한화자산운용(주) 준법감시인 심사필 제 21-0450호 (2021.2.24)



Digital Asset Research Series 2

비트코인이 디지털 금이 된다면?

Enriching Your Tomorrow
한화자산운용 × Xangle

한화자산운용과 Xangle이
디지털 자산 시리즈 리포트를 준비하는 이유

2020년 4분기부터 시작된 비트코인 가격의 상승세가 계속되고 있습니다.
지난 1월 첫번째 비트코인 리포트 <2021년, 달라진 비트코인 시장>이 발간된 후에도
비트코인 가격은 50% 이상 추가 상승하며 5만달러를 돌파하였습니다.

비트코인 가격 상승의 기저에는 비트코인을 디지털 금으로 바라보는 시각이 있습니다.
금의 고유한 가치를 대체할 수단으로서 비트코인에 대한 관심이 높아지고 있으며,
월스트리트를 필두로 인플레이션 헤지 목적의 비트코인 수요가 증가하고 있습니다.

그렇다면 비트코인은 정말 디지털 금이 될 잠재력을 가지고 있을까요?
실제로 비트코인을 포트폴리오에 포함시킬 경우 포트폴리오 성과는 개선이 될까요?
더 많은 사람들이 비트코인에 투자한다면 앞으로의 가치는 어떻게 산정할 수 있을까요?

한화자산운용과 Xangle은 위 질문들에 대한 답을 알아보기 위해 두번째 비트코인
리포트를 준비하였습니다. 해당 리포트에서는 1) 비트코인에 대한 투자자들의 생각
변화, 2) 실제 포트폴리오에 편입하였을 시 성과 추이, 그리고 3) 비트코인 투자가
지속적으로 증가하였을 때 비트코인 가치 산정 방법 등을 주요 내용으로 다룹니다.

저희가 준비한 두 번째 비트코인 리포트가 '비트코인을 포트폴리오에 편입해야 할까?'
라는 고민에 조금이나마 도움이 되기를 바랍니다

Xangle Analyst 장경필

Table Of Contents

1 비트코인, 인간의 욕망을 소유하다

2 기관투자자를 유혹하는 비트코인

3 비트코인 포트폴리오 성과 분석

4 디지털 금이 된다면 그 잠재적 가치는 얼마?

비트코인,
인간의 욕망을 소유하다

1

9000년 동안 금을 사랑한 인류

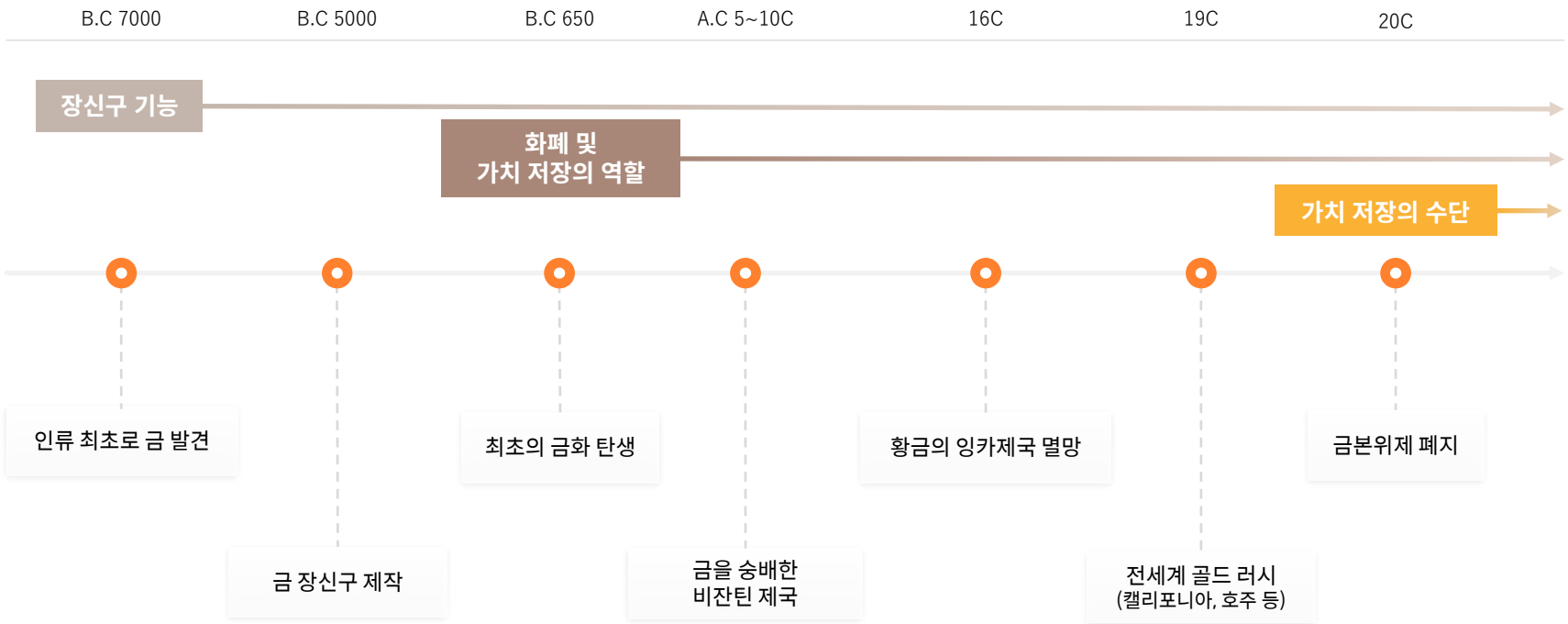
- 금은 1) 황금빛 광택, 2) 높은 내구성, 3) 희귀성을 갖춘 광물로 인류의 오랜 역사 속에서 항상 사랑을 받아 옴
- 장신구 제작에 쓰이던 금은 화폐로 주조되어 사용되었고, 금본위제 폐지 이후 가치의 저장 수단 성격이 강화됨

금의 속성과 그 역사

황금빛 광택

높은 내구성
(산화에 대한 저항력)

희귀성
(제한된 매장량)



Source : 피터 L. 번스타인 <금, 인간의 영혼을 소유하다>

비트코인, 디지털 금으로의 가능성

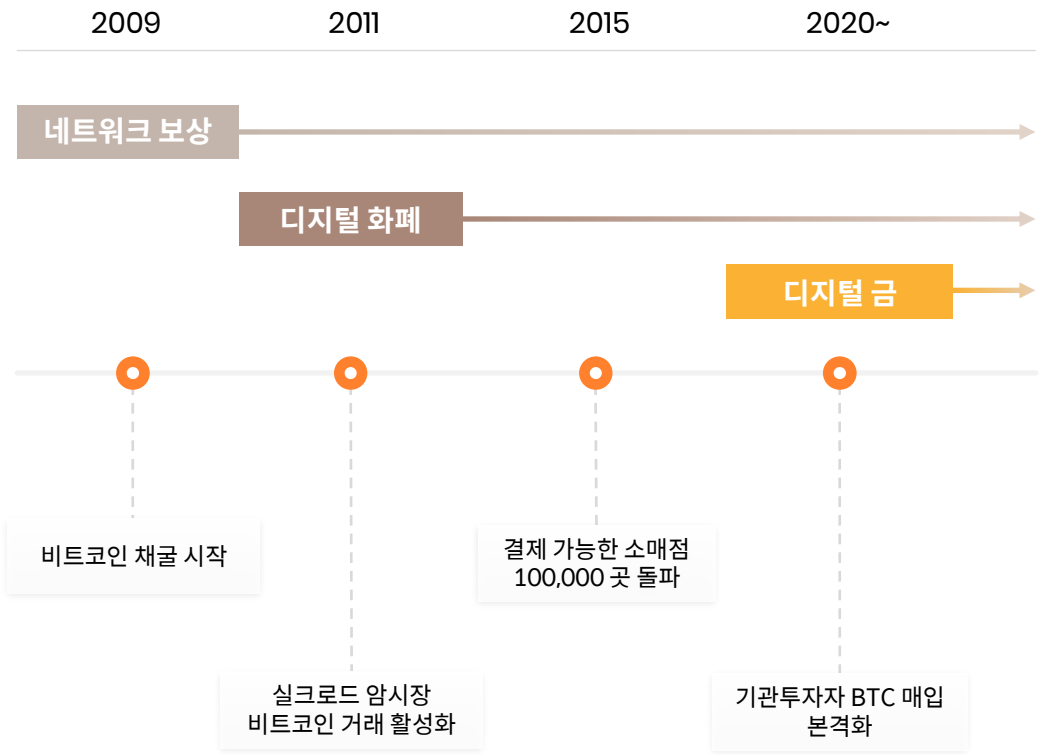
- 비트코인은 금의 가장 중요한 속성인 1) 희소성과 2) 불변성을 갖는 자산으로, 디지털 금으로의 가능성이 대두되고 있는 상황
- 금이 장신구에서, 화폐 그리고 가치의 저장 수단으로 활용되기까지 약 수천년이라는 시간이 걸린 것에 비해 비트코인은 10년이라는 짧은 기간 동안 가치의 저장 수단으로 부각되는 중

비트코인과 금 비교

필요 요소	비트코인	금	비고
희소성	○	○	비트코인 – 최대 공급량 2,100만개 금 – 매장량 고려 시 수십년 뒤 고갈 예상 (골드만삭스 추정)
불변성 (높은 내구성)	○	○	비트코인 – 블록체인 상 기록은 위변조 및 해킹이 현실적으로 불가 금 – 산화에 대한 저항력이 높아 오랜 기간 변하지 않는 성질을 가짐
외적 매력도	✕	○	비트코인 – 실체가 없어 실물 매력도는 없음 금 – 빛을 반사하는 성질
가분성	○	△	비트코인 – 작은 단위(사토시)로 나뉘어져 거래 가능 금 - 제련 과정을 거치면 금화, 골드바 형태로 제작 가능
대체가능성	△	✕	비트코인 – 짧은 역사를 가진 자산으로 대체가능성 존재 금 – 수천년 동안 그 가치를 인정 받아온 자산으로 대체가능성 매우 낮음
결제 수단	○	✕	비트코인 – 디지털 결제에 용이 (BTC로 아메리카노 한 잔 주문 가능) 금 – 종이 화폐/온라인 결제 등으로 오늘날 결제 수단 역할을 하지 못함
보관 및 운반 비용	낮음	높음	비트코인 – 온라인 지갑을 통해 손쉽게 보관 및 운반이 가능 금 – 보관 비용이 높은 편이며 특정 한도 내에서만 운반 가능

