

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 4. 27 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

공급망(Supply Chain)의 충돌 ≙ '풍선효과'

오늘의 차트

미국 주택가격이 인플레이션 리스크 요인일까?

칼럼의 재해석

넷스케이프 2.0: 코인베이스

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

공급망(Supply Chain)의 충돌 ≙ ‘풍선효과’

- ✓ 공급망 충돌의 역사가 주는 시사점은? ‘풍선효과’는 있다
- ✓ 1) 미·일 반도체 분쟁, 2) 동일본 대지진, 3) 한·일 갈등의 배경 그리고 알파(α)
- ✓ 미·중 기술 공급망 충돌이 확산된다면 ‘접점’은 어디인가? 전공정 보다는 후공정일 가능성. 국내 중소형 반도체 장비·소재 기업 점검도 필요

공급망(Supply Chain) 충돌의 역사가 주는 시사점?

공급망 충돌의 역사. ‘풍선효과’는 있다

기술 공급망 다툼(경쟁)이 무역분쟁과 다른 것은 ‘풍선효과’가 존재한다는 점이다. 무역분쟁은 결국 상호간의 관세 분쟁으로 연결되기에 뚜렷한 승자가 없지만, 기술 공급망 경쟁은 수혜 및 반사이익을 보는 곳이 존재한다. 새로운 공급망이 탄생하거나 기존의 공급망을 강화하려는 노력 탓이다.

우리와 연관된 기억은 크게 3차례다. 1) 1980년대 중후반~1990년대 중반까지 이어진 미·일 반도체 분쟁, 2) 2011년 동일본 대지진, 3) 2019년 한·일 갈등(일본의 반도체, 디스플레이 등 핵심 소재에 대한 수출 제한)이 대표적이다. 각각의 사연은 다르지만 결과적으로 국내 산업지형에 크고 작은 영향을 주었다는 점은 공통점이다.

우리시장과 연관된 공급망 충돌의 사례

간략한 특징을 요약하면 다음과 같다.

- 1) **미·일 반도체 분쟁 (1980년대 후반 ~ 1990년대 중반)**: 한국과 대만 반도체 산업의 성장 계기. 미국은 반도체 ‘설계’ 중심으로 전환. 한국과 대만은 반도체 ‘생산 기지’로서의 역할 수행
- 2) **동일본 대지진 (2011년)**: 동일본대지진은 후쿠시마 원전사고를 동반. 해당 지역에 생산 거점을 두고 있던 자동차, 소재 기업 타격. 도요타 자동차 대규모 리콜 이슈 발생. 경쟁구도였던 한국의 자동차, 화학, 정유 업종의 반사수혜로 연결
- 3) **한·일 갈등(2019년~)**: 2019년 7월 일본의 경제산업성은 한국을 화이트리스트 제외국가로 발표. 반도체, 디스플레이 등 핵심 소재에 대한 수출 규제 시작. 한국은 이에 대한 대응책의 일환으로 소부장(소재, 부품, 장비)기업 지원

구체적으로 어떤 사연이 있었고 실질적인 수혜의 연결고리는 무엇이었는지 살펴보자.

1) 미·일 반도체 분쟁 (1980년대 후반 ~ 1990년대 중반): 기술 견제 & 산업 지형의 변화를 유발

1) 미·일 반도체 분쟁은 산업지형의 변화를 유발한 장기전

일본에 대한 미국의 견제는 '위기의식' 이 그 출발점이었다. 1980년 초반 전세계 반도체 경기가 어려움을 겪었고, 마침 반도체 시장 점유율에서 일본이 미국을 앞서기 시작했다. 당시 PC의 시대가 개화되기 시작한 터라 반도체 산업은 최첨단 산업이었고, 반도체 시장의 점유율이 역전된 것은 곧 '미국의 미래'가 불안정하다는 것을 의미했다.

문제는 일본의 반도체가 빠르게 성장한 배경에는 1970년대부터 일본 정부의 적극적인 육성책(지원책)이 자리잡고 있었다는 점이다. 당시 일본의 모습은 지금의 중국과 닮았다. 미국 기업으로부터의 기술이전을 조건으로 일본 내 시장 진입을 허용 등 하는 폐쇄성을 보였기 때문이다. 미국의 입장에서는 평평한 경기장(level playing field)이 아니었던 셈이다.

결과적으로 1985년 6월 미국 반도체산업협회(SIA)가 일본 반도체 기업을 '1974년 통상법 제301조' 위배혐의로 미국 무역대표부에 제소하는 것을 시작으로 견제가 본격화됐다. 1986년 미국·일본 반도체 협정(1986 U.S - Japan Semiconductor Trade Agreement)이 체결됐고 이후 1996년까지 10년간의 기술 견제가 진행됐다.

그 과정에서 미국은 반도체 '생산 중심'의 국가에서 '설계 중심'으로 산업 구조를 전환했고, 한국과 대만은 반도체 생산을 맡게 되는 국제적 분업이 자리를 잡게

표1 세계 반도체 생산 상위 10개 기업: 1995년 이후 일본 반도체 중심에서 '미국 + 한국 + 대만'반도체 기업으로 주도권 이전

Rank (US\$bn)	1985		1990		1995		2000		2006		2011		
1	NEC	2.1	NEC	4.8	Intel	13.6	Intel	29.7	Intel	31.6	Intel	50.6	
2	TI	1.8	Toshiba	4.8	NEC	12.2	Toshiba	11.0	Samsung	19.7	Samsung	34.5	
3	Motorola	1.8	Hitachi	3.9	Toshiba	10.6	NEC	10.9	TI	13.7	Toshiba	13.5	
4	Hitachi	1.7	Intel	3.7	Hitachi	9.8	Samsung	10.6	Toshiba	10.0	TI	12.8	
5	Toshiba	1.5	Motorola	3.0	Motorola	8.6	TI	9.6	ST	9.9	Renesas	11.3	
6	Fujitsu	1.1	Fujitsu	2.8	Samsung	8.4	Motorola	7.9	Renesas	8.2	ST	9.6	
7	Philips	1.0	Mitsubishi	2.6	TI	7.9	ST	7.9	Hynix	7.4	Qualcomm*	9.6	
8	Intel	1.0	TI	2.5	IBM	5.7	Hitachi	7.4	Freescall	6.1	Hynix	9.4	
9	National	1.0	Philips	1.9	Mitsubishi	5.1	Infineon	6.8	NXP	5.9	Micron	8.7	
10	Matsushita	0.9	Matsushita	1.8	Hyundai	4.4	Philips	6.3	NEC	5.7	Broadcom*	7.1	
Top 10 Total		13.9		31.8		86.3		108.1		118.2		167.1	
Semiconductor Market		23.3		54.3		154		218.6		264.6		321.3	
Top 10 % of Total semiconductor Market		60%		59%		56%		49%		45%		52%	

