

House Always Win

스테이블코인, 거래소에서 답을 찾다

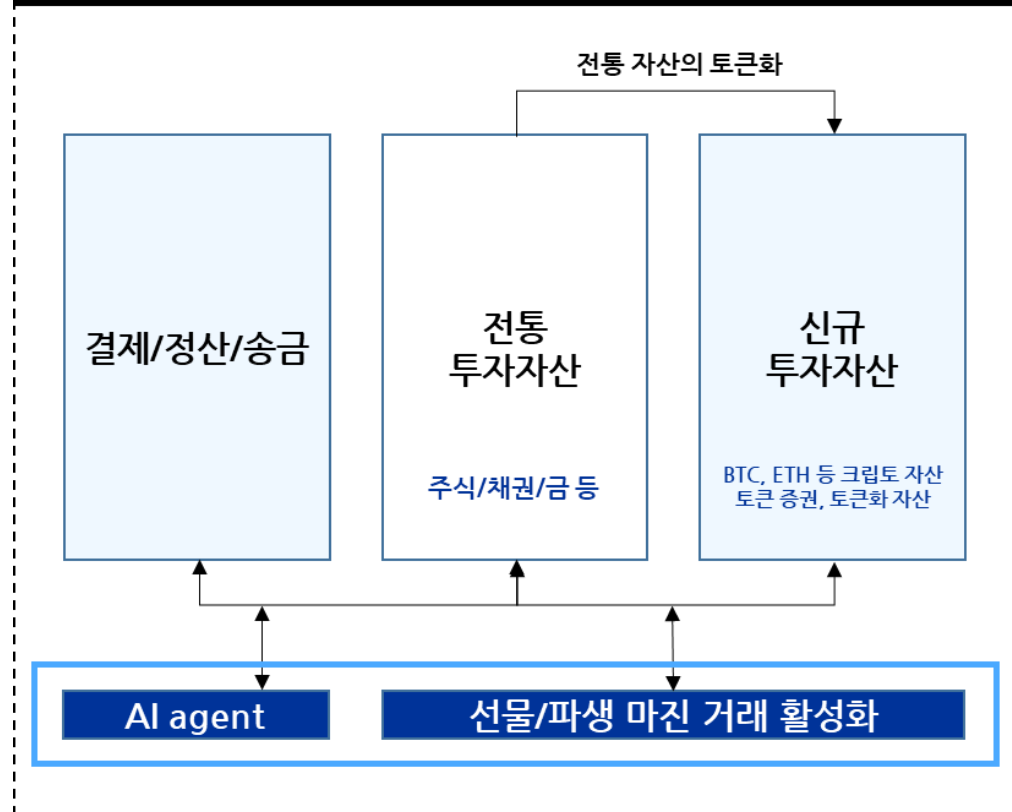


01/	Money Flow	05
02/	존버와 청산의 역사는 반복된다	13
03/	(White) House Always Win	21
04/	기업분석: Circle(CRCL.US), Coinbase(COIN.US)	39
05/	Appendix: 스테이블코인 기초	59

HOUSE ALWAYS WIN

스테이블코인, 거래소에서 답을 찾다

모든 거래는 '스테이블코인'으로 이루어짐



Executive
Summary

by 조태나

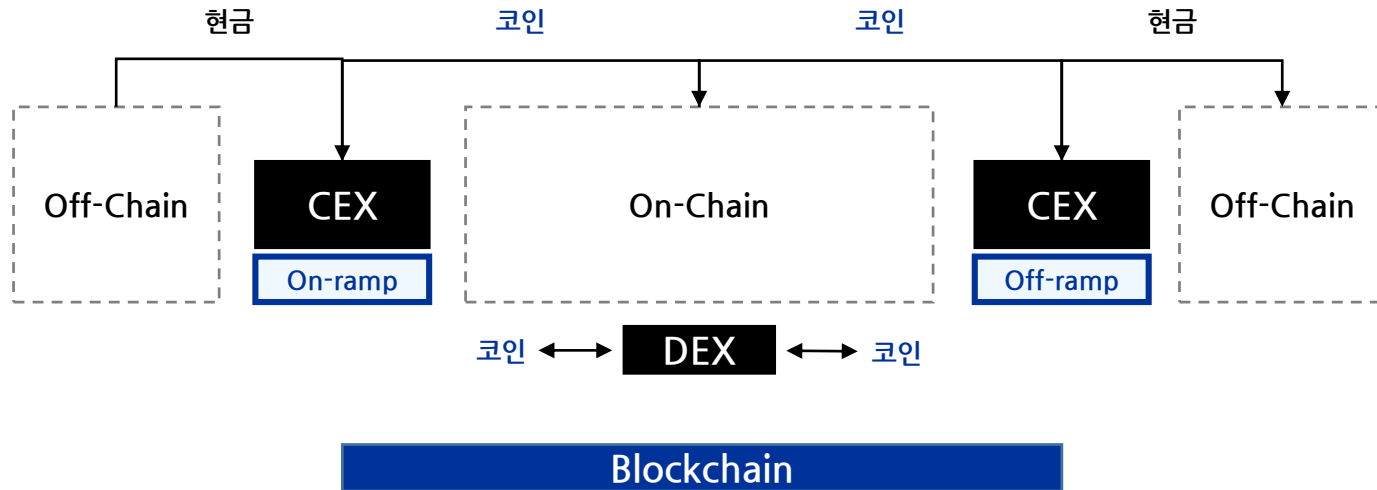
01

Money Flow

크립토 시장의 자금은 어떻게 흐를까

- 현금유입(온램프) → 거래소 수익 창출 → 코인(스테이블코인) 확산 → 프로토콜 및 체인 수익 창출 → 다시 현금화(오프램프)
- 현금이 거래소로 유입되면 현금과 코인의 페어 거래가 발생. 온체인 내에서 자산 이동 시 대부분 스테이블코인의 형태로 이동. 스테이블코인은 거래소 내 페어거래를 지원할 뿐만 아니라 Web3 생태계로 이동하는 보편적 매개체가 된 상황
- 거래소에서 전환된 코인은 본격적인 온체인 활동에 사용됨. 디파이 프로토콜(스테이킹, 렌딩 등)이나 새로운 체인 프로젝트로 유동성이 공급.
- 따라서 '거래소-스테이블코인-체인'이라는 세 개의 축을 동시에 잡는 프로젝트일수록 더 큰 성장을 할 수 있음

