meritz Strategy Daily

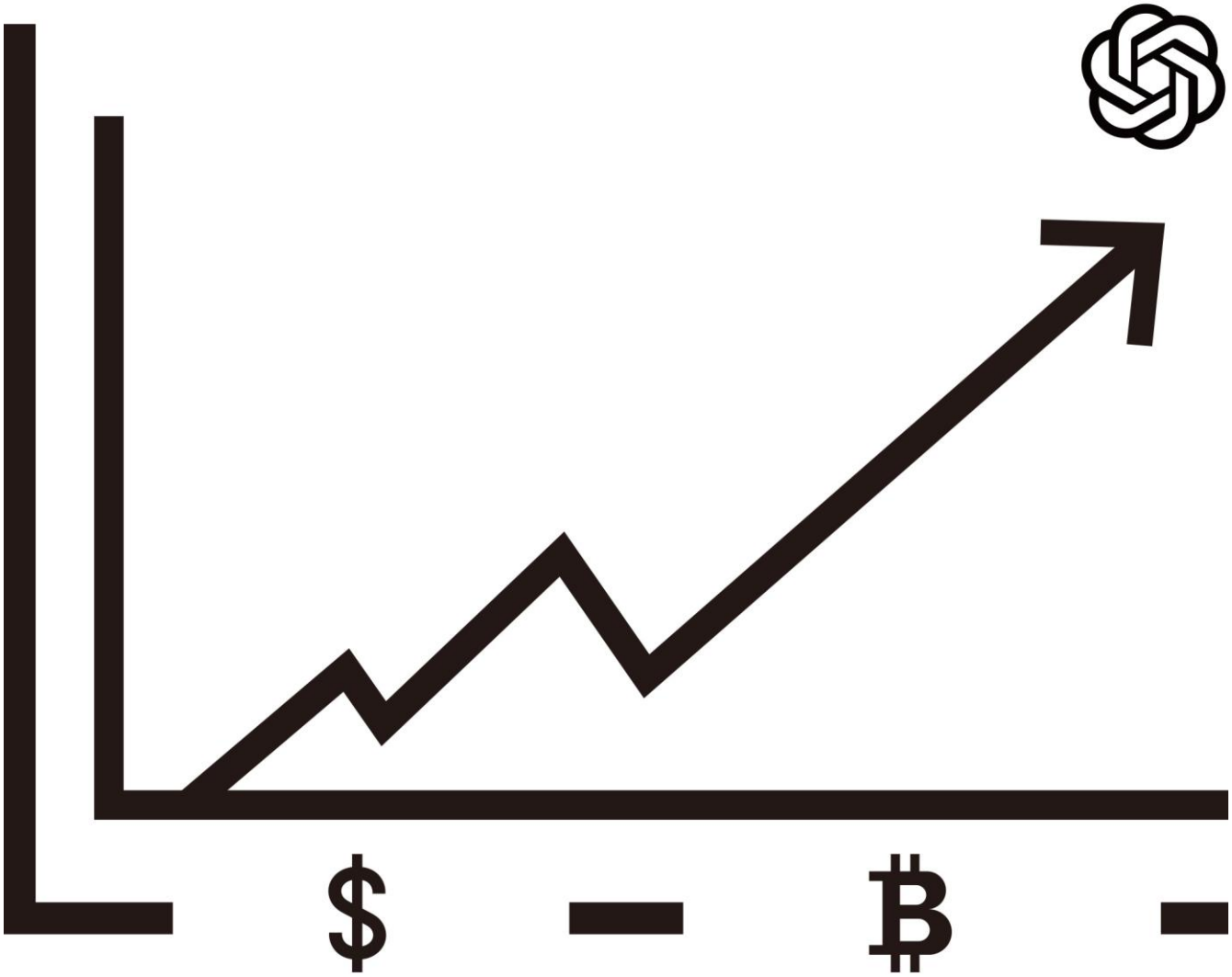
전략공감 2.0

2025. 10. 14 (화)

Strategy Idea
Gold Rush, 탐욕과 공포의 산물

오늘의 차트
PF 5차 사업성평가 그리고 양극화

칼럼의 재해석
중국의 데이터센터 전력 공급하기



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea



채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
02. 6454-4894
yeosam.yoon@meritz.co.kr

Gold Rush, 탐욕과 공포의 산물

- ✓ 온스당 4천달러를 돌파한 금 현물, 실질가격으로 1980년대 오일쇼크 고점을 넘어설 정도로 금 가격 강세. 글로벌 증시 상승의 위험 선호와 안전자산인 금의 동반 상승 특이
- ✓ 달러약세 및 실질금리 하락이라는 긍정적 재료 대비 달러가치 및 절대 금리 레벨을 고려할 때 금 가격상승세는 일부 의아함 제기. 본질은 글로벌 주요국 통화정책 완화 기조 및 확장적 재정정책이 야기한 풍부한 유동성의 수혜. 더해 안전자산으로 채권 역할 흔들린 부분도 일조
- ✓ 미국 초장기 스프레드 축소 정도에 따라 금 가격 상승기조 판가름 될 수 있어

거침 없이 오르는 금, 그런데 지금 왜 금이 오르는 거지?

자산배분도 커버하고 있다고 하나 채권전문가인 필자에게 최근 '금 가격은 앞으로 얼마나 더 오를까요?' 혹은 '금 가격 현재 거품은 아닌지요'라는 질문이 심심치 않게 들어온다. 이자도 없는 금이 올해 모든 자산 중 수익률 1위를 기록 중이다.

