

Verdict

Winning Hypothesis: 市場のナラティブが誤っている理由は、101.79 の産業生産指数が依然として良好な水準を維持しており、完全な景気後退局面ではないことを示唆しているため、FRB が 330.29 の高い CPI を抑制するために「Higher for Longer」の方針をより長く維持できる根拠となっている。0.52% の国債利回り曲線はインバージョン（負）に転じていないため、景気後退シグナルは弱まっており、これは実質金利の低下ではなく、むしろ名目金利上昇圧力として作用し、金の機会費用を高める。したがって、4,900 ドル付近の価格支持は「中央銀行の買い」というナラティブに依存しているが、実際のマクロ経済データは、金を価値保存手段としての魅力を低下させる構造的な不利を示している。

市場参加者は、FRB の「Higher for Longer」姿勢の緩和期待と、中国などの新興国中央銀行による継続的な金買いを主要な推進力としており、4,900 ドル近辺の価格支持線は「実質金利の低下」と「中央銀行需要」によって支えられていると信じている。戦争リスクへの一時的な疲労感にもかかわらず、2026 年 4 月時点の失業申請件数 21.4 万件および消費者信頼感指数 53.3 という低い数値が景気減速懸念を刺激し、安全資産への買い圧力を牽引している。

しかし、これは誤った判断である。市場が期待した「景気後退に伴う金利引き下げ」シナリオは、現在のマクロデータによって具体的に反証されている。決定的な要因として、10 年 -2 年国債利回り曲線（T10Y2Y）が 0.52% でプラス圏を維持し、インバージョン（0.0% 以下）に達していないこと、および産業生産指数（INDPRO）が 101.79 で堅調な実体経済を示していることから、FRB の「Higher for Longer」姿勢の継続可能性が高い。また、CPI が 330.29 で固定化されており、FRB が金利引き下げに踏み切りにくい構造的な圧力に直面しているため、これは金の機会費用を高める要因として作用する。実際の価格動向もこれを裏付けており、金現物価格（GOLD）は 3 ヶ月で -13.86% と急落し、4,900 ドル支持線というナラティブは崩壊した。さらに、10 年物国債利回り（US10Y）は 4.35% で上昇傾向（3 ヶ月 +2.42%）を示している。前回の判定の無効化条件である「T10Y2Y スプレッドの 2 週間連続 0.0% 以下への転換」は発生しなかったばかりか、むしろ実体経済指標と物価指標が FRB の引き締め姿勢を支持する方向に動いているため、市場ナラティブは現実と乖離している。

Action: GOLD のアンダーウェイトおよび US10Y のオーバーウェイト

Invalidation: T10Y2Y 国債利回り曲線が 2 週間連続で 0.0% 以下に転換（インバージョン）した場合

Risk Factors: マクロリスク：予想外の急激な CPI 低下により FRB の金利引き下げ時期が前倒しされた場合、金の機会費用が急減し価格反発の可能性が生じる, 技術的/ポジションリスク：金価格の急落（-13.86%）後に過売圏で技術的反発（ショートスクイズ）が発生した場合、短期的な損失が拡大する, イベントリスク：地政学的緊張の高まりまたは金融システムの不安定化が発生した場合、安全資産への需要が急増し、金価格がファンダメンタルズを無視して急騰する可能性

View Change: 直前の判定（仮説 A 支持）で設定された無効化条件である「T10Y2Y スプレッドが 2 週間連続で 0.0% 以下に反転」は発生しなかった。むしろ、T10Y2Y は 0.52% でプラスを維持し、INDPRO は 101.79 で堅調な成長、CPI は 330.29 で高インフレの持続など、FRB の利下げを遅らせる強力な証拠が積み上がっている。特に GOLD 価格が 3 ヶ月で -13.86% と急落し、市場が期待した「実質金利低下」のナラティブが価格に反映されていないことを確認したため、市場のナラティブが誤っていると判断し、仮説 B に転換する。

Macro Picture

Regime: central_bank_bid

Key Themes: 中央銀行の買い継続, 実質金利の下押し圧力, 地政学的不確実性

Dominant Narrative: 市場参加者は、FRB の「Higher for Longer」姿勢の緩和期待と、中国など新興国中央銀行による継続的な金購入を主要な推進力としており、4,900 ドル近辺の価格支持ラインが「実質金利の低下」と「中央銀行の需要」によって支えられていると信じている。戦争リスクへの一時的な疲労感にもかかわらず、2026 年 4 月時点の失業申請件数 21.4 万件および消費者信頼感指数 53.3 という低い数値が景気減速懸念を刺激し、安全資産への買いを牽引している。

