



철강/비철금속 (Positive)

귀금속: 금리 충격 이후에도 하단은 견고

▶ Analyst 권지우 jiwoo.kwon@hanwha.com 3772-7689

금 · 은 조정의 원인은 펀더멘털이 아니라 금리

금의 최근 조정은 강세장의 종료가 아니라, 금리와 달러가 단기 상단을 누르는 구간으로 보는 것이 적절하다. 금은 1월 사상 최고치 대비 약 25%, 은은 약 46% 하락하며 각각 7개월, 6개월여 만의 저점으로 밀렸다. 그러나 하락의 동인은 수요 구조의 훼손이 아니라 중동발 인플레이션 우려와 그에 따른 금리·달러 상승이다. 단기 상단은 낮아졌지만 중앙은행 매입과 공급 부족이라는 구조적 하단은 오히려 견고해졌다. 6월 FOMC와 중동 정세가 단기 방향을 가르는 변수다.

전쟁이 안전자산 금을 누른 역설

이번 조정의 본질은 전쟁이 안전자산 프리미엄이 아니라 실질금리 역풍으로 작동했다는 점이다. 통상 지정학 리스크는 금에 우호적이지만, 이번에는 호르무즈 봉쇄에 따른 에너지 가격 급등이 인플레이션을 자극했다. 5월 미국 소비자물가는 전년 대비 4.2% 상승해 2023년 4월 이후 최고치를 기록했고, 에너지 가격이 23.5% 급등하며 헤드라인을 견인했다. 이는 연준의 금리 인상 기대로 이어져 실질금리와 달러를 밀어 올렸고, 이자가 없는 금의 보유 기회비용을 키웠다. 이번 하락은 펀더멘털 붕괴가 아니라 실질금리 충격에 동반되는 되돌림에 가깝다. 다만 금리를 밀어 올린 원인이 강한 경기가 아니라 인플레이션과 재정 불안인 만큼, 충격이 진정되면 같은 요인이 다시 헤지 수요로 전환될 여지가 있다.

가격은 빠져도 구조적 하단은 두꺼워졌다

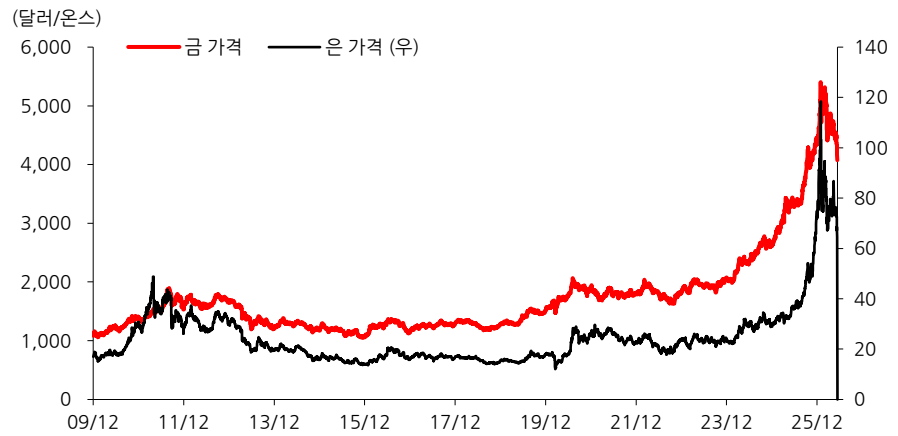
단기 조정됐지만, 금은 모두 하단을 받치는 근거는 강화됐다. 금은 중앙은행 매입이 핵심이다. 1분기 중앙은행 순매입은 244톤으로 25년 만의 분기 최대였고, 가격이 사상 최고 구간이던 최근에도 순매입 기조가 18개월째 이어졌다. 특히 중국의 외환보유액 내 금 비중은 9%로, 27% 안팎인 평균과 격차가 커 신흥국 중앙은행이 비중을 더 늘릴 구조적 여력이 크다. 가격에 둔감한 이들의 매수가 조정 구간마다 하단을 떠받친다. 은은 공급 측 비탄력성이 하단을 보강한다. 2026년까지 6년 연속 공급 부족이 전망되는 가운데, 은 공급의 약 70%가 다른 금속의 부산물이어서 가격이 올라도 독립 증산이 어렵다. 시장은 단기 가격에 반응하지만, 조정 구간마다 구조 수요가 물량을 흡수하며 하단을 단단하게 만드는 흐름이다.

제련사, 1분기 피크보다 높아진 이익 수준의 지속성

단기적으로 제련사에 있어 관심사는 높아진 이익 체력을 얼마나 잘 지켜내는가다. 고려아연과 LS MnM은 모두 1분기 호실적을 기록했으나, 귀금속 급등이 부각된 구간이어서 그대로 연월화하기는 어렵다. 다만 분기 두 회사 모두 가격 조정에도 귀금속 및 비철금속 가격의 견조한 하단과, 높은 회수율 등 제련 경쟁력으로 낮은 TC에도 불구하고 일정 수준 이상의 이익 체력을 유지할 수 있을 전망이다. 앞서 기술했듯 금은의 가격이 전쟁 이후 다시 강세를 보일 가능성도 배제할 수 없다.