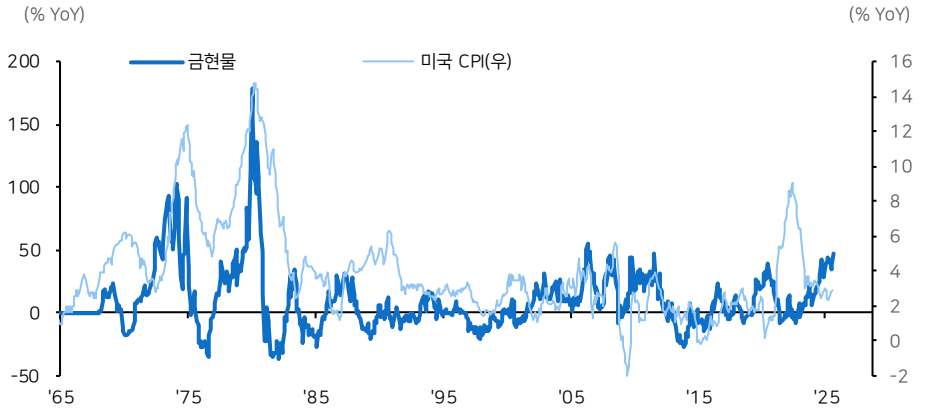
가파른 속도로 상승하는 금 가격

2022년까지만 해도 온스당 1,800달러대 그쳤던 금 가격은 인플레이션 급등기 초반에는 상승세가 강하지 않았으나, 올해 온스당 4,000달러를 돌파했다. 2023년 13.5%, 2024년 27.5% 상승하더니 올해만 51.5% 넘게 급등한 것이다.

통상 금 가격이 상승하는 구간은 고물가 시기

일반적 금을 선호하는 구간은 고물가 시기, 실질가치 보존을 위한 역할이 가장 크다. 때문에 물가가 급등하는 시기에 금이 상승하는 경우다 다수이다. 이번 2022년 공급망 충격 당시 오히려 금이 생각보다 오르지 않아 의아한 정도였다<그림 1>.

그림1 **금 가격 강세, 인플레이션에 대한 후행적 보상이라고 이야기해야 하나?**



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

2022년 당시 인플레이션이 폭발하고 주요국 중앙은행이 공격적인 긴축에 진입하기 직전 인플레이션 수혜는 금보다 비트코인 같은 가상 자산이 누렸다. 그러나 이후 고도긴축 과정에서 고금리에도 불구하고 금에 대한 시장의 관심은 후행적으로 강하게 유입, 결국 2025년 50%가 넘는 상승세를 기록한 것이다.

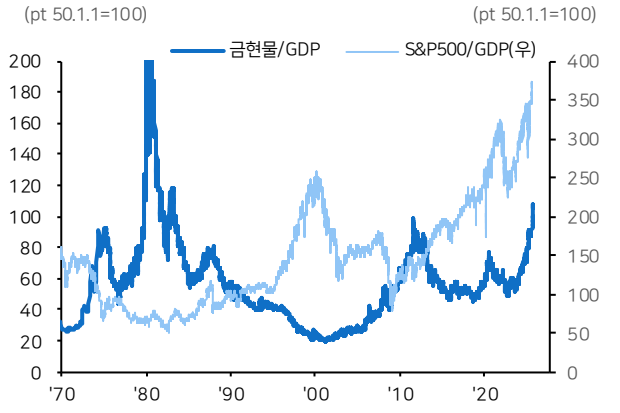
이례적으로 증시와 같은 방향으로 움직이게 된 금

아이러니한 점은 금은 인플레이션 헷지 수단이자 안전자산으로 역할도 수행하는데, 작년부터 올해 금 가격의 가파른 상승은 대표적 위험자산인 주가와 함께 올랐다는 점이다<그림 2>. 금과 주가의 역사적 상관계수는 -0.31로 안전vs위험자산의 관계성이 명확한 편이나 최근 2년간은 인플레이션 수혜로 함께하고 있다.

달러가치 약세, 물가 긴장감 지속 등이 금 선호도를 높였을 수도

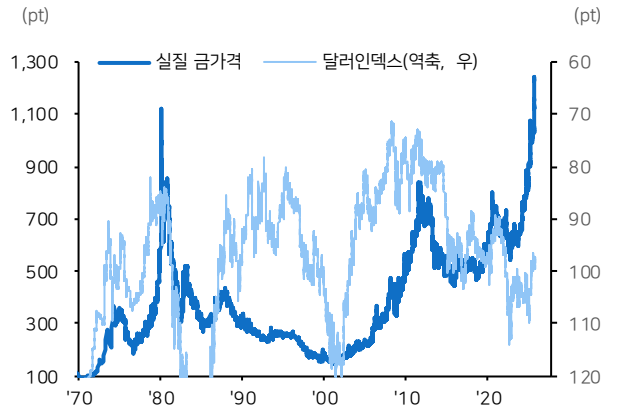
여기에 금의 실질가치가 달러와 역으로 움직이는 경향이 강한데 작년부터 강했던 달러가치가 약세로 돌아서는 흐름 또한 금 가격 상승에 일조했다<그림 3>. 반면, 금리 측면에서는 역사적으로 상관관계가 높지 않은 듯 보이나 저물가 시대 금 가격이 상대적으로 눌려왔던 관점에서 현재 고물가 긴장감은 채권보다 금에 선호를 높이는 재료가 될 수 있다<그림 4>.

그림2 일반적 안전자산인 금과 위험자산 주가 동행하지 않아



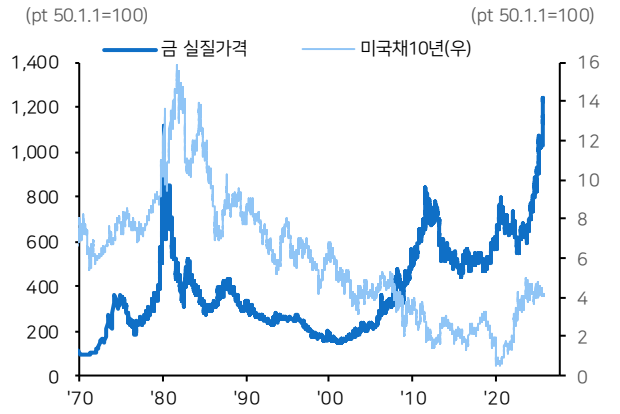
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 달러가치 헷지 수단으로 금의 중요성 존재



