

금 가격 급등 현상에 숨겨진 글로벌 금융시장의 구조 변화

김영삼 수석연구원, 경제정책연구센터 (youngsamkim@posri.re.kr)

목차

1. '25년 금 가격 변동, 2차 오일 쇼크 이후 가장 큰 폭등세
2. 금 가격 폭등 배후에 잠재한 구조적인 변화
3. 시사점

Executive Summary

- '25년 금 가격은 연초 대비 65% 폭등하며, 2차 오일 쇼크 이후 가장 가파른 상승세 시현. 기존 분석 방법으로 최근 금 가격 급등을 설명하는데 한계 존재
 - 지난해 금 가격 수익률은 주식, 원자재, 채권 등 타 자산 대비 2~3배 이상 높은 수익률을 시현
 - '경기확장', '리스크/불확실성', '기회비용(금리/환율)' 등 전통적인 요인으로 최근 금 가격 변동을 분석할 때 50%도 설명하지 못하는 상황 발생. 이는 금 시장이 구조적으로 변화하고 있음을 시사
- 금 시장의 구조 변화는 '22년 이후 신흥국 중앙은행들의 대규모 금 매입에서 시작. 이들은 가격과 상관없이 매년 금의 비축량을 늘려, 글로벌 안전자산의 양극화 또는 구조적 분절화 조짐을 시사
 - 신흥국 중앙은행들은 미국과의 갈등, 지정학적 긴장 증대, 오일 머니의 포트폴리오 다변화 등의 원인으로 금을 매입
 - 신흥국들은 전통적인 안전자산으로 취급되던 미국 국채를 매도하는 기조를 보이는 반면, 영국, 프랑스, 캐나다, 노르웨이, 한국 등의 선진국들은 여전히 미국 국채를 지속적으로 매수
 - 한편, 글로벌 국가의 부채 증가에 따른 신용 화폐의 가치 하락 우려도 실물 안전자산인 금의 수요 증가를 부추기는 요인으로 작용
- 자산가격 및 원자재 가격의 거울 역할을 하던 달러화의 기능 약화는 금융지표 간 전통적인 상관관계 약화를 의미. 이에 원자재, 환율 등 모니터링 시 새로운 요인을 추가하여 분석해야 할 필요성 증대
- 선진국과 신흥국이 미 국채와 금으로 안전자산 선호가 엇갈리는 현상이 강화됨에 따라, 금융시장의 구조적인 '분절화' 영향 및 대응방안에 대한 면밀한 연구가 필요

1. '25년 금 가격 변동, 2차 오일 쇼크 이후 가장 큰 폭 등세

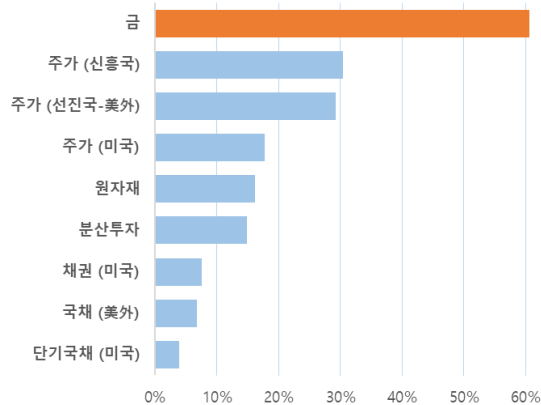
- 지난해 금 가격은 연초 대비 65% 폭등하며 2차 오일 쇼크 이후 가장 가파른 상승세를 기록. 세계 금 협회(World Gold Council)는 '25년 금 시장을 역대급 강세장으로 표현
 - '25년에 금은 주요 투자 자산 중에서 압도적인 수익률을 기록. '25년 11월 말 기준으로 수익률 비교 시, 금은 주식·원자재·채권 등 타 자산 대비 2~3배 이상 높은 수익률을 시현
 - 세계 금 협회 분석에 의하면, '25.1월 초~11월 말 자산 수익률은 금(60.6%)로 신흥국 주가(30.4%), 선진국(미국 外) 주가(29.2%), 미국 주가(17.7%), 원자재(16.2%), 분산투자(14.9%), 미국 장기채권(7.5%), 미국 外 국채(6.7%), 미국 단기국채(3.8%)를 크게 상회
 - '25년 금 가격 상승률인 65%를 역사적으로 비교해 보면, 2차 오일 쇼크 발발 직전인 '78년(88.6%) 이후 47년 만에 가장 높은 수준
 - 역사적으로 금 가격은 ① 달러화 등 기축통화가 약세로 전환되어 안전자산 역할이 의심될 때('78년, '85년, '92년, '09년), ② 지정학적 리스크 부각 시('79년, '02년), ③ 실질금리가 낮아 인플레이션이 우려될 때('11년, '20년) 급등

