

원자재 한눈에보는상상인자신전략

최예찬 | 원자재/FX

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

금리가 올라도 내려도 금 가격은 오르는 이유

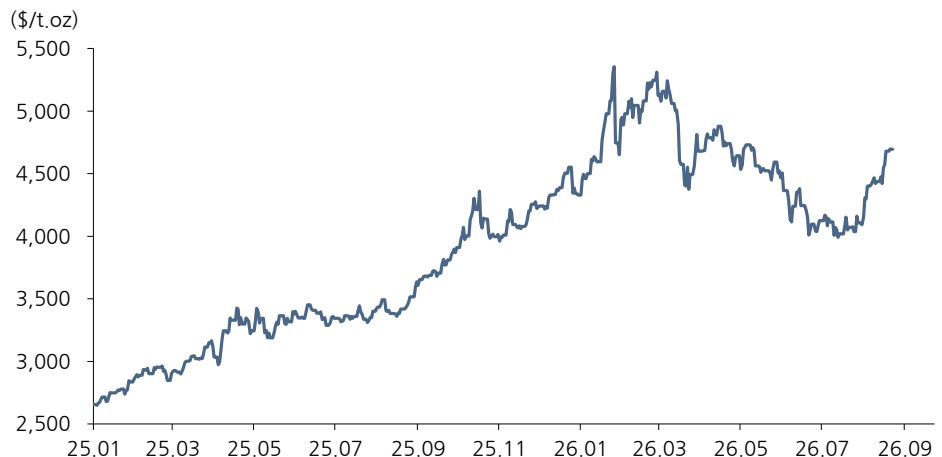
장기 금리 방향과 관계없이 금은 상승 지속

8월 중 금 선물(12월물)가격은 \$4,700 근방까지 15%가량 상승하며 반등세를 이어가고 있다. 주목할 부분은 금리 변동성이 커지는 구간에서 금이 상승했다는 것이다. 8월을 바이백 확대 발표 전후로 나누면, 장기금리가 오르던 전반부에도 금은 +6.6% 상승하였고, 발표 후 금리가 반락한 후반부에도 금은 +7.5% 가량 상승하였다. 재정 리스크에 따른 금리 상승도, 수급 관리에 따른 금리 하락도 모두 금에는 우호적으로 작용하고 있는 것이다. 즉, 최근 금 가격에는 금리의 방향보다 이유가 중요해 지고 있다.

금 가격을 결정하던 미 국채 금리, 무엇이 달라졌을까?

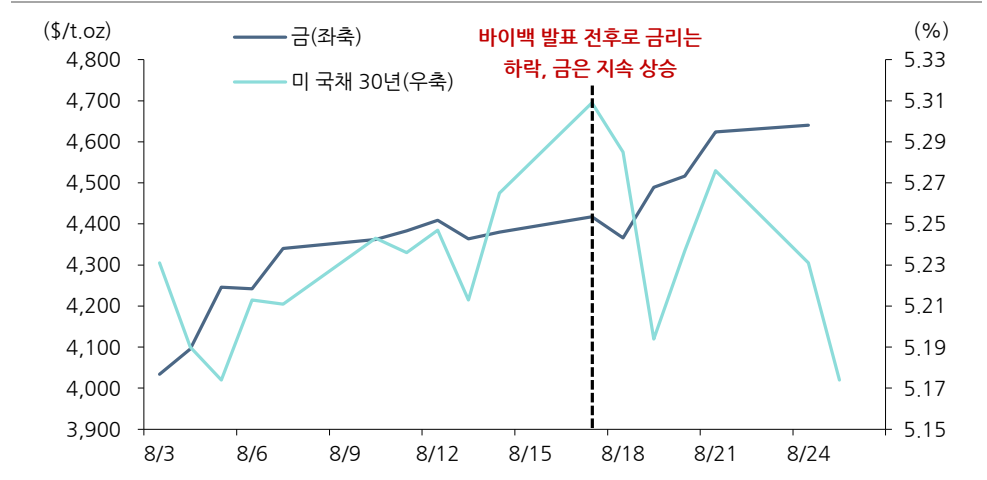
8월 미 국채 시장은 재정 리스크와 장기금리 관리가 정면으로 충돌했다. 7월 재정적자는 4,323억 달러로 2021년 3월 이후 최대였고 총부채는 40조 달러를 상회했다. 이에 미 국채 장기물 중심으로 금리 상승세가 나타났다. 19일 재무부는 10~30년 구간 바이백 한도를 회당 20억달러에서 최소 40억달러로 상향조정했고 TGA 현금을 재원으로 쓰는 방안도 거론된다. 미-일 공동개입과 FIMA 증액 요구 등에 이은 장기물 금리 관리 수단으로, 공통점은 근본적인 재정적자는 줄이지 않으면서 단기적인 수급을 조절하여 금리만 누를 수 밖에 없다는 것이다. 재정 리스크가 지속되는 한 장기금리 상승은 미 국채 신뢰도 하락을 통해, 금리 관리는 기회비용 하락을 통해 금에 우호적으로 작용한다. 결국 금리의 방향보다 성격이 금 가격을 결정하는 국면이며, 이 구조가 유지되는 한 금 가격은 상승 추세를 지속할 전망이다.

