

22년 6월 1호

# Crypto Insights

Bithumb Economic  
Research Institute

Blockchain Research Report  
2022.06.08

## Topic

### 가상자산 투자자가 알아야 할 매크로 변수 점검

취약한 투자심리 속에서도 미 증시 반등 성공.  
BTC 3만 달러대 진입

향후 있을 미국 금리인상 기대 상당부분 반영  
연준이 매파적으로 나서야 할 필요성 감소

가상자산 고유의 변수 주목할 때. 반감기 1년  
앞둔 2023년 전후 비트코인 가격 상향 예상

Analyst

이미선 리서치센터장

[miseon.lee7@bithumbcorp.com](mailto:miseon.lee7@bithumbcorp.com)

 **bithumb**

# 가상자산 시장을 둘러싼 매크로 변수 점검

1

## 비트코인 가격 작년 11월 대비 50% 이상 급락

테라-루나 사태 이후 가상자산 시장은 때 아닌 크립토 윈터를 경험하고 있다. 비트코인 가격은 작년 11월 8,200만원 고점 대비 50% 이상 급락했고 알트코인에 대한 투자심리는 크게 위축되었다. 테라-루나 관련 손실만 글로벌 기준 60조원 이상 발생함에 따라 크립토 시장에 대한 각국 규제는 더욱 강화되는 모습이다.

2

## 취약한 투자심리 속에서 미묘한 변화의 움직임 감지

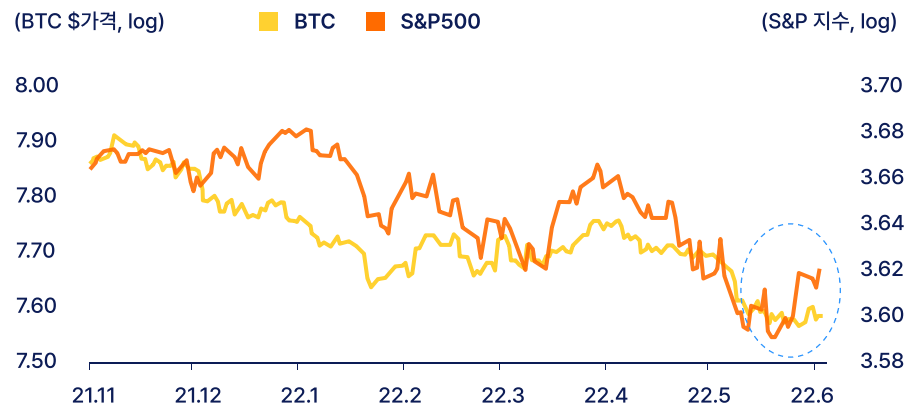
한편 살얼음판 같은 분위기 속에서도 미묘한 변화의 움직임이 감지된다. 지난 2개월 25% 급락했던 나스닥 지수는 5/20 이후 반등에 성공했고 비트코인 가격도 5월 말부터 3만 달러 대를 회복하며 저점을 높였다. 미국 10년 금리는 5월 초 3.2%대에서 3.0%대로 소폭 낮아졌다. 달러-원 환율은 5월 1,290원에서 현재 1,250원으로 낮아졌다. 투자심리는 어느 때보다 위축되었지만 미 국채금리 상승을 시장이 소화하며 글로벌 증시와 비트코인 가격은 바닥을 다지고 반등하는 모습이다.

3

## 비트코인 가격 결정 변수: 매크로 여건, 정부 규제, 비트코인 자체 요인

비트코인 가격에 영향을 미치는 요인은 크게 1) 미국 통화정책을 포함한 매크로 여건, 2) 정부 규제 3) 비트코인 자체 요인으로 나누어 볼 수 있다. 당사는 향후 3주에 걸쳐 각 요인들을 분석한 시리즈 보고서를 발간할 계획이다. 이번 장에서는 첫 번째로 미국 통화정책과 매크로 측면에서 현 시장의 위치를 짚어보고 최근 비트코인 가격 반등이 일시적인지, 또는 의미있는 전환인지 평가해보고자 한다.

