

# 원자재 한눈에보는상상인자신전략

최예찬 | 경제/원자재/FX  
02-3779-3519  
yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게  
상상인증권  
투자전략 채널

## 금 가격 상승 랠리는 아직 끝나지 않았다

### 금 가격 역대급 조정 발생

금 가격은 2월 28일 마이스라엘의 이란 공습 직후 안전자산 선호로 일시 강세를 보였으나, 이후 유가 급등에 따른 인플레이션 및 고금리 우려가 부각되며 3월 들어 급락세로 전환됐다. 3월 셋째 주 금 가격은 주간 약 -11% 하락해 1983년 이후 최대 주간 낙폭을 기록했으며, 은과 플래티넘 등도 큰 폭으로 동반 하락하며 귀금속 전반에 걸친 광범위한 매도세가 확인됐다. 하락을 증폭시킨 것은 귀금속 시장의 과열이다. 올해 초 금은 가격의 급등 과정에서 레버리지 포지션이 누적된 상태였고, 당사가 제작한 금 시장 기술적 지표에서도 역사적 과매수 임계점인 +1.5σ를 아득히 상회하는 +3.5σ 수준에 머물러 있었다. 따라서 이번 조정은 귀금속 시장의 과열이 전쟁이라는 외부 충격에 의해 일시에 해소되는 과정에서 증폭된 결과로 판단한다.

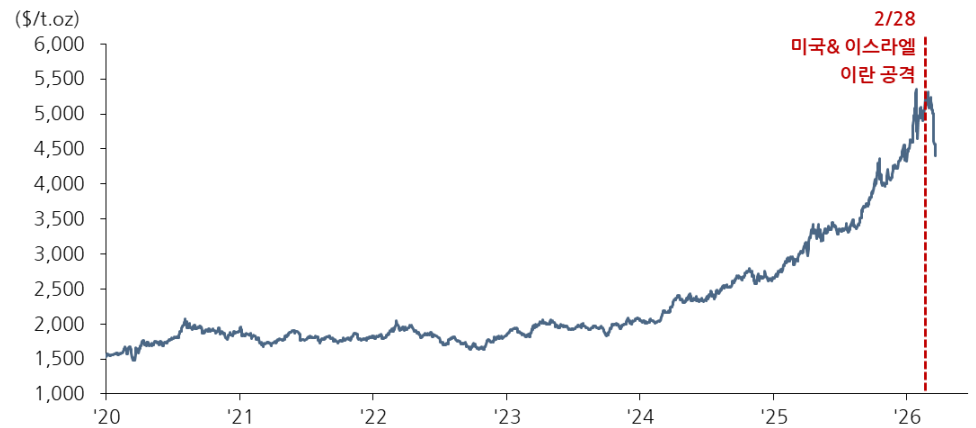
### 유일한 하락 시나리오인 강달러의 현실화

당사는 위시 發 금 가격 추가 하락 리스크 점검 보고서(2/5)에서 금 가격의 유일한 하락 시나리오로 강달러 전환을 제시한 바 있다. 구체적으로 ①달러 강세가 달러 표시 실물자산의 명목 가격을 직접 낮추고, ②달러 환산 글로벌 M2가 급락하는 이중 경로를 통해 금 가격에 하방 압력이 가해질 수 있음을 경고했는데, 이번 중동전쟁이 해당 시나리오를 정확히 촉발했다. 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 유가 급등이 인플레이션 우려를 재점화시키면서, 시장은 연준의 금리 인하 기대를 급격히 후퇴시켰다. 전쟁 전 OIS 선물시장은 연내 2~3회 인하를 반영하고 있었으나, 현재는 오히려 인상 가능성까지 반영하는 수준으로 되돌려졌다. 이러한 금리 경로의 급변이 달러 강세를 뒷받침하며 금 가격의 하방 변동성을 키운 것으로 판단한다.

