

## 투자포커스

### Oil 100\$ & Gold 1200\$ (2) 3분기 금 가격 반등이 예상된다

Technical Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

#### 금의 시대는 끝났는가?

2001년부터 2012년까지 12년 연속 무패 행진을 진행하며 연평균 16.8%라는 놀라운 상승률을 기록하던 금 가격이 상반기에만 26.3%나 하락했다.

금 가격은 2분기에 25% 하락하며(4월 -7.6%, 5월 -6.0%, 6월 -11.0%) 93년만에 분기 최저 수익률을 기록했다. 7월 6.6% 반등 중이지만 하락 우려는 여전하다.

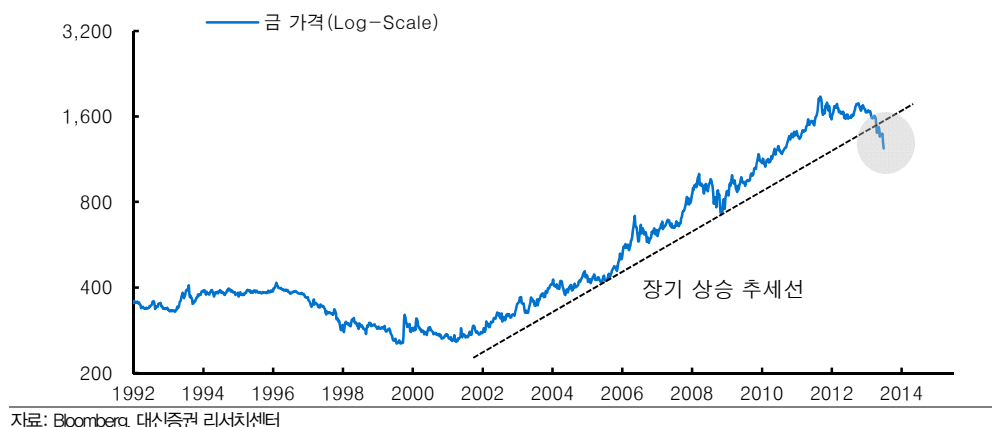
금 가격 하락 원인으로 지목되는 이슈는

- 1) 낮은 인플레이션에 따른 기대 수익률 하락(인플레이션)
- 2) 상대적으로 양호한 미국 펀더멘털에 따른 달러화 가치 상승 전망(환율)
- 3) 미국 출구 전략 우려에 따른 자금 이탈(수급)
- 4) 인도 정부의 금 수입 관세 인상(작년 2%에서 현재 8%)과 금 수입 신용 거래 제한(정책)등으로 요약된다.

2013년의 금 가격 하락은 금리와 환율에 대한 오해와 수요국 정책 우려가 불러온 수급 악화의 결과물이라고 생각한다. 하반기에는 이러한 과도한 심리적 우려 해소가 해소될 것이다.

기술적으로 보면 과거와 같은 추세적인 상승이 재현될 가능성은 낮지만 7월을 기점으로 하반기 중 상당 폭의 가격 되돌림이 진행될 것으로 예상된다.

그림 1. 12년 동안 진행된 금 가격의 장기 상승 추세 훼손



## 금 가격 하락 원인은 낮은 인플레이션?

금 가격 하락의 첫 번째 원인으로 지목되는 '낮은 인플레이션에 따른 기대 수익률 하락'은 미국채 수익률과 유가 상승으로 개선될 가능성이 높다.(미국채 수익률과 금 가격의 상관 관계가 높지 않아 효과는 크지 않을 수 있다)

미국채 수익률과 금 가격의 월간 상승률에는 뚜렷한 상관 관계가 없었지만 미국채 수익률 상승이 금 가격에 심리적으로 긍정적 영향을 미칠 여지는 있다.

(그림 1)는 미국채 10년물 수익률과 금 가격의 월간 수익률을 네 가지 경우로 정리한 표이다. 1990년 이후 미국채 수익률은 금 가격에 특징적인 영향을 주지 않았다. 2009년 이후를 보더라도 결과는 비슷했다.

