

목차

- I. 대중에게 다가온 ‘디지털 금’ - 비트코인..... 1
- II. 비트코인 선물 상장..... 3
- III. 비트코인의 적정 밸류에이션에 대한 논의..... 5
- IV. Appendix - CME의 시각..... 6

CME와 CBOE의 비트코인 선물 상장

‘디지털 금’의 성질을 갖는 비트코인

2017년 가장 ‘핫’한 자산인 비트코인은 지난 12월 2일 미국달러화 기준 11,000달러를 돌파했다. 올해 960 달러로 시작한 비트코인이 1년도 안돼 약 1,100% 상승한 것이다. 우리는 지난 4년 동안 비트코인을 포함한 암호화폐(cryptocurrency, 크립토크런시) 리서치를 해왔고, 이를 바탕으로 지난 10월 <제4차 산업혁명시대, 비트코인에 투자하라>라는 책을 발간했다. 이 책을 통해 ‘디지털 금’의 속성을 지닌 비트코인을 자산배분의 수단으로 바라보고 장기 적립식 투자를 할 것을 제안했다.

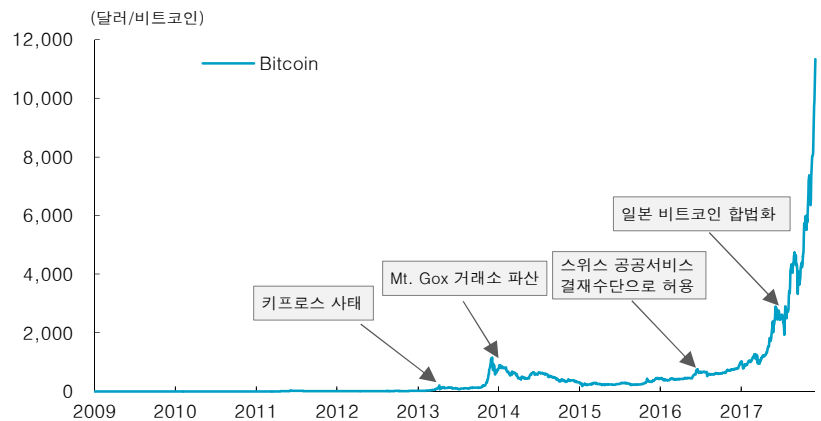
주요 거래소들의 비트코인 선물 상장

12월 1일(금) 시카고 상품 거래소(CME)와 시카고 옵션 거래소(CBOE)는 미국 상품 선물거래위원회(CFTC)로부터 비트코인 선물 상장을 승인 받았다. CBOE는 12월 10일, CME는 12월 18일 거래를 개시할 예정이다. 비트코인 선물은 기관투자자들의 참여를 끌어들이며 시장의 유동성을 증가시키고 그 동안 개인의 투기심리에 의존해 움직였던 비트코인의 변동성을 낮춰 줄 것이다. 무엇보다도 비트코인의 적정 밸류에이션에 대한 합리적 논의를 기관투자자가 주도해가면서 진정한 투자자산의 위치를 확립하는데 큰 역할을 할 것으로 기대한다.

비트코인과 알트코인의 격차는 더욱 커질 듯

역사가 가장 오래된 비트코인은 다른 암호화폐(알트코인, Altcoin) 대비 소유자가 분산되어 있어 네트워크 효과의 장점을 누릴 수 있다. 더불어 선물 상장으로 기관투자자의 참여가 예상되면서 비트코인의 상대적인 투자매력은 다른 알트코인에 비해 더욱 커질 것이다.

비트코인 타임 라인



자료: Bloomberg, 한국투자증권

안혁, CFA
ray.ahn@truefriend.com

김영민
ymkim@truefriend.com

I. 대중에게 다가온 '디지털 금' - 비트코인

2017년 가장 '핫'한 자산

2017년 가장 '핫'한 자산인 비트코인은 지난 12월 2일 미국달러화 기준 11,000달러를 돌파했다. 올해 960 달러로 시작한 비트코인이 1년도 안돼 약 1,100% 상승한 것이다. 하지만 동시에 비트코인의 빠른 상승속도를 두고 거품이라고 보는 시각도 높다.

<제 4차 산업혁명시대, 비트코인에 투자하라> 핵심 내용

우리는 지난 4년 동안 비트코인을 포함한 암호화폐(cryptocurrency, 크립토크런시) 리서치를 해왔고, 이를 바탕으로 지난 10월 <제4차 산업혁명시대, 비트코인에 투자하라>라는 책을 발간했다¹. 대중의 눈높이에서 비트코인의 원리와 함께 '디지털 금'의 속성을 지닌 비트코인을 자산배분의 수단으로 바라볼 것을 제안했다. 이 책의 핵심 내용은 아래와 같다.

▶ 비트코인은 은행이다

비트코인은 블록체이라는 장부를 바탕으로 비트코인 소유권을 이전시키는 결제 시스템이다. 사용자 입장에서는 현대 은행과 유사한 송금 기능을 제공하기 때문에 비트코인 거래를 일반적인 화폐 거래로 보기보다 '비트코인'이라는 이름을 가진 은행의 주식(소유권)을 거래하는 개념으로 이해하길 권한다.

