

# 가보지 않은 길에 들어선 금, 부담스러울 땐 금광 기업

- 금리 인하 사이클 속 상방 압력 높아진 금, 추가 반영될 수 있는 리스크 헷지 수요
- 사상 최고치 근접한 실질 가격, 프리미엄 하락은 가격 레벨에 대한 부담을 의미
- 그렇기에 상대적으로 저평가된 금광 기업 주목, 매력적인 금과 낮아질 생산 비용

## 시작된 금리 인하 사이클, 매력을 더하는 리스크 헷지 수요

Fed는 9월 FOMC에서 정책금리를 50bp 인하했다. 2023년 7월 정책금리 인상 사이클이 종료된 지 14개월 만으로 인하 사이클의 본격적인 시작을 알리고 있다. 그리고 이 같은 변화 속에서 주목해야 될 자산이 있다. 바로 금이다. 금은 실질금리와 역의 상관관계로 과거 정책금리 인하 구간에서 어김없이 우수한 성과를 도출했다. 각국 중앙은행들의 금 매입은 이번에도 금의 매력도가 커질 것을 암시한다.

특히, 안전자산이라는 특수성을 지녔다는 점에서 관심은 더욱 커질 수밖에 없다. 9월 FOMC에서 Big Cut이 결정된 근본적 원인은 미국의 성장과 고용에 대한 고민에서 비롯된 것이다. VIX Index를 30개월 가량 선행하는 장단기 금리차(10Y-2Y 스프레드)와 각국 외환보유고 내 빠르게 늘어나고 있는 금 비중 또한 미래에 대한 고민을 담고 있다. 이 같은 상황에서 금의 리스크 헷지 수요는 더욱 제고될 수밖에 없다.

## 가보지 않은 길로 들어선 금, 부담스러워진 가격 탓에 위축된 소매 투자 열기

다만, 지금의 금 가격이 부담스러운 것은 사실이다. 금은 실질 가격 기준으로 사상 최고치인 온스당 2,640달러(CPI 환산)까지 불과 10%를 남겨두고 있다. 가보지 않은 길에 들어선 것이다. 가격에 대한 부담은 최대 실물 투자자인 중국 개인들의 움직임을 통해서도 확인할 수 있다. 중국의 금 수입량은 연초와 비교했을 때 분명 둔화됐다. 상하이 금 현물 프리미엄의 하락은 현지 투자 열기가 위축됐다는 것을 알려주고 있다.

