

Strategy Idea



▲ 글로벌전략
Analyst 이수정
02. 6098-6660
sj_lee@meritz.co.kr

비트코인에 대한 단상

- ✓ 가상화폐 가치 급등락은 투기 버블의 양상
- ✓ 시사점 1) 달러 헤게모니의 완화
- ✓ 시사점 2) 버블은 전염된다

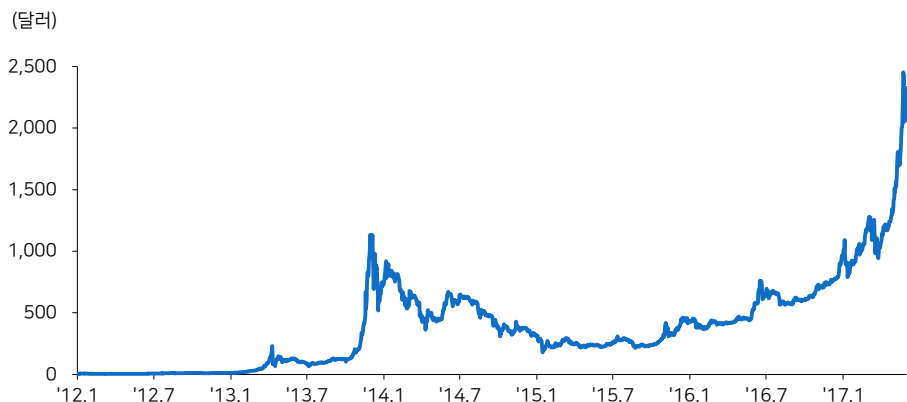
비트코인의 가치는
가상통화 보급화 가능성을 반영

비트코인 버블의 시사점

비트코인은 2009년 나카모토 사토시가 만든 세계 최초의 암호화폐(crypto-currency)로 블록체인 기반의 가상통화다. 블록체인이란 거래정보를 기록한 원장을 특정 기관의 중앙서버 대신 P2P 네트워크에 분산해 공동으로 기록하고 관리하는 기술이다. 분산원장기술은 기존 온라인 거래 공인인증 시스템의 대안으로 각광 받고 있다. 4차 산업혁명 핵심 기술로 거론되기도 한다.

하지만 올해 비트코인 시세가 블록체인의 유망한 미래나 4차 산업혁명 테마를 반영한 것은 아니다. 이들 이슈와 비트코인 가치 사이에는 직접적 연관이 없기 때문이다. 투자자산으로서 가상통화의 가치는 차세대 화폐로 자리잡을 수 있는지의 여부에 달려 있다. 일본이 지난 4월 자금결제법 개정을 통해 비트코인을 정식 지급결제수단으로 인정하면서 개인투자가 급증한 것이 한 예다.

그림1 비트코인 가치 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 가상화폐, 전자화폐, 현금 비교

	가상화폐	전자화폐	현금
발행 기관	없음	금융기관 등	중앙은행
발행 규모	사전에 결정	소비자 수요	중앙은행 재량
법률 기반	현재 없음	전자금융거래법	한국은행법
화폐 단위	독자 단위	현금과 동일	-
교환 가치	수요-공급에 따라 변동	현금과 1:1로 고정	-
거래 기록	불특정 다수	발행기관	불필요
기반 기술	분산원장기술	지급결제청산 인프라	제지, 인쇄술

자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그러나 최근 시세는
투기 버블의 양상

가상통화가 법정통화를 완전히 대체하기는 어렵다. 두 통화가 함께 사용되는 가운데 통화 이용에 따른 상대적 편익이 둘의 유통 비율을 결정할 가능성이 크다. 국제 자금 결제 증가와 정보통신기술의 성장은 가상통화의 사용 빈도를 높일 전망이다. 그러나 이를 감안한다 하더라도 최근의 가치 급등락은 투기 버블에 가깝다.

비트코인은 화폐의 세 기능을
수행하기 위한 조건 결여

화폐는 가치의 척도기능, 가치의 저장기능, 교환의 매개기능을 수행한다. 이를 위해서는 물물교환의 대상이 될 만큼 가치가 있어야 한다. 또한 대중적으로 널리 쓰일 수 있도록 수량이 충분해야 한다. 마지막으로 그 가치가 안정적이어야 한다.

화폐는 상품화폐 → 금속화폐 → 태환을 보장하는 신용화폐(fiat currency) → 태환을 보장하지 않는 신용화폐의 순서로 발전해왔다. 실물화폐, 즉 원자재는 그 자체가 가진 효용가치로 인해 화폐로서의 가치도 보장된다. 법정 신용화폐는 그 액면가에 해당되는 가치를 국가가 보증해준다. 국가는 법적 강제력을 동원할 수 있을 뿐 아니라 보통 해당 통화권에서 가장 큰 채권자이자 채무자다.

