ETF Strategy

유진투자증권

Bi-Weekly #111 | 2025.8.5

ETF/파생 강송철 Tel. 02)368-6153_ buykkang@eugenefn.com

비트코인 ETF [2]
: New Asset Class

신고가, 신저가 ETF

ETF 투자전략

Summary

새로운 자산군(asset class)

비트코인 가격은 최근 5년간(2020년 8월~2025년 7월말) +900%, 10배 이상 상승해, 같은 기간 S&P500: +110%(2배), 미국 장기국채: -41%, 커머디티(S&P GSCI) +125%, 금(gold): +65% 성과를 압도적으로 상회했다. 변동성을 감안한 성과 측면에서는 최근 1년~3년 간 금(gold)을 제외하고 다른 자산들보다 성과가 좋았다. 최근 몇 년간 성과를 보면 보수적인 투자성향을 가진 연기금들 조차 일부 자산을 비트코인 ETF 등에 투자하려는 것을 이해할 수 있다.

자산 간 수익률 상관(correlation)을 봤을 때, 비트코인과 주식 등 위험자산의 수익률 상관계수가 그렇게 높지 않았던 점은 의외다. 2017년 이후, 대략 10년간 비트코인과 미국 S&P500 지수 수익률 상관계수는 0.26으로 상관성이 약했다. 최근 5년, 최근 3년도 수익률 상관계수가 높지 않았다.

다만 오히려 올해 들어서 수익률 상관이 높아지고 있는 점은 유의할 필요가 있다. 올해 비트코인과 S&P500 수익률 상관계수는 0.5로, 상관성이 중간에서 강한 범위 정도로 높았다. 단기적으로 미국 증시가 조정을 보일 경우 비트코인 가격도 동조화 될 가능성을 고민해 볼 수 있는 부분이다.

하지만 중장기적으로는, 과거에 비트코인 등 가상 화폐가 단순히 '투기적인 투자 대상'으로 인식됐다면, 최근 스테이블코인(stable coin) 확산과 함께 이러한 인식이 바뀔 가능성(혹은 이미 바뀌고 있는 부분)을 주목해야 한다. 가상 화폐는 특히 1) 편의성과, 2) 비용 측면에서 실 생활을 크게 "혁신"할 수 있는 잠재력을 가지고 있다.

또한 비트코인이 달러 자산 다변화의 한 투자처로 받아들여질 가능성도 염두에 둬야 한다. 최근 반등에도 불구하고 달러인덱스(DXY)는 올해 상반기에만 -10% 하락했으며, 이는 상반기 하락율 기준으로 1973년 이후 가장 큰 폭의 하락이다.

금(gold)은 과거 경기, 금리와 반대로 움직이는 자산이었지만, 2022년 말 이후 금리가 오르는 구간에서도 금 가격이 상승하면서 과거와 다른 모습을 보이고 있다. 2022년 러우 전쟁 발생 후 달러 자산 다변화 흐름과 글로벌 각국의 금 매입 증가가 금 가격 상승의 주요 동인 중 하나였다. 가상 화폐나 비트코인 역시 달러 분산 수요의 투자처가 될 수 있다.