### 금 가격 반등 조건은 중동 전쟁의 종식

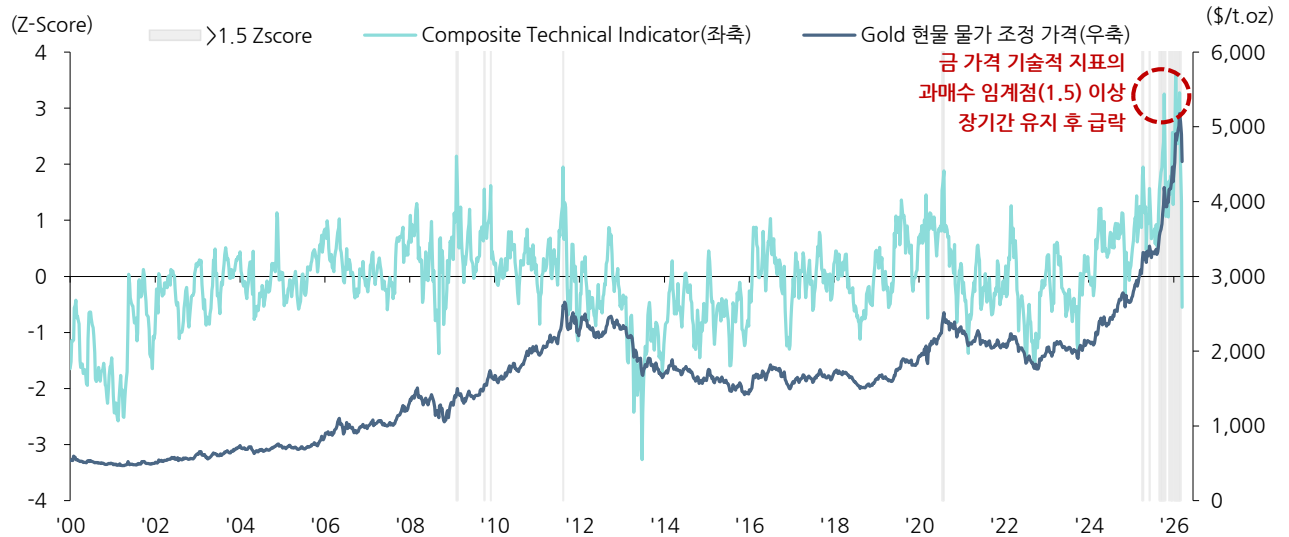
금 가격의 반등 조건은 중동 전쟁의 종식과 유가 안정이다. 트럼프 대통령은 3월 23일 이란 에너지 인프라에 대한 공격을 5일간 유예하며 협상 의지를 시사했고, 미국은 3/24 핵 포기·호르무즈 개방 등 15개 조건의 30일 휴전안을 이란에 전달했다. 하지만 이란은 이를 공식 거부하고 전방위적 공격 중단, 배상금, 호르무즈 주권 인정 등 5개 역조건을 제시했다. 핵심 변수는 에너지 인프라 공격 유예가 만료되는 3/28이다. 합의 불발 시 중동으로 이동중인 미 해병대의 진입까지도 염두에 두어야 하는 상황이다. 종전 가시성이 확보되지 않은 국면인 만큼, 금 가격이 단기간에 강한 반등을 만들어내기는 쉽지 않을 전망이다.

그림 1. 금 가격 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 금 기술적 지표와 금 현물 가격(불가 조정)



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

Composite Technical Indicator: ①COMEX Net Speculative Positions (% of OI), ②SHFE Net Long Positions (% of OI), ③25Delta risk Reversal 3M, ④ETF Gold Holdings, ⑤70일 이격도, ⑥210일 이격도, ⑦14주 RSI의 Z-score 평균

그림 3. WTI 근월물 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. OIS 선물시장에 반영된 연준 연말 기준금리 전망치



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

## 레벨은 낮추어도, 상승 방향성은 유지

단기 금 가격 조정은 불가피하나, 중장기적으로는 이번 전쟁이 글로벌 중앙은행의 금 매입 가속화라는 구조적 상승 동력을 더욱 강화시킬 전망이다. '22년 러시아-우크라이나 전쟁 당시 미국이 러시아의 달러 자산을 동결하면서, 글로벌 중앙은행들은 달러 준비자산의 정치적 리스크를 본격적으로 인식하기 시작했다. 그 결과 '22~'25년 중앙은행 금 순매입은 분기 평균 275톤으로 과거 평균 대비 두 배 이상 급증했으며, IMF 기준 글로벌 외환보유액 중 달러 비중은 러-우 전쟁 직전 60.0%에서 '25년 3분기 56.9%까지 하락했다. 이번에는 미국이 직접 전쟁을 개시한 당사자라는 점에서 파급력이 더 높다. 러-우 전쟁이 달러 표시 자산의 제재 리스크를 각인시켰다면, 이번 전쟁은 미국 스스로가 군사행위의 주체가 될 수 있음을 각인시켰다. 서방 동맹국 입장에서도 그린란드 이슈 등 지정학적 갈등이 더 이상 남의 일이 아니며, 달러 의존도 축소의 필요성이 한층 부각될 수 있다. WGC 서베이에서 글로벌 중앙은행의 95%가 '26년 금 보유량 확대를 전망했으며, 신흥국과 선진국 중앙은행의 공통된 결론이었다.