CEX, DEX 거래 비중 추이

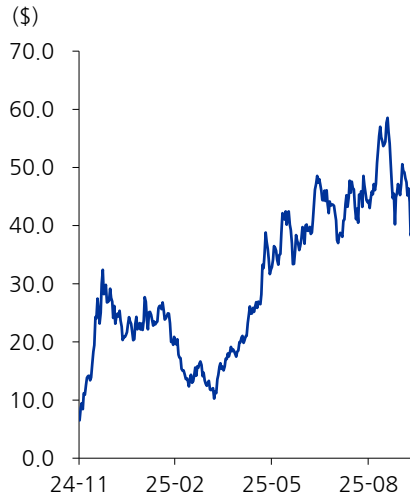


자료: 유진투자증권

지금 가장 뜨거운 삼위일체 프로젝트들

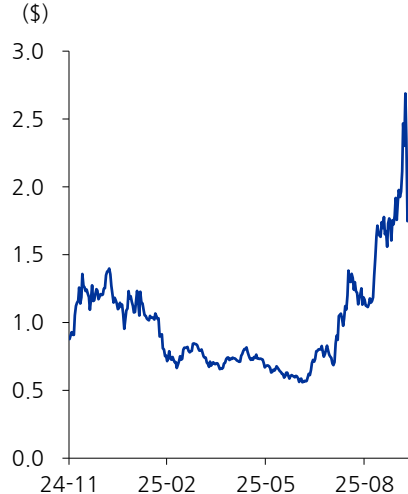
- **Hyperliquid(거래소 중심):** Perp DEX에서 출발해 자체 L1 체인을 개발하고, 네이티브 스테이블코인 USDH 발행을 추진. 거래소 수익→체인 수수료 수익→스테이블코인 수익까지 확장하는 수직 통합 구조 만들어 가는 중
- **Mantle(체인 중심):** 이더리움 L2체인으로, 자체 토큰 MNT와 Bybit 거래소 간 얼라인이 특징. 거래소와 체인이 직접 연결되면서 유저 유입과 유동성 확보가 빠르게 진행되고, 스테이블코인 유통과 디파이 확장까지 함께 모색 가능
- **Ethena(스테이블코인 중심):** 합성달러 USDe를 발행하는 프로토콜로, 델타 헤지 전략을 통해 가격 안정성과 높은 수익률을 동시에 추구. 체인과 거래소에 유동성을 공급하며 시장 확장 중
- 코인베이스 x 서클, 바이낸스, 업비트 등 기존 중앙화 거래소들도 유사한 방향으로 사업을 적극 확장 중

Hyperliquid 토큰 가격 추이



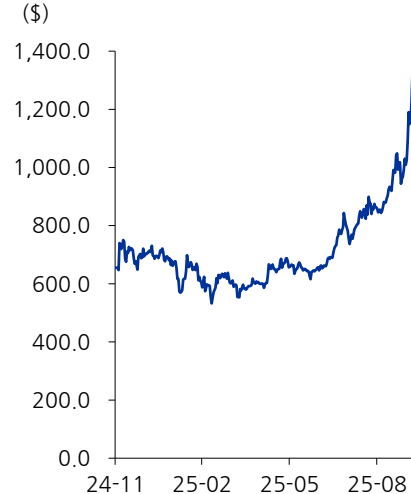
자료: 산업자료, 유진투자증권

Mantle 토큰 가격 추이



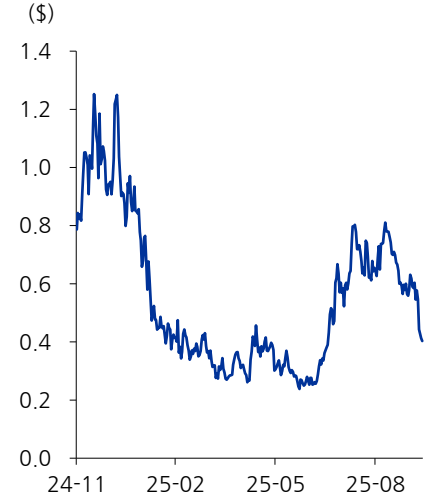
자료: 산업자료, 유진투자증권

BNB 토큰 가격 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

Ethena 토큰 가격 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

직원 11명으로 나스닥만큼 버는 거래소가 있다…?

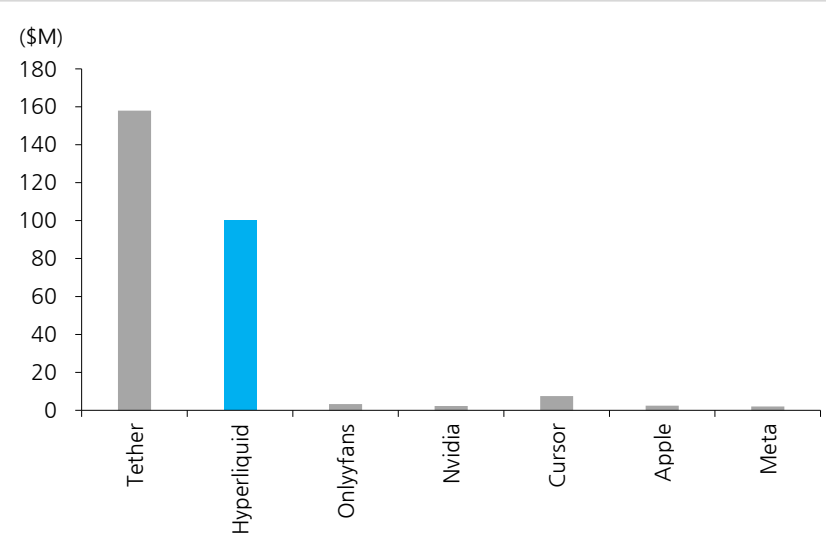
- Hyperliquid(하이퍼리퀴드)는 '24년 11월 자체 L1을 출시한 뒤 '25년 7월 한 달 거래량 약 \$330B를 기록하며 CEX급 체결 경험을 온체인에서 구현. 이 후 스테이블코인(USDH)으로의 확장 전략을 펼치는 중
- 하이퍼리퀴드는 CEX+DEX 통합 글로벌 8위 Perp 거래소로, '25년 2분기 기준 \$653.2B의 거래를 기록하며 DEX 파생 거래를 사실상 주도(DEX 점유율 72.7%). 해당 규모의 트래픽이 스테이블코인 리저브 수익과 직결되기에 USDH를 매개로 한 수익 내재화의 파급력이 매우 클 것으로 예상됨
- 하이퍼리퀴드의 1H25 영업수익(Revenue) 추정치는 \$370M, 연간 \$1B의 수익도 가능할 전망. 인당 영업수익은 약 \$100M 수준으로 Tether에 이어 글로벌에서 두 번째로 높음

하이퍼리퀴드 연간 영업수익 추정 (Base case)

구분	가정	영업수익 (\$B)
1)거래수수료	-거래소 수익은 유지 가정 -상반기 추정 수익 \$0.36B 연환산	0.76
2)스테이블코인 수익	-하이퍼리퀴드 내 USDC \$5.5B 중 60% 도입/전환 가정 -이자 수익 5% 가정, 프로토콜 귀속 60% 가정	0.10
3)Layer1 수익	a)가스비+오더북 체결 수수료 = \$30M~40M -일평균 Perp 거래량 \$7B~\$10B -1만~2만 tx/day 가정 -평균 가스비 \$0.2~0.4/tx -오더북 체결수수료: 거래량의 0.5~1bps 가정 (CEX급 오더북 체계 유지하고 있어 체결 수수료를 온체인 contract수수료로 반영) b) MEV 수익 \$15~20M -청산규모 일거래량 2% 가정 시 약 \$13B 규모 -MEV 추출 0.15% 마진 가정 시 \$19.5M(\$13B*0.15%) -트레이드 순서 배치 및 기타 MEV 수익 \$3~5M	0.06
Total		0.92

