

## CuttingEdge

## 채권전략

2018. 01. 08

## 채권쟁이 관점에서 본 비트코인의 미래

- 화폐적 관점에서 크립토 커런시의 미래를 예측해보자
- 불법화에도 불구하고, 네트워크에 의한 신뢰성과 공급 제한에 따른 일정한 '가치'를 지닐 것
- 공급 제한을 훼손할 수 있는 최근의 움직임은 향후 이들의 운명을 결정할 주요 요소

**화폐를 다루는 사람 입장에서 가상화폐를 다뤄보자:** 여기저기서 비트코인이야기가 화제다. 잔칫집에 색동옷 입고 구경가는 심정으로 우리도 한번 이 주제에 뛰어들고 싶어졌다. 다만 그 가격이나 기술이 어떻다는 것보다는 통화론적 관점에서 이 현상을 다뤄보고자 한다. 심지어 내가 당연히 안다고 생각했던 내용도 가상화폐를 연구하면서 다시 한번 검증해보고 통화의 본질을 재고해보는 기회가 만들어졌다. 본 보고서는 단순 호기심 차원에서 쓰여진 것이고 투자를 당장 하고 싶거나 향후 가격이 궁금한 사람 입장에서는 매우 재미없을 수 있음을 미리 말씀 드린다.

**가상화폐의 가치는 네트워크의 신뢰성과 공급 제한에 의한 것으로 생각한다:** 크립토크런시가 본질적인 가치가 없으며 심지어 사기라고 주장하는 사람들도 많다. 그 전에 우선 현재 우리가 쓰는 통화의 본질가치를 알아보자. 가치는 대중(大衆)이 부여하고 있다. 대중이 현 화폐에 가치를 부여하는 이유는 1) 중앙은행 본원통화는 최후에는 국민의 세금으로 담보되고 2) 통화증발(增發)은 민중에게 해악을 끼치므로 직접 민주주의에 의해 자동 안정화된다는 생각 때문이다. 가상화폐는 1)과 2)가 모두 없지만 네트워크 분산 원장에 의해 신뢰성이 확보되고 기술 자체에 의해 통화증발이 불가능하다. 따라서 우리는 가상화폐가 많은 비판에도 불구하고 일정한 가치를 지닐 수 있다고 생각한다. 게다가 규제 움직임은 가상화폐의 가치가 일정 수준 이상일 개연성을 만들어주고 있다. 가령 중앙정부의 가상화폐 소유 및 유통 금지 등이다. 중앙은행과 정부는 자체 통화에 대한 증발 권한과 통제권을 절대 포기하지 않을 것이므로 이러한 불법화는 당연히 도입될 것이다. 그러나 불법화는 실질적인 효과를 얻기 힘든 반면 가상화폐의 희소성을 높이고 오히려 도피 수요를 만들어 줌으로써 그 가치를 높이는 역할을 한다. 현재의 가격 상승은 현 통화시스템에 대한 미래의 불안에서도 일부 기인한 바 있다.

우리는 각국 중앙은행과 정부가 결국 자신들만의 가상화폐, 즉 '소버린 크립토크런시'를 만들 것이라고 생각한다. 이는 현찰 없는 세계로의 이행이며 먼 미래, 마이너스 금리 시대에 통화정책 유효성을 높일 것이고 탈세와 불법행위를 막을 것이다. 현재의 가상화폐 붐은 인간의 크립토크런시에 대한 이해를 높이고 향후 도입될 '소버린 크립토크런시'의 도입을 보다 매끄럽게 해줄 가능성이 있다.

**그럼에도 불구하고 가상화폐의 공급이 늘어날 개연성은 장기적으로 이들의 가장 큰 위험:** 가상화폐의 가장 큰 적은 외부가 아니라 내부에서 싹트고 있다. 새로운 가상화폐의 등장이나 하드포크를 통한 신규 코인의 등장은 궁극적으로 통화량 공급을 증가시킬 개연성이 있다. 현재는 새로이 가상화폐가 등장하면 관심이 높아지며 가격이 올라가지만 궁극적으로는 공급이 늘어나 희소성을 훼손하므로 가상화폐의 가장 큰 리스크이다. 다만 버블이 꺼지고 시간이 지나 최종적으로 살아남은 한 두 개 가상화폐에 자체적인 통화공급 조절 협의체 등이 만들어져 이를 통제하지 않을까 하는 것이 개인적인 생각이다.

1990년대 말, MMORPG의 초창기에 울티마 온라인이라는 게임이 있었다. 당시 내가 활동했던 서버에는 4대 레어템이 있었다. 아이템 이름은 너무 특색이 없어서 잘 기억이 안 난다. 아마도 ‘펼쳐진 책’, ‘쓰레기 염색약 어찌고’ 등등 이었던 거 같다. 이름만 보면 어디에 쓰는 물건인지 잘 모르겠는데 실제로 게임 내에서조차 아무짝에도 쓸모 없는 아이템들이었다. 그런데 말도 안 되는 높은 가격에 거래되었고 이걸 뺏기 위해 전쟁도 벌어졌다. 쓸모 없는데 비싼 이유는 잘 모르겠다..... 희귀해서일까..... 사람들이 돈이 많아서일까..... 아니면 단순히 과시욕일까.....

- 어느 MMORPG 초창기 유저의 기억

### 여기저기 비트코인 말들이 많아서 우리도 손가락 한번 얹어보자

여기저기서 비트코인 이야기가 들린다. 송년회 자리에서도 단골 소재가 되었다. 기사나 보고서 제목에 ‘비트코인’이라는 단어만 들어가도 조회수가 늘어나니 분위기 편승 차원에서 우리도 한번 이 주제에 뛰어들고 싶어졌다. 비트코인 잔치에 밥순가락이라도 챙겨서 기웃거리고 싶은 마음이기 때문이다. 다만 가격이나 기술이 어떻게 될 것이라는 것보다는 통화론적 관점에서 이 현상을 다뤄보고자 한다. 따라서 투자를 당장 하고 싶거나 향후 가격이 궁금한 사람 입장에서는 매우 재미없을 수 있으니 본 보고서를 읽지 마시길 권고 드린다.

