

“Gradually, then Suddenly” 임계점에 도달한 기관투자자

2021.11.16

테마

기관투자자 동향

관련 자산

비트코인

Bitcoin | BTC

작성자

정석문 | Peter Chung

peter@korbit.co.kr

주요 자산 가격 (2021.11.16)

BTC

USD	\$60,310
KRW	₩74,427,000
김치프리미엄	+4.2%

ETH

USD	\$4,252
KRW	₩5,225,000

가속도 붙은 기관투자자들의 가상자산 투자

전 세계에는 30,000개 이상의 기관투자자가 존재하며 그 종류는 국부펀드, 중앙은행, 연금, 보험회사, 자산운용사, 패밀리오피스 등 다양하다. 가상자산 투자 첫 번째 포문을 연 업체는 그레이스케일 (Grayscale Investment Mgmt)로 판단된다. 본격적으로 대중들에게 알려진 기관투자자의 가상자산 투자는 헤지펀드 매니저 Paul Tudor Jones (PTJ)의 비트코인 투자이다. PTJ와 같은 저명한 투자자의 비트코인 투자는 그동안 금기시되었던 비트코인 투자에 대한 stigma를 제거하는 데 큰 역할을 하였고 그해 하반기 헤지펀드 매니저 Stanley Druckenmiller, 보험회사 Mass Mutual 등을 포함한 월가를 주도하는 금융회사들의 비트코인 투자 가속화에도 일조하였다.

기관투자자 자금 유입을 나타내는 지표들

과거 수년간 제도권 자금의 가상자산 투자를 지원하는 인프라가 세워졌다. 해당 인프라를 사용하는 자금들의 추이는 기관투자자 자금 유입을 측정하는 지표가 될 수 있다. 본 리포트는 1)비트코인 wrapper(ETF, ETN, ETP, Trust, 기타 유사 투자상품들), 2)CME 선물 거래 관련 지표, 3)크립토 펀드 운용 자산, 4)기관투자자 지원 업체 사업 현황, 네 가지 지표를 소개한다. 이 지표들을 통해 최근 기관투자자 자금 유입이 증가 추세를 알 수 있다. 당사는 해당 지표들을 정기적으로 모니터링할 계획이다.

미국 비트코인 현물 ETF 출시 시 최소 200억 달러 유입 전망

캐나다에서 출시된 비트코인 현물 ETF의 AUM 추이를 참조하여 유사한 ETF가 미국 증시에 출시될 경우 유입될 자금을 유추해 본 결과 200억 달러 이상이 출시 이후 1년 이내 유입될 것으로 전망된다. 실제로는 다수의 현물 ETF 신청서가 승인을 기다리고 있어 이 예측은 매우 보수적인 수준이라고 할 수 있다. 장기적으로는 기관투자자들이 향후 오랜 시간을 거쳐 가상자산 편입을 지속할 것으로 판단한다. 과거 수십 년간 현대 포트폴리오 이론에 입각한 자산 배분 전략의 연장선이기 때문이다.

법적 고지문 | 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자 개인적 견해로서, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다. 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에게 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

“The tipping point is that magic moment when an idea, trend,
or social behavior crosses a threshold, tips, and spreads like wildfire.”

– Malcolm Gladwell, *The Tipping Point*

새로운 투자 자산군의 등장은 자주 있는 일이 아니다. 가상자산이라는 신생 자산군의 등장은 부동산, 채권, 주식, 파생상품 등 100~200년 주기로 생겨나는 새로운 자산군 형성의 연장선에서 이해해야 한다. 역사적으로 이러한 자산군들이 등장하는 초창기에는 투자자들이 익숙하지 않거나 이해도가 떨어져 보급률이 더디지만, 일정 임계점에 도달하면 물꼬가 트이고 빠르게 보급된다. 당사는 가상자산이 그러한 임계점에 있다고 판단하고 전 세계 부의 대부분을 운용하는 기관투자자들의 가상자산 투자 현황을 나타내는 지표를 분석한 후 이를 기준으로 앞으로의 트렌드를 전망하고자 한다.

Figure 1 : 자산군 시가총액 비교

출처: Bluesky Capital Mgmt.



기관투자자의 가상자산 투자 현황

본 리포트에서는 규제 당국으로부터 자산운용업 인허가를 받아 자신의 소유가 아닌 타인 또는 고객의 자산을 운용하는 모든 업체를 기관투자자로 칭한다. 이는 단순히 동업자들의 자금을 법인이라는 형태로 운영하는 것과 다르다.

전 세계에는 30,000개 이상의 기관투자자가 존재하며 (출처: Mordor Intelligence) 그 종류는 국부펀드, 중앙은행, 연금, 보험회사, 자산운용사, 패밀리오피스 등 다양하다. 가상자산에 투자한 최초의 기관투자자에 대한 공식적인 기록은 없으나 첫 번째 포문을 연 업체는 그레이스케일(Grayscale Investment Mgmt)로 판단된다. 그레이스케일은 Barry Silbert가 대표인 Digital Currency Group의 자회사 중 하나로 일찍이 기관투자자의 자금이 비트코인에 유입될 것을 예견하고 제도권 자금이 손쉽게 비트코인 투자에 사용할 수 있는 투자 상품을 Business Trust 형식으로 설계하였는데 이것이 바로 Grayscale Bitcoin Trust (ticker: GBTC, OTCQX)이다(Figure 2).

Figure 2 : Grayscale Bitcoin Trust 개요

출처: Grayscale Investment, 2021.11.15 기준



Benchmark Index	CoinDesk Bitcoin Price Index(XBX)	Inception Date	09/25/2013
CUSIP	3389637109	Annual Fee	2%
ISIN	US3896371099	AUM	\$43,582,897,412**
Bloomberg	GBTC US	Shares Outstanding	692,370,100
OTC	GBTC	BTC per share	0.00093397



그레이스케일은 2013년 당시 비트코인 ETF 승인 가능성이 수년 내에는 낮다고 판단 ETF보다 승인 과정이 쉬운 Trust 형태로 상품을 출시하였다. Trust는 ETF와 달리 몇 가지 제약이 존재하여(Figure 3), 초기에는 NAV 대비 50% 디스카운트에 거래되기도 하였다. 하지만 제도권 내에서 비트코인 가격 움직임에 참여할 수 있는 유일한 vehicle이었던 것만큼, 제도권 자금이 서서히 GBTC에 유입되며 디스카운트는 사라지고 2016년부터는 프리미엄에 거래되기 시작한다. 일찍부터 GBTC에 투자한 자산운용사로는 국내에도 잘 알려진 ARK Invest가 있다(Figure 4).