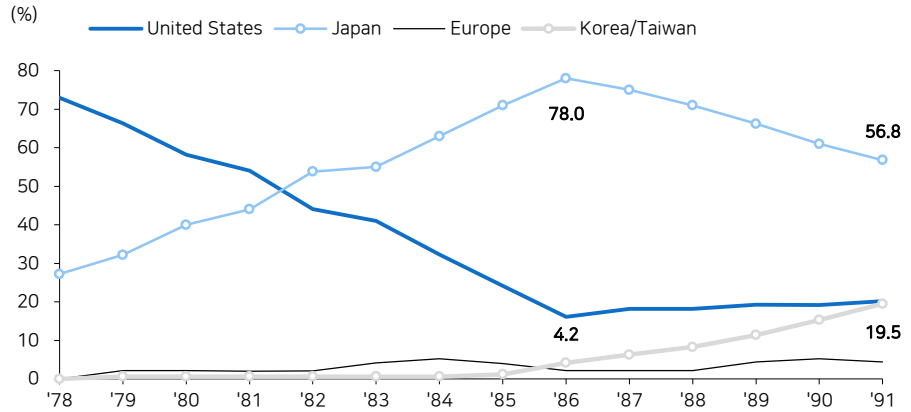
주: *Fabless, 일본 기업 음영 처리

자료: IC Insights, 메리츠증권 리서치센터

지금의 한국과 대만의 반도체가 탄생한 배경이기도

됐다. 일본의 반도체 생산이 경쟁력이 약화된 이유는 미국이 주도하는 기술표준(+모듈화)에서 뒤처지게 됐다는 점 그리고 반도체 생산에 있어 한국과 대만의 추격을 받기 시작했기 때문이다. 1980년대 중후반 반도체 생산 1, 2위 기업이었던 일본의 NEC, Toshiba가 미국의 Intel, 한국의 삼성전자로 대체된 이유이기도 하다.

그래프1 DRAM 시장 점유율: 미·일 분쟁은 한국에게 기회로 작용

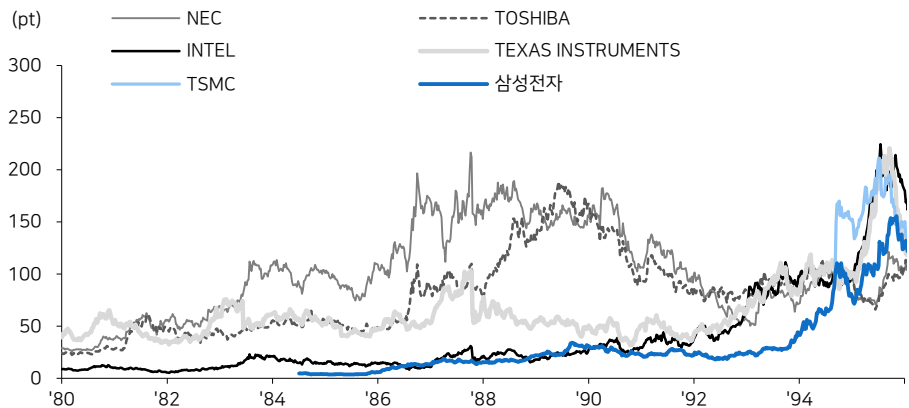


자료: Tyson(1992), RAND TR136-3.1, 메리츠증권 리서치센터

1990년대는 글로벌 반도체 기업의 격변기

주식시장의 반응도 강렬했다. 일본의 반도체 점유율이 빠르게 하락하기 시작한 1980년대 후반부터 1990년대 초반까지 일본의 NEC, Toshiba의 주가는 고점대비 절반 수준으로 하락한 반면, 미국, 한국, 대만의 반도체 기업의 주가는 가파른 상승세를 보였다. 그 만큼 1990년대는 반도체 산업지형의 격변기라 할만하다. 미·일 반도체 분쟁 사례가 지금 우리에게 주는 시사점은 국가(ex. 미·중)간의 기술경쟁이 본격화 된다면 장기간에 걸친 산업 변화가 진행될 수 있음을 시사한다.

그래프2 1980년 이후 일본, 미국, 한국, 대만 반도체 기업 주가: 1990년대는 격변기



주: 1994.9.6=100

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

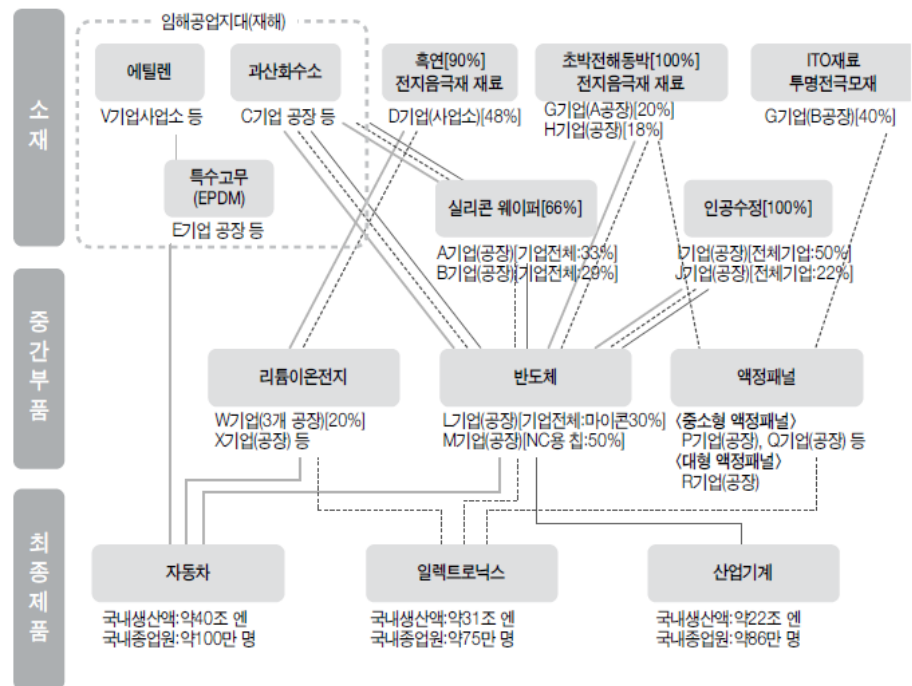
2) 동일본 대지진 (2011년): 글로벌 경기회복기 속 '쇼티지(Shortage)' + 일시적 반사수혜

2) 동일본 대지진은 '공급망 충격': 쇼티지 + 반사수혜

동일본 대지진은 공급망 측면에서 과거 미국의 기술견제와는 결이 다른 사안이지만 가장 짧고 강했던 이슈다. 일본 공급망의 일부가 단절되는 충격이었기 때문이다.

