

# 기술은 변하지만, 신뢰의 원칙은 불변한다.

신현송의 관점으로 본 디지털 금융의 현재와 미래

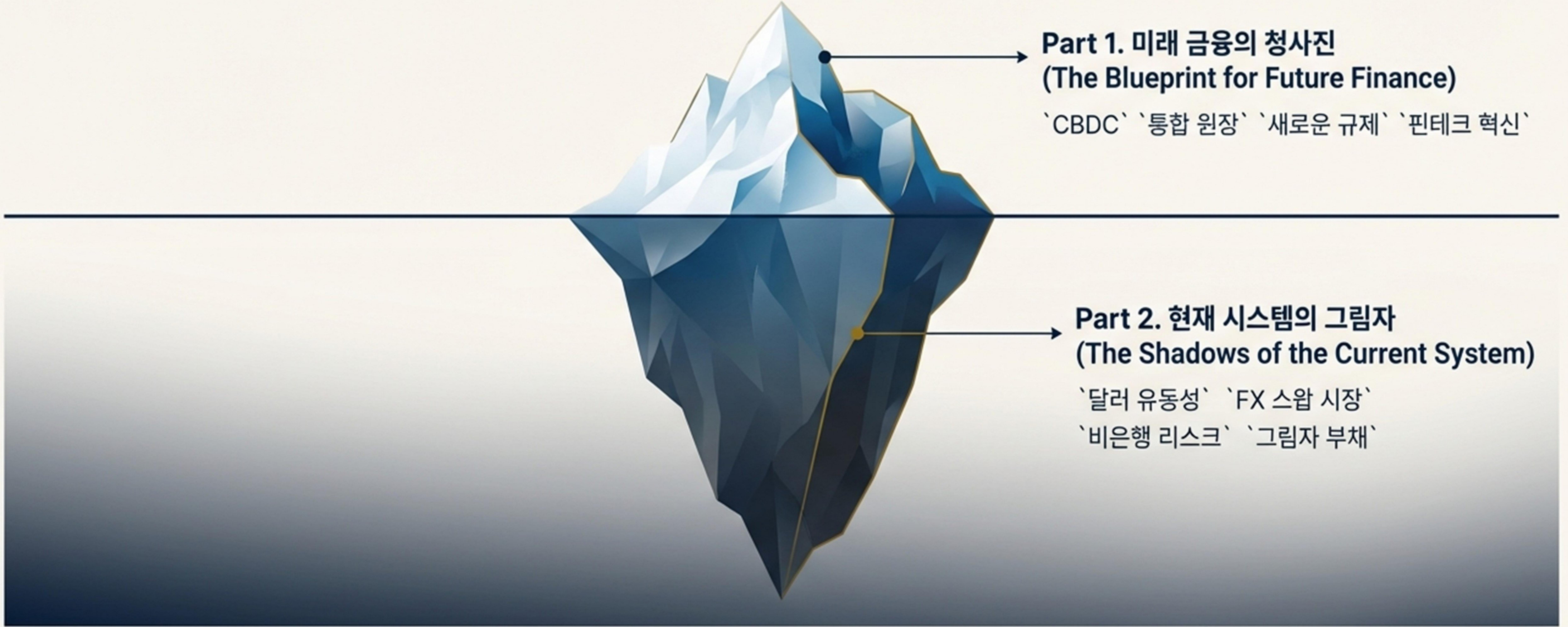
금융 시스템은 서로 얹혀 있는 대차대조표의 네트워크입니다.



가격 변수(환율,금리)는 단순한 시장 청산 가격이 아니라,  
주체들의 위험감수능력(Risk Capacity)과  
레버리지를 결정하는 핵심 기제입니다.

디지털 혁신의 시대, 우리는 기술보다 신리(Trust)와 제도(Institution)가  
화폐의 본질임을 재확인해야 합니다.

