

22년 9월 7호

Crypto Insights

Bithumb Economic
Research Institute

Blockchain Research Report
2022.09.14

Topic

Merge 결과에 따른 ETH 시나리오 전망

—
옵션시장, Merge 이후 ETH 가격 상하방
변동성 확대에 베팅

Merge 성공한다면 선물시장 숏커버링,
FOMO 심리로 추가적인 오버슈팅 견인

Merge 실패 시 비우호적 매크로 영향으로
가상자산 전반적인 조정 가능성

Executive Summary

Merge 이후 ETH 시나리오 전망

ETH 현선물 거래금액 증가. 옵션 투자자들, 가격 변동성 확대에 베팅 중

9월 들어 BTC 대비 ETH의 상대적 강세흐름이 이어지고 있다. BTC 가격은 8월 28일 대비 11.9% 오른 반면, ETH는 20.5% 상승했다. 9월 15일 예정된 메인넷과 비콘체인 합병(Merge) 후 추가 업데이트를 거쳐 실질적인 TPS 개선이 가능해질 것이란 기대와 PoS 전환 후 공급량 대폭 감소 전망 등이 강세 배경이 되고 있다.

ETH에 대한 국내외 투자자들의 높은 관심은 현선물 거래량 증가로 반영되고 있다. 국내 거래소 기준, 8월 중순 이후 ETH 일 거래금액은 BTC를 대체로 상회했고, 해외 선물거래소에서 ETH 무기한 선물 미결제약정은 6월 전저점 대비 73% 급증해 BTC를(24%) 넘어섰다. 옵션 투자자들은 Merge 이후 가격이 상하방으로 크게 움직일 가능성에 대비해 콜, 풋옵션 양쪽을 매수하며 변동성 확대에 대비하고 있다.

Merge 업데이트 성공시 숏커버링, FOMO 등으로 추가 가격상승 견인

현재 ETH 선물시장에 대규모로 구축된 선물 미결제약정은 (-) 펀딩비율을 감안시 숏 심리가 우세한 것으로 추정된다. 만약 Merge 이벤트가 순조롭게 완료되고 ETH 현물 가격이 상승할 경우 선물 매도 포지션 손실을 상쇄시키기 위한 매수 유입(숏커버링), 추후 진행될 업데이트에 대한 낙관적 심리에 기댄 매수, FOMO(Fear of missing out) 심리 등이 더해져 ETH 가격을 추가로 끌어올릴 것으로 예상된다.

Merge 성공은 가상자산 시장 전반의 투자심리를 회복시키는 재료가 되고 BTC 대비 ETH의 상대적 강세를 이끄는 요인이 될 것이다. 한편, 다수의 예상과 달리 Merge 업데이트에 차질이 발생하거나 지연되는 경우 비우호적인 매크로 여건과 맞물려 가상자산 시장은 전반적인 약세 압력을 피하기 어려울 것으로 예상된다.

Merge 차질 발생 시 비우호적 매크로 여건으로 가상자산 조정 가능성

지난 잭슨홀 연설에서 파월 의장은 현 경제 상황을 70-80년대 하이퍼 인플레이션 시대와 비교했다. 미국 경제는 1960년 후반부터 80년 초반까지 고물가가 지속되며 타격을 입었고 80년대 폴 볼커 의장의 공격적인 금리인상을 계기로 인플레이션 악순환을 끊어낼 수 있었다. 연준은 과거 사례를 교훈 삼아 올 연말 기준금리를 4% 내외까지 인상해 기대인플레이션이 꺾이는 것을 확인하고자 할 것이다.

지난 2018년 연준은 매 분기마다 기준금리를 25bp씩 인상했는데 18년 4분기 가상자산 시장은 가격 조정을 겪은 바가 있다. 연준이 생각하는 적절한 실질금리(명목금리-인플레이션율)는 0% 내외로 추정되며, 현재 실질금리가 -6%임을 감안하면 상당 폭의 금리인상이 아직 남아있다. 따라서 이더리움 Merge에 차질이 발생한다면 가상자산 시장 가격 조정의 빌미가 될 가능성이 있다.