Source : Grayscale, 체인파트너스

비트코인 역사 속 그 역할의 변화

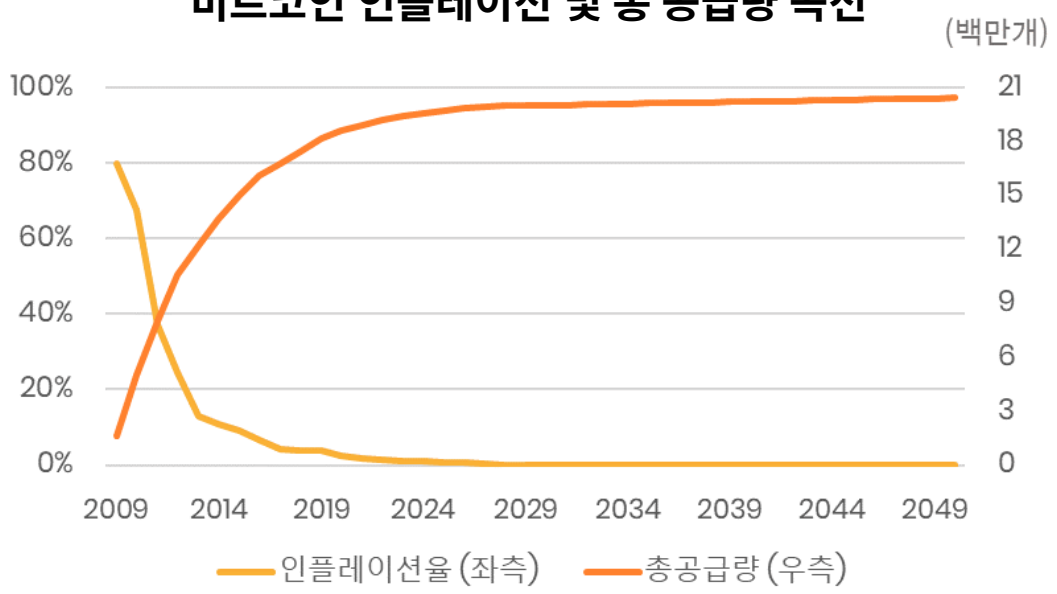


Source : Wikipedia 'History of Bitcoin'

비트코인이 금과 비교되는 가장 큰 이유는 희소성이라는 속성 때문

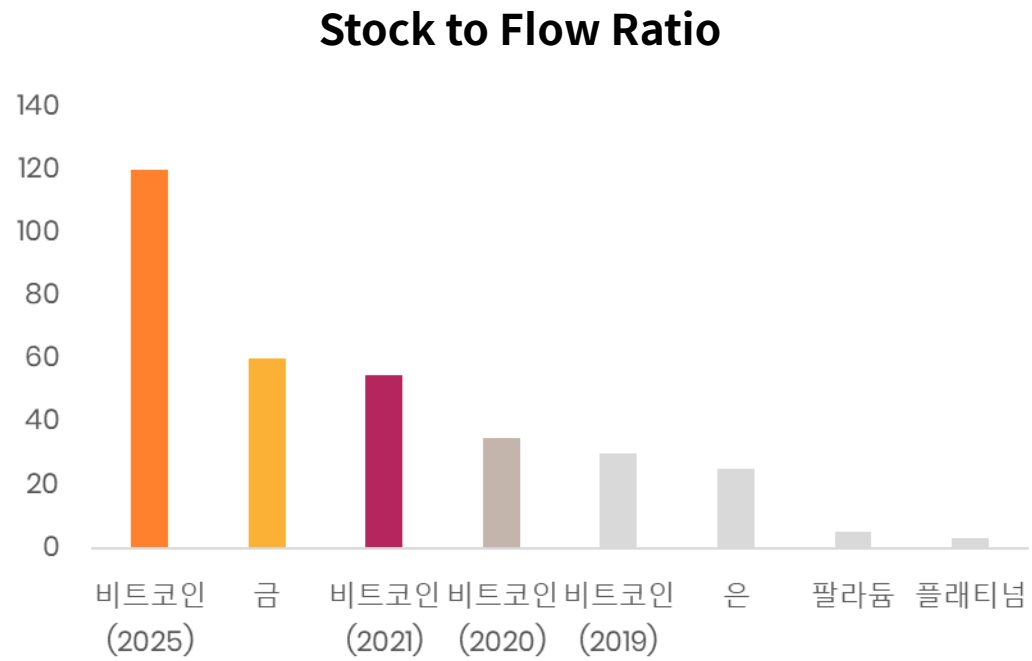
- 비트코인의 최대 공급량은 2,100만개이며, 신규 공급량은 앞으로 지속적으로 감소할 예정
- 특정 자산의 총 공급량 대비 연간 신규 공급량을 비교하여 희소성을 평가하는 Stock to Flow 모델에 따르면 2025년 비트코인의 희소성이 가장 높음

비트코인 총 공급량은 최대 2,100만개



Source : Glassnode, Xangle

비트코인과 다른 금속 간의 희소성 비교 (Stock to Flow ratio)



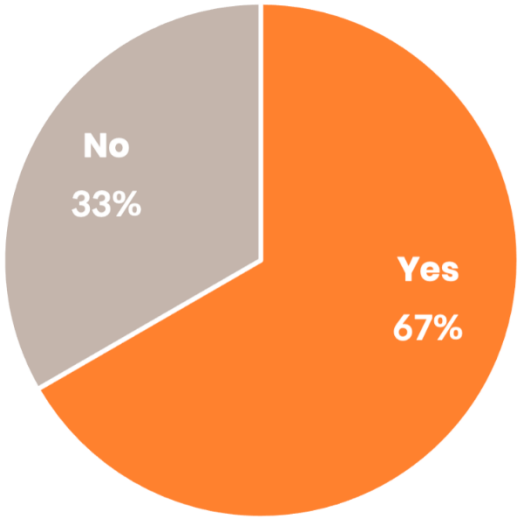
Source : Fidelity Digital Assets, Plan B, Xangle

비트코인과 금, 경쟁은 이미 시작되었다

- 실제로 밀레니얼 세대가 금보다 비트코인을 더 선호한다는 설문조사 결과가 공개되었음
- 2020년 말부터 금 ETF에서 자금이 빠져나가는 한 편, 기관투자자의 비트코인 매수 창구인 그레이스케일 신탁 자금은 급격하게 증가

금보다 비트코인을 선호하는 밀레니얼 투자자

Q) 금보다 비트코인이 안전 자산의 역할을 할 것으로 생각하시나요?

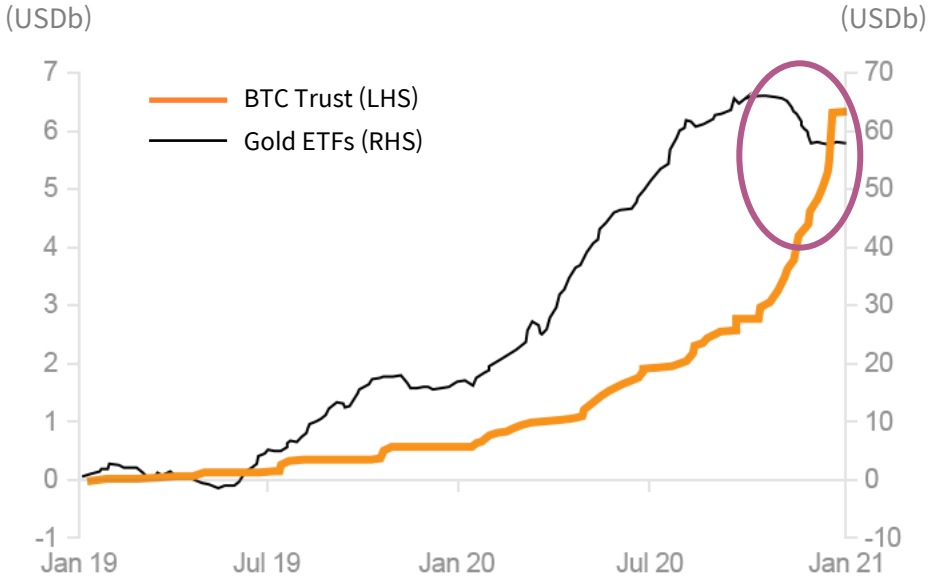


위 통계 자료는 투자 자문사 **Devere Group**에서 밀레니얼 고객 (1980~1996년생) 700명을 대상으로 한 서베이 결과. 고객들은 북미, 영국, 아시아 등 전세계에 분포

Source : Devere Group Survey

신규자금 유입 비트코인 신탁 vs 기존 자금 유출 Gold ETF

누적 매수량: Bitcoin Trust vs Gold ETF holdings



Source : JPMorgan, Bloomberg

밀레니얼 세대는 비트코인을 미래의 새로운 투자자산으로 생각

비트코인 투자는 밀레니얼 세대에서 더욱 활발

**비트코인에 투자하고 있거나,
투자를 고려중인 투자자 비중**

25-34세	67%	35-44세	68%
45-54세	56%	55-64세	30%

Source : Grayscale 2020 Bitcoin Investor Survey

비트코인 투자에 대한 투자자들의 생각

긍정적

"It is a good store of value, has grown exponentially since its inception, and is becoming more scarce."

46세, 자산규모 $250k~$500k

"It seems to be a universal type of currency, and could make international transactions easier."

41세 자산규모 $250k~$500k

"It is the future. The value for investment now will likely increase multiple times because most don't know about Bitcoin or its value at this time. I want to get in on an emerging market."

39세, 자산규모 $250k~$500k

부정적

"Seems too risky and I'm not comfortable investing in a completely digital product."