Reality: 2026 年 3 月時点の工業生産指数 101.79 と CPI 330.29 は、物価上昇圧力が持続しつつも経済成長の鈍化を示唆しており、スタグフレーションリスクを浮き彫りにしている。これは実質金利の低下を通じた金価格上昇の根拠となっ

ている。0.52%の国債利回り曲線（10Y-2Y）は景気後退懸念が依然として有効であることを示しており、これがFRBの利下げ期待を後押しし、金の機会費用を低下させる構造的優位性として機能している。

Hypotheses

A (Market Right)

市場内論が正しい理由は、2026年3月時点で0.52%の正の国債利回り曲線（10Y-2Y）が景気後退懸念を依然として有効に示唆しており、これはFRBが高インフレ（CPI 330.29）とスタグフレーションリスクの中でも利下げを断行せざるを得ない構造的圧力に直面していることを意味する。したがって、「Higher for Longer」姿勢は物理的限界に達し、実質金利低下へ転換する。また、中国などの新興国中央銀行の継続的な買い（central_bank_bid）は、こうした政策転換期において金価格の絶対的の下支え線として機能し、4,900ドル近辺の強さを正当化する。

市場参加者が直感した「実質金利低下」と「中央銀行需要」という内論は、現在0.52%で維持されている正の国債利回り曲線が示す景気減速シグナルと、330.29という高いCPIが生み出すスタグフレーションのジレンマによって、むしろ加速される。FRBは物価安定と成長鈍化の間で政策失敗を回避するため、利下げを選択せざるを得ず、これは金の機会費用を低下させる決定的な契機となる。また、地政学リスクの一時的な疲労感、中央銀行の構造的買いによって相殺され、価格下落を抑制する。

B (Market Wrong)

市場のナラティブが誤っている理由は、101.79の産業生産指数が依然として良好な水準を維持し、完全な景気後退局面ではないことを示唆しており、これがFRBが330.29の高いCPIを抑制するために「Higher for Longer」姿勢をより長く維持できる根拠となっているためである。0.52%の国債利回り曲線はインバージョン（負値）に転じていないため、景気後退シグナルは弱まっており、これは実質金利の低下ではなく、むしろ名目金利上昇圧力として作用し、金の機会費用を高める。したがって、4,900ドル付近の価格支持は「中央銀行買い」というナラティブに依存しているが、実際のマクロ経済データは、金を価値保存手段としての魅力を低下させる構造的な不利益を示している。

市場の楽観論は、2026年4月の失業保険申請件数増加や低い消費者信頼感指数といった一部の指標に過度に依存しているが、101.79の産業生産指数という中核的な成長指標が景気後退局面への突入を反証している。これはFRBが利下げを急ぐ理由がないことを意味し、330.29の高いCPIはインフレ期待を煽り、実質金利を上昇させる要因として作用する。また、地政学リスクの一時的な緩和（休戦期待）は安全資産需要を急減させ、中央銀行の買い勢だけでは価格下落を防ぐことが困難であることを示唆している。結局、金は「スタグフレーション」ではなく「高金利維持」環境に晒され、調整圧力を受けることになる。

Key Question: 2026年3月時点で0.52%で推移している10Y-2Y国債利回り曲線が、今後2週間以内に0.0%以下に反転し、インバージョン（景気後退確定）ゾーンに突入するか、それとも101.79の産業生産指数の支持力を背景に正值ゾーンを維持し、FRBの「Higher for Longer」姿勢が継続するか？

Tensions

市場のナラティブは、FRBの利下げ期待と実質金利の低下を根拠に4,900ドル近辺の強さを支持しているが、マクロの現実としては、330.29という高いCPIと0.52%の国債利回り曲線が示すスタグフレーションリスクにより、FRBの「Higher for Longer」姿勢が継続する可能性があり、金の機会費用上昇圧力が存在する。

0.70

Narrative: FRBの利下げ期待と実質金利低下による金価格上昇の持続

Reality: 高インフレ（CPI 330.29）と景気減速の併存（スタグフレーション）によるFRB政策の不確実性および実質金利の下押し圧力の弱体化

GOLD

US10Y

DX

市場参加者は、中国など新興国中央銀行による継続的な買い（central_bank_bid）を金価格の絶対的な下値支持線と見なしているが、最近のヘッドラインで言及された「戦争休戦」期待や「イラン交渉決裂」などの地政学リスクの変動性が激化し、安全資産需要の一時的な弱体化の可能性が浮上している。

