

가상자산은 위험자산일까?

Re-evaluating Cryptocurrency as a Risky Asset Class

관련 자산



Bitcoin BTC
\$41,349.62 (+2.90%)



Ethereum ETH
\$3,118.93 (+1.94%)

Prologue

비트코인과 이더리움은 이제 확고히 제도권 내 안착한 신생 자산군임을 부인하기 힘들다. 이러한 신생 자산의 등장은 그 생소함 때문에 기관투자자들의 자산 배분 결정에 적지 않은 혼란을 일으킬 수 있다. 최근 발간된 메사리 리포트 ‘Re-evaluating Cryptocurrency as a Risky Asset Class’는 가파른 학습 곡선(learning curve)을 올라가려는 투자자들에게 유용한 리포트이다. 비트코인과 이더의 과거 가격 데이터와 다양한 제도권 자산들과의 상관관계 분석을 통해 가상자산이 어떤 리스크-리턴 프로파일의 자산인지 보여준다. 분석 결과는 많은 투자자에게 의외로 다가올 수 있으며 매일 홍수처럼 쏟아지는 뉴스 헤드라인 속에서 자칫 놓칠 수 있는 투자자산으로써 가상자산의 물성을 이해하는 데 도움이 된다. 또한 지금 화두인 인플레이션 전망에 대한 분석도 언급되어 12~18개월의 투자 지평선을 고려하는 투자자들에게 많은 인사이트를 제공해 준다.

2022년 4월 15일

Research Associate 최윤영

Research Associate 정준영

대다수가 회의적이었던 가상자산은 이제 글로벌 금융 시장 내 신생 자산군으로 확고히 자리매김하였다. 비트코인(BTC), 이더(ETH)를 비롯한 주요 가상자산은 시장의 등락을 경험하며 기존 자산군, 지수와 함께 전문가들의 포트폴리오를 구성하는 자산군 중 하나로 자리 잡게 되었다. 가상자산 업계 관계자들은 2008년 비트코인 백서 이후 가상자산을 주류 자산군으로 간주하였지만, 금융 업계가 이를 수용한 것은 그리 오래되지 않았다. 현재 비트코인과 이더리움의 가격은 다른 주요 자산 가격과 함께 매일 언급되고 있으며, 주요 시장 동향 파악 시 언급되는 상위 항목 중 하나가 되었다.



(상단의 뉴스 화면도 불과 수년 전 새로 편성되었다)

주요 시장 동향 파악 시 가상자산을 언급하는 것은 가격 움직임 외에도 그만한 타당한 이유가 있다. 가상자산은 누구나 접근할 수 있는, 개방적이고 탈중앙화된 새로운 금융 시스템과 혁신을 제공한다. 구체적으로는 디파이, 웹3 등의 사용 사례(use case)뿐만 아니라, 중개인 없는 거래와 경제적 보상도 취할 수 있다. 하지만 가상자산의 가격이 상승하면서, 가상자산 산업의 이념이나 새로운 기술에 관심이 없는 사람들까지 가상자산에 관심을 가지게 되었다. BTC와 ETH는 출시 이후 80,000% 이상의 수익률을 달성하였다. 해당 자산은 높은 변동성을 고려하더라도 역사상 가장 우수한 성과를 거둔 투자 중 하나이다. 하방 리스크 대비 초과 수익률을 나타내는 소르티노 지수(Sortino ratio, (기대수익률 - 무위험수익률)/ 손실 낸 경우의 표준편차(변동성))를 살펴본 결과, 조사 기간 BTC와 ETH는 해당 지수가 모두 2.0 이상이었고, 3.0을 웃돌기도 하였다

(이와 유사한 샤프 지수의 경우 자산이 상승할 때 형성되는 양의 변동성과 하락할 때 형성되는 음의 변동성을 모두 '위험성'으로 취급하여, 양의 변동성이 잠재적으로 투자자에게 이익이 될 수 있다는 사실을 반영하기 어렵다는 단점이 있다). 이 수치는 매우 좋은 결과이며, 가상자산이 투자자의 투자 위험 감수도(risk tolerance)에 관계없이 모든 포트폴리오에 포함되어야 함을 뜻한다. 가상자산의 포트폴리오 내 적정 배분율은 투자자가 어느 정도의 변동성을 견딜 수 있는지에 따라 달라지겠지만, 가상 자산의 수익 분포를 고려했을 때 전혀 자산을 배분하지 않는 것은 결코 현명하지 않다.

가상자산의 기록적인 수익 성과와 성장 덕분에 금융권에서는 주식, 채권과 같이 가상자산을 새로운 자산군으로 인식하기 시작하였다. 자산 배분 담당자들은 비트코인과 이더리움의 차이점을 이해하기보다는 가상자산을 거대한 단일 자산군으로 인식하고 있다. 투자자들의 가상자산에 대한 인식과 이해도는 시간이 지나면서 나아지겠지만, 현시점에서는 대부분의 제도권 투자자들 모두 별반 다르지 않다.

기존 금융 시스템 내 투자자들은 자산의 리스크-리턴 스펙트럼(risk-return spectrum)에 기반하여 의사결정하는 것을 선호한다. 이 방법은 포트폴리오의 자산 배분 결정에도 도움을 준다. 수익률이 높을수록 변동성도 높아진다는 것을 감안하여, 투자자는 60/40(주식 60%, 채권 40%) 포트폴리오를 기준으로 기대 수익률을 높이거나 낮추기 위해 더 위험한 자산을 추가하거나 제외할 수 있다. 아래 차트는 투자자문사(advisor)가 투자자에게 제시하는 리스크-리턴 스펙트럼을 예시로 보여주고 있다.



과거 변동성이 높았기 때문에, BTC, ETH 및 기타 주요 가상자산은 상단 그래프에서 우측 상단에 위치하고 있다. 대부분의 투자자문사는 가상자산이 너무 위험하다고 판단하여 아예 가상자산을 리스크-리턴 스펙트럼에 포함시키지 않는다. 이런 유형의 자산은 현금흐름의 유무를 떠나 그 현금이 아주 먼 미래에 발생할 것이고, 다른 자산군보다 변동성이 크다고 전제하고 있다. 결과적으로 대부분의 전통적인 금융 자문가(financial advisor)들은 가상자산을 현금흐름이 제로인 투기 자산으로 간주하고 있다.

“시소의 한쪽에는 내가 거품 자산(bubble asset)이라고 부르는 기술주, 파괴적 혁신주, 가상자산이 있다. 이 시소의 반대편에는 말 그대로 세상의 모든 것이 있다.”