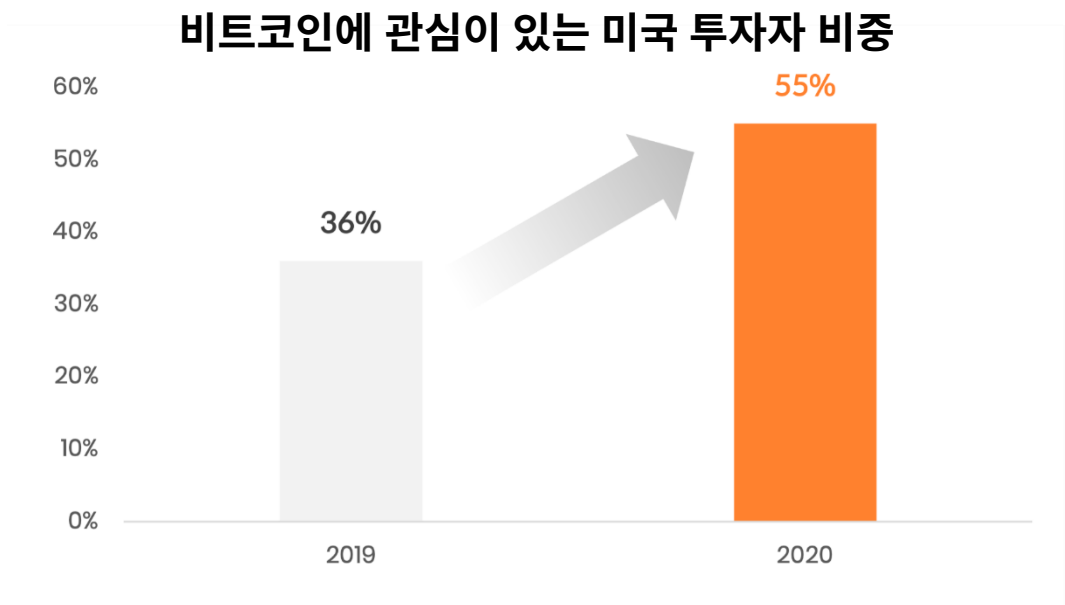
61세, 자산규모 $250k~$500k

Source : Grayscale 2020 Bitcoin Investor Survey

비트코인 가격을 움직이는 핵심 변수는 더 많은 투자자들이 비트코인을 투자자산으로 인정하는지 여부

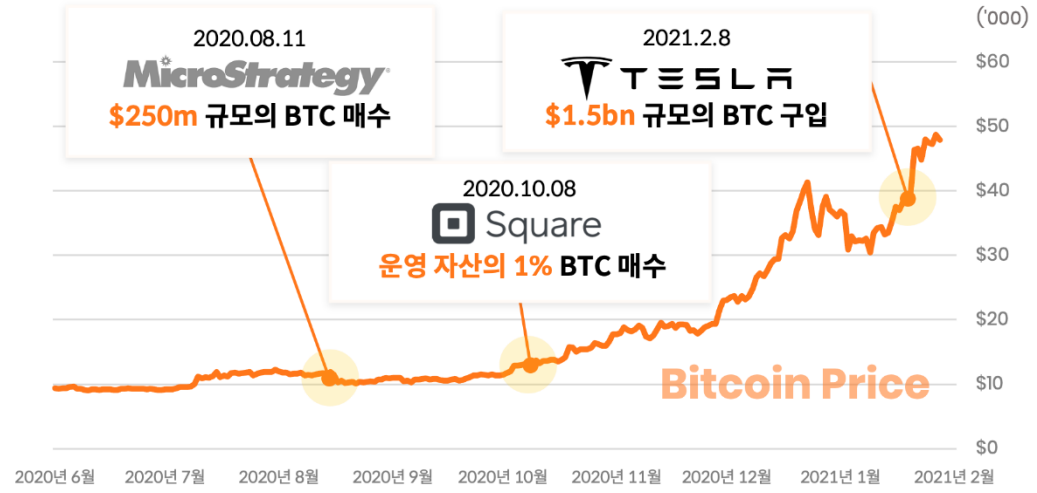
- 비트코인에 관심이 있는 미국 투자자 비중은 2019년 설문조사 대비 2020년에 큰 폭으로 증가
- 테슬라를 비롯한 미국의 주요 기업들이 비트코인을 투자자산으로 인정하며 보유 자산의 일부로 매수하기 시작

2020년 비트코인에 대한 미국투자자 관심 크게 증가



Source : Grayscale 2020 Bitcoin Investor Survey

나스닥 상장사들이 비트코인을 투자자산으로 인정하기 시작



Source : Xangle, SEC filings

기관투자자를
유혹하는 비트코인

2

과거 비트코인 투자가 기관투자자에게 어려웠던 이유 4가지

1 높은 변동성 (53%*)

* 괄호 안의 비율은 해당 항목을 비트코인 투자의 장애 요인으로 꼽은 기관투자자 비율 (Source: Fidelity)



Source : Google Finance, Xangle

2 시장 조작 가능성 (47%)

CHAINALYSIS

"A mysterious cluster of 1,600 investors known colloquially as 'bitcoin whales' collectively hold $37.5bn of the cryptocurrency, or close to a third of the available total. This concentration of wealth means that bitcoin is at risk of volatility, as ***the moves of a small number of people will have a large effect (on the price)"***

2018 Financial Times interview

3 펀더멘털의 부재 (45%)



Ray Dalio
Bridgewater Founder

"Bitcoin today you can't make much transactions in it. You can't spend it very easily ... Bitcoin is a bubble."
- 2017



Howard Marks
Founder of Oaktree Capital

"It's not a medium of exchange, it's a medium of trading, so I can't see any intrinsic value. I don't understand what's behind Bitcoin."
- 2017

4 규제 리스크 (39%)



2017 중국 정부, 거래소에서 비트코인 거래 금지



2020 러시아 정부, 디지털자산을 활용한 결제 금지

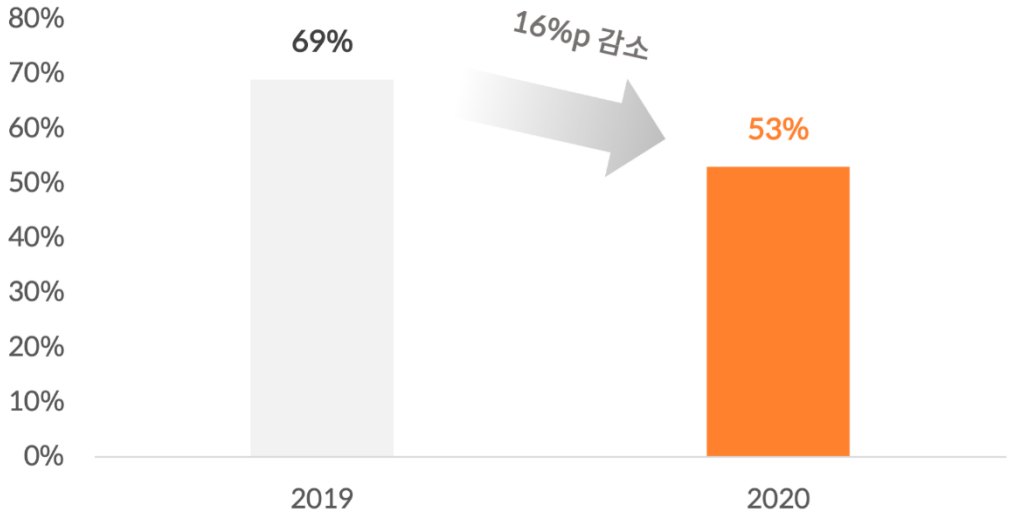


2021 인도 정부, 비트코인을 포함한 디지털 자산 유통 금지 추진

높은 변동성에 대한 허들은 점차 감소하는 상황

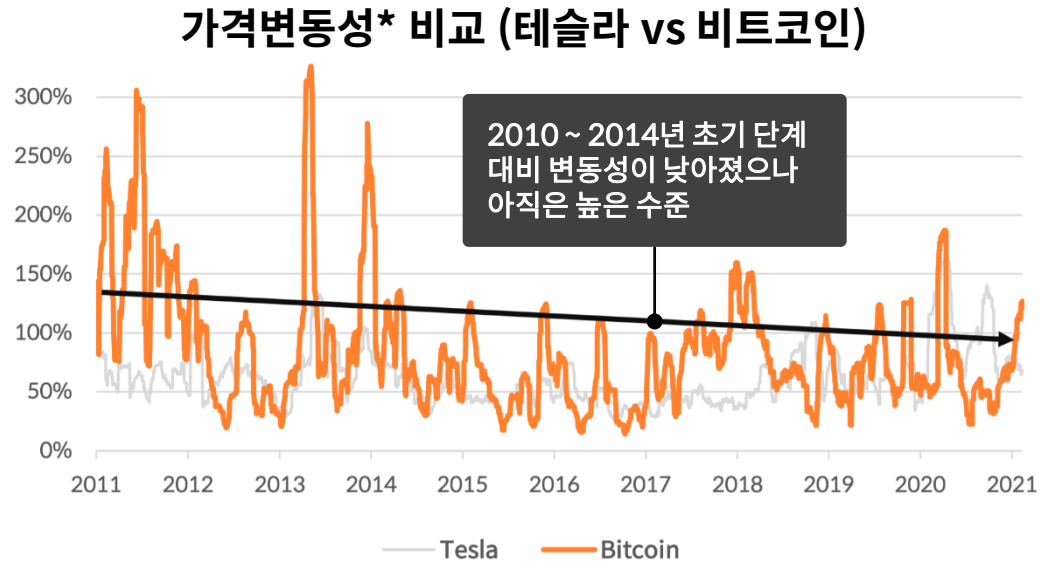
- 높은 가격 변동성에 대한 기관투자자들의 우려는 감소하고 있으며, 기관투자자들이 선호하는 테슬라 주식의 경우 작년에 비트코인 보다 변동성이 높았음

