



부릉부릉 자산배분 : 나스닥 조정에도 비트코인 강세, 불편한 진실은?



투자전략팀장 김중원

02-3787-2290

simon@hmsec.com

해외채권/원자재 박민영

02-3787-2308

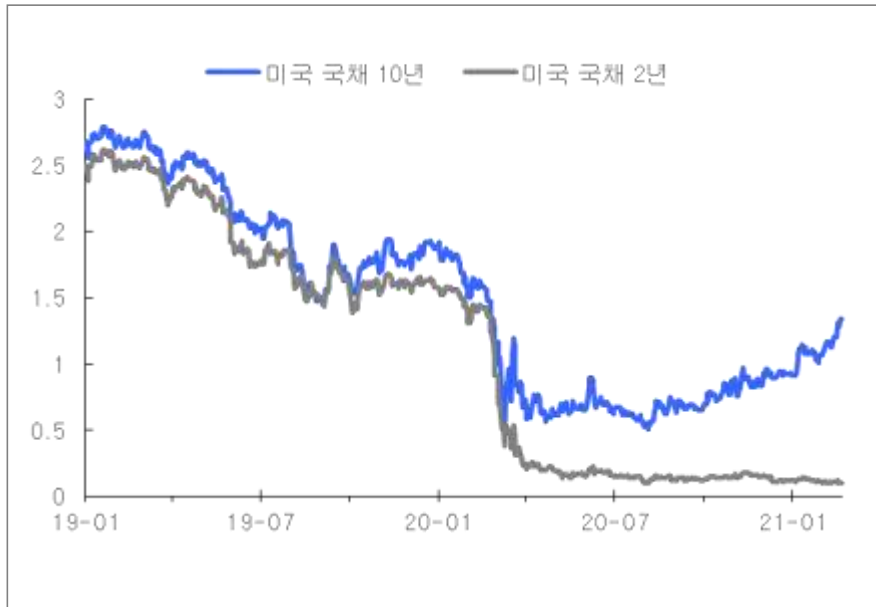
mypark@hmsec.com

**나스닥 조정에도 비트코인 강세,
불편한 진실은?**

장기물 중심으로 미 금리 상승

- 장기물 중심의 미 국채 금리 상승이 글로벌 금융시장에 부담으로 작용하고 있음
- 통상 기준 금리에 연동하는 단기물(미 국채2년물) 금리 변화는 부재한 반면 경기기대와 인플레이션 압력에 민감한 장기물(10년물) 금리가 최근 크게 상승
- 이러한 장기물 금리 상승은 상품가격 반등, 백신보급, 경제 정상화에 대한 기대와 기저효과로 인한 유가 상승에 의한 인플레이션 압력이 원인으로 판단됨
- 시장 금리가 장기 금리 중심으로 상승하며 미 장단기 금리차는 확대되고 있는 상황이나 금융위기 당시와 비교하면 아직까지 크게 부담되는 수준은 아님

미 국채10년과 2년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

미 장단기 금리차 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

주: 미국 국채10년물과 2년물의 장단기 금리차 추이

미 장기물 금리 상승 : 경기, 추가 부양책 등 영향

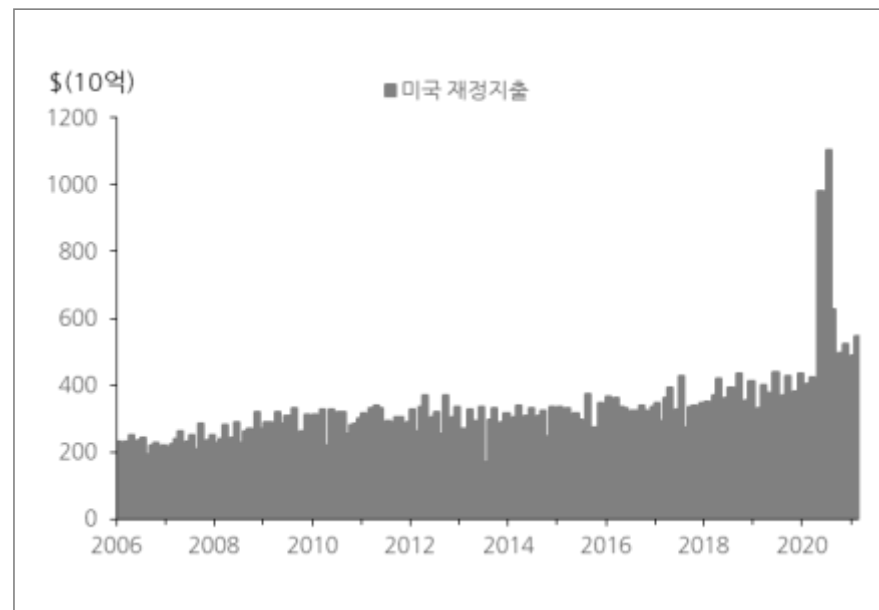
- 통화정책 의존도가 높은 단기 금리와 달리 장기 금리는 경기의 up-down과 기대 인플레이션에 의해 크게 좌우됨
- 연준은 2023년까지 금리 동결할 것을 밝혔기 때문에 단기 금리는 크게 움직이지 않고 있지만 코로나 이후 추가부양책에 대한 기대와 백신 보급으로 미 경기가 반등하며 장기 금리는 상승하고 있음
- 또한, 코로나발 경기침체를 대응하기 위한 추가 부양책 등으로 미 재정지출이 확대되며 국채 공급 부담이 커졌다는 점도 장기 금리 상승 요인으로 작용