Figure 3 : Grayscale Bitcoin Trust와 일반 ETF 비교

출처: Grayscale Investment, 코빗 리서치

		GBTC	일반적인 ETF
발행시장 거래	가입	운용사 재량	Market Maker가 상시 대응
	환매	불가능	Market Maker가 상시 대응
유통시장 거래	거래 방법	장외 시장	증권 거래소
	제약	가입자는 가입 6개월 후 장외 시장에서 매도 가능	상시 가능 (상장 주식과 동일)
	거래가	수급 상황에 의해 순자산가치 (NAV) 대비 괴리 발생 가능	순자산가치 (NAV)
비용	운영비	2%	0.05% ~ 1%

Figure 4 : Grayscale Bitcoin Trust 주주 목록

출처: Nasdaq.com, 2021.11.09 기준

OWNER NAME	DATE	SHARES HELD	CHANGE(SHARES)	CHANGE(%)	VALUE(IN 1,000S)
ARK INVESTMENT MANAGEMENT LLC	06/30/2021	9,557,723	881,842	10.164%	\$499,869
AXEL CAPITAL MANAGEMENT, LLC	09/30/2021	646,500	280,000	76.398%	\$33,812
SCOPUS ASSET MANAGEMENT, L.P.	06/30/2021	179,103	-141,913	-44.207%	\$9,367
ROTHSCHILD INVESTMENT CORP/IL	09/30/2021	138,790	-2,615	-1.849%	\$7,259
PARKWOOD LLC	06/30/2021	125,000	32,000	34.409%	\$6,538
TRU INDEPENDENCE LLC	06/30/2021	124,378	2,823	2.322%	\$6,505

언론 매체에 보도된 주목할 만한 사례로는 2018년 예일대학 기금이 운용자산의 약 2%를 가상자산 전문 VC 펀드 Paradigm에 투자한 것이 있다. 이 외에도 2019년 버지니아 경찰 공제회의 Morgan Creek Digital 펀드 투자 사례가 있었고 일부 패밀리 오피스 등이 소액으로 가상자산 전문 펀드에 투자하였으나 이 시기는 일명 crypto winter라고 불리는 가상자산 시장 침체기였던 만큼 대중 매체의 관심을 끌지 못해 잘 알려지지 않았다.

본격적으로 대중들에게 알려진 기관투자자의 가상자산 시장 투자는 헤지펀드 매니저 Paul Tudor Jones(PTJ)의 비트코인 투자이다. 그는 investor letter를 통해 자신이 운영하는 펀드의 일부를 비트코인에 투자했음을 밝히고 그 이유가 인플레이션에 대한 우려임을 상세히 설명하였다. 미 연준이 코로나19발 금융 시장 위기에 맞서 사상 최대 규모의 양적완화를 감행한 2달 뒤인 2020년 5월이었다(Figure 5). PTJ와 같은 저명한 투자자의 비트코인 투자는 그동안 금기시되었던 비트코인 투자에 대한 stigma를 제거하는 데 큰 역할을 하였고 그해 하반기에 Stanley Druckenmiller를 포함한 월가를 주도하는 금융회사들의 비트코인 투자 가속화에 일조하였다. 그 후, Black Rock, Guggenheim, Skybridge 등 저명한 자산운용사들의 비트코인 투자가 발표되었고 이 시기 화룡정점은 170년간 보수적으로 투자 포트폴리오를 운영해왔던 보험회사 Mass Mutual의 비트코인 투자였다.

Figure 5 : 2020년 5월 Paul Tudor Jones의 Investor Letter

출처: 코빗 리서치

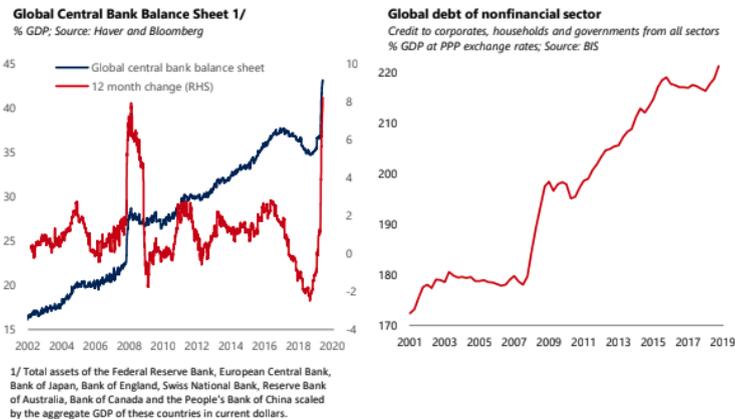
MARKET OUTLOOK – MACRO PERSPECTIVE

Paul Jones & Lorenzo Giorgianni

THE GREAT MONETARY INFLATION

COVID-19 is a one-of-a-kind virus that has triggered a one-of-a-kind policy response globally.

The depth and magnitude of the economic drop-off took modern monetary theory—or the direct monetization of massive fiscal spending—from the theoretical to practice without any debate. It has happened globally with such speed that even a market veteran like myself was left speechless. Just since February, a global total of \$3.9 trillion (6.6% of global GDP) has been magically created through quantitative easing. We are witnessing the Great Monetary Inflation (GMI)—an unprecedented expansion of every form of money unlike anything the developed world has ever seen.



이 시기에 투자 전문업체가 아닌 일반 기업들이 재정의 일부를 비트코인에 투자하는 사례도 등장하기 시작하였다. Microstrategy (ticker: MSTR, NASDAQ)를 필두로 Square, Tesla, Nexon, Meitu, Seetee AS 등의 회사가 비트코인과 이더리움 투자를 발표하였다. 이들은 자산운용이 주업은 아니지만, 상장기업 또는 그 계열사로서 주주의 공동 자산인 기업 재정을 가상자산에 투자했다는 점에서 제도권 자금의 유입을 나타내는 중요한 트렌드다.

기관투자자 자금 유입 지표들

기관투자자들이 가상자산에 대한 투자 exposure를 갖기 위한 자산 배분은 현재 진행형이며 아직 초기 단계이다. 지금까지 기관투자자 자금 유입에 장애물이었던 것이 가상자산 보관 방식이다. 가상자산을 소유하기 위해서는 퍼블릭키와 프라이빗키로 구성되는 가상자산 지갑을 관리할 수 있어야 하는데 대부분의 기관투자자는 이 과정에 필요한 새로운 관리 체제 도입이 부담스러울 수 있다.