그림1. 5월 말 이후 소폭 반등하기 시작한 S&P 500, BTC 가격



자료: 빗썸거래소, bloomberg

4

주가와 BTC 가격  
반등은 연준의  
스탠스 변화와 연관

5월 중순 이후 나타난 미 10년 금리 반락과 달러 약세 전환은 연준의 스탠스 변화와 연관이 깊다. 올해 초 연준은 인플레이션을 낮추는 데 모든 정책을 집중해 왔다. 연준은 지난 3월과 5월 기준금리를 25bp, 50bp씩 인상했고 오는 6,7월 회의에서도 각각 50bp씩 인상이 이뤄져 6월 말 미 기준금리는 2.00%에 이를 전망이다.

향후 미 금리인상 기대를 반영하는 미국채 2년 금리는 5월 초 이미 2.8%를 기록했다. 미국채 2년 금리는 6개월~1년 뒤 기준금리를 선반영하는 경향이 있는데 내년 초 미 기준금리가 2% 중반까지 인상될 가능성을 2년 금리는 이미 상당부분 반영한 상태다. 지난 3월 연준이 발표한 점도표(Dot plot)에 따르면 2023년 말 연준 기준금리는 2.80%까지 인상될 것으로 예상되었다.

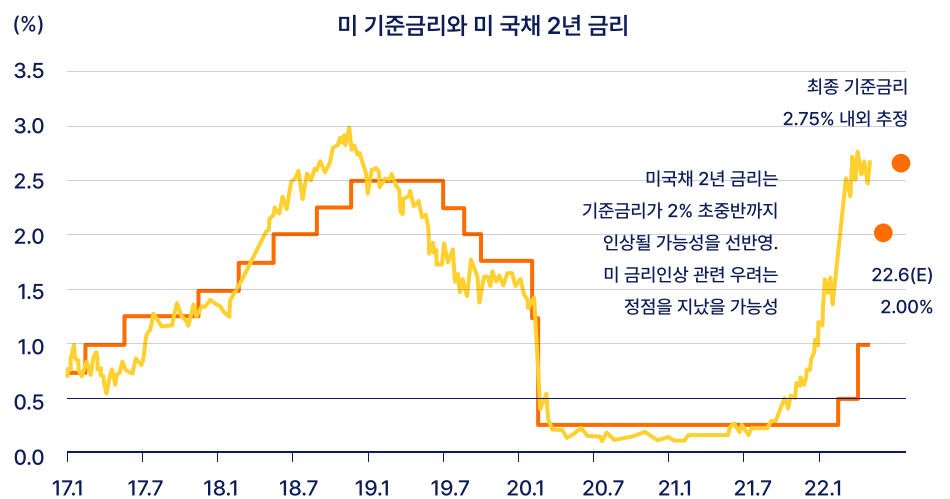
5

올해 하반기 미 기준금리  
인상은 70% 이상 진행된  
상태 도달

이번 금리인상 사이클에서 최종적으로 도달하게 될 미 기준금리는 2.75%~3.00%로 예상되는데, 올해 하반기 기준금리가 2.00~2.25%까지 인상되고 나면 금리인상 사이클은 70% 이상 진행된 상태가 된다. 시중금리가 향후 연준의 금리인상 가능성을 가격에 이미 반영함에 따라 연준 인사들의 매파적 발언 수위도 누그러지고 있다.

매파로 분류되는 제임스 블러드 세인트루이스 연은총재는 인플레이션이 억제된다면 2023~24년 기준금리를 다시 내릴 수 있다고 언급했다. 존 윌리엄스 뉴욕 연은총재는 소비자들의 인플레 기대가 약 3%에서 안정적으로 유지되고 있으며 장기 인플레 기대가 안정적으로 유지된다면 연준은 긴축 속도를 줄일 수 있다고 보았다.