ETF STRATEGY

01

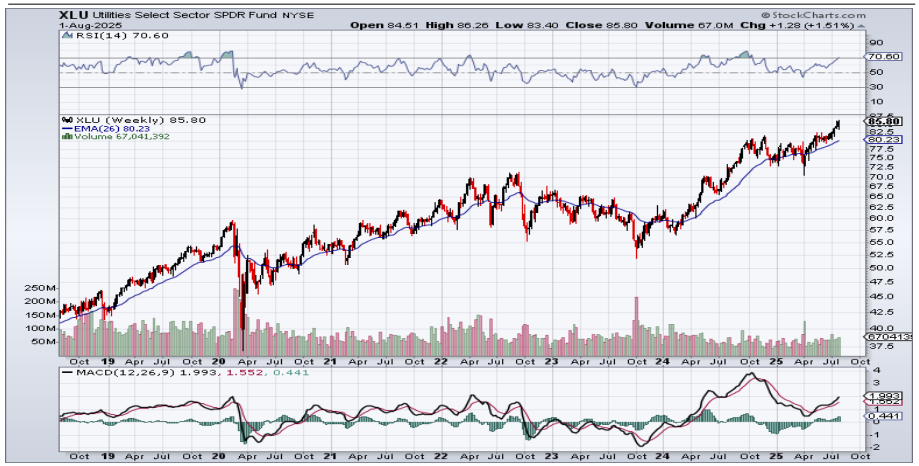
52주 신고가/신저가 ETF

1. 52주 신고가 ETF
2. 52주 신저가 ETF

** 차트 및 데이터는 8월 1일 마감 기준입니다.*

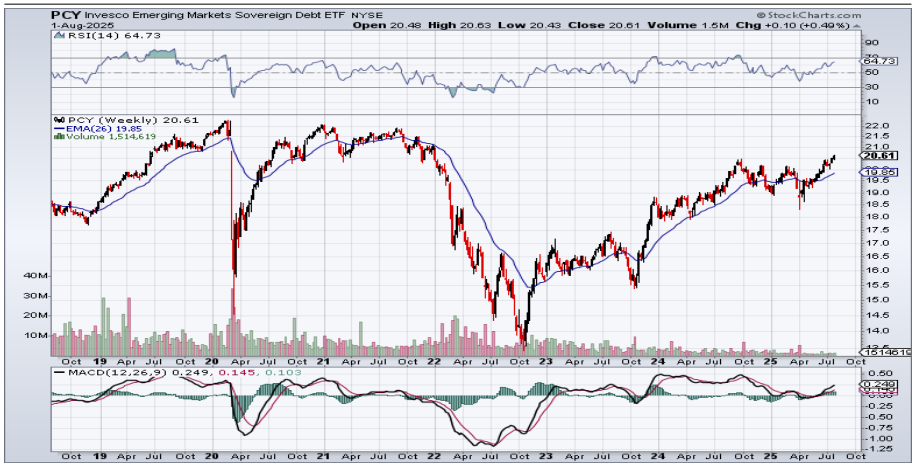
52주 신고가 ETF

미국 유틸리티 업종: XLU (Utilities Select Sector SPDR Fund)



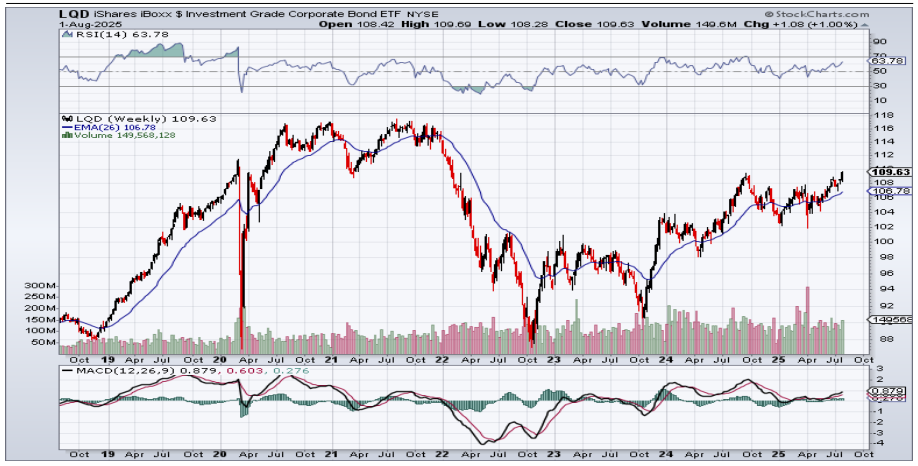
자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

이머징 채권: PCY (Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF)



자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

투자등급 회사채: LQD (iShares Investment Grade Corporate Bond ETF)



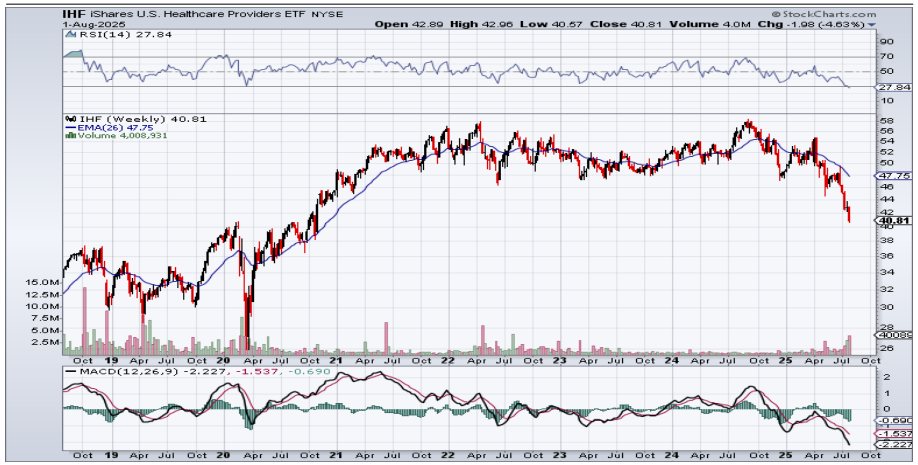
자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

현금(cash): BIL (SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF)

자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

52주 신저가 ETF

헬스케어 provider: IHF (iShares U.S. Healthcare Providers ETF)



자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

밀: WEAT (Teucrium Wheat Fund)

자료: Stockcharts.com, 유진투자증권.