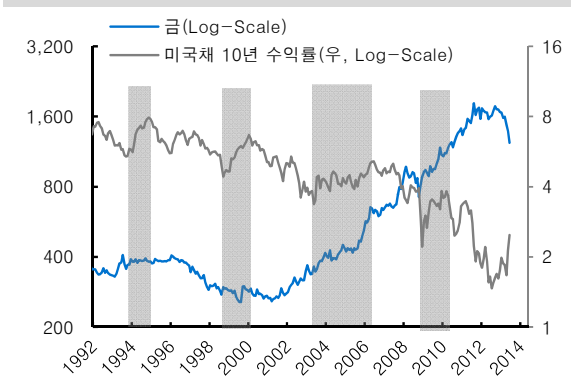
다만, 2009년 이후에는 미국채 수익률이 상승한 달에 금 가격이 상승할 확률이 조금 더 높았다는 점은 주목할 필요가 있다. 작년 하반기 이후 미국채 수익률 상승이 금 가격에 부정적인 요인은 아닐 수 있다는 생각이다.(그림 2)

그림 2. 미국채 수익률과 금 가격의 월간 수익률

| (1990년~ 현재) |     | 금 리       |           |           |
|-------------|-----|-----------|-----------|-----------|
|             |     | 상 승       | 하 락       | 전 체       |
| 금           | 상 승 | 61 (23%)  | 76 (28%)  | 137 (51%) |
|             | 하 락 | 69 (26%)  | 63 (23%)  | 132 (49%) |
|             | 전 체 | 130 (48%) | 139 (51%) |           |
| (2009년~ 현재) |     | 금 리       |           |           |
|             |     | 상 승       | 하 락       | 전 체       |
| 금           | 상 승 | 15 (28%)  | 14 (26%)  | 29 (54%)  |
|             | 하 락 | 13 (24%)  | 12 (22%)  | 25 (46%)  |
|             | 전 체 | 28 (52%)  | 26 (48%)  |           |

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2000년 이후 금리 상승기 금가격 상승



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

방향성 측면에서 2000년 이후 미국채 수익률 상승기에 금 가격도 큰 폭으로 상승했지만 작년 하반기부터는 이러한 패턴에 변화가 생겼다.(그림 3. 음영)

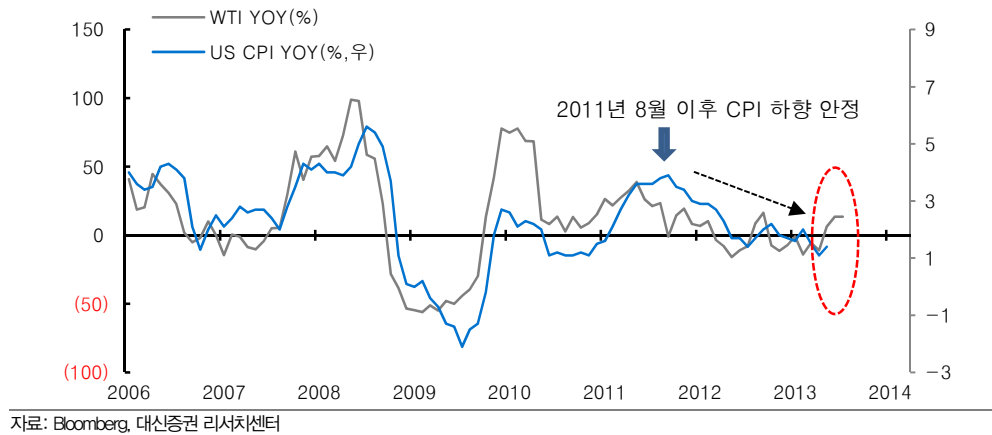
2012년 이전에는 인플레이션 우려로 국채 수익률이 상승했고 금 가격도 상승했다. 2012년 이후에는 국채 수익률 상승 원인이 인플레이션 우려가 아닌 출구 전략 우려에 있어 금 가격 상승으로 이어지지 못하고 있다.

