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.

2026년 2월 19일 | Global Asset Research

자산배분의 창(窓)

ECB의 유동성 프레임워크 재정비의 함의

ECB 금리 동결보다 중요했던 유동성 질서의 변화 신호

유럽중앙은행(ECB)은 2월 통화정책회의에서 정책금리를 동결했다. 예상된 결정이었고 시장도 이를 무리 없이 소화했다. 그러나 이번 회의의 핵심은 금리 수준이 아니라, ECB가 동시에 언급한 새로운 '유동성 프레임워크'에 있다. 이는 글로벌 금융위기 이후 유지되어 온 연준 중심의 달러 유동성 질서가 더 이상 고정된 전제가 아닐 수 있다는 인식을 반영한다.

변화의 출발점은 미국이다. 트럼프 행정부는 연준의 통화정책뿐 아니라, 연준이 수행해 온 기능의 범위 자체를 다시 설정하려는 흐름을 보이고 있다. Kevin Warsh의 의장 지명은 이를 상징한다. 그는 대차대조표 확대, 상시적 QE, 그리고 광범위한 글로벌 달러 유동성 공급에 비판적인 인물이다. 이는 단순한 금리 정책 조정이 아니라, 연준이 사실상 수행해 온 글로벌 중앙은행으로서의 역할 (해외로의 달러 유동성 확장과 이를 전제로 한 타국의 재정·투자 확대를 간접적으로 뒷받침)을 축소하려는 방향과 맞닿아 있다. 특히 달러 스왑라인이 과거처럼 자동적으로 가동되는 안전판이 아니라, 전략적·정치적 판단의 대상이 될 수 있다는 점이 중요한 변화이다.

달러 스왑과 EUREP, 뭐가 다르지?

달러 스왑라인의 의미는 위기 국면에서 더욱 분명해진다. 유럽 은행들은 달러 자산과 달러 부채를 동시에 보유하고 있으며, 위기 시 달러 자금시장이 경색되면 필요한 달러를 확보하기 어려워진다. 이 경우 유로를 매도하거나 달러 자산을 급히 처분하는 압력이 발생하고, 이는 환율과 글로벌 자산시장 변동성을 동시에 확대시킨다.

연준과 ECB 간 달러 스왑은 바로 이 지점을 차단해 왔다. ECB가 연준으로부터 달러를 공급받아 은행에 전달함으로써 강제 매도와 환율 급변을 막는 구조였다. 달러 스왑은 유럽 금융 시스템의 '달러 부족'을 외부에서 흡수하는 장치였다.

이에 비해 ECB가 강화하려는 EUREP (Euro Repo Facility for Central Banks, 유로 레포 라인)는 성격이 다르다. 이는 외국 중앙은행이 보유한 유로 표시 국채를 담보로 유로 유동성을 조달할 수 있도록 하는 장치로, 위기 시 유로 국채의 급격한 매도 압력을 완화하고 유로 자산의 담보 가치를 높이는 효과를 기대할 수 있다. 그러나 EUREP는 달러 부족을 직접 해결하지는 못한다. 즉, 내부 방어선 강화이지, 외부 달러 접근권을 대체하는 구조는 아니다.

유럽의 부담은 구조적 문제

지난 15년간 유럽은 ECB의 개입 가능성과 달러 유동성이라는 외부 신뢰를 기반으로 재정 확장을 이어왔다. 산업 정책, 에너지 전환, 국방 지출 확대 등으로 재정 지출은 빠르게 늘었지만, 국채 금리와 환율은 비교적 안정적으로 유지됐다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

그러나 이 구조는 높은 성장률 위에서 형성된 것이 아니다. 인구 고령화와 생산성 둔화로 중기 성장 잠재력은 제한적인 반면, 재정 지출은 구조적으로 확대되고 있다. 이러한 환경에서 국채 금리 상승은 단순한 시장 변동이 아니라, 재정 지속 가능성에 대한 직접적인 의문으로 이어진다.

재정 확대와 ECB의 재투자 축소가 동시에 진행되면서 시장이 흡수해야 할 국채 물량은 증가하고 있다. 은행과 보험사 등 규제 기반 수요가 상당 부분을 떠받치고 있지만, 이를 제외한 잔여 물량은 금리 조정 없이 소화되기 어렵다. 금리 상승은 재정 취약국의 조달 비용을 높이고, 국채를 대량 보유한 은행의 건전성에도 영향을 줄 수 있다. 유동성 장치는 시간을 벌어줄 수 있지만, 재정과 성장 구조에 대한 신뢰를 대신하지는 못한다.