ETF STRATEGY

02

ETF 투자전략

비트코인: 장기 성과

자산 간 수익률 상관(correlation)

가상 화폐와 '혁신'

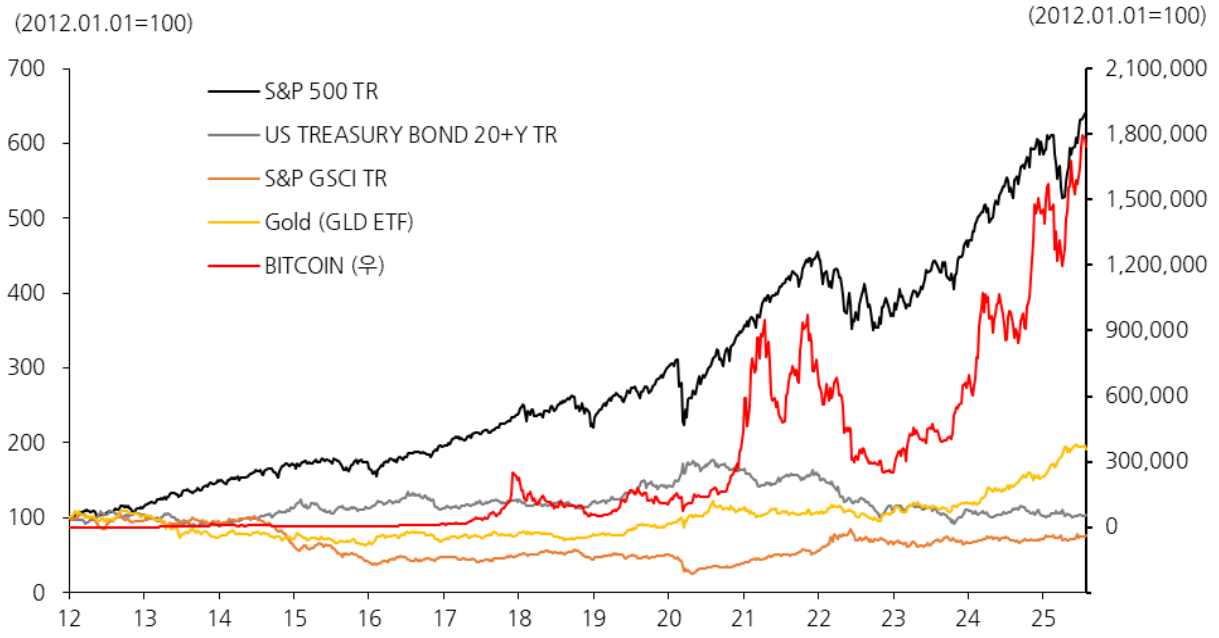
달러 자산 다변화 투자처

새로운 자산군(asset class)

비트코인: 장기 성과

- 비트코인 가격은 최근 5년간(2020년 8월~2025년 7월말) 900% 이상 상승(10배 이상). 같은 기간 S&P500: +110%(2배), 미국 장기국채: -41%, 커머디티(S&P GSCI) +125%, 금(gold): +65% 성과를 압도적으로 상회함
- 최근 3년, 최근 1년 수익률도 다른 자산을 크게 상회. 최근 1년간 75% 상승
- 변동성을 감안한 성과 측면에서 최근 1년~3년 간 금(gold)을 제외하고는 다른 자산들보다 성과가 좋았음. 최근 몇 년간 성과를 보면 보수적인 투자 성향을 가진 연기금들 조차 일부 자산을 비트코인 ETF 등에 투자하려는 걸 이해할 수 있음(* FT, Pension funds dabble in crypto after massive bitcoin rally, 1/16일)

