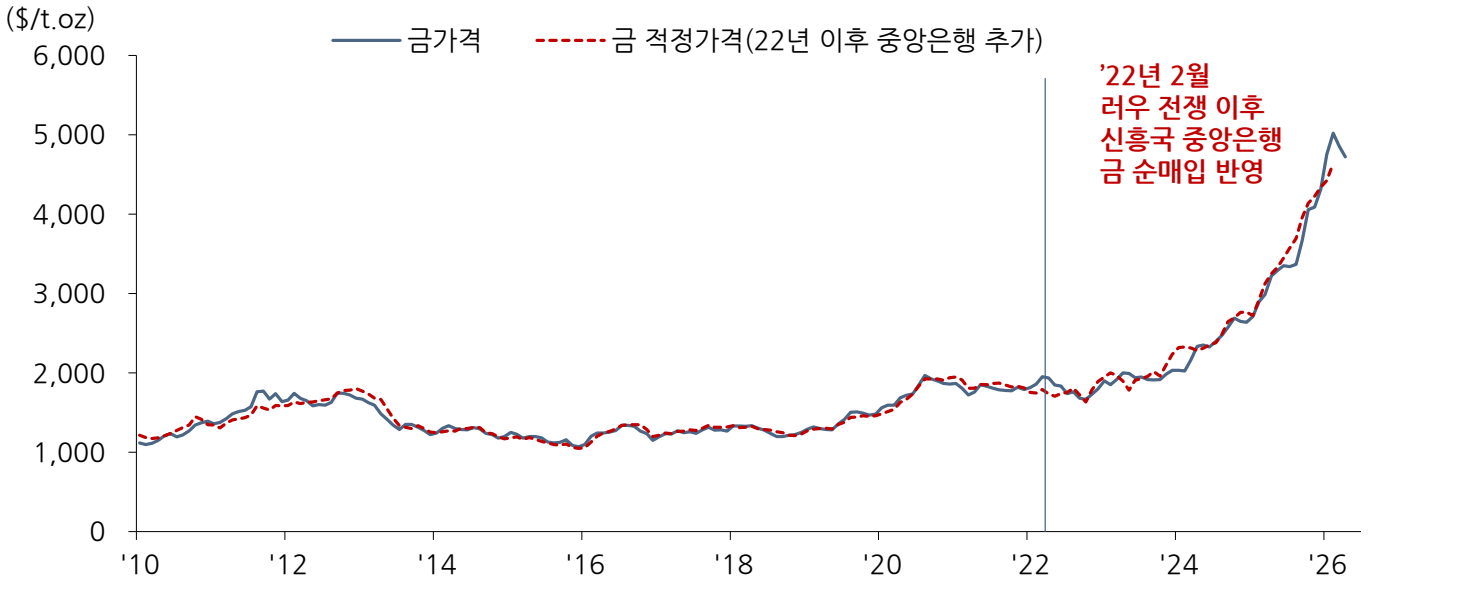
중앙은행 순매입을 반영하면 지금 금 가격을 설명 가능

- '22년 2월부터 실질금리·달러지수·ETF 보유량에 '22.2 이후 EM 중앙은행 누적 순매입(IMF)을 추가 변수로 도입

$$\ln(\text{금 가격}) = \alpha + \beta_T \cdot \text{실질금리} + \beta_D \cdot \ln(\text{달러}) + \beta_E \cdot \ln(\text{ETF}) + \gamma \cdot \text{EMCB} + \varepsilon$$

- 2010.1~2026.4 전체 표본에서 $R^2 = 0.978$. EM 중앙은행 100톤 매입이 금 가격을 +9.5% 상승시키는 효과로 추정
- 이는 ①직접적인 매수 압력과 ②탈달러화 시그널이 금 투자 수요로 파급되는 효과를 종합적으로 반영하는 것으로 해석