Merge 앞두고 ETH 투자성과 Outperform

1

9월 들어 BTC 대비 ETH 상대적 강세 기조

9월 들어 BTC 대비 ETH의 상대적 강세가 이어지고 있다. 8월 28일 대비 BTC 가격은 11.9% 오른 반면 ETH는 20.5% 상승했다. 9월 15일 예정된 이더리움 메인넷과 비콘체인 합병(Merge)에 대한 기대가 ETH 강세의 배경이 되었다.

이번 Merge로 이더리움 네트워크의 블록 보상 방식은 작업증명(PoW)에서 지분증명(PoS)으로 전환되고, 블록 생성에 대한 보상은 더 이상 제공되지 않음에 따라 ETH 총 공급은 Merge 이전 대비 약 11.8%로 대폭 감소하게 된다.

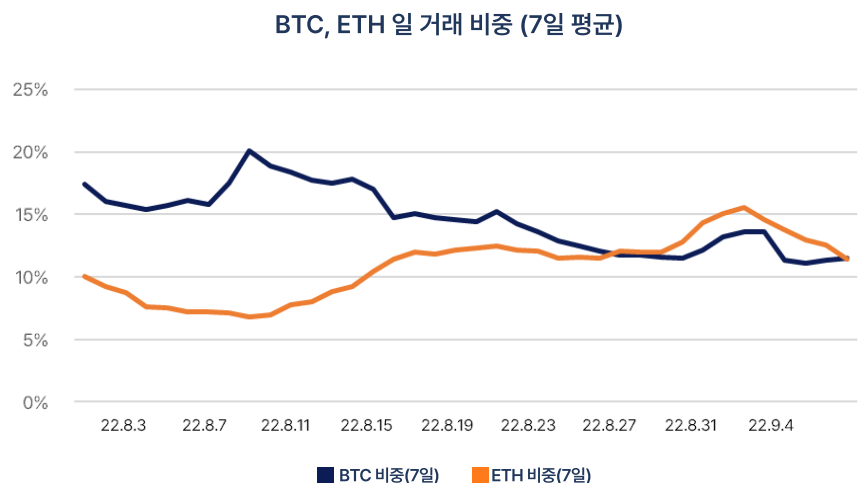
더불어 수수료 소각분까지 감안 시 ETH 잔액은 연간 1~2% 감소하거나, 증가하더라도 1% 이내의 낮은 증가율에 그칠 것으로 예상된다. Deflationary asset로서의 입지를 갖출 것이란 기대도 ETH 가격 상승에 영향을 미쳤다.

2

국내 거래소, ETH 거래금액 BTC 상회

국내 시장에서는 BTC 대비 ETH에 대한 뚜렷한 관심이 거래금액 증가를 통해 드러나고 있다. BTC 거래규모가 8월 들어 감소한 반면 ETH 거래는 전월 수준을 유지하면서 ETH 거래금액이 BTC를 추월하는 현상이 발생했다. 8월 22일부터 총 17일 중 12일 동안 ETH 거래금액은 BTC를 27.9% 가량 상회했다. 국내 거래소에서는 선물, 옵션 거래가 불가능함에 따라 이더리움 Merge에 대한 기대가 ETH 현물 매수로 집중되면서 거래증가와 가격 상승을 견인한 것으로 추정된다.

그림 1. ETH 거래비중, 9월 들어 BTC 역전



자료: 빗썸거래소, 빗썸경제연구소

주: 빗썸거래소 일 전체 거래금액 대비 BTC, ETH 비중

ETH 무기한 선물 미결제 6월 말 대비 73% 급증

무기한 선물

만기일이 별도로 존재하지 않는 선물 계약

미결제약정

반대매매가 되지 않았거나 만기일이 도래하지 않은 계약의 총수. 선물 및 옵션 신규 매매가 증가하면 미결제약정 수량은 증가하고, 반대매매나 권리 행사를 통해 선물 및 옵션이 청산되면 감소함

Funding Rate

무기한 선물시장의 투자심리를 반영하는 지표 중 하나

Funding Rate이 양수일 때는 롱 포지션이 숏 포지션에게 지불하고, Funding Rate이 음수일 때는 숏 포지션이 롱 포지션에게 지불함

*무기한 선물 시장에서도 ETH에 대한 높은 관심이 *미결제약정 증가로 확인된다. BTC 무기한 선물 미결제약정 규모가 6월 말 전저점 대비 24% 증가에 그친 반면 ETH 미결제약정은 동 기간 73% 급증했다. 선물시장에서 ETH 레버리지 포지션이 크게 증가한 것으로 그만큼 향후 가격 변동성에 노출될 가능성을 내포한다.

