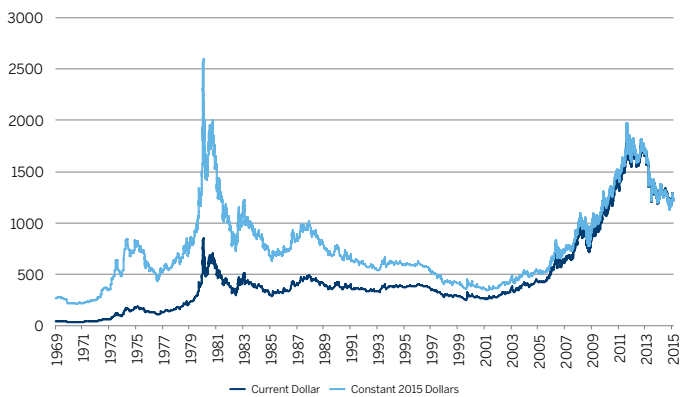


금과 은 가격의 상승/하락을 견인할 수 있는 다섯 가지 동인!

본 보고서의 모든 예시는 특정 상황들의 가정에 근거한 해석이며 오로지 설명의 목적으로 사용하기 위한 것입니다. 이 보고서에 담긴 시각은 저자의 것이며 반드시 CME 그룹이나 그 계열 기관의 시각은 아닙니다. 이 보고서와 이 안에 담긴 정보를 투자 자문이나 실제 시장 경험의 결과로 고려하여서는 안 됩니다.

금과 은의 가격은 2011년 정점에서 큰 폭 하락한 상태입니다. 은의 경우, 거의 \$50 수준에서 정점을 찍은 후 지금은 \$20 미만에 거래되고 있습니다. 금은 온스당 \$1,900까지 상승했다가 현재는 \$1,200 주변에서 거래되고 있습니다. 두 금속 모두 피크 가격보다 훨씬 낮은 가격에 거래되고 있을 뿐만 아니라 1980년에 수립했던 인플레이션 조정 가격 기준 피크 가격보다도 훨씬 낮은 가격에 거래되고 있습니다. 이 도표는 금, 은 가격의 상방, 하방 변동 범위를 시사합니다.

그림1. 금 가격(현재 \$ 및 2015 고정 \$)



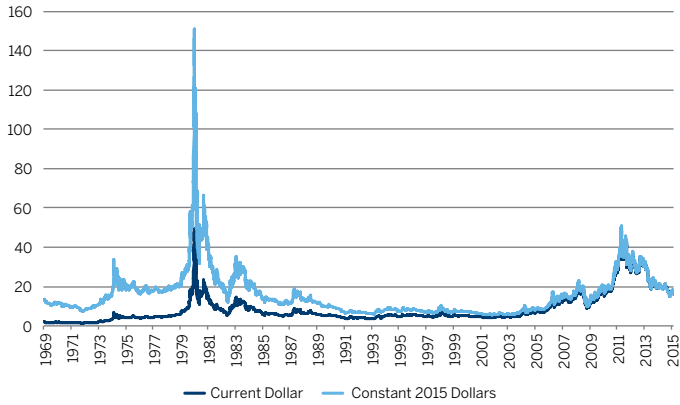
Source: Bloomberg Professional (WBCV, ED1 and ER1)

그간 최소한 다섯 가지의 동인이 금, 은 가격의 하락을 견인했습니다.

- 1) 미국 경제의 안정적인 회복세를 통해 미국 연준은 양적완화를 종료하고 (이르면 6월에) 금리 인상을 고려할 수 있게 되었습니다.
- 2) 유럽중앙은행(ECB)은 이탈리아, 스페인 및 재정난을 겪고 있는 기타 유로존 국채의 최종매수자 역할을 수행하기로 약속하면서 유럽 부채 위기를 성공적으로 억제했고 (최소한 그리스를 제외하고는) 이 과정에서 유럽 내 스프레드를 큰 폭 축소했습니다.
- 3) 금과 은을 포함한 글로벌 커모더티 거래의 기준통화인 미국달러화의 가치는 다른 국가의 통화 대비 대폭 절상되었습니다.
- 4) 산업금속, 천연가스 및 농산물을 포함한 다수의 다른 커모더티 가격은 미국달러 기준으로 하락했습니다.
- 5) 일단 현재로서는 중동의 위기 사태가 페르시아 걸프만의 최대 산유국들에게 확산되지는 않고 있습니다.