<과거 금 가격의 주요 급등 시기와 상승 요인>

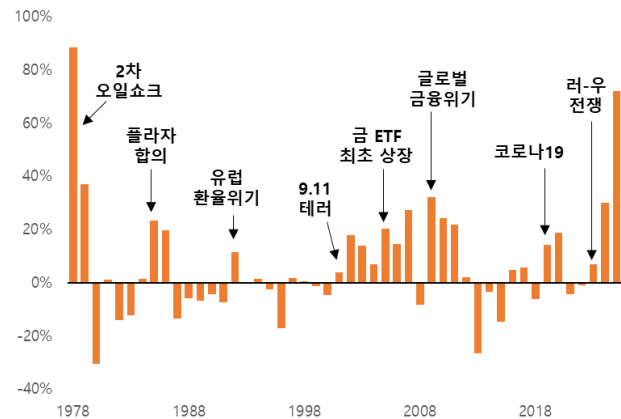
기간	주요 요인
'78~'79 년	이란 혁명, 소련의 아프카니스탄 침공, 유가 급등
'85~'86 년	플라자합의 이후 달러 가치가 급락하자 실물 안전자산인 금 수요 상승
'92~'93 년	조지 소로스의 영란은행(BOE) 공격으로 파운드 가치가 급락하는 등 유럽 통화 불안이 금을 대거 매집하는 계기로 작용
'02~'03 년	9.11 테러에 따른 지정학적 불확실성 고조 및 닷컴 버블 붕괴 이후 미국 쌍둥이 적자 문제 부각
'05~'07 년	'04 년 11 월 금 ETF의 탄생 이후 기관·개인 자금이 금 시장으로 유입
'09~'11 년	글로벌 금융위기와 양적 완화
'19~'20 년	코로나 19 와 대규모 양적 완화

