

안전자산의 교체



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

국채가 비운 자리, 금이 앉기 시작했다

Summary

올해 금 가격은 1월 말 장중 5,595달러에서 6월 말 4,009달러까지 약 29% 하락한 뒤, 7월 초를 저점으로 8월 20일 증가 기준 13% 반등했다. 단기간에 방향이 두 번 바뀐 이례적 궤적에서 주목해야 할 부분은 가격 변동의 폭이 아니라, 이를 촉발한 매수 주체와 시장 구조의 변화다. 본 보고서는 통화정책, 경기와 헤지 수요, 재정, 달러 지위, 인플레이션이라는 미국 경제의 다섯 가지 경로로 현재 상황을 진단하고 향후 가격 방향성을 전망했다.

핵심 진단은 세 가지로 요약된다.

1. 금융 자금의 이탈과 복귀가 금 가격의 방향성을 다시 주도하는 환경으로 회귀했다.
2. 미국 장기 국채가 포트폴리오에서 담당하던 전통적인 방어 기능이 구조적으로 약화되었다.
3. 국채가 비운 자리를 금이 부분적으로 대체하고 있으며, 이 대체는 충격의 성격에 따라 바뀐다.

상반기 금 가격의 하락을 이끈 요인은 실물 수급의 불균형이 아니라 금융 포지션의 대규모 청산이었다. 시장에 출회된 물량은 아시아의 실물 수요와 각국 중앙은행이 흡수했다. 이 과정을 거치며 금의 가격 결정 구조는 거시 변수를 반영하는 궤도로 복귀했다. 과거 중앙은행이 한계 가격을 지배하던 시기에 사실상 소멸했던 금과 실질금리의 역상관계가 올해 들어 장기 평균을 웃도는 수준으로 복원되었고(베타 -15.1), 경제지표 발표에 대한 금 가격의 반응 역시 유의한 수준으로 확대되었다(-0.11%에서 -0.77%). 결국 금 가격을 움직이는 핵심 동력이 다시 미국의 금리와 실물 경제 데이터로 돌아왔다는 뜻이다.

반면 같은 기간 미국 장기 국채 시장에서는 정반대의 현상이 나타났다. 주식과 국채 가격이 같은 방향으로 움직이는 흐름이 굳어지면서, 주식 하락 위험을 채권으로 상쇄하던 국채 고유의 방어 기능이 훼손되었다. 성장 지표가 악화될 때 국채 금리가 하락하며 포트폴리오를 방어해야 하지만, 현재는 억눌린 통화정책 기대와 가중된 국가 재정 부담(기간프리미엄 확대)이 금리 하락을 가로막고 있어 그 방어 기능이 크게 약해진 상태다.

결과적으로 장기 국채가 전담해 오던 실물 경기 위험의 헤지 역할을 금이 일정 부분 넘겨받는 구조 전환이 진행 중이다. 다만 이 대체는 거시 충격의 성격에 따라 바뀐다. 금리가 급등하는 충격 국면에서는 금 역시 실질금리 상승의 타격을 받아 방어 수단이 되지 못했다. 반면 성장이 둔화되는 국면에서는 금이 국채가 제공하지 못한 방어 수익을 제공했고, 재정 불안이 지배한 8월 19일에는 매파적 의사록 공개에도 4% 상승하며 같은 구조를 확인했다.

당사는 지배적 충격이 금리에서 성장으로 이행하고 있다고 판단하며, 이 전환의 방향이 향후 대기 수요의 유입과 가격 궤적을 결정할 최우선 변수다. 기본 경로(연내 동결, 내년 최대 2회 인하)에서는 4,500달러 선의 안착과 인하 가시화에 비례한 상단 확장을, 금리 인상이 단행되는 하방 경로에서는 3,800달러에서 4,400달러대의 조정을 전망한다.

I. 상반기 금과 하반기 금은 다른 국면에 있다

올해 금 가격은 상반기 중 두 차례의 뚜렷한 추세 반전을 기록했다. 1월 말 장중 5,595달러로 고점을 형성한 뒤 6월 말 4,009달러까지 약 29% 하락했으며, 이후 2개월 내에 13% 반등하며 4,500달러 선을 회복했다. 이와 같은 큰 폭의 자산 가격 변동을 거시적으로 규명하기 위해서는 시장 가격을 주도한 수요 주체에 대한 판별이 선행되어야 한다. 구조적으로 금 시장에는 상이한 성격을 지닌 두 가지 형태의 수요가 공존한다.

첫째는 금융 수요다. 선물과 ETF를 통해 유입되는 이 자금은 보유에 따른 기회비용, 즉 금리와 정책 기대에 민감하게 반응하며 가격 추세를 추종하는 성향을 보인다. 둘째는 실물 및 공적 수요다. 상품과 투자용 실물 수요 그리고 중앙은행의 준비자산 매입이 여기에 속한다. 특징적으로 금리보다 소득, 환율, 제도적 요인에 주로 반응하고 가격이 하락할수록 매수가 늘어나는 역방향의 성질을 갖는다. 이는 가격의 하방을 지지하는 요인으로 작동한다. 시장 가격은 이 두 수요의 합이 공급과 만나는 지점에서 결정되므로, 자산 가격의 극심한 변동은 두 수요 주체 가운데 어느 부문이 얼마나 이탈하고 유입되었는지를 계량적으로 추적해야만 인과관계를 확인할 수 있다.

상반기 금 가격 하락을 주도한 핵심 원인은 금융 수요의 대규모 이탈이었다. 이를 가장 직관적으로 보여주는 지표가 선물시장의 미결제약정 추이다. 뉴욕상품거래소(COMEX) 금 선물의 전체 월물 합산 미결제약정은 1월 21일 54.1만 계약에서 6월 1일 32.6만 계약으로 40% 급감했다(그림 1). 자산 가격과 포지션이 동반 하락하는 현상은 신규 매도 포지션의 진입이 아니라 기존 매수 포지션의 대규모 청산을 의미한다. 국제결제은행(BIS)이 1월 말 급락의 배경으로 레버리지 포지션의 청산을 지목했는데, 미결제약정의 하락 궤적은 해당 진단과 정확히 부합한다. 현금화가 용이한 글로벌 금 ETF에서도 동일한 흐름이 확인된다. 세계금협회(World Gold Council) 집계에 따르면 글로벌 금 ETF는 5월 20억 달러, 6월 89억 달러의 순유출을 기록했고, 6월 한 달에만 보유량이 74톤 감소했다. 반면 실물 금의 수급 부족 신호는 어디에서도 관찰되지 않았다. 실물이 부족했다면 차입에 따른 임대료 성격인 리스 금리가 급등하거나 선물 기간구조의 역전 현상이 발생해야 하지만, 두 현상 모두 해당 기간 동안 전혀 나타나지 않았다.

당사가 금 스왑레이트에서 역산한 1개월 리스 금리는 2025년 초 실물 스쿼츠 국면에서 5%를 상회했던 과거 사례와 대조적으로 올해 내내 0%를 하회했으며, 근월물과 차월물의 스프레드 역시 단 하루도 역전되지 않았다. 즉 상반기의 하락장은 실물 시장의 수급 불균형이 아닌 철저한 금융 시장 내부의 포지션 청산에 기인한 사건으로 보인다. 이 과정에서 서구권 금융시장에 출회된 대규모 매도 물량을 흡수한 주체는 반대 성질의 수요였다. 상하이금거래소(SGE) 벤치마크를 달러로 환산하여 런던 현물 가격과 비교하면, 급락기였던 상반기에 상하이 가격이 런던 현물보다 평균 19달러, 비율로는 0.40% 높게 형성되었다(그림 2). 자산 가격 하락 국면에서 지역 간 프리미엄이 확대되었다는 것은, 서구권에서 출회된 잉여 매도 물량을 아시아 실물 수요가 상대적으로 높은 가격을 지불하면서까지 강하게 흡수했음을 의미한다.

실물 수요 통계 역시 이러한 인과관계를 뒷받침한다. 2분기 중국의 골드바 그리고 코인 수요는 107톤으로 강세를 이어갔고, 인도의 상반기 실물 투자 수요 113톤은 2013년 이후 최대치를 기록했다. 중앙은행의 공적 수요 또한 동일한 방어 역할을 수행했다. 통계 재분류로 인해 상반기 공식 순매수는 345톤에 그쳤으나 2분기에만 289톤으로 재가속했으며, 2분기 51톤을 매입한 폴란드와 2023년 4분기 이후 최대 분기 매수인 33톤을 기록한 중국 인민은행 등이 매수세를 이어갔다.

금 하락장의 마지막 구간에는 지정학 위험이 중첩되었다. 언론의 보도량을 바탕으로 산출되는 Caldara-Iacoviello(2022) 일간 지정학 리스크 지수는 중동 긴장이 고조되던 6월 20일 7일 평균 기준 231에서 휴전 국면을 거치며 7월 초 91까지 급락했고, 6월 25일에 형성된 금의 연중 저점은 정확히 이 하락 구간 내에 위치했다. 이는 연초에 누적되었던 안전자산 수요가 지정학적 위험 완화 함께 약해진 것으로, 금융 포지션 청산이라는 거시적 흐름 위에 지정학 요인이 결합되며 금 가격 하락폭을 확대한 것으로 분석된다.

7월 이후 관찰된 금 가격의 반등은 금융 수요의 복귀를 의미하며, 현재 그 유입은 초기 국면에 있다고 판단한다. 7월 글로벌 금 ETF는 30억 달러의 순유입을 기록하며 2개월 연속 유출 추세를 반전시켰고 전체 보유량은 23톤 증가했다. 유럽과 아시아 자금이 이러한 흐름을 주도했으며, 북미 지역은 소폭 유입에 그쳐 연중 유일한 순유출 지역으로 남았다.