이러한 문제점을 해결하기 위해 과거 수년간 다양한 업체들이 기관투자자 자금 유입을 지원하는 인프라들을 설립해 왔다. 이러한 인프라에 의존하는 자금들의 추이는 기관투자자 자금 유입을 측정하는 지표가 될 수 있다. 본사는 이러한 지표를 몇 가지 소개하고자 한다.

비트코인 래퍼(Wrapper)

앞서 언급한 Grayscale Bitcoin Trust(GBTC)를 시작으로 전통 금융 자산 형태로 랩핑(Wrapping)한 상품들이 전 세계 곳곳에 출시되어 있다. 이러한 상품은 비트코인이라는 신생 자산군에 첫발을 내딛는 기관투자자에게 손쉽게 자산 배분을 할 수 있는 수단으로 유용한 투자 매개체 역할을 해왔다. 이들은 보통 집합투자기구의 형태로 출시되는데 각 관할권 규제나 설계 방식에 따라 발행이나 환매 과정에 제약이 따른다는 것이 단점이었다.

이러한 제약을 최소화하여 투자자에게 극대화된 유동성을 제공하는 것이 ETF다. 2020년 하반기 이후 비트코인 투자에 대한 관심이 높아지자 캐나다, 유럽 등지의 증권거래소가 먼저 비트코인 ETF를 출시하였고 2021년 10월 18일 미국 증권거래위원회 (SEC) 또한 ProShares Bitcoin Strategy ETF 상장을 승인하였다. 선물 기반으로 설계되어 효율 면에서 아쉬운 부분이 존재하지만, 비트코인이 제도권 자산으로 편입되는 상징적 의미가 크다. 실제로 출시 이후 이틀 만에 AUM이 10억 달러를 초과하여 제도권 내 자금의 비트코인 투자에 대한 수요가 엄청나다는 것을 반증하였다.

이를 계기로 미국뿐 아니라 전 세계 주요 주식 시장에 많은 비트코인 및 기타 다른 가상자산을 트래킹하는 ETF가 출시될 것으로 예상되고 이들은 기관투자자 자금 유입을 나타내는 중요한 지표가 될 것으로 기대된다.

Figure 6 : 상품별 자금 유입 추이

출처: CoinShares, Korbit Research, data available as at Nov 5, 2021

	Ticker	Week flows	MTD flows	YTD flows	AUM
Grayscale	OTCQX: GBTC	0.0	0.0	2,461	55,672
CoinShares XBT	COINXBT: SS	5.7	5.7	-1,049	5,457
CoinShares Physical	COINXBT: SS	-8.1	-8.1	446	758
3iQ	TXS: QBTC, QBTC.U, QETH.U, QETH.UN	1.8	1.8	1,027	2,924
Purpose	TSX: BTCC	12.6	12.6	1,152	3,134
21Shares	Multiple	39.0	39.0	926	2,685
ETC Group	BTCE: GR	-4.3	-4.3	958	1,855
ProShares	BITO	91.9	91.9	1,333	1,260
Other		34.8	34.8	1,642	5,836
Total		173.4	173.4	8,894	79,581

Figure 7 : 자산별 자금 유입 추이

출처: CoinShares, Korbit Research, data available as at Nov 5, 2021

	Week flows	MTD flows	YTD flows	AUM
Bitcoin	91.2	91.2	6,466	53,305
Ethereum	31.4	31.4	1,088	19,918
Multi-asset	4.9	4.9	722	4,637
Binance	0.0	0.0	6	655
Litecoin	-1.9	-1.9	90	331
Solana	9.6	9.6	154	246
Polkadot	8.5	8.5	92	147
Cardano	5.0	5.0	92	92
Tron	21.9	21.9	79	86
Ripple	2.5	2.5	57	83
Other	0.3	0.3	51	83
Total	173.4	173.4	8,897	79,583

CME 비트코인 선물 시장

시카고 상업거래소(Chicago Mercantile Exchange)에서 거래되는 비트코인 선물 계약은 2017년 12월 출시되었다. 처음 수년간은 거래량이 미미했으나 2020년부터 서서히 증가하였고 2021년 하반기부터는 선물 기반 비트코인 ETF에 대한 기대감이 형성되며 미체결 계약(open interest)이 급성장하였다(Figure 8).

비(非)규제 거래소인 Binance, FTX, BitMex 등과는 달리 CME 참여는 높은 자격요건 때문에 사실상 기관투자자로 한정되어 있어 CME 비트코인 거래는 기관투자자의 활동을 반영한 것으로 봐도 무방하다. 당사는 CME 비트코인 선물 거래 관련 데이터 중에서 기관투자자의 가상자산 시장 참여도를 나타내는 지표로 1) 글로벌 비트코인 선물 계약 미체결 계약중 CME가 차지하는 비율과 2) CME 결제월 계약 (front month contract) 프리미엄/디스카운트(비규제 거래소 결제월 계약 대비), 두 가지를 제시한다. 이 두 지표는 현재 상승 추세에 있어 기관투자자 자금 유입이 증가함을 나타내고 있다 (Figure 9, 10).