통화, 즉, 돈이라는 것은 종이 돈인 현찰로 존재하지 않는 이상은 어떤 ‘자산의 형태’로 존재한다. 그 중에 가장 큰 비중을 차지하는 것은, 아니 어쩌면 화폐 그 자체라고도 할 수 있는 것은 우리가 주로 다루는 ‘채권’이다. 채권을 다룬다는 것은 단순히 자산의 가격을 분석하고 거래하는 행위의 차원을 넘어 화폐의 본질을 다루고 있는 것이다. 그런 면에서 채권시장 참여자들은 화폐의 가장 편더멘탈한 부분을 구성하고 있다. 이 대목에서 채권쟁이들은 좀 우쭐해도 된다.

그런데 이상한 녀석들이 등장했다. 비트코인을 위시한 크립토크런시(Cryptocurrency, 가상화폐)의 등장이다. 이들은 디지털로 존재하여 실체가 없는데도 불구하고 가격을 가지고 있다. 게다가 그 가격이 끝도 없이 오르고 있다. 채권=통화를 다루는 입장에서 이러한 흥미로운 현상은 생각해볼 가치가 있다. 세간의 비트코인과 관련한 글이나 서적은 그 기술에 대한 설명이나 가치평가에 치중했거나 아니면 당장 투자해서 부자 되라는 혹세무민식의 내용들이 대부분이다. 혹은 영향력 있는 인사들을 중심으로 곧 망할 수밖에 없다는 분석도 나오고 있다. 우리는 이런 내용에서 벗어나 보다 객관적이고 중립적인 관점, 그리고 통화를 다루는 사람 입장에서 크립토크런시의 미래를 살펴보고자 한다. 벌써부터 재미없는 듯한 느낌이 들지 않는가? 나는 문과생에 컴맹이기는 하지만 가상화폐의 미래를 논의하는데 필요한 기술적 지식은 충분히 갖추었다고 생각한다. 이쉽게도 크립토크런시의 가격이 어찌될지는 우리의 능력 밖이므로 여기서 다루지 않는다.

분석에 들어가기 앞서 오해를 미연에 방지하기 위해 용어를 확실히 정리할 필요가 있다. 앞서 밝혔던 크립토크런시(Cryptocurrency)는 현재 디지털 형태로 존재하며 블록체인 기술에 기반하여 분산원장을

활용한 반(反)중앙집권식, 화폐 체제를 통칭한다. 비트코인은 크립토크런시의 가장 큰 비중을 차지하는 하지만 그 일부일 뿐이다. 따라서 앞으로 언급할 크립토크런시는 반드시 비트코인만을 지칭하는 것은 아니다. 물론 비트코인이 가장 지배적인 크립토크런시가 될 가능성이 높기는 하지만 가상화폐 시장의 특성상 변화가 빠르기 때문에 미래는 알 수 없다.

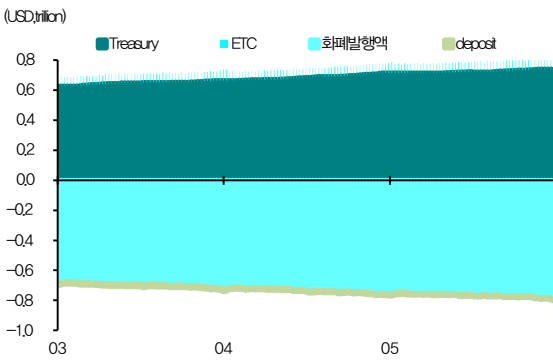
### 크립토크런시의 가치란 무엇인가? 요컨데 화폐는 무엇으로 담보되는가?

비트코인과 같은 크립토크런시가 본질적인 가치가 없으며 심지어 사기라고 주장하는 구루(Guru)들이 많다. 이들의 말을 뒤집어본다면 현재 우리가 쓰는 통화는 본질 가치가 있고 사기가 아니라는 말일 것이다. 따라서 가상 화폐의 본질가치를 알아보기 전에 먼저 우리가 쓰는 화폐의 본질가치, 즉, 화폐가 무엇으로 담보되는지 생각해보자. 금본위제에서 화폐는 금이라는 실물에 의해서 담보되었다. 금의 가치는 무엇인가 라고 의심한다면 철학 문제가 되어버리니 일단 금은 가치가 있다고 치자. 지금은 금본위제가 아닌 신용화폐 체제이다. 말이 좋아서 ‘신용’이지 ‘뽕’ 아니냐? 라고 의문을 제기한다면 반은 맞고 반은 틀리다.

전통화폐를 보자 현재 통화는 어떤 자산으로 담보된다. 가령 국채나 주식, 부동산 등이다. 이들 자산은 무엇으로 담보되는가? 미래 현금흐름이라고들 한다. 그러나 이는 순환논리다. 가치가 있으니 가치가 있다고 말장난하는 셈이다. 미래 현금흐름은 왜 가치가 있는가? 라는 질문이 또 나오는 것이다. 요점은 근본적으로 그 자산이 왜 가치가 있다고 사람들이 생각하느냐는 것이다. 우리는 이 답을 얻기 위해 케인즈의 통찰을 빌려오고자 한다. 케인즈는 주식시장을 미인대회에 비유했다. 어떤 자산의 가격은 ‘내’가 생각하는 가치가 아니라 ‘대중(大衆)’이 얼마일 것이라고 생각하는가에 의해서 매겨진다. 가령 ‘대중’은 국채가 세금에 의해 부도가 안 날 것이라고 가정하므로 가치를 부여한다. ‘대중’은 회사가 돈을 잘 벌 것이라고 예상하니 가치를 부여한다. ‘대중’은 어떤 부동산이 입지가 좋아서 웃돈을 준다. 자산가격의 이유는 제각각 ‘대중’이 ‘신뢰’하여 부여한 것일 뿐이며 절대불변이지도 않다. 국가가 부도날 수도 있고 주식회사의 특허권이 무효화될 수도 있으며 부동산 학군이 변할 수도 있다. 그럼 가치가 변한다. 대중의 심리가 변하기 때문이다. 분석가들이 기본적 분석을 내세우면서도 투자가 근본적으로는 심리게임인 이유다.

