

## 디지털자산

# 미 비트코인 현물 ETF 승인 영향

### 미 비트코인 현물 ETF 최종 승인

미국 증권거래위원회(SEC)는 10일(현지시간) 11개 자산운용사의 비트코인 현물 ETF신청서를 동시 승인. 비트코인 현물 ETF 거래는 11일(현지시간)부터 가능. 미국 비트코인 현물 ETF의 특징적인 부분은 1) 낮은 수수료, 2) 현금정산(Cash Only)방식 채택. 비트코인 현물ETF 발행사들의 수수료 인하 경쟁에 따라 중장기적으로 가상자산 거래소에서의 비트코인 거래량은 일부 대체될 가능성이 존재. 한편 ETF 현금정산 방식 채택에 따라 미국 IB들도 비트코인 현물 ETF의 AP로 참여할 수 있게 되면서 향후 IB들의 참여가 증가할 가능성 높음

### 디지털자산 담당 임민호

T.02)2004-9911 / leem.min-ho@shinyoung.com

### ETF 승인의 의의와 영향

비트코인 현물 ETF 출시 직후 단기간 비트코인 현물 ETF에 대한 실수요는 시장 예상보다 저조할 가능성이 존재하지만 현물 ETF는 헤지펀드, 연기금, 독립투자자문사(RIA) 등 제도권의 대규모 자본의 유입 기회를 창출한다는 점에서 의의 존재. 향후 시장에서는 5월 결정이 예정된 이더리움 현물 ETF 승인에 대한 기대가 높아질 것으로 예상. 다만 지분증명 방식인 이더리움은 비트코인과 다른 쟁점 사항이 존재하기 때문에 이더리움 현물 ETF의 승인 과정은 쉽지 않을 것으로 예상

### 비트코인의 가격 조정 가능성도 존재하나 단기 반등 예상

비트코인 현물 ETF 승인 발표 직후 시장에서 가상자산 가격은 알트코인 중심으로 반등하고 있음. 가상자산 시장 강세의 핵심 동인이 비트코인 현물 ETF 승인 기대감이었던 만큼 비트코인 가격 자체의 조정 가능성도 존재. 다만 대만 총통, 미 선거 이벤트 등 지정학적 불확실성이 상존하는 환경에 4월에는 반감기가 예정되어 있고 최소 5월 미 기준 금리가 인하될 가능성이 높아 가격 조정이 나타나더라도 비트코인은 1분기 내 상승 전환할 것으로 예상된다. MV/RV 지표는 2.0 수준으로 과거 사이클 대비 과열 수준은 아니며 MV/RV 1.8 이하 구간에서는 적극적인 매수 기회로 삼을 것을 권고

### 이더리움 중심 수급 전환 가능성. 레이어2 프로젝트에 주목

단기간 이더리움 중심으로 수급이 전환될 가능성이 높음. 비트코인/이더리움 가격 비율은 2022년 5월 이후 최고 수준이기 때문에 이더리움은 비트코인 대비 상대적 가격 메리트가 존재하는 구간. 5월까지 이더리움 현물 ETF 승인 기대감이 존재하며 상반기에는 레이어2 롤업 확장성, 스마트 계약 저장 개선 등을 골자로 하는 이더리움 덴쿤(Dencun)업그레이드가 예정되어 있음. 특히 롤업 기반 레이어2 확장성을 줄여주는 프로토 당크샤딩이 핵심인 만큼 아비트럼, 옵티미즘 등 레이어2 프로젝트들도 강세를 보일 것으로 예상됨

## 미 비트코인 현물 ETF 승인

### 미 SEC, 11개 비트코인 현물 ETF 동시 승인

미 SEC  
11개 자산운용사의  
비트코인 현물 ETF  
전면 승인

미국 증권거래위원회(SEC)는 10일(현지시간) 11개 자산운용사의 비트코인 현물 ETF 신청서를 승인했다. 전일 비트코인 현물 ETF 승인 오보 해프닝이 시장에서는 실질적인 승인으로 간주되면서 발표 당일 비트코인 가격 반응은 상대적으로 제한적이지만 이더리움 등 알트코인은 큰 폭으로 반등하는 모습이 나타났다.