그림2. 미 국채 2년 금리는 내년 예상되는 기준금리 인상을 가격에 선반영



자료: Bloomberg, 빗썸경제연구소

6

**연준의 가파른 금리  
인상 우려, 대부분  
가격에 반영**

올해 미 연준 회의는 6, 7, 9, 11, 12월 예정되어 있다. 11월은 미 중간선거로 9, 11월 빅스텝 금리인상은 쉽지 않을 것이다. 정치적 논란을 피하기 위해 연준은 6, 7월 50bp씩 금리인상에 나설 것으로 예상된다. 연준의 가파른 금리인상 관련 우려는 현재 미 국채 가격에 대부분 반영되었다. 추후 미 금리인상이 진행되는 과정에서 마지막 금리 상승이 뒤따를 수 있지만 그 기간은 단기에 그칠 것이다.

7

**연준의 자산매입  
축소, 올해 말이면  
정점에 다다를 듯**

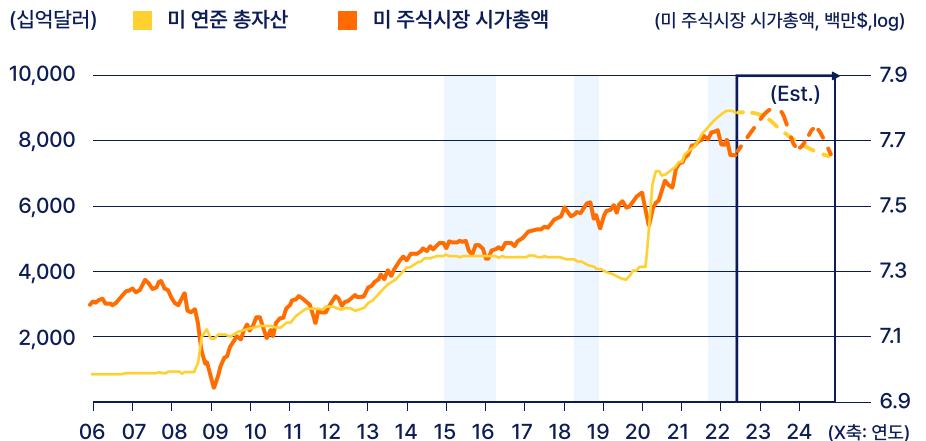
6월부터 연준의 보유자산 축소(Tapering)가 시작된다. 연준은 8월까지 매월 국채와 MBS 보유규모를 300억, 175억 달러씩 줄여나갈 계획이다. 9월부터는 각각 600억, 350억 달러씩 줄여나가면서 Tapering 속도가 빨라진다. 이 추세라면 올해 말~내년 초 연준의 보유 자산은 5월 말 대비 약 7% 감소하게 된다. 2018년 Tapering 당시를 돌아보면 연준의 자산규모가 8% 줄어든 시점부터 주가가 긴축 부담을 견디지 못해 급락했고 미 금리인상 사이클이 종료되고 이듬해 7월부터 금리인하가 시작되었다. 연준의 테이퍼링은 올해 말이면 정점에 가까워질 것으로 예상된다.

8

**매크로 영향력 감소로  
가상자산 고유의 요인  
에 주목해야 할 시기**

미 경제성장률은 올해 3%대에서 내년 2% 초반으로 둔화될 전망이며 연준의 유동성 축소 과정이 여전히 남아있어 금융자산 가격의 대세 상승은 기대하기 어렵다. 다만 시장 눈높이가 충분히 하향 조정되었고, 증시 조정과 경제성장률 둔화는 역설적으로 연준의 긴축 속도를 늦추는 명분으로 작용할 것이다. 가상자산 투자자 입장에서는 매크로 관련 영향력이 감소함에 따라 가상자산 고유의 영향력이 중요해진 시기다.