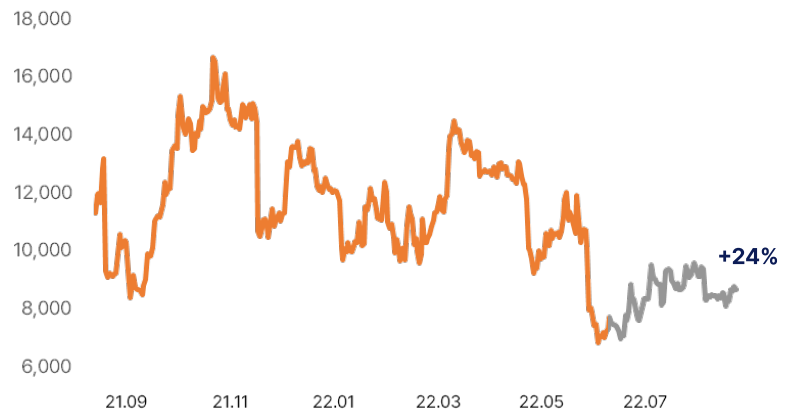
미결제약정이 크게 늘어난 기간 동안 *Funding rate은 (+)에서(-)로 전환되어 13개월 만에 최저치를 기록했는데, 이는 선물시장에서 ETH 매도압력이 높아졌음을 의미한다. Funding rate은 선물시장 심리를 반영하는데, 롱 포지션 비율이 우세한 경우 Funding rate은 (+)를, 숏 포지션이 우세한 경우 (-)를 나타낸다.

미결제약정이 크게 증가하는 가운데 Funding rate이 (-)를 기록한 것은 Merge를 앞두고 ETH에 대한 약세(숏) 심리가 우세함을 반영한 결과다. 최근 ETH 가격이 급등하면서 미결제 약정이 일부 줄어들었는데, 선물 매도 포지션에서 손실이 발생하면서 숏커버(매도 포지션을 끝내기 위한 매수)가 유입되었고 이 과정에서 단기적인 ETH 가격 급등이 발생했던 것으로 추정된다.

그림 2. BTC, ETH 선물 미결제 약정 비교

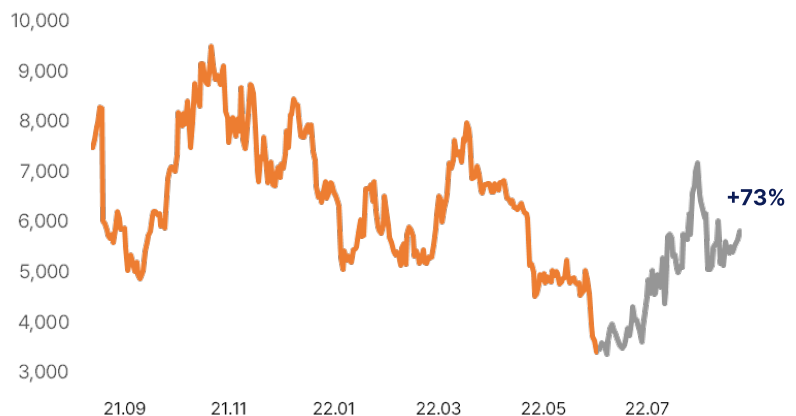
(단위: 백만 USD)

BTC 무기한 선물 미결제약정



(단위: 백만 USD)