▶ 비트코인의 기회와 한계

비트코인은 발행량이 제한되어 있어 금과 같은 희소성을 지녀 인플레이션 헤지를 기대할 수 있다. 또한 송금 수수료가 낮아 개인간의 해외 송금 시장을 대체할 수 있다. 하지만 블록체인에 기반한 비트코인은 잘못된 거래를 되돌릴 수 있는 중앙관리자가 없기 때문에 정부와 회사 같은 기관의 결제수단으로 사용하기 어렵다. 이러한 결제 위험 때문에 정부가 비트코인을 법정화폐로 받아들일 가능성은 매우 낮다.

▶ 비트코인=디지털 금

발행량이 제한되어 있고 법정화폐가 될 수 없다는 특성 때문에 비트코인은 금분위제 폐지 이후 상품(commodity)으로서의 금의 속성을 가지고 있다. 단, 물리적으로 존재하지 않기 때문에 '비트코인=디지털 금'으로 정의하고 비트코인을 분석할 것을 추천한다. 또한 비트코인을 상품으로 본다면 비트코인이 화폐인지 아닌지에 대한 논쟁은 애초에 의미가 없다.

▶ 장기 적립식 투자전략 추천

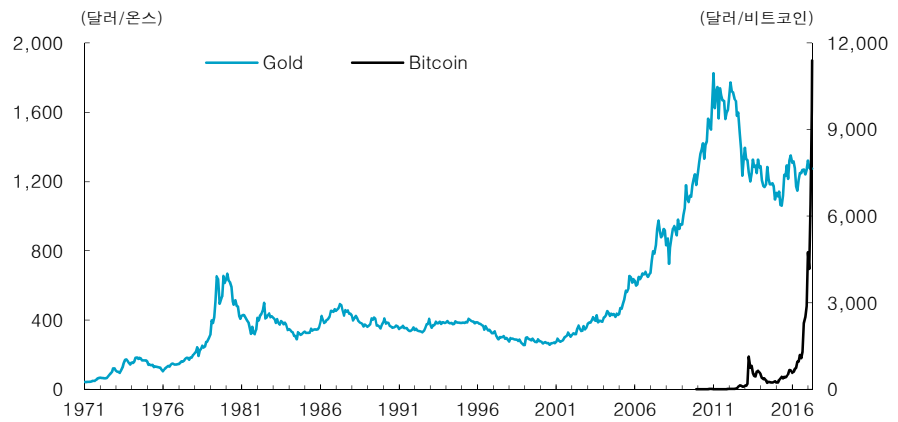
비트코인이 금과 유사한 속성을 갖고 있기 때문에 비트코인의 투자목적은 안전자산 확보에 있고, 이 투자목적에 적합한 투자전략은 장기 적립식 투자전략이다. 실제로 유럽 재정위기와 같은 주요 위기 상황에서 비트코인의 가치는 금 가격과 같이 상승했다.

▶ 1등 암호화폐인 비트코인

비트코인은 암호화폐 중 소유권이 가장 분산되어 네트워크 효과를 누릴 수 있으며, 가장 오랜 시간 동안 사고 없이 안정적으로 유지되고 다양한 노드(node)와 채굴자(miner)의 참여로 향후에도 가장 안전한 1등 암호화폐의 위치를 차지할 것으로 판단해 여러 암호화폐 중 투자자산으로 가장 적합하다.

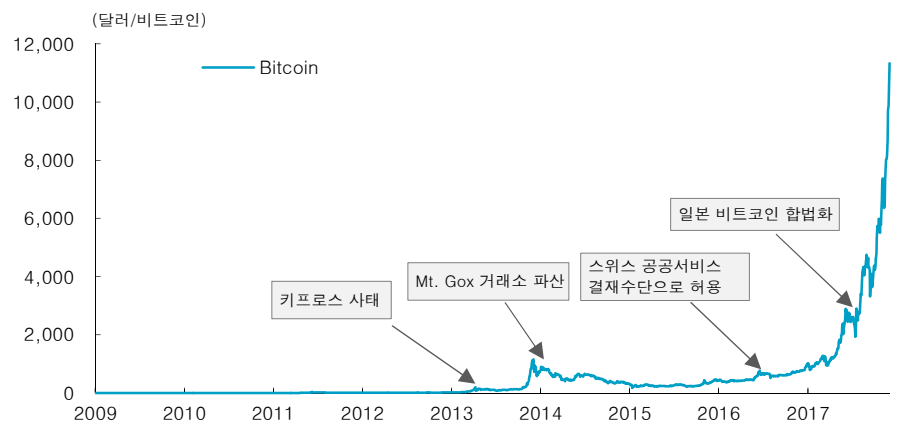
1 원앤원북스, <제4차 산업혁명시대 비트코인에 투자하라>, 안혁, 2017. 11. 1

[그림 1] 금본위제 폐지 이후 금 가격과 비트코인 가격 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 비트코인 타임 라인



자료: Bloomberg, 한국투자증권

용어정리: 가상화폐(X), 암호화폐(O)

우리는 국제 기준에 맞춰 비트코인과 이더리움 등을 암호화폐, 영어로는 크립토크러NCY (cryptocurrency)로 표기할 것이다. 우리나라에서만 쓰는 ‘가상화폐’라는 단어는 넓은 의미에서 은행이 발행하는 신용과 게임회사에서 사용하는 사이버머니를 포괄하는 개념이므로 비트코인을 지칭할 때 적절하지 않다. 또한 ‘가상’이라는 단어가 암호화폐의 실질적인 기능을 격하시켜 적절한 가치평가에 편향(bias)을 가져올 수 있다. 현재 국제적으로 암호화폐(cryptocurrency)라는 단어가 공식적인 용어로 통일되어가는 중이며, 이에 맞춰 가상화폐 거래소로 마케팅 했던 국내 거래소들 역시 암호화폐 거래소로 명칭을 정정하고 있다.