금 가격과 중앙은행 변수를 추가한 금 가격 적정 가치 평가



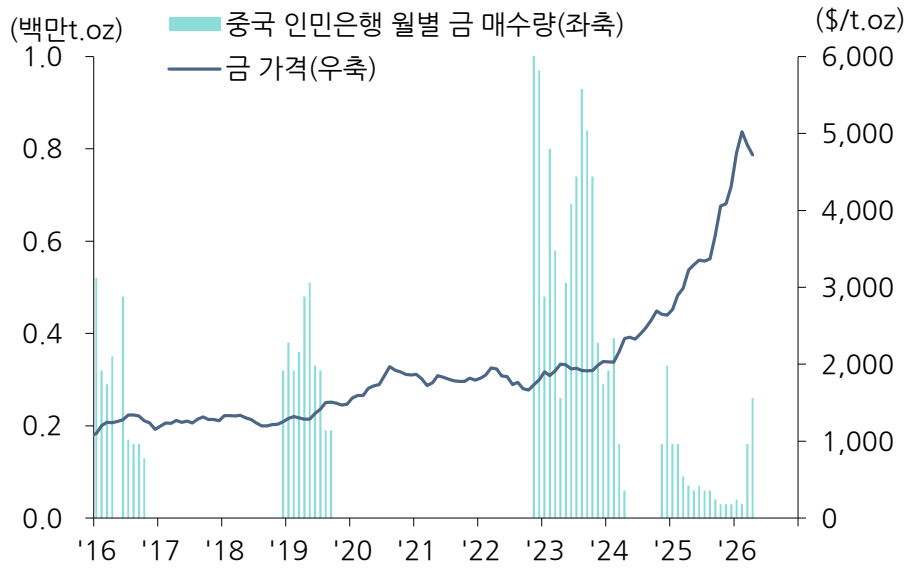
자료: Bloomberg, IMF, 상상인증권 리서치센터
EMCB 변수: IMF EM 중앙은행 금 보유량에서 22.2 보유량을 0으로 두고 그 이후 누적 보유 증가분 사용. 단, IMF는 보고된 물량만을 집계하므로 비공개 매입은 미포함

03 금: 고금리 강달러에도 상승 전망

① 중앙은행의 순매입은 지속될 전망

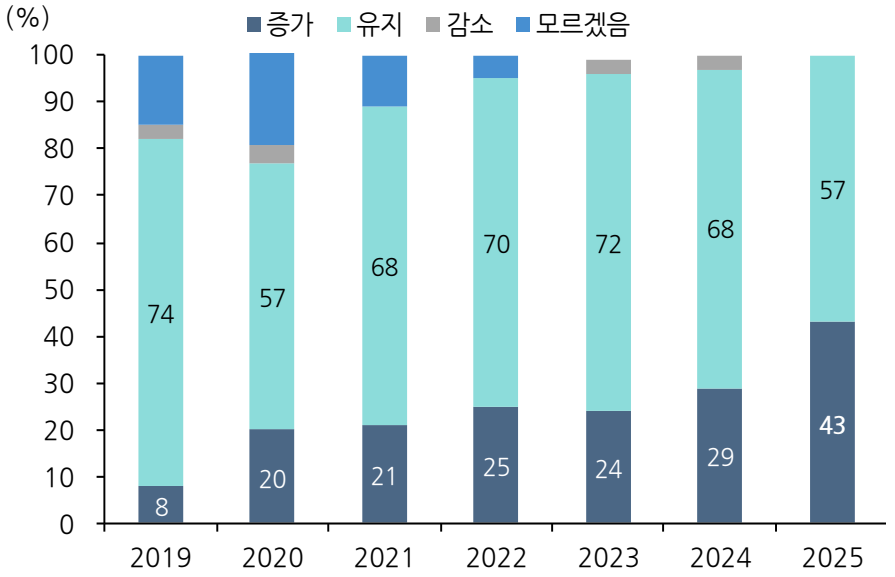
- 중국 인민은행은 22년 말부터 금 매입을 지속. 금 가격 상승이 지속되어 4,500달러 이상에서도 3~4월 매수세가 가속
- 최근 전쟁과 금 가격 조정 국면에서는 매입량을 늘릴 가능성이 큼
- 중앙은행들의 자국 금 보유량 서베이 응답도 증가 추세 지속. 특히 올해부터는 트럼프 행정부의 군사 행동이 증가하면서 지정학적 불확실성이 확대. 준비자산 다변화를 야기할 수밖에 없는 환경
- 신흥국 중심 중앙은행 금 순매입은 현 추세를 유지하며 지속 증가할 것으로 판단