이러한 시장 수익률의 동인을 통해 금, 은 가격이 향후 어떤 변동 추이를 보일 것인지 살펴 보겠습니다.

그림 2 은 가격(현재 \$ 및 2015 고정 \$)



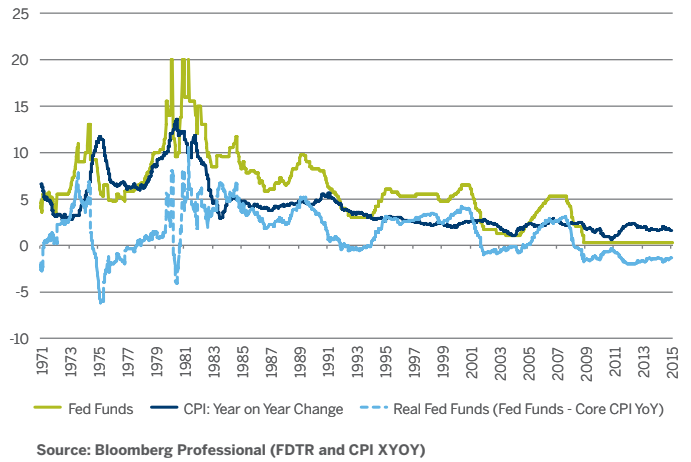
Source: Bloomberg Professional (XAG and CPI INDX)

미국 통화정책

2009년 이후, 미국 연준은 연방기금 기준금리를 근원인플레이션보다 낮은 수준에 동결하는 비정상적인 정책을 펼쳐 왔습니다. 이러한 정책은 과거 아주 드문 경우에만 집행했습니다(그림 3).

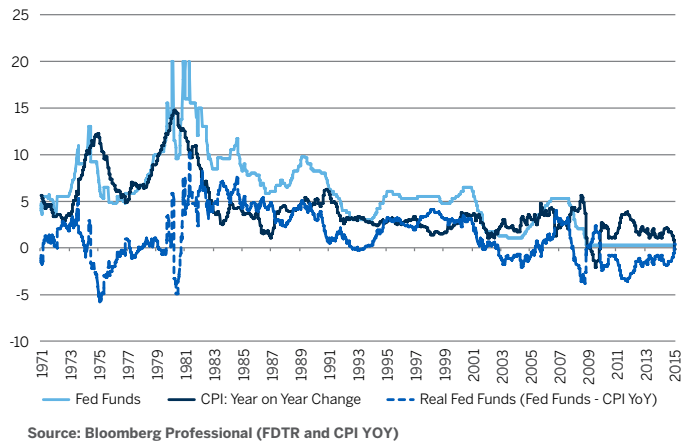
- 1) 1969-1970: 당시 소폭의 경기침체를 극복하기 위해 금리를 인하했습니다. 닉슨 행정부는 이후 임금과 물가 통제 정책을 통해 인플레이션을 억제하기 위한 노력을 기울였습니다.
- 2) 1974-1977: 당시 연준은 1차 석유위기로 인한 인플레이션을 일시적인 현상으로 예측하는 우를 범했습니다. 그로 인해 1977-1980년 사이 엄청난 인플레이션이 발생하면서 금리가 치솟았고 경기는 깊은 침체에 빠졌습니다.
- 3) 그로 인해 경제가 침체에서 회복 중이던 1992-1993년, 2001-2004년에 실질 금리가 마이너스 영역에 진입한 바 있습니다.

그림 3: 연준 기준금리, 근원 인플레이션 및 실질기준금리



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI XYOY)

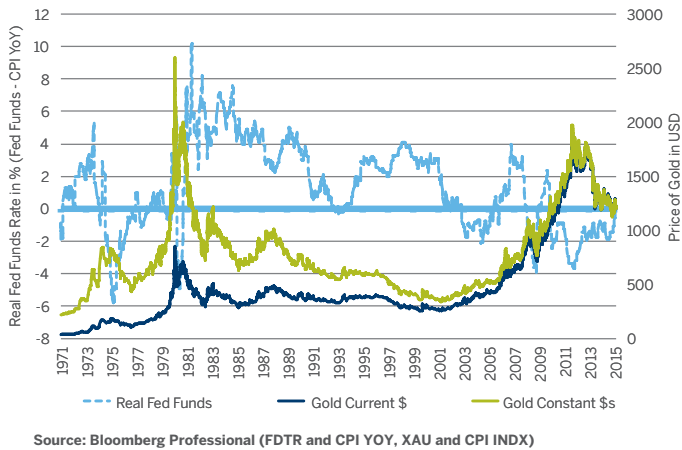
그림 4: 연준 기준금리, 인플레이션 및 실질 기준금리



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY)

