Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 12월 26일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

무엇이 안전 자산일까? (러시아 동결 자산과 금의 역할)

러시아 중앙은행 자산 동결에서 '활용' 논의로

러시아 중앙은행 자산 동결은 2022년에 시작되었다. 당시의 핵심은 러시아가 해외에 보유한 외환 보유액에 접근하지 못하도록 자산을 묶어 두는 것이었다. 그러나 최근 유럽에서 진행된 논의는 여기서 한 단계 더 나아갔다. 당장 동결 자산 자체를 몰수하는 것은 아니지만 그 자산이 묶여 있는 과정에서 금융기관에 쌓인 현금흐름을 어떻게 활용할 것인가가 정책 의제로 떠올랐다.

EU 집행위원회는 2026~27년 우크라이나 재정 공백이 현실화될 수 있으며, 추가적인 재원 조달이 이뤄지지 않으면 2026년 초 자금이 고갈될 수 있다고 밝혔다. 이에 따라 집행위는 두 가지 선택지를 제시했다. 하나는 EU 공동 차입을 통해 약 900억 유로를 조달하는 방안이고, 다른 하나는 러시아 중앙은행 자산에서 파생된 현금흐름을 활용한 배상대출(Reparations loan) 구조이다. 현재 진행된 합의는 우선 EU 차입으로 필요한 자금을 조달하되, 러시아 동결 자산 활용은 추가적·확장적 옵션으로 남겨두겠다는 것이다. 즉, 러시아 자산을 즉각 "사용한다"보다는 필요할 경우 사용할 수 있도록 제도화하려는 단계에 들어갔다고 볼 수 있다.

유럽의 선택이 각국에 전달한 의도치 않은 메시지

우크라이나에 필요한 자금은 수백억 유로 규모로 추정되지만 유럽 내부의 공동 차입은 정치적으로 막혀 있고, 기존 예산 틀 수정 역시 만장일치라는 높은 문턱이 있다. 이런 상황 아래 이미 수년 전부터 동결되어 왔고, 추가적인 정치적 설명 비용이 상대적으로 낮은 러시아 자산 활용이 대안으로 거론된 것은 그리 이상하지 않다.

다만, 이 구조의 국가별 리스크 부담이 균등하지 않아 보인다. 러시아 자산 상당 부분이 Euroclear에 집중되어 벨기에는 법적 분쟁, 제3국 소송 리스크, 금융 허브로서의 평판 훼손 가능성을 다른 국가보다 더 크게 떠안게 된다. 배상 책임을 GNI 기준으로 나눈다고 해도 실제 위험이 동일하게 분산되는 것은 아니다. 이 때문에 벨기에를 중심으로 한 일부 국가의 반발은 완강하다.

미국은 러시아 자산 동결에는 동참했지만 EU처럼 자산을 직접 활용하는 구조를 설계하거나 제도화하는 데에는 거리를 두고 있다. 다만 "달러 결제 시스템과 글로벌 금융 인프라"가 제재의 핵심 수단으로 활용됐다는 사실 자체는 의도와 무관하게 다른 국가들에게 명확한 메시지를 전달하고 있다. 이제 외환 보유액이 단순히 '얼마나 보유했냐'보다 '어디에 있고 어떤 형태로 보관되어 있는가'가 중요해졌다는 사실이다.

외환 보유액 다변화 시사와 금의 선택

이 변화에 가장 먼저 반응한 쪽은 신흥국 중앙은행이다. 러시아, 중국, 인도, 중동 국가들은 이미 외환 보유액의 구성을 조정해 오고 있다. 이는 달러와 유로를 전면적으로 대체하겠다는 움직임은 아니어도 특정 통화와 금융 인프라에 대한 과도한 의존을 줄이려는 방향으로 해석 가능해 보인다.

이 과정에서 금은 자연스러운 선택지가 된다. 금은 이자를 주지 않지만, 해외 결제망에 의존하지 않고 자국 금고에 보관할 경우 외부에서 접근하거나 동결하기 어렵다. 러시아 자산 동결 이후 신흥국 중앙은행의 금 매입이 늘어난 이유도 여기에 있다.

사우디의 반응은 이 흐름을 잘 보여준다. 사우디는 유럽이 러시아 중앙은행 자산을 실제 몰수한다면 유럽 자산 보유를 줄일 수 있다고 경고했다. 당장 유럽 국채를 대규모로 매도할 가능성은 낮지만, 장기적인 자산 배분 조정 가능성을 언급했다는 점에서 유럽은 부담이 될 수 있다. 이미 외국인 보유 비중이 높은 유럽 국채 시장에서 '조용한 비중 축소' 암시만으로도 각국 중앙은행들은 긴장할 수밖에 없다.