자산 별 성과 추이, 성과 비교



	BITCOIN	S&P 500 TR	US TREASURY BOND 20+Y TR	S&P GSCI TR	Gold (GLD ETF)
수익률 (연환산)					
1Y	75.9%	19.0%	-3.0%	8.1%	38.8%
3Y	69.3%	17.7%	-6.6%	1.5%	22.8%
5Y	59.8%	16.1%	-10.1%	17.6%	10.5%
수익률 표준편차 (연환산)					
1Y	42.6%	15.5%	15.3%	18.5%	13.5%
3Y	46.4%	15.0%	15.9%	20.1%	14.4%
5Y	60.1%	15.7%	15.0%	22.0%	14.5%
위험조정 수익					
1Y	1.78	1.23	-0.19	0.44	2.87
3Y	1.49	1.18	-0.41	0.08	1.58
5Y	1.00	1.03	-0.67	0.80	0.72

자료: Refinitiv, 유진투자증권. 왼쪽 그림: 여타 자산_왼쪽 축, 과 비트코인_오른쪽 축의 수치 차이가 매우 크다는 점 check. 오른쪽 표: 2025년 7월 31일 기준

새로운 자산군(asset class)

자산 간 수익률 상관(correlation)

- 장기간: 2017년 이후(최근 10년 가량) 수익률 상관성을 봤을 때, 비트코인과 주식 등 위험자산 수익률 상관계수가 그렇게 높지 않았던 점은 의외임
- 2017년 이후 비트코인과 미국 S&P500의 수익률 상관계수는 0.26으로 상관성이 약했음. 최근 5년, 최근 3년도 수익률 상관계수가 높지 않았음

자산 간 수익률 상관계수: 2017년 이후

	BITCOIN	S&P 500 TR	US TREASURY BOND 20+Y TR	S&P GSCI TR	Gold (GLD ETF)
BITCOIN	1.00	0.26	(0.01)	0.08	0.11
S&P 500 TR	0.26	1.00	0.03	0.32	0.26
US TREASURY BOND 20+Y TR	(0.01)	0.03	1.00	(0.11)	0.05
S&P GSCI TR	0.08	0.32	(0.11)	1.00	0.24
Gold (GLD ETF)	0.11	0.26	0.05	0.24	1.00

자료: Refinitiv, 유진투자증권

새로운 자산군(asset class)

미국 증시(S&P500)와 비트코인

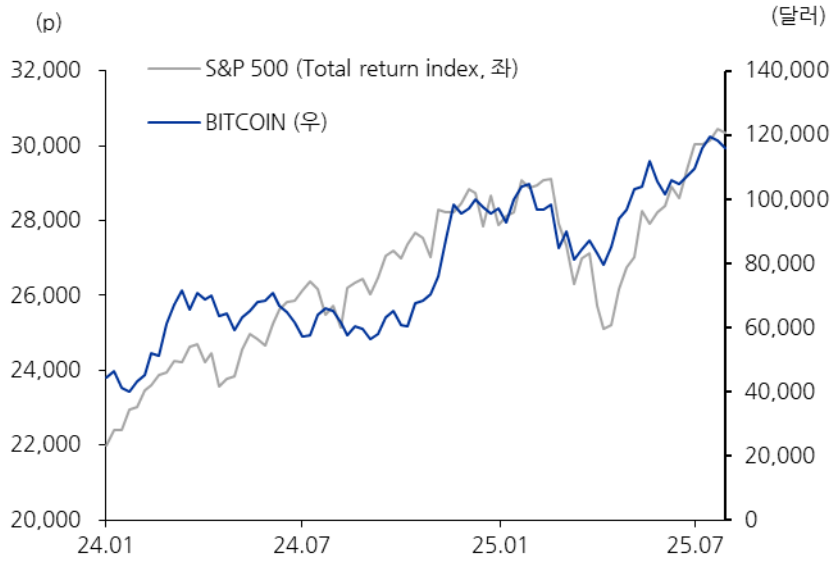
- 오히려 올해 들어서 수익률 상관이 높아지고 있는 점은 유의할 필요
- 올해 비트코인과 S&P500 수익률 상관계수는 0.5로, 상관성이 중간에서 강한 범위 정도로 높았음
- 직관적으로 작년 이후 비트코인과 미국 S&P500 지수는 유사하게 움직이고 있음(오른쪽 그림). 공교롭게도 미국에서 비트코인 ETF가 출시된 이후임
- 단기적으로 미국 증시가 조정을 보일 경우 비트코인 가격도 동조화 될 가능성을 고민해 볼 수 있는 부분