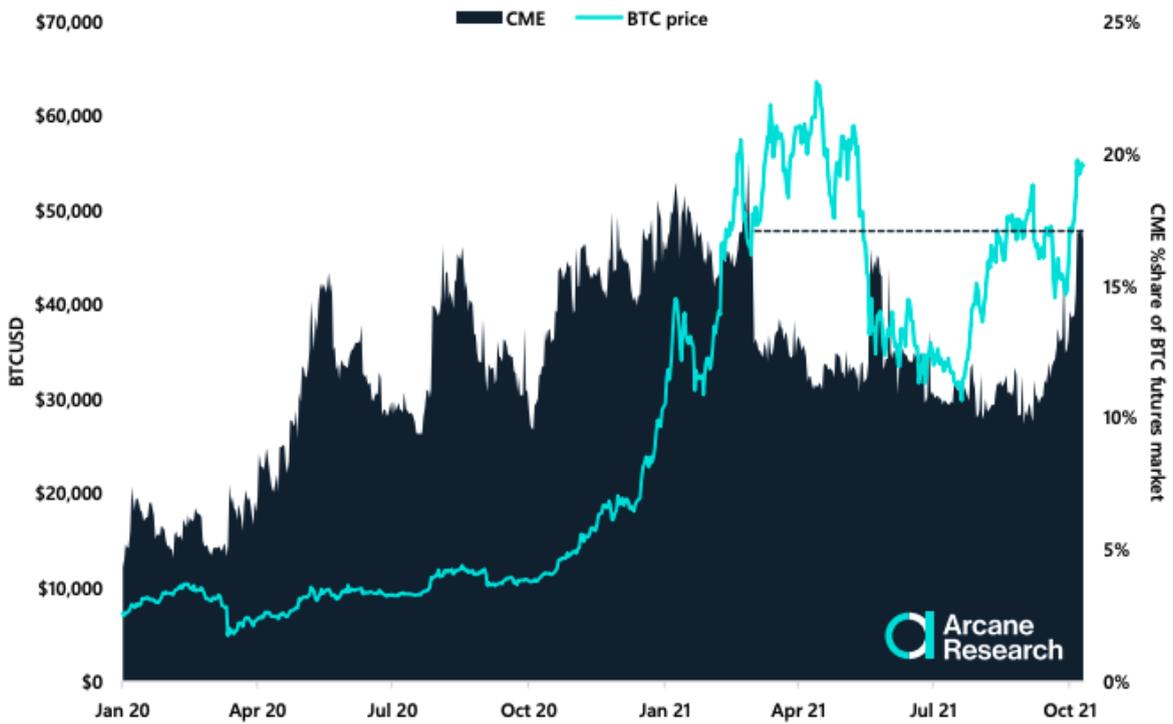
Figure 8 : CME 비트코인 선물 미체결 계약

출처: Glassnode



Figure 9 : 총 미체결 비트코인 선물 계약중 CME 비중

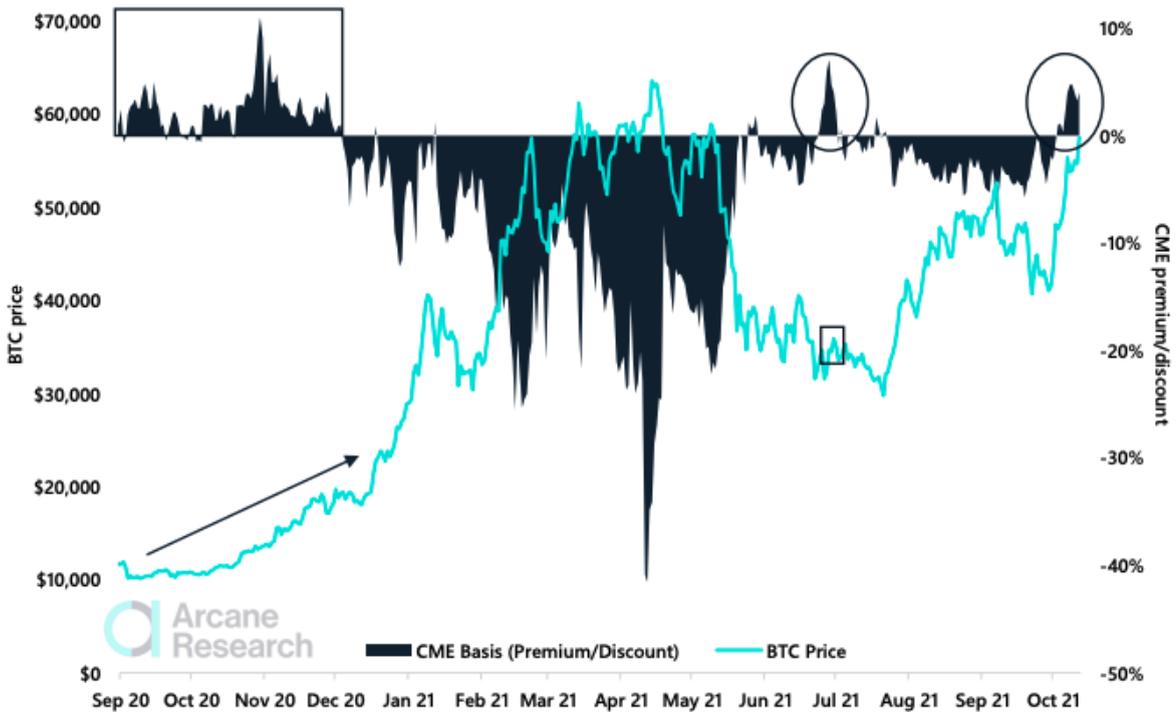
출처: Skew.com, Arcane Research



Source: Skew.com

Figure 10 : CME 비트코인 선물 결제월 계약 할인율 비교

출처: Skew.com, Arcane Research



Source: Skew.com

*Closed Saturday - Sunday

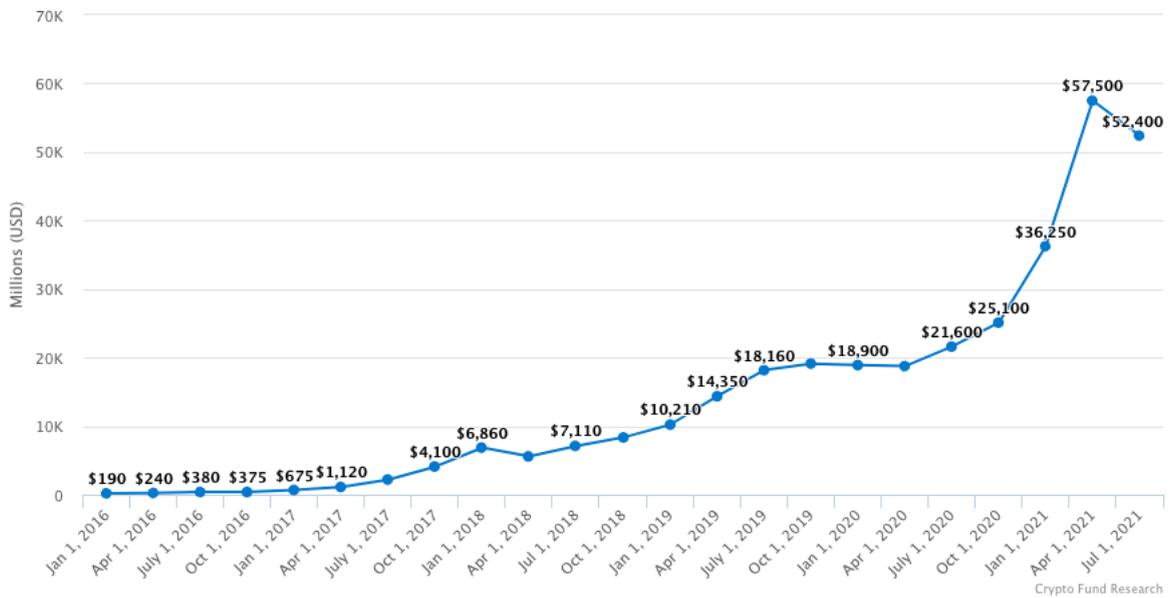
크립토 펀드 운용자금 규모

글로벌 자산운용 업계에는 2015년 이후 가상자산에 특화된, 일명 ‘크립토 펀드’로 불리는 자산운용사들이 본격적으로 등장하기 시작했다. 블록체인 산업은 아직도 걸음마 단계다. 가상자산에 투자한다는 것은 신생 네트워크 성장 과정의 초기 단계에 투자하는 것이며 리스크 프로필이 High Risk High Return인 스타트업 투자와 유사하다. 많은 크립토 펀드 운용자들이 VC 출신인 이유다.

