

2026년 02월 24일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 이슈분석

디지털 금 vs 실물 금

: 워시와 함께 살아남을 안전자산은?

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

채권/ESG 안예하 yhahn@kiwoom.com





목차

SUMMARY	3
I. 케빈 워시 연준 의장 시대의 금리 방향성 점검	4
케빈 워시의 미 연준 시대를 앞두고	4
케빈 워시의 생산성과 디스인플레이션	8
강화되는 재정-통화정책 공조	13
미국채 10년물 4% 시대, 달라진 환경	16
II. '디지털 금' 서사 약화, 금과 비트코인의 역할 재조정	22
비트코인, 디지털 금의 내러티브 약화	22
미국 비트코인 현물 ETF 출시 이후, 비트코인에 대한 시각 변화	24
과거의 가격 흐름을 따라가는 비트코인	27
금과 비트코인의 디커플링, 지속 예상	34

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견 이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

디지털 금 vs 실물 금:

워시와 함께 살아남을 안전자산은?



Executive Summary

I. 케빈 워시 연준 의장 시대의 금리 방향성 점검

차기 미 연준 의장으로 케빈 워시가 지명된 이후 미 연준이 예상보다 긴축적인 정책을 취할 수 있다는 우려가 부각되며 일시적으로 금융시장 변동성 확대. 미 행정부의 확장 재정 기초 속에 미 연준의 자산 긴축 정책은 미국채 수요 위축으로 이어지며 금리 상승 요인으로 작용한 영향.

케빈 워시가 주장하는 생산성 개선 → 물가 하락 → 금리 인하의 과정을 확인하기 까지는 시간이 소요될 것. 따라서 워시 체제 하에서도 파월과 마찬가지로 연준은 공격적 긴축이나 급격한 완화로 이동하기보다는 제한적 금리 인하와 유동성 관리 강화라는 중간 경로를 선택할 가능성이 높음.

즉, 재정 확장 기초에 따른 재정 리스크를 소화하는 과정에서 시장금리는 수시로 상방 압력에 노출될 것. 기간 프리미엄의 상승을 일부 완화시키기 위한 미 연준의 연내 최대 2회 수준의 금리 인하가 있을 것으로 예상하며 그 결과 미국채 10년물 금리는 3.95~4.30%의 4% 선을 중심으로 한 박스권 흐름을 이어나갈 것으로 예상.

II. '디지털 금' 서사 약화, 금과 비트코인의 역할 재조정

최근 비트코인이 '디지털 금'이라는 내러티브는 점차 약화되는 반면, 금은 안전자산으로서의 인식은 오히려 강화. 비트코인은 미국 현물 ETF 승인과 이에 따른 기관 자금 유입에도 불구하고, 여전히 반감기 중심 사이클과 높은 변동성에 민감한 위험자산에 가깝다는 점을 재확인. 과거 가격 사이클을 고려할 때, 단기간 내 비트코인의 추세적 반등을 기대하기는 어려울 것으로 보임. 반면, 금은 중앙은행 매수, 디지털 자산 시장 내 토큰화 금 수요 등 다양한 요인을 기반으로 안정적인 투자처로서의 관심이 지속될 것으로 보임. 이러한 배경에서 금과 비트코인의 차별화된 가격 흐름 역시 당분간 이어질 것으로 판단됨.

물론, 케빈 워시 지명 이후 발생했던 두 자산의 급락을 고려할 때, 미 금리의 방향성이 금과 비트코인의 단기적 움직임에 영향을 줄 가능성 상존. 그러나 최근 비트코인과 금 가격을 움직인 요인을 감안하면, 매크로 여건이 각 자산 가격의 추세적 변화를 주도하기는 어려울 것으로 전망하며, 이에 따라 비트코인보다는 금 선호 환경 유지 예상.

I. 케빈 워시 연준 의장 시대의 금리 방향성 점검

케빈 워시의 미 연준 시대를 앞두고

제로 파월 이후 차기 미 연준 의장으로 트럼프 대통령은 케빈 워시 전 연준 이사를 지명했다. 워시는 2006~2011년 연준 이사로 재임한 경험을 보유하고 있으며, 백악관 국가경제위원회(NEC) 의장인 해쉬와 함께 후보로 거론되다 최종적으로 낙점되었다. 일각에서는 해쉬의 임명 가능성을 높게 보기도 했으나, 해쉬가 지명될 경우 연준의 정치적 독립성이 훼손된다는 대외적 이미지가 강화될 수 있다는 점이 부담으로 작용한 것으로 보인다. 이에 따라 과거 연준 인사 경험을 갖춘 워시를 지명함으로써 정책 전문성과 제도적 연속성을 강조하고, 독립성 훼손에 대한 우려를 일정 부분 완화하려는 의도가 반영된 인사로 해석된다.

그러나 워시 지명 이후 금융시장은 오히려 변동성이 확대되는 모습을 보였다. 이는 워시의 과거 발언과 기고문에서 드러난 정책 성향이 재조명된 데 따른 것이다. 특히 2025년 11월 Wall Street Journal 기고문에서 그는 현 행정부의 정책이 민간 자본 투자를 크게 확대시키고 있다고 평가하며 이를 적극적으로 지지하는 한편, 파월 연준 의장의 정책 판단이 인플레이션을 초래했다고 비판했다. 또한 금융위기 당시 설계된 연준의 대차대조표가 과도하게 확대되었다며 축소 필요성을 강조한 바 있다. 이러한 발언은 워시가 통화정책 정상화와 대차대조표 축소에 보다 적극적인 입장을 취할 수 있다는 해석으로 이어졌다.

트럼프 대통령의 지명 인사라는 점에서 시장 일각에서는 워시가 정책금리 인하에 보다 우호적인 인물일 것이라는 기대도 존재했다. 그러나 동시에 워시의 과거 발언을 감안할 때, 자산 축소(Quantitative Tightening, QT)를 재개할 가능성도 배제할 수 없다는 우려가 부각되었다. 만약 연준이 시장의 예상보다 긴축적인 행보를 재차 강화할 경우, 실질금리의 상승 압력이 확대될 수 있다는 경계심이 형성되었고, 이는 금·은 가격 급락과 채권시장 변동성 확대로 이어졌다.

이후 금과 은 가격은 재차 반등하며 금융시장 변동성은 일부 진정되는 양상을 보이고 있다. 그러나 연준 의장 교체라는 이벤트 자체가 통화정책 경로에 대한 불확실성을 상존시키는 요인으로 남아 있다. 물론 연준 정책이 의장의 개인적 성향에 의해 일방적으로 결정될 가능성은 제한적이다. 다만 최근 몇 년간 재무부와 연준 간 정책 공조가 강화되는 모습을 보여왔다는 점에서, 연준 의장의 정책 방향성에 대한 시장의 민감도는 과거보다 높아질 수밖에 없다.

특히 미국 채권시장은 현재 복수의 상충 요인을 동시에 반영하고 있다. 확장 재정 기조에 따른 '재정 리스크'가 장기 구간의 기간프리미엄을 자극하는 한편, 인공지능(AI)과 기술 투자 확대에 따른 '생산성 개선 기대'가 실질금리의 구조적 상단을 제한하는 요인으로 작용하고 있다. 동시에 정책금리 인하 폭에 대한 판단이 기대 인플레이션에 미치는 영향 또한 시장이 탐색하고 있는 변수다. 이러한 요인들이 혼재되면서 미국채 10년물 금리는 연준의 완만한 기준금리 인하에도 불구하고 4% 부근에서 등락을 반복하는 박스권 흐름을 이어가고 있다.

이를 단기금리와 기간프리미엄으로 분해하면 구조는 보다 명확해진다. 뉴욕연준의 모델에 따르면 2024년 10월 초 기간프리미엄이 플러스로 전환된 이후 2월 말까지 약 71bp 상승한 반면, 단기금리는 약 53bp 하락하였다. 즉, 정책금리 인하 기대가 단기금리를 낮추는 동안, 재정 리스크와 국채 공급 확대에 대한 우려가 기간프리미엄을 끌어올리며 장기금리의 하락을 상쇄한 것이다. 현재 10년물 금리가 4% 선에서 박스권을 형성하는 이유는 바로 이 두 힘의 균형에 있다.

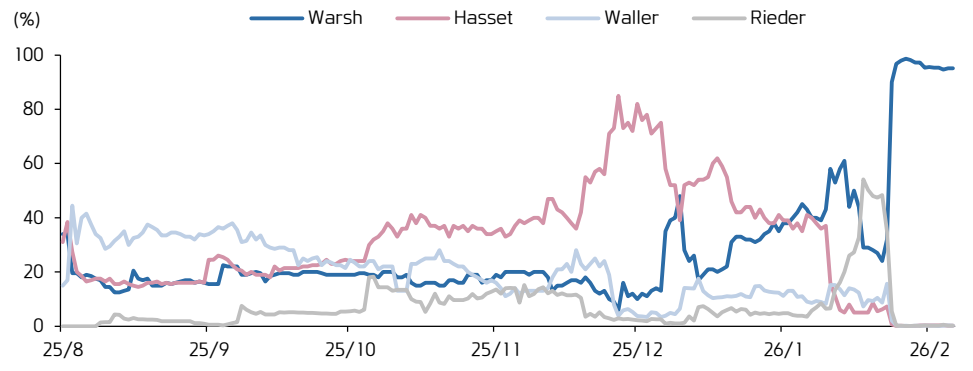
향후 방향성을 가늠하기 위해서는 두 가지 변수를 면밀히 점검해야 한다. 첫째는 확장 재정이 장기적으로 '재정 리스크'를 확대하는지 여부다. 둘째는 통화정책 경로 변화가 '기대 인플레이션'을 자극하는지, 아니면 안정시키는지다. 이 두 요인이 상충하는 한, 장기금리는 단기금리 하락과 기간프리미엄 상승 사이에서 균형점을 탐색하는 흐름이 이어질 가능성이 높다.

이러한 맥락에서 위시의 생산성 관련 주장은 주목할 필요가 있다. 그는 AI가 생산성을 높이고 미국의 경쟁력을 강화하는 강력한 디스인플레이션 요인이 될 것이라고 강조한다. 이는 물가 안정이 경기 둔화가 아닌 구조적 효율성 개선을 통해 달성될 수 있으며, 그 결과 연준의 금리 인하가 정당화될 수 있다는 논리다.

그러나 이 경로가 현실화되기 위해서는 몇 가지 전제가 충족되어야 한다. 우선 현재의 확장 재정 기조가 단순한 재정 지출 확대에 그치지 않고, 실질적인 투자와 생산성 향상으로 이어져야 한다. 또한 수시로 부각되는 재정 리스크가 완화되며 기간프리미엄이 점진적으로 축소되는 흐름이 확인되어야 한다. 생산성 개선이 확인되더라도 재정 리스크가 지속될 경우, 장기금리는 여전히 상방 압력을 받을 수 있기 때문이다.

결국 워시 체제 하의 통화정책은 생산성 개선이라는 구조적 기대와 재정 리스크라는 제약 요인 사이에서 균형을 모색하는 과정이 될 가능성이 높다. 장기금리의 향방 역시 이 두 변수의 상대적 강도에 의해 결정될 것이다.