자료: Hyperliquid, 유진투자증권 추정치

인당 영업수익(Revenue per Employee) 규모 비교



자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정치

하이퍼리퀴드 USDH 운영권을 둘러싼 전쟁

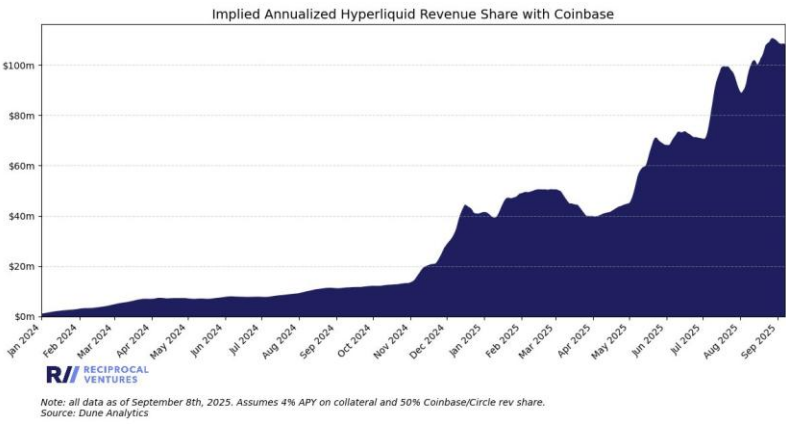
- 하이퍼리퀴드는 USDC \$5.5B에서 발생하는 연간 이자 수익 \$200M을 내재화하기 위해 USDH 발행을 입찰에 부쳤으며, Circle, Paxos, Frax, Native Markets등 대형 발행사 총출동. 그 결과 Native Markets가 공식 티커 확보. 스테이블코인 수익 일부가 체인/토큰 홀더에게 공유될 수 있는 구조를 만들었다는 점에서 상징적
- Paxos, Ethena, Sky 등이 외부 자본 유치와 공격적 확장 전략을 내세운 반면, 네이티브 마켓은 USDH 수익을 생태계로 재투자하는 자생적 성장 모델을 강조. 1) 토큰가치 부양-수익의 50%는 바이백 및 AF(Assistance Fund)에, 2) 생태계 투자-나머지 절반은 Builder Code 기반 비즈니스, HIP-3 디플로이어, HyperEVM 프로젝트 등에 쓰이게 하여 하이퍼리퀴드 내부 성장 선순환을 만드는 전략
- 커뮤니티 투표 결과 53.4%의 지지(약 8천만 HYPE)를 확보하며 네이티브 마켓이 USDH 운영권을 줌. Ethena, Paxos 처럼 외부에서 이미 스테이블코인을 운영한 경험은 없었지만, Hyperliquid 초창기부터 함께한 OG 팀이라는 점에서 커뮤니티 신뢰를 얻게 됨

USDH 운영권 경쟁



자료: Polymarket, 유진투자증권

코인베이스가 수취하는 하이퍼리퀴드 USDC 수익

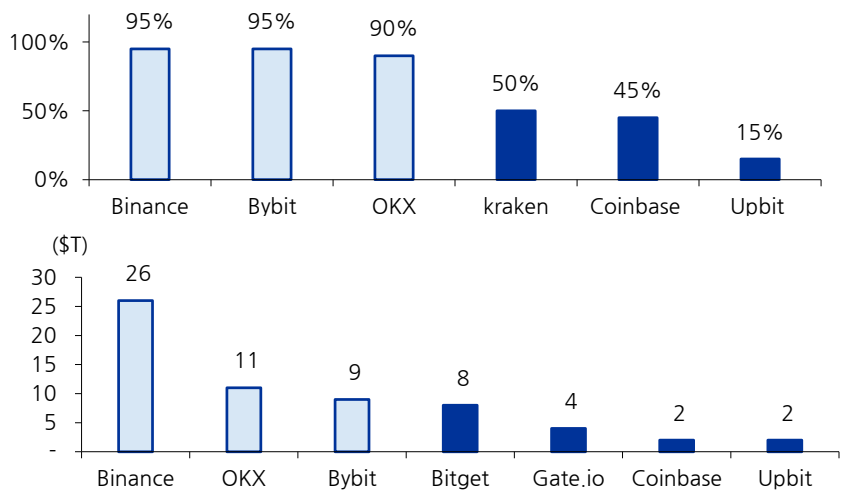


자료: Reciprocal Ventures, 유진투자증권

스테이블코인 핵심도 결국 거래소

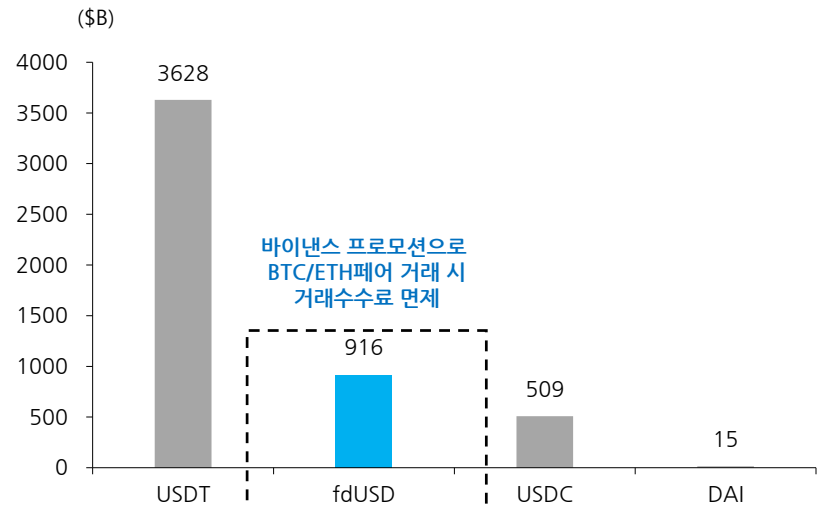
- '24년 기준 전 세계 스테이블코인 관련 온체인 트랜잭션 총액은 약 5.7조 달러. 이미 거래 목적으로 사용되는 통화로 자리 잡음. '25년 7월 말 기준 중앙화 거래소에서 스테이블코인 페어 거래대금은 약 1.68조 달러로 확대. 비트코인 고점 갱신 구간과 맞물려 스테이블코인 기반 체결 비중이 높아지는 경향 확인
- 원화 현금 시장 비중이 높은 한국에서는 스테이블코인 페어 거래가 전체 거래의 약 15%~17% 정도로 상대적으로 낮음.('25년 2월 기준) 반면 글로벌에서는 BTC-USDT페어 등 스테이블코인이 현물 유동성을 사실상 지배하고 있음
- 특히 바이낸스, 바이빗, OKX 등 거래대금이 많은 거래소일수록 스테이블코인 거래비중이 높으며, FDUSD의 경우 바이낸스가 적극적 거래지원을 하며 USDC 보다 높은 거래대금을 기록. - FDUSD는 First Digital Trust(홍콩)가 발행한 스테이블코인으로 바이낸스에서 BTC,ETH < > FDUSD 현물 페어 거래 시 수수료가 면제됨. FDUSD는 Ethereum, BNB 체인 등을 지원

스테이블코인 페어거래 비중 및 거래소별 거래대금(현선물+파생)



자료: 산업자료, 유진투자증권 추정치

주요 스테이블코인 거래대금(2024)