ETH 무기한 선물 미결제약정



자료: CryptoQuant, 빗썸경제연구소

옵션시장, Merge 이후 ETH 가격 상하방 변동성 확대에 베팅

옵션

기초자산을 만기일 또는 그 전에 행사가격에 매수하고 매도할 수 있는 권리를 주고 받는 계약

콜 옵션

미리 지정한 행사가격에 기초 선물 계약을 매수할 권리

풋 옵션

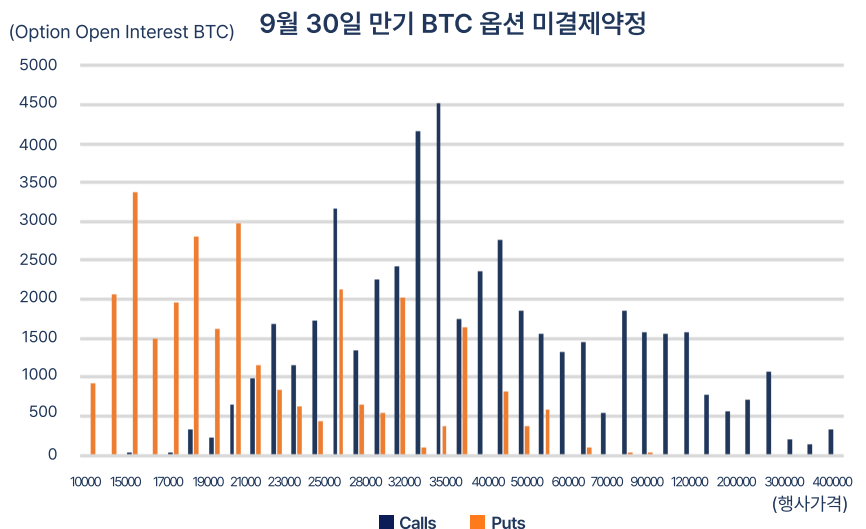
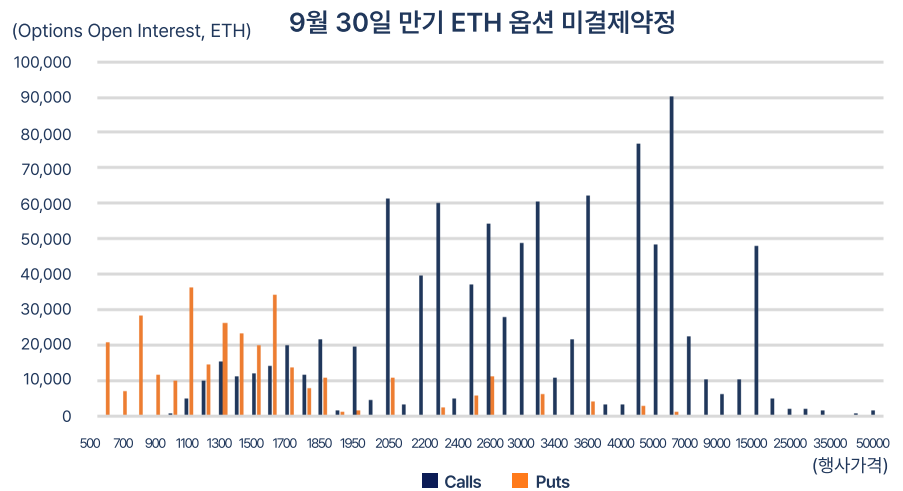
미리 지정한 행사가격에 기초 선물 계약을 매도할 권리

ETH *옵션 시장에서는 strike price(행사가격) \$2,000~\$5,000 사이에서 *콜 옵션 매수 포지션이 집중된 것으로 나타났다. 콜 옵션은 만기일 이전 시장가격이 행사가 이상으로 상승할 경우, 행사가격으로 해당자산을 매수할 수 있는 권리다. 행사가 \$2,000~\$5,000에서 콜 옵션이 다수 포진되어 있다는 것은 향후 ETH 가격이 그 이상으로 상승할 것이란 기대가 형성되어 있음을 의미한다.

한편 9월 말 만기 옵션의 경우 행사가 \$1,000~1,500 사이에서 *풋 옵션 미결제 약정도 상당규모 잡혀있어, Merge 이후 ETH 가격이 \$1,500 이하로 떨어질 가능성에 대비하려는 수요도 확인된다.