II. 비트코인 선물 상장

CBOE와 CME의 비트코인 선물 상장

비트코인 선물 상장을 위한 거래소들간의 경쟁이 치열하다. 그 선발주자에는 시카고 상품 거래소(CME)와 시카고 옵션 거래소(CBOE)가 있다. 두 거래소는 연내 비트코인 선물 상장 계획을 발표했으며, 드디어 지난 금요일 두 거래소는 미국 상품선물거래위원회(CFTC)의 승인을 받아 비트코인 선물 출시만을 기다리고 있다.

CBOE 12월 10일, CME 12월 18일 상장 예정

CME는 지난 12월 1일(금) CFTC의 승인 소식과 함께 12월 18일 비트코인 선물거래 개시를 발표했다². 세계 최대 상품 거래소의 명성에 걸맞게 비트코인 선물 최초 상장 거래소로 기대를 모았지만, CBOE가 CME보다 약 1주일 빠른 12월 10일 비트코인 선물거래 출시를 뒤늦게 발표하며 최초 선물시장 지위를 얻게 될 예정이다³. 또한 CBOE는 12월 동안 거래비용 유예라는 다소 파격적인 프로모션을 통해 비트코인 최대 선물시장 지위에 대한 의지를 보이고 있다.

선물 상장을 통해 시장 유동성 증가와 변동성 축소 효과 기대

우리는 비트코인 선물 상장을 비트코인 탄생 이후 가장 중요한 사건으로 판단한다. 선물 상장을 통해 그 동안 높은 결제 리스크 때문에 투자를 할 수 없었던 기관투자자들의 참여가 크게 증가할 것이기 때문이다. 기관투자자들의 참여는 시장의 유동성 증가와 더불어 그 동안 개인의 투기심리에 의존했던 비트코인의 변동성을 낮춰 줄 수 있다. 무엇보다도 기관투자자들의 참여는 비트코인의 적정 밸류에이션에 대한 합리적인 논의를 시장에 이끌어 진정한 투자자로서의 위치를 확립하는데 결정적인 역할을 할 것이다. 우리는 앞서 설명한 바와 같이 네트워크 효과와 안정성 측면에서 다른 암호화폐 대비 비트코인의 투자가치가 높다고 전망했는데, 비트코인 선물의 상장은 이러한 비트코인의 위치를 더욱 확고하게 해 줄 것이다.

〈표 1〉 시카고 옵션 거래소(CBOE)의 비트코인 선물 개요(fact sheet)

항목	내용
계약 단위	Gemini 거래소 기준 비트코인 가격에 따른 비트코인 1개
최소호가변동폭	10.00points USD/XBT = \$10.00/1계약 스프레드: 0.01points USD/XBT = \$0.01/1계약
거래 시간	정규 - 8:30AM ~ 3:15PM 야간 - 월: 5:00PM(일) ~ 8:30AM, 화~금: 3:30PM ~ 8:30AM
상품 코드	선물: XBT 정산가치: XBTS
상장 주기	초기에는 최근 3개월물 최근 4개주("weekly"), 3개월("serial"), 3월 주기 분기월물 3개 까지 발행 가능
거래 종료	최종거래일은 계약일의 셋째 주 금요일 2거래일 전
포지션 한도	1) 만기 불문 순매수/매도 포지션 5,000 계약 이상 보유 불가 2) 만기 5거래일 전부터 만기일까지 순매수/매도 1,000 계약 이상 보유 불가
블록 매매 최소수량	50 계약
최종 결제	최종 거래일 Gemini 거래소 산정 기준 비트코인 가격이 최종 결제가격이 되며 현금 결제

자료: CBOE, 한국투자증권

² CME Group, <http://www.cmegroup.com/media-room/press-releases/2017/12/01/cme_group_self-certifiesbitcoinfuturestolaunchdec18.html>, 2017. 12. 1

³ CBOE, <<http://ir.cboe.com/press-releases/2017/12-04-2017>>, 2017. 12. 4

〈표 2〉 시카고 상품 거래소(CME)의 비트코인 선물 개요(fact sheet)