그림3. 연준 보유 자산과 주식시장 시가총액의 관계: 연준의 유동성 공급 축소는 주식시장 변동성을 높이는 요인



자료: Bloomberg, 빙셈경제연구소



# 비트코인 4년마다 신규공급 반으로 감소. 계단식 가격 상승

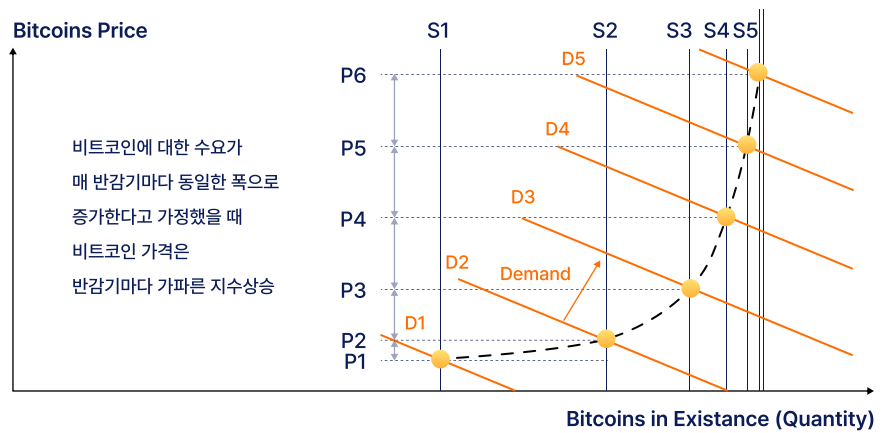
9

신규공급 감소하는 가운데 수요 일정하게 증가한다면 가격은 지수 상승

비트코인 가격을 결정하는 주요 변수 중 하나는 반감기이다. 비트코인은 4년마다 블록 채굴 보상이 절반으로 줄어들어 신규 공급이 반감기마다 반으로 감소한다. 따라서 다른 상품과 달리 비트코인은 미래 공급량을 알 수 있으며, 수요에 관계없이 공급량이 고정되어 있어 수요 변화에 따른 가격 변동이 크게 나타난다.

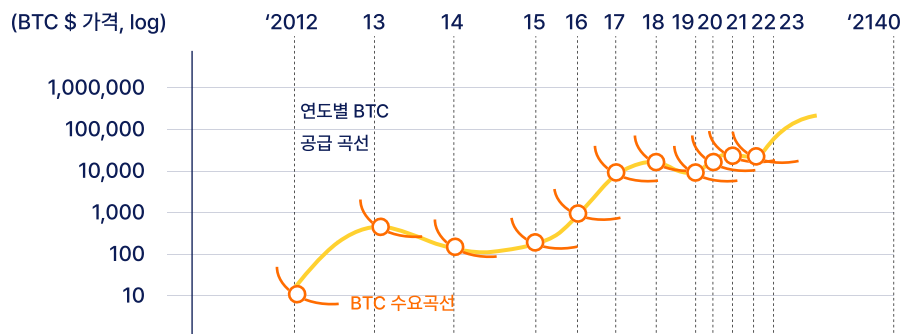
공급 증가폭이 매 기마다 절반으로 줄어들고 수요가 매년 일정하게 증가하는 어떤 자산의 수요-공급 곡선은 그림4와 같은 형태를 띄게 된다. 공급 증가 폭이 S1에서 S2로 갈수록, S2에서 S3으로 갈수록 줄어드는 가운데 수요(D)가 일정하게 증가한다면 가격은 P1 -> P2 -> P3 -> P4와 같이 가파른 지수 상승 형태를 띄게 된다. 따라서 가격 움직임을 보다 잘 포착하기 위해서는 log를 취하는 것이 유용하다.

그림4. 신규 공급이 매 기마다 감소하고 수요가 일정하게 증가할 경우 가격은 지수 상승



자료: 빙썸경제연구소

그림5. 비트코인 가격(log)은 반감기를 거치며 계단식 상승



자료: 빙썸경제연구소

**반감기 효과 감안한  
2024~2028년  
비트코인 가격 추정**

일 신규 공급과 비트코인 시가총액과의 관계는 그림 6과 같다. 최근 1년간 비트코인 일 신규 공급은 평균 900여개였는데, 2024년 상반기 반감기를 지나며 일 신규 공급은 절반으로 다시 줄어들게 된다. 반감기 직전의 시가총액 레인지 상단은 반감기 이후 새로 형성될 가격 레인지의 바닥으로 작용해왔다.