미 연준 의장 후보 가능성 변화



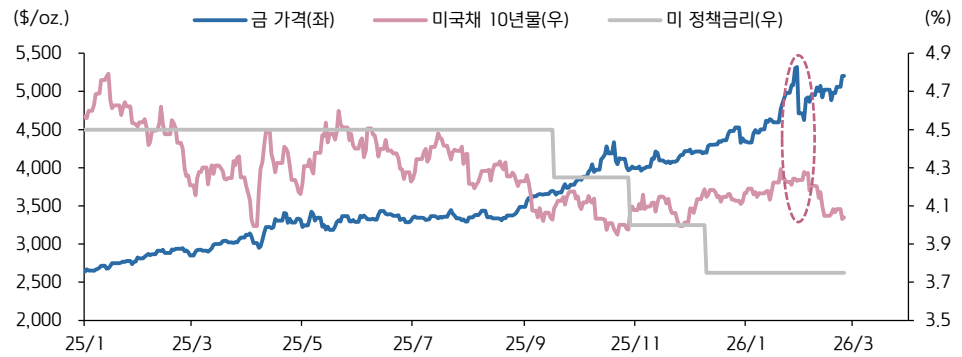
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

케빈 워시 프로필

출생	- 1970년 4월 뉴욕주 Albany
학력	- 스탠퍼드 대학교 공공정책 학사 - 하버드 로스쿨 - 하버드 비즈니스 스쿨 및 MIT Sloan에서 금융/시장경제 관련 추가 과정 이수
경력	- Morgan Stanley(1995-2002) - 백악관 국가경제위원회(2002-2006) - 연준 이사(2006-2011) - Stanford Hoover Institution 경제학 석좌연구원 - UPS, Coupang 등 기업 이사회 활동
발언	- WSJ 2025년 11월 기고문 The Federal Reserve's Broken Leadership - 연준의 고금리 정책을 비판하며, 지나치게 높은 금리가 경제 성장과 고용에 부담을 준다고 주장 - 인공지능이 구조적으로 디스인플레이션을 유발할 수 있는 강력한 요인이라고 강조 - 과거 금융위기 시대에 대기업을 지원하기 위해 설계된 연준의 비대해진 대차대조표는 상당 부분 축소 가능 - 연준의 규제로 실물 경제로의 신용 흐름이 둔화

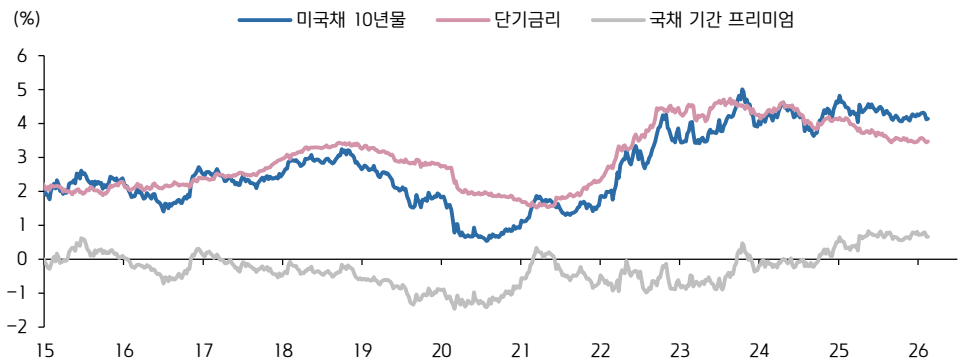
자료: 미 연준, WSJ 등, 키움증권 리서치센터

미 국채금리와 금 가격 추이



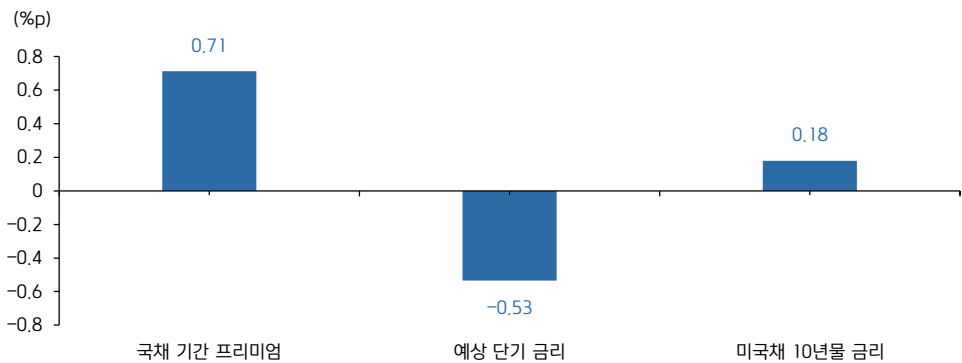
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 금리 분해



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

2024년 10월 이후 최근까지 미국채 금리 요인별 등락폭



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주) 2월 20일 기준

케빈 워시의 생산성과 디스인플레이션

그렇다면 현재 미국의 생산성 여건을 확인해볼 필요가 있다. 미국은 이전 행정부에서부터 IRA 법안 통과 등과 함께 재정 확장 기조를 유지하고 있으며, 이를 통해 경기 연착륙 과정을 밟아 나가고 있다.

생산성은 경제의 장기 성장과 물가 안정성을 동시에 설명하는 핵심 변수다. 동일한 노동과 자본을 투입하더라도 더 많은 산출을 만들어낼 수 있다면, 경제의 잠재성장률은 높아지고 단위당 비용은 낮아진다. 이것이 생산성 개선의 본질이다. 특히 노동생산성은 노동자 1인당 산출량을 의미하며, 기업의 비용 구조와 직접적으로 연결된다. 생산성이 개선될 경우 기업은 동일한 임금을 지급하더라도 더 많은 상품과 서비스를 생산할 수 있게 되며, 결과적으로 단위당 비용이 감소하게 된다.

이 지점에서 단위노동비용(Unit Labor Cost, ULC)이 중요해진다. ULC는 임금 상승률에서 생산성 상승률을 차감한 개념으로 이해할 수 있다. 예컨대 임금이 5% 상승하고 생산성이 3% 상승한다면, 단위노동비용은 2% 상승한다. 이는 기업 입장에서 노동 단위당 비용 부담이 확대되었음을 의미한다. 반대로 생산성이 임금보다 빠르게 개선된다면, 기업은 동일한 노동 투입으로 더 많은 산출을 얻을 수 있어 비용 압박이 완화된다. 이는 공급 곡선을 우측으로 이동시키는 효과를 가져오며, 가격 하락과 생산 확대가 동시에 나타나는 이른바 ‘골디락스’ 환경을 만들어낼 수 있다. 물가 안정이 수요 위축의 결과가 아니라 공급 효율성 개선에서 비롯되는 구조적 디스인플레이션이 가능해지는 것이다.

케빈 워시는 바로 이 지점을 강조한다. 그는 생산성 개선이 경기 둔화와는 전혀 다른 차원의 디스인플레이션을 가능하게 한다고 본다. 물가가 안정되는 이유가 소비 위축이나 고용 감소 때문이 아니라, 기술 혁신과 자본 축적을 통한 경제 구조의 효율화에 기인할 수 있다는 주장이다. 이는 통화정책에 있어 중요한 함의를 갖는다. 만약 물가 둔화가 경기 침체의 부산물이 아니라 구조적 효율성 개선의 결과라면, 중앙은행은 성장 훼손 없이도 완화적 정책을 유지할 수 있는 여지가 생긴다.

최근 미국의 노동생산성 지표는 이러한 가능성을 일부 시사한다. 팬데믹 초기 공급망 차질과 인력 이동으로 급락했던 생산성은 2023년 이후 점진적으로 반등했다. 비대면 업무의 확산, 디지털 전환 가속화, AI 기술의 산업 적용, 자동화 확대 등 복합적 요인이 작용한 결과로 해석된다. 동시에 ULC는 2022~2023년 고점을 형성한 이후 둔화되는 흐름을 보이고 있다.

이는 최근의 물가 둔화가 단순히 수요 위축에 따른 것이 아니라, 비용 구조의 일부 개선이 병행되고 있음을 시사한다.

위시는 이를 기술 혁명이 잠재성장률을 높이는 초기 단계로 해석한다. 가장 대표적인 과거 사례로는 1990년대 후반 IT 혁명기를 들 수 있다. 당시 정보통신기술(ICT)의 급속한 발전과 기업의 전산화 투자 확대는 노동생산성을 빠르게 끌어올렸다. 장비 중심의 고정투자가 지속적으로 증가했고, 특히 제조업 중심의 생산성 지표 개선이 전반적인 노동생산성 상승으로 확산되었다. 그 결과 경제는 4% 내외의 고성장을 기록하면서도 물가는 2% 수준으로 안정되는 ‘고성장·저물가’ 국면을 경험했다. 물론 IT 버블 붕괴 이후 일시적 조정이 나타났으나, 생산성 개선은 이후 비IT 산업으로도 확산되며 중장기 성장 기반을 강화했다.

그렇다면 현재는 1990년대 후반과 동일한 경로에 진입하고 있는가. 아직은 그렇게 단정하기 어렵다. 노동생산성은 개선 조짐을 보이고 있으나 과거 평균 수준을 크게 상회하는 단계는 아니다. 장비 투자와 설비 투자가 확대되는 흐름은 확인되지만, 1990년대 후반과 같은 폭발적 고정투자 사이클로 보기에는 다소 제한적이다. 리쇼어링을 위한 건설 지출이 크게 증가하고 있는 점은 긍정적이거나, 이러한 투자가 전반적인 생산 확대로 이어지는지는 아직 명확하지 않다. 총요소생산성(TFP) 역시 일부 개선 신호가 나타나고 있으나, 추세적 상승으로 판단하기에는 시간이 더 필요하다.

결국 지금은 ‘생산성 회복의 초입’일 가능성은 존재하지만, 구조적 생산성 혁명이 확인된 단계는 아니다. 1990년대 후반과 같은 폭발적 생산성 상승을 기대하기에는 아직 근거가 충분하지 않다.

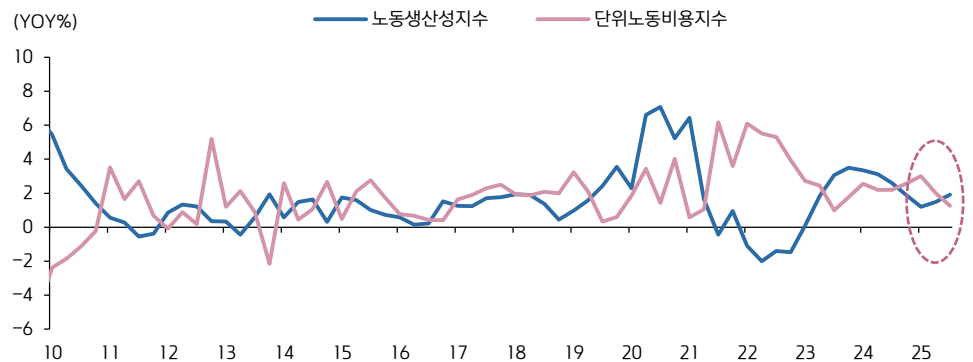
그렇다면 만약 생산성이 뚜렷하게 개선된다면 채권시장에는 어떤 영향이 나타날 것인가. 이 부분이 가장 중요한 쟁점이다. 위시의 주장대로 생산성 개선이 물가를 안정시키는 경로가 확인된다면, 연준은 정책금리를 점진적으로 인하할 여지가 생긴다. 이 경우 명목금리와 실질금리 모두 완만한 하락 압력을 받을 수 있다.

그러나 다른 한편으로는 생산성 개선이 중립금리(r^*)를 상향시킬 가능성도 존재한다. 생산성이 높아질수록 투자수요는 증가하고 자본의 한계생산성이 높아지며, 균형 실질금리가 상승할 수 있기 때문이다. 실제로 1990년대 후반 IT 붐 당시 미국의 실질금리는 3~4% 수준의 높은 레벨을 기록했음에도 경제는 호황을 누렸다.

즉, 생산성 개선은 반드시 금리 하락으로 이어지는 것은 아니다. 오히려 정책금리 인하폭을 제한하는 요인으로 작용할 수도 있다.

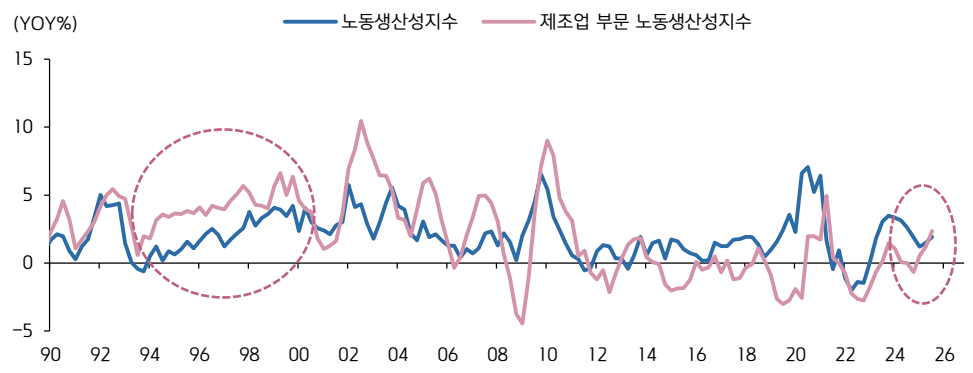
따라서 생산성 개선은 통화 완화의 정당성을 제공할 수 있으면서도 동시에 금리 하단을 제약하는 양면적 변수다. 위시가 기대하는 경로는 생산성 개선이 물가를 낮추고, 그 결과 실질금리를 낮은 수준에서 안정시키는 것이다. 그러나 실제 시장에서는 생산성 개선이 중립금리를 끌어올릴 경우, 장기 실질금리가 높은 수준을 유지하는 국면이 전개될 가능성도 배제할 수 없다.