항목	내용
계약 단위	CME CF 비트코인 기준 가격 (BRR)의 정의에 따른 비트코인 5개
최소호가변동폭	아웃라이트: \$5.00/1비트코인 = \$25.00/1계약 캘린더 스프레드 및 BTIC: \$1.00/1비트코인 = \$5.00/1계약
거래 시간	CME Globex 및 CME ClearPort: 일요일 ~ 금요일 중부시간 오후 5:00 ~ 오후 4:00 BTIC: 일요일 ~ 금요일 중부시간 오후 5:00 ~ 오전 10:00 또는 오전 11:00 (런던시간 오후 4:00)
상품 코드	아웃라이트: BTC BTIC: BTB
상장 주기	3월 주기 분기월물(3, 6, 9, 12월) 중 최근2개 분기와 분기월물이 아닌 연속월물 중 최근월 2개
거래 종료	최종거래일은 계약월의 마지막 금요일 만기되는 선물의 거래는 최종 거래일의 런던시간 오후4:00에 종료
포지션 한도	현물 포지션 한도는 1,000계약. 전체월물 합산 포지션 또는 현물월이 아닌 어느 단일 월 물에의 포지션이 5,000계약 이상시 포지션설명 의무가 적용. 대량 미결제 약정 보유 보고 대상 기준은 25계약임.
블록 매매 최소수량	5 계약
가격제한폭	특정 영업일의 가격 한도는 일반적으로 가장 최근의 비트코인 선물 결제 가격(오후 4시에 계산)을 따르는 기준 가격을 참고하여 산출. 기준 가격은 비영업일의 BRR 변동을 반영하기 위해 본 거래소의 전적인 자유재량으로 조정할 수 있음. 일일 가격 변동 한도를 적용하여, 기준 가격이 7%, 13% 상승 또는 하락했을 때 거래 제한이 발동. 기준 가격의 20%를 초과하거나 20% 이상 낮은 가격의 거래는 허용되지 않음.
최종 결제	최종 거래일의 CME CF 비트코인 기준 가격(BRR)이 최종 결제가격이 되며 현금 결제

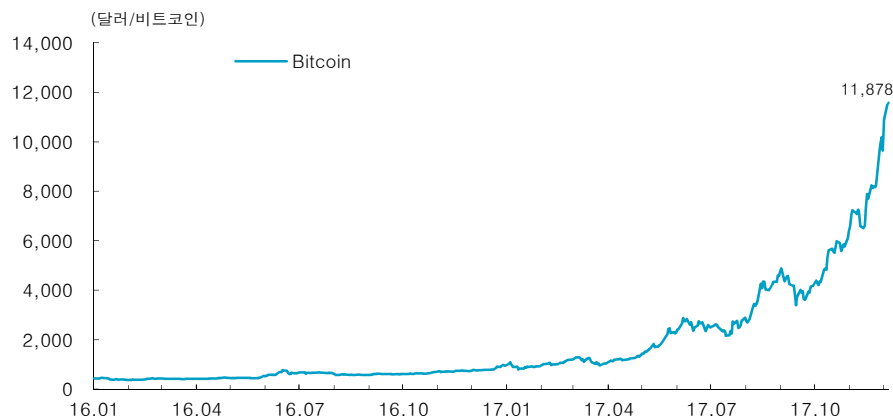
자료: CME Group, 한국투자증권

III. 비트코인의 적정 밸류에이션에 대한 논의

비트코인의 ‘버블’ 논란

비트코인 차트를 보고 있으면 누구나 ‘버블’이라는 단어를 떠올릴 것이다. 그도 그럴 것이 연초대비 약 1,100% 올랐고, 7월 저점 대비 불과 몇 달 만에 430% 상승했기 때문이다. 어쩌면 비트코인 수익률을 이야기할 때 몇 퍼센트보다는 몇 배라는 표현이 더 적절해 보인다. 분명히 현재 비트코인의 급격한 상승은 일반적인 상식에서 벗어난 ‘버블’이다.

[그림 3] 2016년 1월 이후 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 한국투자증권

금과 비교한 비트코인의 가치

하지만 비트코인을 ‘디지털 금’으로 보고 가치를 저장할 수 있는 안전자산으로 본다면, 비트코인의 적정 시가총액을 금과 비교해 판단할 수 있다. 6조 달러(6,600조원)에 해당하는 전세계 50억 온스의 금 시가총액을 비트코인이 대체할 경우 2140년까지 2,100만개가 발행될 비트코인의 적정 가격은 현재 보다 24배 높은 약 285,000달러(약 3억원)가 되어야 한다⁴. 보수적으로 금의 가치저장 역할을 10%만 대체한다고 하더라도 비트코인의 가격은 현재 보다 1.5배 높은 28,500달러에 거래되어야 할 것이다.

물론 비트코인이 금처럼 전세계적으로 인정되는 자산이 되기 위해 넘어야 할 난관은 많다. 역사상 전례가 없는 새로운 자산의 등장 때문에 각국 정부들 역시 관리감독 및 규제책 마련에 혼선을 빚고 있으며, 정부의 인가를 받지 않은 거래소들의 잦은 사고로 암호화폐 전체의 신뢰가 낮아질 수 있다. 또한 단기간에 급격하게 오른 만큼 급락할 경우 전세계 많은 개인투자자들의 피해가 속출할 수 있다.

그럼에도 불구하고 금과 같은 안전자산으로 비트코인의 역할을 기대한다면, 적절한 범위 내에서 장기 투자하는 전략이 최선이라고 판단한다. 비트코인 선물 상장으로 기관투자자들이 대거 유입되면서 초기 가격 변동성은 지금보다 더 커질 가능성이 높지만, 오히려 장기 투자자에게는 이러한 변동성이 비트코인을 보유하기 적절한 기회가 될 것이다. 또한 앞으로 출시 가능성이 높은 비트코인 ETF 등의 금융상품은 거래소 위험을 회피하고 싶은 투자자에게 매력적인 투자상품으로 자리매김 할 가능성이 높다.