하지만 차이점도 분명히 존재한다. 스타트업에 투자하는 VC들은 해당 회사의 유동성이 없는 비상장 주식을 소유하게 된다. 보통 그 회사가 수년 후 일정 수준 성장하여 인수·합병되거나 IPO를 진행하면 비로소 소유하고 있는 주식에 유동성이 생기고 이익 실현을 할 수 있다. 가상자산 투자의 경우 초기 투자로 취득하는 자산의 네트워크가 최소한의 기능만 달성해도 그 자산이 손쉽게 가상자산 거래소에 상장될 수 있기 때문에 ‘유동성이 제공되는 VC 투자’라고도 불린다. 이러한 이유로 크립토 펀드들은 대체로 전통적인 헤지펀드와 VC를 접목한 하이브리드 형태로 펀드를 운용한다.

Figure 11 : 크립토 전문 자산 운용사 AUM 월별 추이

출처: Crypto Fund Research



2021년 7월 기준으로 전 세계에는 841개의 크립토 펀드가 520억 달러의 자산을 운용 중이다 (출처: Crypto Fund Research). 운용 자산 규모는 과거 5년간 270배 증가하여 같은 기간 14% 증가한 전통 헤지펀드 운용 자산 성장률을 월등히 뛰어넘었다. 하지만 이런 급 성장 후에도 아직도 전체 헤지펀드 업계 자산 규모 3.7조 달러의 2%도 되지 않아 앞으로의 성장 잠재력은 엄청나다고 할 수 있다.

크립토 펀드의 LP들은 초기에는 High Net Worth Individual, Family Office 등이 주류였으나 최근에는 Fund of Fund, 연금, 기금 등도 참여하기 시작하여 제도권 자금 유입의 중요한 채널 역할을 하고 있다. 이런 면에서 글로벌 크립토 업계의 운용 자금 규모 또한 기관투자자 자금 유입 추이를 살펴보는 데 유용한 지표가 될 수 있다.

기관투자자 지원 사업 현황

기관투자자들이 가상자산 투자를 하기 위해서는 다양한 외부 서비스에 의존해야 한다. 당사는 이러한 서비스 제공 업체들의 사업 현황을 모니터링하여 기관투자자들의 가상자산 투자 진입 정도를 파악할 수 있다고 생각한다.

정기적으로 공개되는 지표로 미국 최대 가상자산 거래소 Coinbase가 매분기 발행하는 Shareholder Letter가 있다. Coinbase는 미국 기관투자자의 가상자산 투자를 위한 다양한 서비스를 제공하고 있고 나스닥 상장사로서 매분기 실적 발표 및 사업 현황을 공개해야 한다. Shareholder Letter에는 Coinbase의 거래량, 고객 자산 잔고 등의 데이터를 ‘Retail’과 ‘Institution’으로 구분하여 공개하고 있다. Coinbase는 institution의 정의를 본 리서치에서 정의한 고객자산을 관리하는 자산운용사로 제한하지 않고 좀 더 넓은 ‘법인’의 개념으로 사용하고 있다. 하지만 당사는 금융 제도권 자금의 흐름을 반영하는 지표로서 충분하며 사용가치가 높다고 판단한다.

Figure 12 : Coinbase 내 개인(retail)과 기관 (institutional) 유저 활동 비교

출처: Coinbase 3Q21 Shareholder Letter

Trading Volume	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Retail (US\$ bn)	18	32	120	145	93
Institutional (US\$ bn)	27	57	215	317	234
TOTAL	45	89	335	462	327
Retail (%)	40	36	36	31	28
Institutional (%)	60	64	64	69	72
TOTAL	100	100	100	100	100

Assets on Platform	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21
Retail (US\$ bn)	19	45	101	88	116
Institutional (US\$ bn)	17	45	122	92	139
TOTAL	36	90	223	180	255
Retail (%)	53	50	45	49	45
Institutional (%)	47	50	55	51	55
TOTAL	100	100	100	100	100

이외 유용한 데이터로 NYDIG, Gemini Custody 등 수탁업체가 관리하는 자산 잔고가 있다. 하지만 현재 잔고 수치 공개는 불규칙하게 이루어지고 있어 신뢰 있는 지표로 사용하기에는 아쉬움이 있다. 당사는 가상자산 제도권화를 지원하는 다양한 업체들을 모니터링하여 유용하게 사용될 수 있는 지표를 발굴할 예정이다.