8월 들어 금 선물 미결제약정이 2.7만 계약 증가하며 가격 상승을 동반했고, 투기적 성격의 비상업 순매수 역시 8월 둘째 주 한 주에만 2만 계약 급증했다. 자산 가격과 포지션이 동시에 증가하는 현상은 단순한 매도 포지션 환매가 아닌 신규 자본의 뚜렷한 유입을 가리킨다. 동시에 현재 시장 내 과열 징후는 관측되지 않고 있다. 8월 19일 기준 미결제약정 40.7만 계약은 2000년 이후 장기 평균에 수렴하는 수준이며, 투기 포지션 또한 어느 기준으로 평가해도 과열 상태와는 거리가 멀다. 세부 분류 기준 운용자금 순매수는 13.1만 계약으로 과거 강세장 정점의 절반 수준에 불과하며, 범위를 비상업 전체로 넓혀도 8월 11일 미국 상품선물거래위원회(CFTC) 선물 기준 순매수는 21.8만 계약으로 2020년 전후의 정점(30만 계약 상회)을 밑돈다. 가격 반등과 함께 상하이 금 프리미엄이 반등기 평균 2달러 할인으로 소멸한 사실도 주목해야 한다. 이는 가격 민감도가 높은 아시아 실물 수요가 물러선 자리를 서구권의 금융 자본이 본격적으로 대체하기 시작한 초입 국면임을 시사한다.

[그림 1] 급락의 실체는 레버리지 청산, 반등의 동력은 신규 자금 유입



자료: Bloomberg, CME, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 급락기에 확대된 상하이 프리미엄



자료: Bloomberg, 상하이금거래소, Fred, 유안타증권 리서치센터

II. 금은 경제지표에 민감하며, 통화정책과 실질금리와 역상관관계에 있다

금 가격과 실질금리는 역상관관계에 있고, 이는 자산 보유에 따른 기회비용의 경제학적 논리에 근거한다. 금은 이자를 지급하지 않는 무수익 자산이므로, 금을 보유하는 행위는 동일한 자본을 물가연동국채에 투자했을 때 획득할 수 있는 실질수익의 포기를 의미한다. 따라서 실질금리가 상승하면 포기해야 하는 기회비용이 증가하여 금의 상대적 투자 매력도가 하락하고, 실질금리가 하락하면 그 반대의 자금 이동이 발생한다. 실증적으로 이러한 인과관계는 오랜 기간 매우 안정적으로 관측되었다. 당사의 추정 결과에 따르면 미국 10년물 실질금리가 1%p 상승할 때마다 금 가격은 2003년부터 2011년 사이 약 9% 하락했으며, 2013년부터 2019년 사이에는 약 13% 하락한 것으로 확인된다.

그러나 이러한 역상관관계의 강도는 시장의 가격을 결정하는 매수자가 누구인지에 따라 구조적으로 변화한다. 금리와의 역상관관계를 형성하는 주체는 기회비용을 계산하여 시장에 진입하는 금융 수요다. 반면 외환보유액 다변화라는 전략적 목적을 지닌 중앙은행과 같이 기회비용에 비탄력적인 매수 주체가 가격 결정력을 행사하게 되면, 실질금리 상승 국면에서도 금 가격이 하방 경직성을 띠거나 오히려 상승하는 이례적 현상이 나타날 수 있다. 2022년 이후의 시장 흐름이 이를 뒷받침한다. 연간 1,000톤을 상회하는 중앙은행의 대규모 실물 매입이 지속되는 동안 금 가격과 실질금리 간의 24개월 이동 베타 값은 꾸준히 0으로 수렴했으며, 2025년 10월에는 -0.2를 기록하며 두 변수 간의 연동성이 사실상 소멸했다[그림 3]. 역사상 가장 가파른 속도의 통화긴축이 단행되었던 2022년에 금 가격이 연간 기준 보험세를 유지한 현상 역시 동일한 수요 구조의 변화로 설명된다.

올해 들어 이 **베타 값은 -15.1로 확대**되었다. 이는 과거 장기 평균 범위인 -8에서 -14 사이를 하회하는 수치로, 역사적 관점에서도 매우 강한 수준의 역상관관계가 시장에 재현되었음을 의미한다. 이러한 현상은 일간 주기의 고빈도 데이터에서도 일관되게 관찰된다. 2025년 연간 기준 일간 베타는 -1.5에 그쳤으며, 2026년 들어서는 -14.5로 급격히 확대되었고 통계적으로 유의한 것으로 확인되었다.

결국 이러한 변화의 배경은 매수자의 구조적 교체에 있다. 앞선 1장에서 논증한 바와 같이 올해 상반기 금 가격의 궤적은 대규모로 이탈하는 금융 수요가 주도했다. 기회비용에 민감한 금융 수요가 다시 시장의 매수자로 서면, 가격은 곧바로 이들이 기준으로 삼는 금리를 따라 움직이기 시작한다. 매수 주체가 바뀌면 가격이 반응하는 변수도 함께 바뀌는 것이다. 이러한 구조적 교체를 촉발한 결정적 계기는 거시 통화정책의 기조 변화였다. 1월 말 케빈 워시 연준 의장 지명을 전후로 자본시장이 한층 긴축적인 정책 경로를 가격에 선반영하기 시작했고, 3월에는 미국 10년물 실질금리가 2% 부근까지 가파르게 상승하며 금 보유에 따른 기회비용이 구조적으로 확대됐다.

통화당국의 정책 커뮤니케이션 방식 변화는 자산 가격의 거시 경제지표 민감도를 한층 증폭시켰다. 새로운 연준 체제에서 연방공개시장위원회(FOMC) 성명서 내의 포워드 가이드언스가 삭제됨에 따라, 통화정책의 방향성에 관한 핵심 정보는 당국자의 발언이 아닌 거시 경제지표의 실측치 그 자체를 통해 시장에 전달되는 구조로 개편되었다. 정보의 1차적 공개 창구가 경제지표로 이동하게 되면, 지표 발표 당일의 자산 가격 변동성이 커지는 것은 자연스러운 경제학적 귀결이다. 당사가 주요 지표 발표일의 자산별 가격 반응을 계량적으로 추정한 결과, 지표 서프라이즈 1표준편차당 당일 가격 반응은 미국 2년물 국채와 10년물 실질금리 모두 기존 대비 2.6배 확대되었다. 특히 금 가격의 반응도는 -0.11%에서 -0.77%로 가파르게 확대되었다[그림 4]. 금 가격의 민감도 확대 폭이 채권 등 타 자산 대비 상대적으로 크게 나타나는 이유는 반응의 출발점이 0에 가까웠던 데 기인한다. 이전 국면에서는 금 매수자가 거시 지표에 비탄력적인 중앙은행과 실물 수요였기 때문에 지표 반응도가 0에 수렴했으나, 기회비용에 민감한 금융 수요로 매수자가 교체되면서 지표 반응이 새로 나타난 것이다.

더불어 금 가격은 반응의 거시적 원천 범주 또한 국채보다 광범위하게 나타난다. 10년물 국채가 사실상 인플레이션 관련 물가 지표에만 국한되어 반응하는 것과 달리, 금 가격은 물가 지표에 -1.6%로 반응하는 동시에 경제 성장 및 고용 지표에도 -0.9%로 유의미하게 반응했다. 이는 물가 지표가 실질금리의 직접적인 등락을 통해 금 가격에 영향을 주고, 성장 지표는 향후 통화 완화 정책에 대한 시장의 기대를 통해 금 가격에 반영되는 이중의 전달 경로가 모두 작동하기 때문이다.

이러한 계량 추정 결과는 지정학적 외부 요인을 엄격히 통제한 환경에서도 강건했다. 일간 지정학 리스크 지수의 변동분을 설명변수로 새롭게 추가한 다중 회귀 분석 모형에서도 경제지표 서프라이즈에 대한 금 가격의 반응 계수는 -0.8% 수준으로 변함없이 산출되었으며, 거시 정책 불확실성 지수를 모형에 동시 투입하더라도 동일한 결과가 도출되었다. 이는 경제지표 발표 당일 관찰되는 금 가격의 민감한 반응이 뉴스 보도에 기반한 지정학적 긴장 강도와 구분되는 통화정책 고유의 가격 전달 경로임을 뒷받침한다.

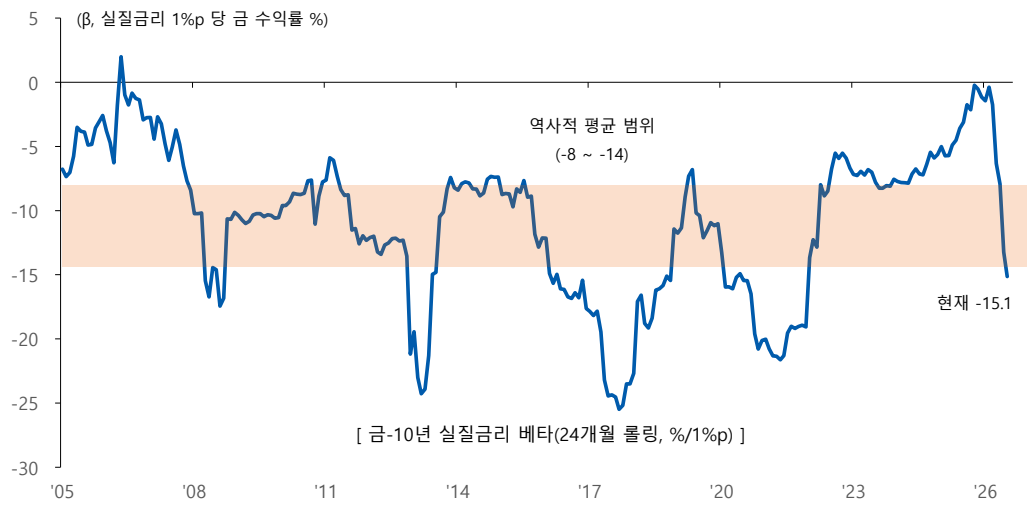
시장의 변동성 데이터 역시 이러한 분석을 다른 각도에서 뒷받침한다. 이전 국면하에서 금 가격의 일간 실현 변동성은 거시 지표 발표일이 0.86%를 기록하며 오히려 비발표일의 0.94%보다 낮게 측정되었다. 이는 거시 경제지표의 실측치가 금 가격 결정 과정에서 유의미한 정보 가치를 지니지 못했음을 시사한다. 그러나 현재 국면에서는 지표 발표일의 실현 변동성이 1.65%로 높아지며 비발표일의 1.05%를 웃도는 구조적 역전 현상이 발생했다.