자료: 포스코경영연구원 정리

<'25년 1~11월 금 및 주요 자산 수익률>



<연도별 금 가격 변동률>

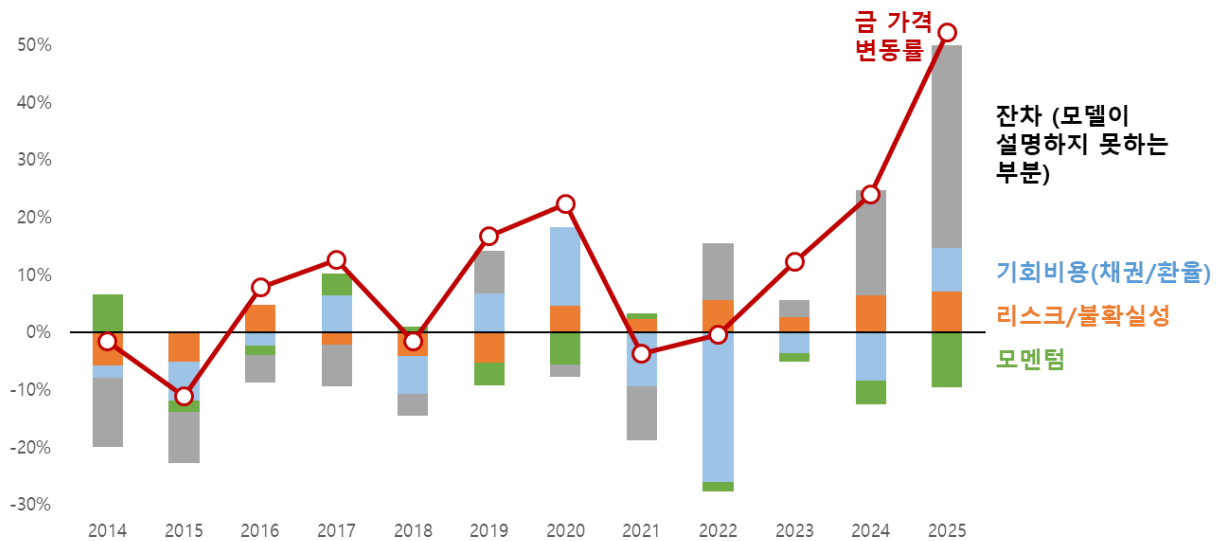


자료: World Gold Council, Bloomberg, 포스코경영연구원

○ 세계 금 협회는 '25년 금 가격의 급등을 기존 분석 방법으로 설명이 불가능하다고 평가하여, 금 시장의 구조적 변화를 시사

- 세계 금 협회는 '21년 GRAM(Gold Return Attribution Model)을 도입한 이래 금 가격이 어떤 요인에 의해 변동하고 있는지 지속적으로 분석
 - GRAM에서는 주요 거시 및 금융 지표를 '경제 성장', '리스크와 불확실성', '기회비용(금리/환율)', '모멘텀' 등으로 분류하여, 금 가격 변동 요인을 분석
- 그런데 최근 GRAM이 설명하지 못하는 잔차(Residual) 부분이 압도적으로 커지고, 금 가격과 달러화지수가 코로나19 및 러-우 전쟁 이후 동반 상승하는 등 지표 간 전통적인 연관관계도 붕괴되는 현상이 발생
 - GRAM 요인 중 잔차의 비중(기여율)은 전체 기간('07~'25년)에는 평균 1.5% 인데 반해, 최근인 '23~'25년에는 평균 56%로 큰 차이가 발생. 이는 최근 금 가격의 변동이 기존 요인으로서는 절반도 설명이 안 됨을 의미
 - 금 가격과 달러화 지수의 상관관계를 살펴보면, '02~'19년에는 $\Delta 0.49$ 로 명확한 음의 상관관계를 보였으나 '20~'25년의 상관관계는 0.11로 나타나 과거와 같이 금을 달러화의 대체자산으로 해석하는 데 한계 존재