노동생산성지수와 단위노동비용지수



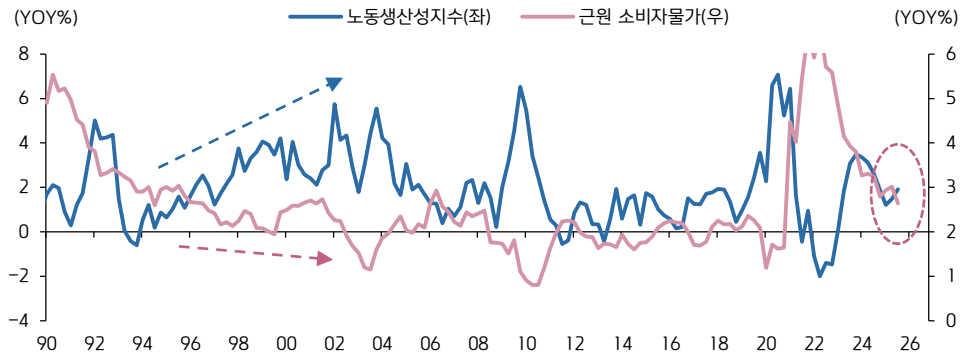
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 노동생산성 지수



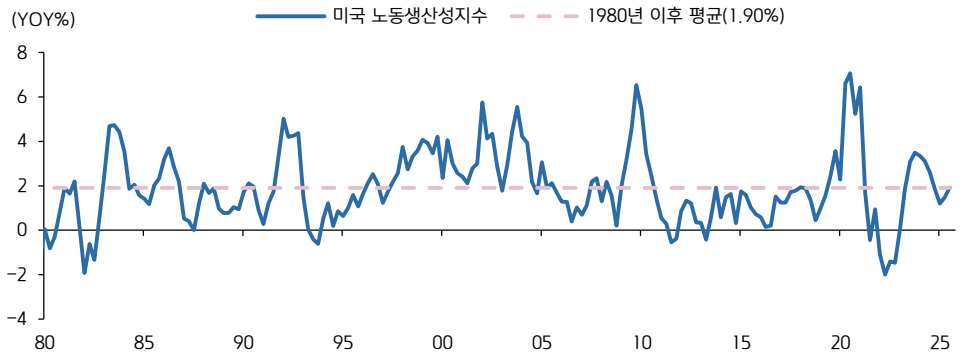
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 노동생산성지수와 근원 소비자물가 지수



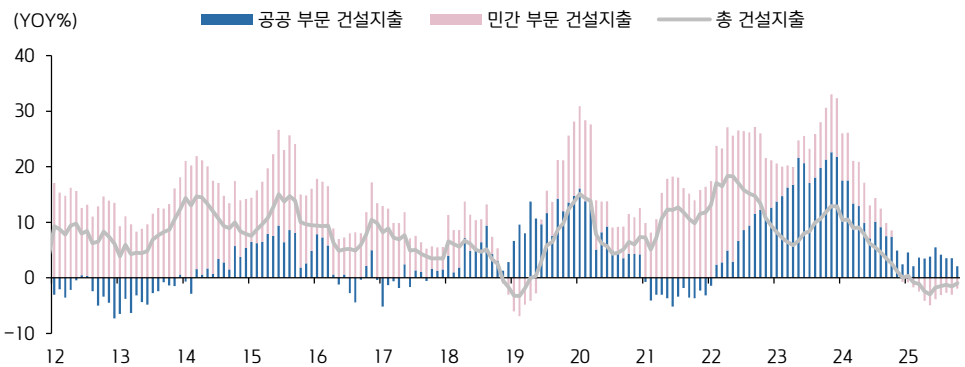
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 노동생산성지수와 평균



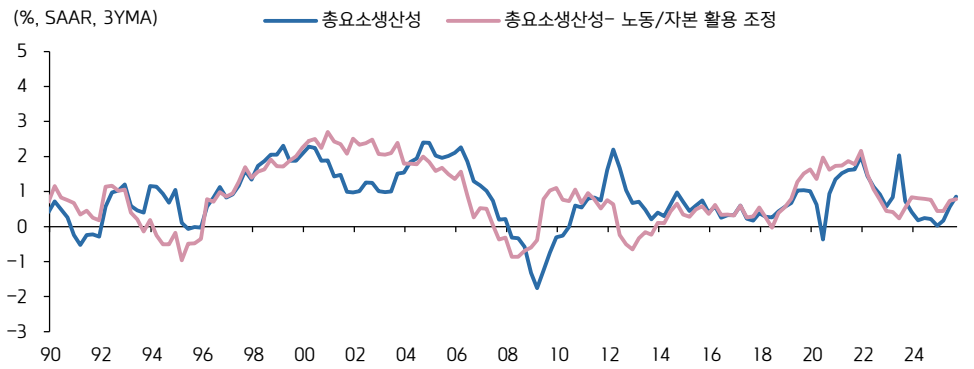
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 건설지출 추이



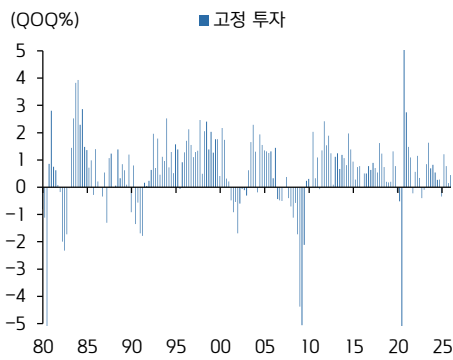
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 중요소생산성 추이



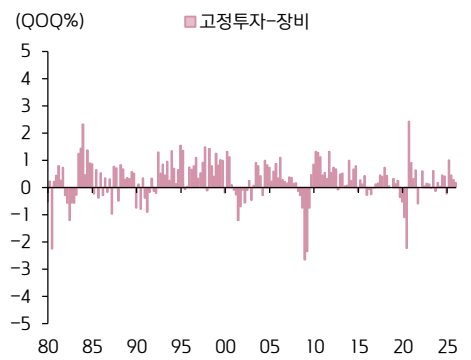
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 내 고정투자 추이



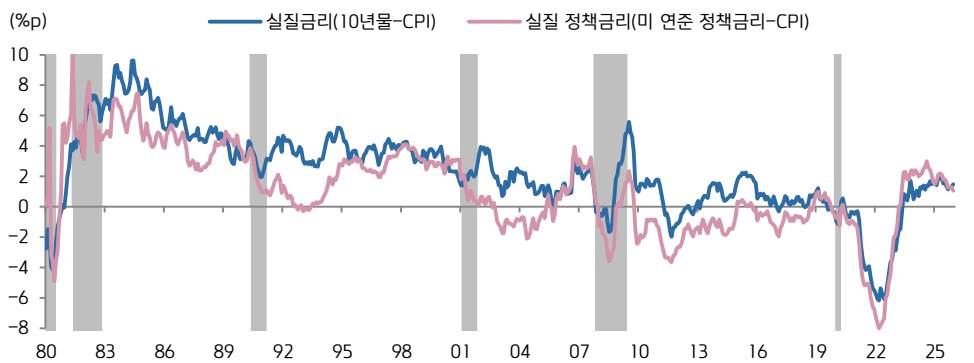
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 내 장비 고정투자 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실질금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주) 음영은 경기 침체 구간

강화되는 재정-통화정책 공조

결국 현재 국면은 위시가 주장하는 '생산성 개선에 따른 구조적 물가 둔화'를 명확히 확인하기에는 아직 이른 구간이다. 노동생산성이 플러스로 전환되었고 단위노동비용이 둔화되는 조짐은 나타나고 있으나, 이것이 1990년대 후반과 같은 지속적이고 구조적인 생산성 혁명으로 이어질지에 대해서는 확신하기 어렵다. 생산성 기반 디스인플레이션이 현실화되기 위해서는 단순히 기술 투자 확대만으로는 부족하며, 재정 정책과 통화 정책이 일정 부분 공조하는 환경이 전제되어야 한다.

1990년대 후반 IT 투자 붐 당시에는 민간 중심의 설비 투자 확대가 자발적으로 이루어졌고, 연방정부는 재정 흑자를 기록하며 국채 순공급이 축소되는 환경이었다. 이 시기에는 금리가 기업 활동에 있어 '비용 부담'으로 강하게 인식되지 않았다. 생산성 상승이 투자 수익률을 끌어올렸고, 높은 실질금리조차 성장의 부산물로 해석되었다. 즉, 금리의 수준보다 성장과 혁신이 시장의 중심에 있었다.

반면 현재는 구조가 다르다. 투자 확대가 재정 정책의 지원과 함께 추진되고 있다는 점에서, 민간 주도의 생산성 혁명이라기보다 재정과 정책이 일정 부분 견인하는 국면에 가깝다. 이 경우 금리는 단순한 자금 조달 가격이 아니라 기업과 정부 모두에게 '비용'으로 인식된다. 특히 확장 재정이 동반되는 상황에서 금리가 높은 수준을 유지할 경우, 재정 부담은 더욱 부각된다. 따라서 생산성 개선이 현실화되기 위해서는 일정 수준의 통화 완화와 재정 확장이 병행되어야 한다는 점에서 정책 공조의 필요성이 강조된다.

다만 현재 경기 국면은 과거 금융위기와 같은 급격한 수축 국면이 아니다. 미국 경제는 완만한 성장세를 유지하며 연착륙 과정에 있는 것으로 평가된다. 고용시장은 둔화 조짐을 보이지만 급격한 침체로 전환되었다고 보기는 어렵다. 이러한 환경에서는 연준이 무제한적 통화 완화에 나서기 어려운 제약이 존재한다. 만약 연준이 과도한 금리 인하를 단행할 경우, 이는 오히려 기대 인플레이션을 자극하고 장기 금리를 상승시키는 결과를 초래할 수 있다. 특히 확장 재정이 병존하는 상황에서는 시장이 인플레이션 재가속 가능성을 가격에 반영할 위험이 존재한다.

이러한 맥락에서 보면, 파월 연준 의장이 취해온 정책 스탠스는 일관된 방향성을 갖는다. 그는 트럼프 행정부의 금리 인하 요구와는 달리 보험적 성격의 점진적 인하에 그쳤으며, 동시에 연준의 자산 정책을 활용하여 시장 변동성을 관리하는 전략을 병행해왔다.

실제로 연준은 고용시장 둔화 신호에 맞춰 정책금리를 소폭 인하하는 한편, 재무부의 국채 발행 확대 기조에 대응하여 자산긴축(QT)을 중단했고, 최근에는 지준관리프로그램(Reserve Management Program, RMP)을 운영하기 시작했다. 이는 정책금리를 공격적으로 조정하지 않으면서도 단기 유동성을 공급하여 금리 변동성을 완화하는 방식이다.

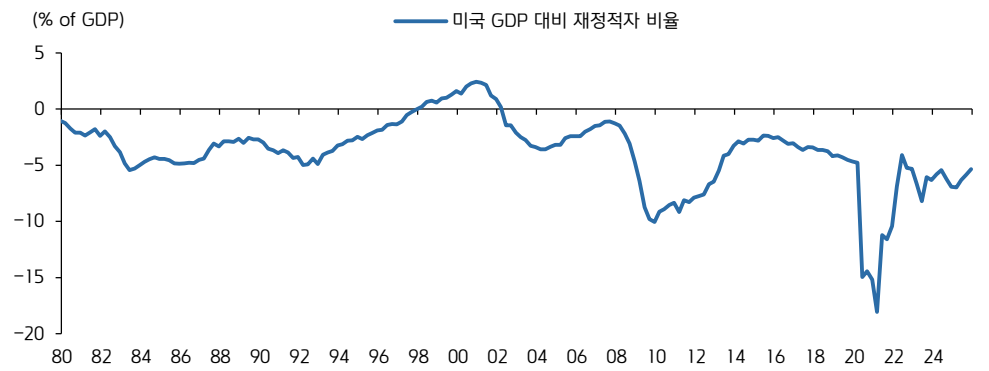
즉, 물가가 명확히 2% 수준으로 안정되기 전까지 연준은 정책금리를 대폭 인하하기보다는 자산 축 정책을 활용하여 시장금리를 미세조정하는 접근을 지속할 가능성이 높다. 이는 통화정책과 재정정책이 일정 부분 공조하는 방식으로 이해할 수 있다. 연준은 금리 레벨을 급격히 낮추지 않으면서도, 재무부의 자금 조달 부담이 급격히 확대되지 않도록 유동성 측면에서 완충 장치를 마련하는 것이다.