한편 옵션 시장 참여자들이 산정하는 내재적 불확실성의 크기는 채권 시장과 금 시장 간에 뚜렷한 온도차를 보이고 있다. 미국 채권 시장의 내재변동성을 나타내는 MOVE 지수는 73.2를 기록하며 2000년 이후 장기 시계열 기준 하위 40%의 안정적인 수준에 머물러 있는 반면, 금 시장의 내재변동성을 대변하는 GVZ 지수는 23.9로 상위 16% 수준에 위치해 있다. 이는 채권 시장이 새로운 정책 커뮤니케이션 체제의 반응 방식을 선제적으로 학습하여 불확실성 프리미엄을 상당 부분 축소시킨 반면, 금 시장은 매수자의 교체라는 근본적인 가격 결정 구조의 재편 과정을 아직 소화하지 못하고 적응해 나가는 과도기적 단계에 놓여 있음을 방증한다.

과거 역사적인 실질금리 상승기와 현재 국면 간의 거시적 차이점 역시 궁극적으로 시장의 매수자 구성으로 설명된다. 실질금리가 큰 폭으로 플러스 전환되며 금 가격의 장기 구조적 약세를 촉발했던 1980년대 초반 국면에는 현재 관찰되는 중앙은행 및 공적 부문의 견고한 구조적 매입 수요가 존재하지 않았다. 반면 통화긴축 전환에 대한 사전적 기대만으로 금 가격이 28% 하락했던 2013년은 기회비용에 민감한 금융 수요가 가격을 결정하던 시기였다. 올해 상반기에 나타난 금 가격의 하락 폭이 2013년 당시의 충격 규모와 거의 동일하다는 사실은, 현재 금 시장의 가격 결정 구조가 2013년형 금융 수요 주도 구조로 회귀했음을 뒷받침한다. 단, 2013년과 현재 국면을 가르는 결정적인 차이는 구조적 매수 기반의 존재 여부다. 2013년의 경우 시장의 완충 지대가 부재했던 반면, 현재는 당시에는 관찰되지 않았던 중앙은행의 상시적이고 대규모인 실물 매입 수요가 가격 하단을 견고하게 지지하고 있다.

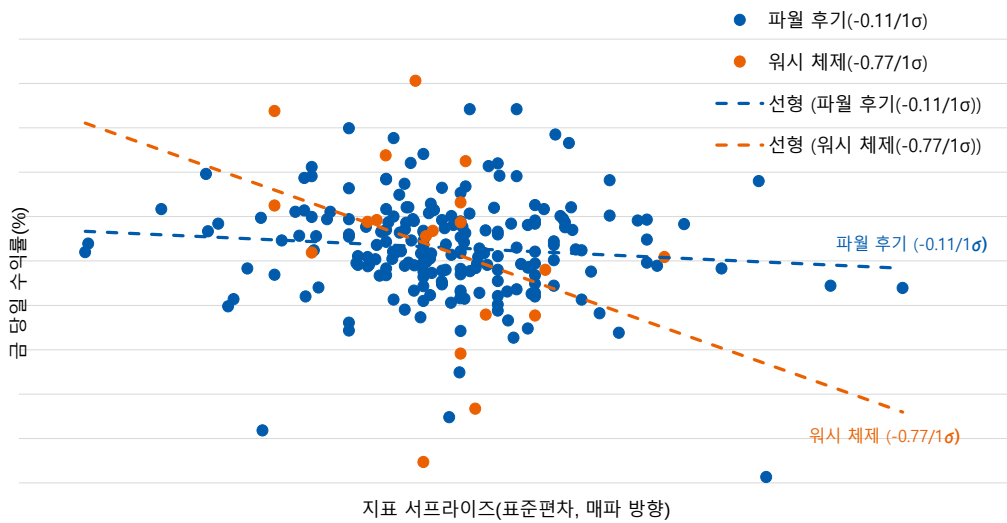
실질금리와의 역상관관계가 선명해진 현재의 금 가격은 거시 통화정책의 단순한 절대 금리 수준이 아니라 향후 정책의 전개 경로를 선제적으로 거래하는 방향으로 진화했다. 따라서 상반기 통화긴축 기대의 강화가 만들어낸 큰 폭의 금 가격 하락은 향후 정책 기대의 변화를 통해 되돌려질 수 있다고 예상된다. 결과적으로 현재 금 시장에 새롭게 형성된 높은 경제지표 민감도는, 향후 연준의 통화 완화 경로가 실제 데이터로 확인되는 국면에서 금 가격의 강한 상방 요인으로 전환될 것으로 판단한다.

[그림 3] 금과 실질금리의 상관계수



자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 경제지표 서프라이즈에 대한 금 가격 반응



자료: Bloomberg, Fred, 유안타증권 리서치센터

III. 경기와 헤지 수요: 국채 방어 기능의 축소와 금의 부분 대체

헤지 자산의 가치는 평상시의 수익률이 아니라 자산 가격 하락 국면에서 창출하는 방어적 수익으로 결정된다. 지난 수십 년간 이러한 방어 역할의 표준은 미국 장기 국채였다. 거시 경제의 성장이 흔들릴 때 통화당국의 정책금리 인하 기대로 금리가 하락하고 국채 가격이 상승하여, 주식 포트폴리오의 손실을 국채의 자본 차익으로 상쇄할 수 있었기 때문이다. 이러한 방어 구조가 성립하기 위해서는 주식과 국채의 상관관계가 음(-)의 방향을 지녀야 하며, 해당 상관관계의 부호는 거시 경제를 지배하는 충격의 성격에 따라 결정된다. 수요 및 성장 충격이 지배하는 환경에서는 주가와 금리가 같은 방향으로 움직여 주식과 국채의 상관관계가 음(-)의 방향으로 형성된다. 반대로 물가 충격이 지배하는 환경에서는 할인율 상승이 주식과 국채 가격을 동시에 끌어내려 두 자산 간의 상관관계가 양의 방향으로 반전된다. 즉 2000년대 이후 시장에 고착화되었던 주식과 국채의 음(-)의 상관관계는 불변의 자연법칙이 아니라 저물가라는 특수한 거시 경제 조건이 만들어낸 산물이었다.

현재 그 저물가 조건이 구조적으로 변화함에 따라 두 자산의 상관관계 역시 뒤바뀌었다. 당사 추정 결과 주식과 국채의 일간 상관계수는 2017년부터 2019년까지의 저물가 시기 -0.39에서 2022년부터 2024년까지의 물가 급등 시기 +0.12로 역전되었다. 이어 2026년 들어서는 +0.42로 상승했으며, 5월 말 이후 구간에서는 +0.48까지 상승 폭을 확대했다[그림 5]. 60개월 이동 상관계수를 통해 이러한 국면 이행을 추적한 State Street의 연구에서도 해당 지표가 -0.42에서 +0.28로 역전되었음을 확인한 바 있다. 이러한 변화가 자산 배분 포트폴리오에 미치는 파급력은 단순한 산술적 계산으로도 확인된다. 주식과 채권을 60 대 40 비율로 배분한 포트폴리오에서 두 자산의 상관관계가 -0.35일 때 전체 변동성이 10% 수준이라고 가정하면, 상관관계가 +0.25로 역전되는 것만으로도 전체 변동성은 12%에서 13% 수준으로 확대된다. 이는 투자자가 자산 구성을 전혀 변경하지 않았음에도 불구하고 포트폴리오의 실질적인 위험이 가중되는 현상으로, 전통적인 자산 배분 모형의 근본적인 전제가 흐려지고 있음을 시사한다.

국채 금리는 시장이 기대하는 향후 정책 경로와 기간프리미엄의 합으로 구성된다. 따라서 경기 악화 시 국채가 제공하는 방어 성과, 즉 금리 하락 폭도 향후 정책 경로와 기간프리미엄이라는 두 통로에서 나온다. 그러나 지금은 두 통로가 모두 좁아져 있다. **첫째, 정책 기대 경로가 구조적으로 억눌려 있다.** 인플레이션이 통화당국의 목표치를 상회하는 한 금리 인하 등 완화적 전환에 높은 문턱을 설정하는 현행 정책 구조하에서는, 거시 성장 지표가 둔화하더라도 통화 완화에 대한 시장의 기대가 충분히 형성되지 못한다. **둘째, 기간프리미엄 요인이 금리 하락을 방어하는 반대 방향으로 작용하고 있다.** 현재 10년물 국채의 기간프리미엄은 0.84%p 수준으로 저물가 시기의 장기 평균인 0.08%p 대비 10배 이상 확대된 상태이며, 이에 대한 구체적인 배경은 이어지는 IV장에 정리하였다.

