



Market Analysis Report

2023년 04월 14일
코어닥스 리서치센터

Hot Issue

상하이 업그레이드에 따른 이더리움 매도 압력에 대한 검토

[비트코인]

- 2022년 5월 저점인 3,600만원대에서 저항을 받으며 거래량이 급감, 단기 조정장세를 보이고 있으나 조정 마무리와 함께 매수세 유입 시 상승세를 다시 구현할 수 있을 것으로 전망
 - 신규 매수세가 유입되지 않는 점은 악재로 작용할 가능성
-

가상자산 시장동향

[이더리움]

- 단기 조정장 형성하며 240만원대에서 지지를 받고 있으며, 220~240만원대에서 강력한 지지대를 형성할 경우 상승세로 전환 가능성
 - 대형 거래자의 매집 증가, 스테이킹 증가, 이더리움 예치액 지속 증가, 디플레이션 지속 등은 가격 상승에 긍정적
-

코어닥스 소식

- GDAC 거래소 해킹 관련 디지털 자산 출금 한시적 제한

상하이 업그레이드에 따른 이더리움 매도 압력에 대한 검토

김진원 상무이사(kjw99016@coredax.com)

상하이/카펠라 하드포크로 스테이킹된 ETH 인출 가능

이더리움의 상하이/카펠라 하드포크는 2023년 4월 12일 성공적으로 진행되었으며, 스테이킹된 이더리움이 순조롭게 인출되고 있다. 스테이킹된 이더리움 인출과 관련하여 시장에서는 이더리움의 인출에 대해 매도 압력으로 작용할 것이라는 분석과 지속적인 스테이킹 수량 증가와 디플레이션으로 인해 매도 압력이 크지 않을 것이라는 분석으로 나뉘고 있다. 이더스캔(Etherscan) 정보에 따르면 4월 13일 상하이 업그레이드 이후 11만 2,000ETH가 락업 해제되어 인출된 것으로 나타났다. 특히 ETH 가격은 상하이 업그레이드의 성공적 진행과 스테이킹 대비 순인출 규모가 적어 강한 상승세를 이어가고 있다. 여기에서는 상하이/카펠라 업그레이드를 통한 이더리움의 매도 압력을 분석해보고자 한다.

1,800만개의 스테이킹 ETH가 락업 해제될 것으로 전망됨에 따라 ETH 매도압력으로 작용할 가능성

1. 상하이 업그레이드

4월 12일 진행된 상하이/카펠라(Shanghai/Capella) 하드포크는 이더리움의 새로운 지분증명(Proof-of-Stake) 합의 알고리즘에 의해 예치되어 있는 ETH의 인출을 가능하게 하기 위한 것이다. ETH 예치는 비콘 체인(Beacon Chain)이 출시되기 전인 2020년 11월에 최초로 이루어졌으며, 상하이/카펠라 하드포크 이전까지 스테이킹된 ETH를 인출할 수 없었다.

Beacon 체인의 제네시스 이후 일부 스테이커들은 지속적으로 활동해 오고 있으며, 시장의 하락/상승 주기와 함께 2년 이상 스테이커들의 보상은 누적되어 왔다. 이로 인해 잠재적 시장에 대한 많은 추측이 제기되었고, 약 1,800만개의 ETH(ETH 전체 순환공급량의 15%로 330.9억 달러에 해당)가 해제됨에 따라 ETH의 시장가격에 상당한 가격하락 요인으로 작용할 수 있을 것으로 예상되었다.

스테이킹된 ETH의 인출이 ETH의 가격 하락을 유도할 것인지를 분석하기 위해 먼저 다음의 사항을 고려할 필요가 있다.

- ① 스테이킹된 ETH를 인출할 가능성이 가장 높은 사람은 누구인가?
- ② 인출될 ETH 예상수량은 얼마인가?
- ③ ETH 인출은 어느 정도의 매도 압력으로 작용할 것인가?