오히려 2013년 2분기 이후에는 국채 수익률 상승에도 기대 인플레이션이 빠르게 하락하며 금 관련 자금이 대규모 유출되었다.

6월 말 이후 미국채 10년 명목금리에 내재된 기대 인플레이션이 상승하고 있다.

기대 인플레이션 상승은 상품 시장 강세로 이어져 '인플레이션과 상품 가격' 간의 선순환 구도를 만들고 있다. 이로 인해 금 가격도 반등을 진행하고 있다.

그림 4. 국제 유가 상승으로 인플레이션 기대 커질 것



기대 인플레이션은 9~10월에 가장 커질 것으로 예상된다.

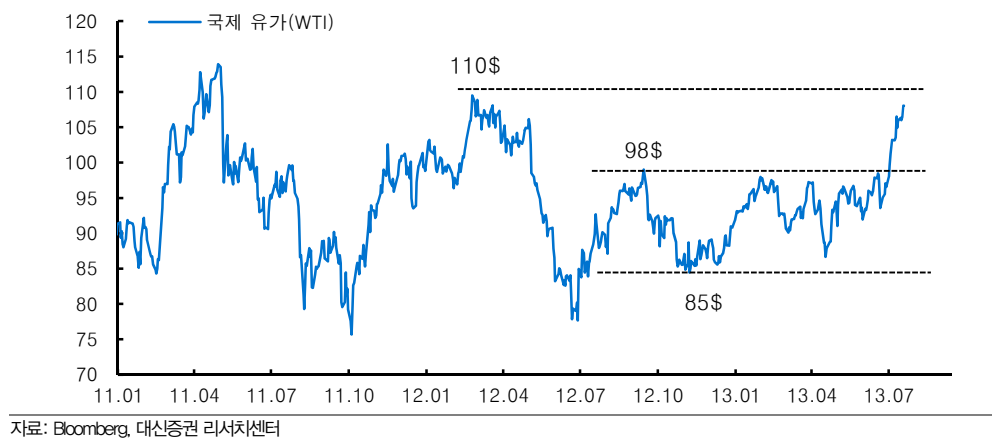
미국 CPI가 2011년 하반기 이후 하향 안정화되며 인플레이션 기대가 약화되었다. 이 부분이 상품 가격과 금 가격의 상승을 제한하는 요인이었던 것 같다.

3분기에는 이러한 패턴의 반전이 가능할 것으로 예상된다.

위 (그림 4)는 국제 유가 YOY%와 미국 CPI YOY%를 나타내는데 CPI YOY%가 국제 유가 YOY%에 1개월~3개월 가량 선행한다는 점을 감안하면 3분기 중 인플레이션 기대감은 커질 가능성이 높다.

인플레이션 기대는 금 가격과 상품 가격의 상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

그림 5. 레벨-업에 성공한 국제 유가



7월 들어 상승하고 있는 국제 유가(WTI)는 인플레이션 기대감을 형성하기에 충분하다. 국제 유가는 최근 1개월간 10%나 상승했다. 기술적으로는 박스권이 85~98\$에서 98~110\$로 한 단계 상향되었다. 단기적으로 110\$의 저항에 직면해 있지만 인플레이션 기대 측면에서는 긍정적인 영역에 진입했다는 판단이다.

(그림 6)은 3분기에 국제 유가가 특정 가격을 유지한다는 가정하에 WTI의 YOY%를 나타낸 그림이다.