이처럼 기간프리미엄이 금리 구성을 지배하는 장기물 국채는 실물 경기 악화 국면에서도 금리의 추가 하락 여력이 제한된다. 정책 기대와 기간프리미엄이라는 두 가지 금리 하락 경로가 동시에 막힌 결과는 당사의 추정치에서도 확인되었다. 위시의 연준 체제 이후 구간에서 경제 성장 및 고용 지표의 서프라이즈 결과에 대한 10년물 국채 금리의 당일 반응폭은 0.1bp 안팎에 불과했다. 여기에 기대인플레이션 상승 요인이 중첩된다. 현재 10년물 국채에 내재된 기대인플레이션은 2.35%로 저물가 시기의 평균치인 1.90%를 상회한다. 이 수준이 문제가 되는 이유는 기대 물가가 오를수록 만기 시점에 국채가 돌려줄 실질 가치의 불확실성이 커지기 때문이다. 결국 국채가 제공하던 포트폴리오 방어 기능에 대한 시장의 신뢰도 약해진다. 기대인플레이션의 상승이 국채 보유에서 얻는 부가적 이점, 즉 금리를 덜 받고도 국채를 보유하게 만드는 편의수익을 낮추고 투자자들을 금과 같은 대체 안전 자산으로 이동시킨다는 Acharya-Laarits(2023)의 연구 "When do Treasuries Earn the Convenience Yield? A Hedging Perspective"(NBER Working Paper 31863)는 이 전달 경로를 실증한 것이다.

반면 동일한 경제 성장 둔화 충격이 발생했을 때 금 가격은 +0.9% 상승하는 반응을 보였다. 이는 국채의 방어적 가격 반응이 사실상 소멸한 것과 뚜렷한 대조를 이룬다. 국채와 달리 경기 충격이 발생했을 때 금의 포트폴리오 방어 성과가 유지되는 이유는 크게 두 가지다. 첫째, 통화 완화 기대가 형성되면 실질금리가 하락하고, 금은 실질금리와 역의 상관관계를 회복한 상태이므로 그 하락이 곧바로 가격 상승으로 이어지기 때문이다. 둘째, 실물 자산인 금에는 국채 발행 시 수반되는 국가 재정 적자나 채권 공급 확대에 따른 부담이 존재하지 않아, 국채처럼 기간프리미엄이 헤지 자산의 방어적 수익을 상쇄하는 현상이 발생하지 않는다. 지난 8월 초의 자산 가격 궤적이 이러한 차별적 방어 구조를 실증적으로 보여주었다. 미국의 고용지표가 시장 예상치를 밑돈 8월 7일 당일 금 가격은 2.4% 상승하며 1월 이후 가장 큰 폭의 일간 상승률을 기록했고, 인플레이션 둔화 지표가 확인된 12일에도 추가 상승을 이어갔다.

글로벌 기관 자금의 대응 방식 역시 단순한 현상 진단을 넘어 실질적인 포트폴리오 처방으로 이행하고 있다. 전통적인 국채의 위험 상쇄 기능이 약화되었다는 전제하에 주식 60, 채권 20, 금 20 비율의 자산 배분 전략이 제안되었으며, 현재 글로벌 기관 포트폴리오 내 금 편입 비중이 평균 0.5%에서 2% 수준에 불과하여 추가 편입 여력이 충분하다는 점이 주요 근거로 제시되었다. 실제로 과거 시계열 데이터를 통한 성과 검증에서 주식, 채권, 금을 60 대 20 대 20으로 배분한 포트폴리오는 연평균 수익률 7.5% 및 위험조정수익 0.38을 기록하여, 연 6.3% 및 위험조정수익 0.25를 기록한 기존의 주식 및 채권 60 대 40 배분 모형의 성과를 앞선 것으로 확인된다.

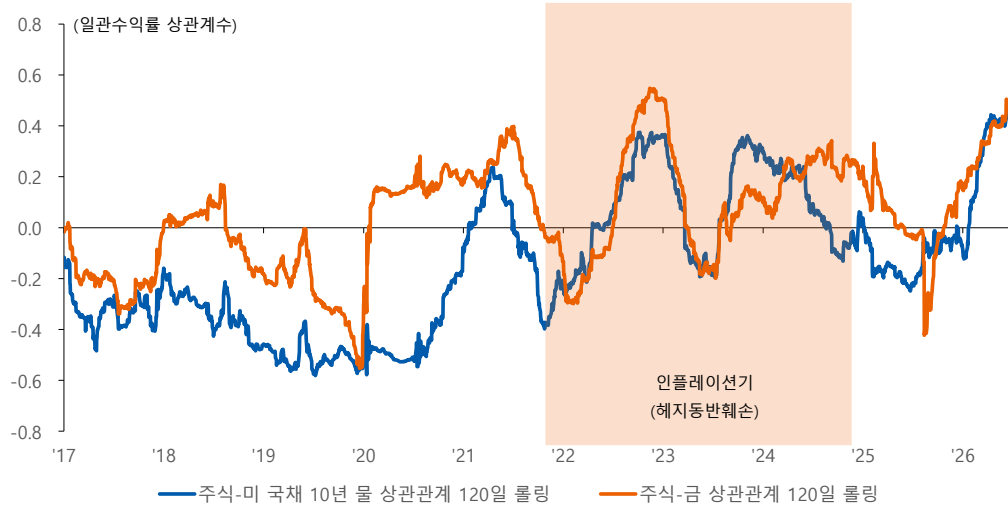
다만 올해의 실증 결과에는 앞선 논리와 상반되는 증거도 함께 존재한다. 주식 급락일 평균으로 보면 금이 국채보다 더 크게 하락했다. 각 시대별 수익률 하위 10%에 해당하는 주식 시장 급락일의 당일 성과를 분석한 결과에 따르면[표 1], 2025년에는 금 가격이 +0.37% 상승하며 +0.18% 상승에 그친 국채보다 우수한 방어 수단으로 기능했다. 2026년 급락일 평균으로는 국채가 -0.35% 하락할 때 금이 -1.72% 하락해 낙폭이 더 컸고, 5월 말 이후 구간에서는 -2.06%를 기록했다. 상반돼 보이는 이 결과는 앞선 II장의 분석으로 설명된다. 올해 주식 시장이 급락했던 거래일의 다수는 실물 성장 충격이 아니라, 통화당국의 금리 인상 기조 반영과 그에 따른 실질금리 급등이 촉발한 금리 충격일었고, 금은 실질금리에 민감한 자산이기 때문이다.

지정학적 위험에 대한 가격 반응에서도 동일한 방향의 변화가 관찰된다. 주간 데이터 기준 지정학 리스크 지수가 10% 상승할 때 금 가격의 반응은 2022년부터 2024년 사이 +0.16%를 기록했으나, 2026년 들어서는 -0.07%로 부호가 반전되었다. 추정의 오차 범위가 커서 통계적 유의성을 확정하기는 어려우나, 올해 3월 귀금속 자산이 안전자산보다 위험자산에 가까운 행태로 거래되었다는 BIS의 관찰 결과와 일치하는 흐름이다.

따라서 헤지의 성립 여부를 결정하는 핵심 변수는 개별 자산의 고유한 속성이 아니라 시장에 발생하는 충격의 성격이다. 앞서 주식 급락일 분석에서 확인했듯 금리 충격 국면에는 장기 국채도 금도 방어 수단으로 기능하지 못했고, 방어력이 확인된 자산은 달러 현금과 단기 국채였다. Acharya-Laarits(2026)의 "Tariff War Shock and the Convenience Yield of US Treasuries A Hedging Perspective"(NBER Working Paper 34640) 연구도 이러한 구분을 지지한다. **이 연구는 2025년 4월 관세 충격 당시 장기 국채의 헤지 속성이 훼손되는 동안 자금이 단기 국채와 금으로 회전했음을 실증했다.** 충격의 성격에 따라 유효한 방어 자산이 달라진다는 본 장의 결론이 서로 다른 국면에서 거듭 확인되는 셈이다.

반면 성장 둔화 충격 국면에서는 금이 전통적인 국채의 방어 역할을 상당 부분 대체하게 된다. 물가 상승 요인이 통제된 순수한 성장 충격 환경에서는 주식과 채권을 60 대 40으로 배분하는 전통적 전략이 여전히 유효하다는 주요 해외 문헌의 실증적 단서 역시, 헤지의 성공 여부가 충격 조건부라는 동일한 구조를 뒷받침한다. 궁극적으로 향후 헤지 전략의 성립 여부는 시장을 지배할 충격의 성격이 결정하며, 이는 VI장과 VII장에서 다룬다.

[그림 5] 주식과의 상관으로 본 헤지 기능



자료: Bloomberg, Fred, 유안타증권 리서치센터

[표 1] 주식 급락일의 당일 평균 수익률(%), 급락일은 각 구간별 S&P 500 일간 수익률 하위 10% 거래일)

기간	주식	미 국채(10년)	금
2017~2019	-1.57	+0.31	+0.26
2020~2021	-3.03	+0.33	-0.14
2022~2024	-2.07	-0.04	-0.28
2025	-2.03	+0.18	+0.37
2026 연초 이후	-1.57	-0.35	-1.72
5월 말 이후	-1.62	-0.35	-2.06

자료: Fred, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 국채는 10년물 금리 변화에 수정듀레이션 8.5를 적용한 가격수익률 근사.

IV. 재정: 기간프리미엄의 상승과 금 수요의 신규 경로

국채 금리는 기대 정책 경로와 기간프리미엄으로 분해되며, 재정 상황은 후자인 기간프리미엄을 통해 금리에 반영된다. 기간프리미엄은 장기 국채 보유자가 요구하는 추가 보상을 의미하며, 이는 국채의 발행 잔량과 만기 구성을 포함한 공급 여건과 수요자의 성격에 따라 결정된다. 국채 공급이 늘어나는 가운데 양적완화를 수행하는 중앙은행이나 준비자산을 축적하는 해외 공적 부문처럼 가격에 둔감한 매수자가 물러나면, 남은 물량은 가격에 민감한 민간 투자자가 소화해야 하므로 이들은 더 높은 보상을 요구하게 된다. 이것이 프리미엄이 상승하는 경제학적 경로다.