배경은 이렇다. 2011년 3월 11일 발생한 동일본대지진은 후쿠시마 원전사고를 동반했고, 해당 지역에 생산 거점을 두고 있던 기업들뿐만 아니라, 소재, 부품을 조달하는 기업까지도 조업을 정지하거나 감산이 불가피할 정도로 충격이 컸다. 가장 피해가 컸던 제조업 부문은 자동차, IT(가전, 액정 TV, 스마트폰 포함), 산업기계였다. 충격이 당초 예상보다 컸던 이유는 1차, 2차 공급업체(supplier)의 복잡한 공급망 구조 때문이다.

그림3 동일본 대지진에 따른 밸류체인 단절 사례



자료: 経済産業省(2011a), 김규판(일본 제조업의 경쟁력 실태분석과 시사점, 2011), 메리츠증권 리서치센터

국내 차·화·정 랠리의 기록제 역할

여기에 일본 도요타 자동차의 경우 미국 대규모 리콜 이슈가 발생했고, 그 기저에는 금융위기 이후 글로벌 경기회복(중국 주도)이 가파르게 진행되며 화학, 정유 산업 내에서 쇼티지 이슈가 존재했다. 수혜는 해당 산업의 경쟁상대였던 한국이었다.

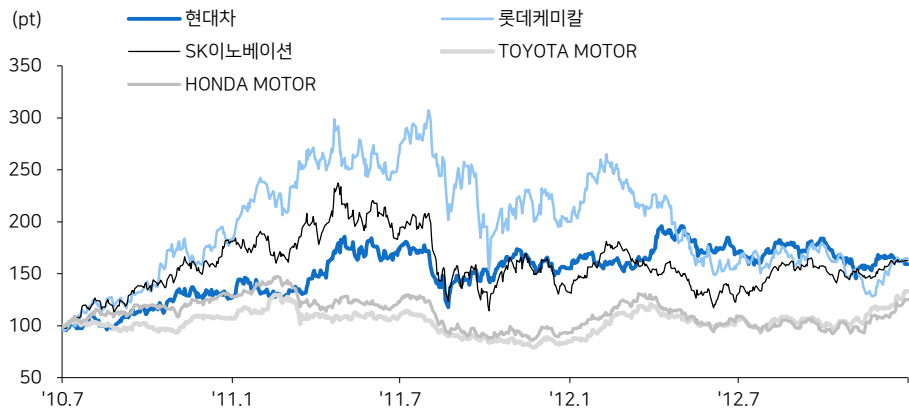
차(자동차) · 화(화학) · 정(정유)이라는 주도주가 탄생한 것도 이러한 배경에서다. 동일본 대지진에 따른 공급망 반사수혜를 한국 기업이 얻게 됐다. 하지만 수혜기간은 오래 지속되지는 못했다. 2011년 하반기 이후 차 · 화 · 정 대표기업들의 주

가 랠리는 마무리됐고, 2012년 이후부터는 화학, 정유 산업 중심으로 공급과잉 사이클로 접어들게 된다.

한계점: 단순한 공급망 충격은 오래 지속되지 못했던 경험

동일본 대지진 이슈가 시사하는 바는 이렇다. 최근 차량용 반도체 등 일부 산업에 대한 쇼티지 이슈가 존재하지만 공급과잉에서 자유롭지 못한 산업이라면 그 영향이 오래 지속되지는 못한다는 점이고, 일시적인 요인(수급과 공급의 미스매칭)에 의한 쇼티지라면 더욱 그렇다는 것이다. 수혜가 지속되려면 결국 산업구조의 변화가 수반되어야 한다는 뜻이다. 차·화·정 랠리의 명과 암이기도 하다.

그림4 2011년 차(자동차)·화(화학)·정(정유)의 탄생: 강렬했지만 오래 지속되지 못했던 경험



주: 2010.7.1 = 100
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

3) 한·일 갈등(2019년~): 결국은 ‘정책 수혜’

3) 한·일 갈등: 시작은 기술 공급망 불확실성이었지만 결국은 ‘정책 지원’으로 귀결되는 분위기

2019년 7월부터 본격화된 한·일 갈등은 결국 ‘정책이슈’로 귀결되는 듯 하다. 시작은 기술 공급망 불확실성이었지만 결과적으로 ‘정책지원’을 얻었기 때문이다. 국내 소부장(소재, 부품, 장비)기업 지원책이 대표적이다.

사건의 발단(명분)은 역사인식의 충돌에서 시작됐다. 공급망 이슈가 본격적으로 불거진 것은 2019년 7월 일본의 경제산업성이 한국을 화이트리스트 제외국가로 발표하면서부터다. 반도체, 디스플레이 등 핵심 소재에 대한 수출 규제 시작하겠다는 것이 골자다.

문제는 반도체 생산에 있어서는 한국이 우위에 있지만 핵심 소재 등 반도체 전공정 분야에 있어 우리의 취약점이 있었기 때문이다. 일본이 강점이 있는 실리콘 웨이퍼 시장의 불확실성이 자주 거론된 이유이기도 하다.