그림 1. 금 가격 추이



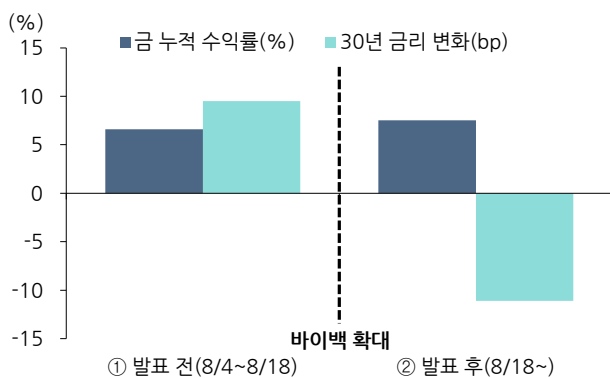
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미 국채 30년물 금리와 금 가격



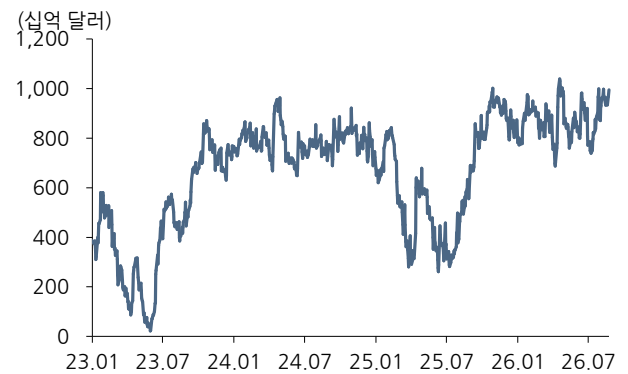
자료: Bloomberg, 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 8월 중 바이백 확대 발표 전후 미 국채 30년물 금리와 금 가격



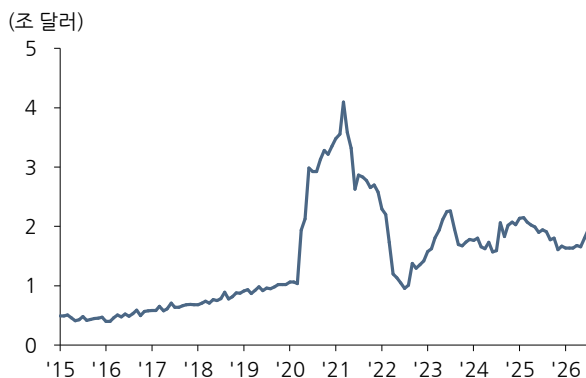
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 재무부 일반계정(TGA) 잔액