반면 비트코인은 내재 가치(intrinsic value)가 없다. 신용을 보장해줄 발행 주체도 없다. 오직 시장 참여자들의 암묵적 합의로 가치가 형성될 뿐이다. 적절한 가치 평가, 즉 밸류에이션은 불가능하다. 이는 비트코인이 태생적으로 갖고 있는 불안 요소다.

무엇보다 최근의 가치 급변은 그 자체로 모순적이다. 비트코인은 차세대 화폐로 자리잡을 수 있다는 기대감에 각광받고 있다. 그런데 이 때문에 투자가 늘어나 가치의 변동성이 높아지면 투자의 전제가 된 화폐로서의 기능은 오히려 후퇴한다. 결론적으로 가상화폐 시스템 자체가 붕괴될 가능성은 높지 않으나 급등했던 가치가 급락할 위험은 상존한다.

버블기에는 특정 자산을 해당 자산에서 발생하는 수익률 때문이 아니라, 그 자산을 다른 누군가에게 더 높은 가격에 매도할 수 있다는 기대에 매입하는 행태가 늘어난다. '더욱 대단한 바보(the greater fool)'는 이를 묘사할 때 사용되는 용어다. 최근 가상화폐 시장에서도 유사한 투기 행위가 빈번하다.

**시장에 버블이 발생했다 해도
종료 시점을 맞추기는 어려움**

하지만 이 글의 작성 목적이 "비트코인 투자는 위험하니 자제하라"는 재미 없는 이야기를 하기 위함은 아니다. 역사적으로 공식적 경고나 도의적인 설득이 버블의 확대를 증지시킨 적은 없었다. 가장 유명한 사례가 1996년 12월 6일 그린스펀 연준 의장의 논평이다. 그는 미국 주식시장이 비이성적으로 과열되었다고 지적했다. 논평 당시 6,600pt였던 다우지수와 1,300pt였던 나스닥 지수는 4년 후 각각 11,700pt와 5,000pt를 넘어섰다.

버블의 발생을 예언하거나 종료 시점을 맞추려는 의도도 아니다. 과거 버블 붕괴는 은행이나 기업의 파산, 어느 투자자의 사기나 횡령 혹은 상품 가격이나 주가의 가파른 하락을 신호탄으로 시작됐다. 이는 개인이 예측 가능한 영역을 벗어난다.

**비트코인 버블의 시사점
1) 달러 헤게모니의 약화**

이번 글에서 논하고 싶은 주제는 비트코인 버블이 발생했다고 가정했을 때 얻을 수 있는 두 가지 시사점이다. 하나는 달러 헤게모니의 약화다. 달러는 1차 세계대전 이후 미국이 초강대국이 되고 2차 세계대전 이후 영국 경제가 소진되자 1944년 브레튼우즈 협정으로 기축통화가 됐다. 1971년 닉슨 쇼크로 인해 금과의 연동이 끊어졌지만 미국의 막대한 국력을 바탕으로 오늘날까지 기축통화의 지위를 유지하고 있다.

현재로서는 비트코인이 달러를 대신해 기축통화가 될 가능성은 희박하다. 그러나 가상화폐의 부상은 분권화를 통해 달러 패권으로 대표되는 기존 화폐 시스템을 약화시킬 수 있다.

지금의 법정화폐는 국가에 의해 통제된다. 따라서 정부 이해관계에 따른 환율 조작, 양적 완화, 금리 조정 등의 정책으로 가치가 조작될 위험이 상존한다. 비트코인의 상대적 메리트는 수학적 알고리즘을 이용해 '발행주체에 의한 가치 조작 문제에서 자유로운 화폐'라는 점이다. 비트코인을 '모든 자산이 한 곳에 모이는 중앙 집권형 은행 시스템에서의 탈피'를 위해 옹호하는 의견도 있다.

시기	제도	환율제도	내용
1870~1914년	금본위제도	고정환율제도	- 금태환
1944년	브레튼우즈 협정	조정 가능 고정환율제도	- 환율변동폭 ±1% - 달러를 기축통화로 사용
1971년	스미소니언 협정	조정 가능 고정환율제도	- 닉슨 대통령, 금태환 정지 선언 - 환율변동폭 ±2.5%로 확대 - 8개국 통화를 기축통화로 사용
1976년	킹스턴 체제	변동환율제도	- 금의 공정가치 폐지 - IMF 특별인출권(SDR)의 역할 증진

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

달러가 기축통화로 사용되면서 미국은 글로벌 시뇨리지(Seigniorage, 화폐주조차익)를 누려왔다. 달러 발행에 따른 인플레이션 충격이 전세계로 분산되는 것이다. 사실 달러를 이용하는 한 미국의 경제적 의도에 어느 정도 종속될 수밖에 없다.