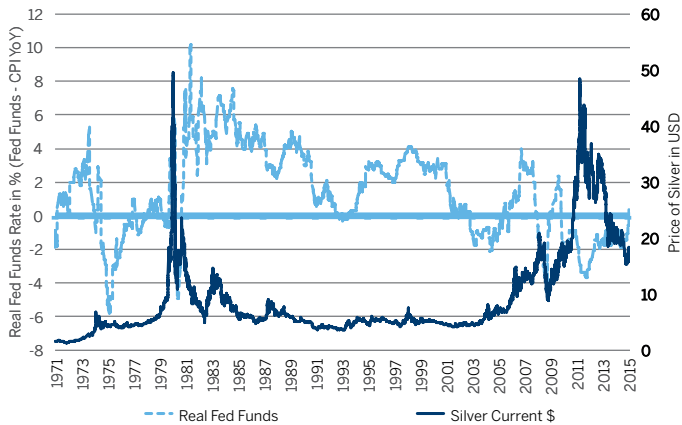
연준이 기준금리를 소비자물가지수 미만의 수준으로 낮추면 금, 은 가격이 치솟는 경향이 있습니다(그림 5와 6):

그림 5: 실질 연준 기준금리 및 금



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY, XAU and CPI INDX)

그림 6: 실질 연준 기준금리 및 은



Source: Bloomberg Professional (FDTR and CPI YOY, XAG)

이러한 경향은 연준이 기준금리를 인상하거나 통화정책 긴축(예를 들어 양적완화를 종료함으로써)에 나설 것으로 시장이 예상하기 시작하는 시점까지 계속되는 것으로 보입니다.

저희는 여러 이유를 근거로 2015년 어느 시점엔가 연준이 통화정책을 긴축하기 시작할 것이라는 시각을 갖고 있습니다.

- 1) 노동시장이 강력한 회복세를 보이고 있습니다. 평균시급이 전년 대비 2.0% 상승했고 총 근로시간도 0.6% 증가했습니다. 이는 2015년 2월과 2014년 2월을 비교했을 때 평균 소득이 2.6% 증가했음을 의미하며 이는 낮은 인플레이션을 감안할 때 준수한 수치입니다.
- 2) 2015년 2월의 취업자 수도 2014년 2월 대비 2.4% 증가했습니다. 따라서 노동 소득이 5.0%(2.4%의 노동인구 증가 + 2.6%의 평균 임금 증가) 증가한 셈입니다. 이는 소비자 지출 증가로 이어질 것입니다.
- 3) 연준은 최근의 에너지 가격 하락을 일시적인 현상으로 판단하고 있습니다.
- 4) 기업 이익이 기록적인 수준에 이르고 있고 주택시장 또한 느리지만 꾸준한 회복세를 보이는 등, 다른 경제 영역도 탄탄한 것으로 보입니다.

그러므로 연준이 빠르게는 6월에 금리 인상 결정을 내리더라도 그리 놀랄 것이 없다고 저희는 생각합니다. 현재 연방기금 선물에는 9월까지(또는 더 이른 시점에) 금리가 인상될 것이라는 시장의 예측이 반영되어 있습니다.

연준이 예상대로 금리를 인상할 경우, 금과 은 가격에 하락 압력을 가할 수 있습니다. 따라서, 금 가격이 온스당 \$1,000 선 밑으로 하락할 가능성도 배제하지 않습니다. 은 가격은 온스당 \$10 미만을 향해 급락할 가능성도 있습니다.