<금 가격 변동에 대한 요인별 분석 (World Gold Council 분석)>

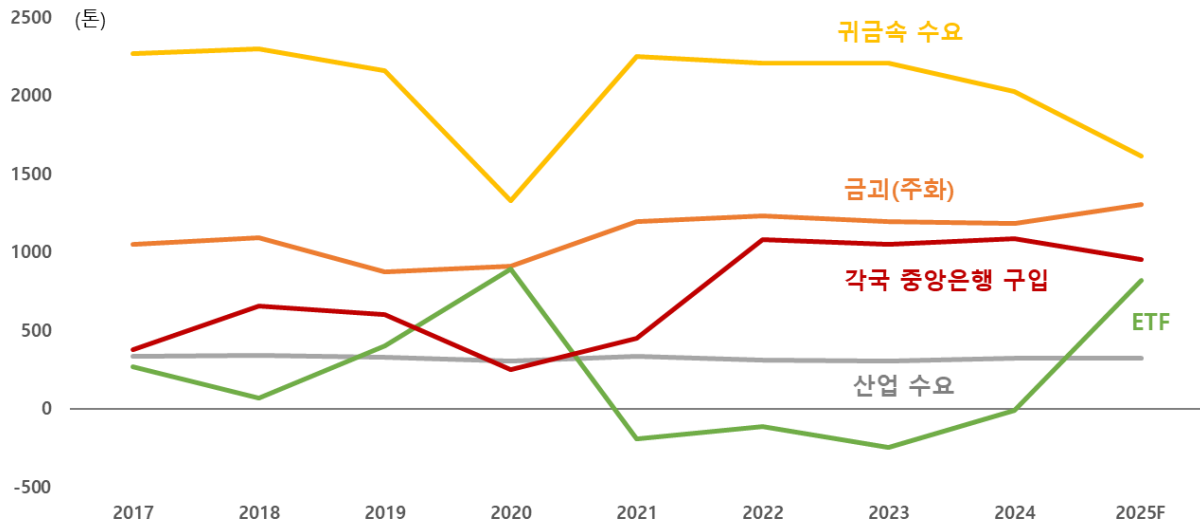


주: 1. 월별 자료를 연평균으로 전환. 2. 상수항 역할을 하는 경기확장항은 그래프에서 제외
자료: World Gold Council

2. 금 가격 폭등 배후에 잠재한 구조적인 변화

- 금 시장의 구조 변화는 '22년 이후 중앙은행들의 대규모 금 매입으로부터 시작. 각국 중앙은행들은 가격과 상관없이 매년 금의 비축량을 늘리는 양상
 - 중앙은행들은 러-우 전쟁이 발발한 '22년과 다음 해인 '23년에 역대 최대인 연간 1,000톤이 넘는 금을 매입하였으며, '24년, '25년에도 이러한 흐름이 지속
 - 과거에는 금 가격이 오르면 중앙은행들도 금 매입을 축소하거나 매도로 전환했으나 현재는 추세적으로 비축량을 늘리고 있어, 현시점에서 글로벌 금 수요의 강력한 지지대로 작용
 - 중앙은행 이외에 다른 수요를 살펴보면, 실물 안전자산으로서 금과 및 주화 수요는 완만하게 증가하는 한편, 그동안 저조했던 ETF(상장지수펀드) 수요가 '25년 들어 폭발적으로 증가
 - 다만, 귀금속 수요는 금 가격 급등에 따른 부담으로 '24년부터 둔화되고 있으며, 스마트폰, 반도체, 의료, 항공 등 산업 수요는 최근 10년간 거의 일정한 수준을 유지