기관투자자 자금 유입 전망

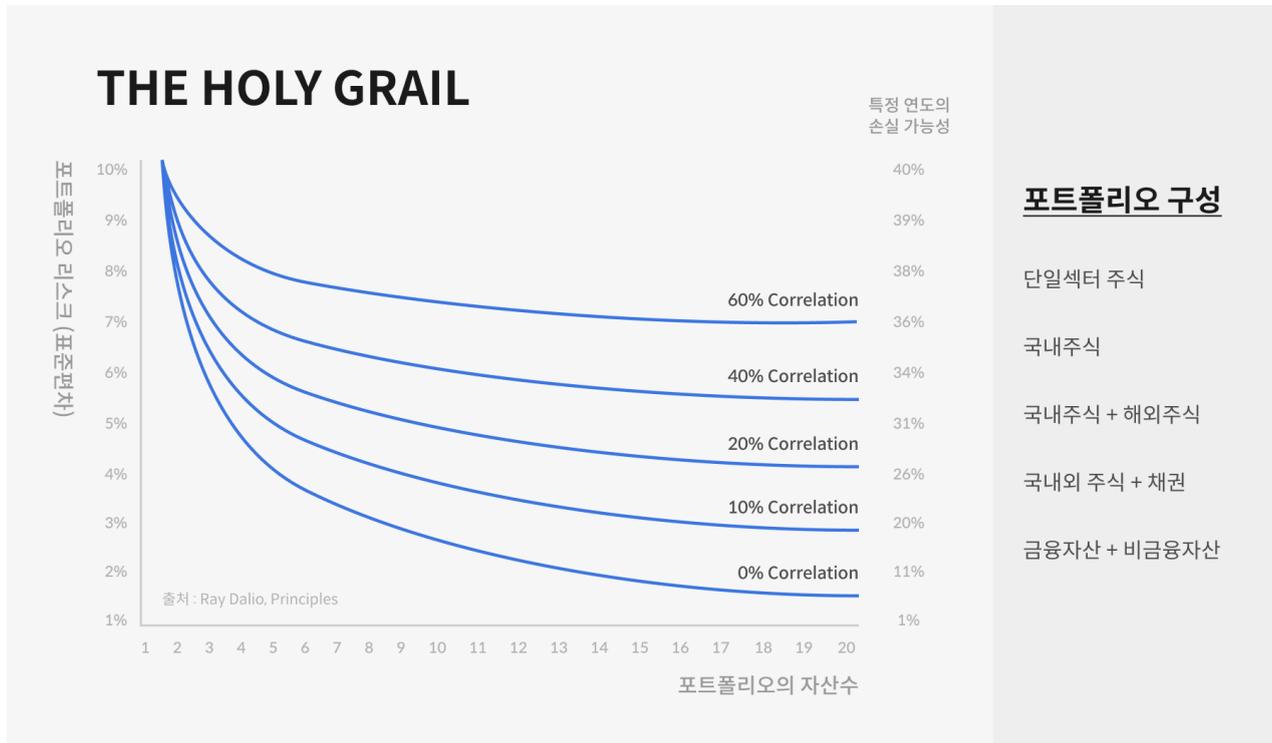
기관투자자 자금 유입은 앞으로 얼마나 더 진행될까? 이에 대한 답은 장단기로 나누어서 생각해 볼 수 있다.

10년 이상 지속될 자산 포트폴리오 편입 효과

기관투자자들이 가상자산을 자산 포트폴리오에 편입하는 이유는 단순히 가격 상승 때문은 아니다. 과거 40년간 자산운용 업계의 원동력이 된 불변의 원칙, 즉 마코비츠 현대 포트폴리오 이론 때문이다. 이 이론에 의하면 포트폴리오와 상관관계가 낮은 자산을 포트폴리오에 편입할수록 그 자산 포트폴리오의 리스크 대비 수익률(risk-adjusted return)을 극대화할 수 있다. 이 원칙에 따라 자산운용업계는 1980년 이후 상관관계가 낮은 자산을 발굴하여 자산 포트폴리오에 편입하는 과정을 지속적으로 진행해 왔다. 기관투자자의 가상자산 편입은 이러한 트렌드의 연장선에 있다(Figure 13).

Figure 13 : 상관관계가 낮은 자산 편입에 의한 포트폴리오 리스크 감소

출처: The Principle by Ray Dalio, 코빗 리서치



전형적인 미국 연금 운용자들은 1980년대 초에는 자산 대부분이 자국 채권으로 운용되었으나 80년대 말부터는 국내 주식, 해외 채권, 해외 주식 등으로 자산 배분을 다양화하기 시작했다. 90년대부터는 고위험 자산군으로 분류되던 이머징마켓 주식의 편입도 적극적으로 이루어졌다. 이러한 트렌드의 수혜를 본 대표적인 이머징마켓이 한국이다. 이 당시 한국 주식 시장은 외국인 투자에 한도를 두고 제한하고 있었는데 해외 기관투자자들의 지속적인 이머징마켓 자산 배분의 트렌드를 수용하기 위해 90년대 말에는 일부 주요 산업을 제외하고 완전 폐지해 외국인 자금이 대거 한국 주식 시장에 유입될 수 있었다. 이것이 90년대 초반부터 2000년대 후반까지의 약 15년이 한국을 포함한 이머징마켓 시장의 호황기였던 배경이다.

상관관계가 낮은 자산군 편입을 위한 노력은 2000년대에도 계속되어, 전통 금융 자산인 주식, 채권과 계보를 달리하는 자산을 편입하기 시작한다. 일명 대체투자(alternative investment)로 불리는 이 자산군은 현재는 통상적으로 원자재, 부동산, 헤지펀드, PE를 칭하는데 이 당시에 원자재 시장과 부동산 시장이 호황기를 겪고 헤지펀드와 PE 회사가 크게 성장한 것 또한 이러한 배경이 뒷받침되었다.

자산운용업계의 이러한 트렌드는 한국의 국민연금의 자산 배분 변천사만 봐도 알 수 있다. 1988년 설립된 국민연금의 자산 배분은 초창기에는 대부분 국채였으나 현대 포트폴리오 이론에 따라 국내 주식, 해외 채권, 해외 주식, 대체투자 등으로 서서히 포트폴리오 다각화를 진행하였다. 그 결과 현재 국채 비중은 45%에 불과하다. 이와 같이 수십 년에 걸쳐 서서히 채권 보유 비율을 줄여 주식 및 대체자산으로 분배하는 자산 배분율의 진화는 전 세계 연금 운용사에 공통적으로 나타나는 현상이다 (Figure 14, 15, 16).

Figure 14 : 국민연금 중기 자산배분 및 기금운용계획안

출처: 이투데이

구분	2020년 말		2021년 말		2025년 말
	금액(조원)	비중(%)	금액(조원)	비중(%)	비중(%)
주식	314.8	39.6	355.7	41.9	50% 내외
국내주식	137.7	17.3	142.5	16.8	15% 내외
해외주식	177.1	22.3	213.2	25.1	35% 내외
채권	376.4	47.4	381.4	44.9	35% 내외
국내채권	332.7	41.9	322.0	37.9	25% 내외
해외채권	43.7	5.5	59.4	7.0	10% 내외
대체투자	102.9	13.0	112.3	13.2	15% 내외
금융부문 계	794.1	100.0	849.4	100.0	100%

Figure 15 : 주요 국가 연금 자산배분 현황

출처: Thinking Ahead Institute, Willis Towers Watson, Global Pension Assets Study 2021