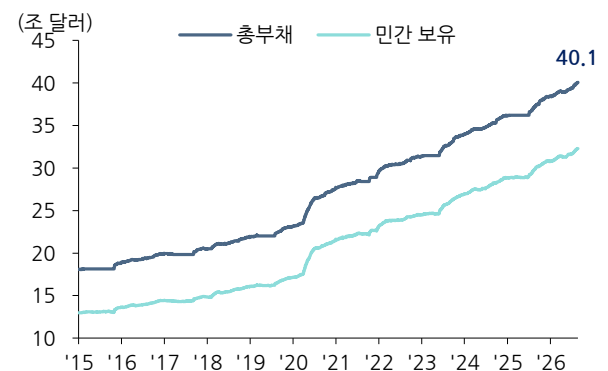
자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 미 연방 재정수지 12개월 누적 적자



자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 연방정부 총 부채



자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

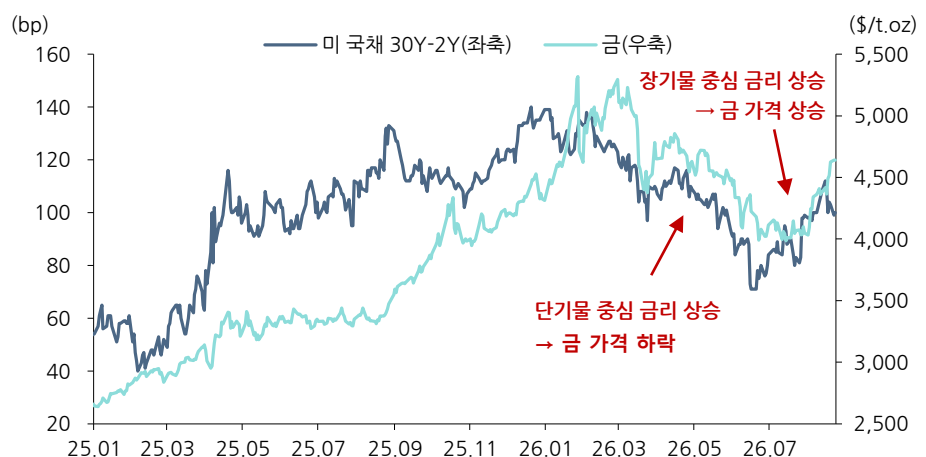
미 국채 금리 분해: 금은 금리가 어떨 때 오르는 걸까?

금과 미 국채 금리와의 관계는 국채금리의 구성 요인을 분해하면 명확해진다. 미 국채 10년물 금리는 ①단기 실질금리 기대와 ②기대인플레이션, ③기간 프리미엄의 합으로 구성된다. 단기 실질금리 기대는 실질 중립금리와 기대 통화정책 스텐스로 구분할 수 있다. ①이 두 요인이 상승하면 실질금리와 달러가 함께 올라 금 가격에는 명확한 악재다. 반면 ②기대인플레이션 상승은 명목금리를 높이더라도 실질금리 상승을 동반하지 않고 인플레이션 헤지 수요까지 자극한다는 점에서 금에 우호적이다. 마지막으로 ③기간 프리미엄은 상승 원인에 따라 금에 미치는 영향이 달라진다. 단순한 국채 공급 증가 및 수요 감소로 인해 금리 보상이 높아지는 경우라면 실질 장기금리를 끌어올려 금에 부담이다. 반면 재정 지속가능성이나 통화가치에 대한 신뢰 훼손이 기간 프리미엄을 끌어올리는 경우에는 실질금리 상승이라는 악재에도 불구하고 달러 가치와 재정 리스크에 대한 헤지 수요가 동시에 커지면서 명목금리와 금 가격이 함께 오를 수 있다.