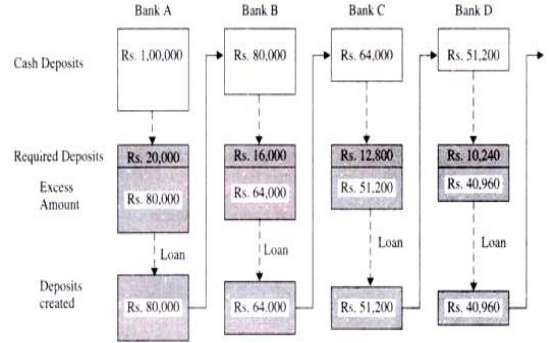
여기서 한번 더 들어가자. 대중은 왜 화폐를 신뢰하는가? 양적완화나 외환시장 개입으로 지지분해진 중앙은행 대차대조표 말고 완전히 깨끗한 가령 금융위기 이전 연준의 대차대조표를 생각해보자. 중앙은행은 본원통화의 개념에서 부채 계정에 화폐 발행액을 지니고 있다. 이것이 가장 근저에 있는 통화다. 본원통화라고 한다. 반대측 자산에는 국채가 있다[도표1]. 중앙은행의 대차대조표에서 알 수 있듯이 발행된 화폐는 정부채에 의해 보장받고 있다. 정부채는 국민의 세금으로 담보되므로 우리의 화폐는 궁극적으로는 국민의 납세의무에 의해 보장받는다. 따라서 중앙은행의 대차대조표에 있는 본원통화는 세금=국민=국가의 영속성에 의해 보장된다.

도표 1. 발행된 화폐는 국채로 담보된다(위기 이전 연준 B/S)



자료: DB금융투자, 연준 주: (+)항목은 자산, (-)항목은 부채

도표 2. 시중은행이 유동성이 만들어지는 신용창조의 과정



자료: DB금융투자

대중은 심리적으로 전통 통화의 가치가 유지될 것이라고 믿는데 이는 근거가 있다. 중앙은행이 나쁜 마음을 먹고 바이마르 공화국이나 짐바브웨처럼 인쇄기를 돌려 화폐를 발행할 수도 있다. 이는 법으로 엄격히 금지되어 있는데 중앙은행 설립법에는 최우선 순위로서 국가의 물가안정에 이바지 한다는 문구가 들어가 있기 때문이다. 양적완화가 인쇄 아닌가? 아니다. 뿌리깊은 오해가 여전히 남아 있지만 우리는 그 동안 수많은 자료를 통해 양적완화가 통화증발(增發)이 아님을 밝혔던 바 있다. 통화증발이 있다면 현재 각국 중앙은행이 물가를 띄우기 위해 고군분투할 상황 자체가 없었을 것이다. 앞서 밝혔듯이 중앙은행의 설립법에 물가안정이 반드시 들어가 있는데 이는 화폐의 근본 가치에 ‘직접 민주주의’가 자리하고 있기 때문이다. 예를 들어 중앙은행이 정말로 인쇄기로 돈을 대량으로 생산해 낸다면 물가가 크게 오를 것이기 때문에 국민의 삶이 피해를 볼 것이고 이것은 민주주의에 의해 정치인과 정부에 영향을 미쳐 유동성을 통제하는 정책을 쓰도록 한다. 일종의 자기안정화 장치다. 따라서 현행 신용화폐 제도는 최선은 아니더라도 차선에 가까운 체제이다. 민중의 경제 이해 수준이 높고 정부 정책 감시 능력이 살아 있는 체제일수록 화폐 가치는 잘 지켜진다. 이는 이후에 다시 한번 설명한다.

결국 중앙은행의 본원통화의 가치는 국민의 세금으로 담보되고 금융 시스템 전체의 통화가치는 민주주의에 의해 지켜진다. 현재 신용화폐 체제에서 유동성을 실제로 창출하는 것은 중앙은행이 아닌 시중은행이다. 이는 신용창조의 과정으로 경제 교과서에 소상히 나와있다[도표2]. 은행시스템에서 창출된 화폐는 순전히 허공에서 생겨난 것으로서 이를 담보하는 것은 그에 상응하는 자산이다. 이들 자산은 앞서 중앙은행의 본원통화처럼 정부채와 같은 상각되지 않는 자산에 의해 보장받지는 않는다. 중앙은행이 신용위험을 지면 안 된다는 원칙이 그래서 중요한 것이다. 신용창출된 통화는 대차대조표의 대변 항목으로는 기업지분, 크레딧 채권 등의 형태로, 차변 항목으로는 부동산, 설비투자 자산, 주식, 채권, 대출 등의 형태로 존재한다. 누군가의 부채는 누군가의 자산이다. 따라서 자산 가격이 상승하면 통화량이 자기발전 하듯이 자체 재생산되지만 반대로 하락하면 통화자체가 허공으로 사라진다. 자연히 실물경기도 침체에 빠진다. 그러나 화폐 자체의 신뢰도가 사라지지는 않는다.