SEC는 나스닥, 뉴욕증권거래소 등 거래소로부터 받은 19b-4 서류(거래규칙 변경)와 자산운용사들이 제출한 S-1(증권신고서) 서류를 동시에 승인했다. 비트코인 현물 ETF 거래는 11일(현지시간)부터 가능하게 된다. 11개 발행사들의 비트코인 현물 ETF 관련 운용 수수료, 지정참가자(AP), 시드 자금 등 세부적인 사항은 다음과 같다.

도표 1. 주요 비트코인 현물 ETF 세부사항

회사	티커	거래소	수수료	지정참가자(AP)	인덱스사	수탁사	SEC 마감일
그레이스케일	GBTC	NYSE	1.5%	제인 스트리트 버추 아메리카즈 맥쿼리 캐피탈 ABN AMRO 클리어링	Nasdaq	코인베이스	24.1.10
Ark & 21Shares	ARKB	CBOE	0.25% (조건부 0%)	제인 스트리트 캐피탈 맥쿼리 캐피탈 버추 아메리카즈	S&P Dow Jones	코인베이스	24.1.10
블랙록	IBIT	Nasdaq	0.3% (조건부 0.2%)	제인 스트리트 JP 모건 맥쿼리 캐피탈 버추 아메리카즈	CF Benchmarks	코인베이스	24.3.14
비트와이즈	BITB	NYSE	0.20% (조건부 0%)	제인 스트리트 맥쿼리 캐피탈 버추 아메리카즈	CF Benchmarks	코인베이스	24.3.15
반에크	HODL	CBOE	0.25%	제인 스트리트 버추 아메리카즈 ABN AMRO 클리어링	MVIS	제미니	24.3.15
위즈덤트리	BTCW	CBOE	0.30% (조건부 0%)	제인 스트리트 맥쿼리 캐피탈 버추 아메리카즈	CF Benchmarks	코인베이스	24.3.15
인베스코& 갤럭시	BTCO	CBOE	0.39% (조건부 0%)	JP 모건 버추 아메리카 제인 스트리트 매릭스 캐피탈 마켓	Bloomberg	코인베이스	24.3.15
피델리티	FBTC	CBOE	0.39%	제인 스트리트 JP 모건 맥쿼리 캐피탈 버추 아메리카즈	Fidelity/CoinMetrics	피델리티	24.3.15
발키리	BRRR	Nasdaq	0.49% (조건부 0.0%)	제인 스트리트 캔터 피츠제럴드	CF Benchmarks	코인베이스	24.4.19
Hashdex	DEFI	NYSE	0.90%	제인 스트리트 버추 아메리카즈	CF Benchmarks	N/A	24.5.30
프랭클린 템플턴	EZBC	CBOE	0.29%	제인 스트리트 버추 아메리카즈 템플턴	CF Benchmarks	Coinbase	24.5.30

자료 : Bloomberg Intelligence, SEC.gov, 신영증권 리서치센터

자산운용사들의  
수수료 인하 경쟁

중장기적으로  
가상자산 거래소 내  
'비트코인 거래' 대체  
가능성 존재

### (1) 운용사들의 수수료 인하 경쟁

미국 비트코인 현물 ETF의 가장 특징적인 부분은 낮은 수수료이다. 발행사들은 막판까지 운용 수수료를 낮게 조정해 S-1 수정 신청서를 제출했다. 비트코인 현물 ETF 간 차별성이 낮기 때문에 초반 시장점유율 확보를 위해 수수료 경쟁이 나타나는 것으로 보인다. 블랙록, 비트와이즈, 위즈덤트리, 인베스코, 발키리는 조건부 수수료를 적용해 초기 기간 수수료 인하 혜택을 제공한다. 미국 비트코인 현물 ETF는 먼저 출시되었던 유럽 비트코인 현물 ETP 대비 수수료에서 뚜렷한 이점이 존재한다.

중장기적으로 비트코인 현물ETF 발행사들의 수수료 인하 경쟁에 따라 가상자산 거래소에서의 비트코인 거래를 일부 대체할 가능성이 존재한다. 가상자산 과세 체계가 도입될 경우 규제 차익이 해소되기 때문에 비트코인 현물ETF의 매력도는 더 높아지게 된다. 다만 단기간 비트코인, 이더리움을 제외한 가상자산의 현물 ETF 출시 가능성은 낮기 때문에 알트코인 거래는 지속적으로 가상자산 거래소 중심으로 이뤄질 것으로 예상된다.