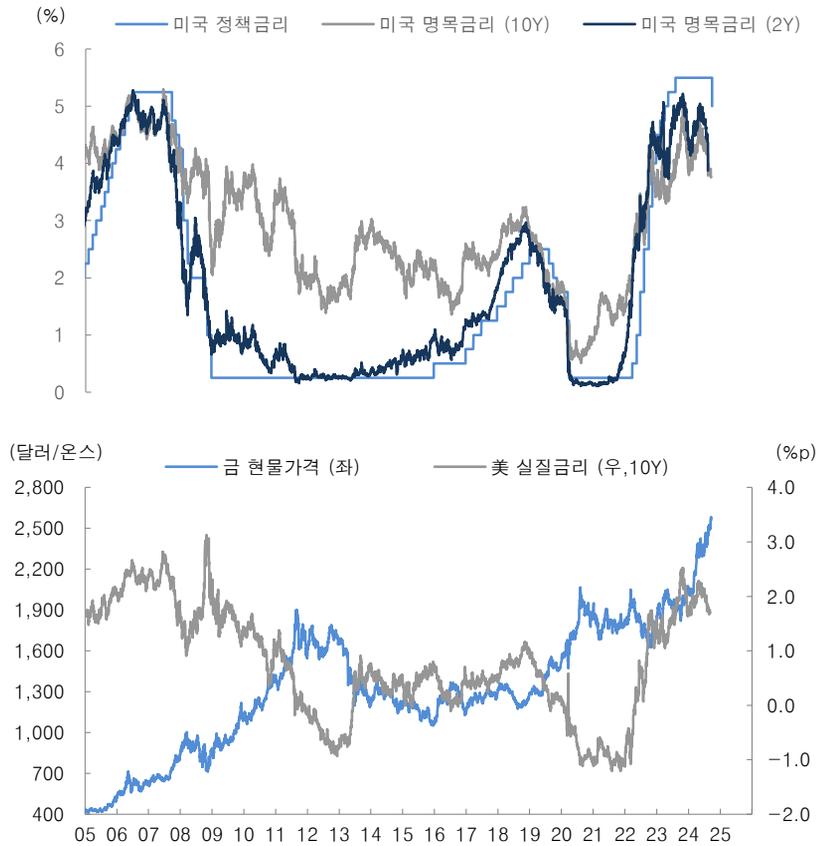
## 지금은 상대적으로 저평가된 미 금광 기업이 더 매력적인 시점

그렇다면 또 다른 헷지 자산인 은에 주목해야 하는 것일까? 분명 은은 저평가된 상태이다. 하지만 전체 수요 중 60% 이상이 산업용이라는 점에서 높은 변동성은 부담스럽기만 하다. 그렇기에 동일 원자재 보다 주식에서 찾아야 한다. 바로 미 금광 기업이다.

지금 금광 기업을 바라봐야 하는 이유는 단순히 금 대비 저평가여서가 아닌 여전히 1) 낙관적인 금 가격 방향과 2)안정된 생산 비용에 있다. 금광 기업의 생산 비용(AISC 기준) 중 임금/계약금과 전기/연료비는 변동성만 클 뿐만 아니라 비중 또한 38%로 가장 크다. 전기/연료비는 난방 시즌(10월 ~ 익년도 2월)을 맞이해 반등을 시도하겠지만 둔화 중인 임금은 금광 기업들의 부담을 상쇄해줄 부분이다.

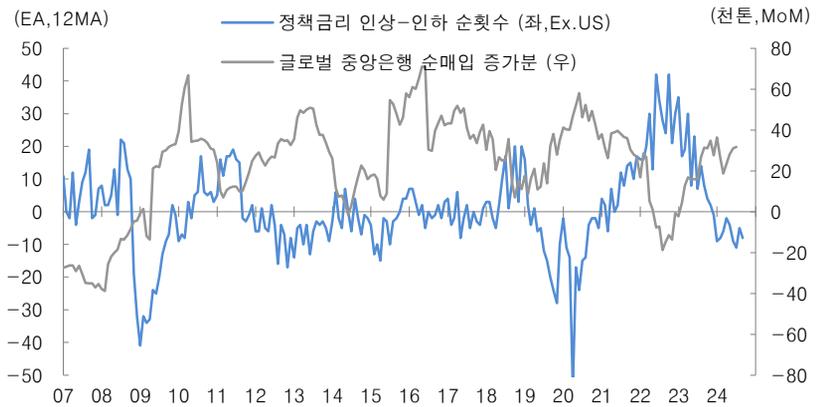
금광 기업의 마진(금 현물 가격-AISC 스프레드)은 온스당 1,200달러에 육박했지만 이를 추종하는 금광 기업 ETF는 여전히 큰 괴리를 보이고 있다. 그러나 금 가격에 대한 레벨 부담이 형성된다면 상대적으로 저평가된 금광 기업으로 일부 자금이 이탈할 수 있다. 장기적 관점에서 금 가격의 방향은 의심할 여지가 없다. 다만, 가격 레벨이 고민되는 상황에서 상대적으로 저평가된 경쟁 자산들을 되돌아 봐야 할 때이다.

그림 1. Fed의 정책금리 인하 시작, 실질금리와 역의 상관관계인 금은 매력적



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 각국 중앙은행들은 이에 맞춰 금 추가 매입 가능



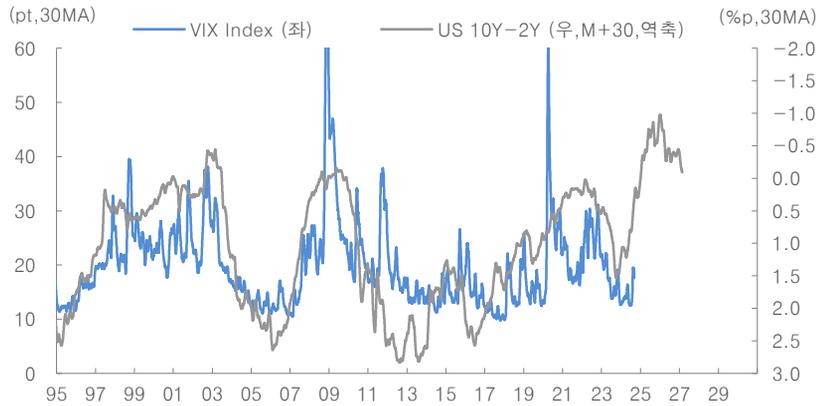
자료: IMF, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 정책금리가 인하되는 시점에서 ETF 자금 역시 점차 유입될 부분