케빈 위시가 연준 의장으로 취임하더라도 정책 기조가 크게 달라질 가능성은 제한적이다. 위시는 과거 연준의 과도한 시장 개입을 비판하며 대차대조표 축소의 필요성을 언급한 바 있으나, 현 시점에서 즉각적인 QT 재개는 선택하기 어려운 카드다. 생산성 개선과 이에 따른 물가 둔화가 명확히 확인되기 이전에 긴축적 자산 정책으로 전환할 경우, 실질금리를 불필요하게 끌어올려 경기 연착륙 경로를 훼손할 위험이 있다.

오히려 위시가 선택할 가능성이 높은 경로는 실질금리를 안정적으로 유지하면서 지표 개선을 기다리는 전략이다. 이는 정책금리를 급격히 인하하지 않으면서도 RMP와 같은 유동성 관리 수단을 활용하여 단기 금리 변동성을 통제하는 방식이다. 동시에 SLR 규제 완화 등을 통해 민간의 국채 수요 기반을 확대하는 조치를 병행할 가능성도 존재한다. 재정 리스크 부각으로 해외 투자자의 미국채 매도 압력이 간헐적으로 나타날 수 있으나, 연준은 미국 내부 수요 기반을 강화하는 방식으로 이를 흡수하려 할 것이다.

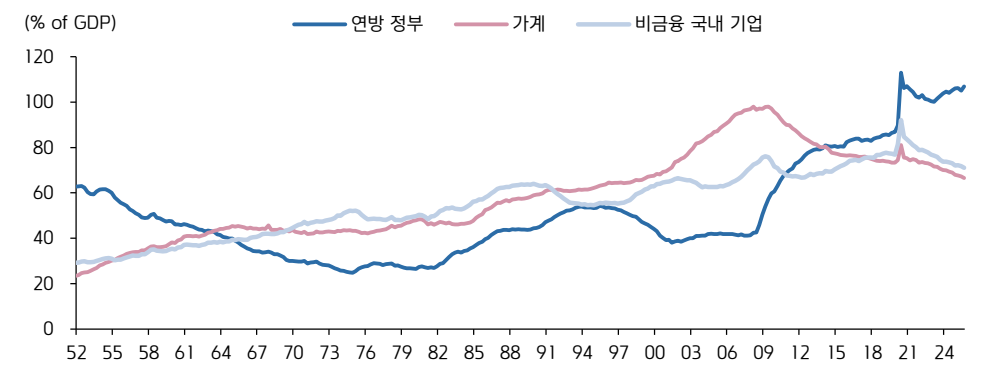
결국 위시 체제 하에서도 통화정책은 급격한 방향 전환보다는 점진적이고 관리된 조정의 형태를 띠 가능성이 높다. 생산성 개선이 구조적으로 확인되기 전까지는 정책금리를 크게 낮추기 어렵고, 재정 리스크가 완화되기 전까지는 장기 금리의 하방도 제한될 수밖에 없다. 이는 실질금리의 횡보와 금 가격의 강세가 동시에 나타나는 현재의 시장 구조와도 일맥상통한다.

미국 GDP 대비 재정적자 비율



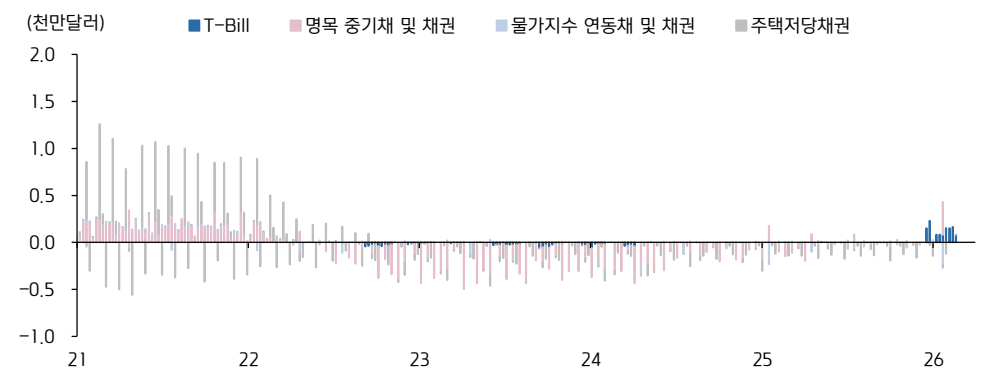
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 GDP 대비 각 경제주체별 부채비율



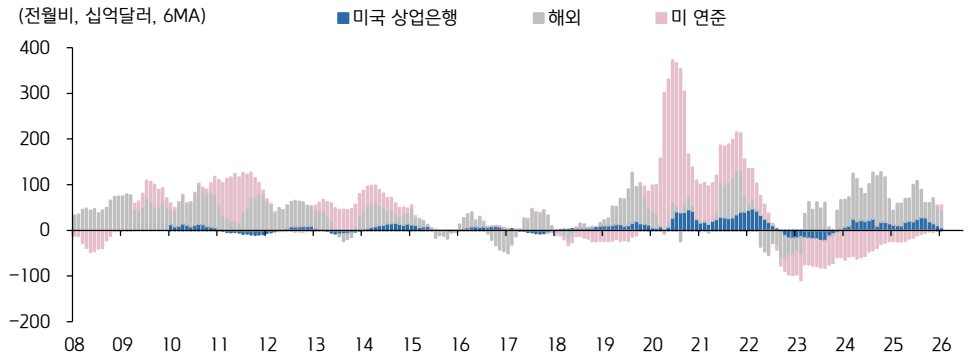
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미 연준 보유 증권 주간 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 수요 주체별 미국채 보유량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 10년물 4% 시대, 달라진 환경

결국 미국 재정 확장 정책을 필두로 한 통화정책의 공조 환경은 과거와 다른 금융시장 여건을 조성하고 있다. 케빈 위시는 1990년대 IT 붐을 근거로 물가 둔화와 금리 인하 가능성을 주장하고 있지만, 당시와 다른 가장 주요 포인트는 재정이다.

서술한 바와 같이 1990년대에는 민간 중심의 폭발적인 생산성 향상이었다면, 현재는 재정정책을 통한 생산성 향상을 주도하는 정책이 실행되는 시기이다. 그 과정에서 재정 적자에 대한 리스크는 상존할 수밖에 없으며 꾸준한 성장과 생산성 향상까지 나타나는 것을 확인하기 전까지 재정 주도의 경제 정책 운용이 이어질 것으로 예상된다.

그 과정에서 기간 프리미엄이 높아지면서 시장금리 상방을 자극할 가능성이 높고, 통화정책은 그 공조 차원에서 금리 상방을 낮출 수 있는 기조로 운영될 것이다. 이는 지난 파월 연준 의장의 시절과 크게 다르지 않으며, 케빈 위시는 이를 더욱 견고하게 만드는 과정을 밟아나갈 것으로 본다.

현재의 부채 확대는 민간이 아닌 정부 중심으로 진행되고 있다는 점에서 과거와 다르다. 재정적자의 구조적 확대는 국채 순공급 증가로 이어지고, 이는 장기 구간의 기간프리미엄을 자극하는 요인으로 작용한다. 재정 리스크는 단기적으로는 소멸되기 어려운 변수이며, 정치 일정과 정책 방향에 따라 수시로 시장에 부각될 가능성이 높다. 이 과정에서 미국채는 전통적 의미의 '절대적 안전자산'으로서의 성격이 점진적으로 약화될 수 있다.

특히 생산성 개선이 지표상 뚜렷하게 확인되기까지는 상당한 시간이 소요될 가능성이 높다. 그 과정 동안에는 재정 부담이 반복적으로 시장의 핵심 이슈로 부상할 것이며, 글로벌 투자자들의 미국 자산 선호도 역시 변동성을 보일 수 있다. 이는 미국채 수요의 안정성을 약화시키고, 특정 구간에서는 미국채가 상대적으로 소외되는 국면이 나타날 가능성도 배제하기 어렵다.

이러한 재정 리스크를 관리하기 위해 연준이 선택할 수 있는 경로는 제한적이다. 자산 축소(QT)를 재개할 경우 국채 수급 부담은 오히려 확대될 수 있으며, 실질금리 상승 압력을 자극할 가능성이 있다. 따라서 케빈 워시 체제 하에서도 QT를 공격적으로 재개하기보다는 유동성 관리 정책을 강화하는 방향이 보다 현실적인 선택지로 보인다.

연준은 정책금리를 과도하게 인하해 기대 인플레이션을 자극하는 선택 역시 취하기 어렵다. 확장 재정과 병존하는 상황에서 급격한 금리 인하는 장기 기대 인플레이션을 높여 오히려 장기금리를 상승시키는 역효과를 초래할 수 있다. 결국 정책금리는 제한적 인하에 그치고, RMP와 같은 단기 유동성 관리 수단을 통해 시장 변동성을 조절하는 전략이 지속될 가능성이 높다.

이에 따라 워시 시대의 연준은 올해 정책금리를 제한적인 수준으로 인하할 것으로 예상된다. 인하가 단행되더라도 보험적 성격의 단발성 조정에 가까울 가능성이 높으며, 시점은 임기 초반인 6월에 재개될 것으로 예상된다.

인하폭은 연내 1~2회 수준일 것으로 예상된다. 낮은 고용과 임금 상승률 둔화, 저유가 흐름 등에 따라 물가가 비교적 낮은 수준을 기록하는 2~3분기 중에 단행될 가능성이 높다. 다만 파월 의장의 임기가 종료된 이후에도 연준의 정책 기조가 급격히 완화적으로 전환될 가능성은 낮다. 물가가 뚜렷하게 2% 수준으로 안정되지 않는 한, 연준은 정책금리를 공격적으로 낮추기보다는 점진적이고 관리된 인하를 선호할 것이다.

이 과정에서 미국채 수익률 곡선은 완만한 스티프닝 압력을 받을 가능성이 높다. 재무부의 재정증권(T-bill) 발행 확대는 단기 구간 금리에 상방 압력을 가할 수 있으나, 이는 연준의 RMP 운영과 은행권의 중단기물 매수 수요를 통해 상당 부분 흡수될 수 있다. 반면 장기물 발행은 상대적으로 제한적인 수준을 유지하고 있다.

다만 장기 구간에서는 재정 리스크 부각과 해외 수요 둔화 가능성이 동시에 작용한다. 이는 장기금리의 하방을 제약하는 요인이다. 결과적으로 단기 구간은 정책과 유동성 관리에 의해 상대적으로 안정되는 반면, 장기 구간은 구조적 프리미엄을 유지하면서 커브는 완만한 스티프닝 형태를 보일 가능성이 높다.

종합적으로 판단할 때 미국채 10년물 금리는 4%대 흐름을 지속할 것으로 예상된다. 최근 고용시장 둔화 우려와 관세 정책 불확실성으로 금리가 4% 초반까지 하락했으나, 관세정책이 재정부담과 경기 불확실성을 동시에 확대하여 장기적으로 기간 프리미엄을 재차 자극할 수 있기 때문이다.

특히 기간 프리미엄과 단기 금리로 나뉘서 볼 때 단기 기대금리는 3.5%를 하회하면서 한차례 수준의 연내 인하를 선반영하고 있는 가운데, 2회 수준까지 인하폭이 확대될 경우 현재보다 25bp 가량 추가 하락 가능하다. 한편 기간 프리미엄은 25년 2분기 이후 0.6~0.8% 수준에서 등락을 이어나가고 있으며, 재정 건전성 이슈가 하반기 중간선거를 앞두고 추가적으로 부각될 가능성이 있어 기간 프리미엄은 2025년 관세 정책으로 인한 달러 자산 매도 확대 구간에서 나타났던 0.83% 수준까지 상단을 열어둘 필요가 있다. 가장 최근 기간 프리미엄이 0.6% 수준으로 낮아진 상황에서 추가 인하 기대와 기간 프리미엄의 상승이 서로 상쇄되면서 결국 미국채 10년물 금리는 4% 수준에서 등락을 이어나갈 것으로 예상된다.