높은 가격변동성에 대한 기관투자자들의 우려는 감소



Source : Fidelity Digital Asset

2020년 평균 변동성은 비트코인이 테슬라보다 낮음



연간 가격변동성	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
테슬라	65%	63%	75%	58%	46%	45%	42%	66%	60%	101%
비트코인	164%	68%	112%	80%	61%	45%	85%	82%	72%	66%

*가격 변동성은 60일 이동평균 수익률의 표준편차를 연환산하여 계산

Source : Xangle, Google Finance

시장 조작에 대한 우려는 상존하나, 빈도와 규모는 감소할 것으로 예상

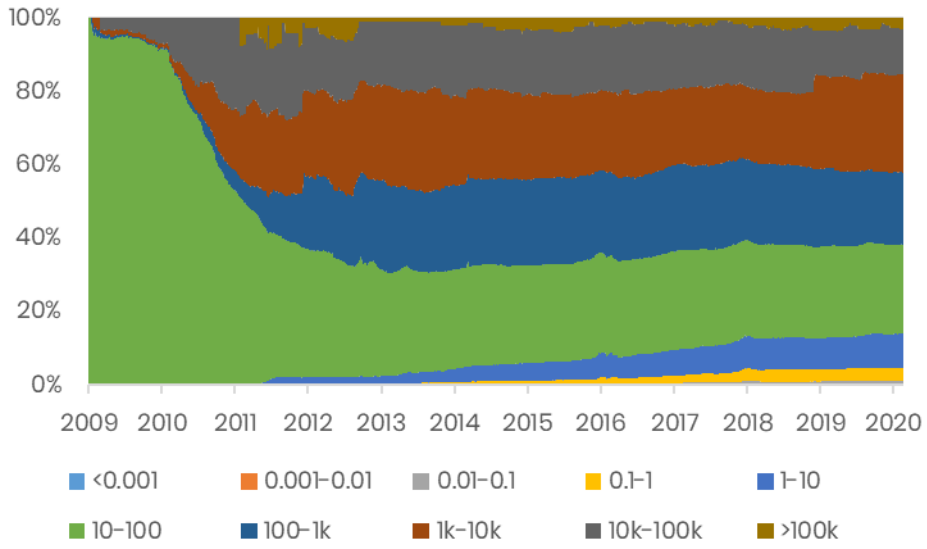
- 미국 증권거래위원회(SEC)는 비트와이즈(Bitwise)와 뉴욕증권거래소 아카(NYSE Arca) 및 다수의 비트코인 ETF 제안을 시장조작 가능성 등의 이유로 반려
- 1k 이상 비트코인을 보유한 기관투자자의 비중이 높아 시장 조작에 대한 우려가 상존하나, 최근 디지털자산 시장의 규제 및 투자 시스템이 체계화되고 투명한 블록체인 정보 제공을 서비스가 출시되고 있어 향후 시장조작 빈도와 그 규모는 감소할 것으로 보임

미국 SEC

"… NYSE Arca has not met its burden under the Exchange Act and the Commission's Rules of Practice to demonstrate that its proposal is consistent with the requirements of Exchange Act Section 6(b)(5), and, in particular, the requirement that the rules of a national securities exchange be **'designed to prevent fraudulent and manipulative acts and practices.'**" (SEC Release No. 34-87267; File No. SR-NYSEArca-2019-01)

비트코인 네트워크 내 고래 지갑의 비중은 유지되고 있음

비트코인 보유 수량에 따른 지갑 구분



Source : Glassnode, Xangle

시장 조작 가능성 감소를 위한 업계의 노력

비트코인 투자 방법의 다각화

선물거래 활성화	• CME Bitcoin Futures는 2017년 12월부터 거래 개시, 현재 활발히 거래되는 중
비트코인 ETF 출시	• 캐나다 온타리오 증권위원회(OSC)는 세계 최초로 Purpose Investments 및 Evolve Funds Group의 비트코인 ETF를 연달아 승인 • Purpose 비트코인 ETF(티커: BTCC)는 18일(현지시각) 토론토 증권거래소에 상장, 이틀만에 AUM 4.12억 달러 달성

정보의 투명성 강화

- 기관 및 리테일 투자자 대상 데이터 제공 업체 등장
- 비트코인 가격 및 온체인 데이터를 제공
- 양질의 데이터 누적으로 정보 균형 및 가격 투명성이 높아질 것으로 기대

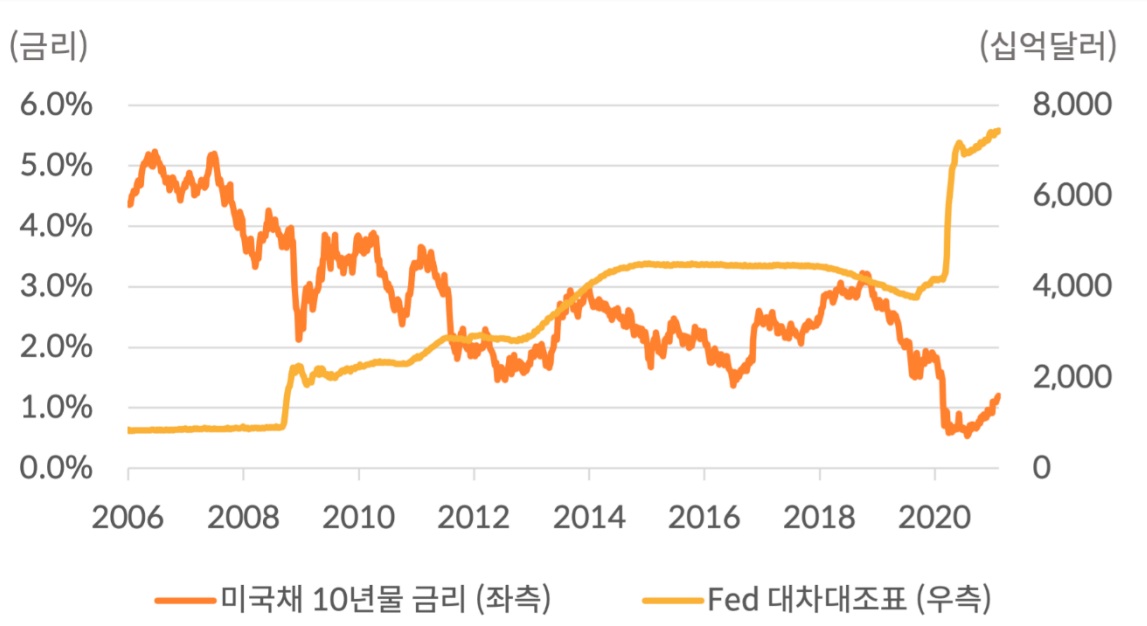
Coinmetrics, Xangle, CHAINALYSIS, BINANCE RESEARCH, CryptoQuant, ELLIPTIC

Source : Xangle, Cointelegraph

강화되는 펀더멘털 – 1. 투자자들은 인플레이션 헤지가 가능한 투자자산을 찾는 중

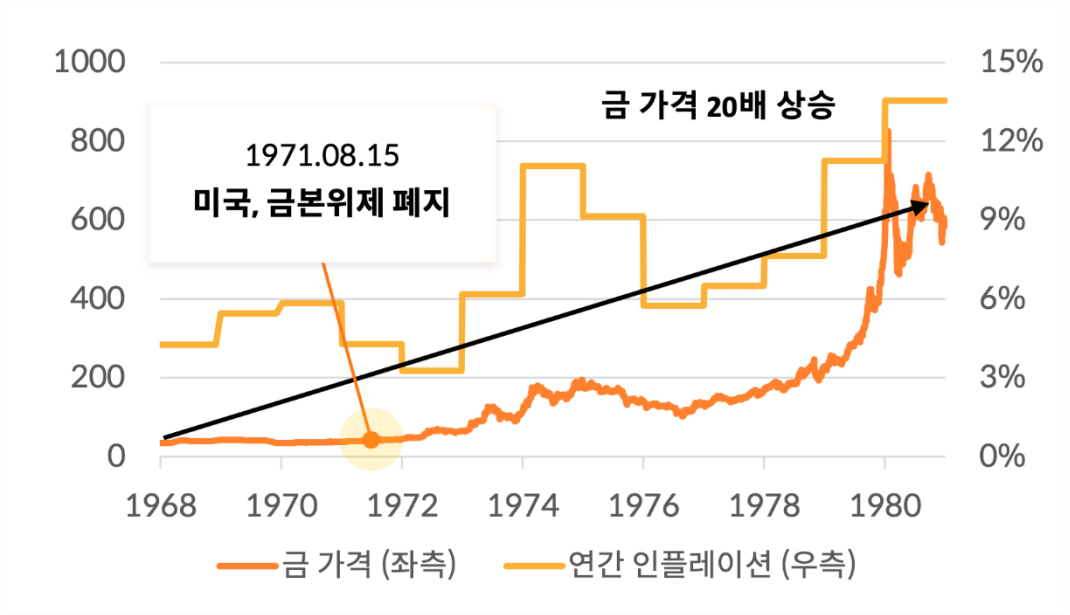
- 1) 막대한 유동성, 2) 낮은 금리로 인해 인플레이션에 대한 우려의 목소리가 나오는 상황
- 과거 인플레이션이 발생했던 1970년대 금 가격은 무려 20배 상승하였으며, 인플레이션 헤지가 필요한 투자자들의 관심은 디지털 금으로 불리우는 비트코인에 집중되고 있음

코로나발 금리 인하와 양적완화는 인플레이션 우려를 낳는 중



Source : Yahoo finance, FRED

투자자들은 인플레이션 시기 (1970년대) 20배 상승했던 금을 떠올린다



Source : TradingView, TradingEconomics

강화되는 펀더멘털 – 2. 인플레이션 헤지 수단으로 비트코인에 투자하는 투자자 증가

- 실제로 몇몇 투자의 대가들이 인플레이션 헤지의 목적으로 비트코인 투자를 시작
- 다만, 레이달리오의 브릿지워터는 아직 비트코인의 역사가 짧고, 전통 포트폴리오에 대한 헤지가 되지 않은 점을 들며 디지털 금이라 속단하기 이르다는 의견을 표명

투자의 대가들이 인플레이션 헤지를 위해 포트폴리오에 비트코인을 편입

2021



"I believe there is no better hedge against inflation than Bitcoin. As we know, gold has been moving, although now it's lagging Bitcoin fairly dramatically"

Catherine Wood CEO of ARK Investment

2020



" The reason I recommended bitcoin is because it was one of the menu of inflation trades, like gold, ... and I came to the conclusion that bitcoin was going to be the best inflation trade"

Paul Tudor Jones Tudor Investment Founder



"I like gold and bitcoin as ways of hedging against those potential inflationary pressures. And particularly, younger millennials look at it the way I've always looked at gold."