0.60

Narrative: 中央銀行の買い継続と地政学的不確実性による安全資産需要の牽引

Reality: 地政学リスクの一時的な緩和（休戦期待）と交渉決裂によるボラティリティ拡大および安全資産買いの疲労感

GOLD

VIX

WTI

ナラティブは、2026年4月時点の失業申請件数増加と低い消費者信頼感指数が景気後退シグナルとして機能し、金の強さを後押しすると見ているが、実際のデータでは工業生産指数（101.79）が依然として良好な水準を維持しており、完全な景気後退に至らない可能性があるため、「安全資産」論理が弱体化する可能性がある。

Narrative: 失業増加と消費者心理悪化による景気後退懸念と安全資産の買い

Reality: 産業生産指数（101.79）が景気減速シグナルにもかかわらず不況局面へ突入しないため、安全資産需要の根拠が弱まる可能性

GOLD

SPX

COPPER

Eval Scores

FAIL

Overall		2.0
Tension		2
Hypothesis		3
Evidence		2
Verdict Logic		1

Feedback: ### 종합 평가 및 개선 방안 이 파이프라인은 논리적 구조 (가설 -> 검증 -> 결론) 는 갖췄으나, **핵심 데이터의 사실 관계 (Fact-checking) 와 수치 처리의 신뢰성**에서 치명적인 결함이 발견되었습니다. 특히 '감각적 수치 제시'와 '과장된 표현'이 감점 기준에 명시된 대로 적용되어 점수가 크게 하락했습니다. ##### 1. tension_validity (점수: 2/5) - **문제점**: 제시된 거시 경제 지표 수치들이 현실과 동떨어져 있거나 비논리적입니다. - **CPI 330.29**: 미국 CPI(소비자물가지수) 는 보통 2020 년 기준 100 을 기준으로 하며, 2024 년 기준 약 310~320 수준입니다. '330.29'라는 수치는 물가 지수 자체의 가능성이 높으나, 이를 '높은 CPI'라고 표현할 때 인플레이션율 (예: 3.3%) 과 혼동하거나, 지수 값이 330 을 넘어서는 극단적인 상황 (1980 년대 수준) 을 가정하고 있는 것으로 보입니다. 만약 인플레이션율 330% 를 의미하는 것이라면 이는 초인플레이션 상황으로, 현재 미국 경제 상황과 완전히 배치됩니다. - **산업생산 지수 101.79**: FRED 의 INDPRO 지수는 2017 년 기준 100 으로 설정되어 있어, 101.79 는 약 1.8% 성장한 수준으로 해석되지만, 이를 '견조한 실물 경제'로 해석하기엔 너무 미미한 수치입니다. 반면 '완전한 경기 침체'를 반증하기엔 적절한지 의문이 듭니다. - **과장 표현**: "GOLD 가격이 3 개월 -13.86% 급락"이라는 표현은 수치 자체는 구체적이지만, 4,900 달러 부근의 금 가격이 3 개월 만에 13% 이상 하락했다는 것은 역사적으로 매우 이례적인 변동성입니다. (현재 금 가격은 2,300~2,400 달러 대이므로, 4,900 달러라는 가격대 자체가 미래 시나리오인지, 혹은 데이터 오류인지 불명확합니다. 만약 2026 년 시나리오라면, 현재 시점의 데이터로 이를 '급락'이라고 단정하는 것은 논리적 비약입니다.) - **개선 방안**: 사용된 모든 FRED 시리즈 (CPIAUCSL, INDPRO, T10Y2Y) 의 최신 실제 수치를 확인하고, 이를 문맥에 맞게 해석해야 합니다. '330.29'가 인플레이션율인지 지수인지 명확히 구분하고, 현재 시장 상황 (2024 년 기준) 과 시나리오 (2026 년) 의 시간적 괴리를 명확히 서술해야 합니다. ##### 2. hypothesis_quality (점수: 3/5) - **문제점**: 가설 A 와 B 는 서로 대립되는 구조를 가지고 있으나, **가설 B(시장이 틀렸다) 의 근거가 지나치게 단정적**입니다. - 가설 B 는 "10Y-2Y 가 양수이므로 경기 침체 신호가 약화되었다"고 단정하는데, 국채수익률 곡선이 인버전 (음수) 으로 전환되지 않았더라도 양수 구간이 좁아지는 것만으로도 경기 둔화 신호가 될 수 있습니다. 이를 '침체 신호가 약화됨'으로만 해석하는 것은 지나친 단순화입니다. - 또한, 가설 A 와 B 모두 '2026 년 4 월'이라는 미래 시점의 데이터를 현재 시점의 증거로 인용하고 있어, 시나리오 기반 분석인지 실제 데이터 분석인지 모호합니다. - **개선 방안**: 가설의 대칭성을 높이기 위해, '곡선이 양수이더라도 인버전 임박 여부'나 "산업생산의 성장을 둔화 속도" 등 더 미묘한 차이를 고려한 가설을 설정해야 합니다. 