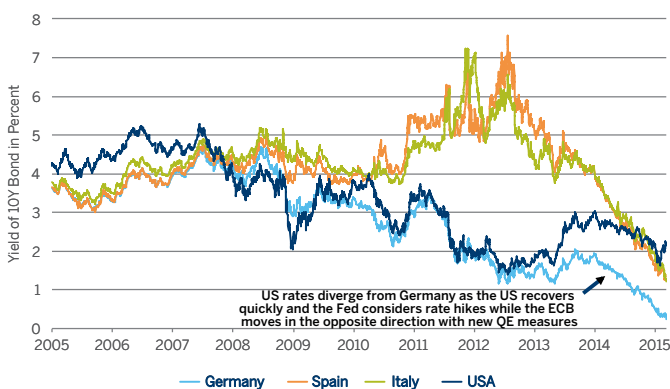
하지만 이러한 전망에는 리스크가 있습니다. 주식시장은 현재의 기업 이익이 유지된다고 가정할 경우, 합리적인 밸류에이션으로 보이는 가격에 거래되어 왔습니다. 하지만 2015년에 기업 이익이 하락하기 시작할 경우, 주식시장이 2011년 이후 처음으로 가격조정 국면을 맞이할 가능성이 실제로 존재합니다. 이전의 두 연준의장, 앨런 그린스팬과 벤 버냉키는 주식시장이 침체의 기미를 보이는 시점에 금리를 인하한 바 있습니다. 이를 가리켜 이른바 "그린스팬, 버냉키 풋"이라 지칭하기까지 했습니다. 앨런 연준의장도 이러한 풋 전략을 구사할까요? 저희로서는 알 수 없으나 앨런 의장과 FOMC(미국 연방공개시장위원회)가 주식시장의 급격한 하락장세 국면에서 시장 변동성을 악화시키는 위험을 무릅쓰면서까지 금리를 인상할 것이라고는 상상하기 어렵습니다. 따라서, 주식시장이 조정 국면에 들어갈 경우, 기준금리 인상이 지연되는 범위 안에서 금과 은 가격이 최소한 일시적이거나 상승할 가능성도 있습니다.

결론적으로, 저희는 2015년 귀금속 가격의 관점에서 미국 통화정책이 상방 잠재력보다는 하방 리스크로 작용할 가능성이 더 높은 상황이라고 생각합니다. 하지만 연준이 어떤 이유로든 금리 인상 시기를 늦출 경우, 금과 은 가격에 호재로 작용할 것입니다.

유럽

금 가격은 미국달러를 기준으로 거래되며 따라서 다른 중앙은행의 조치보다는 미국 연준의 통화정책 변동에 더 민감한 반응을 보입니다. 대서양 건너편 유럽의 경우, 최종매수자로서 이탈리아, 스페인 및 재정난을 겪고 있는 기타 유로존 국채의 매입을 약속한 ECB의 전략은 효과를 거둔 것으로 보입니다. ECB의 국채 매입 약속과 대대적인 양적완화 프로그램 집행 계획이 발표되면서 독일 국채수익률은 거의 0의 수준에 이르렀으며 이탈리아, 스페인 국채 수익률은 미국 국채 수익률보다 낮은 수준으로 하락했습니다(그림 7).

그림 7: 미국보다 낮은 이탈리아, 스페인 국채 수익률!



Source: Bloomberg Professional (GTDEM10Y, GTESP10Y, GTITLY10Y, USGG10Y)

유로존 지역의 긴장 완화는 일반적으로 금, 은 가격에는 부정적인 영향을 미쳤습니다. 그 과정에서 유로존의 전격적 해체 가능성이 제거됐으며 인플레이션과 불확실성의 시대에 금을 가치 보존의 최고 수단으로 여기는 금 애호가들을 실망시켰습니다.

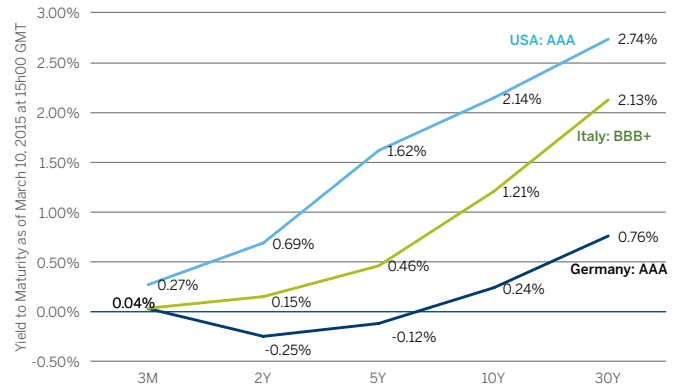
귀금속 투자자들에게 희소식이 있다면 그것은 유럽 금리시장을 진정시키는 프로세스가 아마도 거의 막바지에 이르렀다는 점일 것입니다. 간단히 말해, 금리는 더 이상 떨어질 곳이 없다는 것입니다. 독일의 국채 수익률은 수익률 곡선 6년 이하 구간에서 이미 마이너스 수준에 이르고 있으며 BBB+ 등급의 이탈리아 국채와 BBB 등급의 스페인 국채는 미국의 AAA(총합) 채권보다 낮은 금리를 지불하고 있습니다. ECB가 국채 매입에 돌입하면 금리가 소폭 상승할 리스크가 존재합니다. 이것은 반드시 금과 은에 유리하게 작용하지는 않을 것이나, 지난 수년간에 걸친 유럽 내 상황이 안정을 되찾는 과정에서 금, 은 롱포지션 투자자들이 입은 피해는 이제 끝난 것이 확실합니다.