자료: 산업자료, 유진투자증권

거래소, 스테이블코인, 마지막은 체인 구축

- 최근 하이퍼리퀴드, 코인베이스, 서클, 두나무까지 독자 체인을 구축하고 있음. 하이퍼리퀴드는 파생상품 유동성을 전용 체인으로 흡수하고 있고, 코인베이스는 Base 체인을 통해 온체인 사용자 락인과 생태계 확장을 꾀함. 서클 역시 USDC 결제 레일을 자체 체인과 직접 연결하려는 시도를 하는 중. 거래소와 스테이블코인 발행사들이 체인 지배를 고민하는 단계에 진입
- 자체 체인을 이용하면 네트워크 수수료와 MEV 수익을 내제화 하는 효과가 있음. 동시에 체인-거래소-월렛-디앱을 하나의 폐쇄 생태계로 통제
- 거래소가 직접 체인을 운영하면, 네트워크 레벨에서 발생하는 거래 데이터와 유동성 흐름을 모두 통제할 수 있음. 이는 단순 보안 강화 차원을 넘어, 시장 급변 시 대규모 청산, 가격 괴리 리스크를 내부적으로 조정할 여지를 줌. 특히 파생거래소가 자체 체인을 선호하는 이유는, 극단적 변동성 환경에서 외부 체인 의존도가 낮을수록 안정성이 높아지기 때문
- 체인은 단순한 기술 인프라일 뿐 아니라 거래소의 브랜드 파워와 직결되기도 함

거래소, 스테이블코인 관련 기업들의 자체 체인 구축 현황

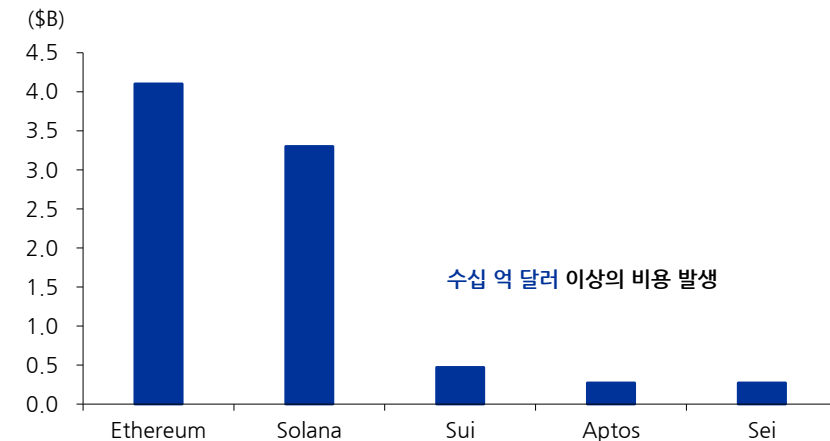
	목적 및 역할	기반 기술	스펙	핵심 강점 및 차별화 포인트
Base(Coinbase)	개발자와 사용자를 온체인으로 쉽게 유입시키는 것을 목표로 함	이더리움 L2 (Optimism OP Stack)	TPS 수천(L2 평균) 블록타임 ~2초	규제 신뢰도, 개발자 친화 미국 대규모 사용자 기반
Arc(Circle)	스테이블코인 중심의 결제, FX 등 USDC를 위한 settlement layer 필요로 탄생	자체 L1, EVM 호환 고성능 합의엔진 Malachite	3,000 TPS 스펙	결제, FX특화 기능을 체인 레벨에서 제공 USDC가 네이티브 가스로 사용됨
GIWA(Upbid)	금융 친화적 블록체인 목표 거래소 중심 사용자 온체인 유입 목표	이더리움 L2 (Optimism OP Stack)	TPS 수천 이상 목표 블록타임 1초	업비트 유동성 직결 금융 서비스 인프라를 전면 포지셔닝
Hyperliquid	초저지연 거래 파생상품에 특화 거래소 구현 목표	오더북 처리하는 HyperCore와 Hyper EVM 두 개 층위로 구성되는 L1	매칭/청산 밀리초 단위 블록타임 1초 미만	파생상품 특화, 고성능 저지연 온체인 오더북 직접 통합

자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권

자체 L1 구축과 이더리움 L2, 무엇을 선택해야할까?

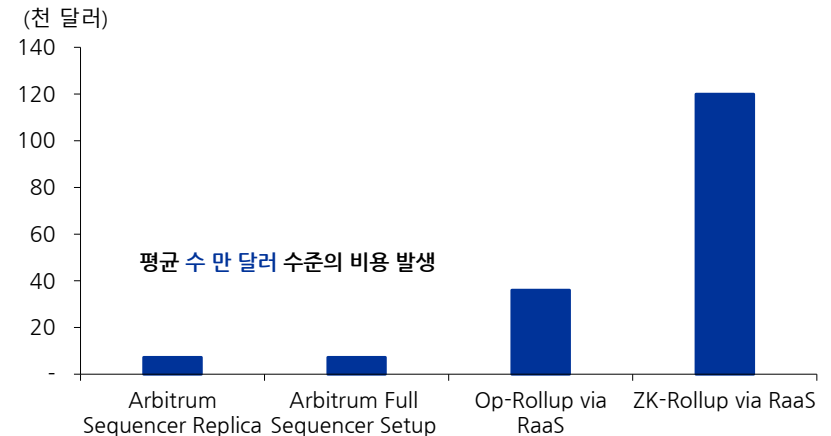
- 이더리움 L2는 검증자 운영을 이더리움에 맡기기 때문에, 독립된 L1처럼 직접 검증자 네트워크를 구축하고 관리할 필요가 없음. 이미 수 년 간 안정적으로 운영된 이더리움의 검증 인프라 위에서 높은 신뢰와 보안을 확보할 수 있음. 이더리움은 이미 수백만 개 이상의 노드를 확보했으면 2020년 PoS네트워크 전환 이 후 단 한시간의 다운타임도 없이 운영. 반면, 코스모스 허브 검증자는 약 180개, 모나드 약 200개 수준으로 자체 L1 노드 확보 쉽지 않음
- L1은 매년 수십억 달러 규모의 검증자 보상비를 부담해야함. 따라서, 불필요한 인플레이션과 인센티브 설계 부담이 있을 수 밖에 없음. 반면, L2는 시퀀서만 운영하면 되기 때문에 연 수백만 달러 수준으로 네트워크가가 유지됨. 자본 효율성과 지속 가능성 측면에서 L2가 자체 L1 구축보다 현실적 대안이 될 수 있음. 실제로 L1을 운영하려면 적게는 연간 2.7억 달러가 필요하지만, 연간 L2 시퀀서/인프라 비용은 수 천~수 만 달러 수준으로 매우 경제적
- L2는 이더리움의 검증자 집단을 통해 보안과 신뢰를 확보하면서도, 실행 환경, 수수료 구조, 거버넌스를 독립적으로 설계할 수 있음. 검증은 이더리움에 맡기되, 혁신적 비즈니스 로직은 스스로 설계하는 구조