자산배분 관점에서 본 금의 위치

중앙은행들이 금 보유를 늘리는 이유는 단순히 금값 상승 기대만으로 설명하기는 어렵다. 외환 보유액의 일부를 정책·제재 리스크에서 상대적으로 떨어진 위치로 옮기려는 흐름으로 해석하는 편이 자연스럽다. 러시아 중앙은행 자산 동결과 그 활용 논의 자체는 이런 가능성이 실제 정책 선택으로 이어질 수 있음을 보여준 대표 사례이기도 하다.

이러한 변화는 시장 투자자에게도 간접적인 영향을 준다. 중앙은행이 준비자산 구성에서 금 비중을 늘린다는 것은, 장기적으로 금이 통화나 국채와는 다른 흐름을 보일 가능성이 커졌다는 의미를 담고 있다. 실제로 정책 불확실성이나 지정학적 긴장이 커질 때, 금은 주식이나 크레딧과의 동조성이 낮아지는 모습을 반복적으로 보여왔다. 자산배분 관점에서 금은 높은 수익을 기대하는 자산이기 전에, 포트폴리오 안에서 자주 움직이지 않는 위치에 놓이는 자산일 것이다. 가격 조정은 언제든 가능하지만, 다른 자산이 동시에 흔들리는 국면에서 금이 보여주는 완충 역할은 분명하기 때문이다.

이번 러시아 자산 동결 사태는 금을 둘러싼 이런 역할 인식을 중앙은행 차원에서 다시 확인시켜 준 사건이며 그 영향은 서서히 시장 포트폴리오에도 반영될 가능성이 높다.

KEY CHART

러시아 중앙은행 자산 동결

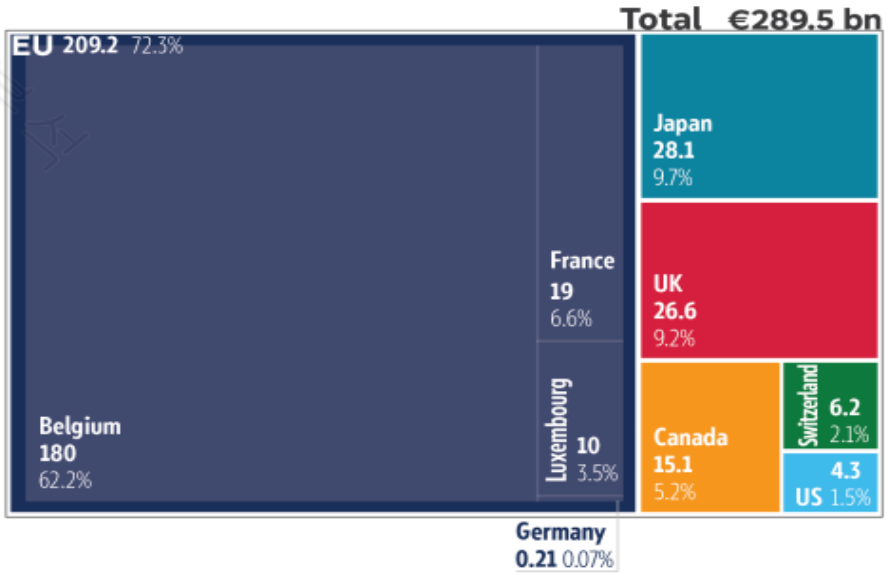
약 €300bn.

- 그 중 72%가 EU에 집중됨.