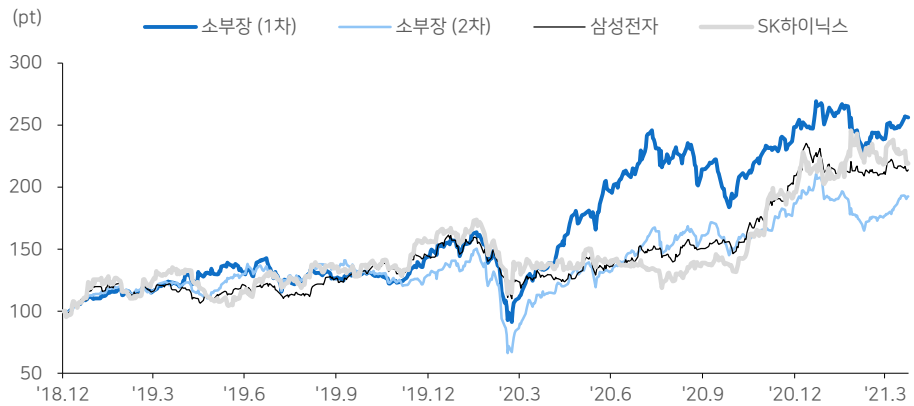
소·부·장은 주식시장의 ‘테마’로 자리매김

다행히 국내 반도체 공급망에 있어 심각한 피해는 없었고, 우리의 대응과정에서 소부장(소재, 부품, 장비)기업 지원책이 나오면서 주식시장 입장에서는 하나의 투자 ‘테마’로 연결됐다. COVID19 충격에도 가장 성과가 좋았던 기업이 이들 기업군이기도 하다.

일자	이벤트	체크 포인트
'17.10	일본, 외국환 및 외환거래법 개정안 시행	일본기업이 소유한 기술, 화물 등의 해외유출 우려로 법안 개정. 실효성 보안
'18.11	일본 경제산업상, 불화수소 불승인	일본, 한국 수출예정이었던 불화수소 불승인. 서류 미비에 따른 행정절차상 지연으로 일단락
'19.1.23	일본, 불화수소 한국 수출제한 검토	한일 간 레이더 조준 논란 영향
3월 24일	일본, 국가경제위원회 창설 추진 보도	자민당, 미국의 국가경제위원회(NEC)를 본뜬 일본판 NEC창설 제안
7월 1일	일본, 한국 수출 규제 발표	수출 절차 간소화 우대 대상(화이트리스트)에서 한국을 제외하는 방식으로 수출 규제를 가할 방침
7월 2일	일본, 한국 수출 규제 확대 검토	일본 정부가 한국에 대한 수출규제 강화와 관련하여 대상 품목을 확대하는 방안 검토
7월 4일	일본, 한국 수출 규제 강화	반도체 소재 3개 품목의 한국 수출 규제 강화: 플루오린 폴리이미드, 리지스트, 에칭가스
7월 9일	한국, WTO에 일본 수출규제를 긴급 의제로 상정	WTO 상품/무역 이사회에서 우리나라 외교부가 일본 수출규제 문제에 대한 입장을 밝힘
7월 18일	일본 강제징용 배상판결 관련 중재위 절차 기한	7월 17일 청와대, 일본의 제3국 중재위 요구 수용 불가 입장 표명. "일본에 답하지 않을 것"
7월 21일	일본 참의원 선거	사회보장정책이 최대 쟁점. 개헌을 위한 의석수 2/3 확보 불투명
7월 24일	일본, 화이트리스트에서 한국 제외 여부 결정	화이트리스트 관련 수출무역관리령 시행령 개정을 위한 의견수렴 기한 및 결정 내용 공포 예정
8월 22일	일본, 화이트리스트 관련 결정 내용 시행	7월 24일 화이트리스트 제외 확정 시, 21일 경과 후인 8월 22일부터 화이트리스트에서 제외됨

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 한·일 갈등 이후 소부장(소재, 부품, 장비) 기업의 선전



주1: 2019.1.17 = 100

주2: 소부장 1차는 중소기업벤처부가 지정한 강소기업 16개 기업의 동일가중 지수, 2차는 추가 선정된 22개 기업의 동일가중 지수

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

향후 미·중 기술 공급망 이슈의 '접점'은 어디일까?

미·중 기술공급망 갈등의 '접점'은?

정리를 해보자. 기술 공급망의 이슈는 크고 작은 '풍선효과'를 낳았다는 점을 기억하자. 앞의 경험에 비추보면 미·일 반도체 분쟁과 같은 장기적인 견제 정책이 가시화 된다면 장기간에 걸친 산업 지형의 변화를 수반할 가능성이 높고, 한·일 갈등과 같은 강도로 진행된다면 비교적(?) 온건한 이슈가 될 수도 있다.

반도체 '전공정' 보다는 '후공정' 분야가 초기 이슈가 될 가능성

관건은 이번 미·중 기술 공급망의 충돌이 확대된다면 어느 분야가 우선적으로 그 대상이 될 지이다. 반도체의 경우 미국과 중국이 각자의 우위에 있는 분야를 갖고 대립을 한다고 가정해 보자. 이 경우 미국은 전공정, 중국은 후공정 분야에 상대적 강점을 갖고 있다.

올해 초 CSET(Center for Security and Emerging Technology)가 분석한 자료(The Semiconductor Supply Chain: Assessing National Competitiveness)에 따르면, 미국은 반도체 설계(디자인) 분야에서 압도적인 우위를 갖고 있는 반면 후공정 분야인 ATP(Assembly, Testing, Packaging)에서는 상대적 열위를 갖고 있다. 중국은 그 반대다.

중소형주 내 알파(a)를 찾는다면, 국내 반도체 장비, 소재 기업 점검도 필요

따라서 미국이 반도체 공급망을 강화 및 견제한다면 반도체 설계와 생산의 안정성을 확보하되, 후공정 분야를 보완해야 하는 필요성이 높아질 듯 하다. 당장 해당분야에서 국내 기업의 수혜여부를 예단하기는 어렵다. 하지만 기술 공급망 이슈가 격화된다면 후공정 내 반도체 장비, 소재 분야가 우선적 관심 대상일 수 있을 듯 하다. 특히 요즘처럼 중소형주 내 알파(a)를 찾는 흐름이 강해진다면 말이다.