그리스만큼은 예외입니다. 그리스 국채 수익률은 여전히 9%에 이르고 있으며 그리스가 2016년 후반 유로존 통화동맹으로부터 탈퇴(이른바 "Grexit")할 가능성도 여전히 남아 있습니다. 그렇다 하더라도, 그리스의 유로존 탈퇴가

미치는 영향은 크지 않을 것입니다. 유럽 국가들은 이미 그리스(유로존 전체 경제의 약 2% 규모)의 민간 섹터 익스포저를 대부분 차단했습니다.

결론: 저희는 유로존의 상황이 향후 금과 은의 가격에 미칠 영향을 "중립"으로 판단합니다.

그림 8: 미국 국채 수익률, 더 높은 등급에 더 높은 수익률 제시



Source: Bloomberg Professional (WBCV, ED1 and ER1)

미국달러

미국달러는 다음과 같은 이유로 대부분의 다른 통화 대비 대폭 상승했습니다.

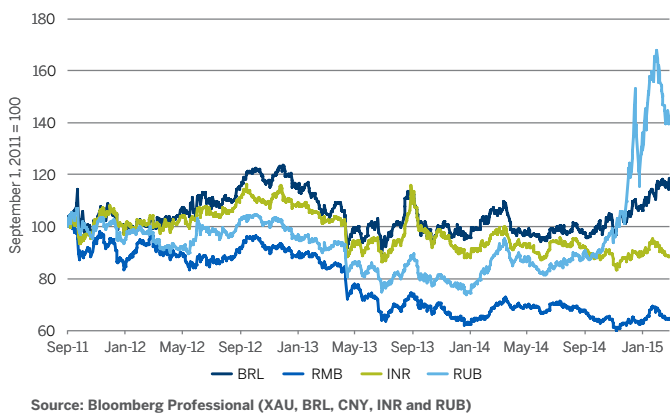
- 1) 폭넓은 범위의 지표 상승에 의해 입증된 경제 회복.
- 2) 경제 회복세에 힘입어 연준이 양적완화를 종료할 수 있게 되었고 2015년에 기준금리 인상을 심각하게 고려할 수 있게 되었습니다.
- 3) ECB가 양적완화 프로그램을 출범시킨 유로존을 포함하여 미국 이외 다른 국가와 지역의 통화정책은 반대 방향으로 달리고 있습니다. 일본은행이 지속적으로 통화를 풀고 있으며 호주와 캐나다의 중앙은행은 금리를 인하했습니다.
- 4) 커모더티 가격 폭락. 그 과정에서 이머징시장 통화도 동반 하락했습니다.

현재의 미국달러화 강세 기조가 지속될 수 있을지는 판단하기 어렵습니다. 그럼에도 불구하고, 미국달러가 현재의 절상 기조를 유지할 경우, 미국달러 기준 금 가격은 압박을 받을 것이나 다른 통화로 금을 구매하는 투자자의 관점에서는 반드시 그렇지만은 않을 것입니다(그림 9와 10).

그림 9: 금: 선진시장 통화 기준



그림 10: 금: 이머징 시장 통화 기준



금 가격은 2011년 9월의 미국달러 및 영국 파운드화, 위안화와 같은 기타 강세를 유지한 통화 기준으로는 대폭 하락하였으나 일본엔화나 러시아 루블처럼 절하된 통화의 관점에서는 폭락하지 않았습니다(그림 9와 10)

이는 금과 은 가격에는 양면의 날입니다. 한편으로는 인도, 일본이나 러시아 매수자의 관점에서 금은 자국 통화 대비 가치를 보존했으므로 매력적입니다. 다른 한편으로는 그들의 관점에서 금 가격이 과거 대비 비싸졌으므로 미래에 금과 은을 추가 매수할 능력과 의지를 축소시키는 효과가 있습니다.