미 OECD 경기선행지수와 미 국채10년물 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

코로나 이후 미국 부양책 추이



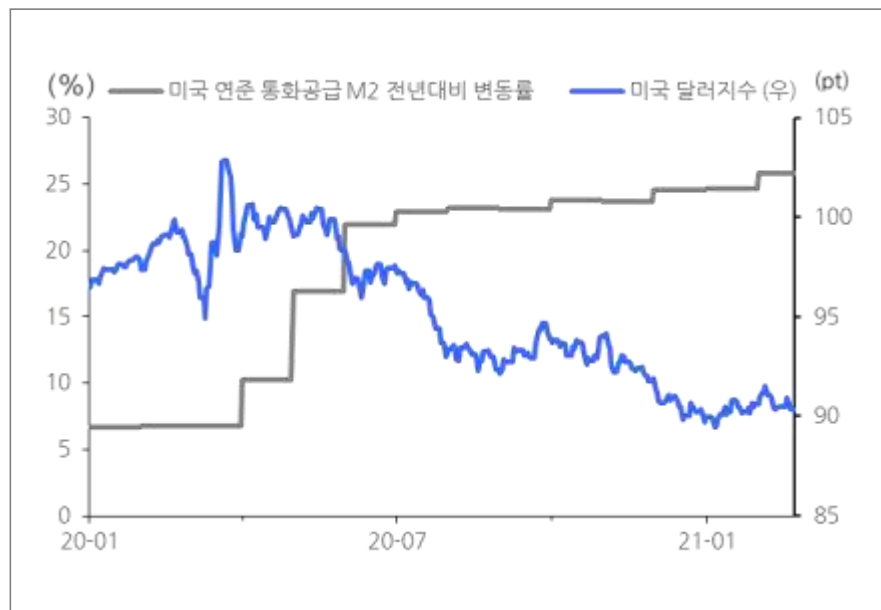
자료: Bloomberg, 현대차증권



코로나 이후 달러화 약세로 비트코인 등 위험자산 강세

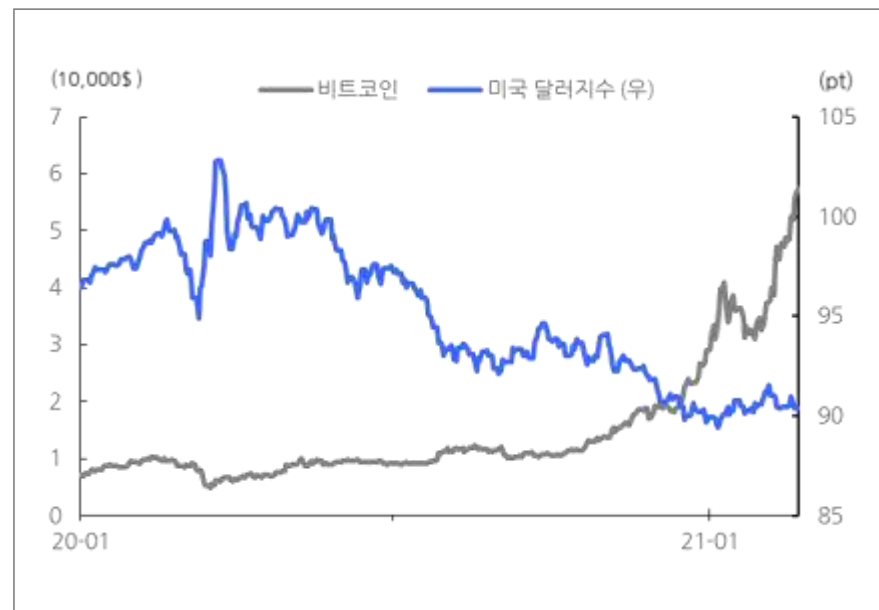
- 코로나 이후 2008년 서브프라임 모기지 사태 당시 1~2차 양적완화 시행 때 공급한 통화량과 비슷한 통화량을 코로나 사태 초반 2달내에 공급하는 등 경기부양을 위해 미 연준이 통화공급을 확대하며 달러화는 약세를 기록하고 있음
- 달러화 가치 하락으로 위험자산 선호가 높아지며 비트 코인 가격은 강세를 기록하고 있음

코로나 이후 양적완화로 달러화 약세



자료: Bloomberg, 현대차증권

달러화 약세와 비트코인 강세



자료: Bloomberg, 현대차증권

비트코인 시장의 기관 매수 비중이 증가하는 추세

- 21년 비트코인 시장 규모는 한단위당 \$50,000 기준 약 1조 달러 규모
- 비트코인에 투자한 상장사, 비상장사 및 ETF의 비트코인 시장 투자비중은 약 6%로 추산되며, ETF의 비중이 약 4%로 가장 높음
- 주요 은행권 및 투자운용 업계에서도 비트코인에 대한 관심도와 관련 투자가 높아지고 있으며, 투자규모가 늘고 지속적인 연구가 진행되고 있음

최근 기관별 비트코인 투자 비중

분류	비중
상장사	0.5%
비상장사	1.51%
ETF	3.97%
총 비중	약 6%

자료: bitcointreasures.org, 현대차증권

주요기관별 비트코인 관련 입장 투자여부

기업	비중
JP모건	제이미 다이먼은 비트코인은 선호하지 않는다고 발언 했지만, JP모건에서 금과 비트코인을 비교분석해 평가하는 보고서를 발간하며, 기관투자자의 비트코인 수요가 확대될 조짐이라고 밝힘
피델리티	피델리티 산하의 암호화폐 관련 기업인 Fidelity Digital Assets(FDA)는 기관투자자를 대상으로 한 암호화폐 관련 사업을 전개. 2020년 8월에는 'Wise Origin Bitcoin Index Fund'라는 기관투자자를 위한 펀드 창설 발표
그레이스케일	대형 디지털 자산운용사로 제공하는 비트코인 투자신탁은 기관투자자들의 수요가 매우 높으며, 운용자산 총액은 200억달러에 이룸.