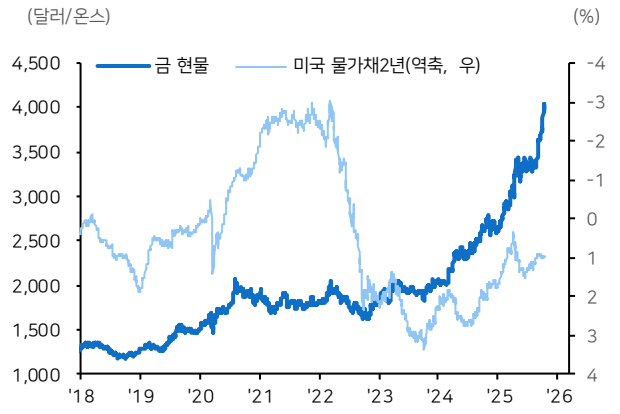
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금리와 금 가격의 상관관계는 매우 낮은 편이나



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 실질금리 하락 시 보존가치 측면에서 금을 선호



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

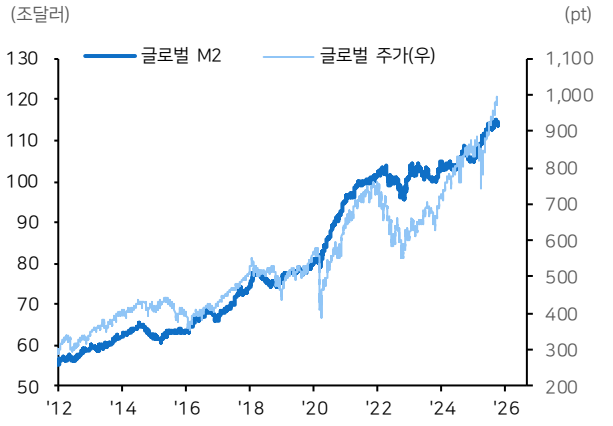
실질 금리인 물가채(TIPs) 금리가 하락하는 것 역시 금 가격에 긍정적 재료는 맞지만, 금 가격상승을 주도할 정도의 힘은 아닌 듯 보인다<그림 5>. 종합해보면 현재 매우 강한 수익률을 나타내고 있는 금의 성과는 기존의 인과관계들을 종합하면 어색한 부분들이 존재한다.

금의 어긋난 인과관계, 실마리는 글로벌 신용팽창에 있을까

주가와 동행, 달러와 금리의 절대 수준 등은 금에 우호적이지 않다. 일각에서 이야기하는 중앙은행 수요 등의 요인은 해당 질문들에 대한 답변이 있어야 풀리는 문제이다. 우리는 현재 금 가격 상승의 핵심은 '유동성+국채 대용'의 가치로 보고 있다. 지난 3년간 고물가 우려로 중앙은행들이 강력한 긴축을 시행했지만, 어디선가 유동성은 공급되고 있었고 그 돈은 완화적 금융환경을 견인했다<그림 6>.

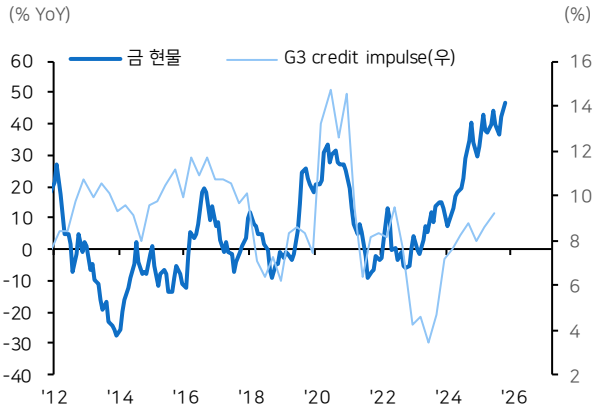
G3(미국+유럽+중국) 신용 창출은 다시 큰 폭으로 증가, 유동성 장세를 견인하고 있다<그림 7>. 아직도 절대금리 수준은 높다고 하나 고도긴축 실시 이후 주요국 통화정책 완화의 정도는 과거 경기침체와 비견될 정도로 빠르게 전환되었다<그림 8>. 통화긴축기 재정의 유동성 공급 역할 역시 아직 유지 중이다<그림 9>.

그림6 현재 글로벌 위험선호는 막대한 유동성 공급의 산물



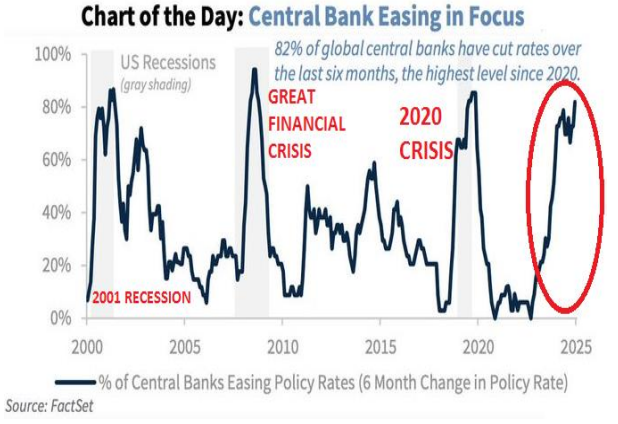
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 핵심 국가들의 신용증대는 결국 금 가격 상승에도 일조



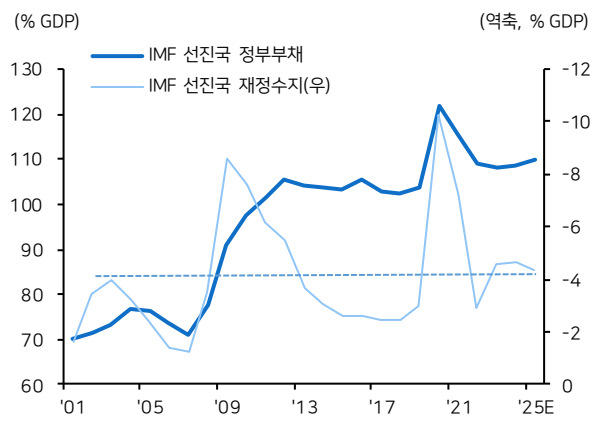
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 경기침체 아니나 급격한 긴축 이후 유동성 공급기