미국 비트코인  
현물 ETF는  
현금정산 방식 채택

(2) 현금정산(Cash Only)방식 채택

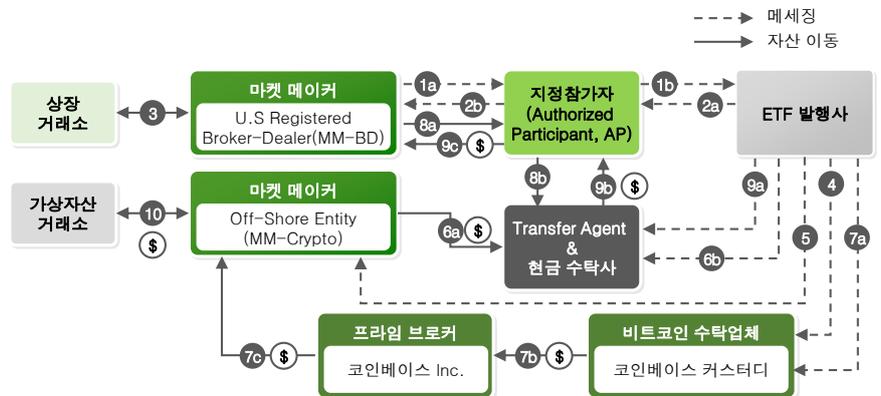
11개 운용사들은 모두 SEC의 권고에 따라 현물정산(In-kind) 방식 대신 현금정산(Cash only)방식을 선택했다. 현물정산은 지정참가회사(AP)가 기초자산(비트코인)을 매수하는 반면 현금정산(Cash only)은 발행사가 직접 기초자산(비트코인)을 매수하는 방식이다. AP는 ETF 발행사에게 설정/환매를 요청하고 ETF 설정단위에 맞는 투자자의 납입금을 자산으로 변경하는 주체를 의미한다.

현물 정산 방식은 운용사가 직접 비트코인 거래를 할 필요가 없고 스프레드와 중개 수수료 등을 완화할 수 있어 비용 효율적인 모델이다. 하지만 SEC는 ETF 중개업자(ETF Execution Agent)의 거래가 자금세탁을 조장할 수 있다는 점을 우려해 현금 정산 방식을 권고했다. 현금정산 방식은 ETF 발행사가 직접 비트코인을 거래하기 때문에 거래 상대방을 특정 거래소와 브로커로 제한할 수 있다. 비트코인 현물 ETF 설정/환매는 장마감 시간인 동부 표준시 오후 4시(한국시간 6시)에 이뤄진다.

JP모건 등 미국 은행들이  
ETF의 AP로 참여 가능

규제 상 자기계산으로 가상자산 보유에 제약이 있는 미국 은행들은 현금정산 방식인 비트코인 현물 ETF의 AP로 참여할 수 있다. 이번에 JP모건이 비트코인 현물 ETF의 AP로 선정된 것은 이와 같은 이유이다. ETF 출시 이후에도 AP 리스트는 확대되기 때문에 AP에 대한 미국 IB들의 참여는 점차 확대될 것으로 예상된다.

도표 2. 비트코인 현물 ETF 현금 상환 시 프로세스



- |  |  |
|--|--|
| <p><b>T+0</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1 마켓 메이커(MM-BD)는 ETF의 NAV(순자산가치)와의 차이로 인해 AP를 통해 환매 주문 제출</li> <li>2 ETF 발행자가 환매 주문을 승인</li> <li>3 마켓 메이커(MM-BD)가 상장 거래소를 통해 ETF 주식을 구매</li> <li>4 ETF 발행자가 비트코인 수탁업체에 지시해 비트코인을 콜드 월렛에서 이동시켜 판매할 수 있도록 함</li> <li>5 ETF 발행자가 MM-Crypto와 거래를 체결하여 비트코인을 미국 달러(USD)로 판매</li> </ol> | <p><b>T+1</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>6 MM-Crypto가 현금을 이체 대리인에게 전달</li> <li>7 비트코인 커스터디 업체가 프라이빗 브로커를 통해 비트코인을 MM-Crypto에게 이전</li> <li>8 마켓 메이커(MM-BD)가 주식을 전달하여 이체 대리인에게 AP를 통해 이체</li> <li>9 ETF 발행자가 현금 수탁사에게 MM-Crypto에 현금을 AP를 통해 지급하도록 지시</li> <li>10 MM-Crypto가 비트코인 포지션 청산</li> </ol> |
|--|--|