-[리처드 번스타인\(Richard Bernstein\)](#), 전 메릴린치 최고 투자전략가(Chief Investment Strategist)

현금흐름이 제로라는 주장은 가상자산 시장을 전혀 설명하지 못하고 있다. 이더리움 네트워크만 해도 2021년 100억 달러 이상의 현금흐름을 확보하였고, 이는 글로벌 기업에 버금가는 규모이다. 성장률 또한 테크 스타트업 수치보다도 훨씬 큰 규모를 자랑한다. 2021년 3분기 수익은 전년 동기 대비 500% 이상 성장하였다. 하단 차트에는 나오지 않았으나, 2021년 4분기 수익은 43억 달러로 전년 동기 약 2억 3,000만 달러와 비교해 1,000% 이상 증가하였다.

| Company or Protocol | 2021 Profit (\$B) | Revenue Growth (YoY Q3) |
|---------------------|-------------------|-------------------------|
| Apple | \$ 111.9 | 29% |
| Alphabet | \$ 85.3 | 41% |
| Microsoft | \$ 81.9 | 22% |
| Softbank | \$ 48.4 | 8% |
| Facebook | \$ 46.9 | 35% |
| Samsung | \$ 40.5 | 18% |
| Tencent | \$ 34.4 | 13% |
| Amazon | \$ 32.7 | 15% |
| Alibaba | \$ 23.6 | 36% |
| TSMC | \$ 23.1 | 23% |
| McDonalds | \$ 10.1 | 15% |
| Ethereum | \$ 10.0 | 511% |
| Texas Instruments | \$ 9.1 | 22% |
| NVIDIA | \$ 8.8 | 50% |

Source for Profit: companiesmarketcap.com

Source for Growth: macrotrends.net

Source for Ethereum Revenue Growth: Bankless

Source for Ethereum Profit: Messari, Total Fees.

이더리움 프로토콜이 지분 증명(PoS) 방식으로 전환하면 현금흐름이 배분되는 방식은 달라질 수 있으나, 프로토콜 전체의 수익은 달라지지 않는다. PoS로 전환되면 네트워크 참가자들에게 주는 보상이 보다 균등하게 이루어질 것이다. 또한, [이더리움 수수료 소각](#)은 주식의 ‘자사주 매입(Buyback, 자사주 매입 시 주식 수가 감소함으로써 주당 가치가 향상됨. 수수료 소각 시 수요와 공급 영향으로 유통되는 이더의 개당 가치가 높아지게 됨)’처럼 공급량을 줄이기 때문에 이더 보유자에게 긍정적인 영향을 준다. 따라서 이더리움은 순 현금흐름이 지속되며 급성장 중인 테크 기업이라고 할 수 있다. 일반적으로 이같은 특성을 가진 자산은 투자 포트폴리오에 최소 비중(0~5%)이라도 편입되어야 한다.

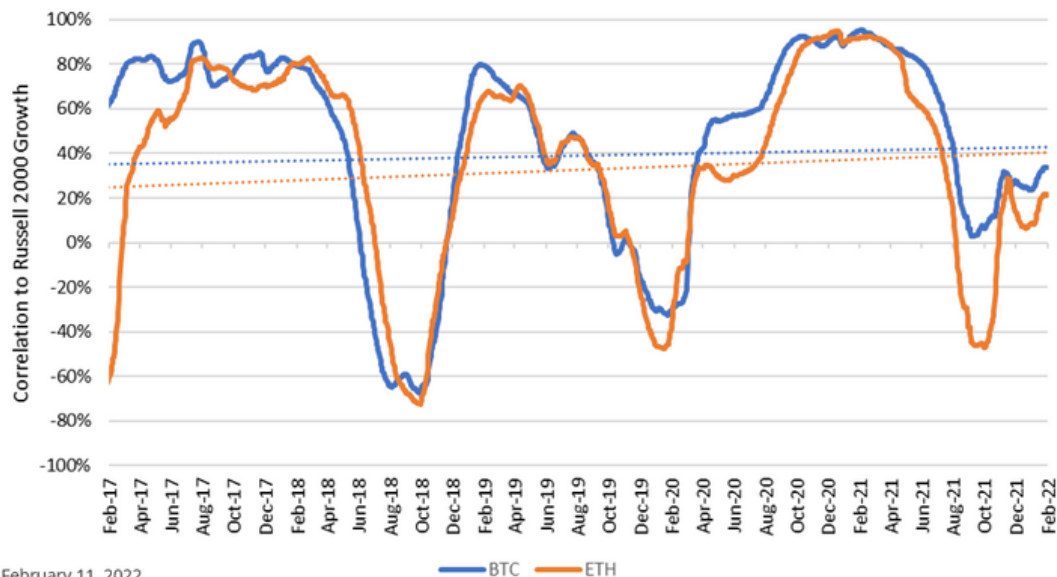
다른 자산과의 상관관계

투자자들은 포트폴리오 구성 자산 간의 상관관계도 고려한다. 투자자들은 음의 상관관계가 있는 자산들로 포트폴리오를 구성하여 어떤 자산의 가격이 떨어질 때 다른 자산의 가격이 상승하여 손실이 줄어들기를 바란다. 이는 전반적인 투자수익률을 안정화시키는 효과를 가져온다. 많은 사람들은 가상자산이 가장 위험한 자산군과 높은 상관관계를 보일 것이라 짐작한다. 그 결과 이들은 자산 배분 시 가상자산 보유로 얻을 수 있는 분산투자 혜택(diversification benefit)이 적을 것이라고 생각한다. 물론 비트코인과 이더리움의 변동성은 높은 편이지만, 두 가상자산은 사람들의 생각과 달리 리스크가 높은 자산과 그다지 높은 상관관계를 보이지 않는다.

MESSARI

Correlation to Risky Growth Stocks is Lower Than Most Expect

Rolling Correlation (180 Day) of BTC/ETH vs Russell 2000 Growth



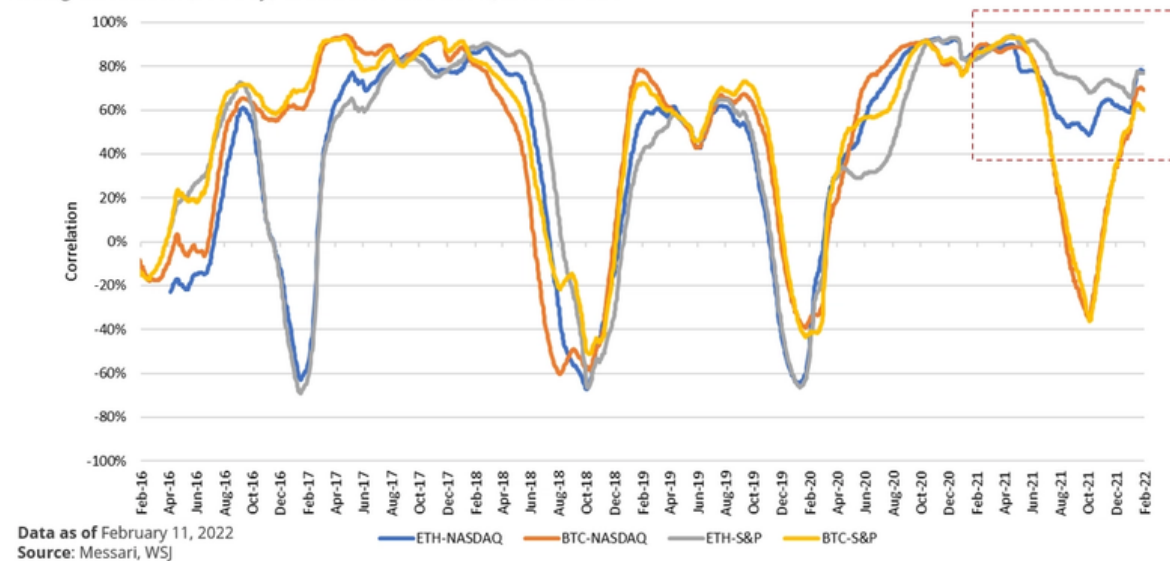
Data as of February 11, 2022
Source: Messari, WSJ