Stanley Druckenmiller Billionaire U.S. investor



"If inflation picks up, or even if it doesn't, and more companies decide to diversify some small portion of their cash balances into bitcoin instead of cash"

Bill Miller Founder of Miller Value Partners

Source : CNBC, Yahoo finance, Miller Value Partners

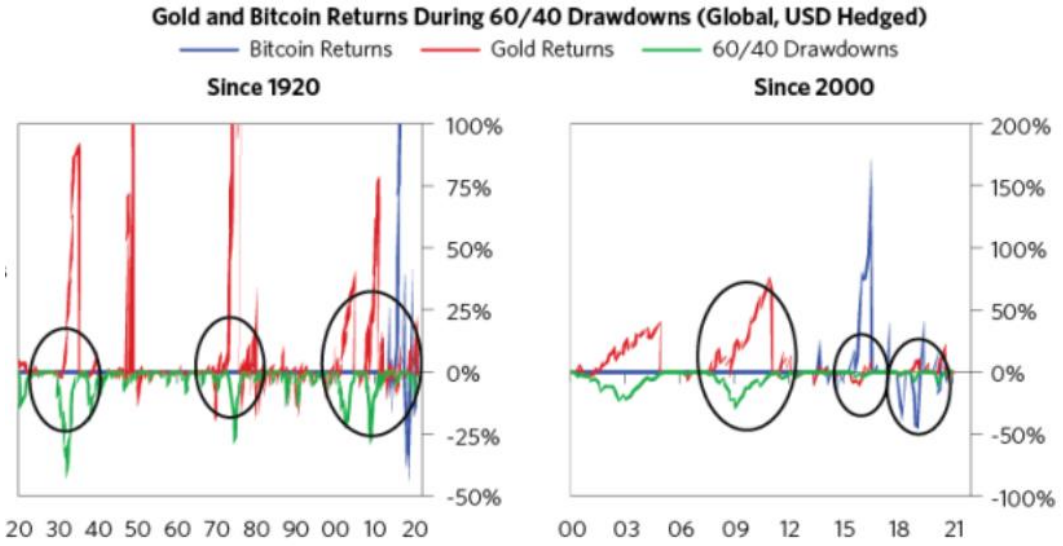
아직 비트코인 역사가 짧아 디지털 금이라 속단하기 이르다는 의견도 상존

2021



"With just over a decade in existence, there is not enough evidence to credibly conclude that Bitcoin, like gold, will reliably offer portfolio diversification in the future"

Ray Dalio Bridgewater Founder



Source : BridgeWater

주요 선진국은 디지털 자산 거래를 양성화하고, 제도권 편입 관점에서 규제 및 제도를 정비



비트코인을 투자 상품으로 인식, 거래 양성화를 위한 제도 마련

거래 양성화를 위한 제도 도입

- 2013 가상자산 규제 가이드라인 발표
- 2014 비트코인 납세 의무 자산으로 인정
- 2018 법원, 비트코인 Commodity로 인정
- 2020 개인 지갑 트래블 룰 도입
- 2021 미국 은행의 퍼블릭블록체인 사용 허가

비트코인 기반 상품 및 서비스 허가

- GRAYSCALE — 비트코인 신탁펀드 출시
- CME Group — 비트코인 선물옵션 허가
- Fidelity DIGITAL ASSETS — 가상자산 수탁 서비스
- PayPal — 비트코인 거래, 결제서비스



유럽 내 규제 표준화 위해 MiCA proposal 발표

국가별 거래 양성화를 위한 제도

- 2013 독일, 가상자산 가이드라인 제시
- 2017 프랑스, ICO 지원 프로그램 출범
- 2018 스위스, 세계 최초 ICO 가이드라인 제시
- 2019 영국, 가상자산 최종 가이드라인 발표
- 2020 EU, 제5차 자금세탁방지지침 시행

MiCA Proposal 발표

1. 가상자산을 Utility token, Stablecoin, E-Money token으로 구분
2. 가상자산 사업자는 FATF 가이드라인을 따라야 함을 명시



특금법 도입으로 가상자산 사업 관련 불확실성 해소

제도 도입을 통한 규제 불확실성 해소

- 2016 금융위, '블록체인 협의회' 출범
- 2017 금감원, ICO 전면 금지 발표
- 2019 금융위, 특정금융거래정보법 시행령 개정
- 2020 특금법 개정안 국회 본회의 통과
- 2020 가상자산 거래 수익 기타소득 분류 및 과세

기존 사업 확대 및 전통 금융기업 참여

- bithumb — ISMS 인증 및 가상자산 기반 금융상품 기획
- Xangle — 기관투자자 대상 데이터 서비스 출시
- 한화자산운용 — 디지털자산팀 신설 및 관련 기업 투자
- KB 국민은행 — 가상자산 수탁 회사 설립



가상자산에 대한 엄격한 규제 기조 유지

가상자산 업계에 엄격한 규제 시행

- 2017 가상자산 거래소 등록제 도입
- 2018 일본가상자산거래업협회(JVCEA) 출범
- 2018 가상자산 및 ICO 신규 규제안 공개
- 2019 2차 가상자산 규제 체제 정비
- 2020 금융상품거래법 및 자금결제법 개정한 시행

전통 기업들의 가상자산 사업 진출

- NOMURA — • 가상자산 지수 발표 (바스켓 형식) • 디지털 자산관리 서비스 진출
- SBI Holdings — 가상자산 스타트업 인수 및 투자
- Rakuten — 가상자산 결제 서비스 제공 및 기존 라쿠텐 포인트와 연계

Source : Xangle <2021년, 달라진 비트코인 시장>

비트코인
포트폴리오 성과 분석

3

기관투자자에게 비트코인이 매력적인 이유 2가지

1 낮은 상관관계 (36%*)

	Bitcoin	MSCI World	S&P 500	Nasdaq	Kospi	Gold	Bond	Oil
Bitcoin	1.00	0.28	0.29	0.28	0.25	0.00	0.13	0.14
MSCI World	0.28	1.00	0.86	0.85	0.67	-0.10	0.26	0.23
S&P	0.29	0.86	1.00	0.95	0.77	0.06	0.43	0.20
Nasdaq	0.28	0.85	0.95	1.00	0.74	0.03	0.38	0.15
Kospi	0.25	0.67	0.77	0.74	1.00	0.12	0.39	0.17
Gold	0.00	-0.10	0.06	0.03	0.12	1.00	-0.06	0.34
Bond	0.13	0.26	0.43	0.38	0.39	-0.06	1.00	-0.04
Oil	0.14	0.23	0.20	0.15	0.17	0.34	-0.04	1.00

-0.25 ~ 0.0 미만 | 0.0 ~ 0.25 미만 | 0.25 ~ 0.5 미만 | 0.5 ~ 0.75 미만 | 0.75 ~ 1.0 미만 | 1.0

시계열 2015.01~2021.01
1M Rolling 기준

Source : Google Finance, Xangle

2 높은 잠재수익률*** (33%)

연간 수익률	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	연평균 수익률*
Bitcoin	1,473%	186%	5,507%	-58%	36%	120%	1,403%	-74%	95%	305%	301%**
Nasdaq	-2%	14%	40%	15%	6%	6%	28%	-5%	36%	44%	18%
S&P500	0%	12%	31%	13%	-1%	9%	19%	-7%	30%	16%	12%
Nikkei	-19%	23%	57%	7%	9%	0%	19%	-12%	18%	16%	12%
US Real Estate	2%	13%	-1%	23%	-3%	2%	5%	-8%	24%	-8%	5%
Gold	10%	6%	-28%	0%	-12%	8%	13%	-2%	18%	25%	4%
Euro Stoxx	-17%	13%	18%	1%	5%	0%	6%	-15%	26%	-11%	3%
TIPS	9%	5%	-10%	1%	-2%	3%	1%	-4%	7%	8%	2%
Oil	-2%	-13%	8%	-43%	-46%	7%	2%	-21%	35%	24%	-5%

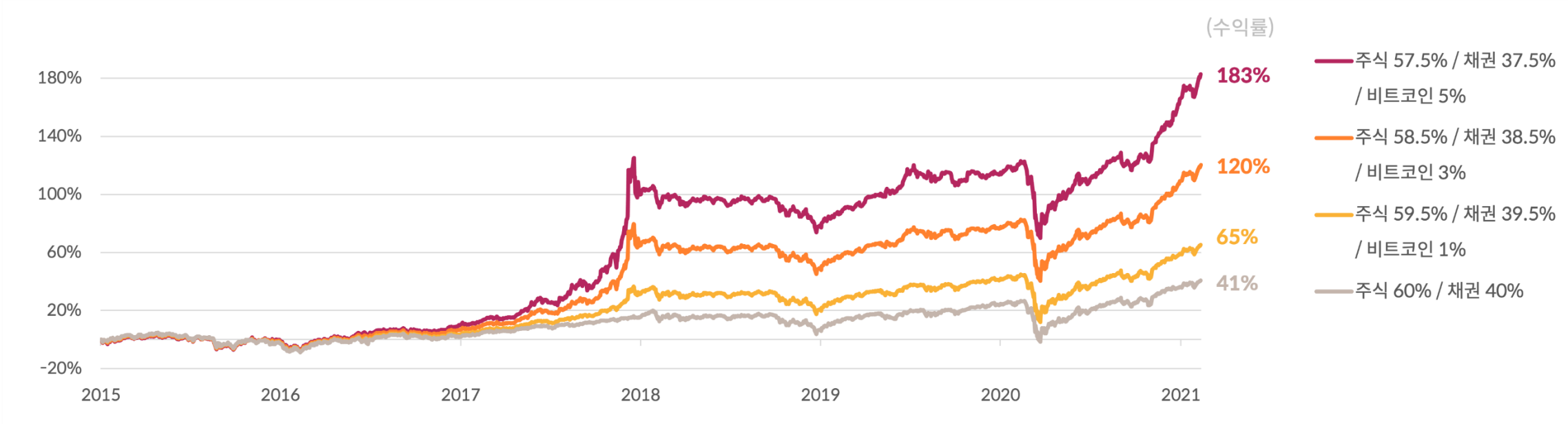
* 연수익률 단순 평균으로 계산
** 2011~2020년 비트코인 연평균 수익률은 879%이나, 초기 특이값을 제외한 2015~2020년 연평균 수익률 계산하여 표기