주요 L1 연간 네트워크 보안 비용 추정



자료: 산업자료, 유진투자증권

연간 L2 시퀀서/인프라 비용 추정



자료: 산업자료, 유진투자증권

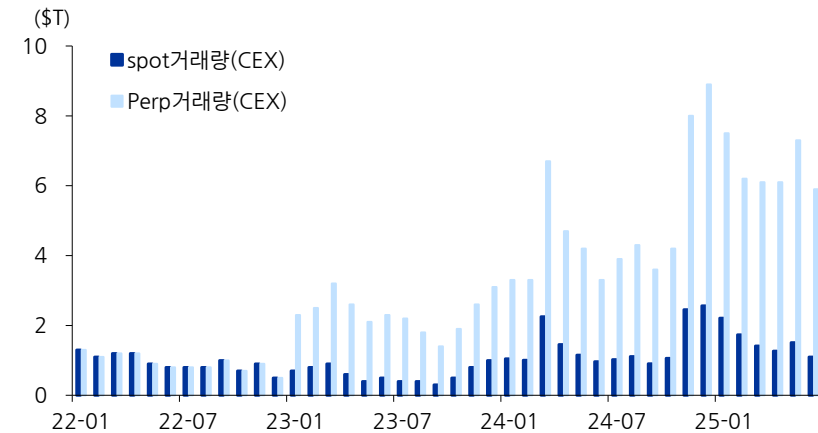
02

존버와 청산의 역사는 반복된다

비트코인 하루에만 \$19B 청산, Perp 시장 성장이 배경

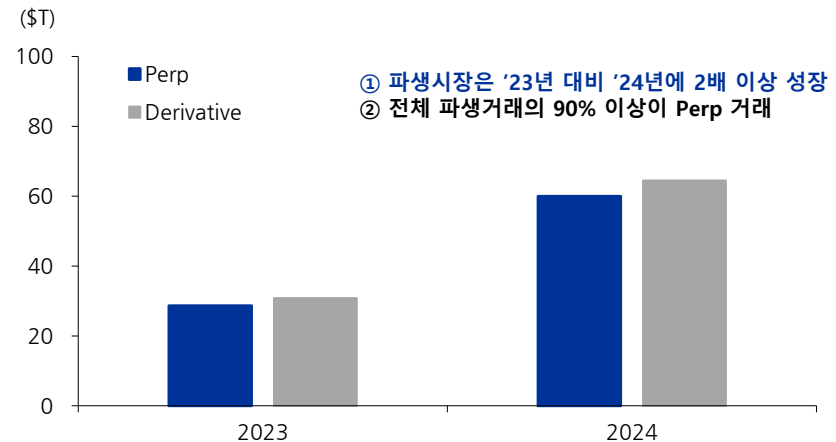
- '25년 2분기 기준 글로벌 암호화폐 파생상품 거래량은 약 \$15.2T로, 현물거래량 \$3.9T의 약 4배 수준. 전체 시장 거래의 80% 이상이 파생상품에서 발생하고 있어, 시장 중심이 이미 현물에서 파생으로 이동한 상태
- '24년 파생상품 거래량이 '23년에 비해 약 1.3배~2배 이상 증가. 파생상품이 시장에서 차지하는 비중과 활용도가 더 커짐. 투자자들은 단기 수익 극대화 와 헷지를 위해 레버리지를 적극 활용 중. 이 과정에서 파생상품 시장으로 유동성이 집중되며, 현물보다 훨씬 큰 거래대금이 형성
- 파생상품 거래는 여전히 바이낸스, OKX, Bybit 같은 CEX가 주도. 하지만 2025년 들어 Hyperliquid 등 DEX 기반 파생 거래소가 등장하며, 온체인 파생 상품 거래 비중도 가파르게 확대되고 있음

중앙화 거래소 Spot, Perp 거래대금 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

연간 파생상품 거래대금 추정



- ① 파생시장은 '23년 대비 '24년에 2배 이상 성장
- ② 전체 파생거래의 90% 이상이 Perp 거래

자료: 산업자료, 유진투자증권

존버와 청산의 역사를 만든 무기한 선물 거래

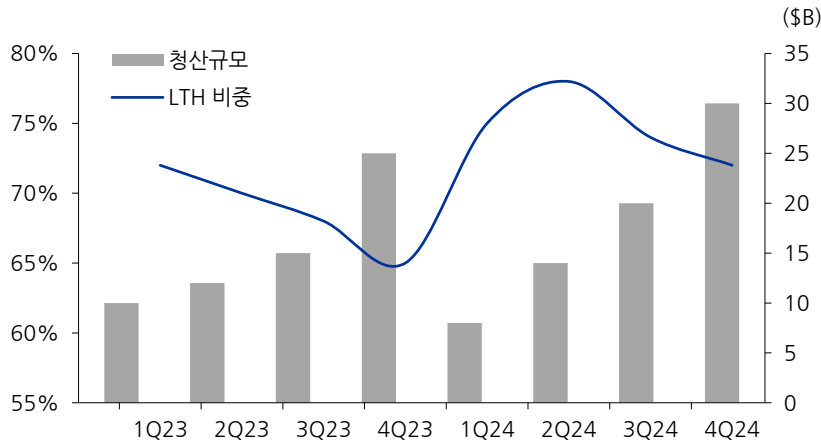
- 무기한선물(Perp)은 암호화폐 시장의 대규모 청산과 변동성의 역사를 만들어낸 핵심 요인으로 작용. Perp 거래량이 특히 폭발적인 이유는 암호화폐 생태계의 여러 특성에 기인
- 1) 레버리지 선호: 소액의 증거금으로 큰 포지션을 운영할 수 있음. 높은 자본 효율성이 핵심 동력
- 2) 연속적 거래: 무기한 선물은 만기일이 없어 롤오버 부담이 없고, 24/7 글로벌 암호화폐 시장의 특성과 완벽히 맞물림
- 3) 전략/파생 생태계 기반: 캐리 트레이드, 델타중립 전략, 파생 기반 스테이블코인 등 다양한 금융공학적 전략이 Perp을 토대로 작동

Perp 활용 거래 전략

전략	방법	기대효과
Directional Trading	상승 전망 시 Perp 롱 하락 전망 시 Perp 숏	적은 자본으로 높은 수익 추구
Cash & Carry Arbitrage	현물 매수+동일 자산 Perp 숏 →펀딩레이트 양수일 때 수익	무위험 또는 저위험 수익
Delta Neutral	Perp 롱숏을 현물 포지션과 조합 전체 포지션 델타=0	시장 방향성에 영향 없이 안정적 수익 추구
Spread Trading	거래소간 Perp 가격 차이 활용	시장 비효율 이용한 차익
Funding Rate Arbitrage	펀딩레이트 높은 거래소에서 숏 낮은 거래소에서 롱	시장 비효율 이용한 차익
DeFi Derivative (ex.ETHENA USDe)	Perp 숏+현물 롱 조합으로 스테이블 수익구조 설계	신종 파생, 스테이블상품 기반