표3 반도체 시장 공정별 부가가치 및 국가별 시장 점유율

	Segment Value add	Market Share						
		U.S.	S.Korea	Japan	Taiwan	Europe	China	Other
EDA	1.5%	96%	<1%	3%	0%	0%	<1%	0%
Core IP	0.9%	52%	0%	0%	1%	43%	2%	2%
Wafers	2.5%	0%	10%	56%	16%	14%	4%	0%
Fab tools	14.9%	44%	2%	29%	<1%	23%	1%	1%
ATP tools	2.4%	23%	9%	44%	3%	6%	9%	7%
Design	29.8%	47%	19%	10%	6%	10%	5%	3%
Fab	38.4%	33%	22%	10%	19%	8%	7%	1%
ATP	9.6%	28%	13%	7%	29%	5%	14%	4%
Total value add		39%	16%	14%	12%	11%	6%	2%

주: EDA-Electronic Design Automation, ATP-Assembly, Testing, Packaging
 자료: CSET, 메리츠증권 리서치센터

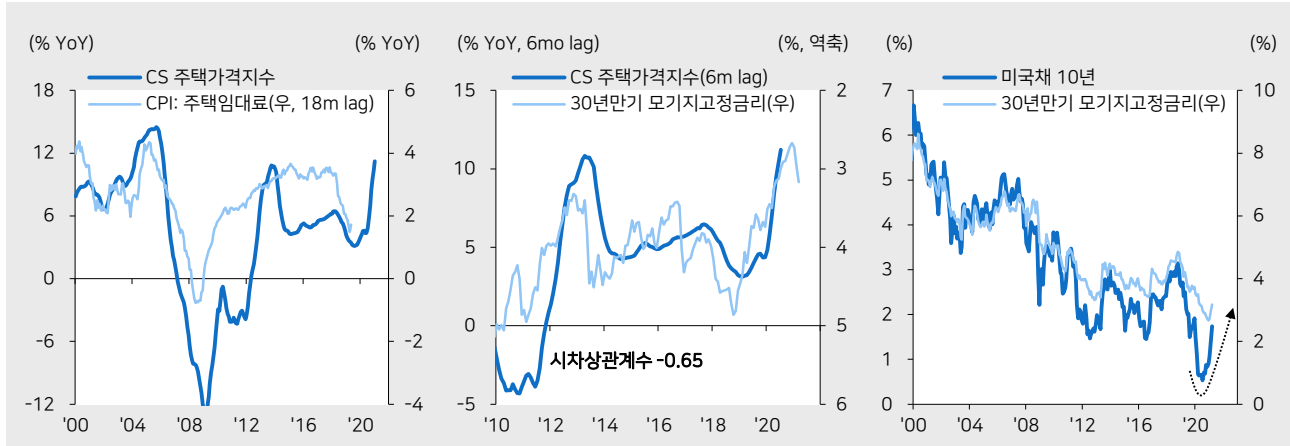
표4 2019년 기준 반도체 패키징 장비 시장규모 및 중국 점유율

Equipment	Market size	Top firms + Chinese firms	Chinese firm capabilities	Chinese market share
Assembly inspection	\$0.27billion	KLA(U.S), ASM Pacific(China), ASTI(Singapore), Koh Young Tech(South Korea), Cohu(U.S), MIRTEC(South Korea), Grand Tec(China), others	High	23.10%
Dicing	\$0.69billion	DISCO(Japan), Accretech(Japan), ASM Pacific(China), Longhill(China), SYNOVA(China), others		8.60%
Bonding Die attaching	\$0.8billion	Besi(Netherlands), ASM Pacific(China), Fasford Tech(Japan), Canon(Japan), Hoson(China), PROTEC(S.Korea), JIAFENG(China), DIAS Automation(China), others		35.30%

주: Die attaching - 실리콘 칩을 Die pad나 반도체 패키지의 리드프레임 구조 틀에 고정시키는 공정
 자료: CSET, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트 황수욱 연구원

미국 주택가격이 인플레이션 리스크 요인일까?



자료: S&P, Freddie Mac, US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

일부 투자자들은 올해 2~3분기 일시적으로 인플레이션율이 급등한 이후에도 1) 공급발 인플레이션과 2) 주택가격 상승에 시차를 두고 나타나는 인플레이션으로, 소비자물가 상승률이 높게 유지될 것을 우려하고 있다. 1)은 연준의 대응영역이 아니므로, 이하에서는 2)에 대해 중점적으로 살펴보고자 한다.

낮은 금리환경이 주택시장 활황을 유발, 주택임대료 물가 상승압력으로 작용

주택가격은 '주택임대료' 항목을 통해 물가지표에 영향을 준다. 주택가격은 역사적으로 18개월 시차를 두고 주택임대료에 반영된다(시차상관계수 0.82). 미국 1월 케이스실러 주택가격은 전년대비 11.2% 상승했고, 작년 7월(4.8%) 이후로는 상승세가 매우 빨라졌다. 그 이유 중 하나는 올해 1월 30년 모기지 금리가 사상 최저수준(2.65%)으로 떨어지면서 우호적인 주택구입 환경을 조성했기 때문이다. 금리 하락으로 차입여력이 생긴 사람들의 수요가 증가하면서 주택가격과 거래량을 동시에 끌어올리는 현상이 나타난 것이다.

주택가격 상승세가 인플레이션을 크게 자극할 가능성은 낮음

그러나 주택가격 상승세가 임대료 급등을 통해 인플레이션을 크게 자극할 가능성은 낮아 보인다. 이는 첫째, 주택가격 상승이 임대료 상승으로 전가되는 폭이 크지 않기 때문이다. '13년 하반기에 10% 이상 주택가격이 올랐을 때에도 주택임대료 물가상승폭은 3.0% 내외에 그쳤다. 1월 주택가격 상승률을 준용, 향후 유사한 주택임대료 물가상승 재현을 감안하더라도 전체 CPI 상승률에 미치는 영향은 0.4%p 정도로 추산된다($0.33 * [3.0\% - 3\text{월 임대료 CPI } 1.7\%]$).

올해와 내년 사이 물가 상승폭 확대 요인 될 수 있으나 '23년 이후까지 연장될 가능성 낮음

둘째, 이러한 임대료 상승 마저도 장기화될 가능성이 낮다. 주택가격 상승폭 확대 동인이었던 저금리 환경이 장기간 유지될 가능성이 낮기 때문이다. 장기 국채금리에 연동되는 30년물 모기지금리는 3월말 3.17%까지 상승했다. 향후 장기금리는 완만한 상승이 예상된다. 올해와 내년 사이 주택임대료 상승폭 확대가 나타날 수 있으나, 2023년 이후까지 항구적 물가압력으로 이어질 가능성은 낮아 보인다.