자료 : Twitter, 신영증권 리서치센터

투자자 보호 강화된  
금융상품 탄생  
자본 유입 기회 창출

## ETF 승인의 의의와 향후 시장 전망

### (1) 투자자 보호가 되는 비트코인 금융 상품의 탄생. 자본 유입 기회 창출

비트코인 ETF 출시 후 단기간 AUM이 급증할 가능성은 낮지만 잠재 수요를 실질수요로 바꿔줄 수 있는 수단이 도입됐다는 점에서 중기적 시계열에서 비트코인 현물 ETF 승인은 게임 체인저로 여전히 유효하다. 비트코인 현물 ETF 출시는 미국 헤지펀드, 연기금, 독립투자자문사(RIA) 등 미국 기관들의 대규모 자본의 유입 기회를 창출했다. DACFP의 서베이에 따르면, 미 투자자문사의 50%가 비트코인 현물 ETF 등 가상자산 상품을 고객에게 제공할 계획이라고 답했다. 미국 내 공인 투자자문사(RIA)의 운용 자금은 약 114조 달러 규모이며 0.1%가 비트코인 현물 ETF에 유입된다고 가정 시 1,120억 달러 규모의 자금이 유입될 수 있다.

비트코인 현물 ETF는 비트코인에 대한 소유권을 나타내는 금융상품이기 때문에 직접 비트코인을 지갑에 보관하는 Self-Custody 방식과 법적으로 동일하지만 투자자 보호 관점에서 비트코인 현물 ETF가 개인 키(Private Key)분실 등 물리적 위험이 존재하는 셀프 커스터디(Self-Custody) 방식 대비 안전하다. 향후 보유 비트코인에 대한 1) 보유량 증명(Proof of Reserve), 2) 보관 주소 등이 공유될 경우 비트코인 현물 ETF의 신뢰성은 높아지게 된다.

이더리움 현물 ETF 승인에 대한 기대가 높아질 것

다만 승인 과정은 쉽지 않을 전망

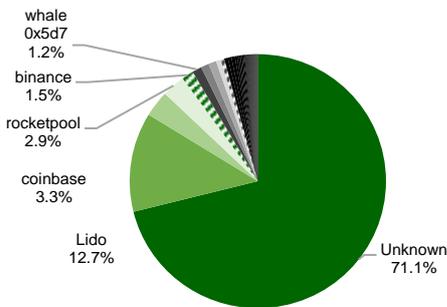
**(2) 이더리움 현물 ETF 출시에 대한 기대가 높아질 것**

비트코인 현물 ETF 승인 이후 이더리움 현물 ETF 승인에 대한 시장의 기대도 높아질 것으로 예상된다. 이더리움 현물 ETF 승인 여부에 대한 최종 결정 시기는 5월 23일에 예정되어 있다. 기본적인 절차는 비트코인과 같은 수순으로 진행될 것으로 예상된다.

다만 이더리움 현물 ETF는 비트코인과 다른 쟁점 사항이 존재하기 때문에 승인 과정은 쉽지 않을 전망이다. 이더리움은 지분증명방식(Proof of Stake, PoS) 방식의 블록체인이기 때문에 펀드가 이더리움 현물을 보유할 경우 중앙집중화 문제가 나타날 수 있다. 유럽에서는 이미 스테이킹이 활성화된 이더리움 현물 ETP인 WisdomTree Physical Ethereum(ETHW), 21 Shares AETH 등이 발행됐지만 미국에서는 논란의 여지가 존재한다. SEC 거래컨슬러 위원장은 스테이킹(Staking)을 통해 거래를 검증하고 보상을 받는 이더리움에 대해 부분적인 증권성 이슈를 제기해왔다. 작년 10월 이더리움 선물 ETF 승인시 SEC는 이더리움의 상품(Commodity) 분류에 대해 이의를 제기하지 않은 상황이다.