그럼에도 불구하고 여기서 뿌리 깊은 화폐제도 불신론자들이 등장한다. 이들은 현행 신용화폐 제도가 앞서 설명한 태생적 결함을 지니고 있으며 그런 면에서 금본위제보다 열등하다고 주장한다. 신용 창출

된 화폐는 경기변동성을 높이고 실물 경제가 금융 경제에 종속되어 꼬리가 몸통을 흔드는 현상을 조장한다고 비판한다. 심지어 양적완화에 의해서도 화폐의 신뢰가 훼손되고 있다고 주장한다. 그래서 이들은 금을 신봉한다. 소위 골드버그(Gold bug)들이다.

이러한 흐름 속에서 등장한 암호화폐러는 기존 화폐 시스템에 익숙한 사람에게는 혼란스럽다. 디지털 신호로만 존재하고 실물은 없다. 무엇으로도 담보되지 않는 자산이며 현금흐름도 창출하지 않는다. 전통적 개념의 내재가치가 없는 것 같다. 이러한 통화(?)를 보고 있자니 높으신 분들 입장에서는 어리석은 대중이 가련해 보이고 곧 망할 것처럼 이야기 하는 것도 이해가 간다.

그러나 우리의 생각은 약간 다르다. 가상화폐를 둘러싼 논의를 보노라면 과거 IT버블 당시 IT기업 가치 평가를 떠올리게 한다. IT버블 초창기에는 새로운 패러다임이라면서 닷컴 기업의 회원수나 신기술의 엄청난 밸류에이션을 정당화했다. 버블이 꺼지자 이번에는 그 모든 것이 허상이었다며 당시의 새 패러다임의 무상함을 한탄했다. 그러나 지금은 어떤가? 페이스북이나 구글의 회원수와 신기술에 따른 수익모델을 가치평가에 반영하는 것을 누구도 의심하지 않는다. 버블은 정반합의 과정을 걸쳐 주류로 자리잡는 여정에서 초기 모습인 경우가 많다.

크립토크러시가 무엇으로 담보되는지의 질문으로 돌아가자. 현재의 통화 가치가 대중의 믿음으로 보장되듯이 우리 생각에는 가상화폐는 대중이 생각하는 ‘네트워크’로 담보된다. 통화 관점에서 크립토크러시의 가장 중요한 특징 2가지는 1) 신뢰성 과 2) 희소성이며 이것이 블록체인에 의한 분산장부에 기록되어 네트워크에 의해 보장되기 때문이다. 신뢰성은 디지털임에도 불구하고 실물처럼 보관, 이전이 확실하다는 의미다(해킹에 의해 소유권이 이전될 가능성은 여전히 있긴 하다). 일반인들이 가질 수 있는 디지털 커런시의 불신을 해결했다. 두번째로 언급한 희소성은 공급이 제한됨을 의미한다. 가령 비트코인 공급은 2100만개로 정해져 있으며 그 이후에는 거래 수수료 정도로만 늘어난다. 누구도 공급을 임의로 조절할 수 없다. 실제 화폐 보유의 가장 큰 걱정거리 중 하나인 초과 유동성 공급에 따른 화폐가치 하락을 걱정하지 않아도 된다. 금과 상당히 유사한 특징이다. 이 두 가지 특징을 지닌다면 ‘대중’의 믿음을 얻을 수 있으며 이는 곧 ‘가치’가 있을 수 있음을 암시한다.

**결국 불법화될 것이나 이것이 가치하락을 의미하지는 않는다. 오히려 반대다.**

앞서 크립토크러시가 가치가 있을 수 있음을 밝혔는데, 이중 공급 제한에 대해서 더 알아보자. 가상화폐는 중앙집권식의 총공급량 통제가 불가능하다. 현행 화폐의 경우 다양한 수단에 의해 그 가치를 위협받고 있고 그 중 가장 큰 요인은 중앙은행이나 정부다. 단순히 인플레이션이나 전쟁 같은 상황 이외에도 마이너스 금리 같은 수단들이다. 마이너스 예금 금리라면 시간이 지남에 따라 나의 돈은 쪼그라든다. 그런 면에서 일본이 비트코인 거래와 실제 사용을 선도적으로 추진하는 것은 단순히 비트코인 개발자가 일본 이름이어서 만은 아닐 것이다. 마이너스 금리를 통해 가만히 앉아서 자신의 부가 사라지는 것을 경험한 사람이라면 현행 화폐제도를 신뢰하기 어려울 것이다.

이 뿐만이 아니다. 정부나 중앙은행, 국세청, 수사기관의 통제를 벗어난 금전거래 수요는 늘 있다. 당

장 우리나라만 해도 금융정보분석원이 개인의 모든 금전거래를 들여다보고 있다. 자식에게 증여하는 주택 자금이나 전세자금, 결혼식 축의금이나 장례식 조의금, 등 관행상 세금을 내지 않고 있는 현금 거래 흐름을 전부 알고 있다. 국세청 인력이 부족해서, 또는 나중에 정부 과제 정책 카드로 쓰기 위해 알면서도 그냥 두고 보고 있는 것이다. 언젠가는 인공지능 분석을 통해 세금을 내지 않는 금전 거래에 싸그리 과세할 지 모를 일이다. 현찰 없는 사회가 도래한다면 도박, 마약, 무기밀매, 매춘 등의 불법거래는 더욱더 추적하기 쉬워지며 개인의 사생활이라는 것은 없어진 진정한 ‘Big Brother’의 세상이 온다. 이런 환경이 도래한다면 크립토크런시가 일종의 탈출구 역할을 할 수 있다. 당장 북한이 비트코인에 지대한 관심을 기울이고 있는 것도 비슷한 이유일 것이다. 특정 크립토크런시의 구체적인 가치가 얼마 일지는 알 수 없으나 어떠한 형태로든 대중의 믿음과 수요가 유지되는 한은 가치가 어느 정도 있는 상태일 가능성이 높다.