Source : Google Finance, coinjab

* 괄호 안의 비율은 해당 항목을 비트코인 투자의 매력 포인트로 꼽은 기관투자자 비율 (Source: Fidelity)

전통적인 주식60 / 채권40 포트폴리오에 비트코인 추가 시 포트폴리오 수익률이 크게 상승

60/40 + Bitcoin 포트폴리오 수익률*



* 주식/채권 포트폴리오에는 Vanguard Total World Stock Index (주식) 및 Vanguard Total International Bond Index (채권) 데이터 사용
** 매년 1월 1일 포트폴리오 리밸런싱
*** 금융시장 상황, 시뮬레이션 조건에 따라 결과가 달라질 수 있으며, 시뮬레이션 결과는 과거의 운용실적으로 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하는 것은 아님

Source : Google Finance, coinjab

비트코인 포트폴리오는 리스크 대비 수익률 지표인 Sharpe Ratio 또한 크게 개선시키는 모습

포트폴리오 주요 성과 지표의 개선

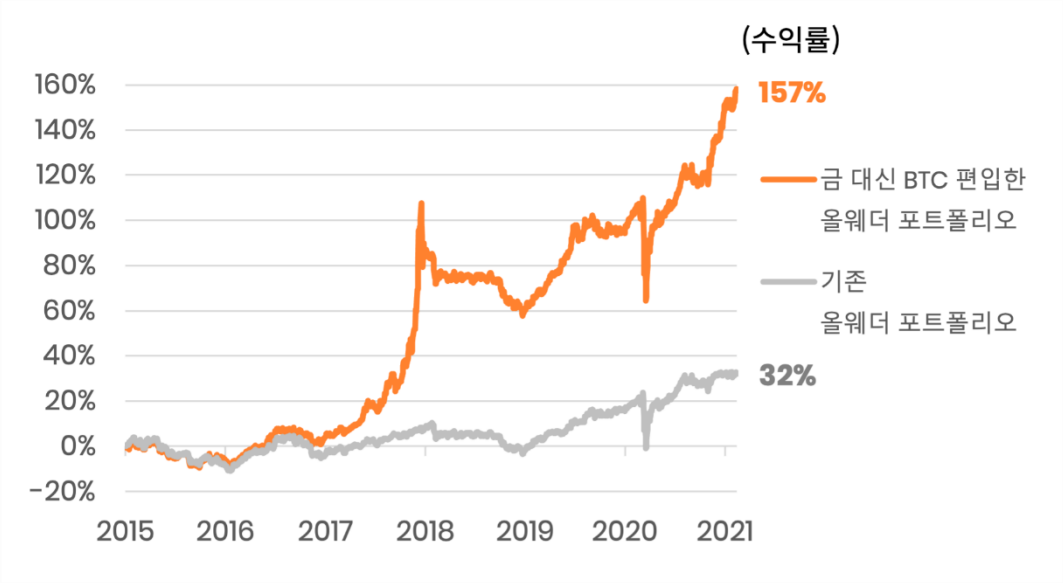
포트폴리오	주식 60 / 채권 40	+ 1% BTC	+ 3% BTC	+ 5% BTC
누적 수익률 (%)	40.9%	65.5%	120.3%	183.0%
연평균 수익률* (%)	5.9%	8.8%	14.1%	18.9%
연간 수익률 개선 (% pts)**		**+2.9%**	**+8.2%**	**+13.1%**
변동성 (% 표준편차)	9.1%	9.4%	10.5%	11.6%
연간 변동성 증가 폭** (% pts)		+0.3%	+1.4%	+2.6%
Sharpe Ratio***	0.5	0.8	1.2	1.5
Sharpe Ratio 개선**		**+0.29**	**+0.72**	**+1.01**
MDD****	-22.2%	-22.5%	-23.1%	-23.8%

* 연평균 수익률은 CAGR 사용
** 전통 포트폴리오 (주식60/채권40) 대비 성과 개선 폭을 의미
*** Sharpe Ratio 계산 시 무위험수익률은 미국채 10년물 금리 적용
**** Maximum Drag Down은 2020년 1월 고점 대비 3월 20일(코로나로 인한 금융자산 폭락) 저점을 기준으로 한 수익률
***** 금융시장 상황, 시뮬레이션 조건에 따라 결과가 달라질 수 있으며, 시뮬레이션 결과는 과거의 운용실적으로 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하는 것은 아님

Source : Google Finance, coinjab

글로벌 자산 배분에 특화된 올웨더 포트폴리오도 금 대신 비트코인 편입 시 포트폴리오 성과가 개선

All Weather Portfolio*에 금 대신 비트코인을 편입해보면?



* 포트폴리오 구성은 ACWI (MSCI global equity Index) 35% / Vanguard Extended Duration Treasury ETF 20% / PIMCO 15+ Year US TIPS Index 20% / Vanguard Long-Term Corporate Bond Index 7.5% / JPMorgan USD Emerging Markets Bond 7.5% / Invesco DB Commodity Index 5% / iShares Gold Trust 5% (or Bitcoin 5%) 데이터 사용
매년 1월 1일 포트폴리오 리밸런싱

** 금융시장 상황, 시뮬레이션 조건에 따라 결과가 달라질 수 있으며, 시뮬레이션 결과는 과거의 운용실적으로 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하는 것은 아님

Source : Google Finance, coinjab

비트코인 올웨더 포트폴리오 주요 성과 지표 개선

포트폴리오	기존 올웨더	BTC 편입 올웨더
누적 수익률 (%)	32.0%	157.3%
연평균 수익률* (%)	4.7%	17.1%
연간 수익률 개선** (% pts)		+12.3%
변동성 (% 표준편차)	8.1%	10.8%
연간 변동성 증가 폭** (% pts)		2.7%
Sharpe Ratio***	0.4	1.5
Sharpe Ratio 개선**		+1.03
MDD****	-19.9%	-26.7%

* 연평균 수익률은 CAGR 사용

** 기존 올웨더 포트폴리오 대비 성과 개선 폭을 의미

*** Sharpe Ratio 계산 시 무위험수익률은 미국채 10년물 금리 적용

**** Maximum Drag Down은 2020년 1월 고점 대비 3월 20일(코로나로 인한 금융자산 폭락) 저점을 기준으로 한 수익률

***** 금융시장 상황, 시뮬레이션 조건에 따라 결과가 달라질 수 있으며, 시뮬레이션 결과는 과거의 운용실적으로 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하는 것은 아님

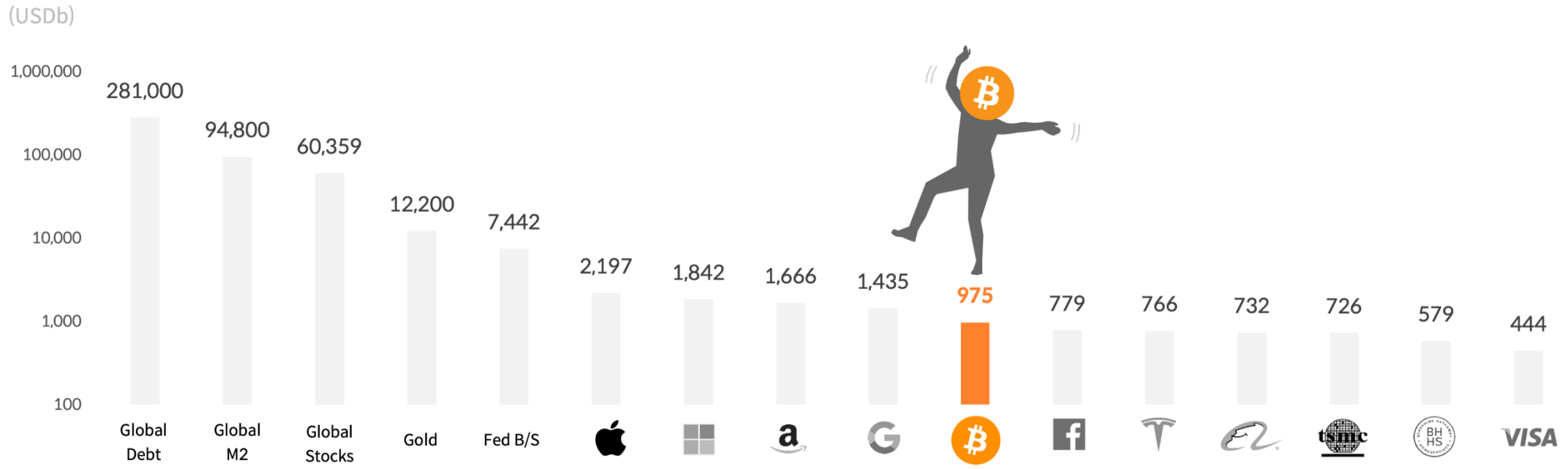
Source : Google Finance, coinjab

디지털 금이 된다면
그 잠재적 가치는 얼마?