〈그림 1〉 ETH 총 스테이킹 물량



자료 : Glassnode

ETH 인출은 부분 인출과 전체 인출로 구분

2. 상하이 업그레이드 이후 인출 예상 규모

상하이 업그레이드 이후 ETH 인출은 부분 인출과 전체 인출의 두 가지 유형으로 허용된다. 스킴으로 불리는 부분 인출은 각 검증자의 누적 스테이킹 보상을 자동으로 인출하여 검증자의 잔액을 32ETH로 줄인다. 전체 인출은 검증자로서의 역할을 종료시키고 모든 스테이킹 잔액을 회수한다.

1) 부분 인출(Partial Withdrawal)

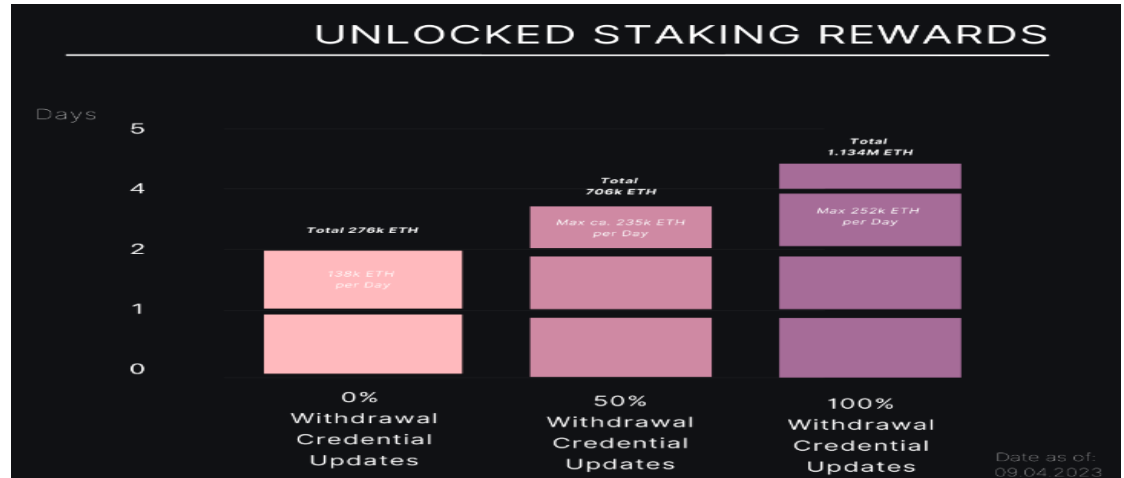
상하이는 2년 이상의 기간 동안 누적된 보상을 한꺼번에 해제한다. 현재 지분증명에 참여하지 않고 있는 초과잔액은 약 1.14백만 ETH로 약 21억 달러에 달하며, 상하이 업그레이드 이후 Beacon Chain에서 자동 인출되어 이더리움 메인넷의 예금자 주소로 자동 전송된다.

글래스노드에 따르면 상하이 업그레이드 이후 모든 검증자가 인출자격 증명을 업데이트하는 경우 4.5일 동안 1.14백만 ETH가 Beacon Chain에서 인출될 것으로 보인다.

부분 인출로 인한 잠재적 매각 수량은 7.6만에서 최대 16.2만 ETH로 예상

다음 차트는 각 사례에서 잠금 해제되는 ETH의 일일 최대 금액과 보상액의 최소 및 최대 금액을 보여준다. 글래스노드는 실제 잠금 해제된 누적 스테이킹 보상액은 최소 70.6만 ETH(약 13.1억 달러)로 예상하였다.