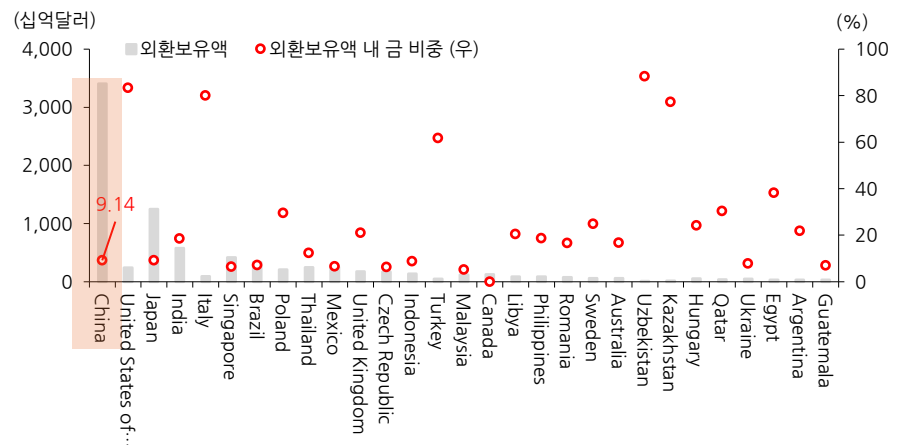
한편 중장기적으로는 고려아연과 LS는 각각 미국 전략광물 파트너·전력 인프라의 견조한 이익 성장이라는 투자 포인트를 지녔다. 2030년 미국 제련소 투자가 가장 확실한 중장기적 실적 및 밸류에이션 상향 요인이며, 그전까지는 구리 캐파 증설, 게르마늄·갈륨 신규 생산, 금은의 구조적 수요가 높아진 이익 체력을 뒷받침한다. LS의 경우 단기 변수는 LS MnM의 구리·귀금속 환산 가격이지만, 중장기 주가 설명력은 LS전선의 해저·지중부스덕트 수주가 전력 인프라 사이클 속에서 안정적인 매출과 이익으로 전환되는가다.

[그림1] 금은 가격 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

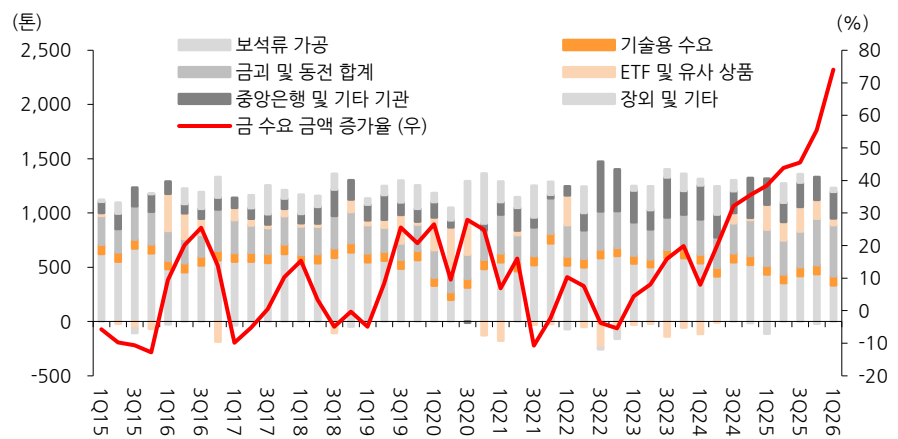
[그림2] 국가별 외환보유액 및 외환보유액 내 금 비중



주: 2026년 6월 기준

자료: WGC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 금 수요 추이



자료: WGC, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 은 수요와 공급

구분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	YoY 2025	YoY 2026F
공급									
광산 생산	790.3	825.4	833.7	810.7	823.6	846.6	844.1	3%	-0.3%
재활용	181.5	191.8	194.6	184.6	194.5	197.6	211.3	2%	7%
순 헤징 공급	8.5	0.0	0.0	0.0	0.0	44.7	10.0	na	-78%
순 공적부문 매각	1.2	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.0	4%	-35%
총 공급	981.6	1018.7	1030.1	997.0	1019.6	1090.4	1066.4	7%	-2%
수요									
산업용(합계)	511.9	564.1	592.3	657.1	679.0	657.4	639.6	-3%	-3%
전기전자	321.4	350.7	370.7	444.4	460.9	449.5	422.9	-2%	-6%
└ 태양광	82.8	88.9	118.1	192.7	197.5	186.6	151.0	-6%	-19%
브레이징 합금솔더	47.5	50.5	49.2	50.2	49.7	50.5	51.0	1%	1%
기타 산업용	142.9	162.9	172.4	162.6	168.4	157.4	165.7	-7%	5%
사진	26.9	27.7	27.7	27.3	25.5	24.2	22.5	-5%	-7%
주얼리	150.2	181.0	233.2	201.7	205.1	189.3	159.4	-8%	-16%
음식기	31.2	40.7	73.5	55.1	53.5	42.1	33.5	-21%	-20%
코인 및 순 바 수요	209.0	285.3	339.5	244.2	190.9	217.7	257.6	14%	18%
순 헤징 수요	0.0	3.5	17.9	11.5	3.5	0.0	0.0	na	na
총 수요	929.0	1102.4	1284.1	1197.0	1157.4	1130.6	1112.6	-2%	-2%
시장 수급 균형	52.5	-83.7	-254.0	-200.1	-137.9	-40.3	-46.3	-71%	15%
ETP 순투자	331.1	64.9	-117.4	-37.3	67.5	278.1	30.0	312%	-89%
ETP 제외 수급 균형	-278.6	-148.7	-136.6	-162.7	-205.4	-318.4	-76.3	55%	-76%
은 가격(US\$/oz)	20.6	25.1	21.7	23.4	28.3	40.0	-	42%	na

자료: Mett Focus, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 6월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (권자위)
 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%