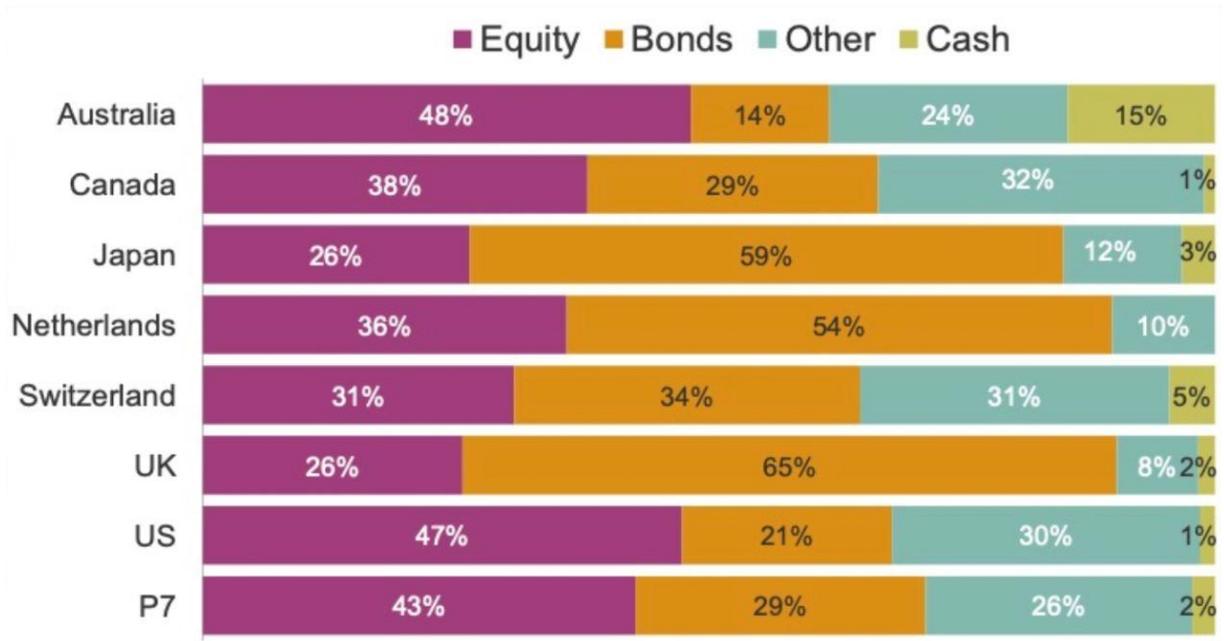
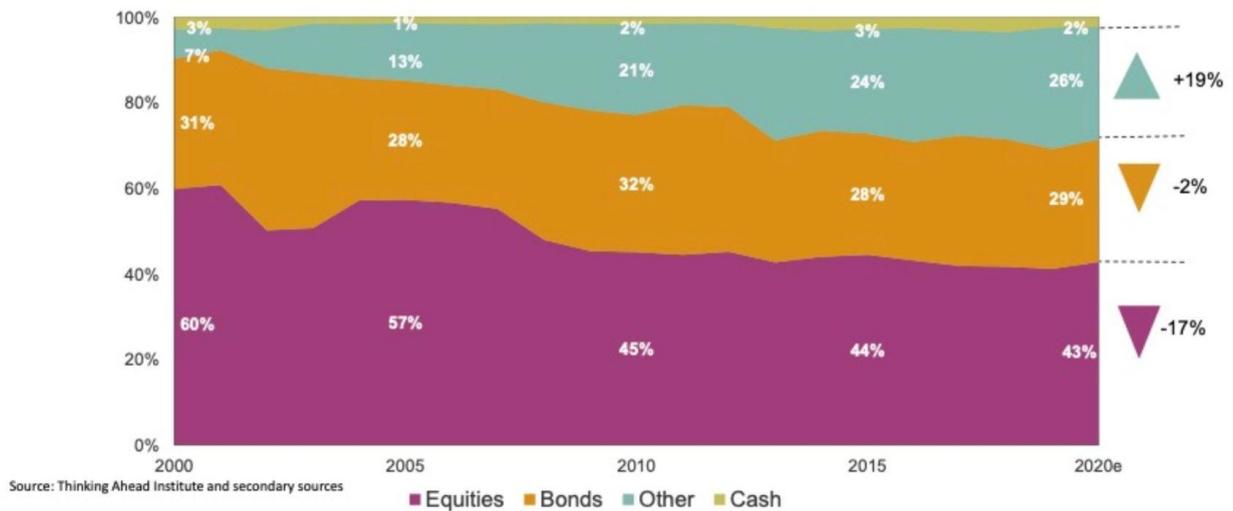


Figure 16 : P7 자산 배분 변동 추이

출처: Thinking Ahead Institute, Willis Towers Watson, Global Pension Assets Study 2021



향후 기관투자자들의 가상자산 매수 금액은 수십 년간 진행되어온 상관관계가 낮은 자산(uncorrelated asset) 편입의 연장선에서 전망해 볼 수 있다. 현재 전 세계 기관투자자의 평균 비트코인 자산 배분 비율은 사실상 0%인데 만일 이 수치가 금 시가총액의 10%로 상승한다면 비트코인 시가총액은 지금의 2배 수준으로 증가한다는 예측도 가능하다. 금 외 다른 자산을 벤치마킹한다면 더 높은 수준의 자금 유입도 상상해 볼 수 있다 (Figure 17).

Figure 17 : 자산 포트폴리오 배분을 변화에 따른 비트코인 시가총액 예상

출처: Savills World Research, RankRed, 코빗 리서치

(단위 : 조달러)

자산군	시가총액	비트코인 자산 배분율 (vs. 전통 자산)	비트코인 유입 자금	비트코인 시가총액 (2021.11.13)	비트코인 시가총액 (예상)	1 BTC 가격
금	12	10%	1.2	1.2	2.4	\$114,286
통화량 (M1)	40	10%	4.0	1.2	5.2	\$247,619
주식	106	10%	10.6	1.2	11.8	\$561,905
채권	124	10%	12.4	1.2	13.6	\$647,619
부동산	327	10%	32.7	1.2	33.9	\$1,614,286

비트코인 현물 ETF 승인 시 1년내 200억 달러 유입 전망

단기간 내 기관투자자 자금 유입은 미국 SEC의 비트코인 현물 ETF 승인과 연관 지어 예측해 볼 수 있다. 선물 ETF를 통한 기관투자자 자금 유입도 가능하지만, 연금과 같은 장기 투자자들에게는 효율성이 월등한 현물 ETF 출시가 사실상 가상자산 투자의 물꼬를 터는 역할을 하게 될 것으로 예상된다. SEC의 현물 기반 비트코인 ETF 승인 시점은 다양한 예측이 존재하며 12~18개월 이내가 컨센서스인 것으로 보인다.