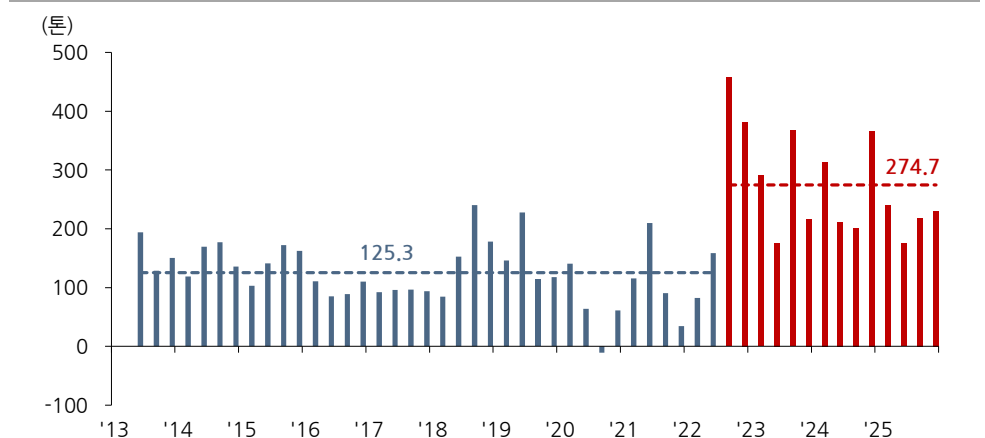
당사는 이번 금 가격 조정 폭이 컸으나, 여전히 역사적 상승 랠리의 평균 경로 위에 놓여 있다고 판단하며, 장기 상승 전망을 유지한다. 다만 전쟁 이전 제시한 유동성 확장 환경 기반 금 가격 전망치 대비 눈높이를 낮출 필요가 있다. 2026년 금 가격 전망치를 \$5,500/t.oz(기존 \$6,100/t.oz)로 하향 조정한다.

그림 5. 글로벌 외환 보유액 중 달러 비중



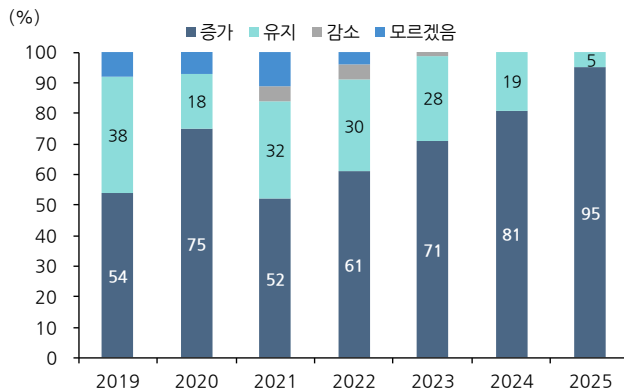
자료: IMF, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 분기별 중앙은행 금 순매입



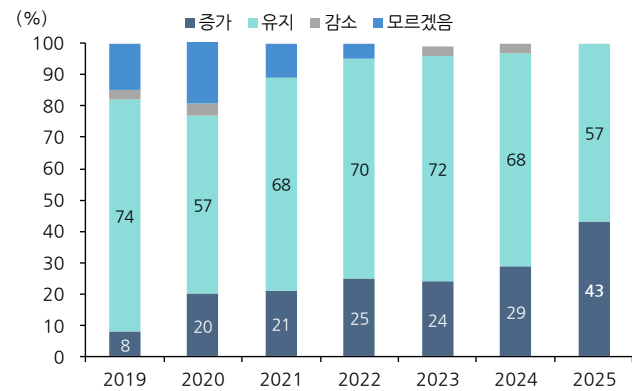
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 향후 12개월 동안 글로벌 중앙은행의 금 보유량 변화 서베이