중국 인민은행 금 매입량과 금 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

중앙은행들의 향후 내년도 자국 금 보유량 전망 서베이



자료: World Gold Council, 상상인증권 리서치센터
2025년 기준: 72개 중앙은행(선진국 14, 신흥국 58) 대상 조사

03 금: 고금리 강달러에도 상승 전망

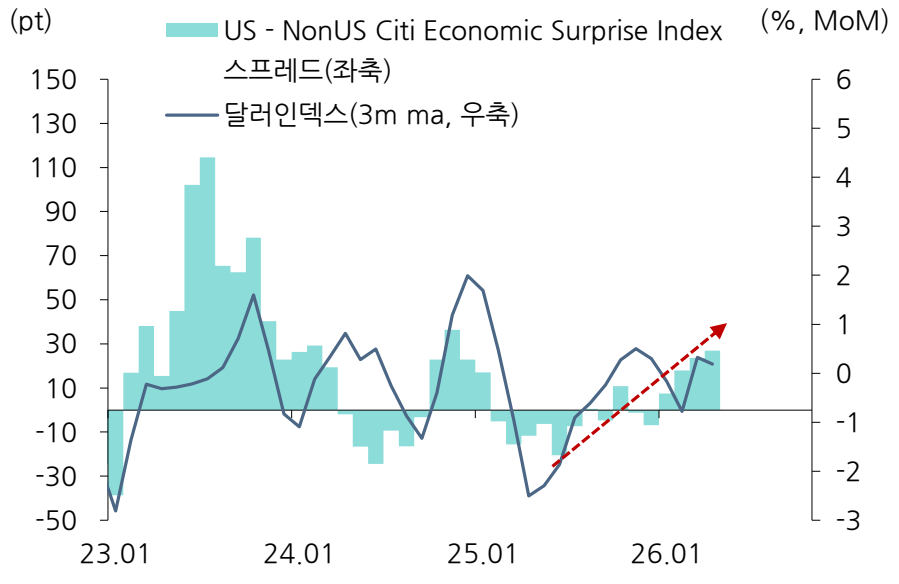
② 전통적 금 가격 결정 요인(금리 & 달러)들은 중립적

- 금 가격의 전통적 결정 요인인 (실질)금리와 달러화 흐름은 전쟁 영향이 하반기까지 지속되면서 상방 압력 확대
- 유가 상승 기간이 길어지면서 인플레이션 상방 압력 확대
- 이에 연말 미 연준 금리 전망이 유가를 따라 올라가면서 주요국 국채 금리 상승 속도도 가팔라지는 모습
- 미 달러화는 AI 밸류체인을 주도하고 있는 미국 경기의 상대적 우위까지 확대되면서 하단이 제한된 상황
- 금리와 미 달러화는 더 이상 금 가격을 지지해 줄 요인으로 작용하기 어려운 상황

'26년 말 연준 금리 전망 및 WTI 추이

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미국 경기 상대 우위 & 달러인덱스 전년 대비 변화율(3m ma)