# 금융 시스템의 두 얼굴: 보이는 기회와 보이지 않는 위험



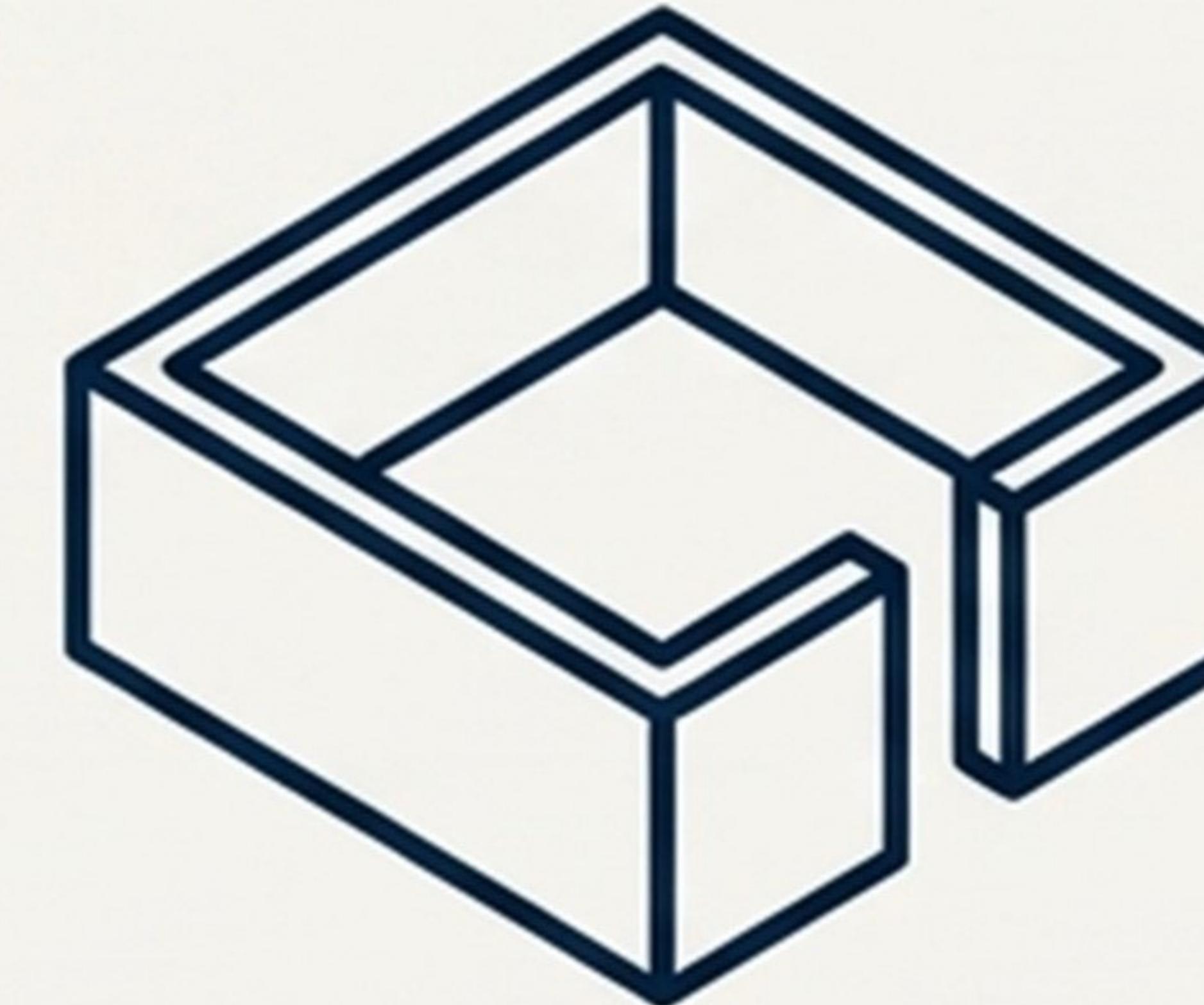
우리는 종종 눈에 보이는 기술 혁신에만 주목합니다. 하지만 시스템의 안정성을 위협하는 거대한 리스크는 수면 아래, 보이지 않는 곳에 잠재되어 있습니다. 이 두 가지 측면을 모두 이해해야만 미래를 제대로 준비할 수 있습니다.

# 미래 화폐의 조건: ‘담장 안의 정원’을 넘어 ‘공공 인프라’로



## 공공재 (Public Good)

- 예시: 소매용 CBDC, 빠른 결제 시스템 (FPS) (예: 브라질 Pix)
- 특징: 상호운용성 보장, 경쟁 촉진, 금융 포용성 증진
- 경제적 효과: 민간 독점력 견제, 사회적 후생 증대



## 담장 안의 정원 (Walled Garden)

- 예시: 빅테크 플랫폼의 폐쇄적 화폐 시스템
- 특징: 상호운용성 저해, 높은 수수료, 데이터 독점
- 경제적 효과: 시장 지배력 남용, 경쟁 저해

**Insight** | 소매용 CBDC와 중앙은행 주도 FPS는 기술적으로 다르지만, 민간의 독점을 견제하고 개방형 경쟁을 촉진한다는 점에서 경제적으로 동일한 효과를 냅니다.

# 무엇이 진짜 '안정적인' 디지털 화폐인가: 화폐의 단일성 원칙

화폐의 단일성(Singleness of Money)이란, 현금, 은행 예금 등 모든 형태의 화폐가 언제나 1:1 액면가로 교환될 수 있다는 신뢰를 의미합니다. 이것이 현대 통화 시스템의 근간입니다.

구분	토큰화된 예금 (Tokenised Deposits)	스테이블코인 (Stablecoins)
본질	은행 예금의 디지털 표현	디지털 무기명 상품 (Bearer Instrument)
정산 방식	중앙은행 자금으로 최종 정산	발행자의 신용도 및 담보가치에 의존
단일성	유지 (액면가 교환 보장)	위협 (액면가 붕괴 위험 상존)
안정성	제도적 신뢰에 기반	기술적/재정적 설계에 의존