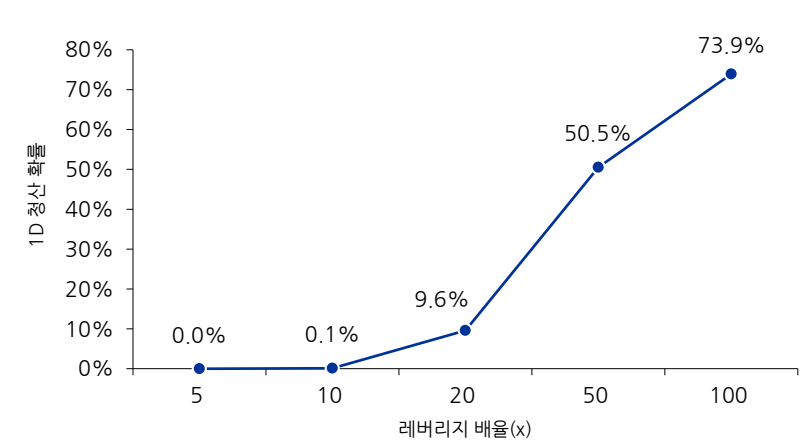
자료: 유진투자증권

분기별 청산 규모 및 LTH(Long-Term Holder) 비중 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권 추정치

레버리지 배율에 따른 일 청산 확률

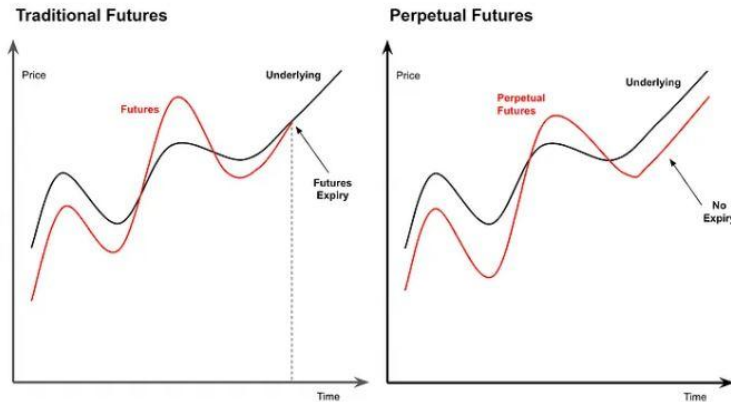


자료: 유진투자증권
주)자산 일변동성 ±3% 가정

선물과 무기한 선물의 차이 비교

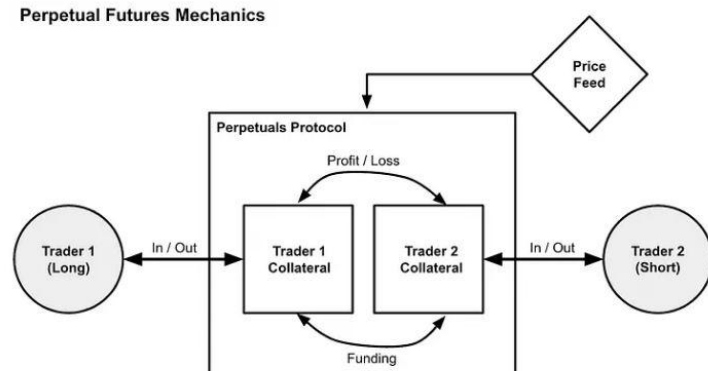
- 만기 구조 차이 : 전통 선물은 보통 매월/분기별 만기가 있음. 반면 무기한 선물은 만기가 없어, 이론상 무한정 포지션을 유지할 수 있음
- 가격수렴 메커니즘: 전통 선물은 만기 시점의 현물 결제 덕분에 자연스럽게 현물 가격에 수렴. 무기한 선물은 만기가 없기 때문에 Funding Rate을 도입해 현물과 선물 간 가격 괴리를 축소하는 방식(일종의 옵션 프리미엄)
- 레버리지 한도: CME BTC선물은 증거금 요건에 따라 일반적으로 2~5배 수준의 레버리지만 제공됨. 반면 무기한 선물은 최대 100배(한 때 125배)까지 허용되며, 이는 자산의 가격이 하루 3%만 변동해도 50배 포지션이 절반 이상 청산될 수 있다는 것을 의미
- 운용 편의성: 전통 선물은 만기마다 롤오버가 필요해 추가 거래 비용이 발생하지만, 펀딩 비용은 없음. 반대로 무기한 선물은 펀딩 비용을 지속적으로 지불하거나 받을 수 있지만 롤오버 부담이 없음. 따라서 트레이더 입장에서는 중단기 투자와 헷지에는 Perp이 더 편리

선물과 무기한 선물 차이



자료: Medium(@Gauntlet), 유진투자증권

무기한 선물 작동방식



자료: Medium(@Gauntlet), 유진투자증권

주요지표 ① - Funding Rate

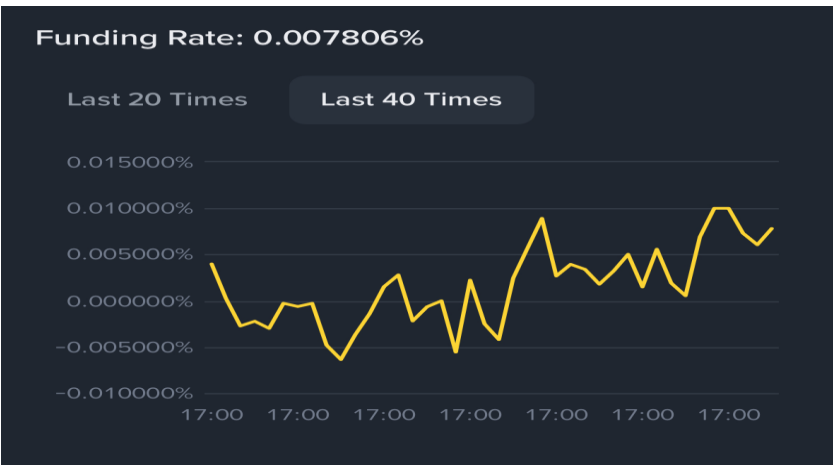
- 무기한 선물은 만기가 없어 현물 가격에 자동 수렴하지 않기 때문에, 가격 괴리를 줄이기 위해 펀딩비(Funding Rate) 제도가 도입. 이는 일정주기(보통 8시간)에 롱과 숏 포지션 보유자 간 비용을 교환하는 방식으로 작동
- Perp가 현물보다 비싸면 롱이 숏에게 펀딩비를 내고, 반대로 Perp가 현물보다 싸면 숏이 롱에게 냄. 이 메커니즘은 포지션이 쏠린 쪽에 불리한 비용을 부과해 시장 균형을 유도하는 것
- 바이낸스BTCUSDT Perp의 평균 펀딩레이트는 약 1bp/8시간 이지만, 강세장 과열기에는 5bp 이상으로 치솟기도 함. 하루 환산 시에는 15bp 수준, 연 율로는 500bp 이상에 해당하기 때문에 트레이더 수익성에 큰 영향을 미침
- 펀딩비는 단순 수수료적 비용이 아니라 캐리 트레이드, 델타중립 전략 같은 구조적 수익 기회의 핵심요소. 동시에 예상과 달리 펀딩 방향이 바뀌면 손실 요인이 되므로, 파생 트레이딩에서 반드시 고려해야 할 변수