자료: Factset, GS

그림9 막대한 재정적자의 대비책으로 금을 바라보는 시각



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

당분간 금에게 유리한 금융환경, 경기 충격 정도 가늠이 중요

유동성 공급의 수혜자산인 금

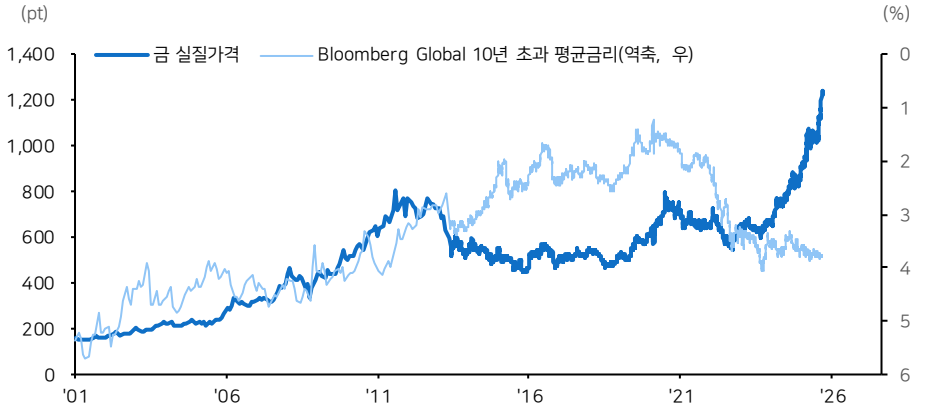
결국 현재 금 가격상승을 주도하고 있는 경제적 관점은 유동성 공급의 수혜이다. 현재 유동성 공급이 인플레이션을 크게 자극하는 국면은 아니나 전반적인 자산 가격을 끌어올리는데 일조하고 있는 것은 현실이다.

여기서 금 가격이 강세를 나타내는 또 다른 핵심은 '안전자산으로 채권의 역할'에 대한 공포이다. <그림 10>에서 보듯 2000년대 들어와 초장기금리를 중심으로 금리가 하락하는 과정에서 금 가격은 나쁘지 않았다. 다만 2012년 이후 디플레이션 압력이 높은 구간에서 금이 인기가 없던 시절이 있기도 했다.

이자도 없는 금을 선호하는 이유 정부에 대한 신뢰 약화

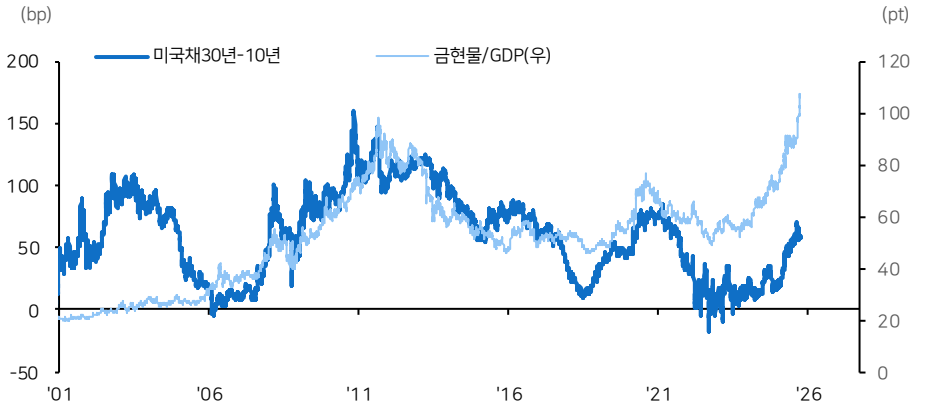
중요한 것은 현재 글로벌 초장기 금리중심으로 절대금리가 높음에도 이자도 없는 금리 선호되고 있다는 점이다. 현재 금을 매입하는 기관들은 주요국의 급증한 재정적자와 정부부채에 대한 신뢰성이 낮아진 상황이다. 여기에 트럼프의 무역전쟁은 상대 통화에 대한 안정성을 낮추는데 영향을 미치면서, 달러중심 거래 상대국 통화에 대한 신뢰성을 낮게 평가하게 하였다.

그림10 글로벌 평균금리 높음에도 채권의 안전자산 역할을 대신한 금의 강세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 초장기 스프레드 확대, 인플레이션 혹은 재정신뢰성 측면에서도 금 가격 긍정적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

채권 대신 안전자산으로서 역할을 수행한 금

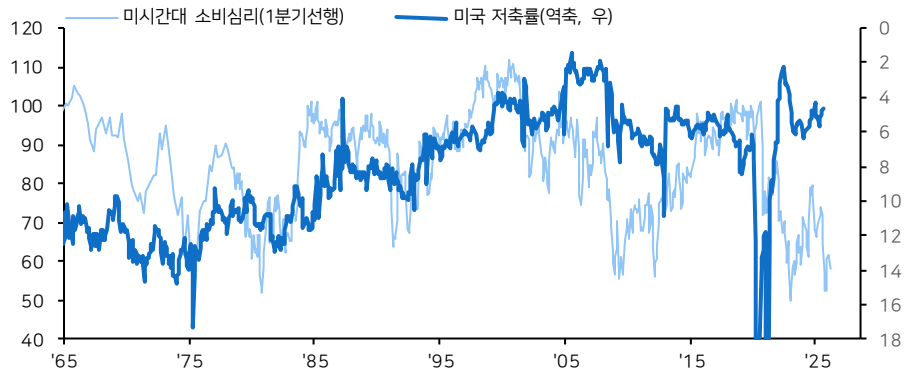
한마디로 안전자산으로 금이 채권 대용(proxy)을 했다고 본다. 이는 미국의 초장기 스프레드와 금 가격의 상관관계에서도 엿볼 수 있다<그림 11>. 향후 인플레이션 요인이 두려울 때 30년 금리가 취약하여 스프레드가 확대되어도 금 가격은 긍정적이다. 그러나 올해처럼 재정신뢰성이 문제가 되면서 30년 스프레드가 벌어진 점도 안전자산 측면에서 채권 대신 금을 선호하게 하였다.