자산 간 수익률 상관계수: 2025년 이후

	BITCOIN	S&P 500 TR	US TREASURY BOND 20+Y TR	S&P GSCI TR	Gold (GLD ETF)
BITCOIN	1.00	0.50	(0.13)	0.20	0.18
S&P 500 TR	0.50	1.00	0.03	0.11	(0.19)
US TREASURY BOND 20+Y TR	(0.13)	0.03	1.00	(0.39)	(0.37)
S&P GSCI TR	0.20	0.11	(0.39)	1.00	0.09
Gold (GLD ETF)	0.18	(0.19)	(0.37)	0.09	1.00

자료: Refinitiv, 유진투자증권

비트코인, S&P500 지수 추이, 2024년 이후



자료: Refinitiv, 유진투자증권

크립토(가상화폐) Big Bang

가상 화폐와 '혁신'

- **중장기적으로는:** 과거에 비트코인 등 가상 화폐가 단순히 '투기적인 투자 대상'으로 인식됐다면, 최근 스테이블코인(stable coin) 확산과 함께 이러한 인식이 바뀔 가능성(혹은 이미 바뀌고 있는 부분)을 주목해야 함
- 최근 The Economist지의 아래 기사 내용을 참고할 수 있음. **가상 화폐는 특히 # 편의성과 # 비용 측면에서 실 생활을 크게 "혁신"할 수 있는 잠재력을 가지고 있음**

  - 트럼프 미국 대통령은 7월 18일 미국 스테이블코인 법인 GENIUS(Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins) 법안에 서명하면서 "너무 좋은 법이라 내 이름을 땄다 "고 농담했음
  - 실제로 세계는 의구심을 버리고 미국의 길을 따르는 것이 바람직하다는 주장이 제기됨. **스테이블코인은 결제 시스템에 절실히 필요한 혁신을 가져올 잠재력이 있으며**, GENIUS 법안이 약속하는 대로 잘 규제된다면 그 꿈이 실현될 가능성이 있음
  - 암호화폐 시장은 사기가 난무. 많은 코인이 '한탕주의 적 부의 추구 수단'으로, 대통령과 그 가족, 측근들까지 공공연히 이에 가담했음. 트럼프 대통령이 보유한 $TRUMP라는 '밈 코인' 가치는 19억 달러에 달함
  - **그러나 스테이블코인은 다름**. 일반적으로 단기 국채와 은행 예금 등 유동성이 높은 달러 자산으로 뒷받침되며, **실제로 유용할 수 있음**
  - 스테이블코인이 가져올 보상은 클 수 있음. **1) 거래가 디지털 원장에서 즉시 기록되기 때문에 소매 결제와 국경 간 결제가 며칠이 아닌 몇 분 만에 완료될 수 있으며, 2) 은행이나 카드사가 부과하는 수수료의 일부만으로 처리 가능함**
  - **예를 들어, 15달러가 넘는 국제 송금이나 거래 금액의 최대 2%에 달하는 신용카드 수수료가, 10센트 미만의 스테이블코인 거래로 대체될 수 있음**
  - Standard Chartered 은행에 따르면, 스테이블코인 발행 규모는 2028년까지 앞으로 3년 뒤 (현재) 약 2,600억 달러에서 2조 달러로 증가할 수 있음

크립토(가상화폐) Big Bang

(앞 페이지 이어서)

- 그러나 이러한 가능성이 위험을 정당화할 수 있는지는 논란. 특히 유럽의 많은 규제당국은 우려. i) 스테이블코인이 중앙은행 화폐를 대체하고, ii) 은행 시스템을 약화시키며, iii) 불안정한 뱅크런 위험을 키울 수 있다고 보기 때문임
- 하지만 이러한 위험 중 일부는 과장되었으며, 미국의 새 법이 보여주듯 다른 위험은 완화가 가능함
- 먼저 중앙은행과의 경쟁 위협을 살펴보면, 문제는 '사적'이고 안전성이 낮은 화폐가 공적 화폐를 훼손할 수 있다는 점임. 이 우려는 특히 ECB에 클 수 있음. ECB는 2023년 11월부터 디지털 유로 도입을 준비해왔으며, 이는 미국 금융 대기업인 Visa와 MasterCard의 지배력을 견제하기 위한 목적도 있음
- **그러나 스테이블코인은 공적 화폐로 표시된 자산으로 완전히 담보될 예정**. 유로 스테이블코인이 더 유용하다면, 중앙은행이 결제 혁신에 대해 독점적 권리를 가질 이유는 없음
- 상업 은행에 대한 위험으로는, **스테이블코인이 예금을 은행에서 빼내 은행 자금 조달 비용을 높이고, 실물경제 대출 여력을 축소할 수 있다는 점이 있음**
- 그러나 스테이블코인은 예금을 증발시키는 것이 아니라 이동시키는 것에 가까움. 고객의 **은행에서 스테이블코인 발행사로 돈이 이동**하고, 이는 **발행사의 은행 계좌에 보관되거나 국채 매입에 사용될 것**
- 국가는 이 자금을 지출하면서 노동자와 공급업체에 지급하고, 이는 다시 은행 예금으로 돌아옴. 또한 은행들이 발행사의 준비금을 관리하거나 자체 스테이블코인을 발행하기 시작하면 스테이블코인 확산의 혜택을 얻을 수 있음
- 한편, 대규모 스테이블코인 발행사에 대한 뱅크런이 발생할 경우, 자산의 급매로 이어져 혼란을 초래할 수 있음. 이는 2008년 머니마켓펀드 에서의 뱅크런이 큰 혼란을 일으킨 것과 유사
- 그러나 스테이블코인이 안전하고 유동성이 높은 자산으로 완전히 담보되고, 보유 자산에 대한 정기적인 공시를 제출한다면 이 위험은 완화될 수 있음. GENIUS 법안은 바로 이러한 요건을 국내 발행사에게 요구하고 있음