따라서 단기적 하락 국면은 반복되겠지만, 재정 리스크가 완화되지 않는 한 금리는 다시 반등하는 패턴을 보일 가능성이 높다. 실질금리가 횡보하는 가운데 기간프리미엄이 유지되는 구조가 지속되는 한, 10년물 금리는 4%대를 중심으로 등락하는 흐름이 기본 시나리오다.

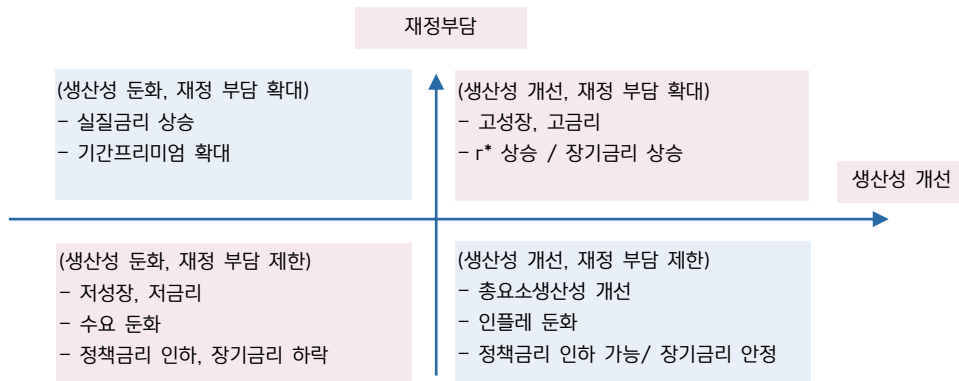
결국 현재 미국 금융시장은 생산성 개선 기대와 재정 리스크 확대라는 두 축이 동시에 작용하는 전환 구간에 놓여 있다. 생산성 향상이 구조적으로 확인될 경우 물가는 안정될 수 있으나, 동시에 중립금리 상향이라는 경로를 통해 금리 하단을 제약할 수 있다. 반면 정부 중심의 부채 확대는 기간프리미엄을 자극하며 장기금리의 구조적 하방을 제한한다. 그 결과 실질금리는 고점 이후 횡보하고 있음에도 금 가격은 상승하고 있으며, 이는 시장이 금리의 '수준'이 아니라 리스크 프리미엄을 반영하고 있는 과정을 의미한다.

위시 체제 하에서도 연준은 공격적 긴축이나 급격한 완화로 이동하기보다는 제한적 금리 인하와 유동성 관리 강화라는 중간 경로를 선택할 가능성이 높다. 이에 따라 미국채 10년물 금리는 4%대를 중심으로 등락하는 박스권 흐름을 이어갈 전망이며, 커브는 완만한 스티프닝 압력을 받을 가능성이 높다.

따라서 지금의 금리 환경은 디스인플레이션을 반영하기보다는, 재정과 생산성이 교차하는 과도기적 균형 국면에 가깝다. 시장은 더 이상 '저금리 복귀'를 기대하지 않으며 구조적 프리미엄이 내재된 새로운 균형 금리 체계를 받아들이고 있다. 재정 중심의 성장 정책으로의 변화에 따라 성장과 생산성 개선으로 나타나기 전까지는 재정 리스크가 시장금리의 주요 변수로 작용할 것으로 예상하며, 그에 따라 채권 자산은 더 이상 전통적 안전자산의 성격을 띄지 않게 될 것으로 예상된다.

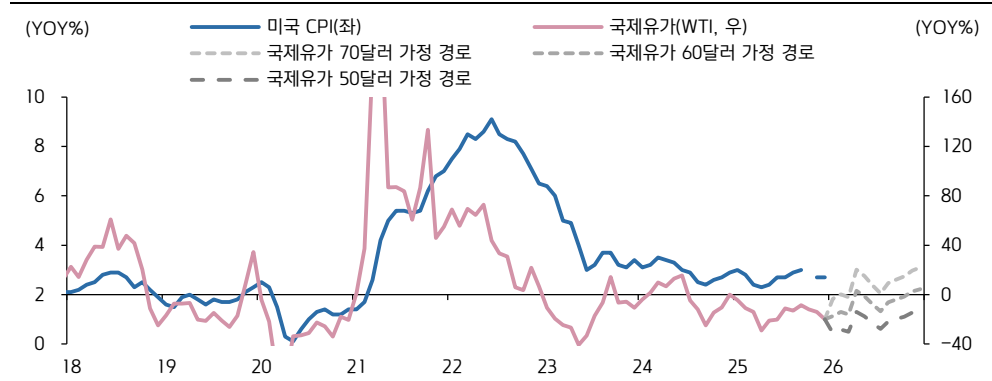
그렇다면 기존에는 실질금리 변화를 기반으로 변동을 보였던 금, 미국채 등은 이전 금리보다는 각자 자산의 수급에 더 큰 영향을 받게 될 것으로 예상하며, 미국채는 수시로 공급 요인이 주된 변동 요인이 될 것이다. 그 과정에서 미국채에 대한 수요 둔화에 따라 금과 다른 대체 자산들을 통한 수익률 확보에 나서는 수급 이동이 지속될 가능성이 높다.

재정 확장과 생산성 향상 매트릭스



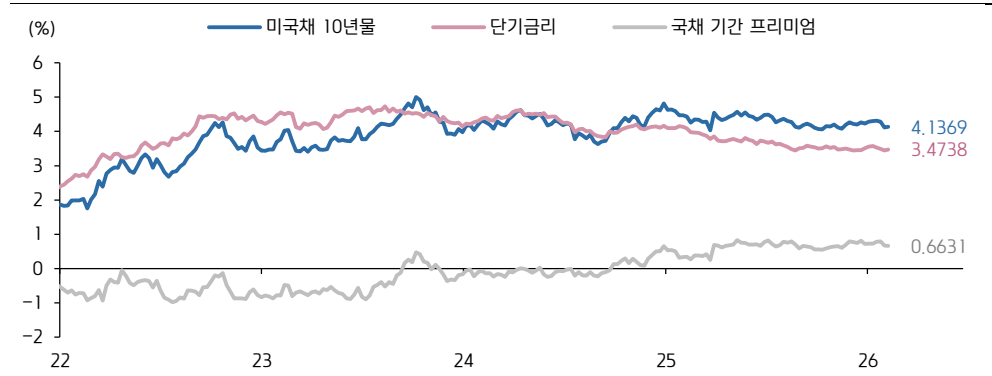
자료: 키움증권 리서치센터

미국 소비자물가와 국제유가 추이



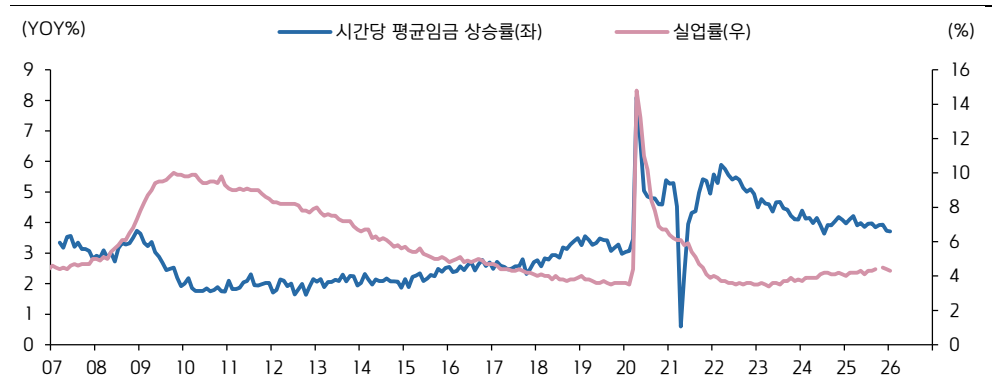
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국채 금리 분해



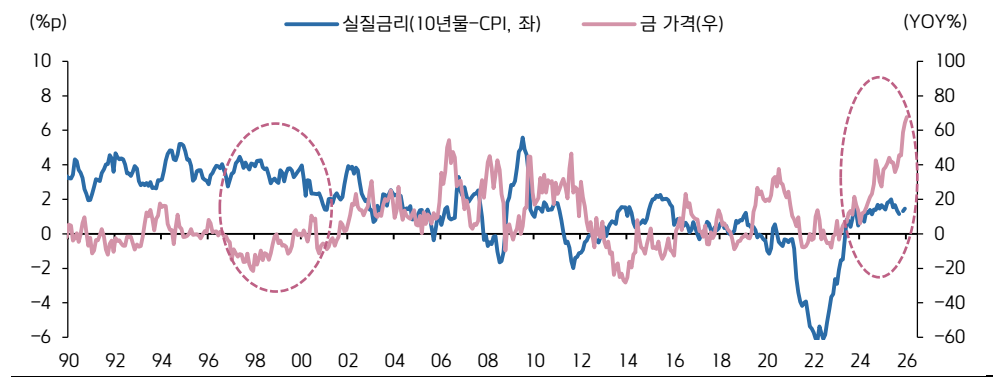
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 시간당 임금 상승률과 실업률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 실질금리와 금 가격



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

‘디지털 금’ 서사 약화, 금과 비트코인의 역할 재조정

비트코인, 디지털 금의 내러티브 약화

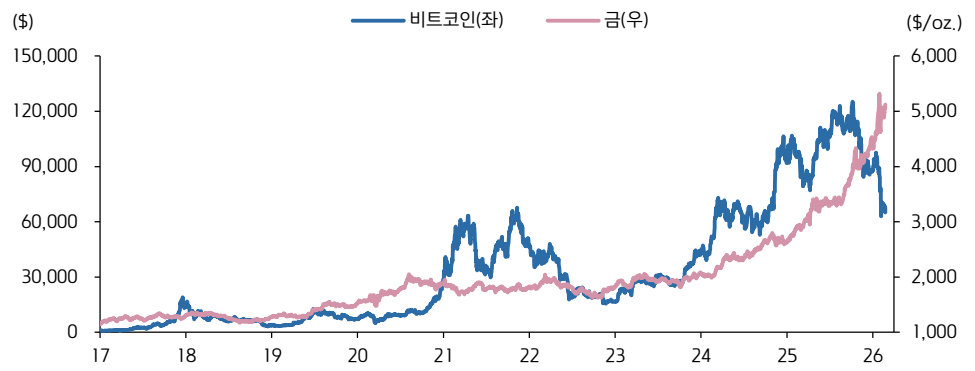
채권금리를 결정하는 주요 요인이 중앙은행의 통화정책에서 정부의 재정정책으로 전환되면서 자산간의 전반적인 상관관계에도 변화가 발생하기 시작했다. 2024년 이후 안전자산으로 대표되던 채권과 위험자산으로 대표되는 주식시장의 동행성이 강화되는 모습을 보이면서 대체자산에 대한 관심도 높아졌다. 이 과정에서 주목받은 대표적인 자산은 금과 비트코인이었다. 금은 오랜 기간 가치 저장 수단으로 활용되어 왔고, 비트코인의 경우 2024년 1월 미국의 현물 ETF가 승인되며 주요 투자 자산으로 인정받기 시작한 가운데 전통 자산군 대비 높은 수익률을 기대할 수 있는 자산이라는 인식이 높았기 때문이다.

2023년부터 2025년 중반까지 금과 비트코인 가격 동행성이 과거보다 장기간 지속되었고, 이 과정에서 ‘비트코인=디지털 금’이라는 내러티브가 강화되기도 했다. 이에 시장에서는 2026년에도 두 자산의 가격이 이러한 흐름을 이어갈 것으로 전망했다. 그러나, 2025년 4분기를 지나면서 금과 비트코인의 가격은 엇갈리기 시작했다. 물론 2026년 1월 말 트럼프 미국 대통령이 케빈 워시를 차기 연준 의장으로 지명한 이후 통화정책 경로에 대한 불확실성이 확대되자, 두 자산이 일시적으로 동반 조정을 겪기도 했다. 그러나 이후 전개된 흐름은 달랐다.

금은 안전자산 수요를 기반으로 빠르게 반등하며 연중 고점 경신을 수시로 시도하고 있는 반면, 비트코인은 제한적인 반등에 그치며 가격의 저점이 계속 낮아지고 있다. 이에 자산별 전망도 차별화되고 있다. 금에 대해서는 견조한 상승 추세가 이어질 것이라는 컨센서스가 형성되고 있는 반면, 비트코인은 추가 조정 가능성과 함께 이른바 ‘크립토 윈터’ 재개에 대한 경계감이 확대되는 모습이다.