4

현재 비트코인은 시가총액 1조달러에 육박하며, 테슬라 등 주요 기업들의 시가총액을 추월

시가총액 비교 (전통 투자 자산 vs 비트코인*)



* 2021.02.17 가격 기준 ($51,249)

Source: TradingView, Fred, Gold council, MarketWatch, WorldBank, Bloombergquint

현재 금 대비 시총 비중이 7.5% 수준으로, 디지털 금으로서 금의 가치 저장 역할 대체 시 상승 여력이 존재

비트코인 시가총액, 전체 금 시가 총액의 7.5% 도달

금 시가총액 대비 비트코인 시가총액의 비중



금 대비 비트코인 시총 비중	Upside
7.5% (현재)	-
10% 가정	28.4%
20% 가정	156.8%

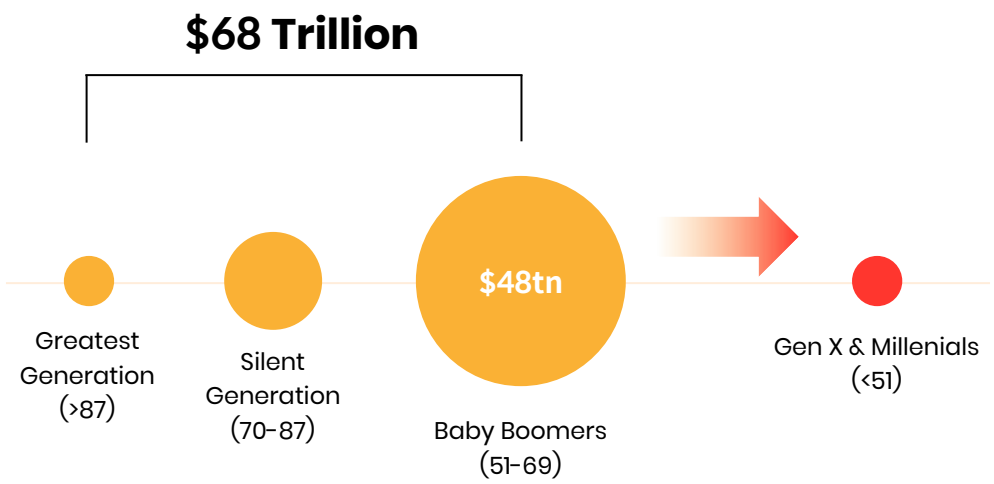
* 2021.02.17 가격 기준 ($51,249)

Source: Xangle, Gold.org

X 세대 및 밀레니얼 세대로의 부의 이동은 비트코인 가격 상승의 원동력으로 작용할 가능성이 있음

- 비트코인을 선호하는 글로벌 X세대 및 밀레니얼 세대가 포트폴리오에 비트코인을 일정 부분 할당할 경우, 큰 폭의 가격 상승이 발생할 수 있음
- 총 자산의 1%를 비트코인에 할당 시 현재 시총 대비 약 50%, 5% 할당 시 약 655%의 상승 여력이 있음

미국에서만 68조달러의 부가 이동할 예정



Source: Cerulli Associates

밀레니얼 세대가 금 대신 비트코인을 산다면?

비트코인 투자 비중	1%	5%
미국 X세대 및 밀레니얼 세대 보유 자산 (2020)	$37.15tn	
향후 5년간 예상되는 부의 이동* (미국)	$7tn	
전세계에서 미국이 차지하는 부의 비중	30%	
전세계 X세대 및 밀레니얼 세대의 보유 자산** (2020E)	$147tn	
잠재적 비트코인 보유액	$1.47tn	$7.36tn
현재 비트코인 시가총액 (2021.02.18 기준)	$0.975tn	$0.975tn
현재 가격 대비 Upside* **	51%	655%

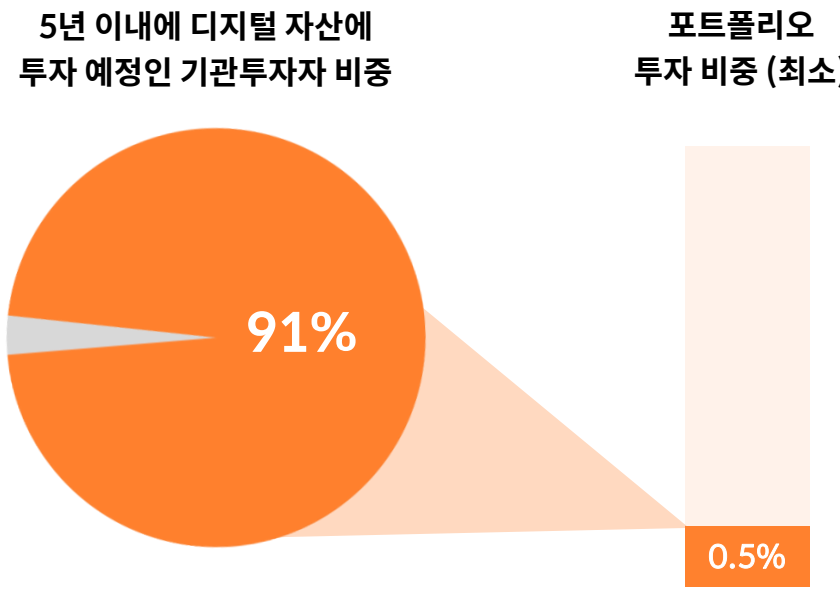
* Accenture 추정치 활용
** 미국 X세대 및 밀레니얼세대의 보유 자산에서 미국이 차지하는 부의 비중을 역산
*** 유동성 이슈 등을 고려하지 않은 보수적인 추정치로 실제 가격은 매매과정에서 더 크게 상승할 가능성 존재

Source: Federal Reserve, Accenture, Credit Suisse, Xangle

기관투자자들은 향후 디지털 자산에 투자할 의향이 있으며, 실제 투자가 이뤄질 경우 가격 상승 가능성 존재

- 피델리티 설문조사 결과 91%의 기관투자자들이 향후 5년 내에 디지털 자산에 최소 0.5% 이상의 포트폴리오 분배를 할 예정이라고 답변
- 설문조사 결과 대로 투자가 이뤄질 경우, 비트코인 가격은 150%~400% 정도 추가적으로 상승이 가능

91%의 기관투자자가 5년 내 디지털 자산 투자 시사



Source: Fidelity 'The institutional investors digital asset survey'

기관투자자가 포트폴리오 일부를 비트코인에 투자한다면?

비트코인 투자 비중	0.5%	1%
글로벌 기관투자자 AUM (2025E)	$145.4tn	$145.4tn
기관투자자 비트코인 보유액	$0.72tn	$1.45tn
비트코인 투자자 중 기관투자자가 차지하는 비중*	30%	30%
잠재적 비트코인 시가총액	$2.42tn	$4.85tn
현재 비트코인 시가총액 (2021.02.18 기준)	$0.975tn	$0.975tn
현재 가격 대비 Upside	**150%**	**397%**
연평균 수익률	**26%**	**50%**

* 2019년 글로벌 금융자산 중 기관투자 AUM이 차지하는 비중 적용

Source: Grayscale, PwC AWM Research, Xangle

폴 튜더 존스는 구매력, 신뢰 등의 관점에서 비트코인의 가치를 평가하였으며, 전통 자산 대비 저평가로 판단

폴 튜더 존스의 Bitcoin Valuation

	구매력 (30%)	신뢰 (30%)	유동성 (20%)	휴대성 (20%)	총합	비트코인 대비 점수	시가총액 ($ trillions)	비트코인 대비 시가총액 규모
금융 자산	90	65	60	60	**71**	1.65x	**$351**	360x
현금 (M1)	5	60	90	80	**54**	1.26x	**$39**	40x
금	70	85	45	30	**62**	1.44x	**$12**	13x
비트코인	50	5	50	80	**43**	1.0x	**$0.98**	1.0x

Paul Tudor Jones Valuation 해석

폴 튜더 존스는 순자산 $5.1billion을 보유한 억만장자 헤지펀드 매니저로 비트코인 투자에 긍정적인 투자자.

실제로 비트코인에 투자하였으며 구매력, 신뢰, 유동성, 휴대성 4가지 카테고리를 기준으로 전통 자산, 화폐, 그리고 비트코인의 가치를 비교한 리포트를 발표.

평가 결과 비트코인의 점수는 43점으로 다른 자산들과 비교했을 때 가장 낮았음에도 상당히 높은 점수를 받았는데, 폴 튜더 존스는 점수 대비 비트코인의 시가총액이 매우 낮은 수준이라는 점에 주목.

금융 자산과 비교했을 때 점수는 60%에 달하지만, 시가 총액은 1/360 (0.3%) 수준에 불과하다는 것. 물론 각 항목의 점수 산정에 대한 구체적인 방법론이 공개되지는 않았기에 맹신할 수는 없지만, 비트코인이 대체할 수 있는 시장의 규모를 가늠하는데 자주 인용되는 지표로 사용.

Source: Grayscale, Paul Tudor Jones 'The great monetary inflation', MarketWatch, Worldbank

월가의 주요 투자은행, 자산운용사의 비트코인 가격 전망은 매우 공격적인 편

- JPMorgan은 투자 자산의 성격을 갖는 금의 시가총액을 산출하여 비트코인의 잠재 가격을 전망
- ARK Invest, Skybridge 등 실제 비트코인을 보유하고 있는 자산운용사에서는 급증하는 수요로 인해 가격이 크게 상승할 것으로 예상
- 반면, UBS는 대체코인의 등장, 급격한 규제 환경의 변화 리스크로 인해 향후 비트코인 가치가 0에 수렴할 수 있다고 경고

월스트리트의 비트코인 가격 전망

기관명	리포트 제목 / 인터뷰	가격 전망	도달 시기	전망 근거
ARK INVEST	Cathie Wood Barron's Interview (2021.02.17)	$500,000	미정	현재 우리는 인플레이션이 발생할 수 있는 환경에 놓여 있고, 기관투자자들이 한자리 수 중반대의 포트폴리오 비중을 비트코인에 배정할 경우 상승 가능한 가격
citibank	Bitcoin: 21st Century Gold (2020.11.17)	$318,000	2021년 12월	지난 3차례 비트코인 상승장를 기술적 측면에서 분석한 결과 (차트 분석), 2021년 12월에 도달할 수 있는 비트코인 가격을 산정
J.P.Morgan	Has bitcoin equalised with gold already? (2021.01.04)	$146,000	미정	금 ETF를 포함하여 투자자들이 사적으로 보유하고 있는 금의 가치가 약 $2.7 trillion으로, 비트코인이 금의 지위를 확보할 경우 도달할 수 있는 가격
SKYBRIDGE	Scaramucci CNBC Interview (2021.02.17)	$100,000	2021년 12월	현재 기관투자자 수요 대비 공급이 부족한 상황으로 가격 상승 전망
UBS	The rise of Bitcoin (2021.01.14)	리스크 발생 시 $0 가능	미정	대체 코인의 등장, 급격한 규제 환경의 변화 리스크로 인해 향후 비트코인 가치가 0으로 수렴할 가능성이 있음을 경고