이익 창출이 저조한 소형주에 대한 대표 격으로 러셀 2000 성장주 지수(Russell 2000 growth index, 해당 지수 내 기업 중 1/3이 분석 기간 순이익 적자를 보임)를 사용하여 분석한 결과, BTC는 러셀 2000 성장주 지수와 지난 4년 동안 약 35%의 상관관계를 보였고, ETH는 같은 기간 약 30%의 상관관계를 보였다. 두 자산과 러셀 2000 성장주 지수가 강한 음의 상관관계를 보인 때는 주로 주식시장이 강세인 시기였으며, 위험 회피(risk-off) 성향이 강하게 나타날 때에는 높은 양의 상관관계를 보였다. 흥미로운 것은 최근 들어 ETH와 수익성이 낮은 기술주와의 상관관계가 낮아지고 있다는 사실이다. 이는 이더리움 프로토콜상의 안정적인 현금흐름이 증가하면서 나타난 결과로 보인다.

BTC와 ETH를 S&P500 지수와 NASDAQ 지수(기술주 비중이 높음)와 비교해 보았을 때에도 비슷한 상관관계를 관찰할 수 있다. BTC보다는 ETH가 두 지수와 상대적으로 높은 상관관계를 보였으며, 주식과 유사한 움직임을 보여주었다. 전체 분석 기간 BTC와 두 지수와의 상관관계는 약 40%이며, ETH의 상관관계는 약 45%이다.

Ethereum is Correlating Even More Closely to Cash Flow Generating Stocks as Protocol Cash Flow Increases

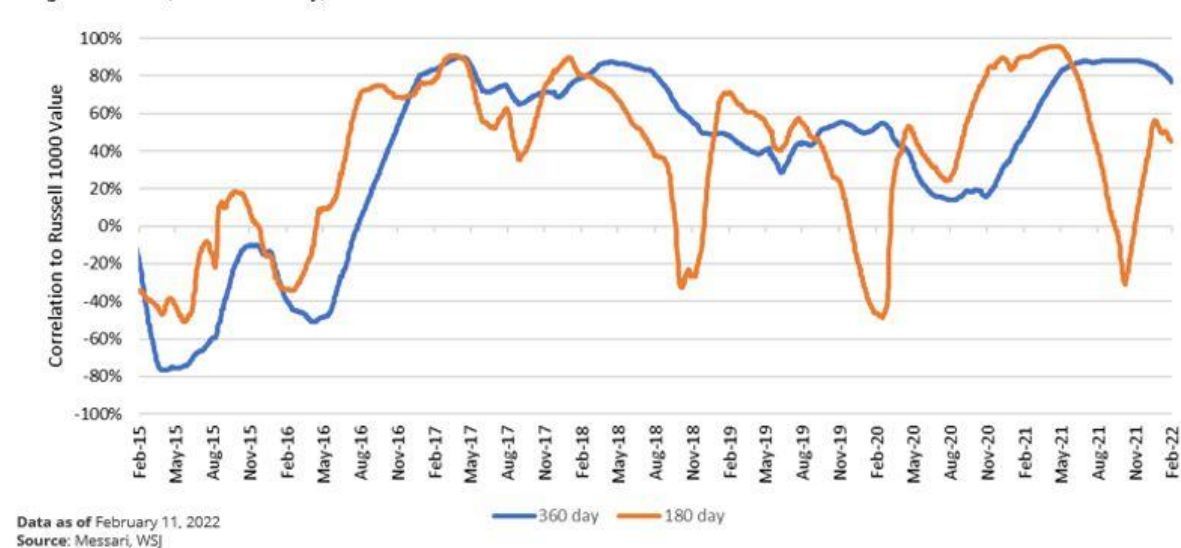
Rolling Correlation (180 Day) of BTC/ETH vs NASDAQ and S&P 500



S&P500 지수와 NASDAQ 지수의 상위 4개 종목은 Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet(Google)으로 동일하다. 따라서 ETH가 현금흐름이 있는 기술주와 비슷한 움직임을 보였다면, BTC는 대형 가치주와 비슷하다고 볼 수 있다. 하단에는 BTC와 러셀1000 가치주 지수(Russell 1000 value index)의 상관관계를 보여주고 있다. 조사 기간 BTC와 러셀1000 가치주 지수는 60% 이상의 상관관계를 보이고 있다. 러셀1000 가치주 지수에서 상위 종목은 버크셔 해서웨이, J&J, JP 모건, 유나이티드 헬스케어, P&G, 뱅크오브아메리카, 엑손모빌 등이다.