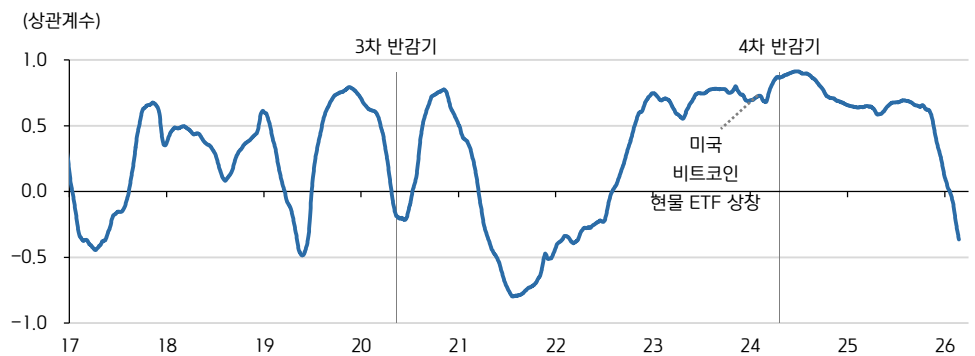
이에 비트코인을 디지털 금으로 바라보던 시각은 약화되고 있다. 금은 지정학적 리스크 등 매크로 불확실성이 높아지는 구간에서 금융시장의 안전자산임을 증명하는 반면, 비트코인은 금융시장의 투자심리에 민감하게 반응하며 위험자산 성격을 벗어나지 못하는 모습을 보이고 있기 때문이다. 따라서 이번 보고서에는 미국의 비트코인 현물 ETF 승인 이후 이후 자금 흐름의 변화와 최근 가격 사이클을 중심으로 금과 비트코인의 디커플링이 지속되는지 여부를 점검하고자 한다.

최근 금과 비트코인 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 비트코인의 이동상관계수 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터 / 주: 상관계수는 365일 Rolling

미국 비트코인 현물 ETF 출시 이후, 비트코인에 대한 시각 변화

미국의 비트코인 현물 ETF는 2023년~2025년 비트코인 가격 상승의 주요 요인으로 작용했다. 2022년 이후 제도권의 크립토 시장에 대한 관심은 꾸준히 언급되어왔다.

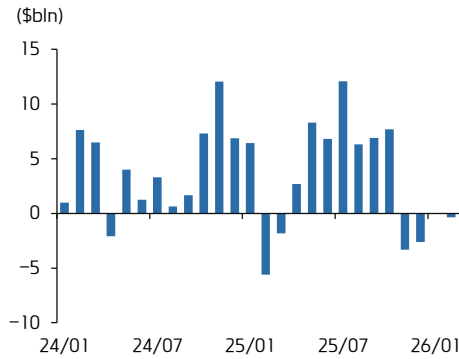
관련 시장에 대한 투자 수요가 점진적으로 확대되었기 때문이다. 그러나 미국 증권거래위원회(SEC)의 불명확한 규제와 크립토 자산 회계 처리의 어려움 등으로 미국 주요 금융회사들의 비트코인 등 주요 가상자산과 관련한 서비스를 제공하는데 어려움이 있었다.

비트코인 현물 ETF 승인은 이러한 어려움을 해소할 수 있는 수단이었다. 이전까지 비트코인 투자 접근 경로는 주로 가상자산 거래소나 비트코인 선물 ETF 등 간접 투자 상품으로 제한되어 있었으나, 비트코인 현물 ETF가 출시될 경우 비트코인에 직접 투자하는 금융 상품이 나오는 것이기 때문이다. 2023년 8월부터 비트코인 현물 ETF 출시가 가시화되었고, 실제로 제 2024년 1월 미국에서 비트코인 현물 ETF가 승인되면서 디지털 자산 시장의 제도권 편입이 본격화되었다.

실제로 2024년부터 2025년까지 자금이 꾸준히 유입되었다. 2024년 1월 출시 이후 2025년 10월까지 미국 현물 ETF에 들어온 누적 자금 규모는 1,000억 달러에 근접했다. 이 과정에서 ETF 운용사가 실제로 보유 중인 비트코인 규모 역시 빠르게 증가했다. BitB0에 따르면 현재 비트코인 현물 ETF가 보유 중인 비트코인은 약 145만 BTC이며, 이는 전체 비트코인 발행 가능 물량의 6.9%에 해당한다. 2020년 8월부터 꾸준히 비트코인 매입을 시작했던 스트래티지의 비트코인 보유량이 전체 비트코인 발행 가능 물량의 3.4%라는 점을 감안했을 때, 상당히 빠른 속도로 관련 시장에 자금이 유입되었다는 점을 확인할 수 있다.

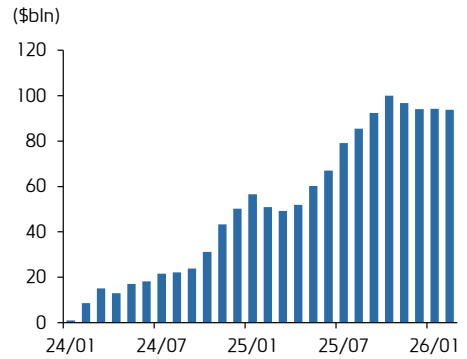
비트코인이 기관의 포트폴리오에 편입되기 시작하면서, 비트코인이 하나의 투자 자산으로 자리잡기 시작했다는 의견에 대체로 동의했다. 연기금 또한 비트코인에 대한 투자를 진행하거나 투자 대상으로 편입하는 것을 고민한다는 소식이 보도되면서 이러한 인식은 더욱 견고해졌다. 예를 들어 2024년 위스콘신주 투자위원회는 비트코인 현물 ETF를 포트폴리오에 편입하며 연기금 차원의 초기 투자 사례를 남겼고, 아부다비 국부펀드는 꾸준히 블랙록의 비트코인 현물 ETF를 매입하고 있다. 또한 세계 최대 연기금 중 하나인 일본 공적연금(GPIF)도 포트폴리오 내 대체자산 비중 확대를 추진하면서 비트코인을 편입 대상으로 언급한 바 있다.

미국 비트코인 현물 ETF 자금 유출입



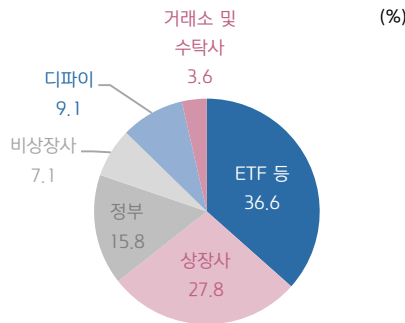
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비트코인 현물 ETF 순유입액 추이



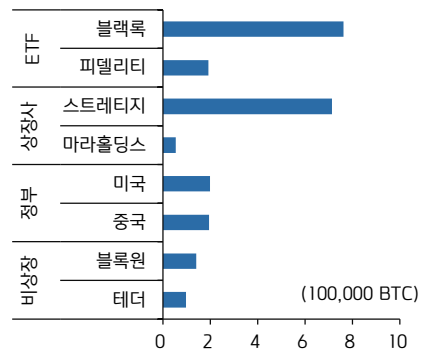
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인 보유 주체별 비중



자료: bitcointreasures.net, 키움증권 리서치센터

주체별 상위 보유 기관의 비트코인 보유량

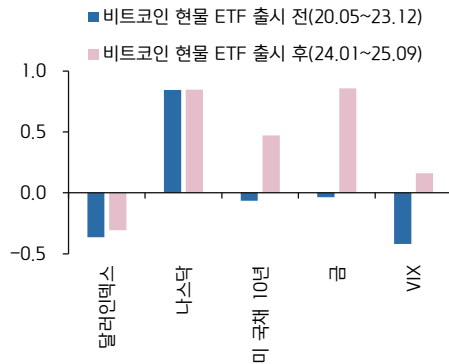


자료: BitBO, 키움증권 리서치센터

실제로 비트코인 현물 ETF 출시를 기준으로 비트코인과 전통 금융자산 간의 상관관계에도 변화가 있었다. 가장 큰 변화는 금과 비트코인 간 상관관계가 0에서 0.41로 확대되면서 양의 상관관계가 강화되었다는 점이다. 또한 VIX 지수와 비트코인 상관관계는 -0.42에서 0으로 축소되며 시장의 변동성과 비트코인 가격의 상관관계가 약화되었다는 점을 시사했다.

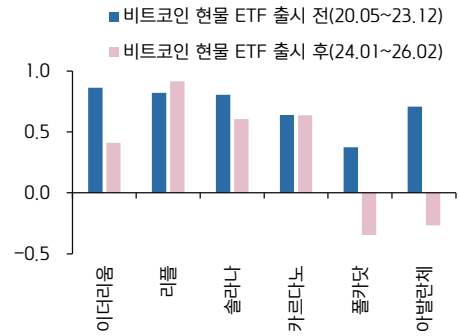
또한 비트코인과 주요 알트코인간 상관 관계도 달라졌다. 비트코인 현물 ETF 출시 이전에는 비트코인이 이더리움을 비롯한 주요 알트코인과 높은 가격 동행성을 보였던 반면, 비트코인과 이더리움간 양의 상관관계는 이전보다 약화되었고, 일부 알트코인과 비트코인인 음의 상관관계를 보이기도 했다. 이에 시장에서는 비트코인이 금과 유사한 가치 저장 자산으로 자리잡기 시작했다고 평가했다.

비트코인과 주요 자산간 상관관계
(미국 비트코인 현물 ETF 출시 전후)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 주요 알트코인과 상관관계
(미국 비트코인 현물 ETF 출시 전후)

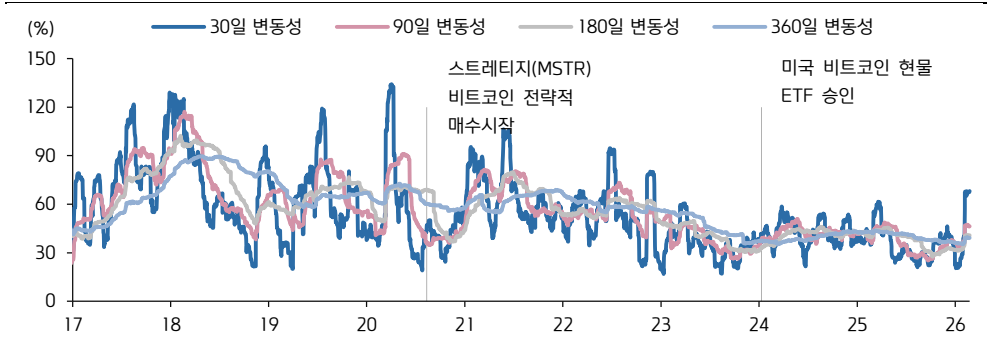


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거에 비해 비트코인의 변동성이 완화된 점도 향후 전망에 긍정적이었다. 2017~2020년의 경우 비트코인의 30일 가격 변동성은 수시로 100%를 상회했고, 90일 및 180일 변동성 역시 60~90% 수준에서 높은 레벨을 유지했다. 여전히 비트코인이 금 대비 높은 변동성을 보이고 있기는 하나, 2023년부터 변동성이 점차 완만해지는 흐름을 확인할 수 있다. 특히 2024년 비트코인 현물 ETF 승인 이후에는 30일 변동성은 주로 30~60% 범위에서 움직이고 있으며, 90일·180일·360일 장기 변동성 역시 과거 사이클 대비 완만한 수준을 유지하고 있다.

이러한 전반적인 변화를 기반으로 시장에서는 반감기를 중심으로 반복되던 비트코인의 가격 패턴이 달라질 것으로 예상했다. 이는 반감기와 같은 공급 요인이 비트코인의 가격에 미치는 영향이 이전보다 약화된다는 것을 의미하는 만큼, 향후 비트코인의 가격 방향성을 결정하는 요인이 유동성이나 매크로 여건으로 이동할 것이라는 기대를 높였다.

비트코인 가격 변동성 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거의 가격 흐름을 따라가는 비트코인

그러나, 시장의 기대와 달리 비트코인은 과거의 가격 패턴을 따라가고 있다. 2025년 10월부터 시작된 비트코인 하락과 최근의 급락은 결국 비트코인의 가격 방향성을 결정하는 주요 이벤트가 반감기라는 것을 재확인 시켜주었다.