전체적으로는 미국달러가 강세 기조를 유지할 여력이 있을지도 모르며 실제로 미국달러가 더 상승할 경우, 금 가격에는 타격이 될 것입니다. 미국을 제외한 일체 지역의 예상을 벗어나는 경제 성장이나 미국 경제의 하락 쇼크가 발생할 경우, 미국달러가 타격을 입을 것이며 귀금속 가격은 상승할 것입니다.

기타 커모더티

원유 가격이 가까운 미래에 배럴당 \$100 수준으로 회귀할 가능성은 낮으리라는 것이 저희의 기본 전망 시각이며, 2015년의 남은 기간 동안, 그리고 심지어는 2016년과 2017년까지 \$30-\$70 사이의 폭넓은 범위 사이를 오르내리며 거래될 가능성이 가장 높다고 봅니다. 간단히 말해 대부분의 석유 생산업자들(정부기업이든, 민간섹터 기업이든)은 수익 감소를 감내하면서 현재 생산량을 축소할 수 있는 입장이 아닙니다.

현재로서는 사우디아라비아가 생산량을 축소할 의사가 없는 것으로 보입니다. 사우디에게 저유가 환경은 돌 하나로 여러 마리의 새를 잡을 수 있는 기회입니다. 저유가는 당장의 생산량에는 영향을 미치지 않는으나 미국과 기타 지역의 셰일가스 투자를 줄이며, 이는 앞으로 몇 년 후 석유가격을 높이는 효과를 가져올 수 있습니다. 이와 동시에 저유가는 사우디가 불편한 관계에 있는 이란과 러시아에 타격을 입히고 IS 무장단체의 수입원을 제한하는 효과도 있습니다.

구리, 알루미늄과 같은 산업금속 가격도 이미 약세를 면치 못하고 있습니다. 산업금속의 약세는 중국 경제 성장세 둔화에 기인한 것으로 보입니다. 2015년에도 이러한 기조에는 변화가 없을 것으로 보이며 실제로 중국의 성장 속도는 계속 둔화될 것으로 예상합니다.

식품 가격은 거시경제적 여건에 가장 적은 영향을 받고 기후와 같은 다른 역학의 영향을 받으므로 가장 예측하기 어렵습니다.

지정학

커모더티 가격 폭락이, 특히 주요 산유국가에서, 정치적 혼란을 야기할 경우, 이에 힘입어 금과 은 가격이 상승할 수 있습니다. 이를 제외하고는 다른 커모더티 가격은 2015년과 2016년 낮은 가격 수준에 머무를 것으로 예상합니다.

("유가 폭락: 승자와 패자, 저유가의 지정학적, 경제적 파급력" 글을 참고하십시오).

전체적으로 저희는 2015년 금과 은 가격의 하방 압력이 상방 리스크보다 크다고 믿습니다. 그렇긴 하지만, 몇몇 주시할 필요가 있는 주요 상방 리스크가 존재한다고 생각합니다.

- 1) 미국 주식시장의 조정 국면, 연준의 금리 인상 시기를 지연시키는 미국 경제 둔화, 또는 추가의 양적완화가 요구되는 극단적인 상황 발발.
- 2) 지정학적 혼란(특히 중동이나 기타 주요 산유국).
- 3) 미국달러 절하.
- 4) 유로존의 존속 가능성에 대한 의구심 재부상

아시아 시장에 대한 임시 연혁조항

선물 및 스왑 거래는 모든 투자자에게 적합한 것은 아니며 원금손실의 위험이 따릅니다. 선물 및 스왑은 레버리지를 이용하는 투자이며 계약금액의 일정 퍼센트만 있으면 거래가 가능하기 때문에 선물 및 스왑 포지션에 예치된 증거금 이상의 손실을 입을 수도 있습니다. 따라서 거래 시 손해를 보더라도 타격을 입지 않을 정도의 자금만을 이용하는 것이 바람직합니다. 또한 모든 거래에서 수익을 기대할 수는 없으므로 한 번의 거래에는 이러한 자금 중 일부만을 투자하는 것이 좋습니다.