<세계 금 수요의 부문별 추이 ('17~'25년)>

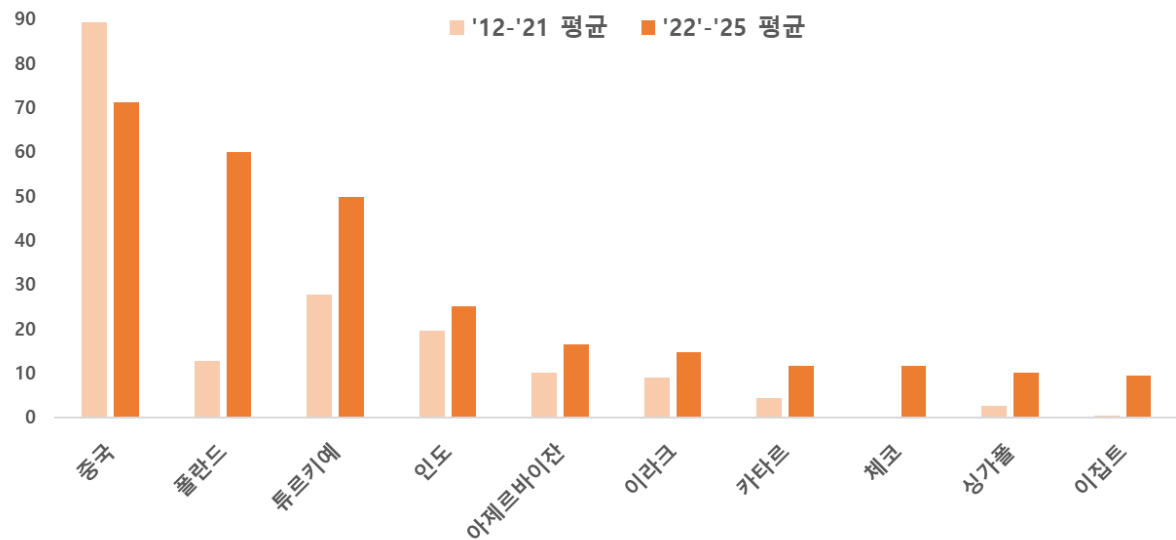


자료: World Gold Council

○ **금 매입에 집중하는 중앙은행 대부분 중국을 비롯한 신흥국이 해당. 이들은 ① 미국과의 갈등, ② 지정학적 긴장 증대, ③ 오일 머니의 포트폴리오 다변화 등의 원인으로 금을 매입**

- '22~'25년에 금 매입을 확대한 상위 10대 중앙은행은 중국, 폴란드, 튀르키예, 인도, 아제르바이잔, 이라크, 카타르, 체코, 싱가포르, 이집트이며, 이중 싱가포르를 제외하면 모두 신흥국에 해당
 - 11~15위 국가도 모두 신흥국 (키르기스스탄, 브라질, 리비아, 가나, 러시아)
- 신흥국 중에서 중국, 인도 등은 미국과 정치적·경제적 긴장이 잠재하는 국가로, 준비자산의 다변화를 통해 미국 달러 중심의 금융 시스템에서 점진적인 이탈 시도
- 러-우 전쟁, 이스라엘-이란 분쟁 이후 지정학적 불확실성이 높아지고 있는 폴란드, 체코, 이라크, 튀르키예, 아제르바이잔 등은 불확실성 헤지 및 미국 제재 회피 등의 이유로 금 보유량을 확대
- 한편, 카타르, 이집트, UAE 등 중동 산유국들도 금 보유 증대를 통해 준비자산 다변화를 추진

<주요국 중앙은행의 금 구매량 ('25년 기준 상위10개국)>



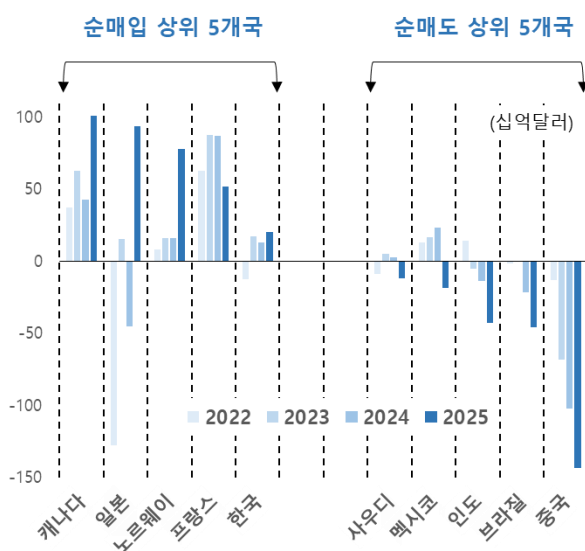
자료: World Gold Council

○ **금 매입에 집중하는 신흥국들은 전통적으로 안전자산이라고 취급하던 미국 장기국채를 매도하는 정책을 추진. 이는 글로벌 안전자산의 양극화 또는 구조적 분절화 조짐을 시사**