Source: JPMorgan, Citibank, Barron's, CNBC

하지만, 여전히 비트코인에 대해 부정적인 목소리도 존재하며 이에 대한 고려 또한 필요

- 과거 워렌 버핏, 로버트 실러 교수 등 투자의 대가들이 비트코인에 대해 부정적인 목소리를 낸 것에 비해 최근 들어 인식이 많이 개선된 것은 사실
- 그러나, 켄 그리핀, 나심 탈레브 등 주요 투자자들이 2021년 들어서도 비트코인을 비롯한 디지털 자산에 대해 부정적인 견해를 표출한 점은 고려할 필요가 있음

비트코인 회의론자들의 생각



Warren Buffet
The chairman of Berkshire Hathaway

2018

"Bitcoin is probably rat poison squared. In terms of cryptocurrencies, generally, I can say with almost certainty that they will come to a bad ending"



Ken Griffin
Citadel Founder

2021

"I just don't spend much time thinking about cryptocurrencies… I don't see the economic underpinning of cryptocurrencies."



Nasim Taleb
블랙스완 저자

2021

"I've been getting rid of my BTC. Why? A currency is never supposed to be more volatile than what you buy & sell with it.
You can't price goods in BTC. In that respect, it's a failure (at least for now). It was taken over by Covid denying sociopaths w/the sophistication of amoebas."



Richard Bernstein
Founder of Richard Bernstein Advisors LLC

2018

"Cryptocurrencies: It's just Candy Crush… Our take on cryptocurrencies is that cryptocurrencies are merely the winning bounty of on-line games. The difference between cryptocurrencies and on-line games' "coins" is that cryptocurrencies are tradeable."



Robert Shiller
노벨 경제학상 수상자, 예일대 교수

2018

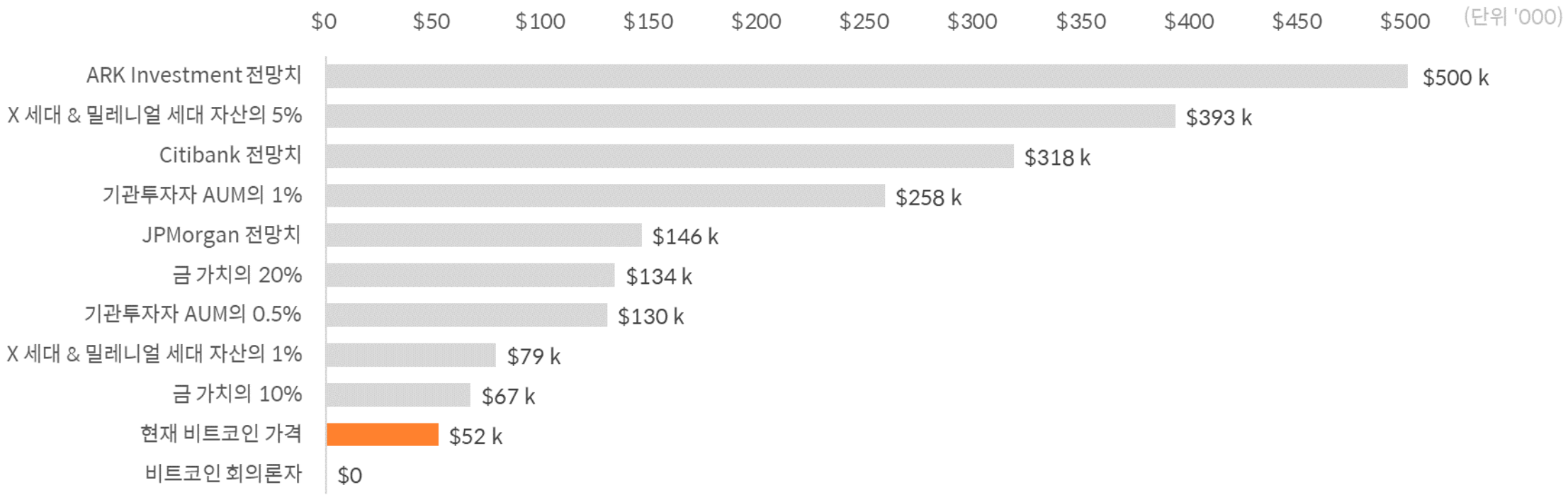
"I'm interested in bitcoin as a sort of bubble. It doesn't mean that it will disappear, that it'll burst forever. It may be with us for a while, … To me, it's interesting as another example of faddish human behavior. It's glamorous."

Source: CNBC, Yahoo Finance, Twitter, RBA Advisors

다양한 방식으로 산정한 비트코인의 잠재 가치

- 비트코인은 디지털 금으로서 금의 가치 저장 수요를 일부 대체하거나, 젊은 세대 및 기관투자자들이 적극적으로 자산을 배분할 경우 가격이 크게 상승할 여지가 있음
- 하지만, 아직까지 높은 변동성, 규제리스크, 펀더멘털 부재와 같은 위험성 또한 내포되어 있으며, 비트코인 회의론자들의 주장대로 가치가 크게 하락할 가능성도 고려할 필요가 있음

비트코인의 잠재적 가치



Source: TradingView, Fred, Gold council, MarketWatch, WorldBank, Bloombergquint

지난 10년은 달러 가치에 대한 비트코인의 완승

1달러를 사기 위해 필요한 비트코인 개수 (사토시* 단위)

* 참고: 1 사토시는 0.00000001 BTC를 뜻함



Source : usdsat.com

References

No.	Source	URL
1	<금, 인간의 영혼을 소유하다> (피터 L. 번스타인 저)	
2	비트코인은 디지털 금이 될 수 있을까? (체인파트너스)	
3	Bitcoin & the Rise of Digital Gold (Grayscale)	
4	History of Bitcoin (Wikipedia)	Link
5	Two-thirds of millennials prefer Bitcoin to gold as safe-haven: survey (deVere Group)	Link
6	Has bitcoin equalized with gold already? (JPMorgan)	
7	$12B Advisory Group CEO: BTC Is Safe Haven Asset Amid Political Tension (Cointelegraph)	Link
8	2020 Bitcoin investor study (Grayscale)	
9	Tesla FORM 10-K (SEC)	Link
10	Square, Inc. Invests $50 Million in Bitcoin (Square)	Link
11	MicroStrategy Announces Over $1B in Total Bitcoin Purchases in 2020 (MicroStrategy)	Link
12	'Bitcoin whales' control third of market with $37.5bn holdings (Financial Times)	Link
13	2021년 달라진 비트코인 시장 (한화자산운용 x Xangle)	Link
14	What I Think of Bitcoin (Bridgewater)	Link
15	Paul Tudor Jones says he likes bitcoin even more now, rally still in the 'first inning' (CNBC)	Link
16	Cathie Wood's Bitcoin Comments and Stock Picks (Yahoo Finance)	Link
17	Stanley Druckenmiller says he wouldn't want to be short market, sees stock rotation continuing (CNBC)	Link
18	BITCOIN INVESTMENT THESIS 'AN ASPIRATIONAL STORE OF VALUE'	Link
19	Bill Miller 4Q 2020 Market Letter (Miller Value Partners)	Link

No.	Source	URL
20	The institutional investors digital asset survey (Fidelity)	Link
21	US Stock market Large-cap (Tradingview)	Link
22	Assets: Total Assets: Total Assets (Less Eliminations from Consolidation): Wednesday Level (FRED)	Link
23	Global debt surged by more during the pandemic than the 2008 financial crisis, IIF finds (MarketWatch)	Link
24	Stocks traded, total value (current US$) (The World Bank)	Link
25	Only One Number mattered to Global markets in 2020 (Bloomberg Quint)	Link
26	The Great Wealth Transfer (Cerulli)	Link
27	The "Greater" Wealth Transfer (Accenture)	
28	All of the World's Wealth in One Visualization (Visual Capitalist)	Link
29	Bitcoin: 21st Century Gold (CitiBank)	
30	SkyBridge's Anthony Scaramucci sees bitcoin nearly doubling to $100,000 before year-end (CNBC)	Link
31	Bitcoin Could Hit $500,000, the Founder and CEO of Ark Invest Says (Barron's)	Link
32	Warren Buffett says bitcoin is 'probably rat poison squared' (CNBC)	Link
33	Citadel CEO Ken Griffin: I don't see 'economic underpinning' of cryptocurrencies (CNBC)	Link
34	Nassim Nicholas Taleb Tweet (Twitter)	Link
35	Cryptocurrencies: It's just Candy Crush (RBA)	
36	Bitcoin is a bubble and a perfect example of 'faddish human behavior,' says Robert Shiller (CNBC)	Link
37	1 US dollar is currently worth 1,757 sats (Usdsat)	Link

Disclaimer

1. 이 자료의 저작권은 한화자산운용 및 크로스앵글에 있으며, 어떠한 경우에도 무단 복제, 배포, 전송, 변형을 금합니다.
2. 이 자료는 디지털 자산 및 관련 시장에 대한 이해를 돕기 위한 참고자료로서만 작성된 것입니다.
3. 이 자료에 수록된 내용은 한화자산운용 및 크로스앵글의 작성 담당자가 신뢰할 만한 자료나 정보를 바탕으로 작성한 것이지만, 한화자산운용 및 크로스앵글이 그 정확성, 완전성, 적시성을 보장할 수 없습니다, 따라서 참고자료로만 활용하시기 바랍니다.
4. 이 자료의 내용과 관련하여 어떠한 경우에도 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없으며, 한화자산운용 및 크로스앵글은 직·간접적인 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.