## 역사적 교훈: 17세기 암스테르담 은행의 붕괴



[Stage 1]: 100% 지급준비율의  
'경직적 스테이블코인' → 높은 신뢰



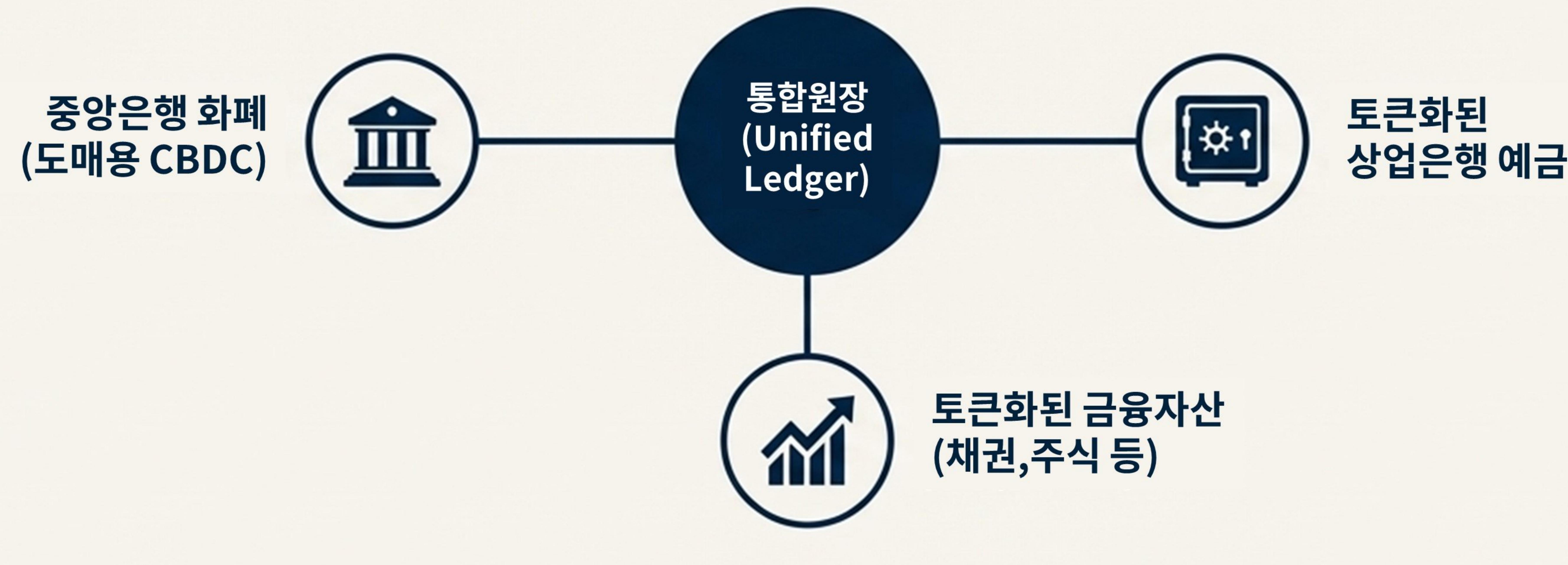
[Stage 2]: 대출 확대로 인한  
'탄력적 스테이블코인' → 높은 하락



[Stage 3]: 재정적 뒷받침(Fiscal Backing)  
부재로 붕괴 → 민간 화폐의 한계 증명

역사는 재정적 뒷받침 없는 민간 화폐의 취약성을 증명합니다. 화폐의 단일성은 기술이 아닌 신뢰의 문제입니다.

# 궁극의 청사진: 모든 자산이 하나로 연결되는 '통합 원장'



## 결제의 즉시성 (Atomic Settlement)

자산 이전과 대금 결제가 분리 불가능하게 동시에 완료되어 결제 리스크를 원천 차단



## 프로그래밍 가능성 (Programmability)

복잡한 금융 계약 및 조건부 결제를 자동화하여 효율성 극대화



## 상호운용성 (Interoperability)

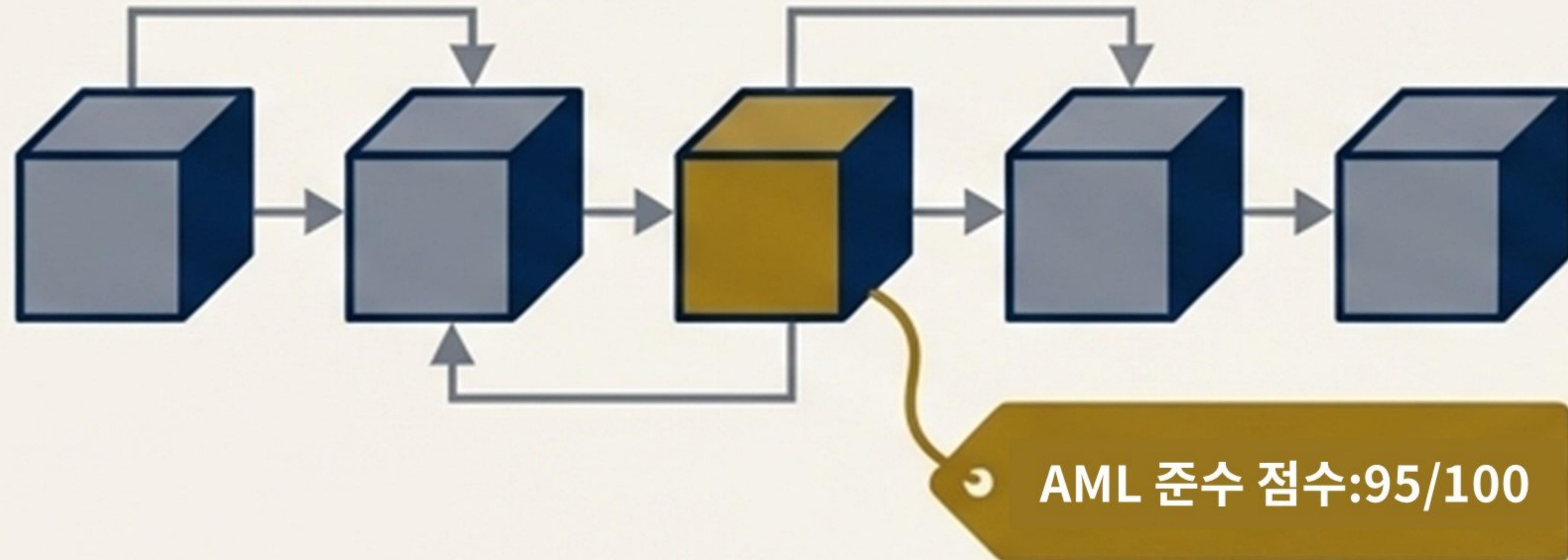
서로 다른 유형의 자산이 단일 플랫폼에서 원활하게 거래되어 새로운 금융 서비스 창출