⁴ CME Group, <비트코인, 금, 불완전화폐의 진화하는 경제학>, Bluford Putnam, Erik Norland, 2010. 10. 31

IV. Appendix – CME의 시각

비트코인 선물 상장을 추진한 CME는 비트코인에서 어떠한 투자기회를 발견했을까? CME는 2017년 10월 31일에 발표된 <비트코인, 금, 불환화폐의 진화하는 경제학>이라는 글을 통해 비트코인의 미래에 대한 자신의 시각을 밝혔다. <제4차 산업혁명시대, 비트코인에 투자하라>라는 책에서 밝힌 비트코인에 대한 우리의 시각과 일치하는 점이 많아, 이 리포트를 통해 소개하고자 한다. 참고로 현재 비트코인 가격은 이 리포트 작성시점인 10월 31일의 비트코인 가격보다 82% 상승했다.

비트코인, 금, 불환화폐의 진화하는 경제학⁵

화폐의 두 가지 용도 사이에는 갈등이 존재한다. 금, 비트코인과 같은 화폐는 보존가치가 뛰어나지만 교환수단으로서의 기능은 떨어진다. 한편 불환화폐는 교환수단으로서의 기능은 탁월하나 가치 보존력에 대한 의구심을 품게 한다. 특정 통화의 가치 보존력과 교환 매체로서의 기능은 정산 단위 및 후지급 수단 관점에서 해당 통화의 유용성에 영향을 미친다.

공급, 희귀성 및 가치 저장 수단

많은 투자자가 금, 그리고 최근 들어 비트코인을 최고의 가치 저장 수단으로 인식한다. 1971년 이래로 금은 이 문서 작성 시점을 기준으로 1온스당 35달러에서 1,300달러로 3,500% 넘게 가치가 상승했다. 비트코인은 이보다 더 큰 가치 상승을 기록했다. 2010년 7월 19일 비트코인은 0.08달러였으나 이 글을 쓰는 시점에 비트코인은 5,300달러에 육박하고 있어 7년 만에 600만% 이상 상승했다.

금과 비트코인이 훌륭한 가치 보존 수단인지에 대해 모두가 동의하는 것은 아니다. 달러와 같은 불환화폐의 관점에서 볼 때, 비트코인과 금 역시 리스크가 존재한다. 지난 12개월간 금의 표준편차는 12%였다. 1980년부터 1998년 사이에는 금 가격이 70%나 하락했다. 다만 이는 비트코인과 비교할 때 큰 움직임은 아니다. 비트코인은 지난 12개월 동안 60%의 높은 연간 표준편차를 기록했고, 과거에는 175%의 높은 변동성을 기록하기도 했다. 또한, 짧은 역사 동안 이미 93%와 84%의 누적 손실폭(draw down)을 경험했다.

그렇지만 투자자들은 막대한 누적 손실폭을 기록했던 다른 시장에 여전히 투자하고 있다. 1929년부터 1933년 사이에 89%의 하락을 경험한 미국 주식시장은 1954년이 되어서야 회복에 성공했고, 그 이후로 1973년부터 1974년 사이 47%, 2000-2002년에는 50%, 2007년 10월부터 2009년 3월까지의 60%의 누적 손실폭을 경험했다. 원유 가격 역시 2008년 고점에서 현재 67%나 하락한 상태이다. 차이점은 주식과 원유가 가치 저장 수단이라고 주장하는 투자자는 거의 없다는 사실이다. 오히려 위험자산으로 인식하고 있다.

이러한 높은 변동성에도 금과 비트코인이 가치 저장 수단으로 인식되는 이유는 간단하다: 통화공급량이 급격히 증가하지 않으며, 비트코인의 경우 전혀 늘지 않는 날도 발생하기 때문이다. 금과 비트코인의 통화 공급 증가율은 채굴량에 의해 결정된다. 지난 50년 동안 새로 추가된 금 공급량은 기존의 금 재고에 1.1%~2.4% 증가하는 데 그쳤으며, 금 가격은 채굴량에 반비례하는 경향이 있다.

⁵ CME Group, <비트코인, 금, 불환화폐의 진화하는 경제학>, Bluford Putnam, Erik Norland, 2010. 10. 31

이는 미국 달러와 신용 공급 증가율보다 현저히 낮은 수치이다. 2008년 금융위기 이전 14년 동안에도 미국 연방준비은행의 대차대조표는 연간 5.6%의 증가했으며, 2008년 가을 이후에는 연 20%씩 증가했다.

비트코인과 같은 암호화폐(cryptocurrency)는 "채굴"에 의해 공급량을 증가하는 구체적인 프로세스를 보유하고 있다. 비트코인의 경우, 대부분의 채굴 활동은 중국에서 이루어진다. 통화 공급이 엄격히 제한된다는 건 통화 수요가 증가하면서 가격이 치솟을 수 있다는 것을 의미한다. 경제학자이자 노벨 수상자인 로버트 실러 교수와 일부 학자는 비트코인 가격의 급격한 상승이 금융 거품과 닮았다고 언급한 바 있다. 그럼에도 불구하고 실러 교수는 금의 경우, 5,000년 동안 지속된 거품이라는 의견을 제시했다.