본 자료 상의 정보 및 기타 자료들을 금융상품에 대한 매수/매도의 제안이나 권유, 금융 관련 자문의 제공, 거래 플랫폼의 구축, 예치금의 활용 또는 수취, 관할권과 유형을 막론한 다른 어떠한 것이든 금융상품 또는 금융서비스의 제공을 위한 것으로 간주하여서는 안 됩니다. 본 자료 상의 정보는 정보전달의 목적으로만 제공되며 자문을 제공하고자 하는 목적이 아닐뿐더러 자문으로 간주되어서도 안 됩니다. 본 정보는 개개인의 목표, 재정적 여건 또는 필요를 고려하지 않았습니다. 본 자료에 따라 행동을 취하거나 이에 의존하기에 앞서 적절한 전문가의 조언을 구하시기 바랍니다.

본 자료 상의 정보는 있는 그대로의 상태로 제공되며 명시적이든 묵시적이든 그 내용에 대하여 어떠한 종류의 보증도 하지 않습니다. CME 그룹은 어떠한 오류나 누락에 대하여도 아무런 책임을 지지 않습니다. 본 자료는 CME 그룹이나 또는 그 임직원, 또는 대리인에 의하여 고안되거나 확인 또는 검증되지 않은 정보를 포함하거나 해당 정보에 대한 링크를 제공할 수 있습니다. CME 그룹은 해당 정보에 대해 어떠한 책임도 지지 않으며, 정보의 정확성이나 완전성을 보증하지 않습니다. CME 그룹은 해당 정보 또는 제공되는 하이퍼링크가 제3자의 권리를 침해하지 않음을 보장하지 않습니다. 본 자료가 외부 웹사이트로의 링크를 포함하고 있을 경우라도, CME 그룹은 어떠한 제3자 또는 그들이 제공하는 서비스 및 상품에 대하여도 지지 또는 권고, 승인, 보장이나 소개를 하는 것이 아닙니다.

CME 그룹 및 "芝商所"는 CME Group Inc.의 상표입니다. Globex 로고, E-mini, E-micro, Globex, CME 및 Chicago Mercantile Exchange는 Chicago Mercantile Exchange Inc. (CME)의 상표입니다. CBOT 및 Chicago Board of Trade는 Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (CBOT)의 상표입니다. ClearPort 및 NYMEX는 New York Mercantile Exchange, Inc. (NYMEX)의 상표입니다. 이들 상표는 그 소유권자의 서면 승인 없이 수정, 복제, 검색시스템에 저장, 전송, 복사, 배포 또는 사용될 수 없습니다.

Dow Jones는 Dow Jones Company, Inc.의 상표입니다. 그 외의 모든 상표는 각 해당 소유자의 자산입니다.

본문에서 규정 및 상품명세에 대해 언급한 모든 내용은 CME, CBOT, NYMEX의 공식 규정에 따른 것이며 이 공식 규정은 본문 내용에 우선합니다. 계약 명세와 관련한 모든 경우에 있어서 현행 규정을 참고해야 합니다.

CME와 CBOT 및 NYMEX는 각각 싱가포르에서 공인시장운영자(Recognized Market Operator)로 등록되어 있으며 홍콩특별행정구(Hong Kong S.A.R.)의 자동매매서비스(Automated Trading Service) 제공자로 승인을 받았습니다. 뿐만 아니라 본 자료 상의 정보는 일본 법률 제25호 금융상품거래법(1948년, 개정)에 의한 어떠한 해외금융상품시장에 대한 직접적인 접근이나 또는 해외금융상품시장 거래에 대한 청산서비스를 제공하는 것으로 간주할 수 없습니다. CME 유럽거래소는 홍콩, 싱가포르, 일본 등 아시아의 어떤 관할권에서도 어떠한 유형의 금융서비스도 제공자로서, 또는 제공할 수 있을 것으로 간주될 만한, 등록이나 허가를 받지 않았습니다. CME 그룹 상의 어떤 어떤 기관도 중화인민공화국 또는 대만의 어떠한 금융서비스에 대하여도 이를 제공하거나 제공할 수 있을 것으로 간주될 만한 등록이나 허가를 받지 않았습니다.

저작권 © 2015 CME 그룹 및 芝商所. 모든 권리 보유