칼럼의 재해석 강다예 연구원

넷스케이프 2.0: 코인베이스 (Financial Times)

코인베이스의 직상장은 25년전 인터넷의 주류였던 넷스케이프의 현대판을 떠오르게 한다. 암호화폐의 시장도 제도권 진입의 첫 도입기로 미래 거래 수단으로 활용될 수 있는 기술에 대한 기대감이 담겨있다. 5,600만명의 리테일 고객을 대상으로 코인베이스는 이미 1분기 잠정 실적 매출액이 약 18억 달러, 약 730만 달러의 순이익을 기록하면서 높은 수익성이 있음을 보여주었다.

이는 많은 거래량을 처리함으로써 얻을 수 있는 브로커리지 수익외에도 2018년말부터 다양한 금융 플랫폼 서비스를 제공하기 위해 Store, Stake, Borrow&Lend와 같은 구독 및 서비스 상품군을 출시하는 데 주력해왔다. 중앙화된 가상자산 금융 서비스인 씨파이(CeFi)외에도 코인베이스 월렛을 통해 탈중앙화 금융(DeFi)을 원스톱으로 지원하겠다고 밝혔다. 기관투자자들과 기업의 암호화폐 투자가 지속되면서 정부와 규제기관에서 법적인 지위를 인정받기 시작하고 있다. 이달 말 SEC는 비트코인 ETF '반에크 비트코인 트러스트'에 대한 승인 심사 결과를 내놓는다.

코인베이스 상장이 거래소나 암호화폐에 대한 확실한 궤적을 보장하지는 않는다. 비트코인 가격 상승은 투자자들의 암호화폐에 대한 관심을 이끄는 데 도움이 되었지만 전망에 해를 끼칠 수도 있다. 하지만 가상자산 거래는 대규모 사용자 기반의 전통적인 금융 기관들이 무시할 수 없는 현상이 되었다. 코인베이스 상장은 폭넓은 암호화폐 생태계를 위해 새로운 방식으로 산업을 합법화한다. 투자자들은 거래소에서 사고 파는 일을 반복하면서 자신들이 하고 있는 일이 확신이 있는 자산이라는 신뢰감을 갖게 되는 것이다.

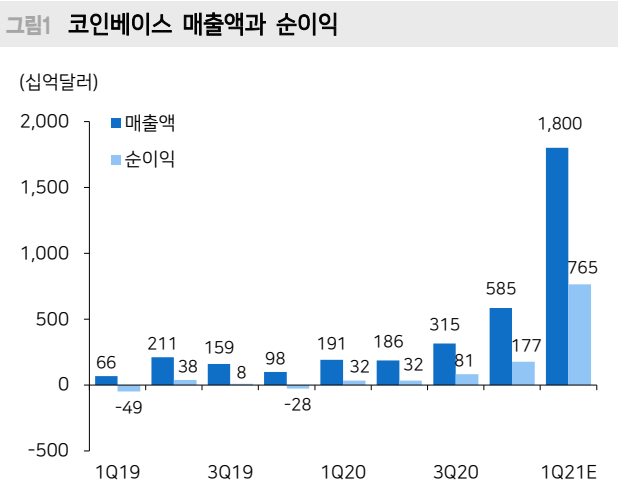
암호화폐 거래소의 첫 상장, 코인베이스

넷스케이프 2.0
: 미래 기대감 반영 구간

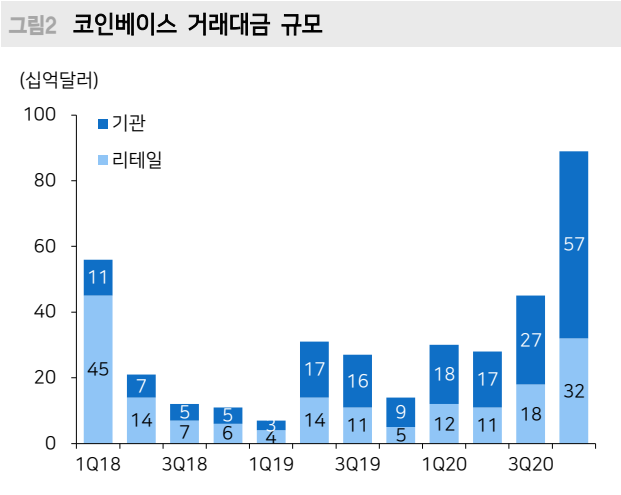
코인베이스의 직상장은 25년전 인터넷의 주류였던 넷스케이프의 현대판을 떠오르게 한다. 당시 실리콘밸리의 신생 기업이었던 넷스케이프는 웹 브라우저 시장점유율 90%에 힘입어 공모가 14달러에서 기업공개 첫날 75달러까지 치솟았다. 이는 닷컴기업의 미래 가치에 대한 기대감이 선반영되었던 사례이다. 암호화폐 시장도 제도권 진입의 첫 도입기로 미래에 거래 수단으로 활용될 수 있는 기술에 대한 기대감이 담겨있다.

1Q21 5,600만명 고객 기반
거래수단의 주류가 될 것인가

2021년 1분기 5,600만명의 리테일 고객을 대상으로 디지털 자산을 보유하며 미국 최대 디지털 코인 거래소를 운영하는 코인베이스는 IPO는 비트코인을 비롯한 가상자산이 메인스트림으로 어떻게 이동하고 있는지를 보여준다.



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터

CeFi가 전부 아니다

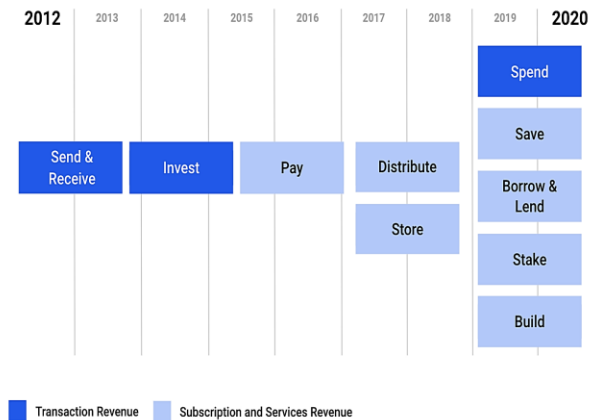
Bakkt, 크라켄, 이토로, 두나무 등
상장 계획

아직 암호화폐 거래소 상장 파이프라인이 존재한다. 인터콘티넨탈 거래소의 암호화폐 월렛 제공업체인 Bakkt는 상장을 위해 셀 기업과의 합병 계약을 체결했다. 코인베이스의 라이벌인 크라켄 역시 2022년 나스닥 스펙 합병을 통한 우회상장에 대한 포부를 밝혔다. 최근 크라켄의 기업가치는 100억 달러에서 150억달러로 평가받고있다. 이외에도 이스라엘의 이토로, 국내의 업비트를 운영하는 두나무도 상장을 추진하는 것으로 밝혀졌다.