BTC is Becoming More Correlated to Value Stocks Over Time

Rolling Correlation (180 and 360 Day) of BTC vs Russell 1000 Value

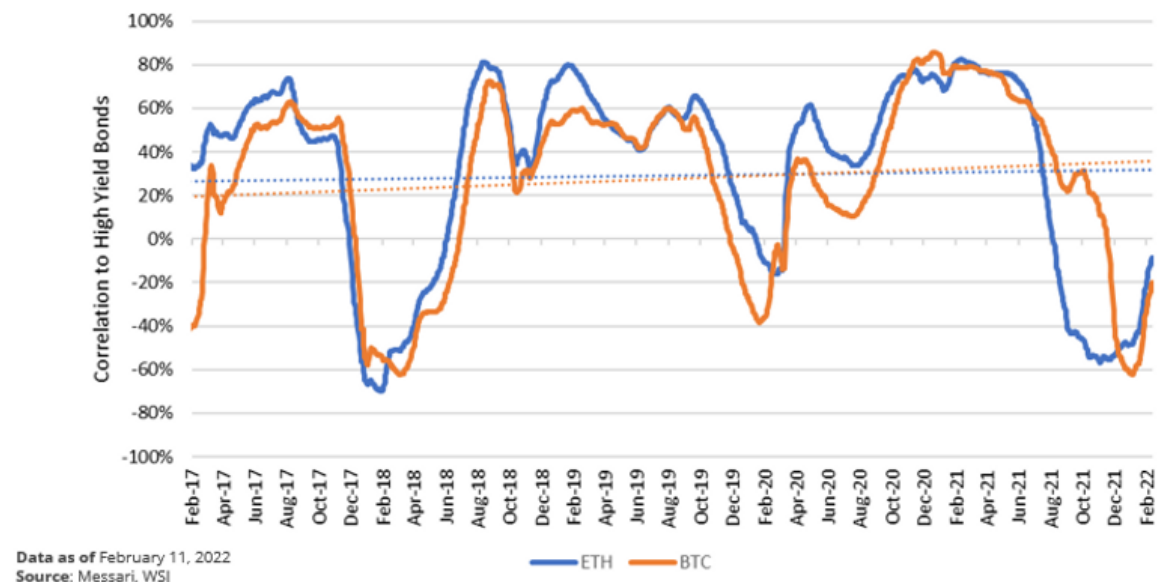


흥미롭게도 BTC 및 ETH의 하이일드 채권(high yield bond)과의 상관관계는 변동이 심하기는 하지만 유사한 모습을 보이고 있다. BTC와 ETH는 미국 하이일드 채권 지수(US High Yield bond index)와 약 25%의 상관관계를 가지고 있으며, 여러 기간에 걸쳐 상관관계가 80%를 기록하기도 하였다. 30일 rolling 기준으로 위험 회피(risk-off) 기간에 두 자산과 하이일드 채권과의 상관관계가 거의 100%에 도달한 경우도 있었다.

MESSARI

Correlation to HY Bonds is Higher than Expected under Stable IRs

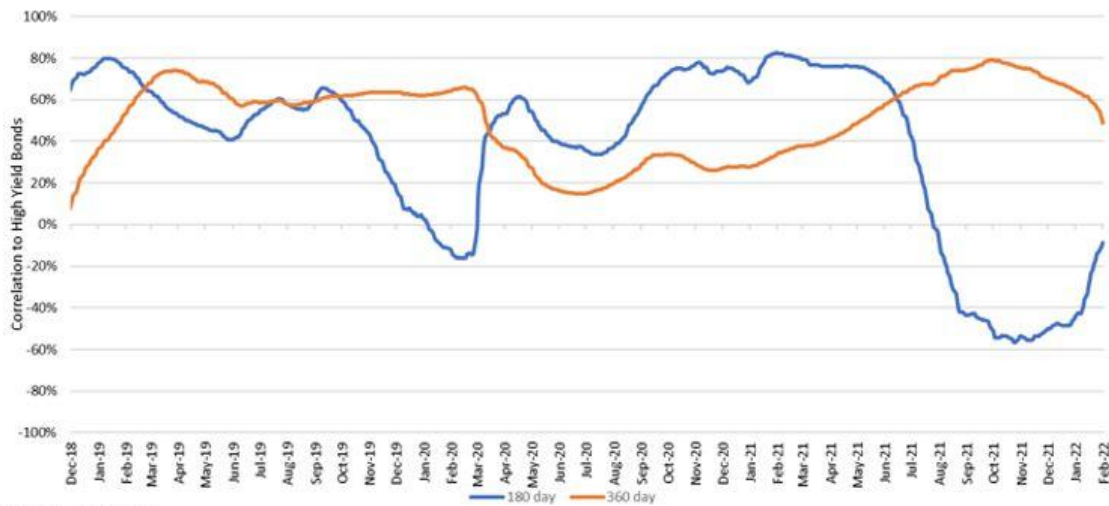
Rolling Correlation (180 Day) of BTC/ETH vs US High Yield



2017년 말~2018년, 그리고 2021년 말 기간에는 하이일드 채권과의 상관관계가 매우 강한 음의 관계를 보였는데, 그 이유는 채권 수익률이 상승하는 기간이었음으로 설명될 수 있다. ETH보다는 BTC가 하이일드 채권과 보다 연동된 움직임을 보이며, 2019년 초까지의 상관관계는 60%를 상회하였다. 이에 대해서는 BTC가 여전히 위험자산의 성향을 가지고 있으면서도 위험자산 중에서는 차츰 리스크가 보다 낮은 자산으로 취급되어 가고 있기 때문이라고 설명할 수 있다. 따라서 리스크를 고려할 때 비트코인 투자자들은 주식과 비슷한 자산인 ETH보다 상대적으로 낮은 수익률을 기대할 것이다.

BTC has Tracked Closer to (HY) Bonds in Stable IR Environments

Rolling Correlation (180 and 360 day) of BTC vs US High Yield



Data as of February 11, 2022

Source: Messari, WSJ

결국 BTC와 ETH의 위험-수익 스펙트럼상의 위치는 투자자들이 일반적으로 인식하는 것만큼 극심하게 높지는 않은 것으로 보인다. BTC는 가치주 또는 하이일드 채권(금리 상승 기간 제외)과 유사하다. ETH는 최근 가격 움직임을 보았을 때 대형 기술주와 유사하다고 볼 수 있다. 이는 이전에는 볼 수 없었던, 최근 들어 새롭게 나타나는 관계이다. 이제 이전 시기에 대하여 ETH와 BTC가 어떤 가격 움직임을 보였는지를 살펴보고 다른 주요 자산군과도 비교해 보려고 한다.

금리 변화

분석 기간이 짧기 때문에 기준금리 인상기와 인하기의 샘플 수가 충분치는 않았다. 그래서 10년물 국채 금리가 급변하는 시기(예컨대, 2022년 초)를 추가하여 분석을 진행하였다.

| Interest Rate Cuts | | S&P 500 | Nasdaq | Russell 2000 | Gold | US Core Bonds | US HY Bonds | BTC | ETH |
|-------------------------------------|---------|---------|--------|--------------|------|---------------|-------------|------|-------|
| Start | Stop | | | | | | | | |
| Jul-19 | Dec-21* | 51% | 87% | 36% | 24% | 3% | -2% | 466% | 1982% |
| No Cut but Period of Falling Yields | | | | | | | | | |
| Dec-13 | Jan-15 | 14% | 17% | 6% | -3% | 3% | -4% | -70% | N/A |
| *Where yields began to climb | | | | | | | | | |