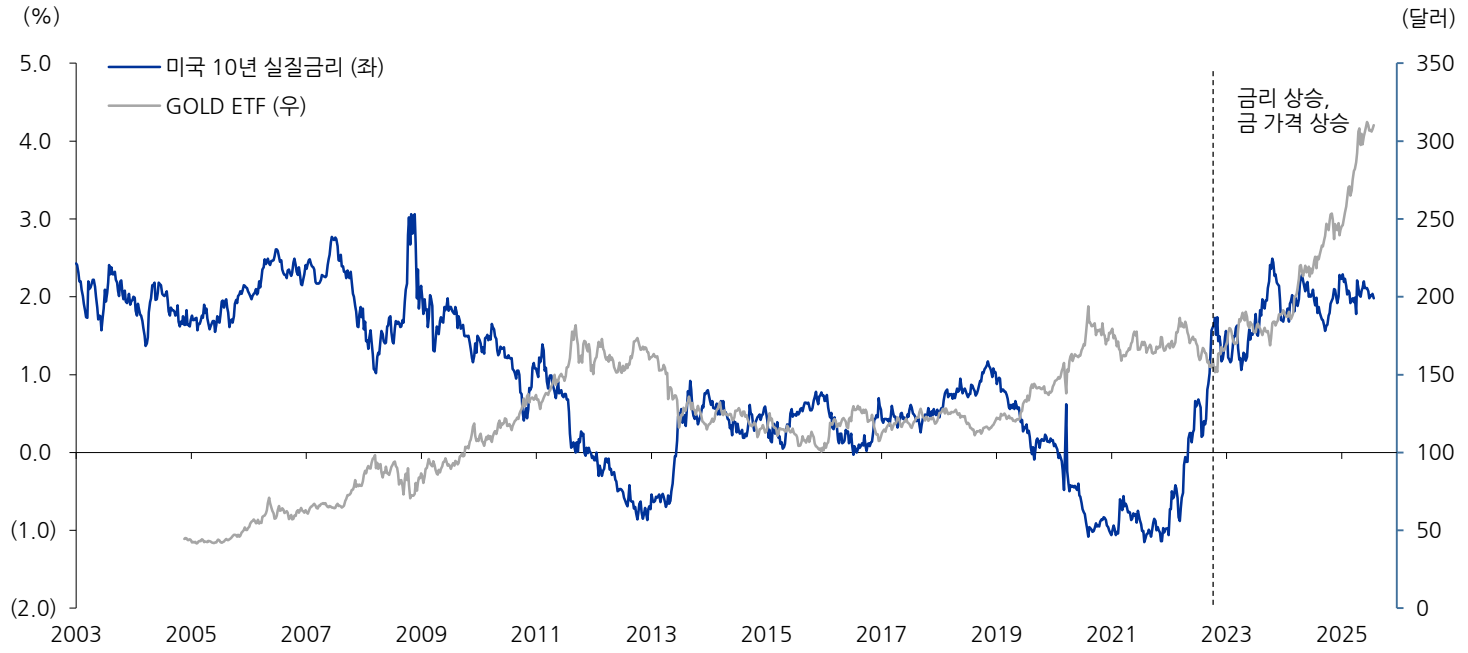
- The Economist, The world should follow Trump's lead on Stablecoins(7월 26일) 내용 정리