자산배분의 관점: 자동적 달러 공급이 전제되지 않는다면..

달러 유동성이 자동적으로 공급된다는 전제는 더 이상 당연하지 않다. 트럼프 행정부가 달러 접근권을 전략적 수단으로 활용할 가능성을 열어두고 있는 상황에서, 위기 시 외부 유동성 접근이 조건화될 수 있다는 점은 시장 판단의 중요한 변수로 자리 잡고 있다.

이 환경에서는 단기 금리 전망에 집중하기보다, 유동성 구조 변화 속에서 상대적으로 유리해질 수 있는 자산을 점검하는 접근이 필요하다. 금과 은은 특정 통화 체제에 의존하지 않는 자산이라는 점에서 다시 주목받을 가능성이 있다. 달러 및 달러 자산은 발권 통화 접근권을 내장한 자산이라는 점에서 위기 국면에서 상대적 강세를 보일 수 있다. 엔화 역시 글로벌 포지션 청산 과정에서 수요가 유입되는 통화라는 점에서 일정 부분 수혜가 가능하다.

유럽이 내부 방어 장치를 강화하고는 있지만, 달러 접근 구조의 변화 가능성 자체가 사라진 것은 아니다. 따라서 자산배분은 단기 정책 신호보다 통화 질서 변화라는 큰 흐름을 기준으로 방향을 설정할 필요가 있다.

도표 1. 유동성 프레임 워크 및 레포라인 관련 발언 (2/5 ECB 기자회견)

We are looking at our liquidity framework – and that the repo line to be distinguished from the swap lines – the repo lines are in progress in terms of reframing them, opening up the access, and making them more attractive to other national central banks

*** 라가르드 총재는 ECB가 현재 "유동성 프레임 워크 자체"를 재검토 중이며 특히, 레포라인(EUREP)을 스왑라인과 구분해 재설계하고 접근성을 확대할 것이라 밝힘**

자료: EUROPEAN CENTRAL BANK, 하나증권

도표 2. 보다 구체적인 확대 방향 (2/5 ECB 기자회견)

*** 라가르드 총재는 환율 논의 도중에 재차 "레포라인 (EUREP)을 유로존 밖 중앙은행까지 확대하는 작업이 진행 중임을 확인**

"…it is a fact that we are looking at our liquidity framework and that the repo lines … are in progress … opening up the access and making them more attractive to other national central banks outside the euro area and outside Europe

자료: EUROPEAN CENTRAL BANK, 하나증권

도표 3. 유럽 금융시장 스트레스 대비 필요성 (뮌헨 안보회의 2/14)

*** 라가르드 총재는 시장 스트레스가 유로 표시 자산의 급매로 이어질 경우 통화정책 전달 경로가 손상될 수 있음을 분명히 함.**

→ 이는 기존의 스왑 중심 유동성 백스톱이 항상 작동한다는 전제를 확실할 수 없다는 인식과도 연결됨

"The ECB needs to be prepared for a more volatile environment… We must avoid a situation where that stress triggers fire sales of euro-denominated securities in global funding markets, which could hamper the transmission of our monetary policy."

자료: EUROPEAN CENTRAL BANK, 하나증권

도표 4. 상시·영구적 백스톱 구축 의지 발언 (뮌헨 안보회의 2/14)

*** 확대된 유로 레포 시설을 전 세계 중앙은행이 사용할 수 있도록 하겠다고 공식화**

*** 과거 일시적/한시적으로 제공되던 레포 라인과 달리, ECB는 상시적이고 영구적인 유동성 백스톱 체계를 구축하려는 계획을 언급**

"This facility will be open to all central banks around the world …"
"The expanded repo facility will be permanent and provide standing access for up to €50 billion to eligible central banks worldwide…"

자료: EUROPEAN CENTRAL BANK, 하나증권

도표 5. 유로의 국제적 역할 강화 발언 (뮌헨 안보회의 2/14)

*** ECB는 글로벌 달러 중심 체계가 도전받는 환경에서 유로화의 상대적 위상을 강화하려는 의도로 판단됨**

"This facility also reinforces the role of the euro. The availability of a lender of last resort for central banks worldwide boosts confidence to invest, borrow and trade in euros…"

자료: EUROPEAN CENTRAL BANK, 하나증권