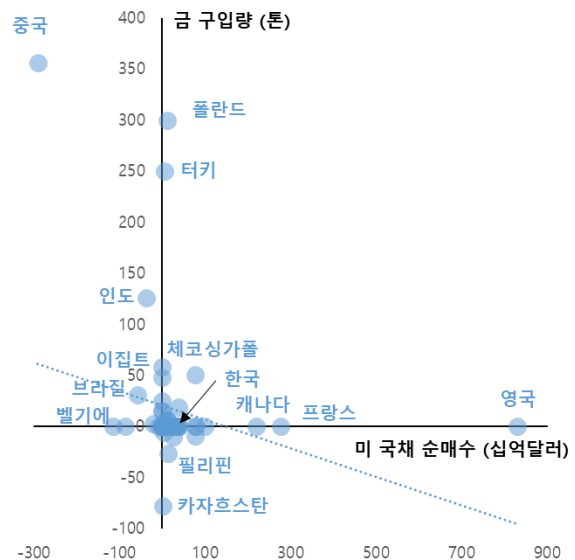
- 러-우 전쟁 발발 이후 최근('22~'25.3Q)까지 중국은 U\$2,901억의 미국 장기국채를 순매도하여 1위를 차지했으며, 브라질(U\$567억), 인도(U\$362억), 사우디아라비아(U\$92억), 이집트(U\$9억), 베네수엘라(U\$5억) 등 신흥국이 집중적으로 매도
 - 반면, 영국·프랑스·캐나다·노르웨이·한국 등 선진국들은 여전히 미국 장기국채를 지속적으로 매입 (일본은 '22~'24년에는 미국 국채를 순매도했으나, 트럼프 정권 2기가 시작된 '25년에 대규모 순매입으로 전환)
 - 한편, 글로벌 자금의 통로로 활용된다고 알려진 벨기에, 아일랜드도 미국채를 대규모 순매도
- 금 구입량과 미 국채 순매수 국가들의 관계를 확인하기 위해 점도표를 그려보면, 역의 상관관계가 존재
- 이는 '22년 이후 신흥국들이 생각하는 안전자산과 미국과 정치적·경제적 연관관계가 높은 선진국이 생각하는 안전자산에 개념 차이가 있음을 시사

- 주요 신흥국들은 '22년 미국이 국제은행간통신협회(SWIFT)에서 러시아를 퇴출시킨 것처럼 미국과 정치적·경제적 분쟁이 발생할 경우 달러 거래가 불가능해질 뿐만 아니라 달러 자산이 동결될 수 있다고 우려
- 이에 신흥국들은 미 달러를 대신할 안전자산으로 금 매입을 선호하고 있으며, 한편으로는 위안화 결제시스템(Cross-border Interbank Payment System, CIPS), BRICS Bridge 등과 같은 독자적인 결제시스템 구축도 시도
 - 달러화를 대체할 CIPS, BRICS Bridge 같은 대체 결제시스템이 활성화되기 위해서는 신용 확보가 필수적이며, 새로운 결제시스템은 실물 금 보유를 통해 신용도 제고가 가능

<미국채 순매입/순매도 주요 국가>



<금 구입량과 미국채 매수량 ('22~'25년)>



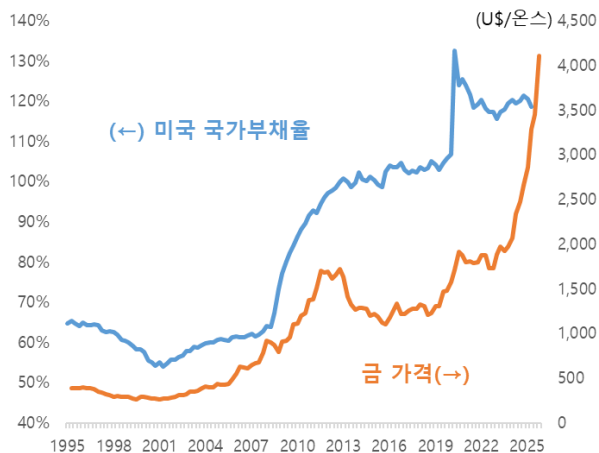
주: 1. '25년 1~3분기 기준 순위, 2. 벨기에, 아일랜드 등 글로벌 자금 유통 국가는 표시에서 제외
자료: U.S. Treasury International Capital (TIC) System, World Gold Council, 포스코경영연구원