자료: 코인포스트, 현대차증권



비트코인 시장의 기관 매수 비중이 증가하는 추세

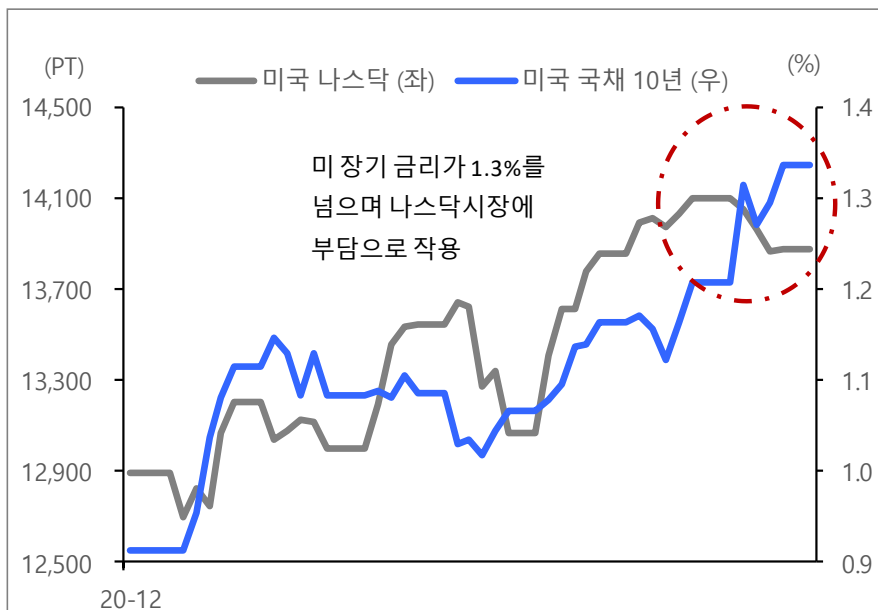
- Galaxyscale에서 기관투자자를 대상으로 제공하는 비트코인 관련 펀드의 규모가 약 300억달러 규모로 가장 큼
- 최근 약 15억 달러 규모의 비트코인을 구매했던 테슬라의 보유 비트코인 현재가치는 약 26억 달러

유형	회사명	국가코드	보유 비트코인 (현재가치) 21년 1월 기준	전체 비트코인 시장 비중
상장사	MicroStrategy inc.	US	약 33억 달러	0.34%
	Tesla, Inc.	US	약 26억 달러	0.23%
	Galaxy Digital Holdings	CA	약 7억6천만 달러	0.08%
	Marathon Patent Group	US	약 2억2천만 달러	0.02%
	기타			0.04%
비상장사	MTGOX K.K.	-	약 65억 달러	0.67%
	기타			0.84%
ETF	Galaxyscale Bitcoin Trust	US	약 299억 달러	3.09%
	CoinShares / XBT Provider	EU	약 32억 달러	0.33%
	Ruffer Investment Company Ltd	UK	약 21억 달러	0.21%
	기타			0.33%
총 비중				약 6.33%

최근 금리 상승으로 나스닥 약세 그러나 비트코인 강세

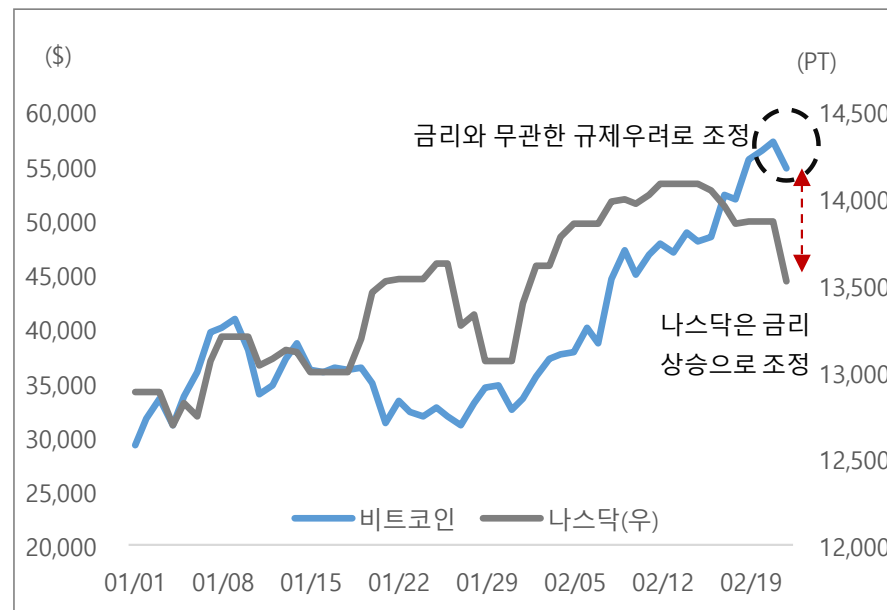
- 21년 들어 미 장기물 금리가 빠르게 상승하며 성장주 중심의 나스닥 시장은 쉬어가는 흐름
- 반면, 금리 상승에 따른 나스닥 조정에도 불구하고 비트코인 가격 상승은 지속되고 있음
- 한편, 최근 비트코인 가격 조정 또한 금리 영향보다는 엘런 재무장관이 비트코인을 투기적 자산이라며 규제 필요성을 언급한 영향
- 결국, 금리 상승으로 나스닥 시장은 조정을 기록하고 있지만 금리 상승이 비트코인 가격에는 영향이 미비한 상황