금의 약세 전환 조건 세가지

앞으로도 미국과 무역전쟁 과정에서 달러 지위(dollar domination)에 대한 우려가 불거질 수 있으나 현재까지 달러 약세는 그래도 질서 있게 진행 중이다. 금 가격의 약세 전환 조건은 1)경기에 대한 둔화 압력이 증대하면서, 2)고물가 우려도 같이 진정되고, 3)균형재정을 통해 신뢰성을 잃지 않는 것이다.

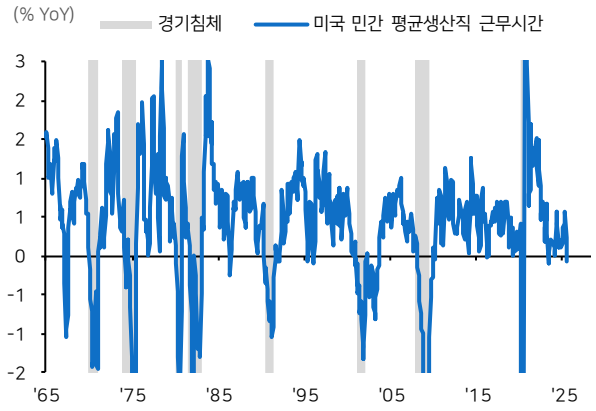
우리는 금이 가진 안전자산의 지위가 채권 대용에서 나왔다고 한다면, 향후 30-10년 같은 초장기 스프레드가 축소 방향으로 전환될 경우 금 가격상승이 주춤해질 가능성이 있다고 판단한다. 초장기 금리 안정의 첫째 조건은 경기가 침체에 빠질 정도까지는 아니나 둔화 압력이 높아지는 것에서 출발한다.

그림12 미국 가계 위축된 소비심리대비 저축률은 바닥, 앞으로 소비를 어떻게 끌고 가나



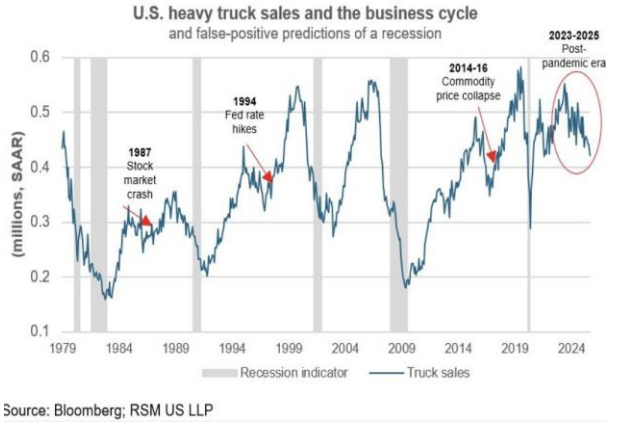
자료: UMich, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림13 고용 위축, 근무시간 단축으로 이어져 경기우려 자극



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 트럭 판매 감소 역시 경기 위축기 대표적 현상



자료: Bloomberg, RSM US

최근 미국경제관련 침체를 거론하는 지표가 다양하게 제시되고 있다. 위축된 소비심리 대비 가계의 저축률은 바닥 수준이라는 점은 향후 소비관련 우려를 자극하는 재료이다<그림 12>. 셧다운 중이라 발표는 멈추었지만 고용은 이미 위축이 심화된 상황에서<그림 13>, 트럭 판매 감소는 소비와 산업이 동시에 좋지 않다는 징후로 자주 살펴보는 지표이다<그림 14>.

현 상황에서 경기 위축은 금 중심의 수요가 채권으로 분산될 계기

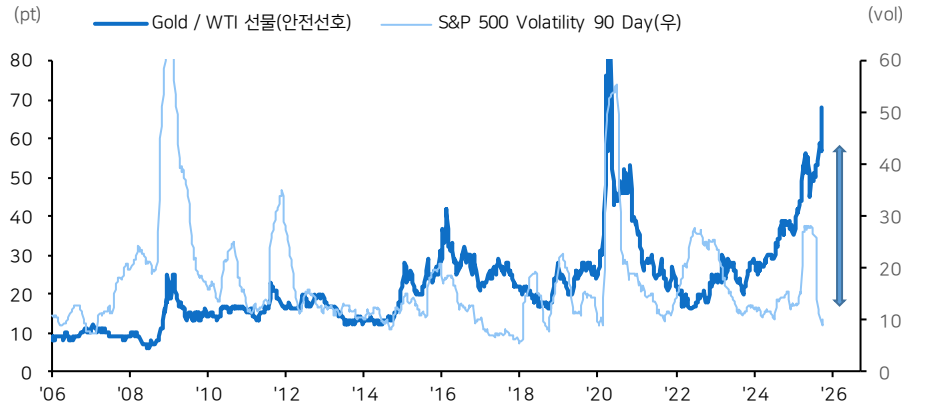
경기 위축은 안전자산 선호 측면에서 금 가격에도 긍정적일 수 있으나 수요 감소에 따른 인플레이션 둔화로 이어질 경우 금보다 다시 채권을 선호할 계기가 될 수 있다. 때문에 금을 투자하는 분들은 정치적 관점에서 주요국의 금 수요 필요성과 동시에 경제적 관점에서 '유동성+재정 신뢰성'을 주목할 필요가 있겠다. 최근 재정 신뢰성의 바로미터가된 초장기 금리의 민감도가 중요하겠다.

한편, 금과 주식이 동시에 강세를 나타내는 현상에 대해서도 실물자산 중 산업용으로 중요도가 높은 유가대비 금의 상대적 강세가 위험자산의 리스크가 될 수 있다는 경고도 주의할 영역이다<그림 15>. 지난 주말 미중간 다시 불거진 무역전쟁 양상으로 과도했던 위험 선호가 일시적 조정을 받았다고 하나, 펀더멘탈대비 과도한 유동성 선호의 위험성을 나타내는 가늠자로 금 가격을 제시한다.