본 보고서가 금을 다루면서 재정에 별도의 장을 할애하는 이유는 두 가지다. 기간프리미엄은 Ⅲ장에서 확인한 국채 방어 기능 축소
의 구조적 원인이고, 재정 부담 그 자체가 과거 사이클에 없던 금 수요의 새 범주를 만들고 있기 때문이다.

미국 의회예산국(CBO)의 전망에 따르면 연방 재정적자는 2026 회계연도 기준 1.9조 달러로 국내총생산 대비 5.8% 비중에서 2036년 3.1조 달러 규모이자 국내총생산 대비 6.7% 수준으로 확대되며, 민간이 보유한 연방부채는 2036년 국내총생산의 120%에 도달할 것으로 예상된다. 부채 비율은 2030 회계연도에 107.7%를 기록하여 제2차 세계대전 직후의 최고 기록인 106.1%를 넘어설 전망이다. 이자 부담이 증가하는 경로는 더욱 가파르다. 순이자 지출은 올해 이미 1.0조 달러를 넘어서며 국내총생산 대비 3.3%를 차지했고, 2036년에는 2.1조 달러로 증가해 4.6% 비중에 이르며, 2038년에는 국방 예산을 포함한 재량지출 전체 규모를 웃돌 것으로 추산된다. 특히 의회예산국은 최근 장기금리 상승의 원인을 정책 기대 경로가 아니라 기간프리미엄의 증가로 명시했다. 현재 0.84%p 수준인 10년물 기간프리미엄은 이러한 대규모 공급 부담이 가격에 직접 반영된 결과라는 것이 공식 기관의 일관된 해석이다.

시장 지표를 함께 분석하면 가격 조정의 구체적 형태가 확인된다. 8월 리펀딩 입찰에서 10년물 국채는 입찰 직전 금리를 밑도는 4.43%에 낙찰되었고, 해외 수요를 반영하는 간접낙찰 비중은 71%를 기록했으며, 30년물의 응찰배율 또한 2.43으로 직전 입찰 대비 개선되었다. 국채 입찰이 견조하게 진행된다는 사실은 당장 재정위기가 존재하지 않음을 의미하지만, 그것이 재정 부담의 부재를 뜻하지는 않는다. 국채 발행 물량은 어떤 경우에도 결국 시장에서 소화된다. 핵심 관건은 물량이 소화되는 가격 수준이며, 이를 계량적으로 나타내는 지표가 기간프리미엄이다. 즉 시장 수요의 실패가 아니라 투자자들이 더 높은 프리미엄을 요구하는 형태로 현재의 재정 부담이 가격에 반영되고 있다고 판단한다.

이러한 가격 조정이 정책 당국의 직접적인 대응을 부를 만큼 확대되었다는 사실은 최근 실제로 확인되었다. 8월 19일 미국 재무부는 10년에서 20년 만기 구간 및 20년에서 30년 만기 구간의 유동성 지원 바이백 규모를 회당 최소 40억 달러로 두 배 늘리고, 장기 구간 운영 횟수 역시 분기 2회에서 4회로 확대하겠다고 발표했다. 같은 날 미국의 총공공부채는 사상 처음으로 40조 달러를 넘어섰고, 실적 기준 연간 이자 지급액은 약 1.2조 달러에 이른다. 앞서 인용했던 2036년 부채 전망치가 민간이 보유한 부채만을 기준으로 산출되었음을 고려할 때, 전체 공공부채 규모가 시사하는 이자 부담은 더욱 무겁다.

8월 19일 미 재무부의 바이백 발표 직후 금리가 하락한 경로는 앞서 설명한 기간프리미엄의 경제학적 논리와 정확히 일치한다. 기간프리미엄은 민간 투자자가 소화해야 할 장기 금리 변동 위험에 대한 보상 성격이므로, 재무부가 그 물량의 일부를 시장에서 바이백할 경우 민간이 짚어지는 부담이 줄어들어 요구 보상 수준이 압축된다. 전체 분기 매입 총액이 380억 달러로 동일하게 유지되었음에도 가시적인 시장 안정 효과가 나타난 이유는 매입 물량의 만기 구성에 있다. 동일한 금액이라도 30년물 국채는 2년물 국채 대비 금리 변동 위험이 10배 이상 크기 때문에, 재무부가 매입 역량을 장기 만기 구간으로 집중하면 시장에서 흡수하여 덜어내는 위험의 총량이 급증한다. 여기에 시장 금리가 급등할 경우 재무부가 적극적으로 개입한다는 정책 신호가 더해지면서, 실제 첫 매입일이 9월 9일로 예정되어 있음에도 불구하고, 전일 장중 2007년 이후 최고인 5.33%까지 올랐던 30년물 국채 금리는 발표 당일 증가 기준 9bp 내린 5.19%로 하락했다.

8월 19일 달러 가치가 3개월 내 최저 수준으로 하락한 것은 이러한 금리 하락의 본질적 성격에 기인한다. 거시적 물가 안정에 따른 자연스러운 금리 하락이 아니라 정부의 이자 부담을 덜기 위한 인위적인 금리 억제 조치였으므로, 투자자 입장에서는 미국 자산에 내재된 인플레이션 위험과 재정 위험은 변함없는 반면 그 위험에 대해 지불받는 보상만 줄어드는 결과로 이어진다. 정부가 국가 부채 부담을 경감하기 위해 시장금리를 투자자들이 요구하는 균형 수준 아래로 유도하는 정책을 financial repression(금융억압)이라 부르는데, 다수의 글로벌 IB는 이번 조치를 완화된 형태(soft financial repression)로 규정하며 달러 가치에 부정적이라고 평가했다. 또한 바이백에 필요한 재원이 단기 국채의 추가 발행으로 조달됨에 따라 사실상 현금과 유사한 단기 부채의 공급이 늘어난다는 점, 그리고 금리 관리에 통화당국이 아닌 재무부가 직접 개입하는 모습이 중앙은행의 독립성에 대한 의구심을 키운다는 점 역시 달러 약세 방향으로 작용했다.

결과적으로 명목금리는 하락했으나 기대인플레이션은 그대로 유지되면서 실질금리가 하락했고, 달러 가치 약세와 통화 가치 훼손에 대한 시장의 우려가 중첩되며 당일 금 가격은 4% 상승하며 4,500달러 선을 회복했다. 물론 이에 대한 반론도 존재한다. 분기 380억 달러라는 매입 규모는 전체 장기물 국채 시장 규모에 비해 미미한 수준이며, 금리 상승의 근본 원인인 대규모 재정 적자와 인플레이션 압력이 해소되지 않는 한 정책의 신호 효과가 소진되면 금리가 다시 상승세로 되돌려질 가능성도 존재한다. 실제로 발표 다음 날인 8월 20일 30년물 금리는 5.25%로 하락 폭의 절반 이상을 되돌렸고 달러지수도 소폭 반등해, 지속성을 둘러싼 논쟁이 곧바로 가격에 나타났다. 다만 금은 4,517달러로 상승분을 유지했다.

이번 재무부의 조치는 국채 시장에 누적된 재정 부담에서 비롯된 가격 조정 압력이 정책 당국으로서도 더 이상 방관하기 어려운 임계점에 도달했음을 시사한다. 특히 발표 당일 전개된 달러 가치 하락과 금 가격의 동반 상승 궤적은, 이어지는 V장과 VII장에서 다룰 거시경제적 전달 경로가 실제 자산 가격 결정 과정에서 유효하게 작동하고 있음을 보여준다.

이러한 거시적 구조가 금 시장에 미치는 영향은 크게 두 가지로 정리할 수 있다. 첫째, 앞서 III장에서 살펴본 국채의 포트폴리오 방어 기능 축소는 결국 국가 재정 부담이라는 구조적 원인에 기인한다. 대규모 국채 공급 부담이 장기금리의 하락 여지를 제한하는 한 실물 경기 악화 국면에서 장기 국채가 제공하는 방어력은 제약될 수밖에 없으며, 그만큼 금을 비롯한 대체 방어 수단의 상대적 투자 매력은 꾸준히 유지된다. 둘째, 재정 부담 자체가 금 수요의 새로운 영역을 만들어냈다. 급증하는 국가 부채와 이자 부담이 통화 가치에 대한 장기적 신뢰를 훼손할 수 있다는 우려가 실물자산 매수로 이어지는 기관 자금 흐름은 과거 사이클에서는 관찰되지 않던 현상이다. 골드만삭스는 이를 통화 가치 훼손 우려 거래(debasement trade)라는 독립적인 수요 기반으로 분류했다. 골드만삭스의 추정에 따르면 통화당국의 정책금리가 50bp 완화될 때마다 금 가격을 약 120달러 지지하는 효과가 발생하며, 신흥국 중앙은행들이 매월 60톤 안팎 규모로 집행하는 실물 매입은 가격 하단을 방어하는 요인으로 작용하는 것으로 분석했다.

물론 미국 의회예산국은 기록적으로 높은 부채 비율에도 불구하고 단기적인 국가 재정위기 발생 가능성은 낮게 평가하고 있다. 그 근거로는 연준의 독립성, 부채의 달러화 표시, 글로벌 기축통화로서 달러의 중심적 지위, 그리고 미국 국채를 대체할 만한 글로벌 대체 투자처의 부재라는 네 가지 요인을 제시했다. 다만 이 네 가지 요인 중 달러의 지위와 대체 투자처의 부재라는 두 가지 전제 조건은 현재 글로벌 중앙은행들의 준비자산 시장에서 구조적 변화가 진행 중인 영역이다. 그리고 그 변화에서 국채가 비운 자리를 한계적으로 채우고 있는 자산이 금이다. 이 대체가 어떤 규모와 성격으로 진행되고 있는지는 이어지는 V장에서 구체적으로 살펴본다.