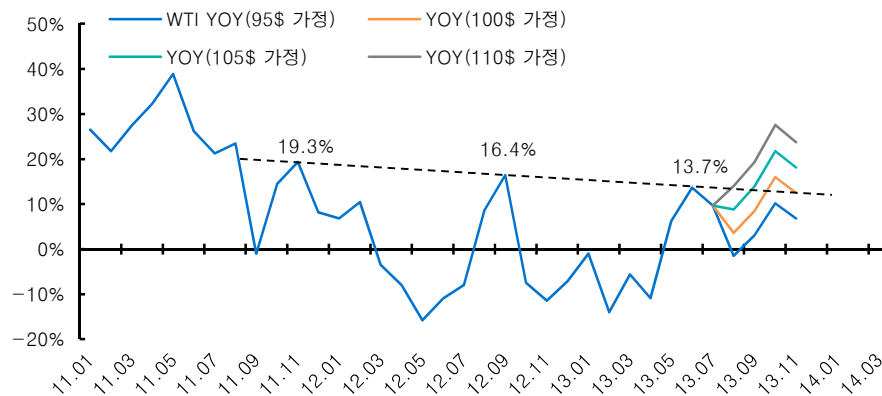
2011년 이후 국제 유가 YOY%의 고점은 19.3%, 16.4%, 13.7%로 낮아지고 있어 하향 안정화가 뚜렷하다. 인플레이션 기대가 낮다는 이야기이다.(그림 6)

유가 YOY%는 8월에 저점을 형성한 후 10월까지 상승하는 경로가 예상된다.

국제 유가가 9월에 105\$이상, 10월에 100\$이상이면 YOY%가 지난 6월 고점을 상회하게 되어 인플레이션 우려를 자극할 가능성이 높다.

3분기 중 국제 유가가 105\$ 이상을 유지한다면 금 가격 반등에 힘을 실어줄 것으로 예상된다.

그림 6. 3분기 중 105\$이 유지되어야 넘어가야 인플레이션 우려 부각 될 것. 시기는 8월 이후

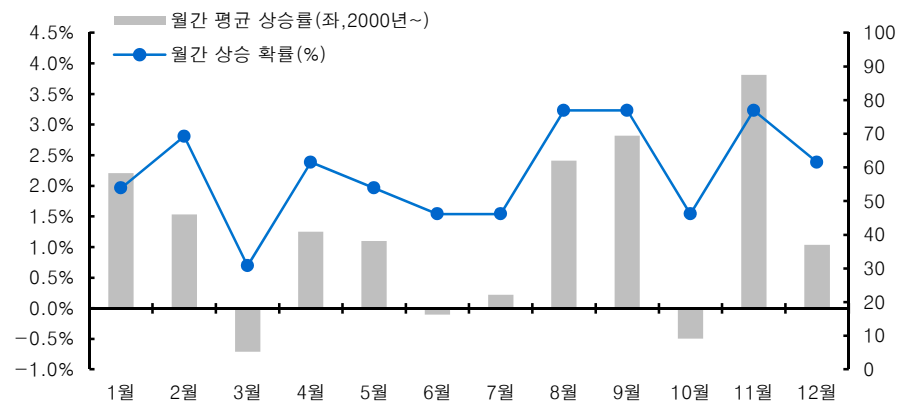


자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

금 가격의 계절성도 금 가격의 하반기 반등 가능성을 높이는 요인이다.

과거 금 가격은 2분기의 성과가 가장 좋지 않았고 3분기에는 호전되는 모습을 나타냈다. 특히 8월과 9월에는 상승률과 상승 확률이 모두 높았다.(그림 7)

그림 7. 금 가격의 계절성(2000년 이후)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

## 금 가격 하락 원인은 달러화 강세?

금 가격 하락의 두 번째 원인으로 지목되는 '상대적으로 양호한 미국 펀더멘털에 따른 달러화 가치 상승 전망'은 통계적으로 근거가 약하다.

'약 달러가 금 가격에 유리하고 강 달러는 금 가격에 불리하다'라는 금 가격과 달러화의 관계에 대한 믿음은 2008년 이전까지만 잘 맞았지만 금융 위기 이후에는 달러화 상승률이 금 가격 상승률에 특별한 영향을 미치지 못했다.