향후 금 가격 흐름은 금리 움직임과 함께 살펴볼 필요

역사적 강세를 시현 중인 금 가격은 유동성의 '탐욕'과 재정 신뢰성이라는 '공포'가 만들어낸 결과이다. JP 모건과 골드만삭스 등 주요 IB들은 여전히 금 가격은 다시 온스당 4,800달러까지 오를 수 있다는 의견을 내놓고 있다. 우리 역시 당분간 금 투자에 유리한 환경인 점은 인정하나 금리를 같이 보자고 제안한다.

그림15 실물자산 중 경기와 밀접한 유가대비 금 가격이 이렇게 강하면 위험자산 주의 필요

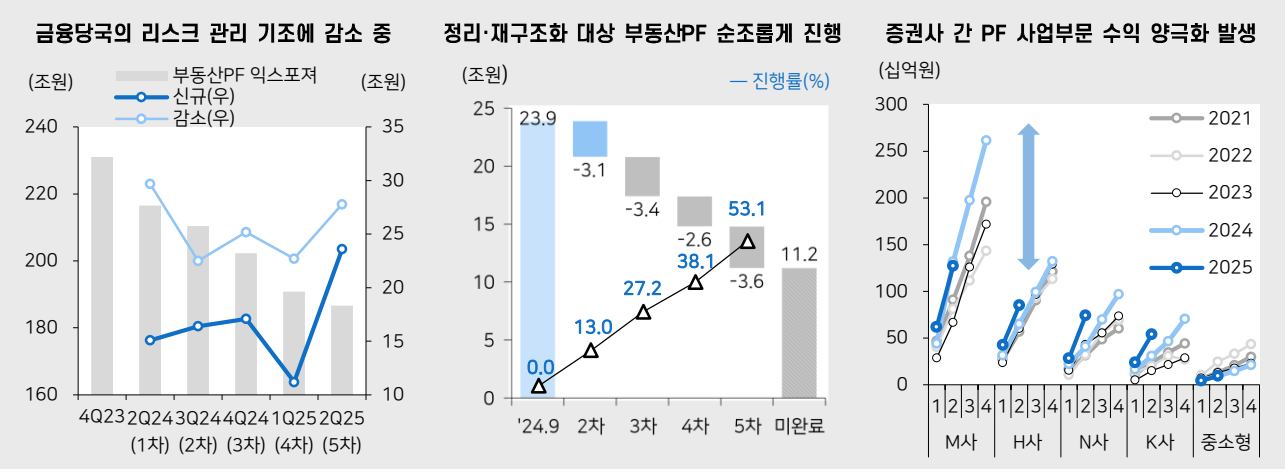


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

김영준 연구원

PF 5 차 사업성평가 그리고 양극화



주: 익스포져는 PF성 대출과 채무보증을 합한 수치이며, 증권사 PF사업부문 수익은 채무보증 수수료 데이터를 사용
자료: 금융감독원, 금융위원회, 금융투자협회, 메리츠증권 리서치센터

부동산PF 시장 정상화 과정

작년부터 금융당국은 PF 사업성 평가를 통해 정상 사업장은 자금을 공급되게 하고 부실 사업장은 재구조화 및 정리를 유도해왔다. 사업성 평가는 지금까지 총 5차례 이루어졌으며, 올해 2분기말 기준으로 전체 PF 익스포져는 186.6조원으로 불과 1년 사이 30조원 정도 축소되었다. 동시에 신규 PF 취급액이 반등했다는 점에서 시장이 위축되지 않고 신규 자금이 지속 공급되고 있음을 시사했다.

당국 목표치 50% 이상 구조조정 완료

특히 문제성 익스포져의 정리 및 재구조화 이행실적을 살펴보면 23.9조원에서 출발하여 매분기마다 약 3조원씩 감소했으며, 11.2조원의 미완료 여신이 남게 되었다. 상승세를 기록하던 PF 대출연체율도 올해 1분기 4.5% 대비 2분기에는 4.4%로 하락하며 건전성에 대한 우려가 완화되었다. 토지담보대출 연체액까지 포함한 연체율 수치도 7.4%에서 7.1%로 하락했다. PF 리스크의 질적 위험이 점차 줄어들고 있으며, 시장 정상화 기류를 형성하고 있다.

금융업권 내 증권 단독으로 익스포져 늘리고 있는 상황

한편 정리와 회수에 집중하면서 금융업권 대부분이 PF 익스포져를 줄이고 있는 가운데 증권 홀로 증가하고 있다. '23년말부터 지금까지 은행과 보험은 각각 3.7조원, 6.5조원 줄였고, 저축은행과 여전사도 10조원씩이나 감소했지만 증권은 동기간 4.5조원 늘어났다.

중소형사 재정비에 몰두하는 동안 대형사는 우량딜 선점→수익확보

다만 증권 내에서 신규 취급 여력이 높은 회사와 그렇지 않은 회사간 편차를 보이고 있다. 한국기업평가에 따르면 대형 증권사는 익스포져내 유의·부실우려 사업장 비중이 '24년 6월부터 1년간 15.5%에서 10.3%로 하락한 반면 중소형사는 25.9%에서 29.1%로 상승했다. 그동안 리스크 관리 기조 하 시장 재진입이 어려워졌으며, 신규 사업장을 먼저 선점할 수 있는 능력을 가진 대형사의 수익 창출 기회로 귀결되어 부동산PF 사업이 초격차 국면에 진입했다는 생각이다.

칼럼의 재해석

문경원 수석연구원

중국의 데이터센터 전력 공급하기 (Wood Mackenzie)

미국과 중국은 세계 AI 패권을 놓고 치열한 경쟁을 벌이고 있다. 그 성공 여부는 급증하는 데이터센터 전력 수요를 충족하기 위해 필요한 전력을 공급할 수 있는지에 따라 크게 좌우될 것으로 보인다.