### 해결 과제

현재의 복잡하고 비효율적인 국가 간 결제 시스템(Correspondent Banking)을 '차세대 환거래 은행' 모델로 대체하여 비용과 시간을 획기적으로 절감할 수 있습니다.

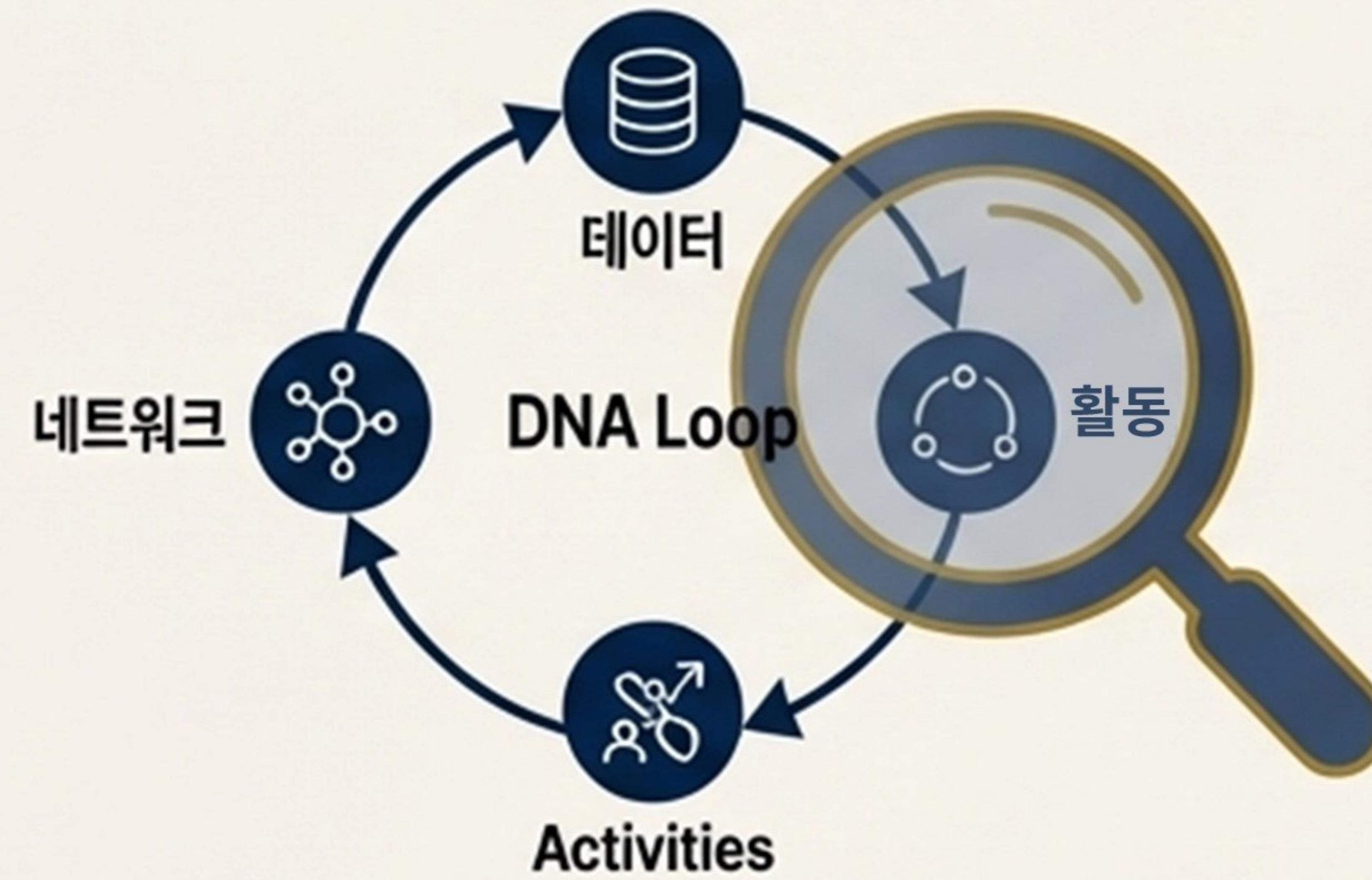
# 새로운 시대의 규제: 기술에 내재하거나, 기관을 조망하거나

## 암호자산 - 내재된 감독 (Embedded Supervision)



**문제:** 중개인이 없는 탈중앙화 시스템으로 기존 규제 적용 불가.  
**해법:** 블록체인 원장의 투명성을 역이용. 공개된 거래 기록을 분석하여 지갑 주소나 토큰에 'AML 준수 점수(Compliance Score)'를 부여.  
**규제 지점:** 법정화폐로의 환전 통로(Off-ramps)에서 이 점수를 기준으로 통제.  
**컨셉:** '규제를 코드와 데이터 자체에 내재화'