(그림 7)은 달러화와 금 가격의 월간 수익률을 네가지 경우로 정리한 표이다.

1990년 이후를 보면 '달러화 약세는 금 상승, 달러화 강세는 금 약세'의 공식이 어느 정도 맞았지만 2009년 이후를 보면 달러 강세가 금 가격 약세로 이어지는 뚜렷한 통계치를 발견할 수 없다.

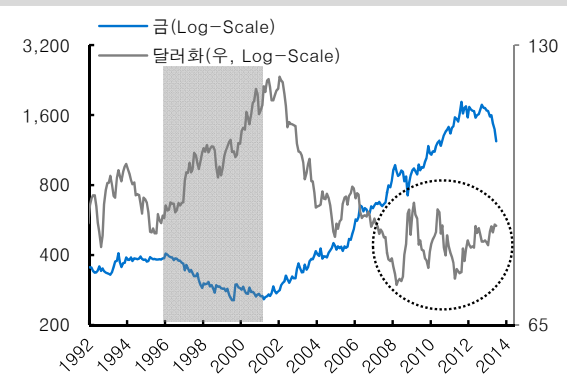
다만, 달러화가 하락한 달에는 금 가격이 상승할 확률이 높았다는 점은 참조할 만 하다.

그림 8. 미국채 수익률과 금 가격의 월간 수익률

| (1990년~ 현재) |     | 달러화      |          |          |
|-------------|-----|----------|----------|----------|
|             |     | 강 세      | 약 세      | 전 체      |
| 금           | 상 승 | 54(20%)  | 83(31%)  | 137(51%) |
|             | 하 락 | 73(27%)  | 59(22%)  | 132(49%) |
|             | 전 체 | 127(47%) | 142(53%) |          |
| (2009년~ 현재) |     | 달러화      |          |          |
|             |     | 상 승      | 하 락      | 전 체      |
| 금           | 상 승 | 11(20%)  | 18(33%)  | 29(54%)  |
|             | 하 락 | 12(22%)  | 13(24%)  | 25(46%)  |
|             | 전 체 | 23(43%)  | 31(57%)  |          |

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 9. 금융 위기 이후 달러화와 금 가격 관계 불투명



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

## 금 가격 하락 원인은 수급?

금 가격 하락의 세 번째 원인으로 지목되는 것은 수급이다.

미국 출구 전략 우려에 따른 자금 이탈과 인도 정부의 금 수입 관세 인상(작년 2%에서 현재 8%)과 금 수입 신용 거래 제한 등으로 금 수요가 위축되었다.

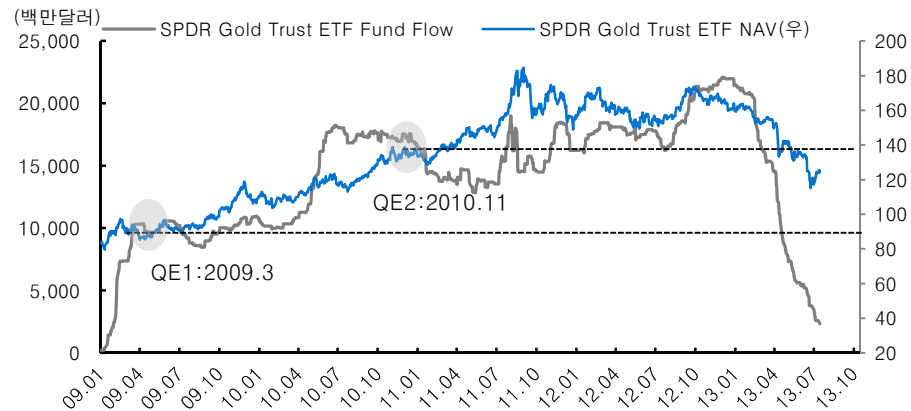
2013년 2분기 이후 나타나고 있는 금에 대한 수급 악화는 심리적 요인이 크며 과도하다고 판단된다. (그림 10)은 금 관련 주요 ETF인 SPDR Gold Trust ETF (펀드 자산 총계 388억\$)의 NAV(순자산 가치)와 Fund Flow를 나타낸다.