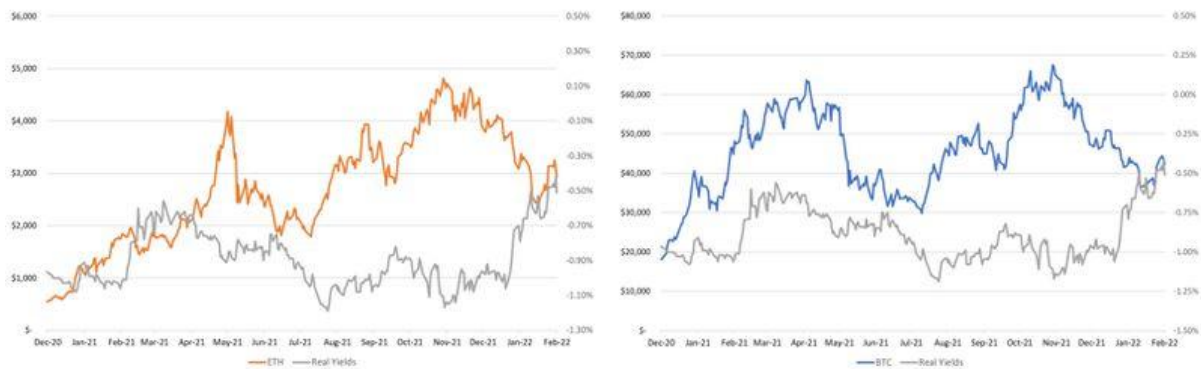
2019~2021년의 기준금리 인하 시기에 위험자산 수익률이 전반적으로 좋았던 것은 놀랍지 않은 일이다. 2013년 12월에는 BTC가 첫 반감기 영향으로 급등해 단기 고점을 보였다. 이후 BTC 가격의 급락은 당시 금리 환경보다 반감기 이슈로 인한 과열 이후의 여파로 보인다.

| Interest Rate Hikes | | S&P 500 | Nasdaq | Russell 2000 | Gold | US Core Bonds | US HY Bonds | BTC | ETH |
|-------------------------------------|--------|---------|--------|--------------|------|---------------|-------------|-------|-------|
| Start | Stop | | | | | | | | |
| Jul-16 | Oct-18 | 39% | 65% | 45% | -11% | -7% | 1% | 876% | 1784% |
| No Hike but Period of Rising Yields | | | | | | | | | |
| Jul-12 | Jul-14 | 45% | 51% | 48% | -17% | -2% | 5% | 9523% | N/A |
| Dec-21 | Feb-22 | -2% | -10% | -5% | 3% | -4% | -3% | -26% | -36% |

지난 10년간 유일한 기준금리 인상기였던 2016~2018년 기간을 보면, BTC와 ETH는 다른 위험자산보다 높은 수익률을 보였다. 한편 위의 표에서 시장금리 상승기였던 아래 두 기간에는 혼재된 결과가 나타났다. 2012~2014년 기간 실질 수익률(real yield, 인플레이션을 반영한 국채 수익률)은 일정 범위에서 유지되었다. 국채 수익률(Treasury yields)은 무위험수익률(risk-free return)로 볼 수 있으며, 인플레이션이 반영된 국채 수익률은 다른 투자에 대한 기준 수익률(hurdle rate)이 된다고 볼 수 있다. 금리가 낮거나 마이너스일 때는 기준 수익률이 높지 않기 때문에 현금을 은행 계좌나 현금성 자산으로 보유하려는 유인이 감소하게 된다. 위험자산은 실질금리에 대하여 민감한 반응을 보인다. 2021~2022 기간에는 실질금리가 한동안 마이너스를 기록하던 중 인플레이션 증가와 함께 빠르게 급등하는 모습을 보였고 BTC와 ETH의 매도 압력이 높아졌다.

Risk Assets Still Remain Inversely Correlated to Real Yields

BTC and ETH vs Real Yields

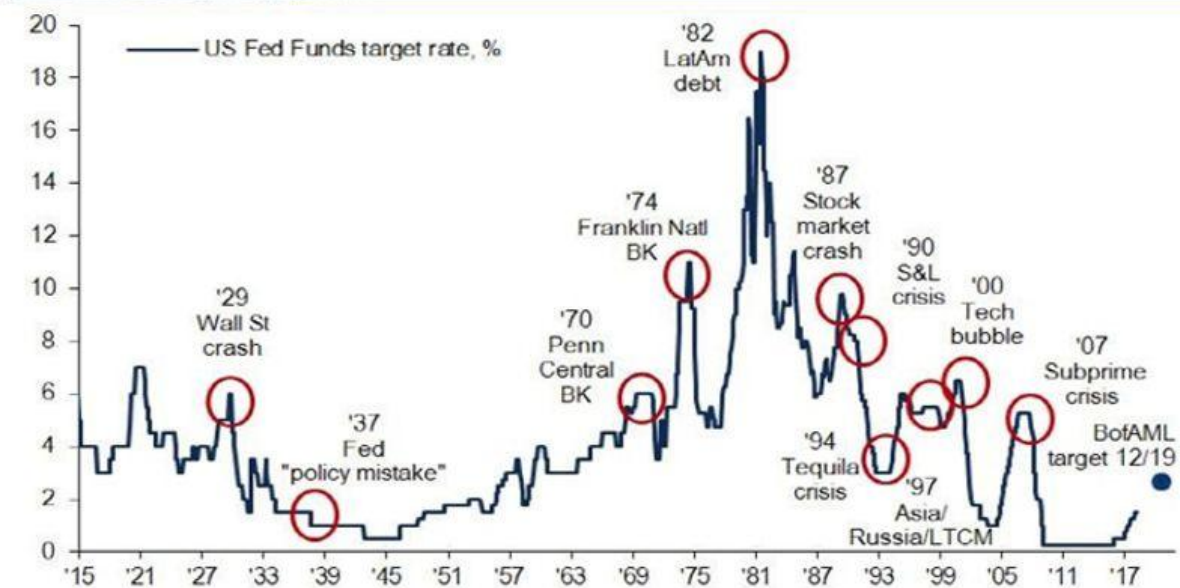


Data as of: February 11, 2022

Source: Messari, Federal Reserve of St. Louis

향후 기준금리 및 실질금리가 지속해서 상승한다면, 위험자산은 과거와 같이 매도세를 보일 것으로 예상된다. 매도 구간 중 BTC와 ETH는 아직은 위험자산으로 분류된다. 하단의 Bank of America의 차트에서 나타나듯 기준금리 인상기에는 시장이 하락기로 접어드는 경우가 많은 것을 볼 수 있다.

Chart 25: How Fed tightening cycles end



Source: BofA Merrill Lynch Global Investment Strategy, Bloomberg

출처: [뱅크오브아메리카](#)

변화하는 인플레이 환경

위에서 인플레이션은 실질금리를 통해 자산 가격에 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 비트코인과 이더리움의 출시 이후 현재까지 인플레이션은 3% 이하에 머물러 있었다. 즉, 두 가상자산은 비교적 인플레이션이 안정적인 환경(2021년 중반까지)에서 존재해 왔다. 하지만 하단의 CPI(Consumer Price Index, 소비자 물가 지수) 그래프에서 볼 수 있듯이 최근 물가가 상승하는 모습을 보이고 있다.



출처: [St. Louis 연준](#)

이 짧은 물가 상승 기간 동안 가상자산의 투자 성과는 엇갈리는 모습을 보였다. 특히 ETH는 BTC뿐만 아니라 주요 자산군과도 탈동조화(decoupling, 두 자산의 가격이 서로 다른 방향으로 움직이는 것을 의미)되는 모습을 보였다.