옵션시장에서 BTC에 대해서는 ETH 대비 상대적으로 취약한 투자심리가 반영되어 있다. 9월 말 만기 BTC 풋 옵션은 행사가격 \$15,000~19,000 레인지에 상당규모 포진되어 있어 현재 가격보다 하락할 것이란 우려가 반영되어 있다.

그림3. 9월 말 만기 ETH, BTC 옵션 행사가격별 미결제약정



자료: Deribit Metrics, 빙썬경제연구소

Merge 성공 시 선물 숏커버 유입으로 오버슈팅 가능성

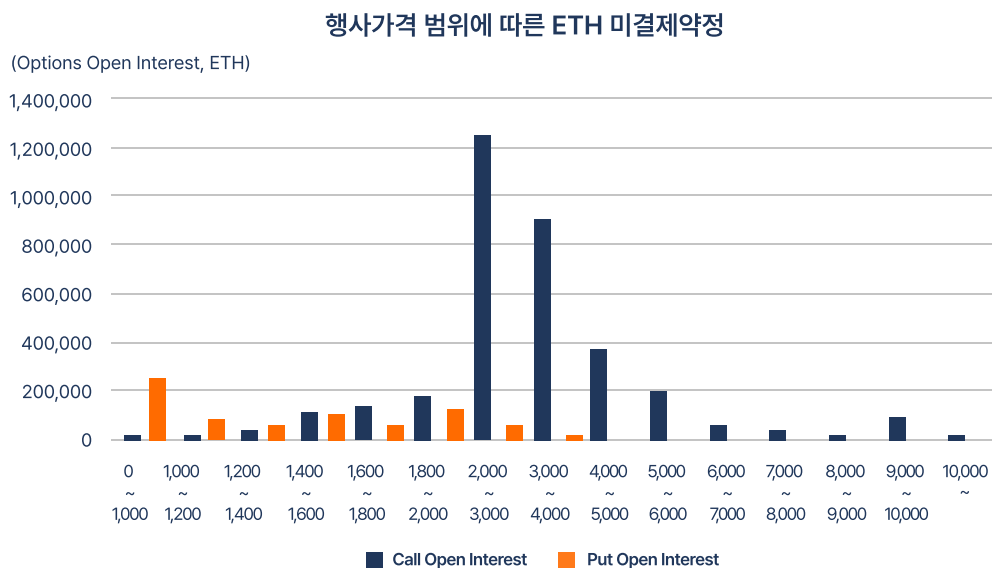
선물시장에서의 (-)펀딩비율과 옵션시장에서의 풋/콜옵션 미결제약정 비율 등은 현재 시장의 투자심리를 투영한 결과일 뿐, 미래 시장가격에 대한 예측력을 갖고 있지는 않다. 그러나 특정 방향으로 심리가 쏠려있는 상태에서 시장가격이 반대 방향으로 크게 움직일 경우 쏠려있던 포지션에서 손실규모가 커지면서 기존 포지션을 종료시키기 위한 반대 거래가 대규모 발생하며 시장 가격에 영향을 줄 수 있다.

예를 들면 현재 ETH 선물시장에 대규모로 구축된 선물 미결제약정은 (-) 펀딩비율을 감안할 때 숏 심리가 우세한 것으로 추정되는데, 만약 Merge 이벤트가 순조롭게 완료되고 ETH 가격이 상승할 경우 숏 커버링(매도 포지션을 종료시키기 위한 매수 포지션 구축)이 유입되면서 오버슈팅이 발생할 가능성이 있다. 추후 진행될 업데이트에 대해서도 낙관적인 심리가 확산되면서 뒤늦게 유입되는 매수와 FOMO(Fear of missing out) 심리 등이 더해져 ETH 가격을 추가로 끌어올릴 것으로 예상된다.

상하이 업그레이드로 관심 이동하면서 가격 반락의 빌미

Merge 성공은 ETH 뿐 아니라 가상자산 시장 전반의 투자심리를 회복시키는 재료가 되고 BTC 대비 ETH의 상대적 강세를 이끄는 요인이 될 것이다. 이더리움 네트워크에 대한 낙관이 반영된 이후에는 상하이 업그레이드 일정과 스테이킹 물량 출회 우려 등으로 시장 관심이 이동하면서 가격 반락의 빌미가 될 것으로 예상된다. 상하이 업그레이드는 Merge 이후 빠르면 2023년 초 실행될 것으로 알려져있다.