앞서 밝힌 이유들로 인해서 상당수 국가에서는 크립토크런시를 불법화할 것이다. 불법화는 단순히 실거래에서 사용을 금지하는 수준이 아니라 국가가 사용하는 일반 통화로의 환전이나 보유 자체를 금지하는 포괄적 규제를 의미한다. 국가가 개인소유의 가상화폐를 몰수하는 것이 기술적으로 가능한지는 알 수 없으나 국가는 몰수까지도 원할 것이다. 이는 현찰 화폐의 사용을 금지하는 것과 매우 유사한 이유로서 우리는 이미 지난 [2016년 3월 2일자 보고서 ‘마이네스 금리의 일상’](#)에서 이 문제에 대해 언급했던 바 있다. 국가가 1) 화폐를 발행하고 통화량을 조절하며 2) 금전 거래를 통제/감시할 수 있는 엄청난 특권을 포기할 리 만무하기 때문이다.

그러나 거래, 보유를 금지한다고 해서 크립토크런시의 가치가 사라지는 것은 아니다. 전세계 모든 국가가 동시에 거래를 금지하지 않는 이상은 거래가 가능한 다른 나라 통화로 환전 한 후 이를 다시 우리나라 통화로 환전하면 되기 때문이다. 주요 경화(硬貨, hard currency)로의 환전 조치도 모두 금지될 지 불확실하다. 설사 모든 나라가 금지하더라도 환전이 가능한 암시장이 존재할 수도 있다. 그리고 이러한 국가차원의 불법화는 오히려 가상 통화의 가치를 더욱 높일 우려마저 있고 이것이야말로 크립토크런시가 살아남을 수 밖에 없는 중요한 이유 중 하나다.

### 중앙은행들은 비트코인의 가치가 아닌 그 사회 현상을 눈 여겨 보고 있다.

가상화폐 신봉자들은 이것이 현재의 통화 시스템을 대체할 것이라고 주장하기도 하지만 불행인지 다행인지 그럴 일은 없을 것이다. 사람들이 이 가상 화폐를 받아들이지 않아서가 아니다. 앞서 설명했듯 가상 화폐에 대한 수요는 영원할 것이다. 대중화되지 못하는 진짜 문제는 따로 있다. 앞서 비트코인의 공급이 제한된다는 점은 이 통화의 가치가 보장될 수 있는 장점이기도 하지만 동시에 널리 사용될 수 없는 이유다. 양날의 검인 셈이다. 1930년대 금본위제를 포기한 나라부터 불황으로부터 탈출했던 이유는 금본위제의 장점에도 불구하고 불황 도래시 통화의 대량 공급이 불가능하기 때문이다. 이것은 비트코인과 같은 민간 크립토크런시가 (불법화를 고려하지 않더라도) 전세계는 물론 한나라에서도 지불 결제 수단으로 쓰이기 힘든 핵심 단점이며 더 큰 문제는 극복이 불가능하다는 것이다. 만약 공급을 자유롭게 늘릴 수 있다면 가상화폐의 가장 중요한 정체성을 포기해야 하는 것인데 그리 된다면 중앙통제집단이 없으므로 발행이 무분별하게 늘고 가치가 폭락할 것이기 때문이다. 따라서 민간 크립토크런

시는 현재의 화폐를 대체하지 못한다.

다만 그 기술을 열심히 연구하여 일반적인 지불결제 수단으로 사용하기를 피하는 집단이 있다. 북한도, 몽골이나 베네수엘라의 채굴자도, 불나방 같은 투자자도 아닌 각국 중앙은행들이다. 이들은 멀게는 제로금리 하한에 부딪혀 양적완화를 할 때부터, 최근에는 마이너스 금리를 도입할 때를 전후로 하여 현찰 없는 경제 시스템에 대해 진지하게 고민해왔다. 우리가 과거 많은 자료를 통해서 밝혔듯이 제로금리 하한이라는 것은 현찰, 즉, 종이돈 때문에 존재하는 것이다. 현찰은 이자율 0%의 영구채이기 때문에 중앙은행이 마이너스 금리를 도입한다고 해도 현찰로 도망치면 그만이다. 문제는 현찰로 도피가 많아질 경우 금융시스템에서 유동성이 고갈되고 지급 결제 시스템은 물론 통화정책 그 자체에 큰 부작용을 야기할 수 있다는 점이다.

이를 해결하기 위해서는 현찰을 없애는 것이 최선이며 국가 차원에서도 지하경제 양성화, 탈세나 불법 방지 등의 부가 효과가 있으므로 매우 선호된다(국정원 제외). 하지만 역사적 경험이나 문화적 요인으로 현찰을 선호하는 국가들이 여전히 많고 다양한 이유로 현찰을 포기하지 못하는 요인들이 여전히 있다. 당장 당신의 주머니에서 현찰을 빼앗고 대신 현금 카드를 준다고 하면 왠지 이 카드를 쓰기가 꺼림직하지 않은가? 숨어있는 막대한 5만원권이 튀어나오는 과정에서도 엄청난 불안과 저항이 있을 것이다. 따라서 중앙은행들은 매우 신중하게 현찰 없는 사회로의 이행을 착실히 준비하고 있다. 우연의 일치인지 블록체인 기술은 바로 이러한 때 타이밍 좋게 등장했다. 중앙은행들은 블록체인 기술을 면밀히 연구하고 있으며 이를 기존의 지급결제 시스템과 통합하고 각 개인들이 현찰처럼 사용할 수 있는 수단을 강구하고 있다. 중앙은행들의 중앙은행인 BIS에서도 이에 대해서 심도 있게 연구하고 있다. 결국 앞으로는 중앙은행이나 정부가 직접 발행하는 크립토크런시가 나올 것이다. 이는 현찰 개념의 가상화폐인 것이 분명하지만 중앙은행의 이자율 제한을 받을 것이며 중앙은행의 부채 계정에 통합되어 은행 유동성 시스템 내에 머무를 것이다. 중앙은행의 통화정책은 누수 되는 곳 없이 도달할 것이며 기준금리가 마이너스 깊은 곳으로 가는데도 아무 문제가 없다. 지하경제 양성화로 국가 GDP가 순간적으로 커지고 불법이나 탈세가 사라지는 것은 덤이다. 중앙집권식 통화정책의 꿈이 이루어지는 것이다. 이렇듯 중앙은행이나 정부의 통제를 받는 가상화폐를 기존의 민간이 만든 가상화폐와 구분하기 위해 특별히 ‘소버린 크립토크런시(가칭)’로 지칭할 것이다. 이름을 짓는다면..... 음..... e-KRW, e-EUR, e-CNY 등이 좋겠다. 정부나 중앙은행 입장에서는 그런 면에서 현재의 가상화폐 열풍이 고마운 지도 모르겠다. 왜냐면 향후 어차피 국가 차원에서 도입될 텐데 국민들의 인식을 아주 자연스럽게 개선시키고 있기 때문이다. 가상화폐가 믿을 수 있고 거래도 가능한 믿을 만한 통화라는 인식 말이다. 그러다가 민간 크립토크런시가 대량의 거품이 꺼지고 투자 피해자가 속출한다면 ‘거봐 결국 국가가 나서야 하는 거라니까’ 하면서 민간 가상화폐를 불법화하고 중앙은행이 발행하는 소버린 크립토크런시를 자연스럽게 도입하는 그림이다. 상상이긴 하지만 충분히 가능성 있다. 물론 이 경우 정부의 가상화폐에 의해 자신의 자유가 제한 받거나 뒤가 구린 거래나 자산이 많은 사람의 민간 크립토크런시로 탈출 욕구는 커질 것이다