비트코인의 채굴 공급은 2009년 이후 빠른 속도로 성장해왔다. 올해는 증가폭이 약 4.2%로 둔화되고 2020년 이후에는 연간 2% 이하로 감소할 것이다. 2140년경에는 마지막 비트코인이 채굴되어 총공급량이 2,100만 개에 도달할 것이다. 비트코인 시장은 이러한 예상을 바탕으로 상승장을 이어가고 있다. 이러한 추이는 매년 시장에 신규 공급되는 9,400만 온스의 금이 금 가격을 하락시키는 점과 대조적이다.

비트코인의 가장 놀라운 사실은 높은 변동성과 빠른 가격 상승률에도 불구하고 코인 1개당 5,800달러라는 가치는 여전히 매우 낮다는 점이다. 2140년까지 2,100만 개의 비트코인이 존재한다고 가정하면 전체 비트코인 시장 총액은 1,200억 달러가 된다. 결코 작은 규모는 아니지만 50억 온스의 금이 보유한 6조 달러의 시장가치에 비하면 현저히 낮은 값이다. 또한 2017년 전 세계 광산에서 채굴되는 9,400만 온스의 금을 현재 시가로 산출하면 1,200억 달러에 이르는 가치를 지닌다. 이는 앞으로 생산될 모든 비트코인의 이론적 가치와 거의 같다. 비트코인이 금과 동일한 가치를 가져야 할 논리적 근거는 없지만, 만일 그렇게 된다면 비트코인의 가격은 현재 보다 45배 높은 약 285,000달러다. 그렇다면 비트코인은 6백만%의 랠리 후에도 여전히 과소 평가되어 있는가?

비트코인, 금, 그리고 불환화폐 수요와 규제

채굴업자들이 금과 비트코인을 공급하지만, 수요 창출은 다른 이야기다. 금의 수요 측면은 주로 보석이자 가치 저장 수단을 제공하는 대체 통화로서의 기능을 한다. 따라서 금리 인상에 대한 기대가 커지면 금 가격은 하락하는 경향이 있으며, 반대의 경우 가격이 상승한다.

반면, 비트코인 수요는 돈세탁, 탈세, 국경 간 자금 흐름 규제를 회피하기 위한 수단이라는 인식이 있다. 높은 수준의 보안으로 거래 내용을 추적하기가 매우 어렵기 때문이다. 하지만 비트코인과 암호화폐 옹호자들은 암호화폐가 범죄 목적으로 사용된다는 인식이 공평하지 않다고 주장한다. 불환화폐 또한 범죄 조직과 탈세자들에 의해 사용되기 때문이다.

전 세계의 규제 기관, 세무 기관, 중앙은행 등은 디지털 통화가 확대됨에 따라 디지털 통화의 불법적인 이용에 대처할 것으로 예상된다. 미국 규제 당국은 이미 실질적인 행동에 나서기 시작했다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 비트코인 사기 소송을 진행하고 있고, 중국도 해외 재산 도피를 목적으로 한 암호화폐 사용을 단속하기 시작했다.

한편 규제 당국들은 암호화폐 플랫폼을 주류 사회에 편입하기 위한 준비에 나서고 있다. 2017년 7월에 CFTC(원자재 선물 거래 위원회)는 새로운 파생상품 청산 기구(DCO)를 승인했으며 비트코인 거래소에 스왑 거래 플랫폼(Swap Execution Facility, SEF)으로 등록하도록 명령을 내렸다. 이 명령에 따라 새로운 DCO는 완전 담보 디지털 통화 스왑(즉, 비트코인 등)의 청산 서비스를 제공할 권한을 부여 받았다. 일본과 한국을 포함한 몇몇 국가들도 합법적인 상거래에 암호화폐의 사용을 장려하는 정책을 펼치고 있다.

교환 매체와 인플레이션의 이점

금은 가치 보존 매체로 입증되었음에도 교환 매체로 사용되지 않는다. 교환 매체로서 금이 안고 있는 문제는 간단하다. 미래 금 가격이 상승할 것으로 기대하면 지금 금을 다른 상품과 교환하지 않을 것이기 때문이다. 이 문제는 비트코인 및 기타 암호화폐에도 적용된다. 2017년 6월에 4만 달러짜리 자동차를 구입하기 위해 비트코인 20개를 지불했다면 10만 달러에 육박한 비트코인의 가격을 보며 후회할 것이다.

거래의 압도적 다수는 중앙은행이 발행하는 불환화폐로 이루어진다. 불환화폐는 시간이 지남에 따라 가치를 잃는 경향이 있다. 언급한 금과 비트코인뿐만 아니라 소비자 물가 지수에 포함된 상품 바스켓의 가치와 비교해도 상대적 가치를 잃게 된다. 가치의 상실은 불환화폐를 유용하게 만드는 요소이다. 인플레이션에 대한 두려움이 없다면, 통화 보유자는 돈을 소비하기 보다는 저축할 것이다. 지나친 저축은 경제 성장을 저해하고 재정 불안을 초래한다. 일본의 사례가 그러하다. 지난 수십 년 동안 지속된 일본의 디플레이션은 경제 침체와 불황의 원인이 되었다.