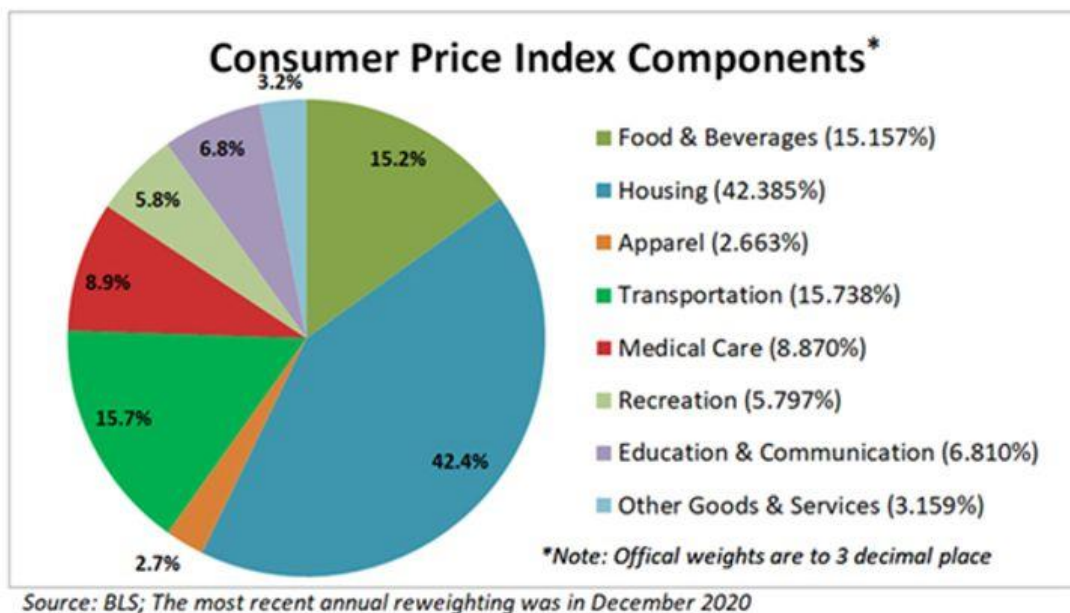
| Start | Stop | S&P 500 | Nasdaq | Russell 2000 | Gold | US Core Bonds | US HY Bonds | BTC | ETH |
|----------|-----------|---------|--------|--------------|------|---------------|-------------|------|-----|
| 4/1/2021 | 2/11/2022 | 10% | 2% | -10% | 7% | -3% | -4% | -28% | 49% |

이는 2021년 디파이에 대한 관심이 높아졌고, NFT가 등장하면서 네트워크 수요가 높아진 데 따른 것으로 보인다. 대표적인 디파이 거래소 유니스왑(Uniswap)은 이더리움 네트워크 수수료에서 많은 부분을 차지하였다. 이후 2021년 9월 NFT 거래소인 오픈씨(OpenSea)가 유니스왑보다 더 많은 수수료를 지출하기 시작하였고, 현재 오픈씨의 일일 수수료 거래량은 유니스왑(수수료 지출 기준 2위)보다 두 배 더 큰 규모이다.

지금의 인플레이션 추세가 계속 이어질까? 현재 물가 상승을 일으키는 원인들은 일시적이거나 점차 완화될 것으로 보인다. 공급망 차질이 시급한 문제이기는 하지만 미국 최대 항구인 LA항으로의 수입 적체 정도는 점점 대비 [50% 가까이 완화된](#) 상태이다. 정부 지원금 투입과 임금 상승은 향후 물가 상승 요인으로 작용할 수 있다. 2021년, 우리는 두 가지를 모두 경험하였다. 1970년대에는 소비자들의 비용 부담 증가와 이로 인한 임금 인상 요구가 ‘임금·물가의 악순환적 상승(a wage price spiral)’을 일으켜 이 시기 인플레이션의 주된 원인이 되었다. 따라서 임금 상승이 물가에 부담을 주는 요인이라는 판단은 정당하다. 그러나 정부의 지원금(stimulus check)이 끝났기 때문에, 임금 상승 정도는 고용주가 사업 운영에 차질을 빚지 않을 정도에서 그칠 것이다. 최근의 임금 상승은 대부분 [서비스직과 시간제 근로자](#) 쪽에서 이루어지고 있으며 이들 직종의 임금 상승에는 자연적인

제약(cap)이 존재한다. 1970년대에는 노조가 임금 협상에 상당한 영향력을 행사할 수 있었지만 [오늘날 미국의 노조 가입률은 사상 최저를 기록하고 있다](#). 종합해 보면 근로자들은 임금 협상을 위한 영향력이 적은 편이고, 임금이 상승하고 있는 산업의 경우에도 상승 규모는 제한적일 것으로 보인다. 원유 가격 역시 [1970년대 초 4배 상승](#)하며 물가 상승을 견인한 바 있으나, 지금의 경우 가장 공격적인 유가 전망치도 4배 상승한 400달러에는 미치지 못한다.

하단의 CPI 구성요소 비중을 살펴보면, 주거비가 지수의 40% 이상을 차지하고 있다. 집값이 연간 약 20% 오르면서 현재 주택 평균 매매가는 40만 달러 이상을 기록하고 있다. 미국 연간 근로소득의 중간값이 약 [3만 5,000달러](#)인 것을 감안하면 놀라운 수준이며 근로소득과 주택 가격의 격차는 역대 최고 수준이다. 그럼에도 주택 구입 성수기인 봄이 지나면 주택 가격은 소폭 감소할 것으로 보인다. 주택 구매에 대한 선행지표라고 할 수 있는 1월 주택담보대출은 이미 [12.5% 감소](#)하였다. [최근 데이터](#)에 따르면 주택 가격 상승률은 이미 정점에 도달한 조짐을 보이고 있다. 금리 상승도 주택 가격에 대한 하락 압력으로 작용할 것으로 보인다. CPI 내의 주거비 항목은 주택 가격에 수개월 후행하여 반영되기 때문에 CPI가 즉시 하락할 것으로 보이지는 않지만, 2022년 말에는 보다 완만한 수준으로 돌아갈 것으로 예상된다.



마지막으로 CPI 구성 요소 중 16%를 차지하는 운송비(transportation, 비행기 티켓, 중고차 등)는 중고차 판매가 호조를 보이면서 물가 상승을 견인하였다(몇 달간 10% MoM). [중고차 하나만으로도 현재의 CPI 상승에 1%를 기여하고 있다](#). 하지만 이 또한 지나갈 것으로 보인다. 그렇지 않고 현 추세가 이어진다면 중고차 가격이 곧 10만 달러에 달하여 소비자의 지불 능력을 넘어서게 될 것이므로, 어느 경우든 결국에는 가격 하락에 이를 것이다. 중고차 가격 상승은 반도체 칩 부족(역시 [곧 해결](#)될 조짐을 보이는)으로 인해 차량 생산에 차질이 빚어짐에 따라 대체재인 중고차에 대한 수요가 증가한 데 따른 것이며, 재택근무 확산으로 신차 수요가 줄어든 요인도 있다. 2022년 초부터 이 현상들이 잦아들기 시작하면서 [중고차 수요도 감소](#)하기 시작하였다. 2022년

남은 기간 연준도 금리를 7번 이상 인상할 것으로 예상됨에 따라 남아 있는 인플레이 압력 역시 완화될 것으로 예상된다.