### 다 됐고! 그래서 비트코인 가격은 얼마까지 가나?

안타깝게도 이에 대한 답을 할 입장도 능력도 안 된다. 다만 생각해 볼만한 몇 가지 화두는 있다.

지금까지의 내용은 크립토크런시가 여러 가지 면에서 금(金)과 비슷한 성질을 가지고 있다는 점을 암시하고 있다. 그런데 금 신봉론자(Gold bug)들 사이에서는 가상화폐에 대한 평가가 부정적인 것 같다. 상호 비슷한 성격을 가지고 있는데 인정하지 않는 것을 보면 아이러니한 일이다. 그런 면에서 비트코인 등이 금과 같은 귀금속의 시가총액을 일부 대체할 수 있다는 일부 분석은 논리적으로 들리면서도 실제로는 작동하지 않을 수 있다. 2017년 말 기준으로 금의 시가총액은 7조달러 가량이고 모든 크립토크런시의 시가총액은 0.6조 달러 가량이다. 이 정도 물량이라면 금 가격에 일정부분 영향을 줘야 한다. 그러나 우리 생각으로는 금 가격은 이에 영향을 받지 않고 있다. 금 가격은 실질금리와 매우 밀접한데 아직 양자간의 특별한 괴리가 나타나지는 않는다는 것은 가상화폐로 인해 금가격에 영향이 없다는 의미로 해석되기 때문이다[도표3].

전기 요금을 기초로 한 분석도 비슷하다. 비트코인의 원가를 계산한다면 아마도 채굴장비 가격과 전기요금 그리고 채굴 시간의 합이 될 것이다. 그 중 전기요금의 비중이 가장 크다. 어쩌면 비트코인은 앞서 밝힌 네트워크가 아니라 채굴에 사용한 전기요금에 의해 담보되는 지도 모르겠다. 전기사용량과 비트코인의 미래는 장기적으로 볼 때 상당히 중요한 문제가 될 것인데 아직 분석하기는 쉽지 않다. 비트코인 채굴에 사용되는 전력은 이미 웬만한 국가의 사용량을 넘어섰고 2019~2020년에는 전세계 전기 사용량에 맞먹을 것이라고 한다[도표5]. 그래서 가상통화가 망할 것이라는 주장도 있다. 전력생산량 증가는 한계가 있으며 증가속도가 빠르기 때문이다. 얼핏 생각하면 채굴에 저렇게 많은 전기를 쓰니 가상화폐는 지속 불가능한 것처럼 보인다. 하지만 반대로 채굴업자의 전기 사용량을 제한하거나 채굴당 전기 사용량이 늘어난다면 채굴 비용이 올라갈 텐데 그럼 가상통화의 가격은 더 오르는 것이 아닐까? 우리는 오히려 전기사용량 증가로 인해 가상화폐의 가격이 오히려 올라가는 쪽에 가깝다고 생각한다. 전세계 전기 사용량과 맞먹는 연산량이 필요하다면 당연히 채굴은 어려운 상황으로 갈 것이고 가상화폐 공급 증가 속도는 줄어든 것이기 때문이다. 어쩌면 채굴에 사용되는 전기량 자체가 가상화폐의 원가의 개념이 될 가능성도 있는데 이 또한 가격 상승을 지지하는 내용이기도 하다.

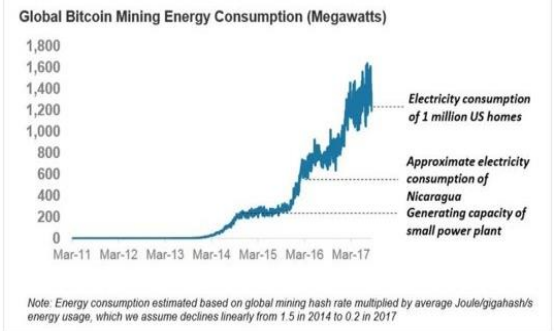


도표 3. 가상화폐에도 불구하고 금가격은 영향받지 않는다



자료: Bloomberg, DB금융투자  
 주: 가상화폐가 금가격에 영향을 주었다면 위의 두 선간에 상관관계가 다소 약해지는 흐름이 나타나야 할 것이다.