〈그림 2〉 잠금 해제된 스테이킹 보상액



자료 : Glassnode

예금자 규모 순위 차트에 따르면 비기관 예금자의 75%가 대형 보유자들이며, 500명 이상의 검증자 또는 16,000 이상의 ETH 스테이크 잔고를 보유하고 있다. 이러한 재정력을 가지고 있는 예금자들은 매각 압력을 덜 느낄 것이며, 시장의 긍정적인 흐름을 감안할 때 다시 스테이킹을 하거나 누적된 보상을 재투자함으로써 다음 강세를 기다릴 가능성이 높다. 따라서 상하이 업그레이드 후 부분 인출로 인한 잠재적 매각 수량은 7.6만 ETH에서 최대 16.2만 ETH 사이일 것으로 예상된다.

나. 전체 인출(Full Withdrawal)

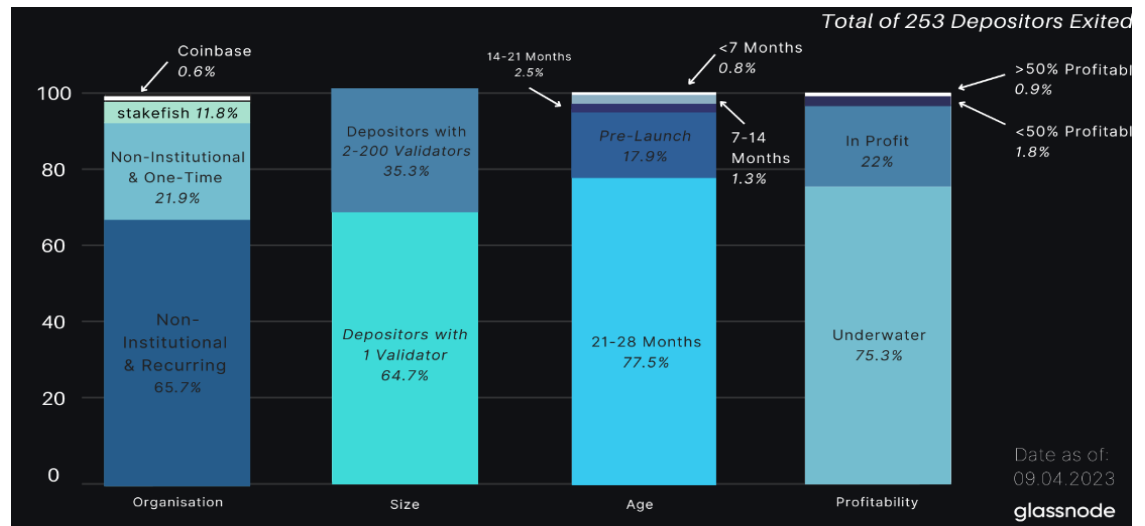
예금자 중 253명만 전체 인출 대기 중

이더리움의 네트워크 보안은 검증자의 과도한 이탈과 스테이킹 물량의 빠른 유출을 방지하기 위한 다양한 메커니즘이 마련되어 있어, 전체 인출은 하루에 제한된 수의 검증자들에 의해서만 이루어진다. 예금자 분포를 보면, 총 253명의 예금자들이 전체 인출을 시작할 것으로 보인다. 지금까지 상위 스테이킹 제공업체 중 코인베이스만 상하이 업그레이드 이후 출금을 허용하겠다고 발표하였으며, 리도(Lido)는 5월에만 출금이 가능하며, 크라켄과 바이낸스는 아직 날짜를 발표하지 않고 있다.

미실현 손실을 안고 있는 초기 예금자들의 매도 압력은 없을 것으로 보임.

또한 기존 예금자는 검증자가 한 명 뿐인 예금자와 Beacon Chain의 출시 전 단계 또는 Beacon Chain 수명의 ¼에 지분을 배치한 예금자이다. 이 기간은 ETH의 강제장과 일치하기 때문에 기존 예금자들이 실현되지 않은 손실을 안고 있는 상황이다. 따라서 미실현 손실을 안고 있는 예금자 그룹으로부터 ETH 매도 압력은 거의 없을 것으로 예상된다.