리테일, 기관, 에코시스템 파트너별
상품 포트폴리오 보유

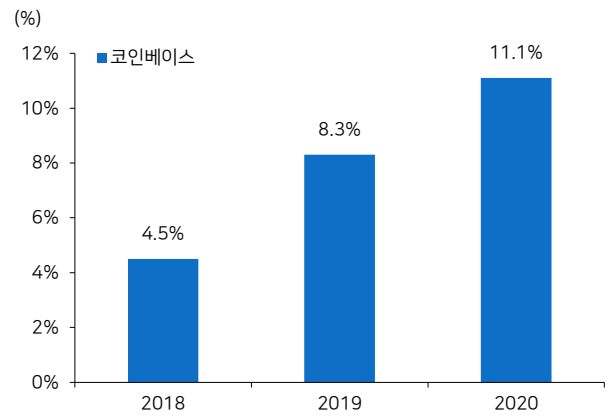
코인베이스는 이미 2021년 1분기 잠정 실적 매출액이 약 18억 달러, 약 730만 달러의 순이익을 기록하면서 높은 수익성이 있음을 보여주었다. 이는 많은 거래량을 처리함으로써 얻을 수 있는 브로커리지 수익외에도 2018년말부터 다양한 금융 플랫폼 서비스를 제공하기 위해 Store, Stake, Borrow&Lend와 같은 구독 및 서비스 상품군을 출시하는 데 주력해왔다.

그림3 코인베이스 비즈니스 모델 확대



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터

그림4 코인베이스 시장점유율



자료: Coinbase, 메리츠증권 리서치센터

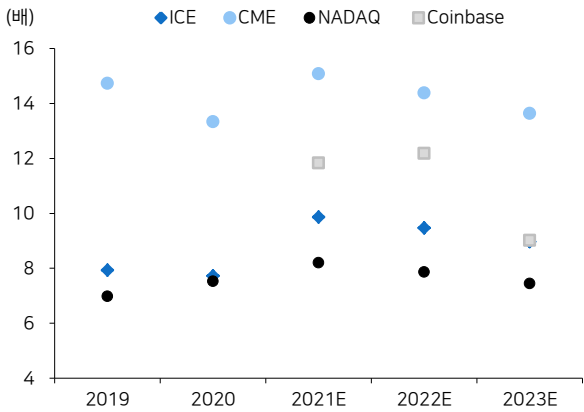
DeFi 금융 원스톱 서비스
제공 예정

이러한 중앙화된 가상자산 금융 서비스인 씨파이(CeFi) 외에도 코인베이스 월렛을 통해 탈중앙화 금융(DeFi)을 원스톱으로 지원하겠다고 밝혔다. 디파이 서비스는 스마트계약을 활용한 P2P 금융시스템을 이용한 거래이다. 중앙은행, 금융기관 등을 거치지않고 글로벌하게 분포된 노드에 의해 운영되어 해킹이나, 시스템 섯다운 가능성이 낮아 투명성이 보장된다. 디파이 앱을 코인베이스 월렛에 통합해 이용자들이 암호화폐 대출, 이자 조회 등 하나의 화면에서 한 번에 가능하게 하는 원스톱 이용 방식이다.

디파이 서비스 분야는
가상자산 담보 대출이 주요

현재 디파이 시장은 현재 대출 비중이 47%, 탈중앙화거래소(DEX) 36% 등으로 대출 수요가 가장 많이 발생하고 있지만 향후 파생상품, 보험, 자산운용 등 다양한 금융 분야로 확장될 수 있어 기대감이 높다.

그림5 거래소 Peer PSR 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 핀테크, CeFi, DeFi 비교

구분	핀테크	시파이(CeFi)	디파이(DeFi)
거래수단	법정화폐	가상자산	가상자산
규제	전자금융거래법	특정금융정보거래법	-
관리	중앙화	서비스 제공자	탈중앙화
거래장부	단일	단일/분산	분산
데이터 접근	허가받은 사용자	등록 사용자	모든 참여자
데이터 저장	중앙화	중앙화	노드 참여자
익명성	실명거래	익명거래	익명거래
투명성주	불투명	불투명	투명

주: 투명성은 모든 거래가 블록체인에 기록되며 평등하게 공개되는지 여부
 자료: 한국4차산업혁명정책센터, 메리츠증권 리서치센터

암호화폐, 주류가 될 것인가?

각 국의 규제 및 자산 승인 정책 마련 시작

기관투자자들과 기업의 암호화폐 투자가 지속되면서 정부와 규제기관에서 법적인 지위를 인정받기 시작하고 있다. 이달 말 SEC는 비트코인 ETF '반에크 비트코인 트러스트'에 대한 승인 심사 결과를 내놓는다. 골드만삭스는 이르면 2분기부터 개인 고객들에게 비트코인을 포함한 가상자산에 투자하는 상품을 출시한다.

기관투자자의 암호화폐 상품, ETF, 파생상품 거래 증가

헤지펀드인 Brevan Howard는 주요 펀드의 최대 1.5%를 암호화폐에 투자하기로 했다. 모건스탠리는 이미 4월부터 비트코인 펀드를 만들었고, 블랙록은 올해 초 시카고상품거래소의 비트코인 선물 650만달러를 매입해 36만달러의 수익을 올렸다. 테슬라와 스쿼어 등 기업들의 암호화폐 매수가 증가하면서, IFRS는 무형자산이나 채고자산으로 회계처리 하도록 규정하였다.

규제는 기회인가 위기인가

결제 수단으로의 인정에 촉각

암호화폐가 아직 결제 등 금융시스템의 핵심 분야에서 광범위하게 사용되지 못하고 있다는 지적도 존재한다. 미 연방준비제도이사회(FRB) 의장은 18일 암호화폐를 '투기를 위한 수단'이라고 규정하며 달러화보다는 기본적으로 금의 대체재인 투기적 자산에 더욱 가깝다고 의견을 밝히기도 하였다.