특히, 벨기에 (Euroclear)에

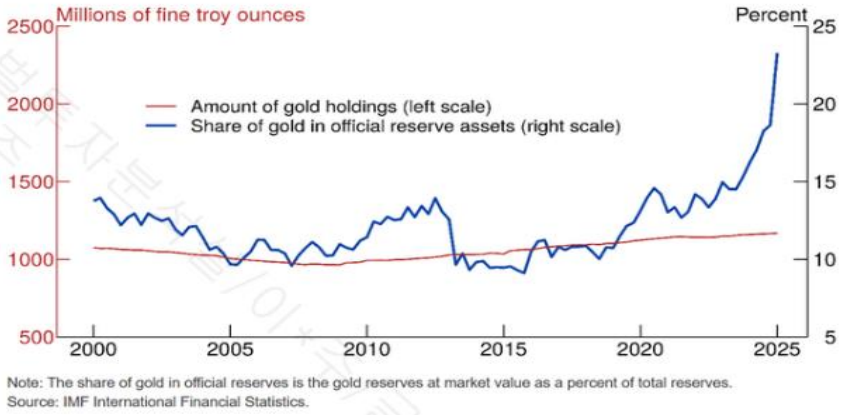
압도적으로 쏠려 있는 모습

도표 1. 러시아 중앙은행 자산 동결 현황



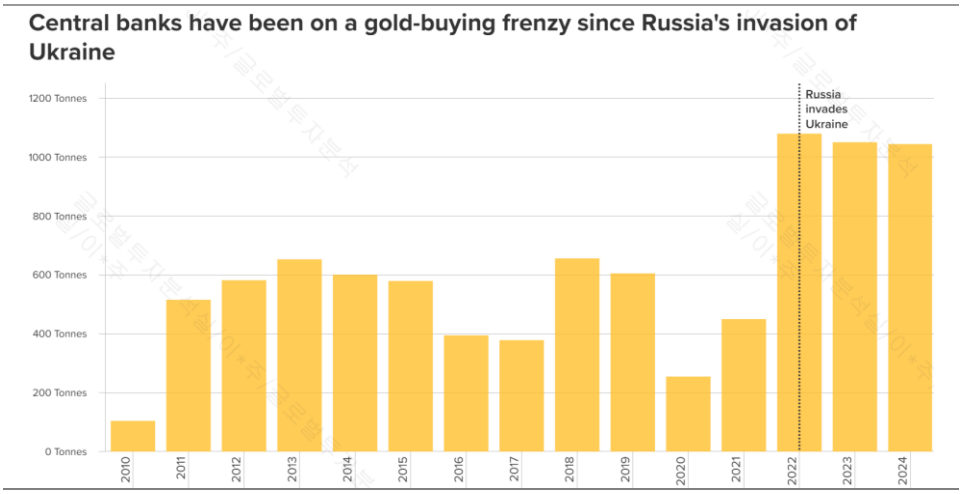
자료: European Parliament, 하나증권

도표 2. 글로벌 외환 보유고에서 금 매입 확대 (22년 이래 점유율 급속 상승)



자료: IMF, 하나증권

도표 3. 러-우 전쟁 발발 이후 크게 늘어난 글로벌 중앙은행의 금 매수



자료: Atlantic Council, 하나증권

도표 4. EU의 러시아 동결 자산과 우크라이나 자금 지원 관련 Key Point

Key point	Financing Ukraine in 2026 and 2027 발췌
동결 자산 규모	- 전 세계에 동결된 러시아 중앙은행 자산은 약 €300bn, 이 중 약 70% (€210bn)**가 EU 관할 금융기관에 보관됨
자산 위치 집중	- EU 내 동결 자산의 상당 부분이 벨기에 Euroclear 에 집중됨 (62.2%)
우크라이나 자금 공백	- EU 집행위는 추가 지원 없을 경우 우크라이나가 2026 년 초 자금 고갈 가능성 명시
필요 자금 규모	- 2026 년 우크라이나 예산에서 국제 지원 필요액 €43bn, 이 중 확정된 지원은 €22bn 에 불과
EU 의 선택지	- EU 집행위는 2026~27 년 지원을 위해 ① 배상 대출 (reparations loan) 또는, ② EU 공동 차입 두 가지 옵션을 제시
배상 대출 구조	- 배상 대출은 동결 자산에서 발생한 현금성 잔고 (cash balances)를 활용하며, 최대 €210bn 규모 가능
법적 논리	- EU 는 러시아 중앙은행의 자산 소유권은 유지되며, 사용되는 것은 자산에서 발생한 현금 흐름이라는 입장
무기한 동결	- 2025 년 12 월 EU 이사회는 러시아 중앙은행 자산의 무기한 이전 금지를 법제화
회원국 반대	- 벨기에가 가장 강하게 반대, 이탈리아·불가리아 등 일부 국가 동조, 헝가리·슬로바키아는 모든 추가 지원 반대
GNI 기준 보증	- 배상 대출 리스크는 회원국 GNI 비중에 따라 보증 분담하도록 설계됨 - European Parliamentary Research Service Figure 2 참고
대체 시나리오	- EU 합의 실패 시 'coalition of the willing' (EU 외 또는 부분 참여) 가능성 명시

자료: 하나증권