도표 4. 조만간 세계 전기 사용량을 넘어설 채굴 에너지



자료: financialsense, Alex Barrow

공급이 제한되었다고? 늘어날 수 있는 것 아닌가? – 향후 크립토크런시의 가장 큰 위협

블록체인 기반의 가상화폐의 공급이 제한되었다는 이야기에는 다소간의 반론이 있다. 가장 흔한 반론은 무한대로 쪼갤 수 있지 않느냐는 것이다. 가령 0.00000001 비트코인은 1'사토시' 라고 칭한다. 비트코인 가격이 천정부지로 뛰다 보니 작은 거래단위를 새로인 만들었다. 가격이 더 올라 더 작은 단위가 나오지 말라는 법은 없다. 비판자들은 이를 가리켜 계속 쪼개면 공급도 계속 늘어나는 셈 아니냐면서 비판한다. 그러나 이러한 비판은 맞지 않다.

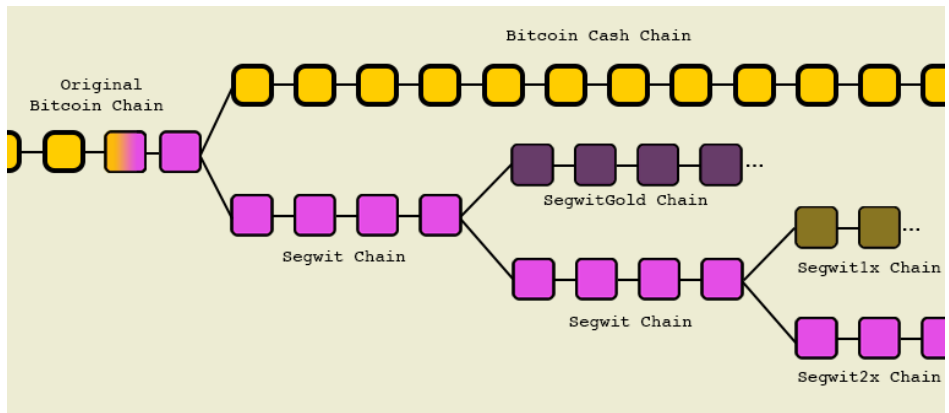
특정 화폐의 공급이 제한되는 점은 누구에게 중요한가? 화폐를 이미 보유한 사람에게 중요하다. 화폐의 공급이 마구잡이로 늘어나면 화폐를 보유한 사람의 자산이 하락하기 때문이다. 이러한 화폐는 신뢰를 잃고 사라진다. 비트코인이 계속 쪼개져서 새로운 단위가 만들어진다고 하자. 그렇다고 해도 이미 비트코인을 보유한 사람의 가치는 아무 변화가 없다. (물론, 작은 단위가 만들어진다는 이유는 비트코인 가치가 올랐기 때문일 공산이 크기 때문에 정황상 보유자의 부는 증가했을 것이다.) 비트코인을 보다 적은 단위로 쪼개는 것은 신규 진입자가 보다 쉽게 진입할 수 있게 해주거나 거래의 편의성을 위한 것이기 때문에 쪼개지는 행위 자체는 공급이 늘어난다는 우려와는 무관하다. 내가 그 통화를 보유했을 때 가치가 떨어지는 것이 문제이지 코인의 단위가 작아지는 것은 공급 증가라고 볼 수 없다.

반면 주의해야 할 사항이 하나 있다. 지금까지 가상화폐에 대해 좋은 이야기 위주로 했으나 이제부터 언급할 내용들은 반대로 그 존재에 큰 위협이 될 수 있는 내용이다. 민간 가상화폐의 적은 외부로부터 오는 것이 아니라 가상화폐 시장 내부에서 생겨나고 있다. 바로 새로운 크립토크런시의 등장과 하드포크를 위시한 신규 화폐의 등장이다. 이것은 분명 가상화폐의 공급 증가로 생각할 수 있으며 우리가 볼 때 향후 민간이 만드는 가상화폐 활성화의 가장 큰 난점이 될 것으로 예상된다. 신규로 등장하는 경쟁 가상통화들이 상호 비슷한 방식으로 작동하며 모두들 네트워크에 의해 그 신뢰성과 희소성이 충분히 검증 받을 수 있다면 이는 새로운 가상 화폐의 공급이라고 볼 근거가 분명히 있기 때문이다.

공급 증가로 인해 가상화폐의 가치를 위협할 수 있는 가장 큰 요인이 하드포크(hard fork)다. 일전에 모

고등학생이 비트코인 보유개수당 공짜 코인을 새로이 나눠주겠다고 밝혔다가 시끄러웠던 사건이 있었다. 이는 단순 해프닝으로 볼 수 없는 심각한 문제점을 암시한 것으로 가상화폐의 하드포크와 관련 있다. 하드포크란 기존의 비트코인으로부터 파생되어 새로운 가상화폐가 등장하는 것이다. 실제 하드포크의 예인 ‘비트코인캐쉬’를 보자. 특정 이익집단이 채굴 자원을 과점하고 있을 때 이들의 기록권을 제한하기 위한 비트코인 체계의 업데이트가 시도되었다. 이 과정에서 비트코인캐쉬라는 새로운 가상화폐가 등장했다. 이는 마치 기업의 기존주주에게 그 기업의 신주인수권을 공짜로 주는 형식과 비슷하다. 가령 10비트코인을 가진 사람에게 5비트코인캐쉬를 그냥 지급하면서 새로운 가상화폐가 만들어지는 것이다. 비트코인의 채굴량 한계가 2100만개라면 비트코인캐쉬도 동일하게 2100만개다. 하드포크로 인해 가상 화폐의 공급 총량이 궁극적으로는 두 배로 늘어나는 것이다. 이를 에어 드롭(Airdrop)이라고 부른다. 어디서 많이 들어본 표현이다. 기존 전통 화폐 체제에서 신용창조를 거쳐 화폐가 창출되는 것을 설명할 때 ‘money creation out of thin air’라고 표현하곤 하는데 일종의 관용구로서 ‘air’가 등장한다. 이미 가상화폐는 화폐의 창조 과정까지 배운 것인가? 아니다. 이것은 앞서 우리가 크립토크런시의 가장 중요한 요소이며 일반 신용화폐와 구분되는 특징이라고 밝혔던 희소성을 훼손한다. 게다가 대출이라는 자산과 함께 상호 증가하는 전통 통화시스템의 신용창조의 과정과도 성격이 상이하다. 즉 바이마르 공화국의 화폐 인쇄와 성격이 매우 유사한 것이다.

