문홍철의 Concise

채권/FX

25. 07. 07

스테이블 코인의 유동성 영향 경로

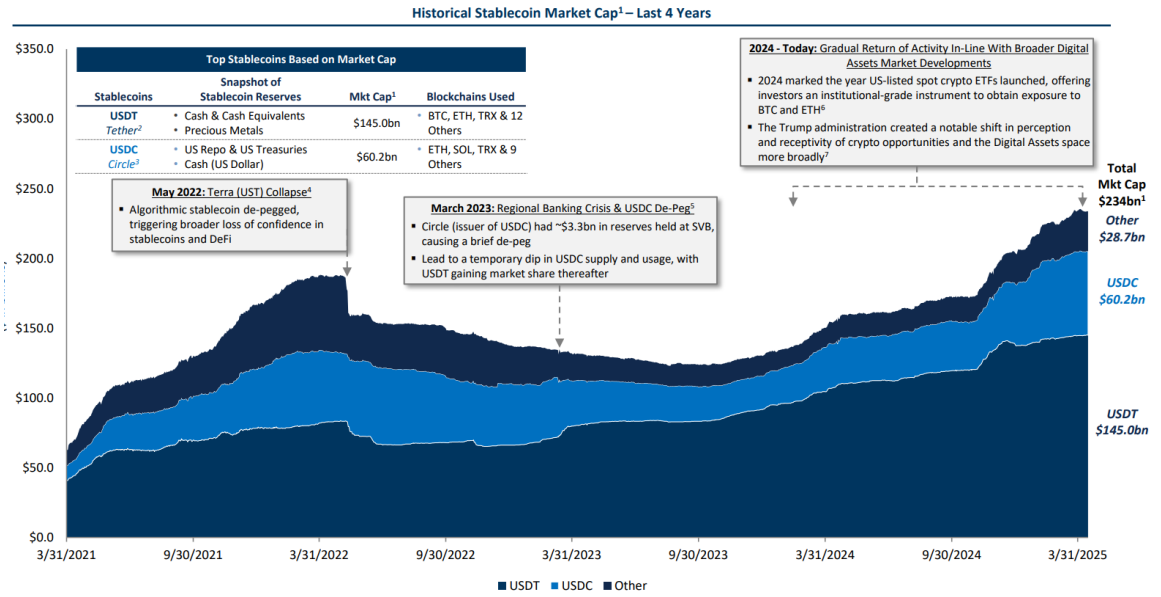
- 스테이블 코인은 M3유동성을 공급하며 국채 수요를 늘린다
- 국내외 재무부는 국채 수요 증가에 진심, 이제는 펀더멘털에 집중할 시기
- 글로벌 성장과 물가의 하향세는 지표에서 착실히 확인되는 중

스테이블 코인은 M3유동성을 공급하며 국채 수요를 늘린다: 스테이블 코인(이하 코인)이 유동성을 증가시키기는 하지만 과장된 면이 있다. 금융 시스템에서 유동성 창출은 원칙적으로 1) 시중은행 대출, 2) 중앙은행 QE 로 가능하다. 코인 발행사는 예금/대출 기능이 없다. 코인 발행을 위한 자금을 수취하고 국채를 사면 결과적으로 돈은 다시 은행에 재예치된다. 다음의 사례를 보자. 1) A가 은행 예금을 코인 발행사로 이체하여 코인을 받았다. 2) 발행사는 이체 받은 돈으로 시중은행에서 국채를 매입했다. 이 경우 은행 시스템의 자산과 부채는 총량과 구성은 변하지 않았다. 비슷한 예로서 해외에서 스테이블 코인으로 자금이 유입되더라도 유동성이 증가하지 않으며 환율에만 영향을 준다. 예를 들어 한국인이 USDT를 얻기 위해서는 원칙적으로 달러를 먼저 구한 후 USDT를 매입해야 한다. 이때 한국인이 구한 달러는 이미 과거에 발행된 유통물이므로 유동성이 추가되지 않는다. 즉, M1, M2는 큰 영향이 없다. 다만 규제에 따라 미국채 수요는 영향을 받는다. 테더처럼 발행사가 당초 60~70%만 국채로 보유하다가 100%보유가 강제된다면 그 증가분만큼의 국채 수요는 가산된다. 여기에 더해 법안에 따라 M3 유동성에 추가 변수가 생긴다. GENIUS 법안처럼 발행사 편입 자산이 국채는 물론 MMF나 레포를 허용할 경우이다. 이 때는 금융시스템으로 자금이 대출되는 셈이므로 잠재적으로 유동성을 늘릴 수 있다. 이들은 실물 경제보다는 금융자산 가격과 단기 자금 시장에 영향을 준다. 이는 향후 금융시장에 변수가 될 수 있다. 단기 자금시장에 신규 공급원이 등장하는 것으로서 이자율 시장을 완화시키고 레포 기반 레버리지를 용이하기 만든다. 그러나 이 시장은 동시에 연준의 QT, 재무부 발행 등 정책 영향을 크게 받는다. 코인 발행사의 레포 지분이 커지면 코인 생태계가 확대될 때 T-Bill 수요가 늘고 레포 자금 공급이 풍부해질 것이다. 반대로 크립토 생태계에 겨울이 찾아왔을 시 자금 대여가 축소된다[도표1]. 단기 시장이 변동성을 겪을 수 있으며 이는 금융 시스템 전체에 나비 효과가 될 가능성이 있다.