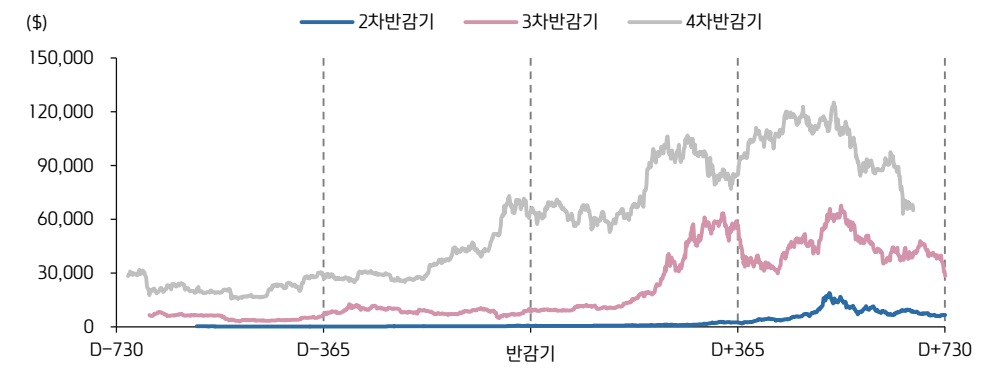
과거 비트코인 가격을 살펴보면, 반감기를 전후로 비트코인 가격이 점차 상승한 후 반감기를 기점으로 18개월 안에 역사적 고점을 기록했다. 이후 비트코인은 고점대비 70~80% 가량 하락하면서 바닥을 다지는 모습을 보였다. 2025년 10월 또한 비트코인의 4차 반감기를 기점으로 약 18개월가량 지난 시기였다는 점을 감안하면, 최근의 가격 흐름은 기존 비트코인 가격 사이클의 후반부에서 관찰되던 전개와 크게 다르지 않은 모습이다. 따라서 연중 비트코인 가격이 단순히 미국의 완화적인 통화정책 기조를 기반으로 추세적 반등세를 보이기 어려울 것으로 전망한다.

실제로 여전히 시장의 심리는 극도의 공포상태를 유지하고 있다. 그 배경으로는 비트코인을 주로 매입했던 스트레티지나 ETF 발행사들의 비트코인 매도에 대한 경계감이 높아졌기 때문이다. 상승 국면에서는 ETF가 지속적인 현물 매수 주체로 작용했지만, 최근 가격이 주요 ETF 운용사의 평균 매입 단가(cost basis)에 근접하거나 일부 하회하면서 수급 불안 요인으로 인식되기 시작했다.

특히 가격이 평균 매입 단가 아래에서 장기간 형성될 경우 크립토 시장의 투자 심리는 더욱 위축될 수 있다. 이러한 시장 반응은 과거 반복되어 온 이른바 ‘크립토 윈터’ 국면을 연상시키는 측면도 있다. 비트코인은 역사적으로 급등 이후 장기 조정 국면을 반복해왔으며, 2018년과 2022년에는 각각 고점 대비 큰 폭의 가격 조정과 함께 거래량 감소, 레버리지 축소, 투자 심리 위축 등이 동반된 바 있다. 당시 시장에서는 신규 자금 유입 둔화와 기존 투자 자금 이탈이 맞물리며 가격 하락 압력이 장기간 지속되는 특징이 나타났다.

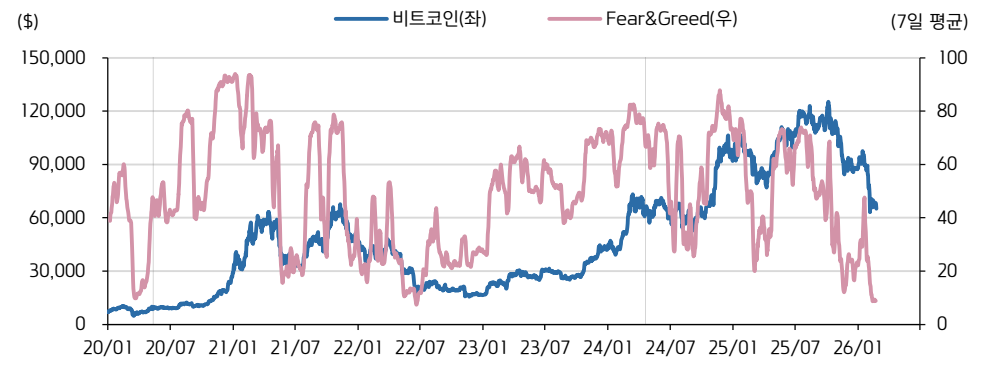
현재 시장 역시 변동성 확대, 상승 모멘텀 둔화, 그리고 ETF 보유 물량의 손익 분기점 하회 등의 새로운 변수까지 더해지면서 과거 사이클 후반부와 일부 유사한 환경이 조성되고 있다. 물론 제도권 자금 유입이라는 구조적 변화가 존재한다는 점에서 과거와 동일한 경로를 단정하기는 어렵지만, 가격 흐름 측면에서는 전통적인 암호화폐 사이클의 영향이 여전히 유효하게 작용하고 있는 국면으로 평가된다. 결국 이러한 환경이 지속되는 경우 비트코인 가격이 매크로 여건보다는 반감기 등 암호화폐 내부 이슈에 더욱 민감하게 움직일 것으로 전망한다

반감기 별 반감기 전후 비트코인 가격 추이



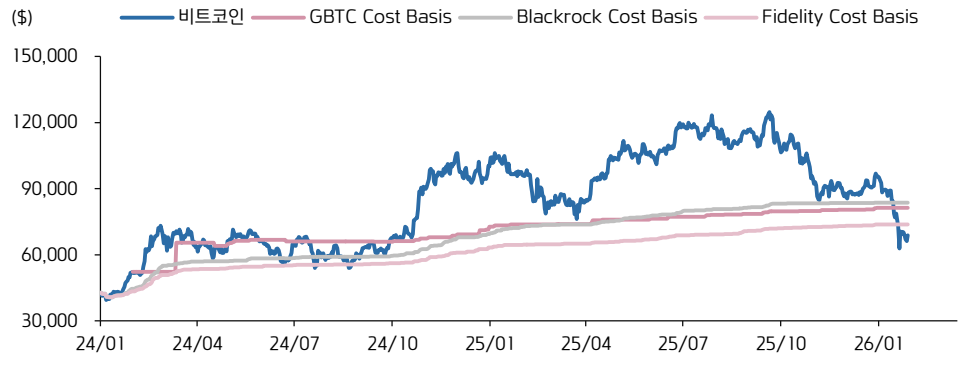
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

비트코인과 가상자산 투자심리지수 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 비트코인 현물 ETF의 비트코인 취득 원가와 비트코인 가격 추이



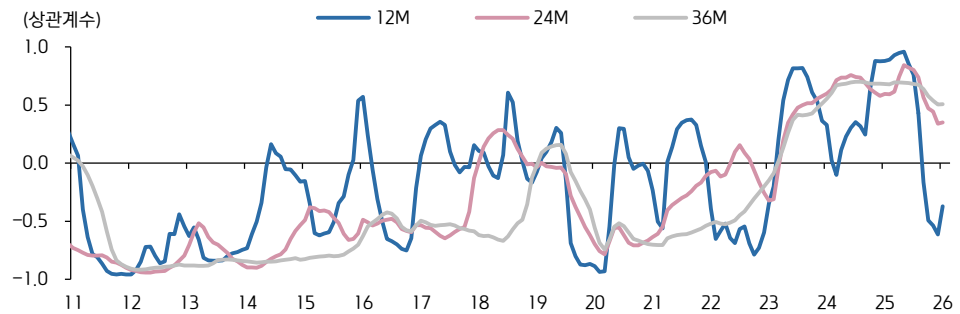
자료: Glassnode, 키움증권 리서치센터

금, 구조적 수요 변화 속 추세적 상승 예상

한편, 금의 경우 여전히 자금 유입 기대가 높다. 물론 2025년의 경우 ETF 등 금 관련 투자 상품을 통한 자금이 강하게 유입되었고, 단기간 금 가격이 급등세를 보였던 만큼 차익실현 매물에 대한 경계감도 공존한다. 2022~2024년 미국의 실질금리가 상승하는 동안 금 ETF에서는 자금 유출이 이어졌던 점을 감안하면, 최근의 케빈 워시 쇼크가 금에 미치는 영향이 단기에 그친 것은 다소 이례적으로 볼 수도 있다.

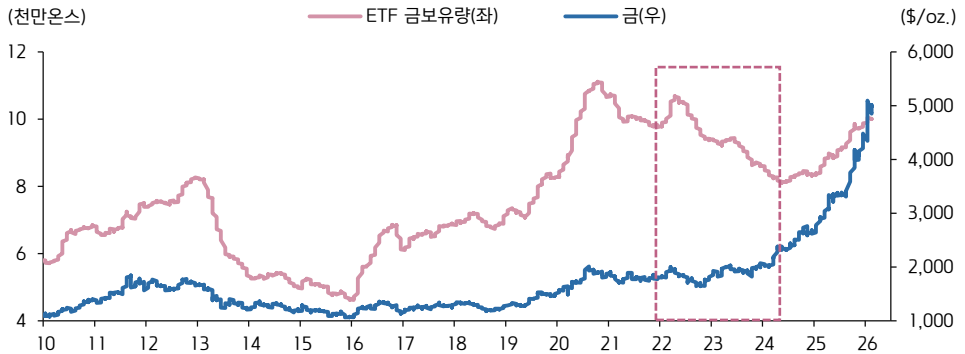
그러나, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁을 기점으로 금의 구조적인 수요 변화가 발생했다는 점을 감안했을 때 금리가 금 가격의 방향성을 전환하기는 어려워 보인다. 실제로 세계 금 협회(World Gold Council)가 발표한 금 가격 변동 요인을 분해한 자료를 살펴보면, 최근 금 가격의 상승은 지정학적 리스크나 불확실성에 더욱 기민하게 반응했다는 점을 확인할 수 있다. 이를 통해 최근 금 가격 변화는 통화정책보다 지정학적 리스크나 관세불확실성과 같은 대외 변수 등의 요인에 민감했다는 것을 확인할 수 있다.

금과 미국 실질금리 간 상관관계 변화



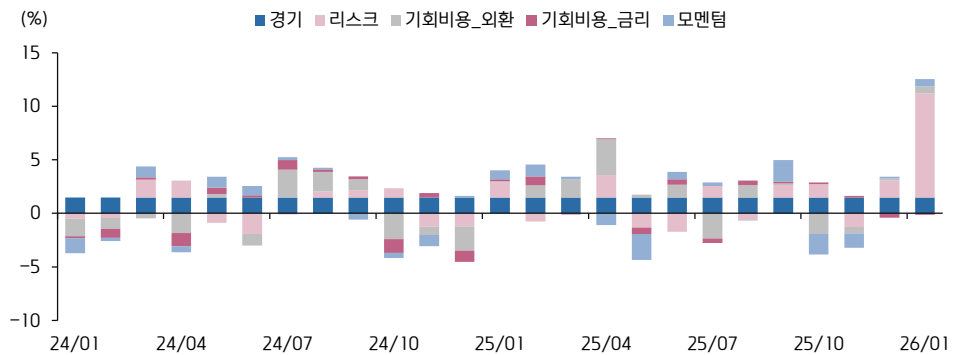
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 ETF 금 보유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 가격 변동요인 분해

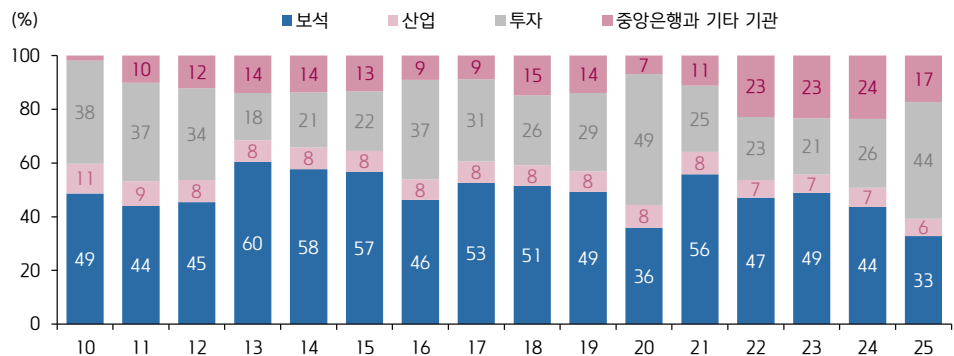


자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

그 배경에는 중앙은행의 금 수요 확대가 있다. 2022년 이후 글로벌 중앙은행의 금 매입 규모는 역사적으로 높은 수준을 기록해왔으며, 이는 주요 중앙은행이 준비자산 구성을 변화하면서 시작되었다. 물론, 2025년 중앙은행의 금 순매입 규모는 2024년 대비 다소 둔화된 것으로 집계되지만, 여전히 2011~2020년 평균 매입 수준을 상회하고 있다는 점이 중요하다. 즉, 절대 규모는 조정되었으나 구조적 매수 기조 자체가 후퇴했다고 보기는 어렵다. 과거 10년 평균 대비 높은 수준의 매입이 유지되고 있다는 점은 중앙은행 수요가 일시적 이벤트가 아닌 중장기 전략의 일환임을 시사한다.