출구 전략 우려가 불거지며 SPDR Gold Trust ETF의 순자산 가치는 QE2 이전까지 하락했는데 수급을 나타내는 ETF Fund Flow는 QE1 이전까지 하락했다.

결국, 2분기 중 수급 우려는 과도했다는 평가가 가능하며 금 가격에 대한 우호적인 여건이 형성되는 3분기 중 Fund 자금의 유턴 가능성이 높다고 생각한다.

인도 정부의 금 수입 억제 정책도 완화될 가능성이 높다. 인도 경상 수지는 1분기에 118억\$ 적자를 기록했지만 개선되고 있고 과거 인도 금 수요 억제 정책이 성공한 적이 없다는 점을 감안하면 수요가 증가할 가능성이 높다는 판단이다.

그림 10. 주요 금 ETF 자산(NAV)과 자금 동향(Fund Flow)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 2013년 하반기 금 가격 온스당 1200~1550\$

2013년 하반기 금 가격은 1200~1550\$의 박스권 움직임을 나타낼 것이다.

6월 하락 과정에서 금 가격은 하락 목표치를 충족해 3분기 기술적으로 반등 싸이클을 진행할 가능성이 높다.

2011년 하반기부터 2012년까지 금 가격은 1550~1900\$(350\$변동)에서 움직였는데 양적 완화 이슈가 불거지며 레벨이 한 단계 내려왔다. 기술적으로 박스권의 대등 수치(350\$)를 적용한다면 하반기 금 가격은 1200~1550\$의 박스권에서 움직일 가능성이 높다. 추가 하락보다는 반등 가능성이 더 큰 상황이다.

앞서 언급한대로 금 가격의 본격적인 반등은 인플레이션 기대가 커지는 9~10월이 될 것이며 기술적으로 단기 과열이 해소되는 8월 중순 이후가 3분기 이후를 겨냥한 비중 확대의 최적 시점이라고 판단한다.

그림 11. 2013년 하반기 금 가격 : 1200~1500\$(온스)



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

## 금 관련 ETF와 고려아연

기술적으로 2013년 하반기 금 가격은 1200~1550\$(29%)의 박스권 움직임을 나타낼 것으로 예상된다. 7월 22일 현재 금 가격은 1300\$ 수준으로 3분기 중 박스권 상단까지 20% 정도의 상승 여력이 있는 상태이다.

금 관련 투자 아이디어는 두 가지이다. 첫 번째는 금 ETF에 투자하는 것으로 (그림 12)에 금 관련 ETF를 요약했다. 두 번째는 금 가격 상승 수혜가 예상되는 종목에 투자하는 것이다.

(그림 13)은 대표적인 금 가격 수혜주인 고려아연의 주가 흐름이다.

2009년 이후 4년 연속 상승하던 고려아연은 2013년 들어 28% 하락했다. 고려아연은 6월 하락이 가팔라지는 과정에서 장기 지지선(26만원 내외)에 근접했고 중요한 지지선에서 반등을 시도하고 있다.