비트코인이 주요 통화로 발전할 경우 이러한 달러 헤게모니는 완화 가능하다. 최근 미국은 기축통화 지위 유지의 필요조건인 자국의 무역적자를 문제 삼으며 달러 약세를 유도하고 있다. 이와 유사한 시기에 비트코인이 부상하기 시작한 것은 우연이 아니다.

비트코인 버블의 시사점
2) 버블은 전염된다

비트코인 버블의 두 번째 시사점은 이 열풍이 다른 시장으로 번질 가능성이 있다. 일단 한 시장에서 버블이 발생했다는 사실은 지금의 제반 환경이 투기 활동을 유발할 수 있는 상태임을 뜻한다. 한 시장의 호황이 다른 시장으로 확산된 역사적 사례는 수없이 많다. 현재의 열풍이 어디로 확산될 지 주시해야 한다.

일반적으로 투기적 확장 국면이 계속될 때는 금리, 결제 속도, 상품 가격의 수준이 모두 상승한다. 주식이나 부동산을 '외부자'가 매입한다는 것은 내부자들, 즉 이 자산을 이전에 매수했거나 소유하고 있던 사람들이 그 주식과 부동산을 매도하고 일정 부분 차익을 실현한다는 의미다. 시장의 신규 진입자가 매수자일 경우 내부자는 반드시 매도자가 되어야 한다. 외부자들의 매수 열망이 내부자들의 매도 욕구보다 강하면 해당 자산이나 유가증권의 가격은 상승 행진을 계속한다.

기업과 개인은 다른 사람들이 투기적 매입으로 이익을 얻는 것을 지켜보면서 선행자 따라하기(follow-the-leader)를 시작한다. 찰스 킨들버거의 《광기, 패닉, 붕괴: 금융위기의 역사》는 이 과정을 표현하면서 "친구가 부자가 되는 모습을 지켜보는 것만큼 사람들의 안락과 판단력을 혼란스럽게 만드는 것은 없다"는 문구를 인용했다.

표3 세계 10대 금융 버블

시기	금융 버블
1) 1636년	네덜란드 툴립 알뿌리 버블
2) 1720년	영국 남해회사(South Sea Company) 버블
3) 1720년	프랑스 미시시피회사(Mississippi Company) 버블
4) 1927~28년	미국 주식시장 버블
5) 1970년대	멕시코를 비롯한 개발도상국에 대한 은행 여신 급증
6) 1985~89년	일본 부동산 및 주식시장 버블
7) 1985~89년	핀란드, 노르웨이, 스웨덴 부동산 및 주식시장 버블
8) 1992~97년	태국, 말레이시아, 인도네시아 등 아시아 여러 국가에서의 부동산 및 주식시장 버블
9) 1990~93년	멕시코에 대한 외국인 투자 급증
10) 1995~2000년	미국 나스닥 주식시장의 버블

자료: 찰스 P. 킨들버거, 로버트 Z. 알리버, 《광기, 패닉, 붕괴: 금융위기의 역사》

버블의 국제적 전염 패턴

버블은 국제적으로도 파급된다. 1980년대 일본 버블은 한국, 대만, 하와이에 큰 영향을 미쳤다. 한 나라에서 발생한 충격이 다른 나라에 영향을 미치는 첫 번째 경로는 차익거래(arbitrage)다. 어떤 나라에서 발생한 상품 가격의 변화가 다른 나라의 거의 동일한 상품 가격에 대등한 변화를 유발하게 된다. 두 번째는 무역 경로다. 한 나라의 국민소득 증가가 그 나라의 수입 수요를 증가시켜 이에 대응하는 다른 나라의 수출 증가를 유발하고, 결국 수출이 늘어난 나라의 국민소득 증가를 가져온다.

세 번째 경로는 자본 흐름이다. 어느 나라에서 유가증권의 수출, 즉 외국인 투자자의 유가증권 매입이 늘어나면 이 유가증권 가격의 상승과 함께 외환시장에서 이 국가의 통화가치도 함께 상승하게 된다. 네 번째로 어느 나라의 투자자들이 갖게 된 정신적 풍요나 비관론이 다른 나라의 투자자들에 영향을 미치는 심리적 연계 작용도 있다. 우리는 현재의 미국 기술주 강세가 국제적으로 확산될 가능성을 염두에 두고 있다.

버블에 당하지 않는 유일한 방법

버블은 항상 터지기 마련이며 투기 버블에 참여하지 않아도 위험에 노출될 수 있다. 이에 당하지 않는 유일한 방법은 초반에 진입했다가 다른 이들보다 앞서 빠져 나오는 것이다. "악마는 가장 뒤처진 사람을 잡아간다(Devil take the hindmost)"는 속담을 음미할 필요가 있다.

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 6월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 6월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 6월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이수정) 동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.