〈그림 3〉 기존 예금자 분포현황



자료 : Glassnode

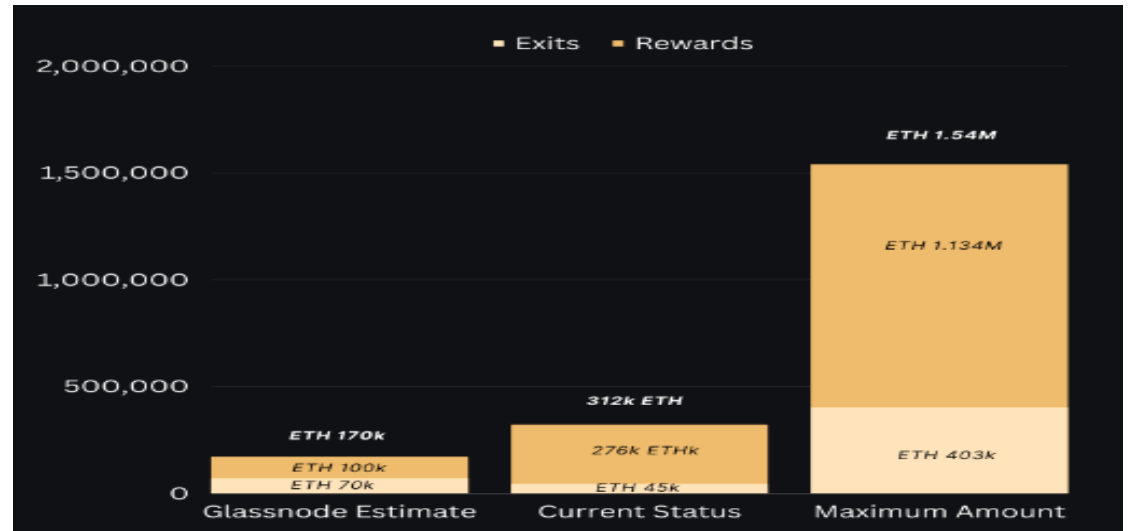
상하이 업그레이드 이후 총공급에 미치는 영향은 크게 3가지로 예상

3. 총공급에 미치는 영향

부분 인출과 전체 인출 모두 상하이 업그레이드 이후 첫 주 동안 잠재적인 공급압력으로 영향을 미칠 수 있다. 글래스노드는 총공급에 미치는 영향을 크게 3가지로 정리하였다.

- 사례 1 : 총 누적 보상액과 주당 허용되는 최대 스테이킹 수량이 인출되어 매도되는 경우, 총 1.54백만 ETH(29.3억 달러)가 유동성을 공급
- 사례 2 : 자격 증명을 한 경우에만 스테이킹 보상을 받는 경우 첫 주에 약 31.2만 ETH(5.92억 달러)가 유동성을 공급
- 사례 3 : 50% 인출 신용 업데이트, 예금자 세분화, 투자자 확산 및 수익성에 대한 가정을 기반으로 총 17만 ETH(3.23억 달러)가 유동성을 공급