그림4. ETH 옵션 행사가격별 미결제약정 (만기일 전체)



자료: Coinglass, 빗썸경제연구소

Merge 진행에 차질 생긴다면 매크로 영향력 피하기 어려울 듯

6

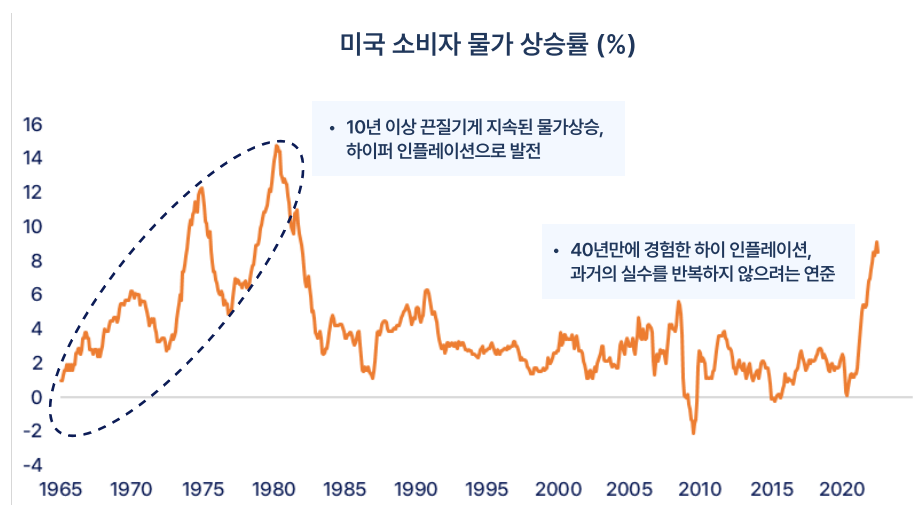
만약 Merge 진행에 차질이 발생한다면?

만약 대다수의 예상과 달리 이번 Merge 업데이트에 차질이 발생하거나 일정이 지연되는 경우 비우호적인 매크로 여건과 맞물려 가상자산 시장은 전반적인 약세 압력을 피하기 어려울 것으로 예상된다. 지난 잭슨홀 미팅에서 연준은 금리인상에 따른 경기둔화를 일정부분 감수하더라도 기대인플레이션을 추세적으로 둔화시키는 것이 중요하다고 강조했다.

잭슨홀 연설에서 파월 의장은 1980년대 초 폴 볼커 의장의 공격적인 기준금리 인상을 성공적인 인플레이션 통제 사례로 들었다. 당시 상당기간 기준금리를 인상해 긴축적인 통화정책을 이어간 것이 궁극적으로 인플레이션을 둔화시키는 데 필요한 일이었다고 평가했다.

지난 잭슨홀 연설에서 파월 의장이 현 상황을 70-80년대 하이퍼 인플레이션 시대와 비교하며 언급한 점은 상당히 의미심장하다. 당시 장기간 지속되었던 인플레이션을 정책적 실수로 보고, 이를 교훈삼아 더 매파적인 정책대응이 필요하다는 결론에 이르렀을 수 있기 때문이다.