○ 또한, 글로벌 국가 부채 급증에 따른 신용 화폐 가치 하락의 우려 중대도 실물 안전자산인 금의 수요 증가를 부추기는 요인으로 작용

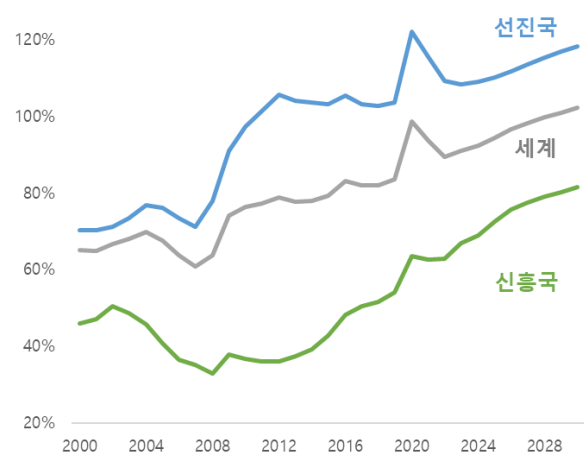
- 일반적으로 GDP 대비 국가부채비율이 120~130%를 넘어서면 금융 안정성이 약화될 수 있다고 알려져 있는데, 미국의 국가부채율이 글로벌 금융위기, 코로나19를 거치면서 크게 상승하여 최근에는 120% 내외에서 등락
 - 과거 '11~'12년 유로존 위기 당시 이탈리아와 그리스의 부채비율이 130%를 넘어서며 투기세력의 공격을 받기 시작

- 국가 부채 증가 현상은 선진국, 신흥국 등 대부분의 국가에서 관찰되고 있으며, IMF는 글로벌 국가부채의 지속적인 상승세를 전망
 - IMF의 2025 재정 모니터링(IMF Fiscal Monitor, '25.4월)에서 현재의 부채 경로가 지속되면, 정치·경제적으로 인플레이션 없이 부채를 줄이는 것은 거의 불가능하다고 지적
- 전통적으로 금 가격은 실질 금리 흐름과 반대 방향으로 이동. 그러나 러-우 전쟁 이후에는 실질 금리가 올라도 금값이 동반 상승하는 기현상이 반복
- 이는 중앙은행들의 대규모 금 매입 영향이 크나, 한편으로는 정부 부채가 너무 많아지면 중앙은행이 정부의 이자 비용 부담 때문에 금리를 충분히 인상할 수 없고, 결국 인플레이션이 발생할 것이라는 시장의 우려가 반영된 측면도 존재
- '25년 들어 Bloomberg, Financial Times, Wall Street Journal 등의 경제전문지는 금융시장의 우려를 지속적으로 보도 중. 투자자들은 이제 금을 단순한 '인플레이션 헤지'가 아니라, '재정 정책의 지속 불가능성'에 대한 보험으로 취급하고 있다고 평가

<미국 국가부채율과 금 가격 추이>



<세계 국가부채율 전망(IMF)>



자료: FRED, Bloomberg, World Gold Council, IMF

- 한편, 최근 들어 ETF 매입 급증 등 금을 '투기자산'으로 보는 성격도 나타나고 있으며, 이에 따라 분산 투자의 효용이 감소
 - 전통적으로 금은 주식과 같은 위험자산의 수익률과는 음(△)의 상관관계를

보이며 경기 하락기에 포트폴리오의 방어막 역할을 수행. 그러나 최근 들어 점차 주식 등 위험자산과 동조화되는 경향이 발생

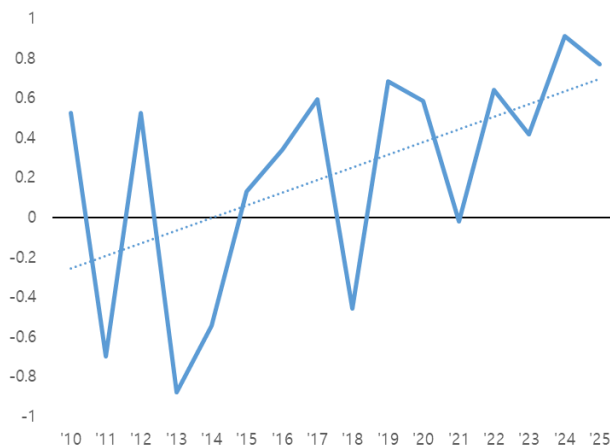
- '21년에는 금 가격과 S&P 500의 수익률은 상관관계가 거의 없었으나($\Delta 0.02$), '22년 이후에는 상관관계가 급격히 증가 ('24년 역대 최고치인 0.91을 기록했고, '25년도 0.77로 매우 높은 수준)