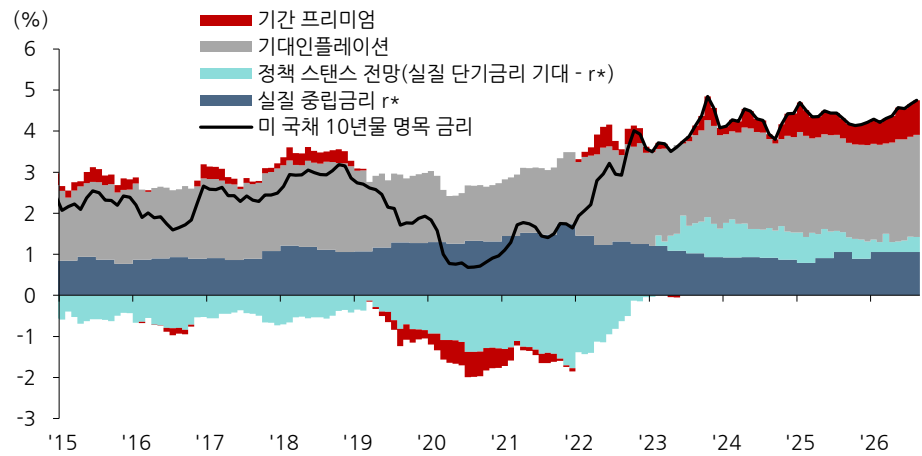
올해 금리 상승 과정은 이 차이를 잘 보여준다. 상반기에는 워시 의장 지명 이후 인상 리프라이싱이 진행되며 2년물 금리가 연초대비 70bp 가량 상승했다. 금리 상승의 중심이 기대 통화정책 스텐스, 즉 단기 실질금리 기대에 있었던 만큼 금은 고점 대비 약 25% 조정받았다. 반면 3분기 들어 10년물 금리는 26bp 상승했지만 상승분의 대부분은 기간 프리미엄 확대에서 비롯됐다. 전쟁과 유가 상승에도 BEI는 2.32%로 비교적 안정적이었다. 최근 장기금리 상승을 추가 긴축이나 인플레이션보다 재정 위험에 대한 보상 확대의 결과로 봐야 하는 이유다.

2022년 이후 금 가격과 금리 구성요소별 상관관계도 이를 뒷받침한다. 금은 실질 중립금리와 기대 통화정책 스텐스에 각각 -0.44, -0.27의 상관을 보여 실질금리 요인과는 여전히 반대로 움직였다. 반면 기대인플레이션에는 +0.44, 기간 프리미엄에는 +0.88, 총 명목 10년물 금리에는 +0.51의 상관을 보였다. 물론 레벨 변수 간 상관관계만으로 인과를 단정할 수는 없다. 다만 최근 금이 단순한 실질금리의 반대 자산을 넘어 재정과 달러 가치 리스크의 헤지 수단으로 거래되고 있음을 보여준다는 점에서는 의미가 있다. 즉, 금리와 금의 역관계가 깨진 것이 아니라, 금리를 움직이는 성분이 금에 불리한 통화긴축에서 금에 우호적인 재정 및 통화(달러)가치 리스크로 이동한 것이다.

그림 7. 미 국채 2년/30년 금리 스프레드 및 금 가격



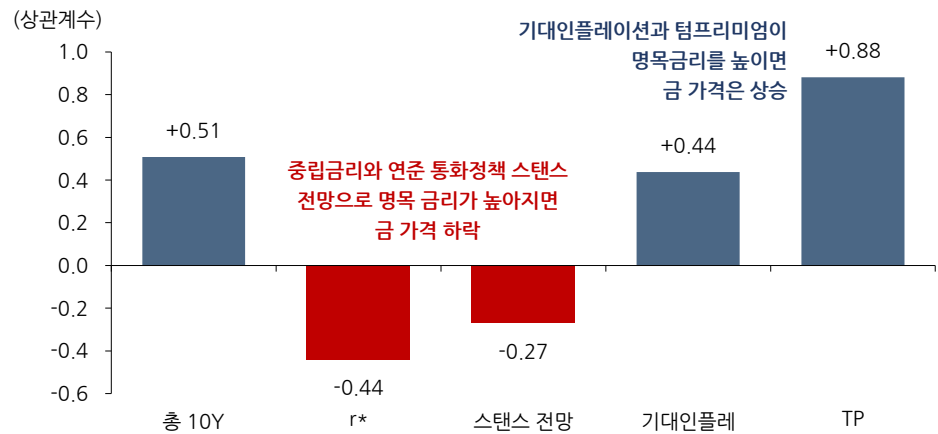
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 미 국채 10년물 금리 4요소 분해 (r^* + 정책 스탠스 전망 + 기대인플레이션 + 기간프리미엄)