달러 자산 다변화

달러 자산 다변화 투자처

- 또한 비트코인이 달러 자산 다변화의 한 투자처로 받아들여질 가능성도 염두에 둬야 함
- 최근 반등에도 불구하고 달러인덱스(DXY)는 올해 상반기에만 -10% 하락했으며, 이는 상반기 하락율 기준으로 1973년 이후 가장 큰 폭 이었음
- 금(gold)은 과거 경기, 금리와 반대로 움직이는 자산이었지만, 2022년 말 이후 이러한 관계가 깨짐. 금리가 오르는 구간에서도 금 가격이 상승
- 2022년 러우 전쟁 발생 후 미국의 러시아 달러 자산 동결, 이후 글로벌 각국의 달러 자산 다변화, 금 매입 증가가 금 가격 상승의 동인 중 하나였음

금리, 금 가격 추이: 금리 상승에도 금 가격 상승; 2022년 말 이후



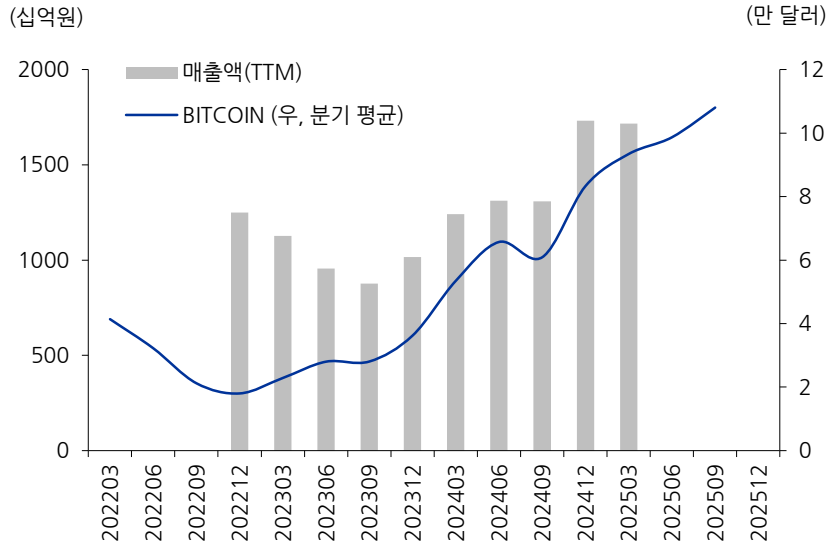
자료: Refinitiv, 유진투자증권

국내 최대 코인 거래소(업비트)

- 비상장사지만 국내기업 두나무 관심
- 올해 1분기 기준으로 최근 4개 분기 합산 영업이익은 1.2조원이 넘었음(1.25조)
- 비트코인 가격은 2021년 말 당시 고점에서 2022년 말 저점까지 고점 대비 -70% 이상 가격이 하락했었는데(6만$→2만$, “크립토 winter”),
- 4개 분기 합산 기준으로 두나무 영업이익이 가장 적었던 때는 2023년 3분기(2022년 4Q~2023년 3Q): 당시 4,760억원 이었음
- 2023년 이후 두나무 영업이익은 분기마다 평균 25% 이상 증가함(연율 환산). 이익 증가율의 변동이 크기는 함

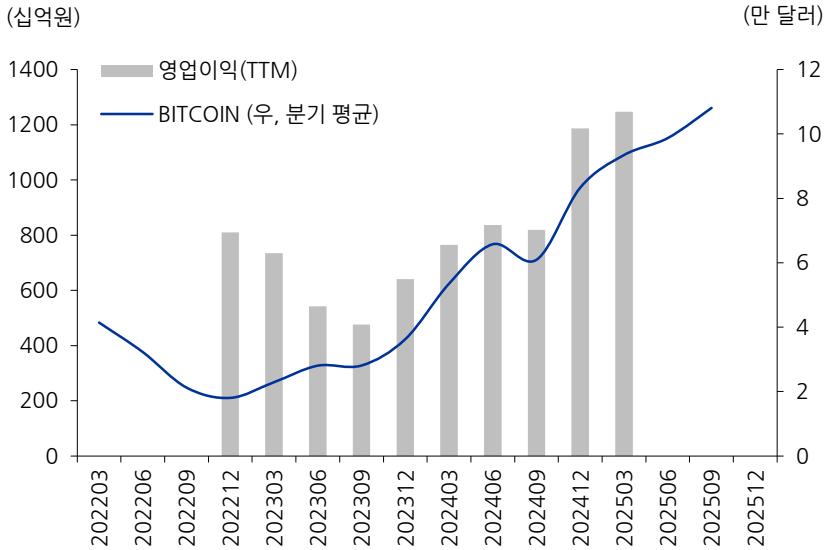
** 최소 5천억원 영업이익에 20배(x) 밸류에이션을 적용하면 시가총액 10조원