최근 금리 상승이 나스닥 시장에는 부담으로 작용



자료: Bloomberg, 현대차증권

금리 상승에도 비트코인은 강세 V.S 나스닥은 조정



자료: Bloomberg, 현대차증권

비용 인플레이션 상승은 미 경기 전망에 변수로 작용

해외채권/원자재 박민영

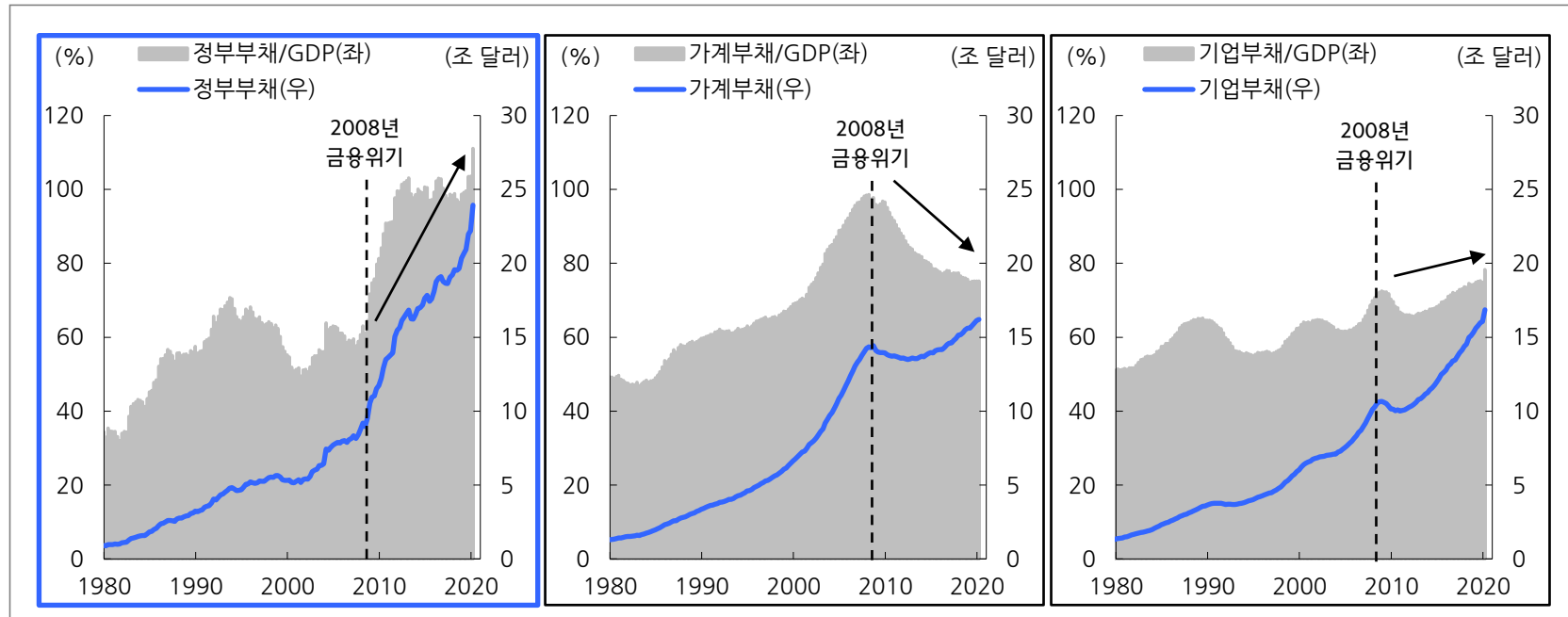
02-3787-2308

mypark@hmsec.com

급증한 정부부채가 금리 상승의 가장 큰 충격을 받을 것

- 미 국채10년물 금리가 1.3%를 넘어 상승하고 있음
- 일차적으로 채권금리가 상승하면 채무자들에게 이자 부담이 확대
- 미국의 경우 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 재정정책을 통해 가계부채가 정부부채로 이전한 상황
- 따라서, 채권금리 상승은 정부 재정부담이 증가할 수 밖에 없음