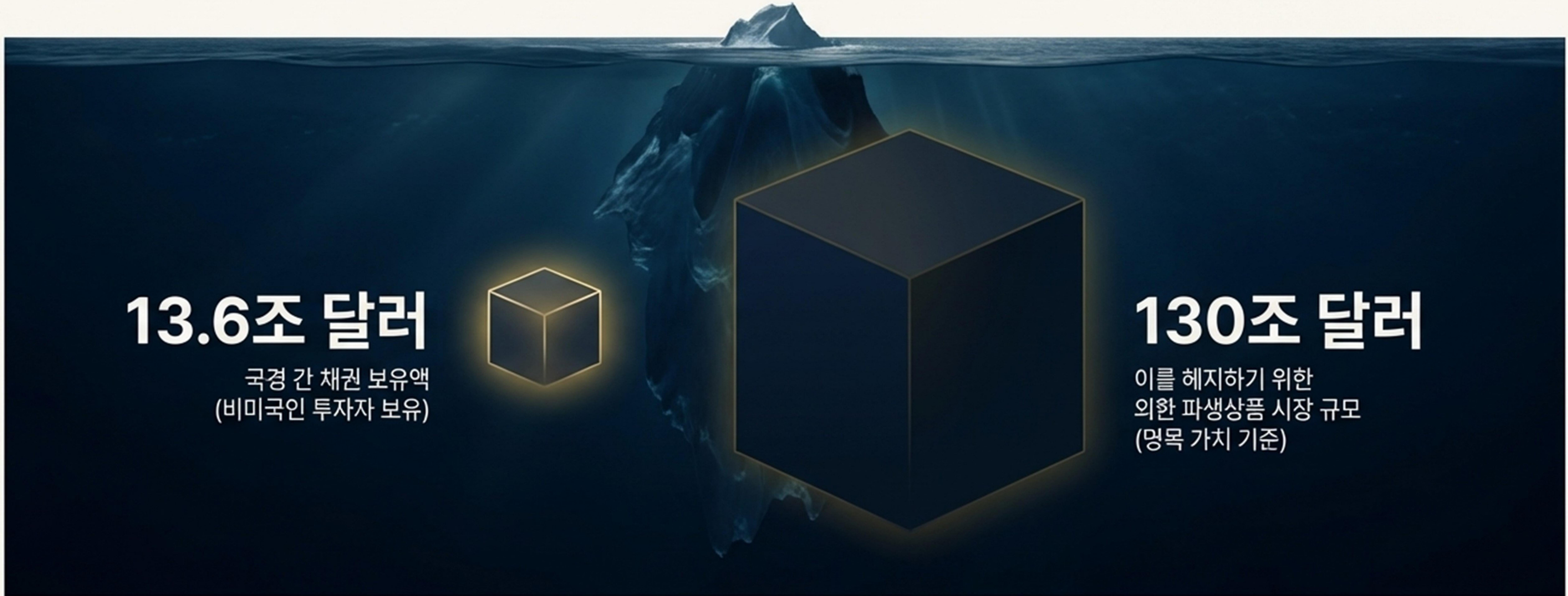
## 빅테크 - 기관 기반 감독 (Entity-based Supervision)



**문제:** 데이터-네트워크-활동(DNA 루프)를 통해 금융 시장을 장악, 단순한 금융 리스크를 넘어선 데이터 독점과 경쟁 저해 문제 발생.  
**해법:** 개별 '활동 기반(Activity-based) 규제를 넘어, 기업 전체의 시스템적 중요성을 평가하는 '기관 기반(Entity-based)' 규제를 병행.  
**필수 조건:** 금융 당국, 경쟁 당국, 데이터 보호 당국 간의 긴밀한 협력

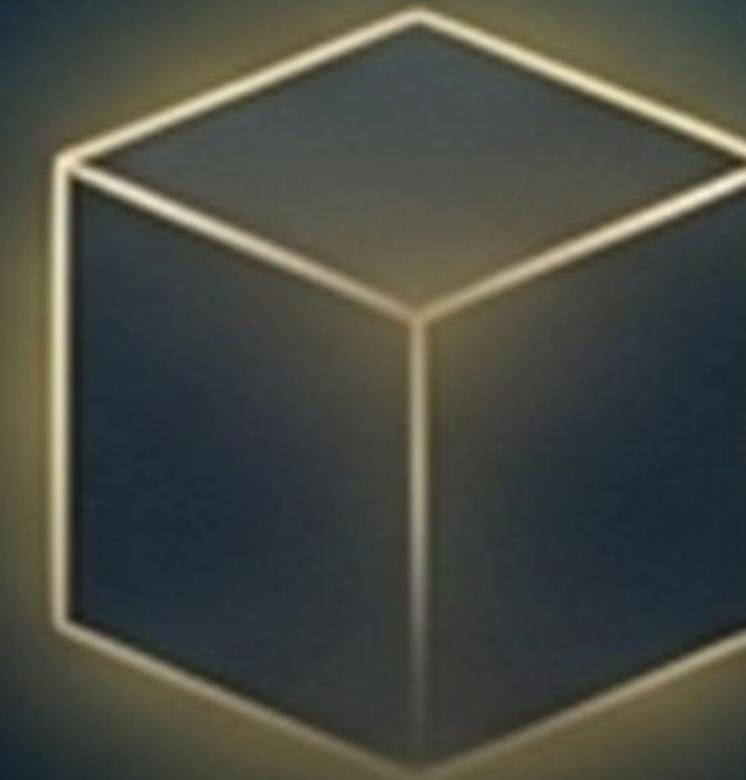
규제의 목표는 혁신을 막는 것이 아니라, 신뢰의 원칙 위에서 혁신이 지속되도록 하는 것입니다.