그림5. 70년대 하이퍼 인플레이션이 반복되지 않도록 연준은 올 하반기 매파적 정책기조 이어나갈 듯



자료: Bloomberg, 빗썸경제연구소

70년대 인플레이션
통제 실패 사례에서
교훈을 찾은 연준

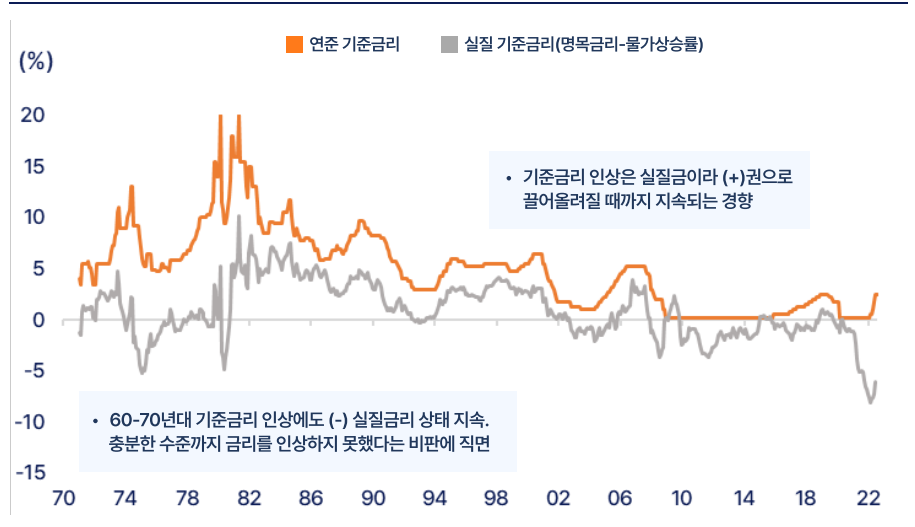
1960년대 중반까지 미국 물가상승률은 2%대에 불과했으나 확장적인 재정정책과 마이너스 실질금리 영향 등으로 1970년 6%대로 높아졌다. 연준은 인플레이션에 대응하기 위해 기준금리를 2%대에서 9%로 인상했고 그 결과 물가상승률은 72년 2% 후반까지 다시 낮아졌다.

물가와 경제성장률이 낮아지자 연준은 기준금리를 3%대까지 낮추며 경기부양에 나섰다. 그러자 1973년부터 물가가 다시 오르기 시작하더니 74년 물가상승률은 12%로 급등했다. 연준은 기준금리를 13%까지 끌어올렸고 이후 물가는 2년간 하락 안정되었다. 그러나 이후 연준이 금리를 낮추면서 물가는 77년부터 재급등하기 시작해 1980년 14%까지 치솟았다.

1960년대 후반부터 1980년까지 인플레이션은 10년 이상 끈질기게 미국 경제를 괴롭혔다. 미 연준은 기준금리를 적절한 수준까지 인상하지 않아 인플레이션을 제압하지 못했다는 비난을 피할 수 없었다. 40여년이 지난 지금 연준은 70년대 사례를 뒤돌아보며 같은 실수를 반복하지 않겠다는 결심을 했을 수 있다.

최근 연준 인사들의 발언을 고려할 때 연준이 생각하는 적절한 기준금리는 실질금리(명목금리-인플레이션율)를 0%에 가깝게 만드는 수준이 될 것이다. 물가상승률이 내년 상반기 4%대로 둔화된다는 전제 하에서 연준이 기준금리를 4%까지 인상하면 내년 실질금리는 0%에 가까워진다. 현재 실질금리는 -6%(기준금리 2.5% - 물가상승률 8.5% = -6.0%)에 달한다. 상당 폭의 금리인상이 여전히 남아있다는 점은 금융/가상자산에 부담스런 부분이다.