미국 부채 현황: 08년 금융위기 위해 확대된 정부부채는 20년 COVID-19으로 더욱 확대

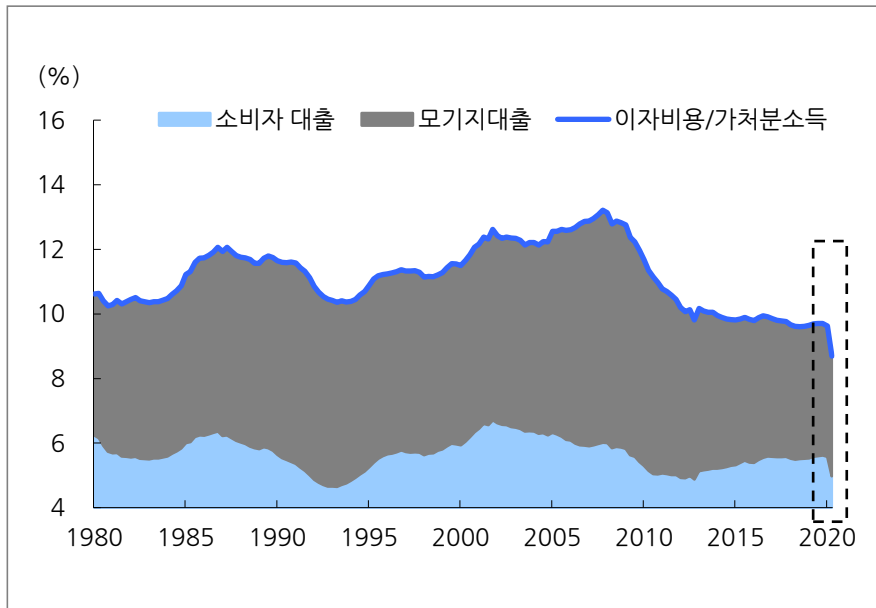


자료: BIS, 현대차증권

가계와 기업의 경우 COVID-19 대응 정책으로 이자부담이 경감

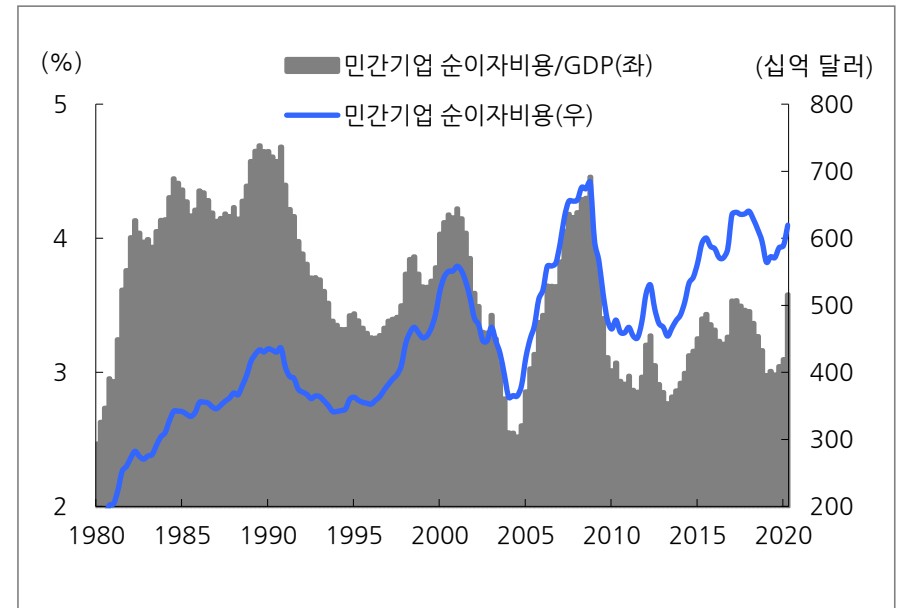
- 가계와 기업의 경우 COVID-19 대응 정책으로 오히려 이자부담이 경감
- 미 장기국채 금리가 크게 상승했지만 코로나 이전 2019년말 금리 (1.91%) 수준과 비교하면 아직도 크게 낮은 수준
- 따라서, 재정정책 영향으로 금리가 상승한다 해도 당분간 과거대비 낮아진 채권금리로 인해 가계와 기업의 이자비용에 대한 부담은 크게 완화된 상황