V. 달러 지위의 재해석: 기존 체제의 안정과 신규 자금의 대체 수요

준비자산의 선택 기준은 전통적으로 안전성, 유동성, 수용성으로 구성되어 왔다. 그러나 2022년 러시아 외환보유액 동결 사태를 기점으로, 주요국 중앙은행들의 자산 배분 기준에 서방의 경제 제재에 따른 자산 압류 위험이라는 새로운 고려 항목이 추가되었다. 미국 국채는 오랜 기간 앞선 세 가지 기준 모두에서 확고한 우위를 점해왔다. 다만 국채는 본질적으로 발행 주체의 부채이므로, 발행국이 보유국의 자산을 동결하는 지정학적 제재 상황에서는 안전성의 전제 자체가 흔들리게 된다. 반면 금은 수익률과 유동성 측면에서 국채에 미치지 못하지만, 그 누구의 부채도 아닌 독립된 실물 자산이라는 특성 덕분에 자산 압류와 동결 위험에서 벗어나 있다. 경제 제재가 실질적인 대외 정책 수단으로 부상한 거시 환경에서 일부 국가들이 준비자산 포트폴리오를 재편하는 현상은 이러한 구조적 변화에 기인한 결과로 풀이할 수 있다.

준비자산 시장의 궤적을 분석하기 위해서는 누적된 보유 잔액인 **저량**과 신규 편입 흐름인 **유량**을 엄밀하게 구분해 접근할 필요가 있다. 저량 기준의 상징적인 변화는 이미 주요 수치로 확인된다. 유럽중앙은행(ECB) 집계에 따르면 2025년 기준 세계 준비자산에서 금이 차지하는 비중은 27%를 기록하며 22%에 머문 미국 국채 비중을 앞질렀다. 그러나 이러한 비중 역전 현상의 대부분은 금 가격 상승에 따른 자산 평가효과가 반영된 착시 현상에 가깝다. 실제로 국제통화기금(IMF)은 공식 통계를 통해 글로벌 달러 비중이 2026년 1분기 기준 57.1%로 안정적인 수준을 유지하고 있으며, 금의 비중 상승은 거의 전적으로 가격 상승 효과라고 명시한 바 있다.

Connolly-Chen-Yao(2026)의 연구 "De-Dollarization of Central Bank Reserves in the World Economy: 2015-2025"(Journal of Risk and Financial Management)에 따르면, 2015년부터 2025년 사이 관찰된 +8%p의 금 비중 상승분 대부분이 가격 상승에 따른 평가효과였으며, 실제 실물 금 축적량은 10년 누적 기준으로 중국 538톤, 러시아 915톤, 인도 322톤 수준에 머무른 것으로 파악된다. 글로벌 거래 인프라에서 달러가 차지하는 지위 또한 여전히 유지되고 있다. 전 세계 외환거래의 89%와 수출 결제의 54%가 달러화로 이루어지고 있음을 고려할 때, 누적된 저량과 금융 결제 인프라를 기준으로 판단한 달러 중심의 통화 체제는 변함없이 안정적이다.

유량 측면으로 시야를 넓혀보면 신규 준비자산을 편입하는 선택의 방향성이 달라졌음을 확인할 수 있다. 공적통화금융기구포럼(OMFIF)이 중앙은행과 국부펀드, 공공연기금 90곳(운용자산 10조 달러 이상)을 대상으로 실시한 2026년 연례 준비자산 조사에서, 향후 10년간 달러 배분을 축소하겠다는 응답이 13년 조사 역사상 처음으로 확대 응답을 웃돌았다. 응답자들은 현재 58% 수준인 달러 비중이 10년 뒤 평균 50%로 낮아질 것으로 전망했고, 금 보유의 최우선 동기로는 응답 기관의 68%가 포트폴리오 다변화를 지목했다.

또한 Aizenman-Saadaoui-Uddin-Yago(2026)의 연구 "US Monetary Spillovers, Foreign Exchange, and Gold Reserves at Times of Geopolitical Fragmentation"(NBER Working Paper 35337)에서는 연준의 통화 스왑라인과 서구권 금융 인프라에 대한 접근성을 기준으로 전 세계 준비자산 수요가 양분되고 있음을 실증분석을 통해 확인했다. 달러 유동성이라는 공적 보험에 접근할 수 있는 국가들은 기존대로 미국 국채를 유지하는 반면, 해당 보험망에서 소외된 국가들은 스스로를 방어하는 대안적 수단으로 금을 축적하는 양상이다. 경제 제재 위험에 노출된 국가일수록 금 보관 장소를 서방 관할권에서 자국 금고로 옮기는 경향이 뚜렷한데, 이 역시 동일한 전략적 판단의 연장선에 있다. 올해 2월 관찰된 터키의 통화 급락 국면 대응은 자산 다변화 전략이 실제 금융 시장에서 작동하는 구체적인 방식을 보여준다. 자국 통화 가치가 급락하는 국면에서 터키 중앙은행은 보유한 금을 직접 매각하는 대신, 그중 127톤을 담보로 제공하는 통화스왑을 체결하여 달러 유동성을 적시에 조달했다. 실물을 처분하지 않고도 즉각적인 유동성으로 전환될 수 있는 유효한 준비자산으로서 금의 효용을 보여준 사례다.

따라서 현재 거시 통계에서 엿갈려 나타나는 두 지표는 서로 모순되는 현상이 아니라, 하나는 보유 잔액을, 다른 하나는 신규 흐름을 측정 한 결과라고 평가한다. 달러 중심 체제의 저량은 안정적으로 유지되고 있으나, 신규 준비자산 수요를 결정하는 자금의 유입 방향은 이미 국채에서 금으로 이동한 상태다. 금융 시장에서 실제 자산 가격의 궤적을 주도하는 핵심 변수는 누적된 저량이 아니라 새롭게 유입되는 유량이므로, 이러한 자금 이동은 그 규모가 점진적일지라도 금 가격의 하단을 구조적으로 지지하는 구조적 요인으로 작용하게 된다.

다만 이러한 현상에 대한 구조적 확대 해석은 지양할 필요가 있다. 현재 관찰되는 자금 흐름은 기축통화로서 달러 지위의 붕괴를 예고하는 전조 현상이 아니라, 경제 제재와 지정학적 분절화라는 특수한 위험 환경에 노출된 일부 국가들의 포트폴리오 보험 수요로 해석하는 것이 타당하다. 오히려 금 시장의 수급 측면에서는 이러한 공적 수요가 본질적으로 가격 변동에 둔감하며 장기적이고 꾸준하게 유입되는 성질을 지녔다는 사실이 가격 하단을 지지하는 주요 기반으로 작용하는 것으로 판단된다.

VI. 인플레이션: 실현 물가가 아니라 기대의 경로

금이 인플레이션 헤지 수단이라는 통념이 있지만 실제 실증 자료로는 이 통념이 뒷받침되지 않는다. 세계금협회 통계에 따르면 1971년 이후 금 가격 변동분 가운데 인플레이션 요인으로 직접 설명되는 비중은 약 16%로 추정된다. 나머지 대부분은 물가가 아닌 다른 변수들의 몫이라는 뜻이지만, 그렇다고 물가가 금과 무관한 것은 아니다. 물가는 금 가격에 직접 작용하는 대신 두 개의 변수를 거쳐 간접적으로 전달된다. 이때 중요한 것은 이미 발표된 실현 물가가 아니라 앞으로 형성될 기대 물가다. 자산 가격은 과거가 아니라 미래를 향해 정해지기 때문이다. 기대 물가가 움직이면 두 가지가 따라 움직인다. 첫째는 실질금리다. 명목금리가 그대로일 때 기대 물가가 오르면 실질금리가 내려가 금 보유의 기회비용이 줄어드는데, II장에서 분석한 경로 그대로다. 둘째는 장기 국채에 대한 신뢰다. 기대인플레이션이 오르면 만기에 국채가 돌려줄 실질 상환 가치의 불확실성이 커지고, 국채 보유의 편익이 줄어드는 자리만큼 금의 상대 매력이 올라간다. III장에서 확인한 자금 회전이 이 경로를 따른 것이다. 정리하면 인플레이션은 금 가격의 직접적인 상승 동인이 아니라, 실질금리와 국채 신뢰라는 두 경로를 작동시키는 조건 변수다.

현재의 기대 물가는 이러한 조건이 금 가격에 가장 우호적인 상황이다. 10년물 기대인플레이션은 2.35%, 5년 뒤부터 5년간의 장기 기대인플레이션을 나타내는 지표는 2.34%를 기록하며 저물가 시기의 평균치인 1.90%를 상회하고 있으나, 추가적인 금등 조정 없이 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 경제 주체들을 대상으로 한 설문조사 기반의 기대 물가 역시 동일한 방향성을 가리킨다. 8월 미시간대학교 소비자조사에서 1년 기대인플레이션은 4.3%로 소폭 상승했으나, 5년에서 10년을 바라보는 장기 기대인플레이션은 3.3% 수준에서 변동 없이 유지되었다.