자료: 뉴욕연준, 클리블랜드연준, FRED, 상상인증권 리서치센터

주: ① r^* 는 뉴욕연준 HLW(분기), ②기대인플레이션: 클리블랜드연준 모형 ③기간프리미엄: 뉴욕연준 ACM 기준.④정책 스탠스 전망: ACM 위험중립금리에서 기대인플레이션과 r^* 를 차감한 잔차로 계산

그림 9. 요소별 금 가격 간 상관계수(2022.01~)



자료: Bloomberg, 뉴욕연준, 클리블랜드연준, FRED, 상상인증권 리서치센터

재무부가 이기든 지든 금은 웃는다

재무부의 금리 관리가 성공하더라도 금 가격은 상승 추세를 지속할 가능성이 높다. 재정 건전화 없이 수급 조절로 만들어진 금리 하락은 금 보유의 기회비용을 낮추는 동시에, 재정 부담을 유동성과 금리 역제로 대응한다는 인식을 강화해 달러 가치 희석 우려를 자극할 수 있기 때문이다. 금리가 올라도 내려도 금에 우호적인 경로가 만들어지는 셈이며, 연말에도 이 구도는 쉽게 뒤바뀌지 않을 전망이다. 11월 3일 미국 중간선거 다음 날에는 차기 QRA가 예정돼 있다. 생활비와 주거비 부담이 주요 쟁점인 만큼 선거 이전에 의미 있는 재정긴축이 추진될 가능성은 작다. 시장은 현재의 국채 발행 규모로 2026년까지의 자금 수요는 충당할 수 있지만, 2027년 중에는 명목 쿠폰채 발행을 확대해야 할 것으로 예상된다. 현 규모를 유지할 경우 FY2027~FY2028 누적 자금조달 부족분은 1.45조 달러에 달할 전망이다.

재무부가 명목 쿠폰채 발행 확대를 예고하면 기간프리미엄과 재정 위험에 대한 보상이 다시 상승할 수 있다. 반대로 증액을 미루면 단기물과 바이백 등 금리 관리 수단에 대한 의존도가 높아져 달러 가치 희석 우려가 이어질 수 있다. 두 경우 모두 디베이스먼트 트레이드를 자극해 금 가격을 지지할 가능성이 높다. 다만 재정수지가 의미 있게 개선된다면 이러한 논리는 약화될 수 있다. 더불어 금 가격 상승 랠리의 가장 큰 리스크는 통화정책이다. 연준 내 인상 소수의견이 이어지는 가운데 9월 FOMC에서 긴축 스탠스가 강화되면 실질금리와 달러가 동반 상승하며 금을 압박할 수 있다. 상반기 25% 조정도 재정이 아니라 통화정책 기대의 변화에서 비롯됐다.

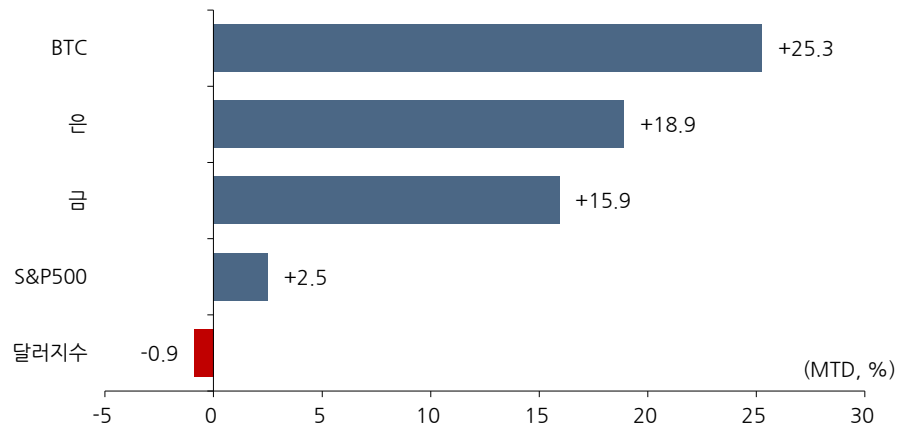
다만 2년물 금리가 연초 이후 약 70bp 오르며 인상 경계를 상당 부분 선반영한 점은 완충 요인이다. 인플레이션 우려가 완화되면 긴축 기대가 되돌려지면서 오히려 금의 추가 상승 재료로 전환될 수 있다. 구조적 수요도 금 가격을 뒷받침한다. 인민은행은 7월 금 보유량을 약 20톤 늘리며 21개월 연속 순매입을 이어갔고, 월간 매입 규모도 3월 이후 5개월 연속 확대됐다. 이에 따라 중국의 공식 금 보유량은 2,366톤까지 증가했다. 당사는 4분기 금 가격의 5,000달러대 안착 전망을 유지한다. 재정 리스크가 지속되는 가운데 실질금리까지 의미 있게 하락한다면 연말 금 가격에는 추가 상승 여력도 열려 있다. 이러한 구도가 유효한 한 금 가격 조정은 상승 랠리의 종료가 아니라 비중 확대의 기회로 판단한다.