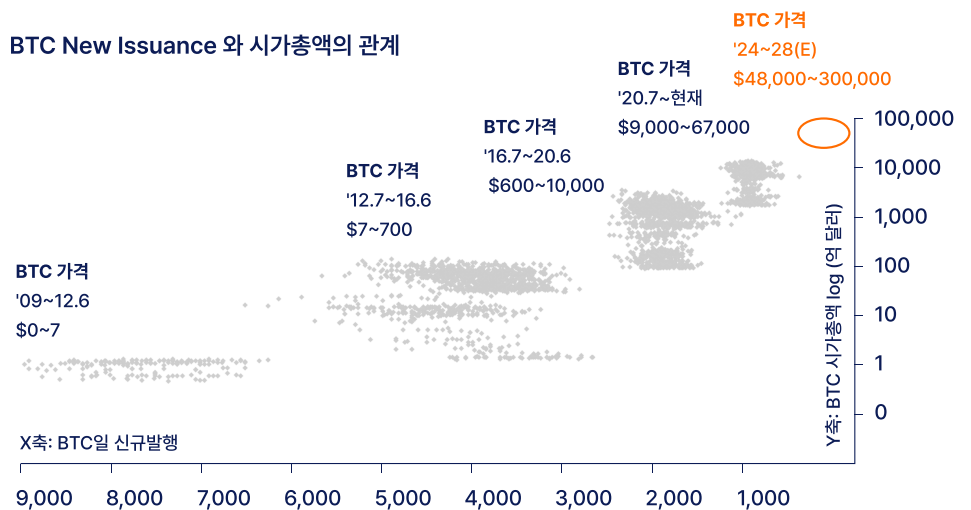
또 다른 특징은 2016년, 2020년 반감기를 거치며 비트코인 시가총액(log)의 상하단 레인지 높이가 축소되어 온 점이다. 비트코인 시가총액 절대값 자체가 크게 상승하면서 log 값의 상승폭이 과거 대비 완만해졌기 때문이다.

이러한 추세가 다음 반감기인 2024년에도 반복된다고 가정한다면 2024~2028년 예상 비트코인 시가총액 레인지는 1조 달러~6.2조 달러로 추정된다. 비트코인 1개 가격 기준 4.8만 달러~30만 달러다. 현재 비트코인 가격이 약 3만 달러에서 형성되고 있는데 반감기 약 1년 전부터 가격이 상승하기 시작해 계단식으로 상향되었던 과거 패턴을 고려한다면 중장기 투자자들에게는 현 가격대가 좋은 매수 구간이 될 수 있다.

**사업성, 기술력에 대한 보다  
높은 잣대로 알트코인 옥석  
가리기 진행 예상**

테라 사태 이후 알트코인 가격 조정이 이뤄지면서 비트코인 도미넌스(가상자산 중 비트코인 시가총액이 차지하는 비율)는 연초 39%에서 현재 48%까지 상승해 21년 6월 이래 최대치를 기록했다. 글로벌 금리 상승으로 시중 유동성이 축소된 가운데 코인 별 프로젝트 사업성과 기술력에 대한 투자자들의 보다 높은 잣대가 적용되면서 알트코인 시장은 옥석가리기가 좀 더 진행될 전망이다.

그림6. 비트코인 일 평균 신규 공급과 시가총액의 관계



자료: 크립토퀀트, Messari, 빗썸경제연구소

- 본 자료는 신뢰할 만한 자료 및 정보를 토대로 작성되었으나, 그 정확성이나 완전성에 대하여는 보장하지 않습니다.
- 본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 없으며, 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 위한 자료입니다.
- 투자 여부, 종목 선택, 투자 시기 등 투자에 관한 모든 결정과 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 저작권은 (주)빗썸코리아에 있으며, 어떠한 경우에도 당사의 동의없이 복제, 재배포 될 수 없습니다.