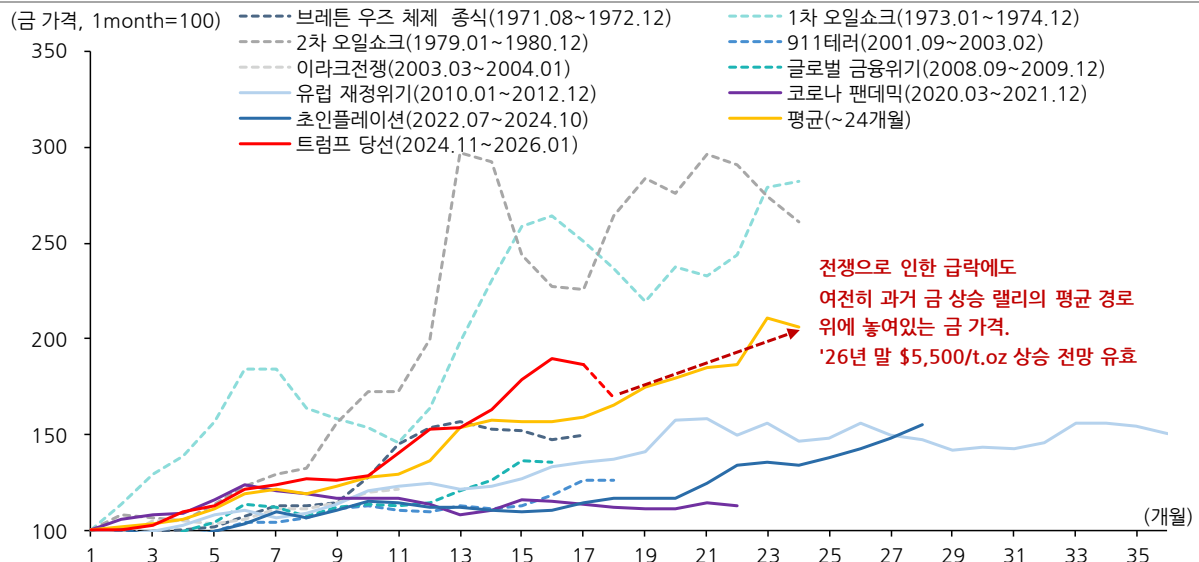
자료: World Gold Council, 상상인증권 리서치센터  
2025년 기준: 73개 중앙은행(선진국 15, 신흥국 58) 대상 조사

그림 8. 향후 12개월 동안 자국의 금 보유량 변화 서베이



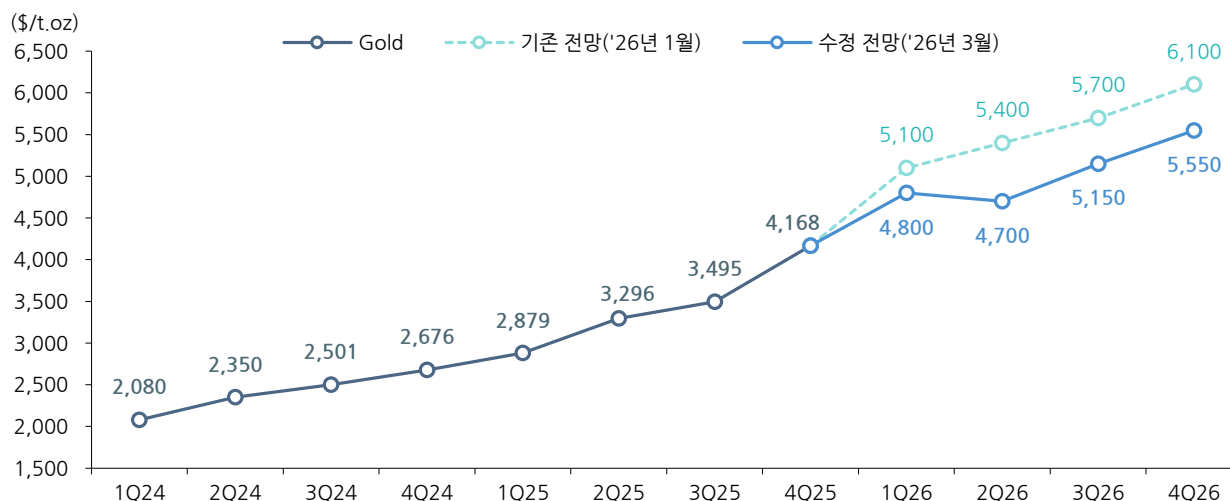
자료: World Gold Council, 상상인증권 리서치센터  
2025년 기준: 72개 중앙은행(선진국 14, 신흥국 58) 대상 조사

그림 9. 금 상승 랠리 역사적 금 상승 랠리와 유동성 효과를 고려한 금 가격 예상 경로



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 분기별 금 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.