그림 10. 미 국채 단기물 비중 권고 상단 상회



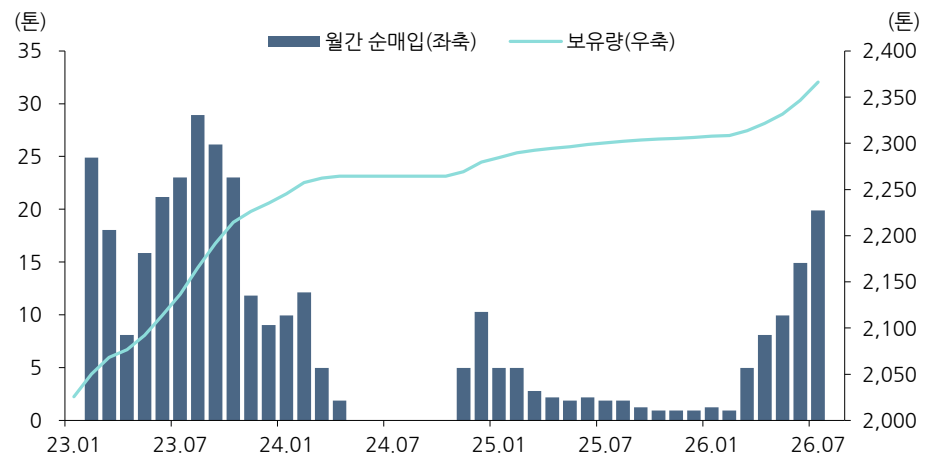
자료: 미 재무부, 상상인증권 리서치센터

그림 11. 8월 자산별 등락률(~8/24).



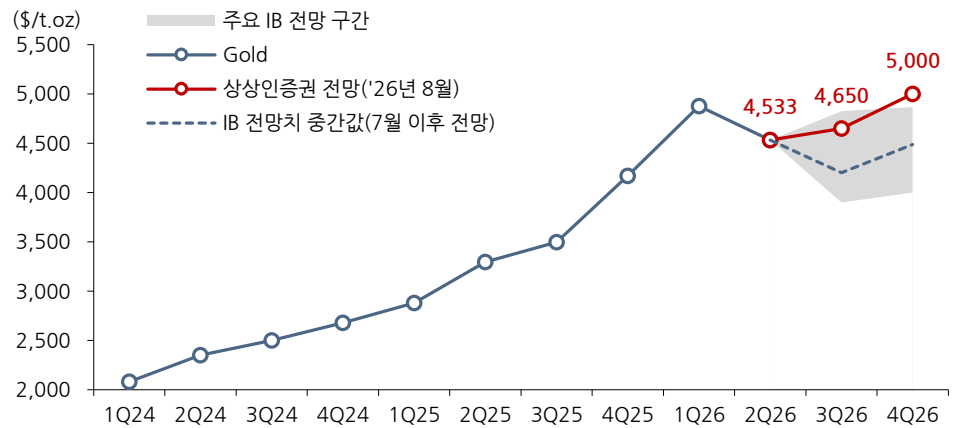
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 인민은행 금 보유량과 월간 순매입



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 13. 분기 평균 금 선물 가격 추이 및 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.