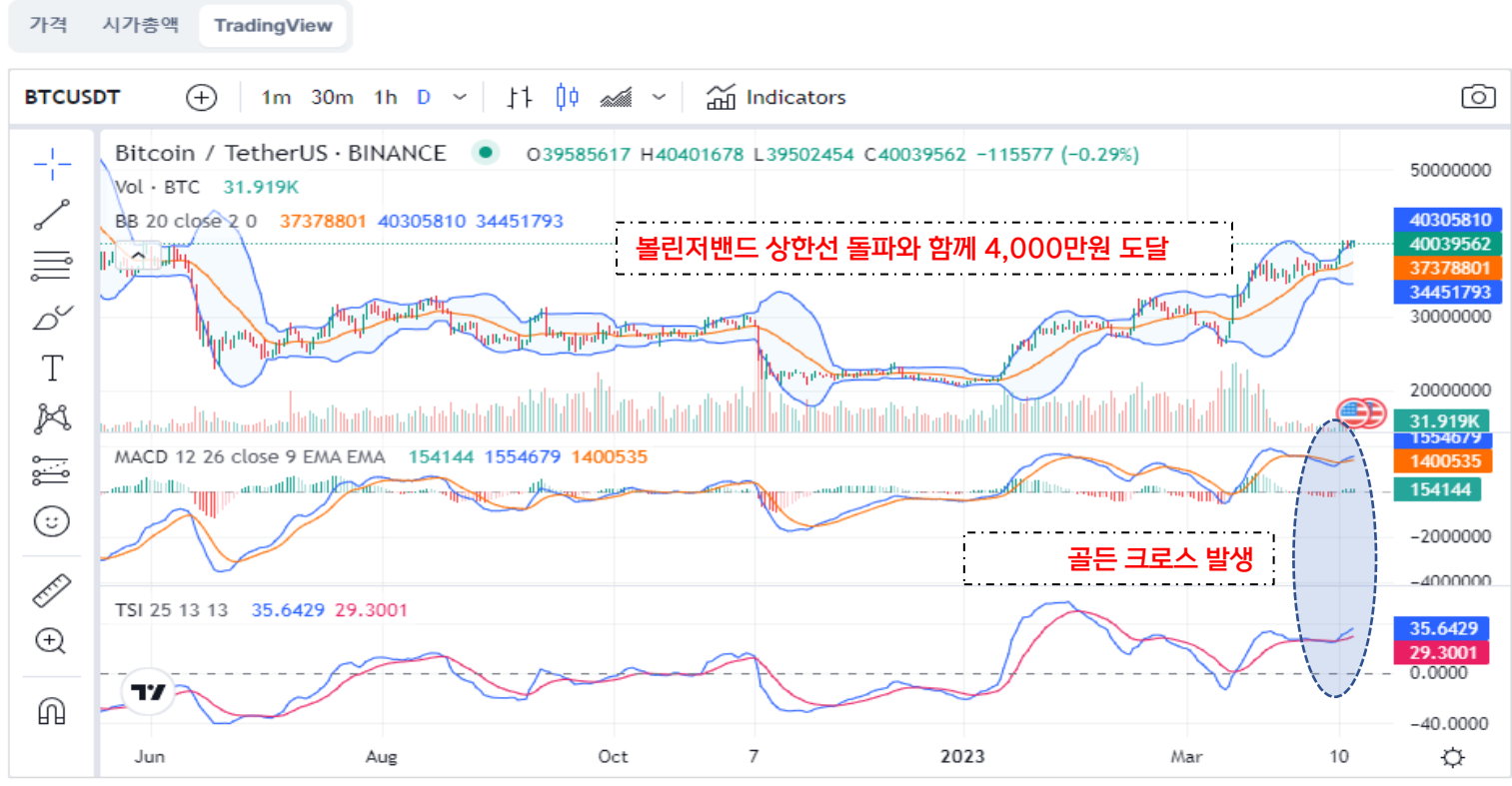
〈그림 4〉 ETH 인출 매도 시뮬레이션



자료 : Glassnode

상하이 업그레이드가 이미 예상되었던 만큼, 스테이킹 물량에 대한 인출은 ETH 시장의 일상적인 거래와 비슷한 규모이며, 이로 인한 가격 하락 압력은 크지 않을 것으로 보인다.