그러므로 향후 12~18개월 동안 인플레이션율은 약 3~4% 정도로 완화될 것으로 판단하는 것이 적절하다. 위에서 언급한 요인들 외에도, 더 넓은 관점에서 이루어지는 기술의 진보와 이로 인한 비용 절감 및 효율성 향상도 물가 상승 완화에 기여한다. 구체적으로는 기술 발전으로 인한 임금 압력 감소, 세계화 진행에 따른 투입 비용 감소, 고령화에 따른 소비 감소가 이에 해당된다. 이는 하단의 2021년 3분기 판테온 매크로(Pantheon Macro)의 차트에서도 확인할 수 있다.



출처: Pantheon Macro

실제로 단기적인 고인플레이가 지나고 물가상승률이 둔화되는 구간으로 접어들게 된다면, 가상자산은 가보지 않은 길을 가게 되는 셈이다. 왜냐하면 가상자산은 아직 인플레이션율이 급격히 감소하는 시기를 지나온 적이 없기 때문이다. 인플레이션율이 2~3% 수준으로 돌아갔을 때의 반응에 대해서는 예측이 가능하지만, 더욱 둔화된 저물가 체제에 대해서는 과거 경험으로 판단할 수 없다. 단, 기대 인플레이션에 대한 분석이 이에 대한 실마리를 제공해 줄 수 있다.

과거 BTC와 ETH는 물가 상승 압력과 높은 상관관계를 보이지 않았다. 하지만 지난 몇 달 동안 CPI 지수가 급등함에 따라 두 토큰은 모두 상승하는 모습을 보였다. 이는 적어도 알고리즘 트레이더들이 가상자산 거래 시 가상자산과 물가 상승간 양의 상관관계를 반영하고 있음을 시사한다. 실제로 BTC와 ETH의 가격은 기대 인플레이션율과 높은 상관관계를 보이고 있다. 하단 그래프는 BTC와 ETH 가격을 5-5년 기대 인플레이션율(주: 미국 물가채에 반영된 5년 뒤 예상되는 5년 평균 인플레이션율을 뜻하며, 장기(10년 뒤) 기대 인플레이션의 지표로 사용됨)과 비교하고 있는데, 이는 향후 저물가 체제가 찾아온다면 가상자산 가격이 어떻게 움직일지 예상하는 데 참고가 될 수 있다.

MESSARI

Correlation is Strong Between BTC/ETH and Future Inflation Expectations

BTC and ETH vs Future Inflation Expectations



Data as of: February 11, 2022

Source: Messari, Federal Reserve of St. Louis

강세장과 약세장

강세장의 경우

비트코인과 이더리움은 둘 다 강세장(bull market)에서 탄생하였다. 비트코인이 출현한 2009년은 전반적인 자산 시장이 상승세이던 때이다. 하단 표는 비트코인의 첫 랠리인 2012년부터 팬데믹 회복기인 2020년 초를 전후한 기간 동안 비트코인과 이더리움의 주요 자산 대비 수익 성과를 보여주고 있다.

| Price Analysis (% Change) | | | | | | | | | |
|----------------------------|------------|---------|--------|--------------|------|---------------|-------------|---------|-------|
| Bitcoin Era to Covid Onset | | | | | | | | | |
| Period Start | Period End | S&P 500 | Nasdaq | Russell 2000 | Gold | US Core Bonds | US HY Bonds | BTC | ETH |
| 3/1/2012 | 2/19/2020 | 146% | 228% | 108% | -6% | 4% | 10% | 194910% | 8518% |
| Covid Recovery | | | | | | | | | |
| 3/23/2020 | 1/3/2022 | 114% | 131% | 127% | 14% | 1% | 25% | 615% | 2657% |

해당 기간 가상자산의 수익률은 경이로운 수준이었다. 가상자산 시장이 보다 성숙한 2020-2022년 강세장 구간에서도 수익률은 매우 높은 편이다. 하락장일 경우에는 어떨까?

약세장의 경우

하단 표는 S&P500 기준 10% 이상의 주식시장 조정기(비트코인 출현 이후 전수조사)에서의 자산별 성과를 나타낸다. 주요 자산들은 대부분 매도 우위를 기록하고 있다.

| Price Analysis (% Change) | | | | | | | | | | |
|---------------------------|------------|---------|--------|--------------|---------------|------|---------------|-------------|------|------|
| Period Start | Period End | S&P 500 | Nasdaq | Russell 2000 | Russell 2000G | Gold | US Core Bonds | US HY Bonds | BTC | ETH |
| 11/3/2015 | 2/11/2016 | -13% | -17% | -20% | -22% | 12% | 1% | -14% | -6% | 497% |
| 1/26/2018 | 2/8/2018 | -10% | -10% | -9% | -28% | -3% | -1% | -2% | -26% | -22% |
| 9/20/2018 | 12/24/2018 | -20% | -23% | -26% | -28% | 5% | 0% | -8% | -38% | -38% |
| 2/19/2020 | 3/23/2020 | -34% | -30% | -41% | -39% | -2% | -2% | -21% | -32% | -47% |
| 1/3/2022 | 1/26/2022 | -9% | -14% | -13% | -18% | 2% | -2% | -2% | -21% | -35% |

앞에서 주요 자산과 가상자산의 상관관계는 변할 수 있음을 보았으나, 약세장 기간 BTC와 ETH는 러셀2000 성장주 지수와 상당히 유사한 움직임을 보였다. 그렇다면 우리가 보고서 초반에 언급했듯 가상자산의 위험 수준이 생각보다 낮다고 말하는 이유는 무엇인가? 이는 지속적인 네트워크 개발과 시도 때문이다. 개발자들은 시장 침체 속에서도 네트워크 개발을 위해 노력해 왔으며, 사용자 수도 따라서 지속적으로 늘어 왔다. 그 결과 비트코인은 더 성숙한 네트워크로 발전하였고, 최근 하락장에서도 과거 대비 수익률 하락 정도가 심하지 않았다.