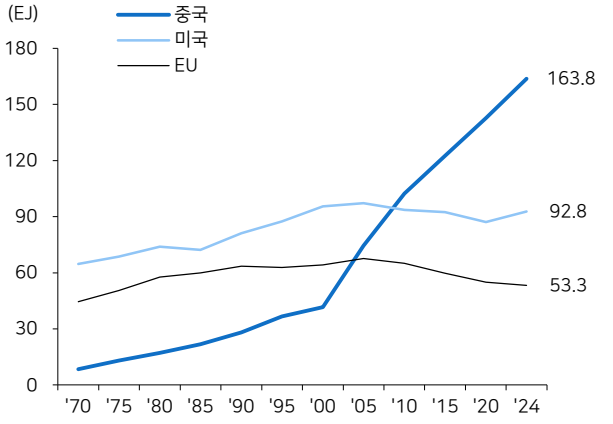
중국은 이미 지난 20년간 꾸준히 전력 인프라를 확충해왔고, 이제는 AI 산업의 성장세에 맞춰 재생에너지 중심의 전력 구조를 가속화하고 있다. 특히 2022년부터 '동수서산(东数西算)' 프로젝트를 통해 서부의 풍력, 태양광 전력을 동부의 데이터 연산 수요와 연결하는 에너지-데이터 국가 구조를 구축중이다. 재생에너지 전력망과 데이터센터를 하나의 체계로 통합하는 산업 구조 전략이라는 점에서 의미가 있다.

한편 중국의 전략은 온사이트 가스터빈을 활용하는 미국과 다른 모습이다. 미국보다 풍부한 전력기기 공급망이라는 구조적인 강점을 갖고 있기 때문이다. 따라서 중국에서는 AI 전력 수요의 핵심 수혜주로 재생에너지 관련 종목들을 주목해야 한다.

중국에서도 급증하는 전력 수요

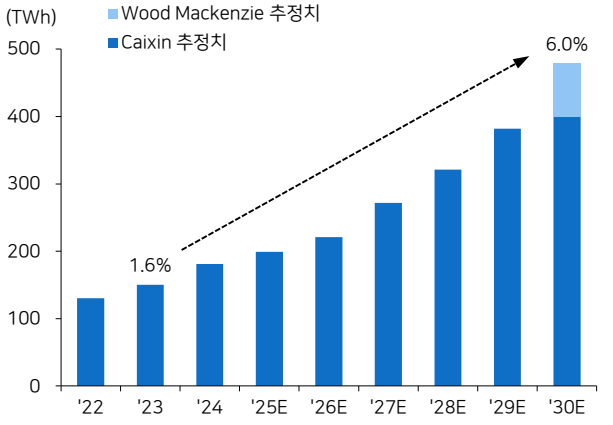
중국에서도 AI 산업의 급성장으로 데이터센터 전력 수요가 폭발적으로 늘고 있다. 이미 중국의 전력 수요는 지난 20년간 거의 증가하지 않았던 미국과 다르게 연평균 약 8%씩 증가해, 발전소와 전력망 투자를 지속해왔다. 하지만, 향후 증가세는 더욱 가파를 것으로 보인다. 에너지분석기관 Wood Mackenzie는 중국의 데이터센터 전력 수요가 연평균 약 17%씩 증가해 2030년에는 약 479TWh에 이를 것으로 전망한다. 이는 프랑스 전체 전력 수요와 맞먹는 수준이며 전체 전력소비 중 데이터센터가 차지하는 비중은 6%까지 증가할 것으로 예상된다.

그림1 국가별 에너지 소비량 추이



자료: CSIS ChjinaPower, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국의 데이터센터 전력 소비량



주: 비중은 국가 전력 소비에서 데이터센터가 차지하는 비중
자료: Caixin, 메리츠증권 리서치센터

중국, AI 전력 수요 증가에 따른 재생에너지 확대

그렇다면 중국은 급증하는 AI 전력 수요를 어떻게 대응하고 있을까?

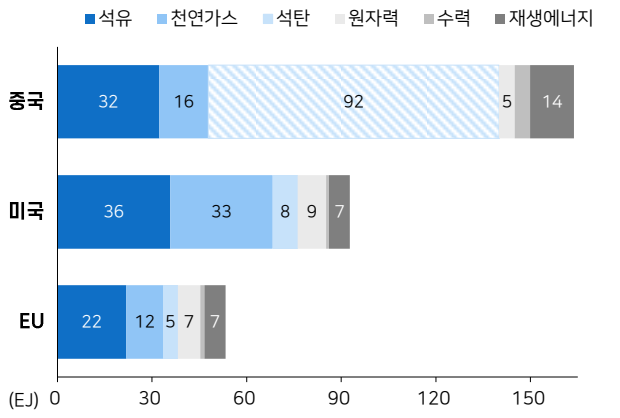
그 해답은 재생에너지 확대다. 여전히 중국의 기저 발전 에너지원은 석탄이지만, 지난 5년간 중국은 전세계를 합친 것보다 더 많은 풍력, 태양광 설비를 추가했다. 2030년까지 내다보면 중국의 풍력 발전 용량은 현재 대비 2배, 태양광은 3배, 배터리 저장 용량은 6배 늘어날 것으로 전망된다. 그 결과, 풍력, 태양광, 배터리 저장 전력 공급량은 5,500TWh에 달해 총 발전량의 40%를 차지해 최초로 석탄 에너지를 앞지르게 된다.

그러나 문제는 재생에너지의 확대가 안정적인 전력 공급을 보장하지 않는다는 점이다. 풍력과 태양광은 특정 지역에 집중적으로 설치되어 있기 때문이다. 특히 중국의 재생에너지 설비 용량 70%가 서부 내륙에 집중되어 있어, AI 데이터센터가 몰려있는 동부 해안가 지역은 전력 공급이 불안정한 상황이다.

실제로 2030년까지 전력 소비가 20TWh를 초과할 것으로 예상되는 20개의 성 가운데, 단 3개의 성(허베이, 상하이, 저장)만이 무려 148TWh를 차지할 것으로 보인다. 미국의 PJM 전력시장 같이 집중된 모습이다.