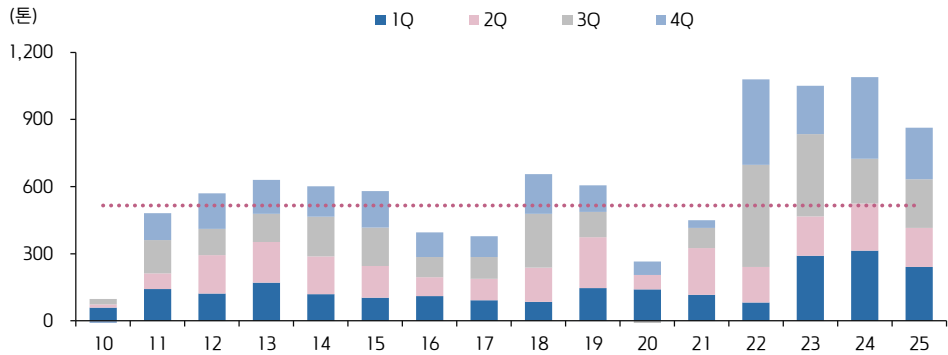
최근 중앙은행 매수를 주도한 국가는 크게 두 범주로 구분된다. 첫째는 러시아 인접 동유럽 국가들로, 지정학적 긴장과 안보 리스크 확대에 대응해 외환보유액 다변화를 강화하고 있다. 둘째는 미국과 외교·통화 정책 측면에서 긴장이 존재하는 BRICS 국가들이다. 이들 국가는 달러 중심 국제 통화 체계에 대한 의존도를 완화하고 자국 통화 및 금 보유 비중을 확대하려는 전략을 명확히 하고 있다. 더욱이 여러 중앙은행들은 공식 보고서와 발언을 통해 향후에도 금 보유 비중 확대 기조를 유지하겠다는 입장을 밝히고 있다. 이는 금 수요가 경기 사이클이나 단기 금리 변동에 의해 쉽게 흔들리는 투자 수요와 달리, 정책적·전략적 판단에 기반한 구조적 수요임을 보여준다.

금에 대한 목적별 수요 동향



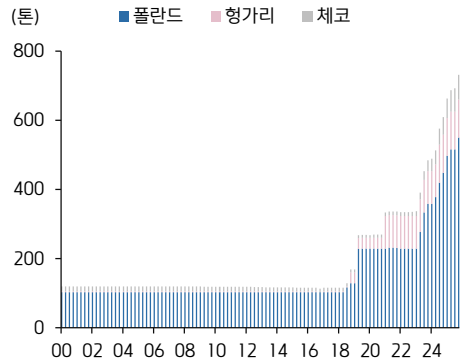
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터

중앙은행의 금 매입 규모



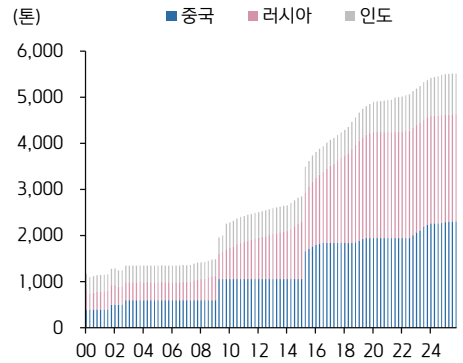
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터
주: 붉은색 점선은 2011년~2020년 사이 중앙은행 금 매입량 평균

폴란드, 체코, 헝가리 중앙은행의 금 보유량



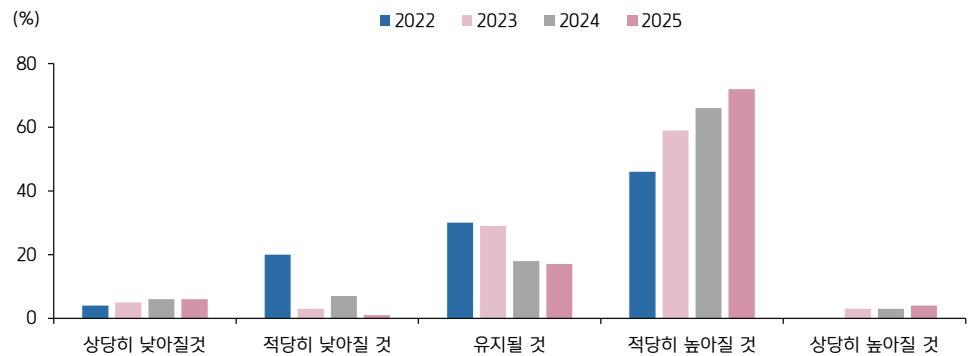
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

중국, 러시아, 인도 중앙은행의 금 보유량 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

5년 후 총 외환보유고에서 금의 비중 변화에 대한 서베이 결과



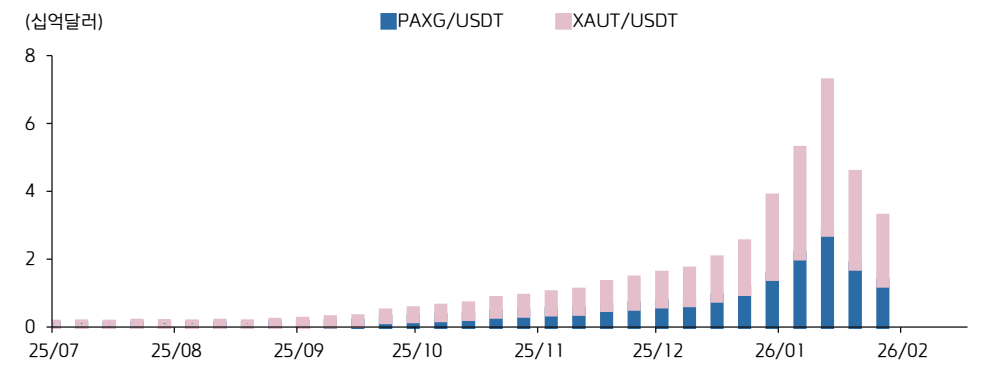
자료: World Gold Council, 키움증권 리서치센터
주: 2025년의 경우 총 71개의 중앙은행을 대상으로 서베이 진행

더욱이 디지털 자산 시장 내부에서도 금에 대한 전략적 수요가 확대될 가능성이 높다. 이는 최근 비트코인의 변동성 확대와 이른바 ‘크립토 윈터’에 대한 경계 심리가 재부각된 데에서 비롯된다. 과거 크립토 사이클에서도 시장 변동성이 급증하는 국면에서는 스테이블코인이나 금과 같이 가격 하방을 방어할 수 있는 대체 자산으로 자금이 이동하는 흐름이 반복적으로 나타났다.

특히 글로벌 매크로 환경 속에서 금 가격 상승 기대가 유지되고 있다는 점을 감안하면, 디지털 자산 투자자들 역시 포트폴리오 내 안전자산 비중을 확대할 유인이 충분하다. 블록체인 기반 인프라를 통해 직접 거래·보관이 가능한 토큰화 금(tokenized gold)은 이러한 수요를 흡수할 수 있는 효율적인 매개체로 부상하고 있다. 전통 금융 시스템을 경유하지 않고도 온체인 환경에서 즉시 활용할 수 있다는 점은 크립토 투자자 입장에서 접근성과 유동성 측면의 강점으로 작용한다.

실제로 금 가격 상승 기대가 유지되는 가운데 토큰화 금의 거래 규모는 점진적인 확장 흐름을 보이고 있다. 이는 위험자산 회피 수요가 디지털 자산 생태계 내부에서도 금으로 이동할 수 있는 구조적 경로가 형성되고 있음을 시사한다. 결과적으로 금 시장은 중앙은행 매수세, 전통 금융권의 전략적 자산 배분 수요, 그리고 디지털 자산 시장 내 토큰화 금 수요까지 아우르는 다층적 수요 기반을 구축하고 있다. 이러한 구조적 수요의 확장은 최근 비트코인과 금 가격 흐름의 디커플링을 설명하는 또 하나의 핵심 요인으로 해석될 수 있다.

PAX Gold(PAXG)와 Tether Gold(XAUT)의 거래량 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 비트코인의 디커플링, 지속 예상

2025년 이후 금과 비트코인의 가격이 뚜렷하게 엇갈리는 현상은 단순한 단기 변동성 확대의 결과라기보다는, 두 자산이 처한 국면과 가격 결정 구조의 차이에서 비롯된 것으로 판단된다. 비트코인은 미국 현물 ETF 승인과 기관 자금 유입이라는 제도권 편입 모멘텀을 경험하며 한때 금과 유사한 가치 저장 자산으로 평가받기도 했으나, 최근 가격 흐름에서는 다시 기존 크립토 사이클의 영향을 강하게 받는 모습이 확인되고 있다. ETF 출시 이후 일시적으로 금과의 상관성이 확대되며 '디지털 금' 내러티브가 부각되었지만, 변동성 확대와 조정 국면 진입 과정에서 이러한 기대는 점차 악화되는 양상이다.

특히 2025년 10월 고점 이후 비트코인 가격이 주요 현물 ETF 운용사의 평균 매입 단가를 하회하면서 크립토 윈터에 대한 경계감도 상승하고 있다. 상승 국면에서는 ETF를 통한 지속적인 자금유입이 가격 상승을 견인했던 만큼, 비트코인 가격이 평균 매입 단가를 장기간 하회한다면, 자금 유출에 대한 경계감이 더욱 확대될 수 있다. 이러한 흐름은 비트코인이 제도권 자산으로 편입되는 과정에 있음에도 불구하고, 여전히 반감기를 중심으로 한 4년 주기 사이클과 유동성 환경 변화에 민감하게 반응하는 특성을 유지하고 있음을 보여준다. ETF 도입이 시장 접근성과 투자 기반을 확대하는 데 기여한 것은 분명하지만, 가격 결정 구조 자체를 근본적으로 변화시키기에는 아직 시간이 필요하다는 점이 최근 조정 국면에서 확인되고 있다.

반면 금 시장은 중앙은행 매수 확대, 지정학적 리스크 지속, 그리고 디지털 자산 시장 내 토큰화 금 수요 증가 등 복수의 요인에 의해 구조적 수요 기반이 더욱 강화되고 있다. 중앙은행의 금 매입은 단기 가격 추격이 아니라 준비자산 구성 전략 변화라는 성격이 강하며, 외환보유액 다변화 움직임 속에서 가격 비탄력적 수요로 작용하고 있다. 금 ETF 자금 흐름은 금리 환경에 따라 변동성을 보일 수 있으나, 중앙은행이라는 구조적 매수 주체가 존재한다는 점은 금 가격 하방을 일정 부분 지지하는 요인으로 평가된다.

물론 금리 환경이 두 자산의 상대 성과에 영향을 미치는 변수라는 인식이 강하지만, 최근 시장 흐름을 보면 금리 수준 자체보다는 금리 변동성 확대가 자산 간 민감도 차이를 더욱 부각시키는 요인으로 작용하고 있다. 금은 구조적 수요 기반 속에서 상대적 안정성을 확보하고 있는 반면, 비트코인은 여전히 유동성 환경 변화와 투자 심리에 보다 직접적으로 영향을 받는 모습이다. 결과적으로 최근 나타난 금과 비트코인 간 가격 디커플링은 단기적 현상에 그치기보다는 일정 기간 지속될 가능성이 높다. 비트코인이 금을 완전히 대체하는 가치 저장 자산으로 자리잡았다고 평가하기에는 아직 이른 시점이며, 당분간은 두 자산의 가격 흐름과 투자 성격 차별화가 이어질 것으로 예상된다.