기초자산 속성 차이에 대한 시장성에 대한 차이도 존재한다. 최근 인스크립션 등 다양한 사용 사례가 등장하고 있지만 비트코인은 주로 가치저장 수단으로 인식되기 때문에 ETF가 유용한 비히클(Vehicle)이 될 수 있다. 하지만 이더리움은 플랫폼 블록체인으로 스테이킹을 통한 거래 검증 수익을 얻을 수 있기 때문에 스테이킹이 불가능하다면 ETF를 통한 보유 유인이 축소된다. 최근 이더리움 유동성 스테이킹 파생상품 금융(LSDFi)이 각광받으며 이더리움의 직접 보유 유인이 높은 상황이다.

도표 3. 이더리움 스테이킹 풀



자료 : BeaconChain, 신영증권 리서치센터

도표 4. 위즈덤 트리의 이더리움 현물 ETP



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

단기적으로 이더리움 중심  
수급 전환 가능성이 높음

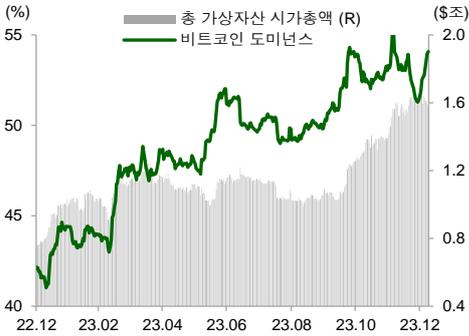
비트코인 가격 조정  
가능성도 존재하나  
MV/RV 지표 상  
과열은 아님

### (3) 비트코인 현물 ETF 승인 이후 가상자산 시장 전망

발표 직후 시장에서 가상자산 가격은 전방위적으로 상승하고 있다(1/11 7시 기준). 단 기간 이더리움 중심으로 수급이 전환될 가능성이 높다. 비트코인/이더리움 가격 비율은 2022년 5월 이후 최고 수준이기 때문에 이더리움은 비트코인 대비 상대적 가격 메리트가 존재하는 구간이다. 5월까지 이더리움 현물 ETF 승인 기대감이 존재하며 상반기에는 레이어2 롤업 확장성, 스마트 계약 저장 개선 등을 골자로 하는 이더리움 덴쿤(Dencun)업그레이드가 예정되어 있다. 특히 프로토 당크샤딩은 롤업 기반 레이어2 가스비를 줄여주기 때문에 아비트럼, 옵티미즘 등 레이어2 테마가 강세를 보일 것으로 예상된다.

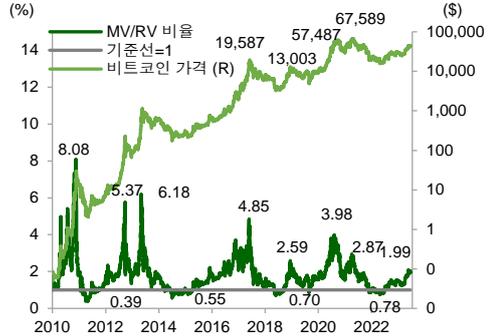
가상자산 시장 강세의 핵심 동인이 비트코인 현물 ETF 승인 기대감이었기 때문에 비트코인 가격의 조정 가능성은 존재한다. 가격 조정이 나타나더라도 비트코인은 1분기 내 상승 전환할 것으로 예상된다. 다만 총통, 미 선거 이벤트 등 지정학적 불확실성이 상존하는 환경에 4월에는 반감기가 예정되어 있다. 인플레이션 압력이 완화되는 가운데 최소 3월 미국 금리인하 기대는 소폭 낮아졌지만 여전히 68% 수준이며 늦어도 상반기 기준금리가 인하될 가능성이 높기 때문에 비트코인 가격에 우호적 환경이다. MV/RV 지표는 1.94 수준으로 과거 사이클 대비 과열 수준은 아니며 MV/RV 1.8 이하 구간에서는 적극적인 매수 기회로 삼을 것을 권고한다.

도표 5. 비트코인 도미넌스



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. MV/RV 비율상 과거 대비 과열 수준은 아님



자료 : CoinMetrics, 신영증권 리서치센터

도표 7. 레이어2 TVL



자료 : L2Beat, 신영증권 리서치센터

도표 8. BTC/ETH 가격 비율



자료 : TradingView, 신영증권 리서치센터

### Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.