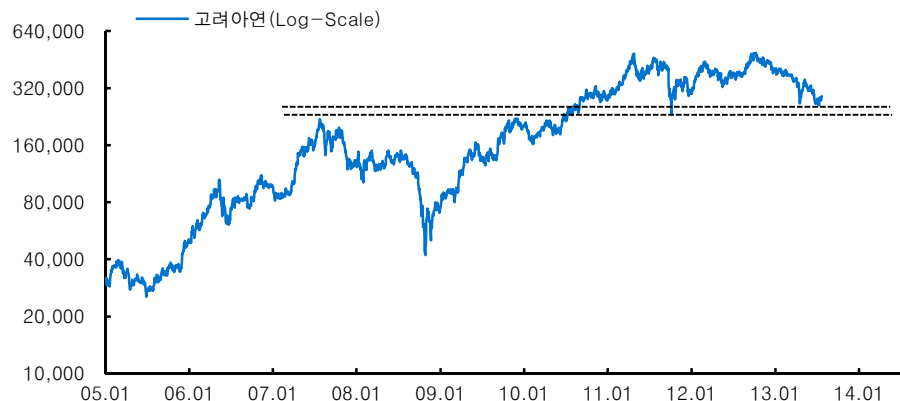
기술적으로 고려아연의 주가는 3분기 중 26만원~35만원의 박스권을 진행할 것으로 예상된다. 금 가격의 외부 여건이 우호적으로 바뀌는 8월 이후의 본격적인 반등을 염두해 둘 필요가 있다.

그림 12. 금 관련 순자산 TOP 5 ETF

|                                | SPDR GOLD TRUST | GOLD EXCH TRAD - GOLD BEES | R+ SHARES GOLD ETF | NEWGOLD ISSUER LTD-GLD B DEB | SBI GOLD EXCHANGE TRADED SCH |
|--------------------------------|-----------------|----------------------------|--------------------|------------------------------|------------------------------|
| Ticker                         | SSO US          | EWP US                     | XME US             | DIA US                       | TZA US                       |
| <b>Summary</b>                 |                 |                            |                    |                              |                              |
| NAV *                          | 125.19          | 2,532.43                   | 2,479.07           | 12,360.0                     | 2,598.80                     |
| Latest Price *                 | 125.11          | 2,577.45                   | 2,480.0            | 12,536.0                     | 2,598.70                     |
| Currency                       | USD             | INR                        | INR                | ZAR                          | INR                          |
| Fund Size (\$mm)               | 38,834.77       | 578.26                     | 505.08             | 1,785.59                     | 233.10                       |
| <b>Fund Flows (\$Millions)</b> |                 |                            |                    |                              |                              |
| 1 Month *                      | -2,315.4        | -                          | -                  | -52.1                        | -                            |
| 3 Month *                      | -8,306.5        | -                          | -                  | -91.0                        | -                            |
| 6 Month *                      | -18,689.8       | -                          | -4.3               | -123.4                       | -                            |
| 1 Year *                       | -14,223.6       | 5.75                       | 9.73               | 167.58                       | -                            |
| 3 Year *                       | -15,458.4       | 404.29                     | 397.83             | -318.9                       | 3.20                         |
| <b>NAV Performance</b>         |                 |                            |                    |                              |                              |
| 1 Month % *                    | 8.68            | 6.26                       | 6.35               | 7.20                         | 6.48                         |
| 3 Month % *                    | -11.9           | -2.0                       | -1.8               | -3.4                         | -1.9                         |
| YTD % *                        | -22.3           | -12.8                      | -12.7              | -9.2                         | -12.7                        |
| 1 Year % *                     | -18.1           | -9.3                       | -9.1               | -2.1                         | -9.1                         |
| 3 Year % *                     | 6.74            | 40.84                      | 41.85              | 41.47                        | 42.25                        |
| 5 Year % *                     | 32.12           | 89.04                      | 87.10              | 73.20                        | -                            |
| 10 Year % *                    | -               | -                          | -                  | -                            | -                            |
| <b>Annual Performance %</b>    |                 |                            |                    |                              |                              |
| 2012 *                         | 6.60            | 11.22                      | 11.51              | 10.85                        | 11.52                        |
| 2011 *                         | 9.57            | 29.87                      | 30.95              | 34.78                        | 30.39                        |
| 2010 *                         | 29.27           | 21.69                      | 21.61              | 14.64                        | 21.85                        |
| 2009 *                         | 24.03           | 24.94                      | 24.73              | -2                           | -                            |
| 2008 *                         | 4.92            | 24.46                      | 21.64              | 40.61                        | -                            |

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 13. 고려아연 장기 지지선에서 반등 시도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터