비트코인 채굴 환경오염 문제 발생

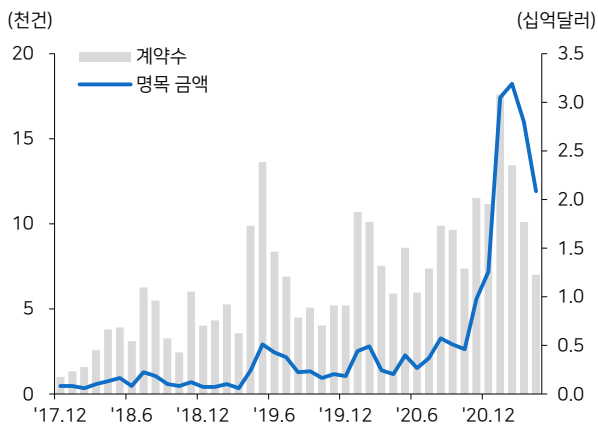
암호화폐는 비트코인 채굴을 위한 전력 소모로 환경 오염은 물론, 높은 변동성을 감안할 때 자금 세탁과 투자대중 위험을 우려하고 있다. 비트코인 거래 한 번에 약 300kg의 이산화탄소가 발생하며 비트코인 원장이 새롭게 작성되면서 막대한 전기가 소모된다는 것이다. 이는 비자카드를 사용할 때보다 75만배 많은 양으로 이러한 문제는 기업들의 ESG 경영 문제가 될 수 있다.

표2 상장기업 비트코인 투자 현황

기업명	티커	시가 총액 (백만달러)	비트코인 가치 (백만달러)	BTC (천개)	(% BTC) (%)
MicroStrategy inc.	MSTR US	6,339.1	4,808.2	91.3	75.9%
Tesla, Inc.	TSLA US	714,246.0	2,527.1	48.0	0.4%
Galaxy Digital Holdings	GLXY CN	2,565.3	863.5	16.4	33.7%
Square inc.	SQ US	111,494.3	422.6	8.0	0.4%
Marathon Patent Group	MARA US	3,451.3	253.4	4.8	7.3%
Coinbase Global, Inc.	COIN US	-	236.2	4.5	-
HUT 8 MINING CORP	HUT TO	789.0	158.6	3.0	20.1%
Voyager Digital LTD	VYGR CN	180.4	65.2	1.2	36.2%
Riot Blockchain, Inc.	RIOT US	3,475.0	61.9	1.2	1.8%
Seetee AS	AKER NO	-	61.6	1.2	-
Coin Citadel Inc	CCTL US	0.0	27.0	0.5	-
Argo Blockchain	ARB LN	746.8	26.4	0.5	3.5%
Bit Digital, Inc.	BTBT US	624.8	25.7	0.5	4.1%
Meitu	1357 HK	-	20.0	0.4	-
BIGG Digital Assets Inc.	BIGG CN	409.5	15.8	0.3	3.9%
Cypherpunk Holdings Inc.	HODL CN	24.1	15.4	0.3	63.8%
Advanced Bitcoin Technologies AG	ABT DU	14.1	13.4	0.3	94.9%
Bitfarms Limited	BITF CN	401.1	13.2	0.3	3.3%
DigitalX	DCC AU	60.0	11.3	0.2	18.9%
Digihost Technology Inc.	DGHI CN	129.9	9.7	0.2	7.5%
Fortress Blockchain	FORT CN	-	8.6	0.2	-
Hive Blockchain	HIVE CN	1,439.8	7.4	0.1	0.5%
Mode Global Holdings	MODE LN	48.2	4.5	0.1	9.3%
Neptune Digital Assets Corp.	NDA CN	-	3.9	0.1	-
FRMO Corp.	FROM US	214.7	3.3	0.1	1.5%
MOGO Financing	MOGO US	-	2.6	0.1	-

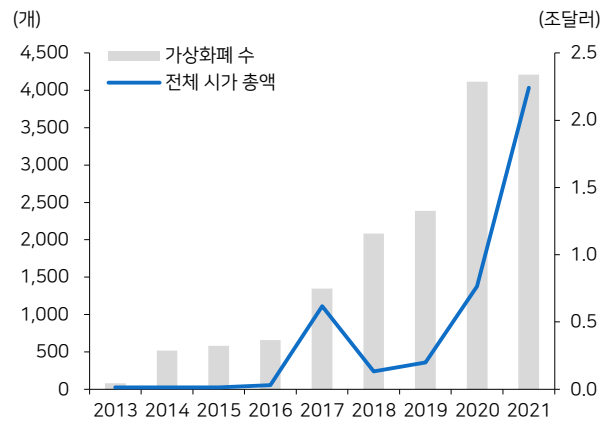
자료: Bitcoin Treasuries, 메리츠증권 리서치센터

그림6 비트코인 선물 일간 평균 거래대금



자료: CME Group, 메리츠증권 리서치센터

그림7 암호화폐 시장 규모 증가



주: 2021.4.15 기준

자료: Coinmarketcap: Citi Research, 메리츠증권 리서치센터

거래는 신뢰를 통해 이루어진다

거래가 반복되면
확신이라는 믿음으로

코인베이스 상장이나 거래소나 암호화폐에 대한 확실한 궤적을 보장하지는 않는다. 비트코인 가격 상승은 투자자들의 암호화폐에 대한 관심을 이끄는 데 도움이 되었지만 전망에 해를 끼칠 수도 있다. 코인베이스는 2020년에는 3억 2,230만달러의 순이익을 냈지만, 2019년에는 3,040만달러의 순손실을 기록했다. 이미 1월과 2월에 월가와 투자 대중을 사로잡았던 거래량의 급증세가 퇴색하기 시작했다. 비트코인이나 기타 자산은 이전에도 주류가 되어가고 있었던 것 같지만, 2019년 투자자들의 관심이 낮았기 때문에 파생상품 거래소 Cboe는 비트코인 선물에서 손을 뗀 이유이다.

하지만 가상자산 거래는 대규모 사용자 기반의 전통적인 금융 기관들이 무시할 수 없는 현상이 되었다. 코인베이스 상장은 폭넓은 암호화폐 생태계를 위해 새로운 방식으로 산업을 합법화한다. 투자자들은 상장기업이 되기 위한 SEC 프로세스가 엄격한 절차라는 것을 잘 알고 있으며, 이러한 거래소에서 사고 파는 일을 반복하면서 자신들이 하고 있는 일이 확신이 있는 자산이라는 신뢰감을 갖게 되는 것이다.

원문: Netscape 2.0: Coinbase stock debut rekindles memories of web breakthrough - Financial Times