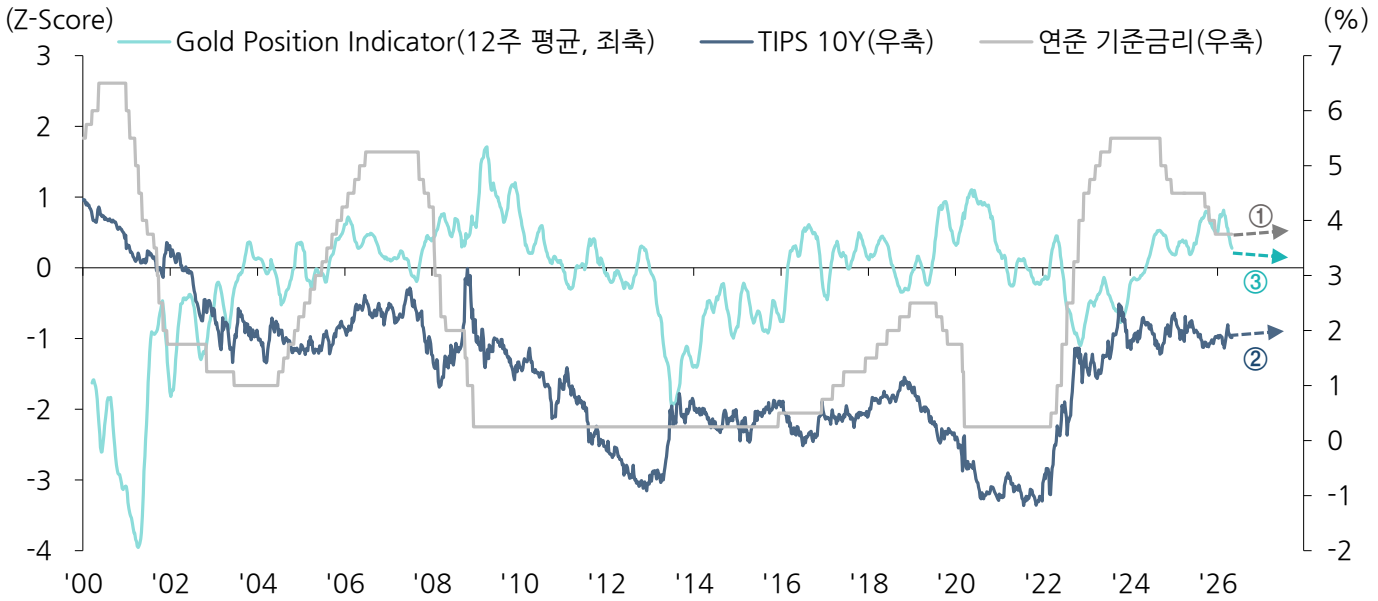


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

③ 금리 변동에 민감한 투자 수요. 투자 수요도 중립 전망

- 금에 대한 투자수요(선물, 옵션, ETF 등)를 종합하여 Gold Position Indicator를 구성
- 해당 지표는 실질금리의 영향을 역방향으로 크게 받는 모습
- 실질금리는 결국 기준금리에 방향성이 종속될 수밖에 없는 현실
- 금리 전망의 상향 조정은 금에 대한 투자수요를 위축시켜 금 가격 랠리를 강하게 뒷받침하기 어려울 전망

금 포지션 지표와 연준 기준금리, 미국 물가연동 채권 금리

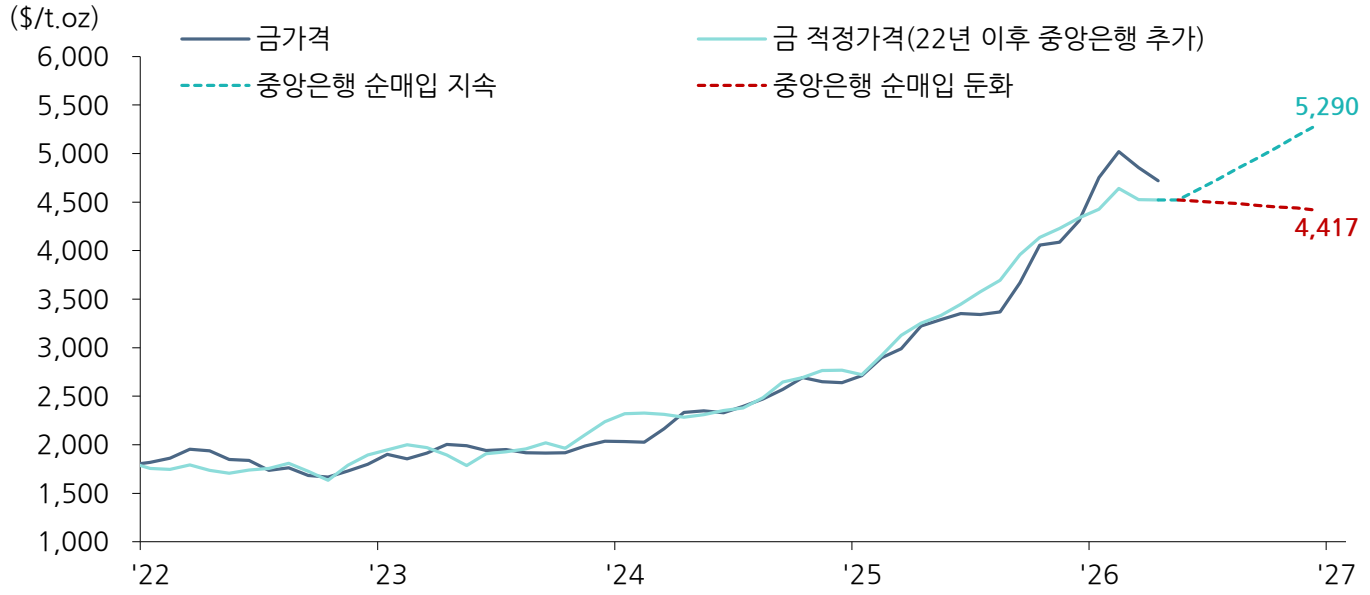


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터
Gold Position Indicator: ①COMEX Net Speculative Positions (% of OI), ②SHFE Net Long Positions (% of OI), ③25Delta risk Reversal 3M, ④ETF Gold Holdings의 Z-score 평균, 상상인증권 자체 계산

결론: 중앙은행 수요가 홀로 견인할 금 가격

- 달러와 금리의 비우호적 환경 속에서도 신흥국 중앙은행 수요가 유지(월평균 +27톤)된다면 금 가격은 연말까지 온스당 5,290달러로 추가 상승 가능할 전망
- 반면 중앙은행의 순매입이 둔화되는 시나리오 하에서는 더 이상 금 가격의 상승을 기대하긴 어려운 현실
- 높아진 지정학적 불확실성과 탈달러 기조는 유지될 공산이 크기에, 당사는 신흥국 중앙은행 수요 유지 시나리오를 기준으로 금 가격 전망치를 제시

월 평균 금 가격 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

상상인증권
sangsangin securities