이러한 거시 지표 조합이 지니는 경제학적 의미는 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 우선, 기대 물가가 과거 저물가 시기 수준으로 완전히 하락하지 않는 한 주식과 국채의 상관관계를 양(+)의 방향으로 묶어두는 요인과 국채 신뢰도 훼손에 따른 부담이 시장에 상존하며, 이는 곧 장기 국채의 포트폴리오 방어 기능이 계속해서 훼손될 수 있음을 뜻한다. 이와 동시에 기대 물가가 현재의 안정 구간을 상향 이탈하지 않는 한, 실제 물가 지표의 둔화가 확인되는 경로를 따라 통화당국의 정책 완화 전환 여지가 확보되므로 실질 금리 하락이라는 금 가격의 상승 동력 또한 유효하게 유지된다. 즉, 국채의 방어력 훼손과 실질금리 하락 기대라는 두 가지 조건이 동시에 성립하는 현재의 거시 환경이 금 시장에는 가장 유리한 지표 조합이다.

실제 관측되는 물가의 흐름 역시 둔화 방향을 가리키고 있으며, 주요 물가 지표 간에 발생하는 수치 격차는 측정 방식의 차이에 기인한 것으로 향후 점진적으로 좁혀질 전망이다. 지난 7월 미국의 근원 소비자물가지수는 전년 대비 2.5% 상승하는 데 그쳐, 본격적인 물가 급등기에 진입하기 이전인 2021년 3월 이후 최저치를 기록했다. 반면 연준의 핵심 정책 목표 지표인 근원 개인소비지출 물가지수는 3.3%를 기록하여, 근원 소비자물가지수와 비교해 통상적인 흐름과 반대 방향으로 0.8%p의 격차가 벌어져 있는 상태다. 당사의 분해 결과 이 격차의 상당 부분은 포트폴리오 관리 수수료 등 지표별 측정 방식에 민감하게 반응하는 특정 항목들에서 유발된 것으로 파악되며, 오는 9월 30일 예정된 통계 기준 개편은 근원 개인소비지출 물가지수를 약 0.12%p 하향 조정하는 방향으로 작용할 것으로 분석된다. 체감 생활 물가에 가까운 지표들은 이미 인플레이션 급등기 이전의 안정적인 수준으로 회귀했으며, 통화정책의 기준이 되는 정책 지표들 역시 시차를 두고 그 궤적을 따라 하락하는 경로가 당사의 기본 판단이다.

이러한 전망에 반하는 상방 위험은 주로 **거시 비용 요인**에 집중되어 있다. 현재 브렌트유 가격이 배럴당 93달러 선까지 반등한 가운데, 미국 의회예산국은 2026년부터 2029년까지의 중장기 물가 전망치를 상향 조정한 최우선 근거로 관세 정책을 지목한 바 있다. 향후 유가 상승과 관세 부과 충격이 헤드라인 물가를 강하게 자극하여 기대인플레이션이 현재의 안정 구간을 뚫고 상향 이탈할 경우, 통화정책 완화를 지탱하던 거시적 전제가 무너지며 시장 국면은 Ⅱ장에서 다루었던 전형적인 금리 충격 환경으로 회귀하게 된다. 실질금리가 급등하는 해당 국면에서 금은 포트폴리오 방어 수단이 아니라 실질금리에 취약한 자산이 된다는 사실은, 올해 상반기 가격 흐름에서 이미 확인되었다. 결과적으로 인플레이션 요인이 금 가격에 우호적으로 작용하는 환경은 물가 수준이 정책 목표치를 상회하되 점진적으로 둔화하는 현재의 제한적 구간에 국한되며, 이 구간의 연장 여부를 판단하기 위해서는 향후 발표될 세부 물가 지표의 궤적을 주시할 필요가 있다.

VII. 수급 구조의 재편: 금융 수요의 복귀와 통화정책별 가격 시나리오

향후 금 수요를 결정지을 핵심 변수는 매수측의 구조적 교체다. 앞선 I 장의 분석으로 돌아가면, 2022년 이후 금 시장의 강세를 주도한 주체는 글로벌 중앙은행과 아시아 지역의 실물 수요라는 가격 비탄력적인 매수 기반이었다. 이러한 수요 축은 앞으로도 유지되겠으나 그 매입 강도는 점차 낮아지는 추세다. 전 세계 중앙은행의 금 매입량은 2025년 1,237톤을 기록한 이후 올해 상반기 345톤 수준으로 감속했으며, 아시아 지역 실물 수요의 저가 매수세 역시 가격 회복과 함께 시장에서 한발 물러서며 상하이 시장의 금 프리미엄이 소멸하는 결과로 이어졌다.

다음 국면의 방향성을 결정하는 주체는 자산 가격과 거시 금리에 민감하게 반응하는 서구권의 금융 수요이며, 해당 자금은 최근 들어 시장에 본격적으로 복귀하기 시작했다. 지난 7월 글로벌 ETF 자금이 +30억 달러의 순유입으로 전환된 현상이 그 첫 번째 반전 이었고, 8월에 관찰된 파생상품 시장의 미결제약정 증가가 이러한 자금 회전을 뒷받침했다. 여기서 가장 주목해야 할 점은 해당 수요의 잠재적 진입 여력이 여전히 상당하다는 사실이다. 북미 지역 ETF는 연중 누적 기준으로 자금 순유출 상태에 머물러 있으며, 미국 개인 투자자의 포트폴리오 내 금 편입 비중은 0.17%에 불과하고 시장의 선물 매수 포지션 역시 장기 평균 수준을 벗어나지 않고 있다. 결국 다음 국면의 자산 가격 궤적은 이미 금을 매입한 주체가 아니라 아직 시장에 진입하지 않은 대기 자금의 규모에 달려 있으며, 이들을 움직이는 핵심 변수는 Ⅱ장에서 확인한 실질금리, 즉 통화당국의 정책 경로다.

또한 향후 금 가격의 궤적은 거시 통화정책의 전개 양상에 따라 [표 2]와 같이 세 가지 시나리오로 구성해볼 수 있다. 이 중 기본 경로로 상정하는 시나리오는 연준 기준금리가 연내 동결되고 내년 최대 2회의 인하가 진행되는 경로이다. 이는 8월과 9월 미국의 근원 물가 상승률이 전월 대비 0.1%에서 0.2% 수준의 흐름을 이어가며 정책 완화의 거시적 조건이 충족되고, 결과적으로 올해는 적어도 금리 인상이 없는 상황을 가리킨다. 이 국면에서는 실질금리의 하락 압력이 복원된 역상관관계 베타 계수를 통해 금 가격 상승으로 직접 전달되며, 금리에 민감한 북미 지역의 대기 자금이 시장으로 복귀할 수 있다. 기준금리 50bp 인하시 금 가격을 약 120달러 지지하는 계량 추정을 당사의 인하 전제(내년 최대 2회, 50bp)에 적용하면, 세계금협회가 금리 기대 하향 국면의 상단으로 제시한 4,500달러 선의 안착이 4분기 중 진행되고 내년 인하가 가시화되는 정도에 비례해 상단이 확장될 전망이다. 이 4,500달러 선은 재무부 바이백 발표 당일 이미 시험된 수준이다. 현재 자본시장에 남아 있는 연내 금리 인상 선반영분, 즉 8월 초 기준으로 12월까지 1회 이상 금리 인상이 단행될 확률인 약 79%의 기대치가 점진적으로 되돌려지는 과정 자체가 가격 상승을 이끄는 추가적인 동력으로 작용한다. 당사의 추정 기준 완화 방향의 지표 서프라이즈 1표준편차당 당일 금 가격 반응은 +0.8%였다.

중간 경로는 금리 동결 기조가 예상보다 장기화되는 시나리오다. 실측 물가의 둔화세가 지표로 확인되지 않아 정책 관망세가 길어지는 경우, 실질금리가 현재 수준에 머무를 경우 금 가격은 세계금협회 밸류에이션 모형의 적정 가치인 4,100달러를 중심으로 상하 5% 범위 내의 제한적인 박스권 등락에 갇히게 된다. 이는 중앙은행의 매입과 아시아 실물 수요가 가격 하방 경직성을 제공하는 동시에, 자산 보유에 따른 높은 기회비용이 상단을 억누르는 수급 균형 상태다.

마지막 하방 경로는 9월에 금리 인상이 단행되는 시나리오다. 물가가 재가속하며 정책 금리 인상이 현실화될 경우, 복원된 금리 민감도가 이번에는 가격을 끌어내리는 하방 압력으로 작동하게 된다. 해외 기관들의 인상 시나리오하에서 금 가격 하단 목표치는 3,800달러에서 4,400달러 구간에 넓게 분포하고 있다. 다만 이러한 충격 국면에서도 자산 가격의 낙폭을 제한하는 방어 요인이 두 가지 존재한다. 첫째, 신흥국 중앙은행들이 매월 60톤 안팎으로 집행하는 구조적 매입 수요가 하단을 지지한다. 둘째, 가격이 단기적으로 10% 이상 하락할 경우 아시아 지역의 실물 수요가 저가 매수 형태로 다시 시장에 유입될 수 있다. 이는 올해 상반기 가격 조정 국면에서 이미 작동이 확인된 수급 구조다.