[그림 56] 미국 가계 이자비용



자료: FRED, 현대차증권

[그림 57] 미국 기업 이자비용

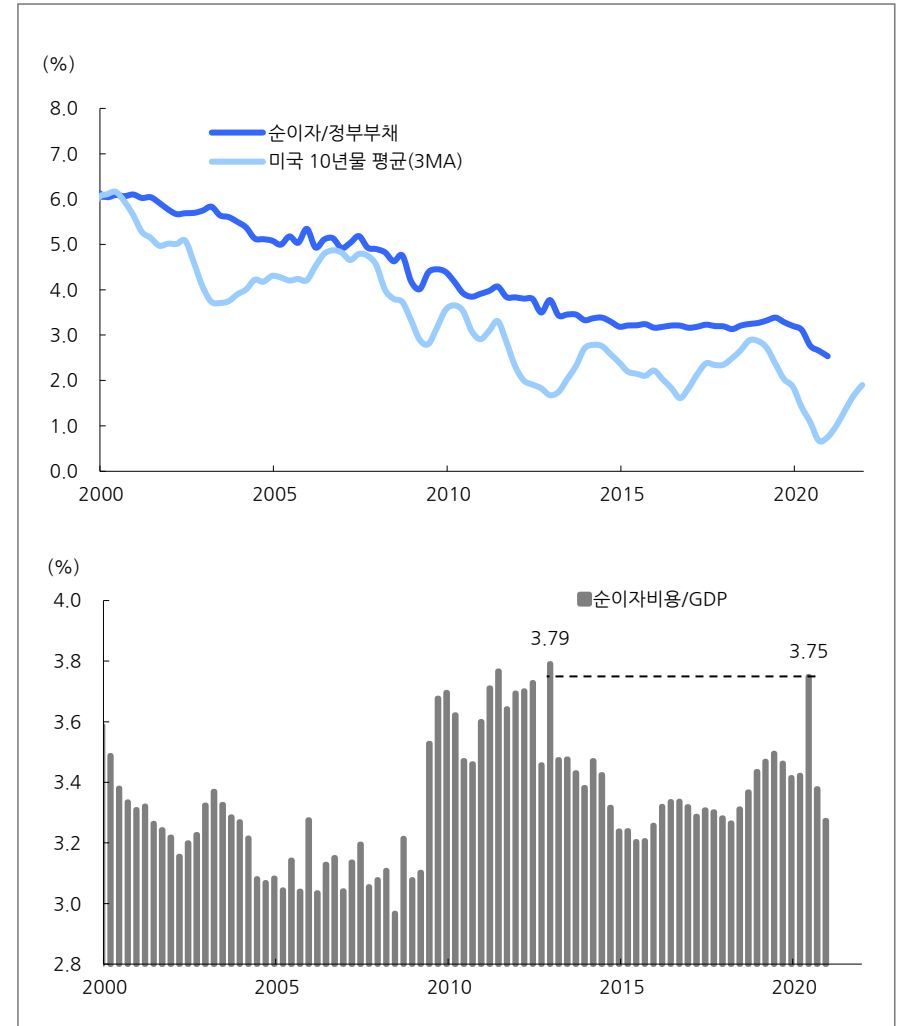


자료: Bloomberg, 현대차증권

경기 회복으로 금리 상단은 높아졌으나 상승 속도에 대한 부담은 주의

- 2020년 2분기 기준으로 순이자비용/GDP가 미국 신용등급 강등 시점(2011~2012) 수준에 도달하며 금리 상승 리스크 부각되었음
- 그러나, 이후 미국 경제가 빠르게 회복하며 국채 금리 상승을 추가로 더 감내할 수 있는 것으로 판단
- 순이자비용(%)과 국채금리 상관관계를 고려하여 미국채 10년 금리 상단을 추정해 볼 때, 2021년말까지 1.90~2.00% 수준까지 상승 가능한 것으로 추정
- 다만, 최근 금리 상승은 경기 회복에 따른 금리 상승에 추가하여 유가 급등 등에 따른 공급측 인플레이션에 대한 우려가 상당 부분 반영
- 비용 인플레이션 우려에 따른 금리의 가파른 반등은 연준의 경기 회복 시나리오에 큰 변수로 작용할 것
- 정부의 경기부양책 및 백신 접종으로 YCC와 같은 공격적인 비전통적 통화정책을 활용할 가능성은 낮다고 판단하나 가파른 상승세가 지속될 시, 구두개입을 시작으로 장기물 금리 상승을 억제하기 위한 움직임이 나타날 것으로 전망

미국 정부 이자 비용



자료: Bloomberg, 현대차증권

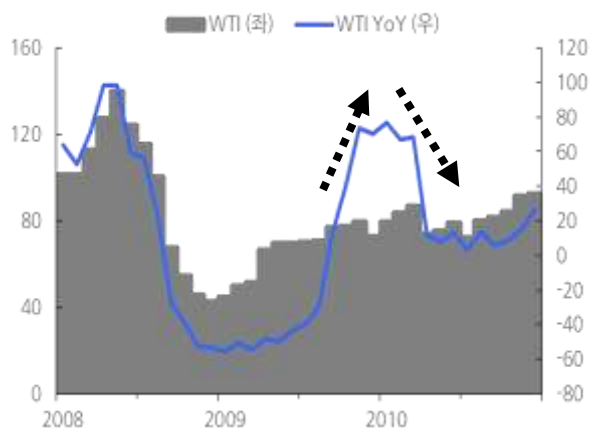


**3월부터
코스피 반등 기대**

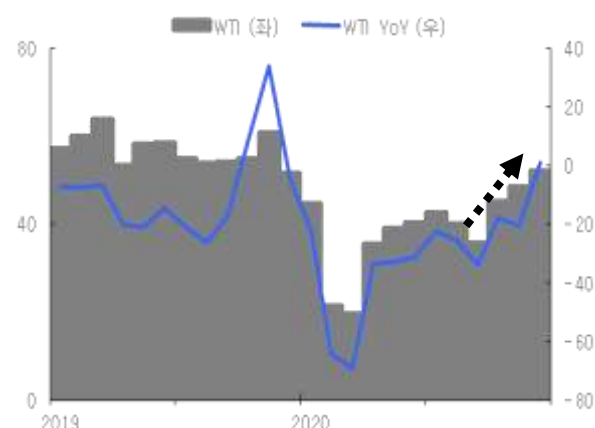
기저효과 이후 금리 상승 압력 약화될 전망

- 과거 2008년 금융위기 이후 기저효과에서 기인한 유가의 급등으로 인플레이 압력으로 장기국채 금리가 상승했음
- 하지만 기저효과가 사라진 이후 인플레이 압력이 약해지자 금리는 다시 하락하는 모습을 보임
- 현재 공급제한과 기저효과로 인해 급등한 유가가 인플레이 압력으로 작용하고 있지만 기저효과 이후를 고려할 필요성이 있음