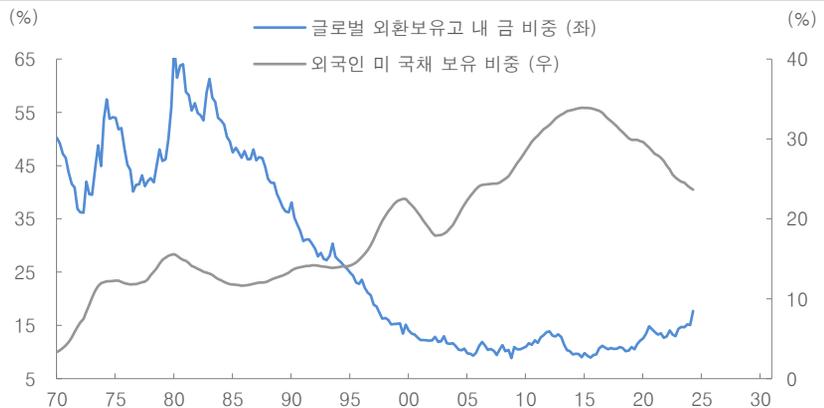
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 미래에 대한 불확실성, 안전자산으로써 리스크 헷지 수요 역시 기대 요인



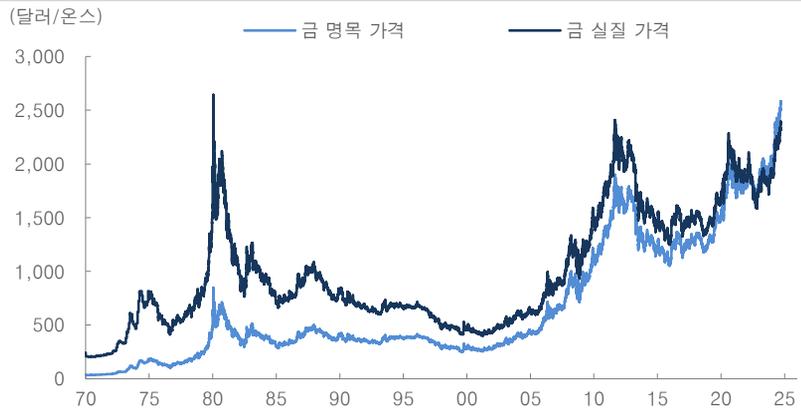
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 장기적 관점에서 달러화를 비관적으로 바라보는 이들에게 매력적인 금



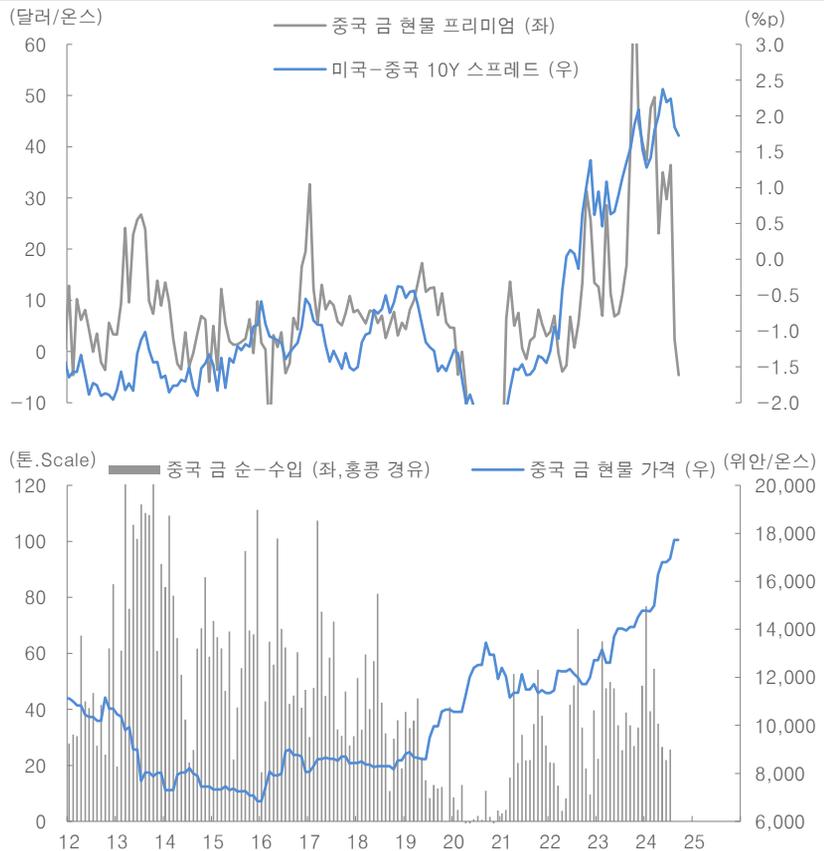
자료: FRED, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 다만, 비싸진 것은 사실. 실질 가격 기준으로 가보지 않은 길 진입 직전