Funding Rate 작동방식

펀딩 비율	양수(+)	음수(-)
시장 상황	선물 가격 > 현물 가격 (불 마켓, 롱 포지션 우세)	선물 가격 < 현물 가격 (베어 마켓, 숏 포지션 우세)
지급 및 수령 주체	롱 포지션이 숏 포지션에 지불	숏 포지션이 롱 포지션에 지불
시장 조정 효과	롱 포지션 유지 비용 증가 → 매도 압력 유도 → 선물 가격 하락	숏 포지션 유지 비용 증가 → 매수 압력 유도 → 선물 가격 상승
과도한 양수	가격이 조금만 하락해도 과도한 레버리지를 사용한 롱 포지션들이 대규모 강제 청산되면서 급격한 가격 하락 (롱 스쿼즈) 유발 가능	
과도한 음수	가격이 조금만 상승해도 과도한 레버리지를 사용한 숏 포지션들이 대규모 강제 청산되면서 급격한 가격 상승 (숏 스쿼즈) 유발 가능	

자료: 유진투자증권

BTCUSDT Perp Funding Rate



자료: 바이낸스, 유진투자증권

주요지표 ② - 포지션 관련 지표(이, 거래량)

- 미결제약정(Open Interest, OI)은 청산되지 않은 모든 선물, 무기한 포지션의 총 계약 규모를 의미하며, 시장 내 자본 투입 정도를 보여줌. 일반적으로 강세 구간 직전~강세 구간에는 이가 급증하는 경향을 보임
- 가격 상승과 함께 이가 급증하면 과열(레버리지 롱 쏠림)을, 가격 하락 중 이 감소는 줄청산에 따른 포지션 축소를 의미. 따라서 이추세는 레버리지 포지션의 과열이나 디레버리징 신호로 해석할 수 있음
- 거래소 별 청산 메커니즘이 다르기 때문에 OI의 급변은 특정 거래소 주도의 변동성 확대를 초래할 수 있음
- 거래량은 단기적으로는 유동성과 참여자 관심도를 보여주며, 급등락 시 이와 함께 보아야 의미가 큼

선물 거래 유형별 미결제약정(OI) 변화

시나리오	거래 유형	OI 변동	시장 자본 유입/유출
1	신규 매수 vs. 신규 매도 (새로운 포지션 생성)	↑	신규 자본 유입
2	신규 매수 vs. 기존 매도 청산 (포지션 인수)	-	포지션 소유자만 변경 (자본 이동 없음)
3	기존 매수 청산 vs. 신규 매도 (포지션 인수)	-	포지션 소유자만 변경 (자본 이동 없음)
4	기존 매수 청산 vs. 기존 매도 청산 (포지션 종료)	↓	자본 유출 (포지션 종료)

자료: 유진투자증권

미결제약정(OI)을 활용한 선물 시장 추세 진단

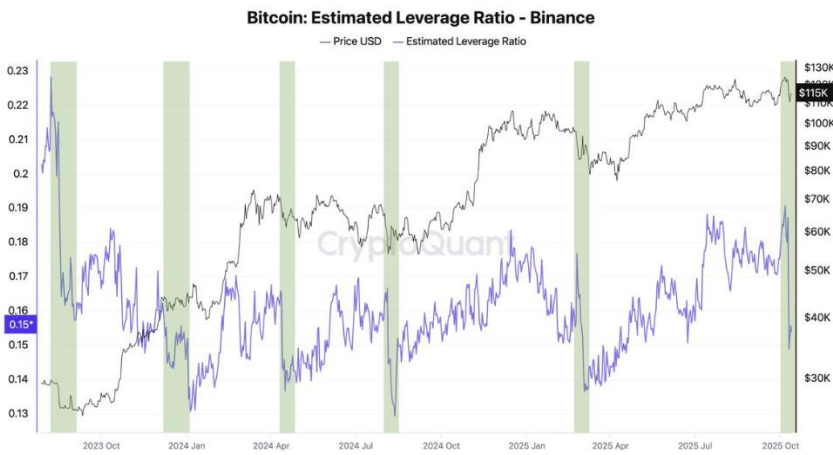
가격 움직임	OI 변화	해석	시장 심리
가격 상승	↑	건전한 강세장: 새로운 매수 자금이 유입되며 추세의 신뢰도가 높음	새로운 롱 포지션이 유입되며 강한 확신
가격 상승	↓	취약한 강세장: 숏 포지션의 청산(스퀴즈)에 의한 상승일 수 있으며, 추세가 곧 약해질 수 있음	숏 포지션 포기, 롱 포지션 이익 실현
가격 하락	↑	건전한 약세장: 새로운 매도 자금이 유입되며 추세의 신뢰도가 높음	새로운 숏 포지션이 유입되며 강한 확신
가격 하락	↓	취약한 약세장: 롱 포지션의 포기(투매)에 의한 하락일 수 있으며, 매도 압력이 약화될 수 있음	롱 포지션 포기, 숏 포지션 이익 실현

자료: 유진투자증권

주요지표 ③ - 청산 위험 지표(레버리지 비율, 청산규모)

- 레버리지 비율(Estimated Leverage Ratio, ELR)은 전체 포지션 규모대비 거래소 예치금(증거금) 비율로 계산되며, 평균 3~5배가 정상 구간. BTC ELR 이 6배를 넘으면 과열구간으로 판단하여 청산 리스크가 급격히 증가. 과도하게 높을수록 연쇄 청산 위험이 커짐
- 일평균 청산 규모(Liquidations)는 \$300M~\$800M으로, 변동성이 매우 큰 이벤트 발생 시 \$1B 이상으로 급등하기도함. 롱 청산이 급증하면 단기 하락 이 가속화, 숏 청산이 집중되면 숏 스퀴즈로 가격 반등 유발
- 교차 청산 메커니즘(ADL/Insurance Fund): 거래소는 연쇄 청산을 막기 위해 Insurance Fund와 자동자산감축(ADL) 시스템을 운영. 바이낸스의 보험 기금 규모는 '24년 중반 기준 약 \$400M, Bybit은 \$200M 이상으로 추정
- 일 청산액이 총 이의 2%를 넘는 구간은 강한 변동성 장세의 전조 증상으로 해석. 예를 들어 '24년 8월 BTC가 급락할 때 이 대비 청산비율이 3.5%를 기록하며 단기 조정이 매우 심화됨

ELR 하락 = Market bottom?



자료: Cryptoquant, 유진투자증권

ADL 작동 방식

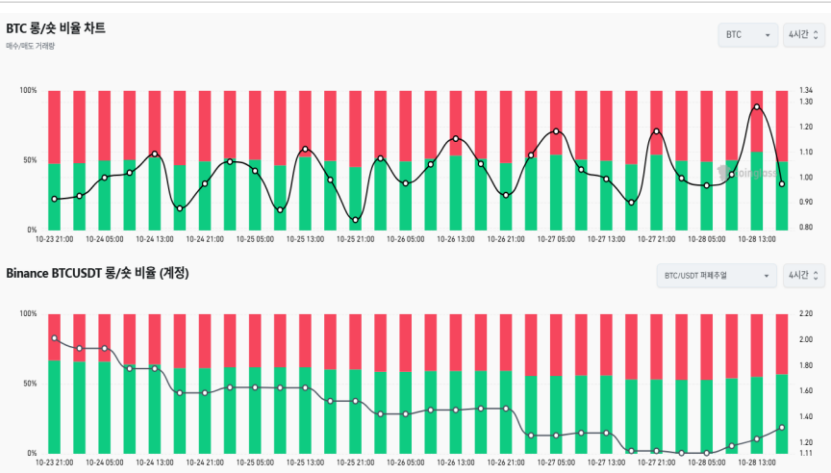
구분	내용
발동 조건	시장 상황이 극단적이어서, 보험 기금 잔액이 청산 손실을 감당할 수 없을 때 (<=0 일 때)
핵심 원리	시스템이 인수한 청산 포지션을, 반대 방향에 있는 고수익/고레버리지 포지션(ADL 대상)과 강제로 상쇄시켜 종료함
결제 가격	ADL 대상 포지션은 시스템이 인수한 청산 포지션의 파산 가격 (Bankruptcy Price)으로 강제 종료됨
순위 결정 기준	포지션의 레버리지 수익률(Leveraged Return)을 사용
선정 우선순위	레버리지 수익률이 높을수록 ADL 대상이 될 위험이 커짐
포지션 상태별 우선순위	수익을 보고 있는 포지션이 손실을 보고 있는 포지션보다 우선적으로 선정됨