- 이와 같이 금과 위험자산 수익률의 강한 상관관계는 북미 주도의 ETF 유입 등 투기적 수요 집중이 원인. '24년까지 금 가격 상승은 수요 측면에서 중국, 인도 등 신흥국 중앙은행의 금 매입 영향이 컸다면, '25년에는 시세 차익을 노린 ETF 매입 확대가 핵심 동인

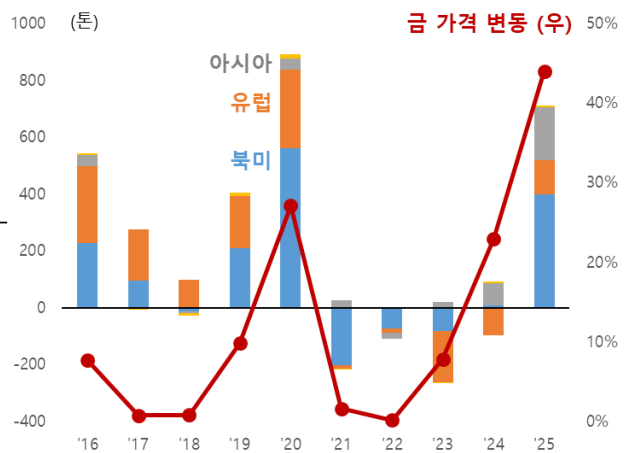
- 그런데 일반적으로 ETF를 통한 금 매입이 급증한 다음 연도에는 차익실현이 진행되며, 금 가격 상승세가 둔화되는 경향이 존재

- 시세와는 상관없는 중앙은행의 금 매입이 가격을 지지하는 역할을 할 수 있으나, 금 관련 ETF의 차익실현 과정에서 일시적인 조정 가능성이 존재하는 상황

<S&P 500과 금 가격의 상관관계>



<금 상장지수펀드(ETF) 지역별 수요 추이>



자료: Bloomberg, World Gold Council, 포스코경영연구원

3. 시사점

- 자산가격 및 원자재 가격의 거울 역할을 하던 달러의 기능 약화는 전통적인 상관관계 약화를 의미. 원자재, 환율 등의 모니터링 시 달러화

변동에만 의존하기보다는 새로운 요인을 추가하여 분석해야 할 필요성 증대

- 글로벌 안전자산의 '구조적 분절화'에 대한 전략적 대응이 필요. 선진국(미 국채 중심)과 신흥국(실물 금 중심)이 선호하는 안전자산이 명확히 갈리는 현상이 심화
- '금 자산의 이중성'에 따른 정교한 리스크 관리가 필요. 금이 주식과 동조화 되는 '투자 자산'의 성격이 강해지면서, 시장 위기 시 금이 항상 방어막이 되어줄 것이라는 낙관론 경계가 필요

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서/논문]

World Gold Council, '25.12., "Gold Outlook 2026: Push ahead or pull back"

World Gold Council, '25.Q4., "Gold Demand Trends Full Year 2025"

IMF, '25.4., "Fiscal Monitor: Fiscal Policy under Uncertainty"

Bank for International Settlements, '24/'25., "Project mBridge: Connecting economies through CBDC"

Bloomberg, '25.10.24., "The \$36 Trillion Time Bomb: Why Central Banks Are Swapping Bonds for Gold"

Financial Times, '25.11.12., "Gold: The Ultimate Insurance Policy Against Fiscal Profligacy"

Wall Street Journal, '25.3.28., "Why Gold Prices Are Defying Economic Gravity"