그림6. 기준금리에서 물가상승률을 차감한 실질 기준금리 현재 -6%에 달해



자료: Bloomberg, 빗썸경제연구소

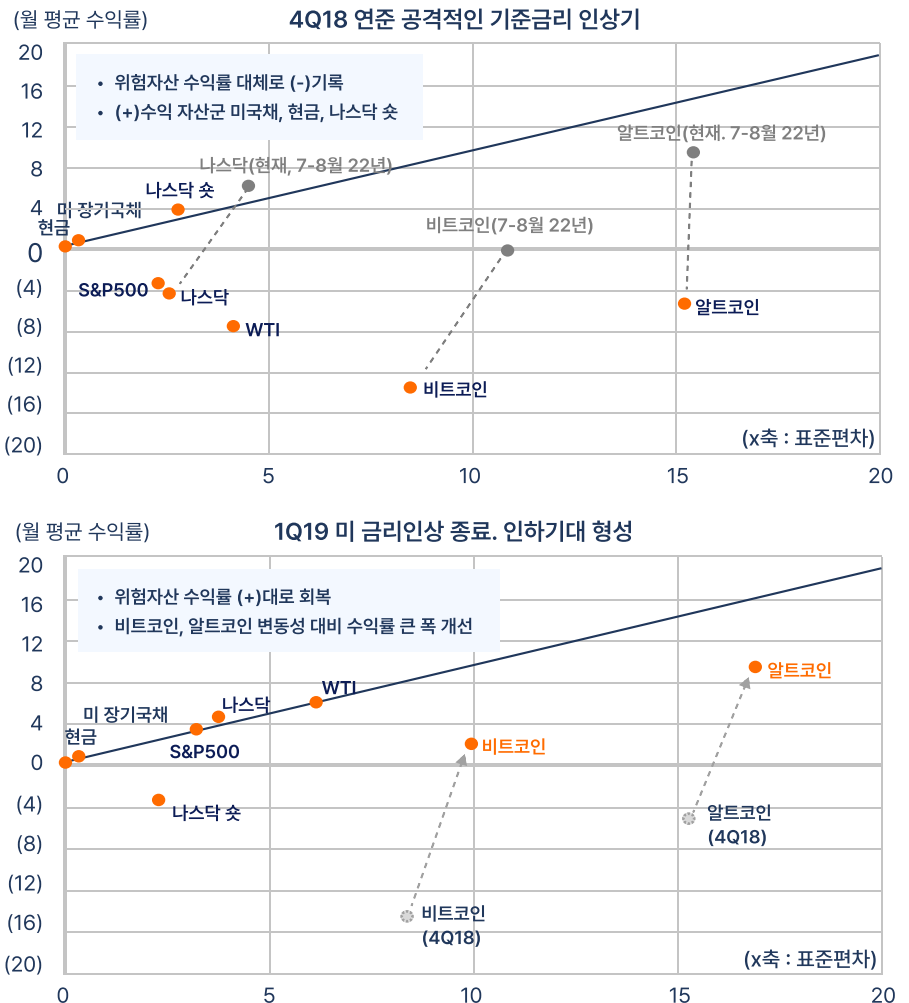
연준의 금리인상과 자산별 성과

연준이 가파른 속도로 기준금리를 인상했던 가장 최근 시기는 2018년이다. 당시 주식, 암호화폐, 원자재, 채권 등 각각의 자산군이 어떤 성과를 보였는지 되돌아보는 것은 앞으로 벌어질 상황에 대비하는데 도움이 될 것이다.

2018년 당시 연준은 매 분기마다 25bp씩 인상해 2018년 말 기준금리는 2.50%에 이르렀다. 금리인상 폭은 현재보다 완만했지만 주식, 가상자산 시장은 가격 조정을 겪었다. 18년 4분기 당시 대부분의 위험자산 월 평균 수익률은 마이너스를 기록했다. 향후 연준의 매파적 성향이 강해질 것으로 예상하는 투자자들은 18년 4분기와 마찬가지로 주식, 가상자산 수익률이 더 낮아질 가능성에 대비해 숏 포지션 등으로 헷지하는 전략을 고려해 볼 수 있다.

연준의 금리인상 종료는 주식, 가상자산 시장의 본격적인 회복을 알리는 신호가 될 것이다. 18년 12월 연준 금리인상이 종료되면서 19년 1분기 모든 위험자산 수익률은 (+)로 전환되었고 비트코인, 알트코인 성과는 주식보다 큰 폭으로 개선되었다.

그림7. 70년대 하이퍼 인플레이션이 반복되지 않도록 연준은 하반기 금리인상과 매파적 정책기조 이어나갈 듯



자료: Bloomberg, 빗썬경제연구소

- 본 자료는 신뢰할 만한 자료 및 정보를 토대로 작성되었으나, 그 정확성이나 완전성에 대하여는 보장하지 않습니다.
- 본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 없으며, 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 위한 자료입니다.
- 투자 여부, 종목 선택, 투자 시기 등 투자에 관한 모든 결정과 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 저작권은 (주)빗썸코리아에 있으며, 어떠한 경우에도 당사의 동의없이 복제, 재배포 될 수 없습니다.