미래 시나리오 데이터와 현재 관측 데이터를 명확히 구분하여 서술해야 합니다. ##### 3. evidence_targeting (점수: 2/5) - **문제점**: **데이터 소핑리스트와 실제 증거 (Verdict) 간의 불일치**가 심각합니다. - `data\_shopping\_list` 에서는 `T10Y2Y`, `INDPRO`, `CPIAUCSL` 등의 최신 데이터를 요청하여 검증하겠다고 명시했습니다. - 하지만 `verdict` 섹션에서는 "T10Y2Y 가 0.52% 유지", "INDPRO 가 101.79", "CPI 가 330.29"라는 **구체적인 수치**를 인용하고 있습니다. 이는 파이프라인이 실제로 해당 데이터를 조회하여 최신 값을 얻었음을 시사하지만, 앞서 지적한 대로 **해당 수치들이 현재 시점 (2024 년) 의 실제 데이터와 일치하지 않거나 (CPI 330.29), 미래 시나리오의 가상 데이터인 경우**가 매우 높습니다. - 만약 이 수치가 실제 FRED 데이터가 아니라 가상의 시나리오 수치라면, `evidence\_targeting` 차원에서 "가상 데이터를 실제 증거로 오인하여 수집했다"는 비판을 받아야 합니다. - 또한, `price\_history` 에서 GOLD 가격이 4,900 달러라고 명시되어 있는데, 이는 현재 금 가격 (약 2,350 달러) 과 2 배 이상 차이 나는 수치입니다. 이는 데이터 소스의 오류이거나, 2026 년 시나리오를 현재 데이터로 잘못 해석한 것입니다. - **개선 방안**: 데이터 수집 단계에서 실제 API 호출을 통해 최신 수치를 가져와야 하며, 가져온 수치가 현재 시장 상황과 합리적인지 검증 (Sanity Check) 을 거쳐야 합니다. 4,900 달러와 같은 비현실적인 가격대가 등장할 경우, 이를 '시나리오 가정'으로 명시하거나 데이터 소스를 재확인해야 합니다. ##### 4. verdict_logic (점수: 1/5) - **문제점**: **결론 도출 과정이 논리적 비약과 사실 오류에 기반**하고 있습니다. - **수치 오류**: "GOLD 가격 이 3 개월 -13.86% 급락하여 4,900 달러 지지선 내려티브가 무너졌음"이라는 문장은 현재 금 가격 (약 2,300~2,400 달러) 과 완전히 모순됩니다. 4,900 달러 는 현재 가격의 2 배가 넘는 수준이므로, '지지선 무너짐'이 아니라 '가격이 아예 존재하지 않는 영역'이라는 모순이 발생합니다. - **과장 표현**: "급락", "무너짐" 등의 표현이 구체적인 시장 상황 (현재 금 가격이 2,400 달러 부근에서 횡보하거나 소폭 상승 중임) 과 맞지 않습니다. - **논리적 결함**: "T10Y2Y 가 0.52% 라서 인버전 신호가 없다"는 논리는 타당할 수 있으나, 이를 근거로 "금 가격이 13% 하락했다"는 결론을 내리는 것은 인과관계가 성립하지 않습니다. 금리 상승이 금 가격 하락을 유발할 수는 있으나, 13% 라는 구체적인 하락폭은 다른 요인 (달러 강세, 실물 수요 등) 을 고려하지 않은 단순화된 계산입니다. - **개선 방안**: 결론 도출 시, 인용된 모든 수치 (가격, 지수, 비율) 가 실제 시장 데이터와 일치하는지 반드시 검증해야 합니다. 특히 가격대 (4,900 달러) 와 현재 시장 상황의 괴리를 해소하지 않고 결론을 내리는 것은 파이프라인의 신뢰성을 완전히 무너뜨립니다. 논리적 흐름을 '데이터 확인 -> 데이터 해석 -> 결론 도출'의 순서로 엄격하게 재구성해야 합니다. ### 요약 이 파이프라인은 **데이터의 사실성 (Factuality)**과 **논리적 일관성 (Consistency)**에서 심각한 결함을 보입니다. 특히 금 가격 (4,900 달러) 과 CPI 수치 (330.29) 가 현재 시장 상황과 동떨어져 있어, 이를 근거로 내린 모든 결론 (가설 B 승리, GOLD 비중 축소 등) 은 무효화됩니다. 재시도 시에는 **실시간 데이터 소스 (FRED, Bloomberg 등) 의 정확한 값**을 기반으로 분석을 수행하고, 시나리오와 현실을 명확히 구분하는 것이 필수적입니다.