2008년 금융위기



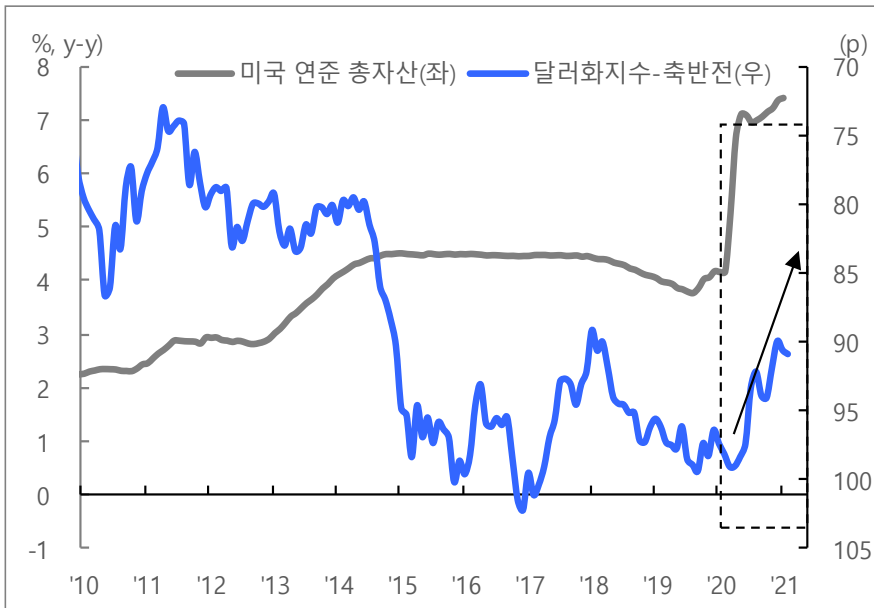
2020년 Covid19 사태



금리 상승 지속 시 연준은 행동에 나설 전망

- 비용 인플레이션 우려에 따른 금리의 가파른 반등이 지속된다면 이는 연준의 경기 회복 시나리오에 큰 변수로 작용
- 따라서, 연준은 어떤 방법으로든(구두 개입 및 채권 매입 확대) 행동에 나설 수 밖에 없다 예상됨
- 연준의 유동성 기대가 유효하다는 점에서 달러화 약세는 지속될 수 밖에 없다 판단됨
- 결국 금리 상승으로 나스닥 시장 조정에도 비트 코인이 강세를 기록하는 점은 달러화 약세에 대한 기대로 비트코인이 달러 대체제로 투자가 유망 하기 때문

미 연준의 총자산과 미 달러화 추이



자료: FRED, 현대차증권

미 M2와 달러화 지수 추이



자료: 미국 재무부, 현대차증권

달러화 약세와 신흥국 증시

- 기저효과 이후에도 미 금리 상승이 지속된다면 연준은 행동에 나설 수 밖에 없고 연준의 유동성 기대는 달러화 약세를 가속화시킬 것으로 전망
- 달러화 약세는 신흥국 증시의 투자매력을 상승시킴
- 과거 달러화 약세 구간 신흥국 증시 및 코스피 시장은 동반 강세를 기록했음

달러화와 신흥국 증시 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

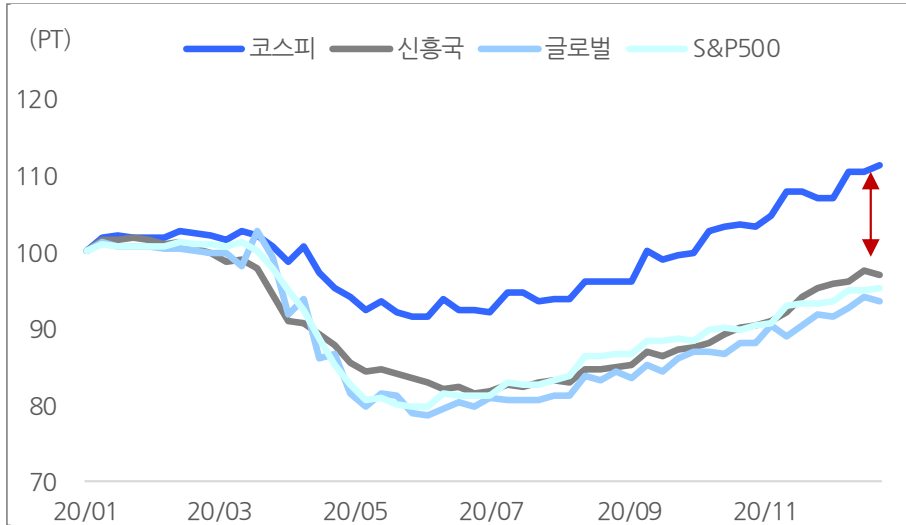
달러화와 코스피 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