# 수면 아래: 130조 달러 규모의 보이지 않는 시장



## 13.6조 달러

국경 간 채권 보유액  
(비미국인 투자자 보유)



## 130조 달러

이를 해지하기 위한  
의한 파생상품 시장 규모  
(명목 가치 기준)

### 인사이트

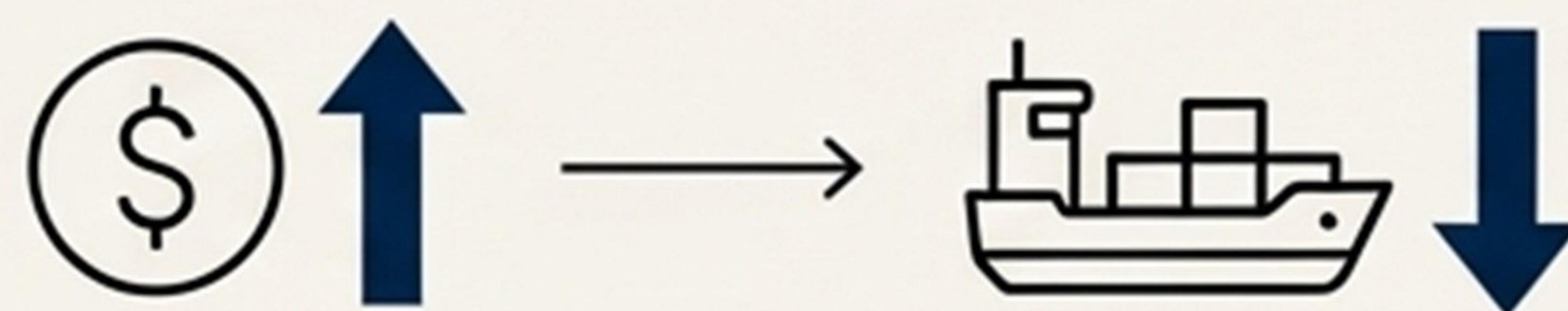
우리가 보는 13조 달러의 채권 시장을 지탱하기 위해, 그 **10배**에 달하는 **레버리지가 걸린 그림자 시장**이 존재합니다. 이 시장의 90%는 달러와 관련되어 있습니다.

### 제기되는 문제

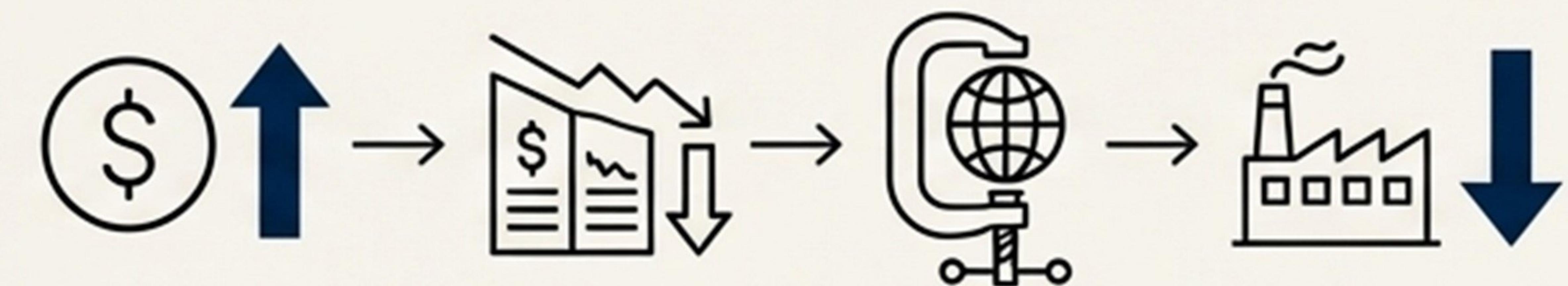
- ▶ **만기 불일치(Maturity Mismatch):** 장기 자산(채권)을 단기 상품(FX 스왑)으로 해지하는 구조적 취약점.
- ▶ **롤오버 리스크(Rollover Risk):** 해지 포지션을 끊임없이 만기 연장해야 하며, 이는 달러 자금 시장의 스트레스에 그대로 노출됨을 의미.
- ▶ **불투명성(Opacity):** 장외(OTC) 시장의 특성상 리스크가 어디에 집중되어 있는지 파악하기 극도로 어려움

# 달러의 이중성: 환율은 어떻게 세계 경제를 긴축시키는가

## 전통적 관점: 무역 채널 (Trade Channel)



## 신현송의 관점: 금융 채널 (Financial Channel)



- 논리: 달러 강세 → 미국 상품 가격 상승 → 수출 감소 → 무역 불균형 해소
- 가정: 환율은 상품과 서비스의 상대 가격을 반영.