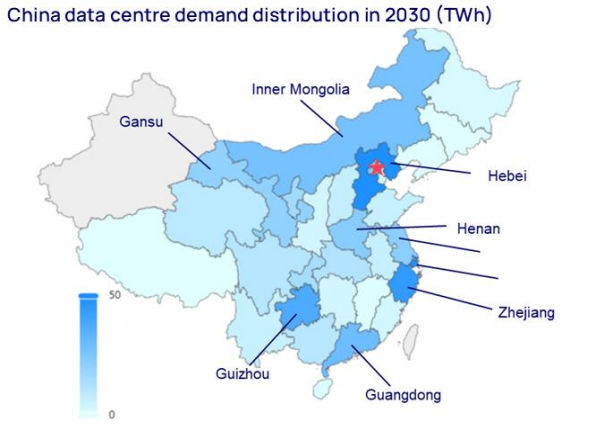
중국 정부는 이를 해결하기 위해 2022년부터 '동수서산(东数西算)' 국가 프로젝트를 추진중이다. 동부 지역의 데이터 연산 수요를 서부로 이전해 풍력, 태양광 전력이 풍부한 지역에서 처리하도록 유도하는 국가 전략이다. 단순히 IT 인프라의 분산이 아니라, 재생에너지 전력망과 데이터센터를 하나의 체계로 통합하는 산업 구조 전략이라는 점에서 의미가 있다.

그림3 연료원별 에너지 소비량: 석탄 비중이 높은 중국



자료: CSIS ChjinaPower, 메리츠증권 리서치센터

그림4 중동부에 다수 위치한 중국의 데이터센터들



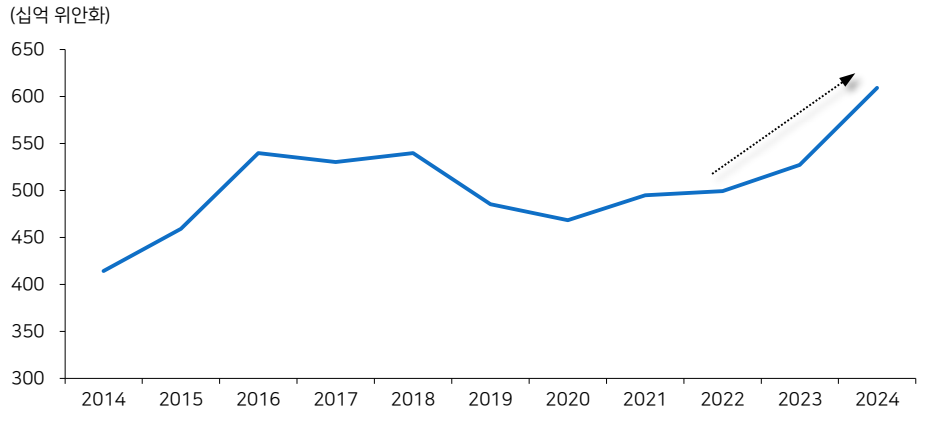
자료: Wood Mackenzie, 메리츠증권 리서치센터

중국도 미국처럼 전력망 제약에 직면할까?

중국의 막대한 전력 투자 덕분에 현재까지는 전력 수급에 문제가 없어보인다. 정부의 강력한 지원과 빠른 설비 증설 속도로 재생에너지 증가율이 전력 수요 증가율을 앞지르고 있기 때문이다.

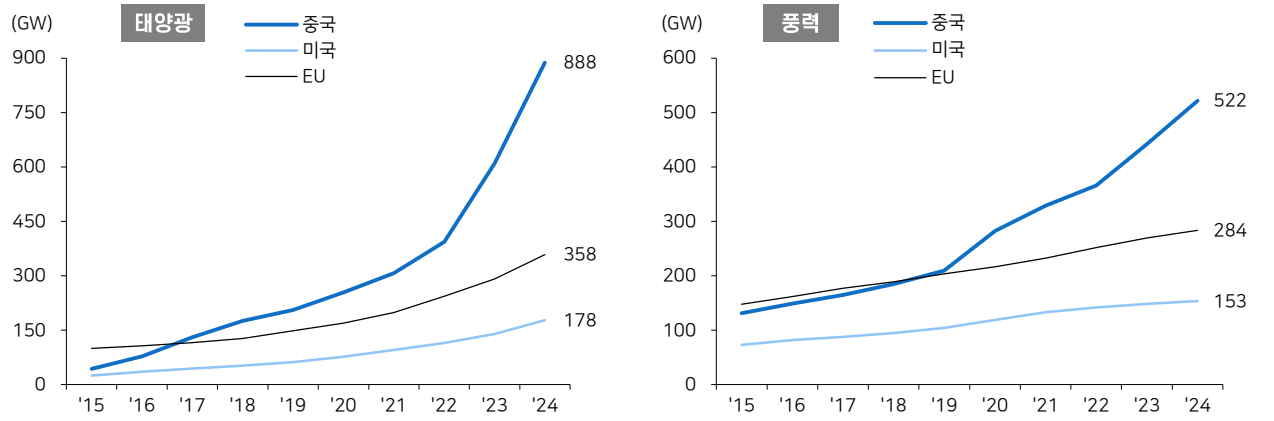
한편 중국의 전략은 온사이트 가스터빈을 활용하는 미국과 다른 모습이다. 이런 차이점의 배경에는 중국의 풍부한 전력기기 공급망이라는 구조적인 원인에 있다. 실제로 전력기기 리드타임도 매우 짧다. 중국은 변압기 납기까지 평균 48주가 걸리는 반면, 미국은 143주나 걸린다. 따라서 중국에서는 AI 전력 수요의 핵심 수혜주로 재생에너지 관련 종목들을 주목해야 한다.

그림5 증가하는 중국의 전력망 투자 규모



자료: EMBER, 메리츠증권 리서치센터

그림6 급격하게 증가중인 중국의 태양광, 풍력 설치 용량



자료: CSIS ChinaPower, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Powering China's data centres (Wood Mackenzie)*