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 7. 가격 부담은 중국 개인들의 실물 수요 둔화(프리미엄 하락) 통해 확인 가능



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 8. 이런 상황에서 매력적일 은. 다만, 고민될 수밖에 없는 높은 경기 민감성**



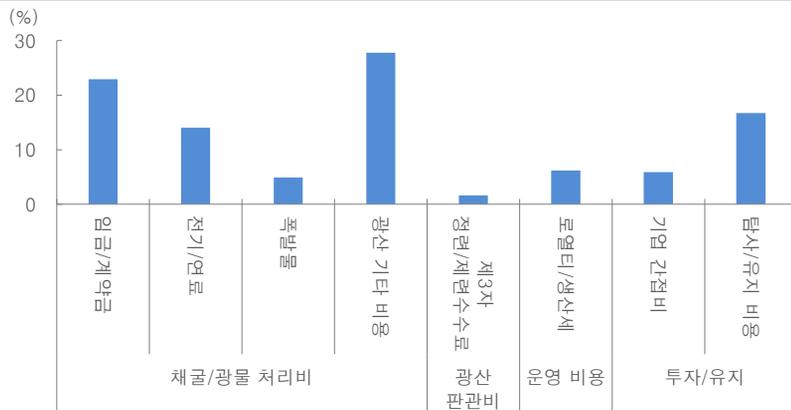
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 9. 그러한 점에서 역사적으로 저평가 된 미 금광 기업이 더 매력적**



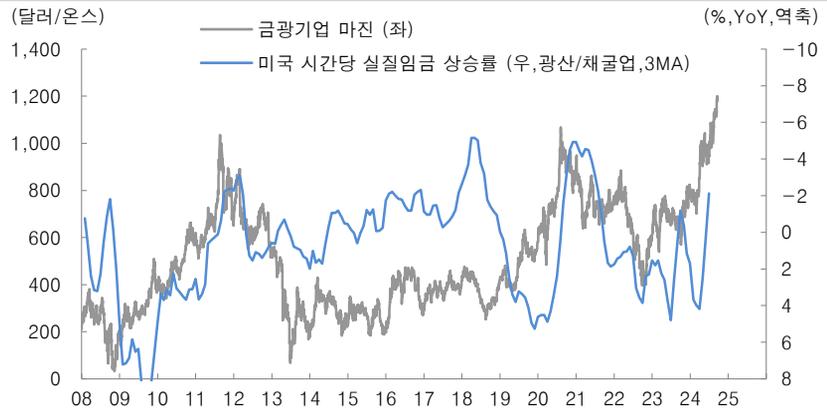
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**그림 10. 금광 기업 AISC 중 변동비가 가장 높은 것은 임금과 전기/연료, 38% 차지**



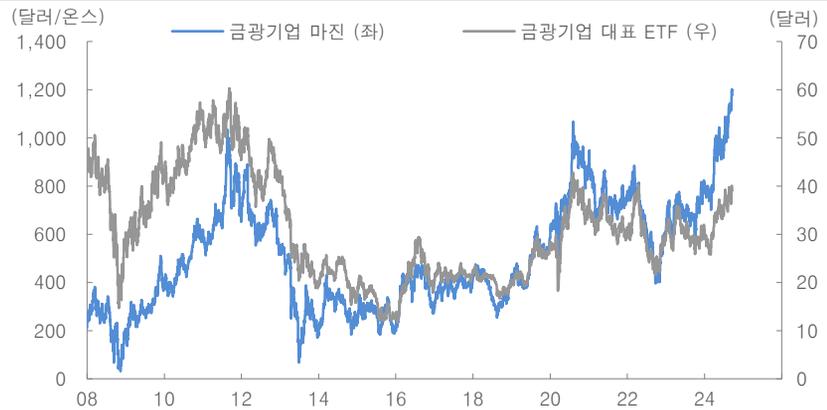
자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

그림 11. 계절성 맞아 전기/연료비 상승하더라도 비중 큰 임금의 하락은 부담 상쇄 요인



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 금 가격 상승과 낮아진 비용으로 이익 확대, 금광 기업 ETF는 추가 상승 유효



자료: WGC, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 최진영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---