국내외 재무부는 국채 수요 증가에 진심, 이제는 펀더멘털에 집중할 시기: 테더와 서클의 미국채 직간접 보유액은 1,700억달러로 추정되며 향후 증가할 것이다. SLR규제 완화는 추가적으로 0.4~1.8조 달러 규모의 신규 미국채 수요를 창출할 것으로 추정된다. 국내외 재정 우려 이슈화가 일단락 수순을 밟고 있어 금리의 본질인 펀더멘털로 돌아갈 여건이 마련되고 있다. 미국 고용은 교육부 소속 교직원 구조조정 시차로 인해 고용이 긍정적이라는 잘못된 시그널을 줄 수 있다[도표2]. 더불어 관세에 따른 가격 충격을 소비자가 아닌 밸류 체인에서 흡수중이라는 증거가 발견되고 있다[도표3]. 연준은 이를 무시하고 기존의 긴축적 통화정책 행보를 이어갈 것이며 이는 경제에 이중의 부담을 가할 것이다. 높은 가치를 지닌 장기채권의 비중을 높이자.

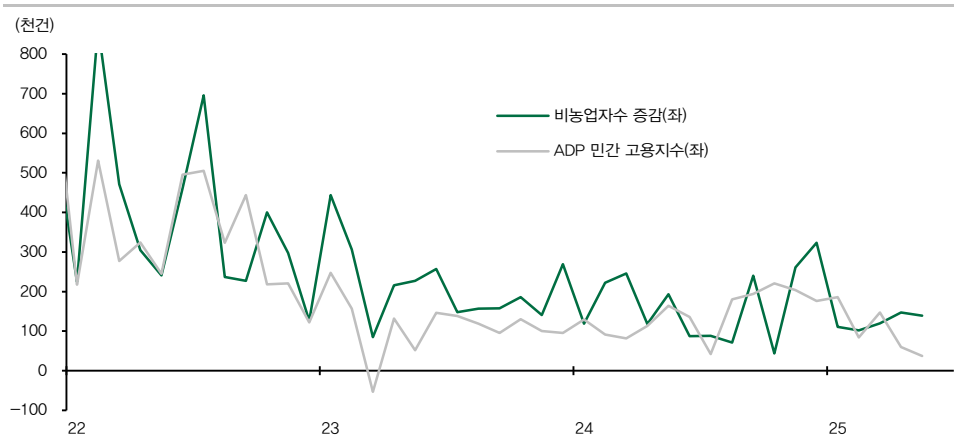
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 스테이블 코인 시가 총액은 크립토 생태계의 활성화에 따라 변동성이 크다. 이는 연준 통화정책과 함께 단기 시장과 금융 자산 가격에 잠재적으로 상당한 영향력을 발휘할 수 있다.



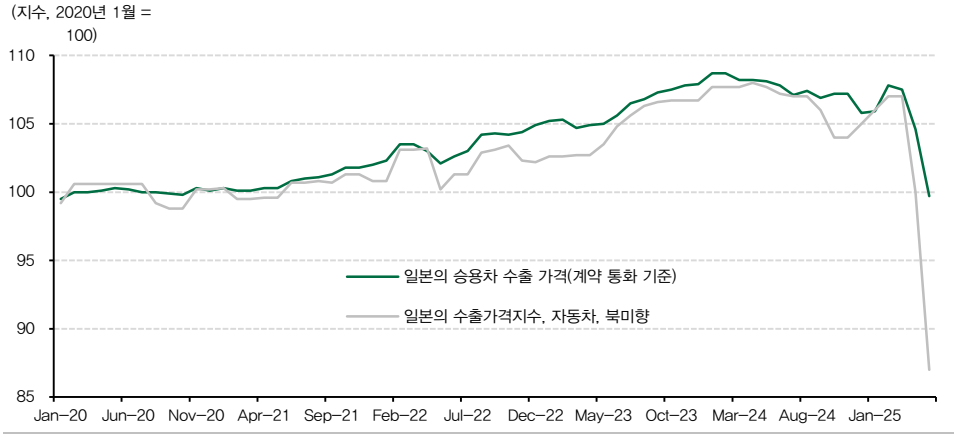
자료: DeFi Lama, Tether, Circle, Harvard Law School, CNBC, Reuters, Coinbase, 재인용

도표 2. 미국의 민간 고용만 측정하는 ADP와 정부를 포함하는 NFP사이의 괴리가 크다. 민간의 자생적 고용 증가가 둔화되는 중. 특히 6월 NFP에서는 정부 부문의 고용 창출이 컸다. 이중 절반은 연방 교육부 구조조정에 따른 행정절차 지연으로 인한 퇴직 시기 이연으로 발생되었다.



자료: 미국 노동부, ADP

도표 3. 일본의 4~5월 자동차 수출 가격은 관세와 달러엔 환율에 맞춰서 크게 하향 조정. 미국 내 가격이 영향을 받지 않도록 일본의 밸류 체인이 큰 폭의 손실을 부담했다. 이는 수요 자체가 부진해지고 있다는 의미



자료: BoJ, DB증권

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.