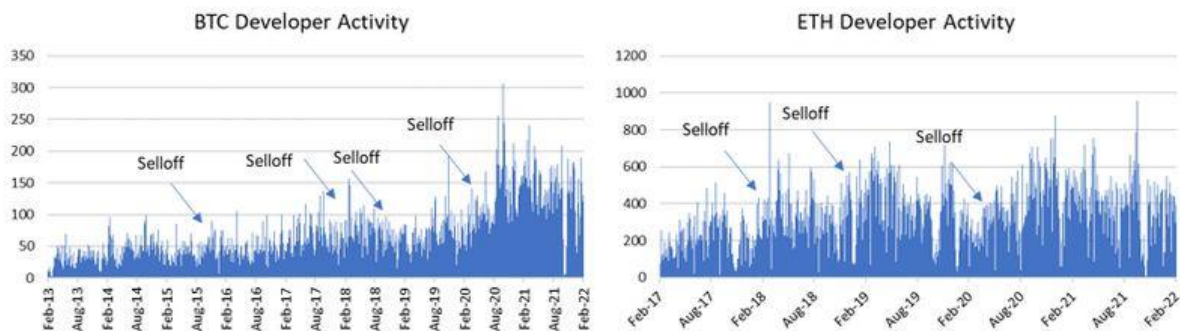
개발자 활동

하단 그래프에서 보듯(화살표는 약세장을 의미), 약세장에서도 개발자 활동의 대거 이탈은 발생하지 않았다. 오히려 강한 매도세가 발생한 2018년 12월과 2020년 3월에 개발자 활동이 급증했음을 알 수 있다.

MESSARI

Development Remained Strong Throughout Downturns

Developer Activity for BTC and ETH



Data as of February 11, 2022

Source: Santiment

활성 주소

비트코인 트랜잭션이 일어나는 활성 주소(active address) 수는 상승세를 지속하다가 2018년 초 하락을 겪었다(단 비트코인 보유 주소 수 기준으로는 계속 상승 추세였다). 한편 같은 기간 주식 시장의 하락은 충격적이었다. 이더리움은 2021년 여름 활성 주소 수가 일정했던 때를 제외하면, 그 수가 감소한 적이 단 한번도 없었다.

MESSARI

Unique Addresses Holding Native Units Continue to Grow Despite Downturns

Active Addresses For BTC and ETH



Data as of February 11, 2022

Source: Messari

향후 하락장에서 일어날 모습들 역시 과거의 사례들과 유사할 것으로 생각된다. 비트코인과 이더리움의 가격은 주요 자산군과 마찬가지로 하락세를 보였으나, 네트워크 개발자 및 참여자들의 활동은 여전히 견고했다.

결론

종합해 보면 BTC와 ETH는 일반적인 시장 상황에서의 위험자산과 꽤나 다른 모습을 보이고 있다. 특히 BTC는 금리가 안정적이거나 하락할 때, 하이일드 채권이나 가치주와 비슷한 가격 움직임을 보이고 있다. 그럼에도 불구하고 약세장일 경우 가상자산은 여전히 위험자산과 같은 패턴을 보이는 편이다. 이러한 침체기들을 거쳐오면서도 개발자들은 네트워크 구축에 힘쓰고 있으며, 그 결과 네트워크 활동도 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 사용 사례 및 전반적인 네트워크 내 거래량을 증가시켜, 향후 약세장이 다시 도래하더라도 가상자산의 침체 정도는 비교적 약할 것으로 예상된다.

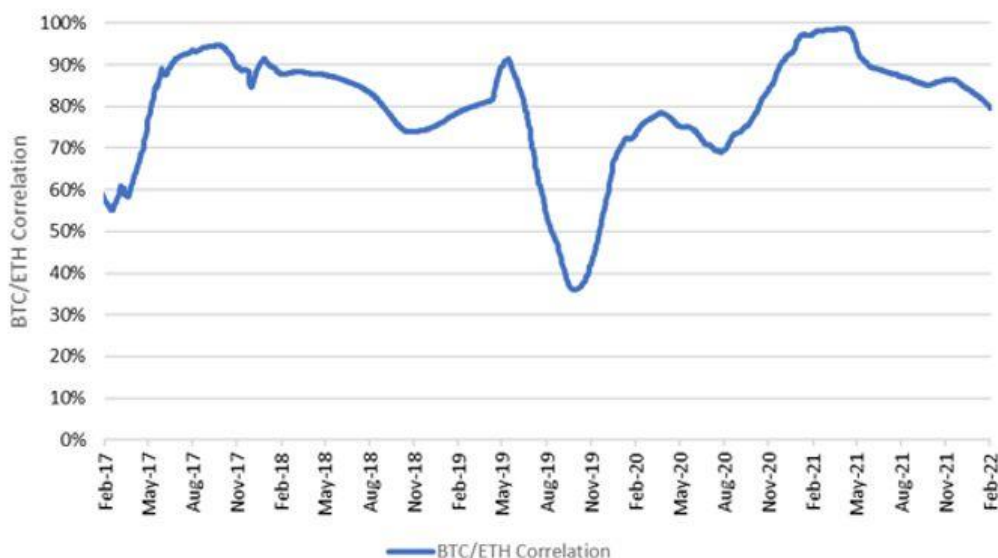
가상자산 관련 더 많은 가격 데이터가 쌓이고, 네트워크가 성숙함에 따라, 투자자들은 포트폴리오 구성 시 BTC, ETH 및 다른 가상자산 배분에 대한 관점을 더 정교화하여야 할 것이다. 이러한 추세가 지속된다면, 투자자들은 전통적인 포트폴리오에서 각 자산이 맡는 역할을 잘 이해할 수 있을 것이며 가상자산을 포트폴리오에 편입하려는 시도가 더 많이 이루어질 것이다.

본 리포트에서는 다른 가상자산의 가격 데이터가 상대적으로 적기 때문에 BTC와 ETH를 대상으로 분석을 진행하였다. 그러 시간이 흘러 더 많은 데이터가 확보되면 다양한 시장 여건에서 서로 다른 프로토콜이 어떻게 작동하는지 이해할 수 있을 것이다. 현재 두 가상자산이 (아래 그래프에서처럼) 서로 높은 상관관계를 보이고 있으나, 이더리움 네트워크가 화폐라기보다 현금흐름이 생성되는 기업처럼 발전함에 따라 가상자산들간의 상관관계도 향후 다른 모습을 보일 것으로 예상된다.

MESSARI

Correlation Between BTC and ETH Remains High

Rolling Correlation (360 Day) of BTC/ETH



Data as of February 11, 2022
Source: Messari

By **Tom Dunleavy**

Feb 27, 2022 · Hub

원문 링크 : [Re-evaluating Cryptocurrency as a Risky Asset Class](#)

법적 고지서

본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 아니라 투자자들의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나 오차가 발생할 수 있으며, 당사는 어떠한 경우에도 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.

따라서 본 자료를 이용하시는 분은 자신의 판단으로 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정을 하시기 바랍니다. 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

본 자료에 나타난 정보, 의견, 예측은 본 자료가 작성된 날짜 기준이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 과거 실적은 미래 실적에 대한 지침이 아니며 미래 수익은 보장되지 않습니다. 경우에 따라 원본의 손실이 발생할 수도 있습니다. 아울러 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료에 나타난 모든 의견은 자료작성자의 개인적인 견해로, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다. 본 자료에 나타난 견해는 당사의 견해와 다를 수 있습니다. 따라서 당사는 본 자료와 다른 의견을 제시할 수도 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.