- 논리: 달러 강세 → 글로벌 은행의 위험 감수 능력(Risk Capacity) 위축 → 달러 대출 감소 및 신용 여건 긴축 → 글로벌 무역 및 실물 경제 위축
- 가정: 환율은 금융 주체들의 대차대조표와 위험 선호도를 반영.

**핵심 지표:** 이제 광의의 달러 지수(Broad Dollar Index)는 VIX를 넘어 글로벌 은행의 레버리지와 위험 선호도를 보여주는 가장 중요한 지표가 되었습니다.

# 위험의 진화: '원죄의 귀환(Original Sin Redux)'

## 과거: 원죄 (Original Sin)

**현상:** 신흥국은 오직 외화(달러)로만 자금 조달이 가능.

**리스크:** 환율 리스크를 차입자(신흥국 정부/기업)가 모두 부담.  
자국 통화 약세 시 부채 부담 급증.



**매커니즘 설명:** 위험은 사라진 것이 아니라, 차입자의 대차대조표에서 투자자의 대차대조표로 이전되었을 뿐입니다. 이는 환율 변동이 자본 유출의 방아쇠가 되는 새로운 취약점을 만듭니다.

## 현재: 원죄의 귀환 (Original Sin Redux)

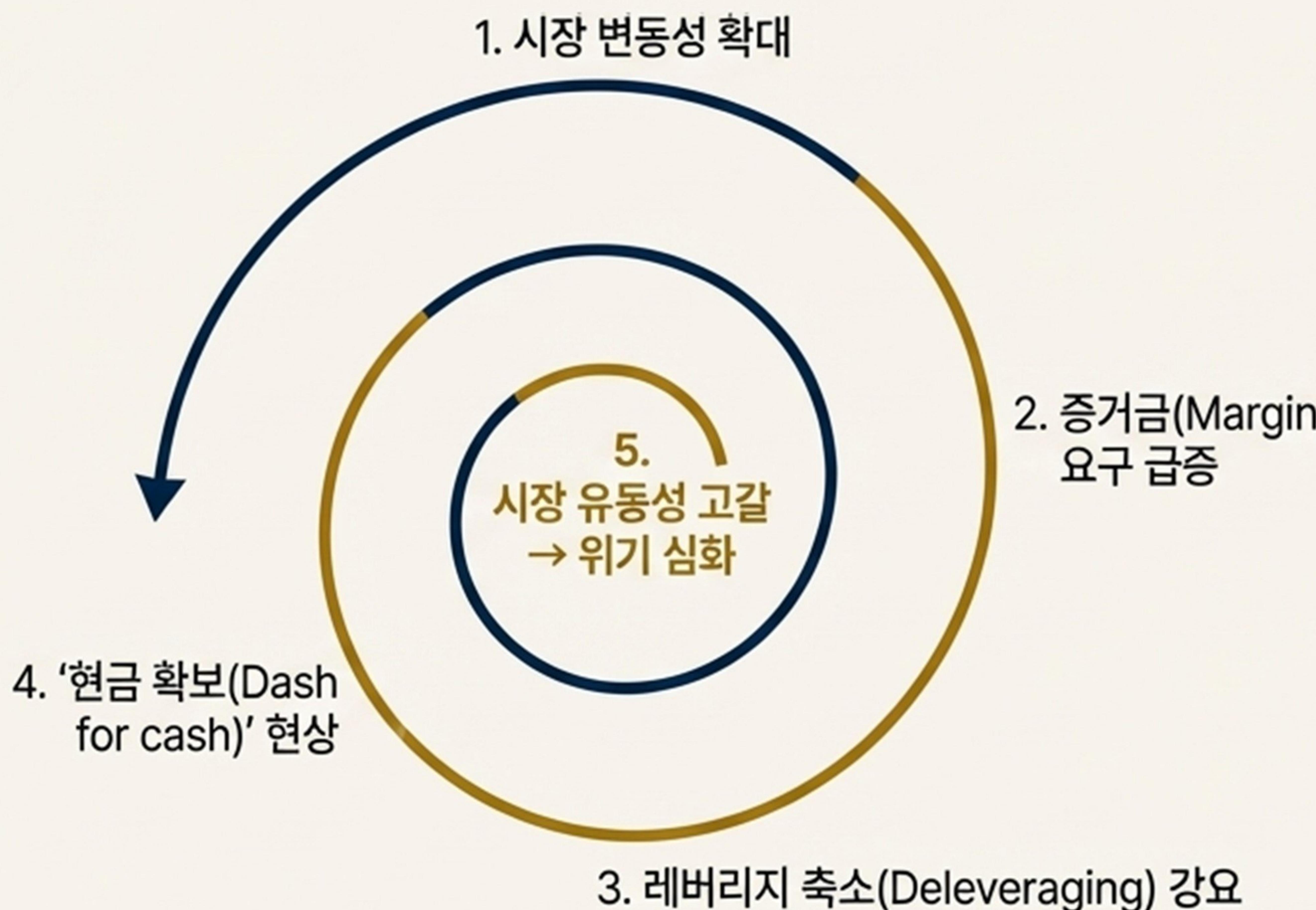
**현상:** 신흥국이 자국 통화 채권을 발행하지만, 이를 외국인 투자자(글로벌 자산운용사 등)가 대거 보유.