마찬가지로 과거에는 금과 은 모두 통화로 광범위하게 사용되었고 둘 모두 바람직한 경제적 결과를 가져오지 못했다. 금 예찬론자들이 집필한 금본위 제도의 장밋빛 역사에도 불구하고 금본위제하에서의 경제적 현실은 가혹했다. 미국은 금본위 제도 하에 높은 경제 변동성과 여러 경기 침체(1873-79, 1884, 1893-98, 1907, 1920 및 1930년대 대공황)를 경험했다. 1877년부터 1933년 사이 프랭클린 루스벨트 대통령이 미국의 금을 압수하고 미국달러를 온스당 35달러에서 21달러로 평가 절하했을 때, 당시의 엄청난 기술적 진보에도 불구하고 1인당 GDP는 단 연 1% 증가하는 데 그쳤다.

회계 단위 및 후지급 수단

변동성이 지나치게 심한 자산은 화폐로 사용되기 어렵다. 미국 달러는 소비자 물가 대비 가치를 잃지만, 점진적인 속도를 유지한다는 장점이 있다. 대조적으로 금과 비트코인을 통한 소비자 물가 책정은 변동성이 과도해 회계 단위로 사용하기 어렵다. 더욱이 후지급 수단으로 이 두 가지 통화를 사용하는 것은 매우 위험할 수 있다.

또한 소비자 물가는 금과 비트코인 관점에서 디플레이션이 더 강력하게 나타나는 경향이 있다. 1999년 12월 이후 소비자 물가는 미국 달러 기준으로 44% 상승했다. 반면 금 기준으로 64% 하락했고, 비트코인의 관점에서 물가는 2010년 말 이후 99.98% 하락했다. 사람들이 금이나 비트코인으로 돈을 빌렸다면 부채 상황은 불가능했을 것이다. 따라서 통화 공급 증가율이 미미하고 장기적 디플레이션이 지속되는 특성이 있는 비트코인과 금이 후지급에 사용될 가능성은 거의 없다.

이것이 바로 불환화폐의 아름다움이다. 중앙은행은 필요한 만큼의 돈을 맘껏 발행할 수 있다. 또한 불환화폐는 이자를 지급한다. 장기 이자율은 투자자가 미래 현금 흐름을 현재로 할인하여 유동성 창출을 돕는다. 근본적으로 불환화폐의 인플레이션은 경제 엔진의 윤활유인 셈이다. 물론 불환화폐나 불환화폐를 발행하는 중앙은행이 비난의 대상이 아니라는 건 아니다. 중앙은행이 충분한 신용을 공급하지 않거나(1930년대 초반의 미국이나 1990년대의 일본), 과도한 인플레이션(1970년대의 미국과 유럽) 또는 초인플레이션(1923년 독일, 현재의 베네수엘라 또는 짐바브웨)을 초래할 가능성이 있다. 광업의 생산량에 의존하는 금본위 제도 및 비트코인과는 달리 중앙은행은 적어도 경제 성장을 유지하는 데 필요한 적절한 양의 통화를 유지할 역할을 지니고 있다.

또한 불환화폐를 보유한다고 반드시 가치를 잃는 것은 아니다. 불환화폐 보유자는 자신이 보유한 자금을 이자를 지급하는 은행 시스템과 채권 시장 안에서 운용하거나, 주식시장에 투자할 수 있다. 1970년대, 2008년 이후 줄곧 그래왔듯 금리가 인플레이션보다 낮음에도 인플레이션에 대처할 수 있었다. 불환화폐는 현금, 수표 또는 기타 금리가 지급되지 않는 계좌에 방치하는 경우에만 가치를 잃게 된다.

특정 통화의 후지급 수단 기능은 귀금속을 토대로 한 통화에서 과도한 인플레이션이 발생하는 이유를 설명한다. 금 또는 은 본위 제도하에서 경제 시스템이 제대로 기능하려면 통화 가치의 훼손이 요구되기 때문이다. 예를 들어, 줄리어스와 아우구스투스 카이사르 치하에서 로마 테나리온에는 4온스의 은이 함유됐다. 250년 후인 3세기 후반까지 같은 동전에는 과거 동전에 함유됐던 은의 2%밖에 함유되어 있지 않았기 때문에 가치가 약 1/50에 불과했다. 이는 극적인 수준의 감가상각처럼 들리지만, 이를 연평균 인플레이션율로 산출할 경우 약 1.6%로, 현대 중앙은행의 목표 금리 수준과 크게 차이 나지 않는다. 로마의 금속 기반 화폐 시스템은 오로지 가치 훼손을 통해서만 기능했다. 로마의 귀금속 통화 가치 훼손 역사는 미래의 유럽 통화가 경험할 가치 훼손의 전조에 불과했다. 유럽의 모든 국가는 프랭클린 루스벨트가 1933년에 실행에 옮긴 정책을 그대로 도입했다. 그들은 자국 통화의 가치를 훼손함으로써 금융 위기를 해결했으며, 때로는 대출 시점에 대출받은 돈보다 가치가 적은 돈으로 상환하는 것이 부채(공공 또는 민간)를 갚을 수 있는 유일한 방법이었다. 이것이 바로 금과 비트코인이 통화로서 안고 있는 아킬레스건이다. 금과 비트코인은 가치 보존력이 있다. 가치 보존력은 디플레이션을 초래하고, 디플레이션은 경제 불안정을 초래한다.