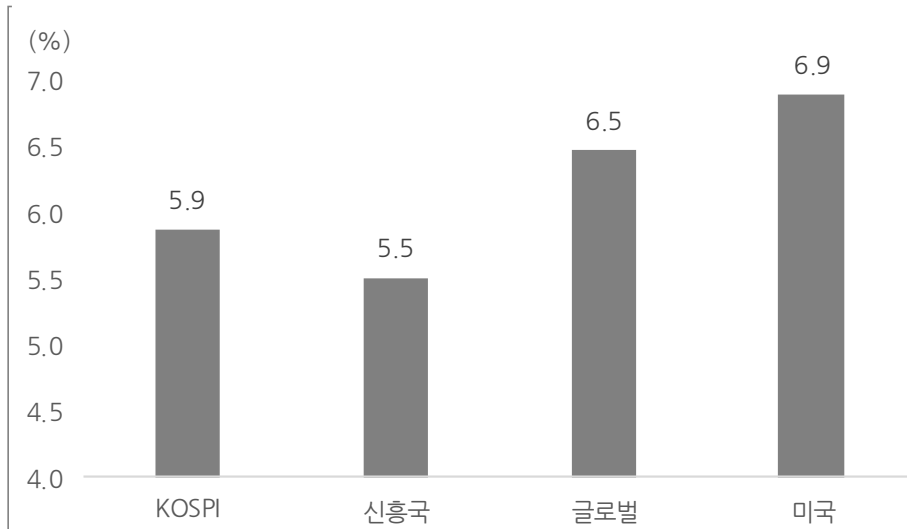
수출 개선으로 실적 모멘텀 재부각될 전망

2020년 이후 코스피 이익 모멘텀이 가장 양호

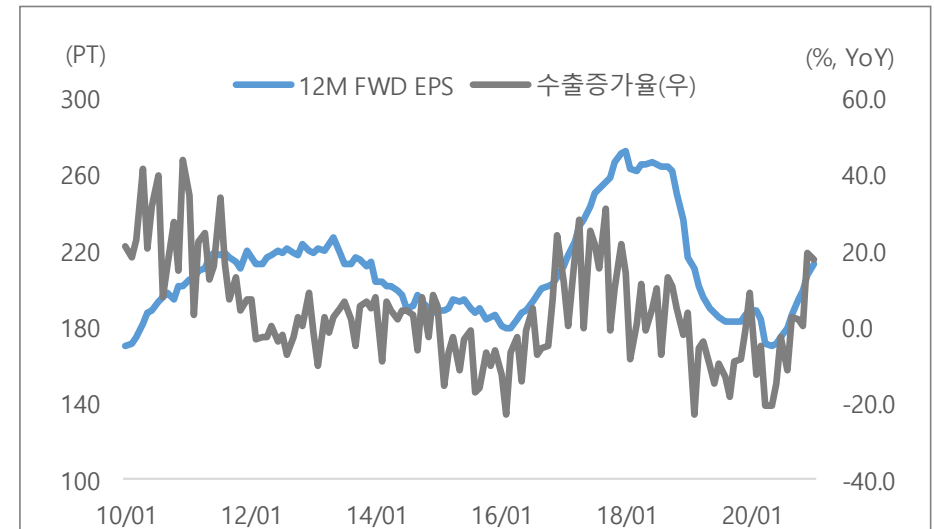


- 2020년 이후 KOSPI와 주요국 증시의 이익 전망을 비교하면 한국의 이익모멘텀이 가장 양호했던 것으로 나타남
- 코로나 이후 KOSPI의 이익 모멘텀 부각으로 주요국 증시 대비 상대적 강세를 기록한 것으로 판단됨
- 하지만, 2021년 연초 이후 KOSPI와 주요국 이익 모멘텀을 비교하면 미국을 포함한 선진국이 한국과 신흥국의 이익 모멘텀 보다 양호한 것으로 나타남
- 21년 이후 미국 이익 모멘텀의 상대적 강세가 신흥국 및 한국증시 상대적 약세로 연결되는 것으로 판단됨
- 하지만, 올해들어 한국 수출증가율이 가파르게 개선되고 있다는 점에서 향후 KOSPI 이익모멘텀은 재부각될 수 있을 전망

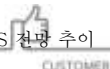
연초 이후는 미국의 이익 모멘텀이 한국과 신흥국 대비 부각



KOSPI 이익전망은 수출증가율과 동행



자료 : Refinitive, 현대차증권
주: 2019년말 100 기준 코스피, 신흥국, 글로벌과 S&P500 EPS 전망 추이



달러화 약세 및 금리 상승 완화로 코스피 반등을 전망

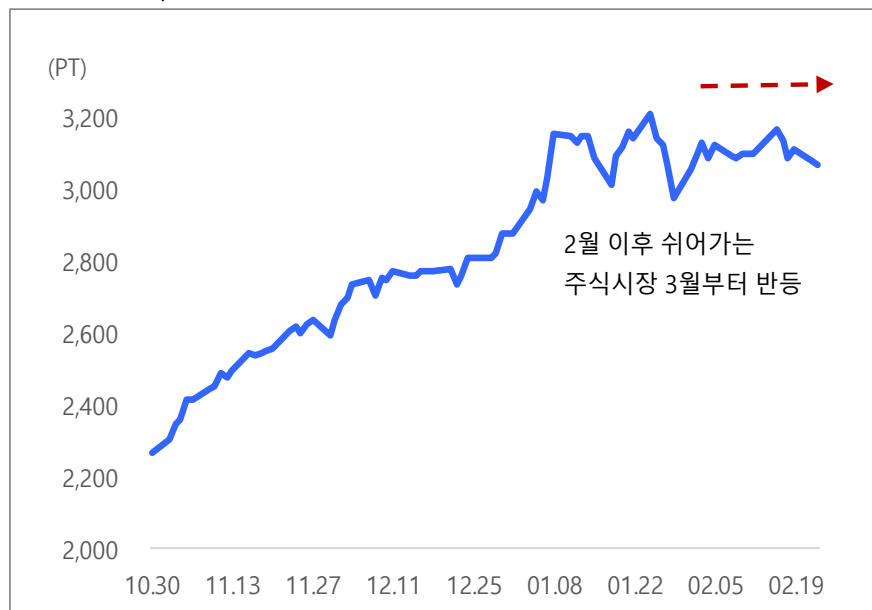
- 통상 미 국채금리와 달러화는 동행하는 흐름이나 최근 미 장기채 금리 상승에도 불구하고 미 달러화는 오히려 약세 흐름
- 향후, 미 장기채 금리 상승으로 2월 쉬어가던 코스피도 완화적 통화/재정정책 및 달러화 약세로 3월부터는 반등할 수 있을 전망
- 더불어 2021년 들어 한국의 수출증가율이 가파르게 개선되고 있어 향후 KOSPI의 이익모멘텀이 재부각될 것이며 이는 향후 KOSPI의 반등 기대를 높이는 요인으로 작용할 전망

2020년 이후 미국채10년물과 달러화 지수 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

2월 KOSPI, 이익모멘텀 약화로 쉬어가는 기간



자료: WiseFn, 현대차증권

Compliance Note

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김중원, 박민영의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



감사합니다

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