Bitcoin 대 KRW 차트



□ 볼린저밴드 상한선과 함께 4,000만원을 돌파하며 강세장 전환, 2022년 5~6월 저항선이 지지선으로 작용할 경우 4,500만원까지는 무난히 상승할 것으로 전망

- 1) MACD와 TSI 등 기술지표들은 골든 크로스 발생하며 추가 상승 여력 충분
- 2) 미국 CPI 지수에 따른 미 연준의 금리인상 중단 가능성과 함께 미국 주요 주가지수 상승에 따라 상승세 구현

〈상승 요인〉

- 1) 2024년 4월~5월 반감기 진입에 앞서 통상적으로 1년 전 저점이 형성된다는 점, 미국의 소비자 물가와 생산자 물가가 잡히고 있다는 지표가 확인되면서 미 연준의 금리 인상이 종료될 것이라는 기대감 형성
- 2) 실리콘밸리은행 파산사태 등에 따른 비트코인에 대한 대체자산으로의 인식 확대와 함께 비트코인 무기한 미결제약정이 29만 7,000BTC로 2022년 10월 이후 일일 증가폭으로 최대 수치를 기록

〈하락 요인〉

- 1) 미 연준의 3월 FOMC 의사록에서 2023년 하반기 경기침체 전망에 따라 시장 유동성 추가 공급 우려로 차익매물 출회시 가격 하락 조정 가능성

Ethereum 대 KRW 차트



- 샤펠라 업그레이드 활성화와 함께 당초 예상했던 매도물량이 적게 나오는 등의 호재로 인해 270만원 돌파
 - 1) MACD와 TSI 기술지표들의 상승세 지속과 함께 아직 매수 과열 단계에 도달하지 않아 추가 상승 가능성은 충분할 것으로 판단
 - 2) 현재의 상승기조 유지 시 300만원까지는 도달 가능할 것으로 판단되며, 이후 일시 조정이 나올 가능성

〈상승 요인〉

- 1) 샤펠라 업그레이드에 따른 불확실성 해소와 함께 이더리움 인출에 따른 매도 압력이 높지 않아 상승세 유지 전망
- 2) 심리적 저항선으로 작용하던 250~260만원을 돌파함으로써 향후 변동성 확대와 함께 이더리움 디파이 시장에 예치된 총 금액(TVL)은 537억 1,000만 달러로 증가

〈하락 요인〉

- 1) 미국 증권거래위원회(SEC)가 이더리움에 대한 제재 가능성을 열어두고 있는 상황에서 향후 리플의 증권성 판단 여부에 따라 이더리움 가격이 영향을 받을 것으로 예상

가상자산 시장 모니터

□ 2023.04.08 ~ 04.14 주요 가상자산 지표

가상자산	가격(₩)	7d%	7일 거래량(₩)	도미넌스(%)
Bitcoin (BTC)	39,981,149.32	▲ 9.87%	210,837,059,662,303	46.39%
Ethereum (ETH)	2,743,665.71	▲ 13.45%	141,467,812,559,493	19.77%
Tether (USDT)	1,303.40	▼ 0.28%	330,272,567,375,549	6.31%
BNB (BNB)	433,752.94	▲ 6.95%	7,984,752,112,526	4.05%
USD Coin (USDC)	1,302.02	▼ 0.33%	46,360,471,461,196	2.49%
XRP (XRP)	687.33	▲ 3.15%	12,448,432,390,279	2.13%
Cardano (ADA)	570.10	▲ 15.18%	6,517,228,888,893	1.19%
Dogecoin (DOGE)	117.15	▲ 8.35%	9,181,335,496,949	0.98%
Polygon(MATIC)	1,533.54	▲ 6.51%	4,586,199,548,019	0.85%
Solana(SOL)	32,433.74	▲ 21.98%	8,103,444,626,383	0.76%

자료 : CoinMarketCap, 04월 14일 18시 기준

코어덱스 소식

- GDAC 거래소 해킹 관련 디지털 자산 출금 한시적 제한
 - GDAC 거래소 해킹으로 식별되지 않은 지갑에 자산이 이동되어 디지털자산 입출금 중단
 - 코어덱스는 투자자 보호를 위해 GDAC 거래소 및 연관 추정되는 지갑주소로의 입 출금 제한과 함께 이상 거래 모니터링을 강화
 - 디지털 자산은 출금 신청이 완료되면 취소가 불가하므로, 출금 신청 전 출금 거래소 주소를 반드시 확인하여야 함.