두나무, 매출(TTM) 추이



자료: Fnguide, Refinitiv, 유진투자증권

두나무, 영업이익(TTM) 추이

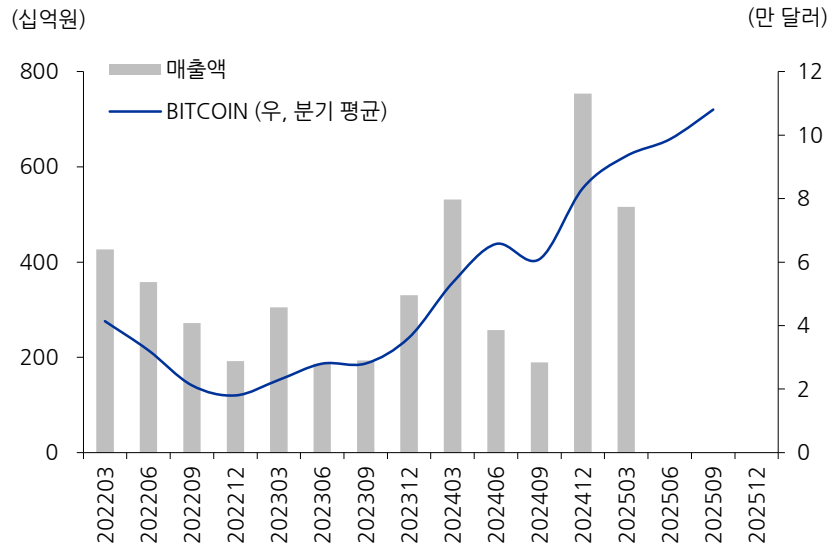


자료: Fnguide, Refinitiv, 유진투자증권

국내 최대 코인 거래소(업비트)

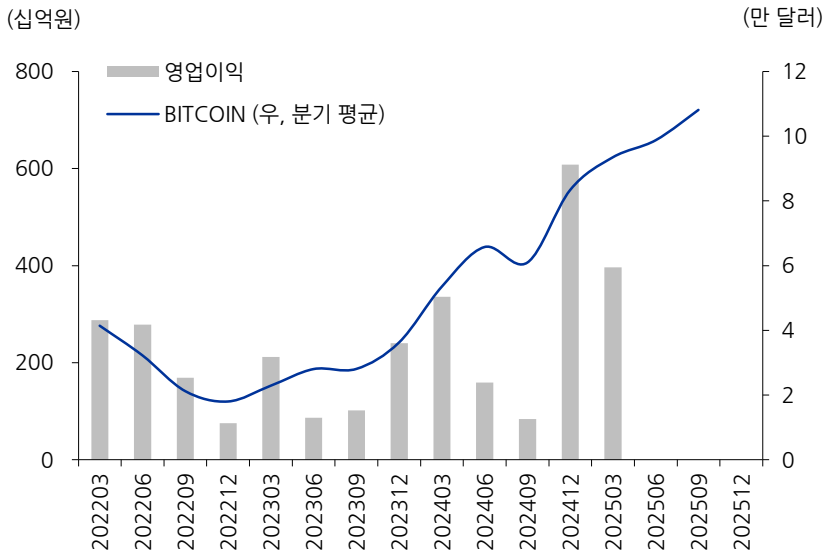
- 장외에서 거래되는 두나무 주가는 최근, 6월말 20만원에서 7월에 최고 25만원 부근으로 상승, 주가 23만원에서 시가총액 8조원 수준
- 고객 예치금(예수금)을 빼면 부채가 많지 않고, 3월말 기준 7천억원 이상 현금, 하이브 주식 5.5%도 보유하고 있음
- 또한 3월말 기준 비트코인(BTC) 1.6만 개를 보유
- 향후 비트코인 ETF 출시, 스테이블코인 사업, 주식 상장 가능성 등을 차치하더라도, (8조원 초반 수준이라면) 시가총액이 비싸지 않다고 생각됨

두나무, 매출(분기 별) 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

두나무, 영업이익(분기 별) 추이



자료: Fnguide, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다