비트코인의 미래

그렇다면 과연 디지털 통화의 가치가 금의 가치에 이를 때까지 비트코인이 앞으로 5,000% 넘는 랠리를 이어갈 수 있을까? 우리는 알 수 없다. 사물의 가치는 다른 사람이 대가로 기꺼이 지불할 돈만큼의 가치를 지니며, 앞으로 사람들이 비트코인을 얻기 위해 얼마나 많은 돈을 기꺼이 지불할 것인지는 알기 어렵다. 그렇지만 귀금속은 비트코인의 업사이드를 제한할 수 있는 한 요소에 대한 통찰력을 제공한다.

금이 유일한 귀금속이 아니듯이 비트코인만이 유일한 디지털 통화는 아니다. 언급했듯이 금 가격은 금 채굴량 증가에 부정적으로 반응할 뿐 아니라 은 채굴량 증가에도 부정적으로 반응한다. 따라서 은 생산의 호황은 금 가격 하락을 동반할 수 있으며 그 반대의 경우도 마찬가지이다.

마찬가지로 다른 디지털 통화의 존재는 비트코인의 가격 상승을 제한할 수 있다. 은 플래티넘이 금과 경쟁하는 것처럼 Ethereum, Zcash, dash, ripple, monero 등의 암호화폐가 비트코인과 경쟁한다. 이러한 경쟁자들은 비트코인의 가치가 10배나 100배 상승하기 전에 비트코인의 가치 상승을 억제할 수 있다.

지난 2년간 1,000여 종의 새로운 디지털 통화가 출시되었다. 몇몇은 실제로 이러한 신규 암호화폐들의 등장이 비트코인의 가격 상승을 제한하고 있다고 주장한다. 비트코인의 가격 상승률은 분명 둔화됐기 때문이다. 심지어 비트코인조차도 사용자 커뮤니티 내의 의견 차이로 비트코인, 비트코인 현금, 비트코인 골드로 분할("분기")되며 원래 비트코인 통화의 새로운 버전이 만들어졌다.

그럼에도 비트코인의 성공이 지속되리라는 주장을 뒷받침하는 요소도 두 가지가 있다. 네트워크 효과와 정부 규제이다. Facebook, LinkedIn 및 다른 웹 사이트나 앱이 소셜 네트워킹을 장악했듯이, 이들 화폐를 받는 거대한 사용자 네트워크를 보유하고 있다는 단순한 이유만으로 비트코인과 이더리움과 같은 기존 암호화폐가 암호화폐 업체를 계속 지배할 가능성이 있다. Facebook에 상응하는 Google+로 소셜 네트워킹 공간에 진출하려 했던 Google의 시도로 볼 수 있듯이 말이다. 비록 Google이 다른 영역으로 확장하고 있지만, 사용자 커뮤니티가 이미 Facebook 플랫폼에 있었기 때문에 Google+는 성공하지 못했다. 이와 유사한 네트워크 효과가 비트코인의 강점으로 작용할 수 있다. 대다수의 커뮤니티가 수용하게 되면, 단순한 모방이 아닌 진정한 대안이 등장하지 않는 한 기존의 플랫폼을 떠나지 않는다.

미국 달러화도 마찬가지다. 미국 달러화가 세계의 준비 통화로 부상한 것은 미국의 규모(세계 인구의 4%와 세계 경제의 약 1/5)와 압도적인 군사력 때문만이 아니라 네트워크 효과이기도 하다. 모든 나라가 자국의 해외 거래를 미국 달러화 기준으로 표시한다. 다수가 미화를 사용하기로 동의하면서 달러가 세계의 유동성을 지배하기 시작했고, 전 세계의 기축 통화가 되었다.

최근 들어 각국 정부가 중국처럼 디지털 통화 거래에 대한 단속을 시작했거나 통화 상품의 상장(ICO)을 규제하기 시작했다. ICO 규정은 새로운 통화의 창출을 제한하는 범위에서 경쟁을 제한하고 비트코인 및 이더리움과 같은 현존 통화의 시장 지위를 향상시키는 의도치 않은 결과를 가져올 수 있다. 자유주의론자들은 정부 규제가 기존 업체를 보호함으로써 진입 장벽을 높인다고 정당한 비난의 소리를 높이고 있다. 불환화폐에도 이 규칙이 적용되지 않을 것으로 믿을 만한 근거는 없다. 한편 규제는 비트코인의 주요 속성과 결합(즉 점근적으로 고정된 통화 공급량)이 없는 새로운 암호화폐의 부상을 가져오고 그에 합법성을 부여할 가능성도 있다. 교환 매체로서 불환화폐를 대체할 디지털 통화는 공급량이 고정되어서는 안 된다.

실제로 미국 연방준비은행과 같은 중앙은행들이 경제 성장을 최적화하도록 설계된 자체 암호화폐를 만들 수도 있다. 그러기 위해서는 아마도 일정한 알고리즘의 어려운 수학적 제약 없이 지속적인 공급 확대와 경제 수요에 부합하는 통화 공급을 제공할 수 있는 암호화폐가 필요할 것이다. 그전까지 비트코인은 일종의 순전히 전자암호 금채 역할을 계속할 수 있다. 즉, 변동성은 심하되 가치 보존력 있는 저장소의 수단으로 인식될 것이다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.