현물 ETF 출시로 인한 자금 유입 규모를 예측하기 위해 연초 캐나다에서 출시되어 현재 토론토 증권거래소에서 거래 중인 Purpose ETF(TSX: BTCC)와 3iQ CoinShares Bitcoin ETF(TSX: BTCQ)를 참고해 볼 수 있다. 두 ETF 모두 출시 후 운용자금이 꾸준히 증가하고 있다. 이를 참조하여 당사는 SEC가 승인한 비트코인 현물 기반 ETF가 미국 증시에 출시될 경우 유입될 자금을 유추해본 결과 최소 200억 달러 정도의 자금이 출시 이후 1년 안에 유입될 것으로 전망한다. 하나의 ETF에 대한 예측이지만 실제로는 다수의 현물 ETF 신청서가 SEC 승인을 기다리고 있어 이 예측은 매우 보수적인 수준이라고 할 수 있다 (Figure 18).

Figure 18 : 미국 증시내 비트코인 현물 ETF 출시 후 자금 유입 분석

출처: Savills World Research, RankRed, 코빗 리서치

(단위 : US\$, days)

캐나다 ETF 일일 평균	미국 일일 평균 자금 유입(예상)	기간 (일수)	유입 자금 (예상)	비트코인 현물 시장 2% Market Depth	Order Book Impact (per 2% depth)	Price Impact
4,171,080	53,008,745	365	19,348,192,002	30,000,000	645	1290%
4,171,080	53,008,745	200	10,601,749,042	30,000,000	353	707%

위 분석은 다음을 가정으로 한다.

1. 미국 자금의 일부가 캐나다 상장 비트코인 ETF에 유입되었다.
2. 미국 증시에 상장되는 비트코인 현물 ETF에 유입되는 자금 규모는 미국과 캐나다 GDP 비율을 따른다.
3. 비트코인 현물 시장 market depth 외 기타 관련 market condition이 미국 비트코인 현물 ETF 상장 후에도 균일하게 유지된다.

(단위 : US\$)

캐나다 비트코인 현물 ETF	Ticker	출시일	AUM	기준일	출시 후 일수	미국 자금 유입 비율 (가정)	일일 평균 자금 유입	일일 평균 자금 유입(미국 자금 제외)
3iQ CoinShares Bitcoin ETF	TSX: BTCQ	2021.03.31	1,367,540,041	2021.11.11	225	30%	6,077,956	4,254,569
Purpose Bitcoin ETF	TSX: BTCC	2021.02.11	1,600,000,000	2021.11.12	274	30%	5,839,416	4,087,591
평균							5,958,686	4,171,080

	미국	캐나다	비율
2020년 GDP (nominal, US\$ bn)	20,893	1,644	13

캐나다 ETF의 경우 현재 AUM의 3분의 2 이상이 출시 후 첫 1개월간 유입되는 쏠림현상이 뚜렷하였다. 미국 현물 ETF 또한 비슷한 현상을 가정하면 출시 후 1달간 100억 달러의 자금이(200일 기준으로 계산) 유입될 수 있다. 이 규모의 자금이 짧은 시간에 현물 시장에 유입될 경우 market impact를 몇 가지 전제 조건하에 분석해 볼 수 있다.

전제 조건은 1) OTC 거래 없이 모든 거래가 법정화폐인 미국 달러로 거래 가능한 비트코인 현물 거래소(예: Coinbase, Kraken, Bitstamp등)에서 발생 2) 이러한 거래소 오더북의 2% market depth는 평균 3,000만 달러 3) 비트코인 현물 시장 market condition이 현물 ETF 상장 후 균일하게 유지 등 3가지다. 이런 조건하에 비트코인 현물 가격은 적어도 이론상으로는 5배 이상의 상승이 가능하다는 계산이 나온다. 실제로는 SEC가 현물 ETF를 승인하는 순간 market condition은 변화할 것이며 OTC 거래 또한 왕성하게 발생할 것으로 보여 사실상 price impact는 이 수치의 반 정도 수준일 것으로 예상된다.

지속적인 기관 자금 흐름 파악의 필요성

앞서 언급한 바와 같이 당사는 기관투자자들이 가상자산 편입의 초기 단계에 있다고 생각한다. 기관투자자들이 1990년 초부터 이머징마켓 주식을 편입하고 2000년부터 헤지펀드, 원자재 등으로 대표되는 대체투자를 편입한 것과 유사하다. 이러한 신생 자산군 편입은 현대 포트폴리오 이론에 근거하며 가상자산 편입 또한 이러한 자산 배분 전략의 연장선이다. 과거의 자산 배분 전략이 그랬듯이 가상자산 편입 또한 수십 년간 지속적으로 진행될 것으로 기대된다.

가상자산이라는 신생 자산군의 제도권화 트렌드를 체계적으로 분석하기 위해 당사는 위에 언급한 지표들을 모니터링하고 정기적 리서치 간행물을 통해 공유할 계획이다. 구체적으로는 1) 비트코인 wrapper(ETF, ETN, ETP, Trust, 기타 유사 투자상품들) 2) CME 선물 거래 관련 지표 3) 크립토 펀드 운용 자산 4) 기관투자자 지원 업체 사업 현황 등 네 가지 분야를 분석할 계획이다. 당사가 모니터링할 지표들은 이에 국한되지 않으며 향후 더 유용한 지표가 나온다면 적극적으로 도입하여 기관투자자 자금의 흐름을 보다 정확하게 파악할 수 있도록 노력할 계획임을 밝힌다.

작성자

정석문 | Peter Chung

2018년 코빗 입사. 사업개발팀을 거쳐 현재 코빗 리서치센터장 겸임 중. 커리어 대부분을 홍콩과 뉴욕 금융권에 종사. Goldman Sachs, UBS, Credit Suisse, Nomura를 거치며 top-tier 글로벌 자산운용사를 담당하여 아시아 주식 법인 영업을 주도했다. 학업으로는 University of Pennsylvania, The Wharton School에서 Finance 전공으로 학사 과정을 수료하였다.

법적 고지서

본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 아니라 투자자들의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나 오차가 발생할 수 있으며, 당사는 어떠한 경우에도 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.

따라서 본 자료를 이용하시는 분은 자신의 판단으로 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정을 하시기 바랍니다. 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

본 자료에 나타난 정보, 의견, 예측은 본 자료가 작성된 날짜 기준이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 과거 실적은 미래 실적에 대한 지침이 아니며 미래 수익은 보장되지 않습니다. 경우에 따라 원본의 손실이 발생할 수도 있습니다. 아울러 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자의 개인적인 견해로, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다. 본 자료에 나타난 견해는 당사의 견해와 다를 수 있습니다. 따라서 당사는 본 자료와 다른 의견을 제시할 수도 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에게 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.