[표 2] 정책 경로별 금 가격 시나리오

구분	정책 전제	금 가격 경로	주요 근거
기본 경로	연내 동결, 내년 최대 2회 인하 (근원 물가 월 0.1~0.2% 지속)	4분기 4,500 달러 안착, 내년 인하 비례 상단 확장	실질금리 하락과 북미 ETF 복귀, 완화 50bp 당 +120 달러, 인상 반영 되돌림
중간 경로	동결 장기화 (물가 둔화 미확인)	4,100 달러 ±5% 등락	세계금협회 적정가치, 중앙은행과 아시아 실물이 하단 지지
하방 경로	9월 추가 인상 (물가 재가속)	3,800~4,400 달러대	복원된 금리 민감도, 월 60톤 매입과 저가 매수가 낙폭 제한

자료: 세계금협회, 해외 기관 전망 종합, 유안타증권 리서치센터

VIII. 시사점: 국채의 공백과 금의 부분 대체

앞선 거시적 진단은 포트폴리오 내 헤지 자산의 수요와 공급이라는 단일한 논리 구조로 귀결된다. 실물 경기 위험을 상쇄할 방어 자산에 대한 수요는 자산 배분 운용에 있어 변하지 않는 상수다. 반면 구조적으로 변화한 부분은 자산의 공급 측면이다. 지난 수십 년간 포트폴리오 방어의 표준으로 기능해 온 미국 국채가 실질적인 방어력을 발휘하기 위해서는 거시 금리가 하락해야 하며, 이러한 금리 하락분은 향후 정책 기대와 국채의 기간프리미엄이라는 두 가지 요소에서 산출된다. 현재 시장은 이 두 가지 금리 하락 경로가 모두 구조적으로 좁아진 상태다. 인플레이션이 통화당국의 목표치를 상회하는 한 완화적 전환에 높은 문턱을 설정하는 현행 정책 구조가 정책 기대 경로의 금리 하락을 가로막고 있다(II장, III장). 과거 저물가 시기 대비 10배 이상 확대된 기간프리미엄은 나머지 한쪽의 금리 하락 여력마저 사실상 소진시키고 있다(IV장). 여기에 과거 저물가 시기를 지속적으로 상회하는 높은 기대인플레이션 구조가 주식과 국채 가격을 동일한 방향으로 연동시켜 움직이게 만들었다(III장, VI장). 국채 금리가 하락할 여지가 축소된 데 더해, 금리 하락 시 국채가 주식 자산과 반대 방향으로 움직인다는 포트폴리오 방어의 기본 전제마저 훼손된 결과다.

동일한 기간 동안 금은 이와 정반대의 방어 조건을 시장에 구축해 왔다. 실질금리와의 역상관관계가 복원되면서 통화 완화 기대를 자산 가격에 직접적으로 반영하는 민감도를 회복했다(II장). 국채와 달리 대규모 재정 적자나 채권 공급 확대에 따른 부담이 근본적으로 존재하지 않아, 정책 완화 국면에서 창출되는 가격 상승분이 기간프리미엄에 의해 상쇄되는 현상이 발생하지 않는다(IV장). 또한 글로벌 중앙은행 및 아시아 지역의 대규모 실물 수요라는 가격 비탄력적 매수 기반이 시세의 하방 경직성을 제공한다(I장, V장). 앞서 살펴본 바와 같이 동일한 거시 성장 충격이 발생했을 때 국채 가격은 방어적 반응을 멈춘 반면 금 가격은 +0.9% 상승하는 반응을 보였다. 이는 단기적인 시세의 우연이 아니라 방어 자산을 둘러싼 근본적인 거시 구조 변화의 산물이다.

이러한 분석은 단순한 미래 전망이 아니라 현재 자본시장에서 실시간으로 전개 중인 구조적 변화에 대한 실증적 관찰 결과다. 자산 간의 헤지 대체 현상은 크게 세 가지 층위의 데이터로 확인된다. **첫째, 자산 가격 궤적의 차별화다.** 미국의 실물 고용 충격이 지표로 확인된 8월 7일 당일 금 가격은 2.4% 상승하며 포트폴리오 방어 자산으로서 기능한 반면, 10년물 국채 금리의 반응은 수 bp에 그쳤다. 8월 19일에는 미국 재무부의 장기물 국채 바이백 확대 발표와 매파적 FOMC 의사록이 같은 날 동시 공개되었음에도 불구하고 금 가격이 4% 상승하며 4,500달러 선을 회복했다. 이는 당일 자본시장을 지배한 충격의 진원이 통화정책이 아니라 국가 재정 상황이었다는 점에서, 거시 충격의 성격이 자산의 방어적 가격 반응을 직접 결정짓는다는 이론적 구분과 부합하는 내용이다.

둘째, 민간 포트폴리오 자금의 실제 이동이다. 지난 7월 글로벌 ETF 자금이 순유입으로 전환되었고, 국채의 전통적인 위험 상쇄 기능 약화를 전제로 주식 60, 채권 20, 금 20 비율의 새로운 자산 배분 전략이 시장에 공개 제안되었다. 현재 글로벌 기관 포트폴리오 내 금 편입 비중이 여전히 0.5%에서 2% 수준에 머물러 있다는 데이터는 이러한 포트폴리오 재배분 흐름이 아직 시기적으로 초기 국면에 놓여 있음을 시사한다.

셋째, 공적 준비자산의 다변화다. 신규 준비자산을 편입하는 수요가 미국 국채에서 금으로 이동한 실증적 궤적은, 이러한 자산 대체 현상이 민간 금융 부문을 넘어 국가 중앙은행 단위의 공적 포트폴리오에서도 광범위하게 진행되고 있음을 보여준다(V장). 다만 이 대체는 무조건적으로 성립하지 않는다. 성립 여부는 시장에 가해지는 충격의 성격에 따라 달라진다.

올해 산출된 실증 데이터는 금을 활용한 포트폴리오 대체가 성공적으로 성립하는 국면과 실패하는 국면을 구분해서 보여준다. 통화당국의 금리 인상 기초 재반영이나 실질금리의 급등과 같이 거시 충격의 진원이 금리 그 자체일 경우, 금은 시장의 방어 수단으로 작동하지 못한 채 국채보다 더 큰 폭으로 하락하는 고민감도 자산으로 나타났다. 주식 시장 급락일에 당일 -2.1%를 기록한 것은 금이 실질금리에 대한 민감도가 높아진 결과이다. 반면 거시 충격의 진원이 실물 경제의 성장 둔화일 때, 즉 고용 지표가 악화하고 향후 통화 완화에 대한 시장의 기대가 형성되는 날에는 금이 국채가 수행하지 못하는 수익률 방어력을 수행했다. 결과적으로 포트폴리오 내 방어 자산의 대체는 실물 성장 충격에 대해서만 유효하게 성립하며, 순수한 금리 급등 충격에 대해서는 성립하지 않는다는 구조적 결론으로 이어진다. 판단의 관건은 향후 지배적 충격의 성격이다. 고용의 냉각과 근원 물가의 둔화가 관찰되고 있다는 점에서 당사는 지배적 충격이 금리에서 성장으로 이동하고 있다고 판단한다.

거시 자산 배분 포트폴리오 관점에서 도출되는 최종 결론은 크게 세 가지로 요약된다. 첫째, 금의 포트폴리오 내 역할을 단순한 인플레이션 방어 수단이 아니라, 실물 성장 둔화 충격과 국가 재정 및 달러 가치 훼손 위험에 대비하는 대체 방어 수단으로 바라볼 수 있다. 현재 관찰되는 글로벌 기관 포트폴리오의 0.5%에서 2% 편입 비중은, 시장 내에 이러한 자산 역할의 재정의가 충분히 반영되기 이전의 과도기적 숫자다. 둘째, 금을 통한 국채의 대체는 기존 방어 자산의 전면적 교체가 아니라 철저한 부분 대체의 관점으로 접근해야 한다. 국제 유가 상승이나 관세 부과와 같은 거시 위험 요인이 잔존하여 금리 충격 국면의 재발 가능성이 완전히 소멸한 것은 아니므로, 방어력이 검증된 달러 현금 및 단기 국채의 병행 편입이 필수적이다. 또한 금 자산에 대한 신규 진입 역시 거시적인 통화 완화 조건이 실증 데이터로 확인되는 속도에 비례하여 비중을 확대하는 분할 접근 방식이 가장 합리적이다. 셋째, 현재 자산 가격에 내재된 위험과 수익의 비대칭성을 적극적으로 활용할 시점이다. 시장 가격에 여전히 남아 있는 연내 기준금리 인상 선반영분과 아직 시장에 진입하지 않은 북미 지역의 대규모 대기 자금은, 당사의 기본 시나리오인 통화 완화 궤적이 지표로 확인될 때 금 가격의 탄력적인 상승을 이끌 잠재적 반등 여력으로 작용한다. 반대로 실측 물가가 재가속하여 시장에 금리 충격 국면이 복귀한다면, 금은 포트폴리오 방어 수단이 되지 못할 것으로 예상된다.

Appendix. 방법론

본 보고서의 반응 민감도 추정에는 당사가 「시장을 앞세운 연준」(2026. 8. 3)에서 구축한 반응함수 추정 틀을 금, 달러, 실질금리로 확장.

경제지표 발표일(공식 발표일 기준, FOMC 당일 제외)의 표준화 서프라이즈(지표별 중위절대편차 기준, 금리 상승 방향 정렬)를 설명변수로, 당일 자산 수익률과 금리 변화를 종속변수로 하는 회귀의 기울기를 반응 강도로 정의.

비교 구간은 파월 의장 후기(2024. 1~2026. 5. 21, 205개 발표일)와 현 의장 체제(2026. 5. 22 이후, 21개 발표일). 현 체제 표본이 작아 개별 추정치는 방향성 증거로 해석해야 하며, 금은 잔차 기여가 커 설명력이 낮다(결정계수 0.1대). 다만 Caldara-lacoviello(2022)의 일간 지정학 리스크 지수(2026년 8월 17일 갱신본)와 일간 정책불확실성 지수를 통제 변수로 추가해도 서프라이즈 반응 강도는 유지됨을 확인.

금-실질금리 베타는 월간(24개월 이동 회귀)과 일간을 병행 추정했고, 주식-국채 상관과 주식-금 상관은 일간 수익률의 120일 이동 상관(국채 수익률은 10년물 금리 변화에 수정듀레이션 8.5를 적용한 근사).

임플라이드 리스 금리는 단기 자금 금리에서 금 스왑레이트를 차감해 산출했으며(3개월 자금 레그는 90일 평균 SOFR로 근사), 상하이 프리미엄은 상하이금거래소 오후 벤치마크를 달러/온스로 환산해 런던 현물과 비교.

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.