**리스크:** 환율 리스크가 투자자에게 전가됨. 자국 통화 약세 시, 외국인 투자자들이 손실을 피하기 위해 자금을 급격히 회수 → 채권 금리 급등 및 금융 불안 발생.



- **주요 행위자:** 특히 규제가 덜한 비은행 금융기관(NBFI)의 역할이 커지면서 이러한 변동성은 더욱 증폭됩니다.

# 위기의 동학: 레버리지, 마진콜, 그리고 '현금 확보' 경쟁



## 사례 연구: 2020년 3월 국채 시장 혼란

### 원인

코로나19 충격으로 인한 시장 변동성 확대.

### 주요 원인 제공자

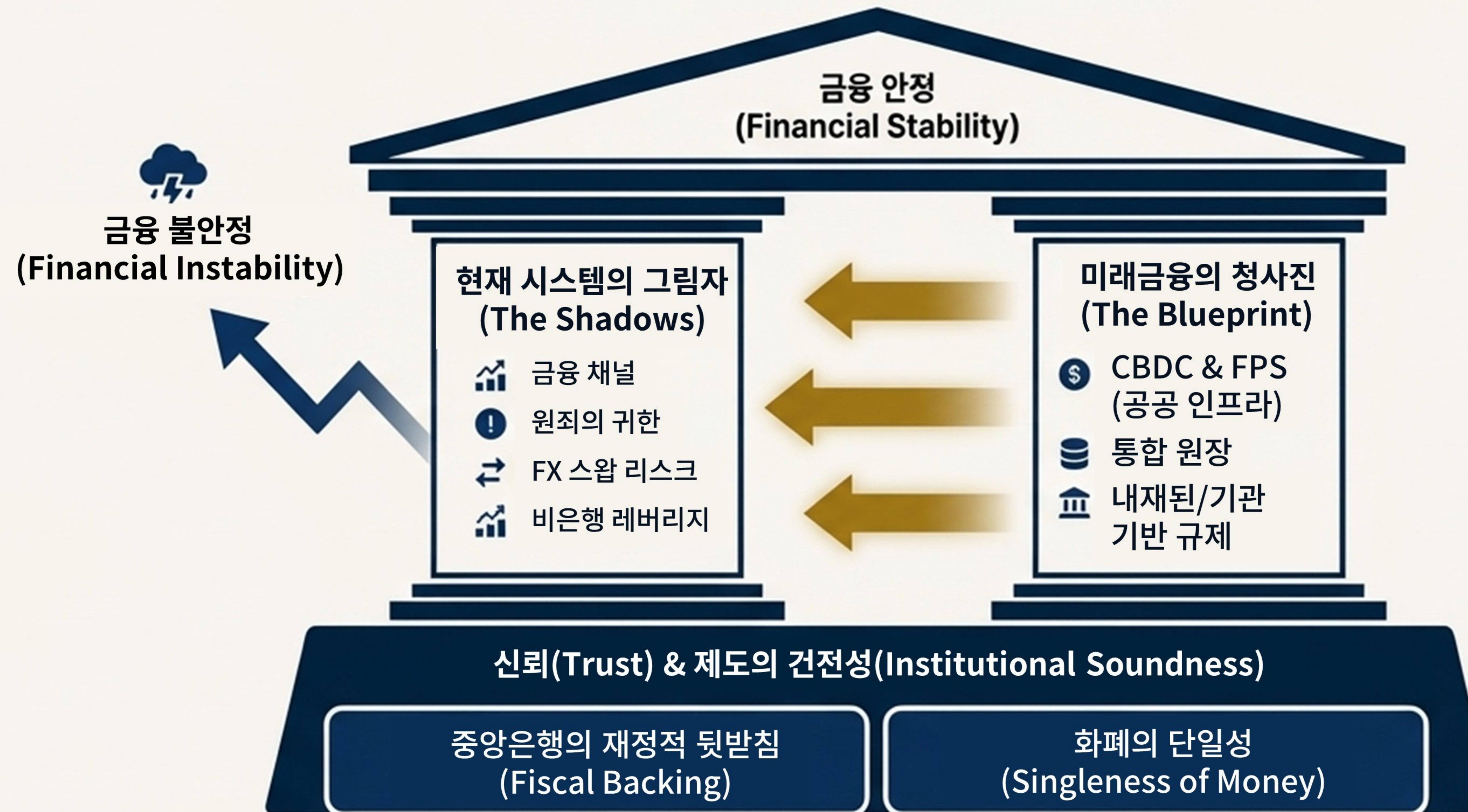
헤지펀드 등 비은행 금융기관(NBFI)의 레버리지 거래(Basis Trade) 청산.

### 결과

마진콜에 대응하기 위한 '현금 확보' 수요가 겹치면서 가장 안전해야 할 미 국채 시장마저 기능 마비.

**현대 금융 위기는 더 이상 은행만의 문제가 아닙니다.  
비은행 금융기관의 레버리지가 시스템 리스크의 새로운 진원지가 되고 있습니다.**

# 신뢰에 기반한 금융 안정: 미래를 위한 통합적 접근



기술 혁신은 금융 시스템의 숨겨진 위험을 관리하고 제도적 신뢰를 강화하는 방향으로 나아갈 때 비로소 그 가치를 다할 수 있습니다. 미래 금융의 성패는 기술이 아닌, 신뢰의 원칙을 어떻게 구현하는가에 달려있습니다.