시장의 부: 시장 참여자들은 연준의 'Higher for Longer' 기조가 완화될 것이라는 기대와 중국 등 신흥국 중앙은행의 지속적인 금 매입을 핵심 동력으로 삼고 있으며, 4,900 달러 부근의 가격 지지선을 '실질금리 하락'과 '중앙은행 수요'가 견인하고 있다고 믿고 있음. 전쟁 리스크에 대한 일시적 피로감에도 불구하고, 2026년 4월 기준 21.4 만 건의 실업 청구 건수와 53.3 의 낮은 소비자 심리 지수가 경기 둔화 우려를 자극하며 안전자산 매수세를 견인하고 있음.

결론: 시장 내러티브가 틀린 이유는 101.79 의 산업생산 지수가 여전히 양호한 수준을 유지하여 완전한 경기 침체 국면이 아님을 시사하며, 이는 연준이 330.29 의 높은 CPI 를 견제하기 위해 'Higher for Longer' 기조를 더 오래 유지할 수 있는 근거가 됨. 0.52% 의 양적
국채수익률 곡선은 인버전 (음수) 으로 전환되지 않았으므로 경기 침체 신호가 약화되었고, 이는 실질금리 하락이 아닌 오히려 명목금리 상승 압력으로 작용하여 금의 기회비용을 높임. 따라서 4,900 달러 부근의 가격 지지는 '중앙은행 매수'라는 내러티브에 의존하고 있으나, 실제 거시 경제 데이터는 금의 가치 저장 수단으로서의 매력을 약화시키는 구조적 불리함을 보여줌. [HIGH]

하지만 이는 틀린 판단입니다. 시장이 기대한 '경기 침체로 인한 금리 인하' 시나리오는 현재 매크로 데이터에 의해 구체적으로 반증되고 있습니다. 결정적으로 10Y-2Y 국채수익률 곡선 (T10Y2Y) 이 0.52% 로 양수 구간을 유지하며 인버전 (0.0% 이하) 에 진입하지 않았고, 산업생산 지수 (INDPRO) 가 101.79 로 견조한 실물 경제를 보여주고 있어 연준의 'Higher for Longer' 기조 지속 가능성이 높습니다. 또한 CPI 가 330.29 로 고착화되어 있어 연준이 금리 인하를 단행하기 어려운 구조적 압박에 처해 있으며, 이는 금의 기회비용을 높이는 요인으로 작용합니다. 실제 가격 행동도 이를 뒷받침하여 금 현물가격 (GOLD) 이 3개월 기준 -13.86% 급락하여 4,900 달러 지지선 내러티브가 무너졌으며, 10 년물 국채 수익률 (US10Y) 이 4.35% 로 상승세 (3 개월 +2.42%) 를 보이고 있습니다. 직전 판정의 무효화 조건인 'T10Y2Y 스프레드의 2 주 연속 0.0% 이하 반전'이 발생하지 않았을 뿐만 아니라, 오히려 실물 경제 지표와 물가 지표가 연준의 간접 기조를 지지하는 방향으로 움직이고 있어 시장 내러티브는 현실과 괴리되어 있습니다.

→ GOLD 비중 축소 및 US10Y 비중 확대

무효화: T10Y2Y 국채수익률 곡선이 2 주 연속 0.0% 이하로 반전 (인버전) 될 경우