도표 5. 하드포크 과정을 통해 무한히 생성되는 가상통화



자료: hacked.com

우리가 쓰는 일반 화폐를 생각해보자. 신용창조의 과정에서 생성된 화폐는 그에 상응하는 다른 자산, 혹은 적어도 물가 지수와 연동하여 함께 늘어나야 하기 때문에 무한한 확대를 막는 자기 검열 기능이 있다. 가령 신용창조가 과도해져서 자산 가격이 크게 오르면 자산가격 거품논란이 커진다. 물가가 크게 오르면 국민들이 불평이 커지고 중앙은행은 긴축적 통화정책을 펼친다. 민주주의 덕분에 균형으로 돌아가려는 자정 능력이다. 그러나 신규 크립토크런시의 등장이나 무분별한 하드포크는 기술을 보유하고 네트워크 내에서 일정수준의 지지를 얻으면 아무나 할 수 있기 때문에 이러한 자기 조절 능력이 결여되어 있다.

하드포크가 발생했던 최근 사례를 보면 가상화폐의 가치가 오르기도 하고 떨어지기도 한다. 비트코인

의 경우 하드포크 이후 가치가 더 오르고 있다. 기존에 너무 비싸서 거래하지 못했던 사람들이 참여하고 신규 코인에 대한 채굴 관심도가 집중되는데다가 일확천금을 노리고 초기 선점하려는 사람들이 늘어나기 때문이다. 기존 코인에 배당 형식으로 신규 코인이 할당되다 보니 기존 코인의 가격도 올라가는 효과를 가져왔다. 그러나 생각해보자. A라는 회사가 구 주주들에게 보유주식 10주당 A사의 주식을 5주씩 무상으로 배분한다면 구주+신주 총 가치는 변화가 없어야 하고 각 주식의 가격은 떨어져야 한다. 그런데 실제 주식 시장을 보면 오르는 경우가 곧 잘 있다. A회사에 대한 대중의 관심이 지대하게 높아지고 있거나 그 동안 A주식의 단가가 너무 비싸서 거래를 못하던 사람들이 달려들 경우다. 일종의 전시효과, 유동성 효과로서 신규 자금 유입에 기반한다. 그러나 신규 자금 유입이 언젠가 끊긴다면 이러한 효과는 오래가기 어렵다.

가상화폐의 총 공급이 제한되지 않을 수도 있다는 면에서 현존하는 화폐와 가장 큰 차별점이 점차 퇴색되고 있는 점은 안타깝다. 과거 상당수의 온라인 MMORPG게임이 게임 내의 초인플레이션 때문에 망했다. 무분별한 게임 내 통화량 공급과 캐쉬템(실제 현금으로 게임머니나 아이템을 구매하는 것) 판매로 인한 유동성 폭증은 게임 내에서 초인플레이션을 야기하고 성실히 게임머니를 모으는 유저에게 박탈감을 주어 사용자가 지속적으로 감소하기 때문이다. 민간 가상화폐 기술자들은 거시적 관점의 화폐 체제에 대한 이해가 아직 부족한 것 같다.

그러나 속단은 금물이다. 공급 증가에 있어서는 앞으로 비트코인을 위시한 여타 크립토크런시 시장이 어떻게 발전해 나가는 지 지켜볼 필요가 있다. 가상화폐의 공급 증가에 대한 암울한 이야기를 했지만 조심스럽게 그 결과를 먼저 예상해보자면 과거 대부분의 버블이 어떻게 마무리되었는가에서 힌트를 찾을 수 있을 것 같다. 버블이 꺼진 후 최후의 승자들이 일부 살아남아 모든 과실을 독식한다. 아마도 현재 다양하게 난립하는 크립토크런시도 결과적으로는 1~2개가 대중의 관심 속에서 살아남을 것이며 이들이 일종의 민간 가상화폐의 ‘표준’처럼 될 것이다. 앞서 말했던 MMORPG개발자들도 과거 실패를 교훈 삼아 통화량 공급을 제한하고 있다. 이들은 과거에는 게임 내 만연한 초인플레이션에 대해서 인지하지 못하다가 차츰 경제 운영의 노하우를 쌓았다. 심지어 요즘은 게임회사가 게임 내 화폐 시스템 안정을 위해 통화경제학자를 고용하기도 한다. 가상화폐도 현재의 광풍을 거친 후에는 장기적으로 자체적인 협의회 등을 구성하여 공급이 늘어나지 않도록 통제하거나 일정수의 화폐잔액이 자동으로 사라지는 형식의 대체 방안을 강구할 것이다. 가상화폐는 그 자체의 신뢰성이 있기는 하지만 거래가 많아질 경우 자질한 기술적 문제가 있다. 가장 오래되고 많은 사람들이 사용해온 가상화폐일수록 이러한 문제점이 먼저 해결되었을 것이다. 그리하여 한 두 개의 가상화폐로 시장이 평정되고 자체 감시 규약을 통해 무분별한 코인 생성을 막는다면 가상의 금(金)처럼 공급 제한이 이루어지면서 안정적인 가격과 시장이 형성되지 않을까 생각한다.

#### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동홍빌딩 2층)  
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (DB빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

### 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프플리닉센터 3층)  
 둔산 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)  
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-7800 강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.