자료: 유진투자증권

주요지표 ④ - 기타 시장 심리 지표

- 펀딩비 방향성: 평균 펀딩비가 지속적으로 양수이면 과열, 음수이면 숏 과열을 의미. 시장 전체 평균 펀딩비가 +0.02% 이상 지속되는 기간은 통상적으로 단기 조정 전조로 작용
- 롱/숏 비율: 시장 방향성 심리를 나타냄. 바이낸스 기준 BTC 롱비율이 65% 이상이면 과열, 50% 이하면 숏 포지션 우위로 해석
- Leverage Sentiment Index : 펀딩비, OI, 거래량을 합산한 복합 심리지표로, 높은 OI와 양수 펀딩비가 동시에 나타날 경우 과열 신호로 봄
- 공포탐욕지수(Fear&Greed Index): 온체인 및 파생지표를 반영한 대표적인 심리 지표로, 극도의 공포 상황을 잠재적 매수 기회, 극도의 탐욕 상황을 잠재적 매도 시점으로 해석 가능

BTC, USDT 롱숏 비율



자료: Coinglass, 유진투자증권

Fear and Greed Index Chart



자료: Coinmarketcap, 유진투자증권

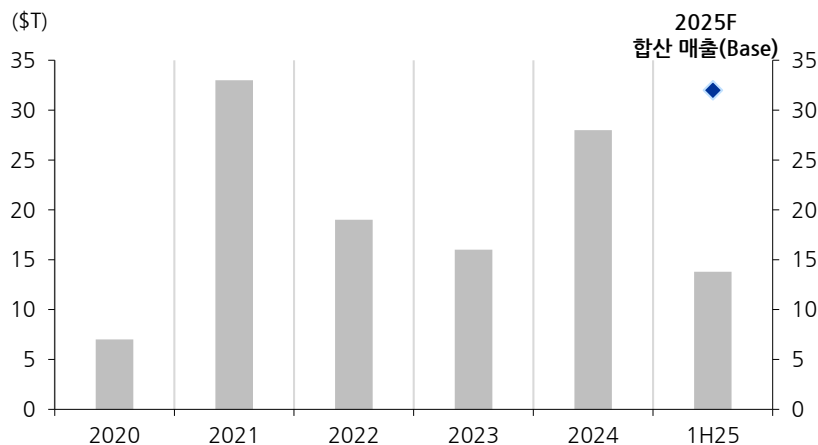
03

(white) House Always Win

이러나 저러나 거래소는 돈을 ‘잘’ 번다

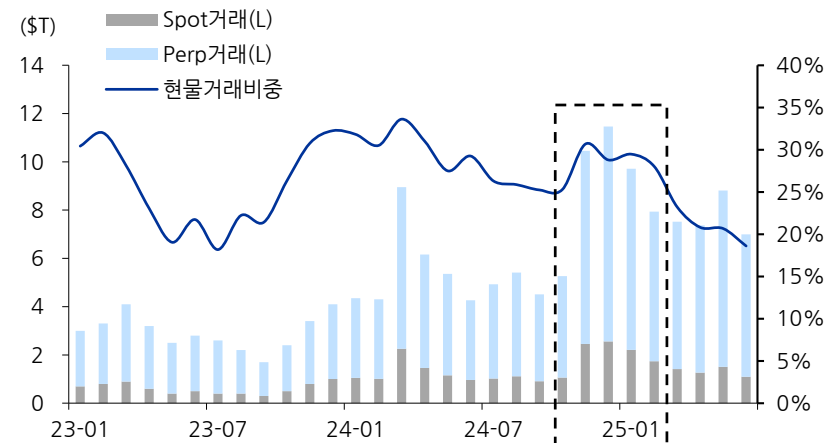
- 대부분의 블록체인 관련 비즈니스가 약세장에 수익을 내기 어려운 반면, 거래소는 약세장에도 비교적 수익이 안정적
- 거래소는 매매 방향성과 상관없이 모든 거래로부터 수수료를 취득. 유저의 수익과 상관없이 변동성과 거래량만 확보되면 돈을 버는 구조. 최근에는 파생 상품 청산 수수료, 펀딩 수익, 스테이블코인 준비금 운용 등 손해를 보기 어려운 사업 모델을 보유
- '20년 약 70억 달러 수준이던 주요 거래소 합산 매출은 '21년 300억 달러까지 상승 후 '22~'23 약세기 때 감소했으나, '24년 거래대금 급반등하며 다시 \$26~28B까지 상승 기록
- 현재 글로벌 CEX 거래대금의 70% 이상이 파생 거래인 상황. 무기한 선물 거래(Perp) 거래대금 급증하고 있지만, 현물 거래 대비 수수료가 낮음
- 거래소들은 운영비가 상대적으로 제한적이이기 때문에 영업이익률이 50~70%에 달하는 경우가 많음. 두나무(Upbit)은 2024년 매출 약 \$1.1B, 영업이익 \$0.8B를 기록(이익률 70% 내외)했으며, 바이낸스, 코인베이스의 경우에도 전통 핀테크, 블록체인 기업보다 월등히 높은 수익성을 보임

주요 CEX 합산 매출 추정치



자료: 각 사, 언론종합, 산업자료, 유진투자증권 추정치

Spot/Perp 거래비중 추이

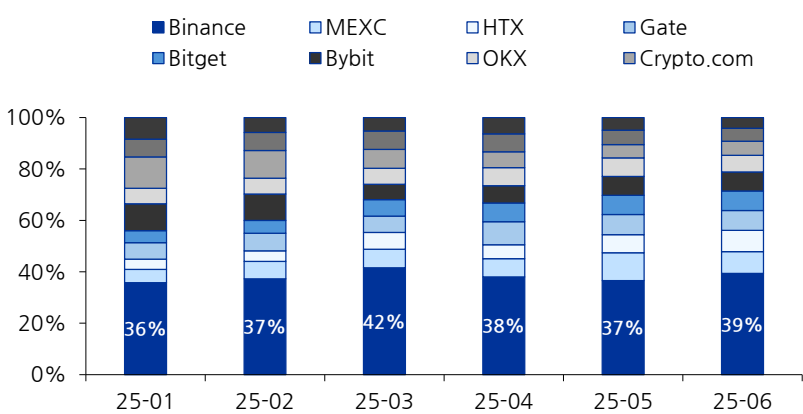


자료: 산업자료, 유진투자증권

중앙화 거래소, 지금은 바이낸스가 압도적 1위지만

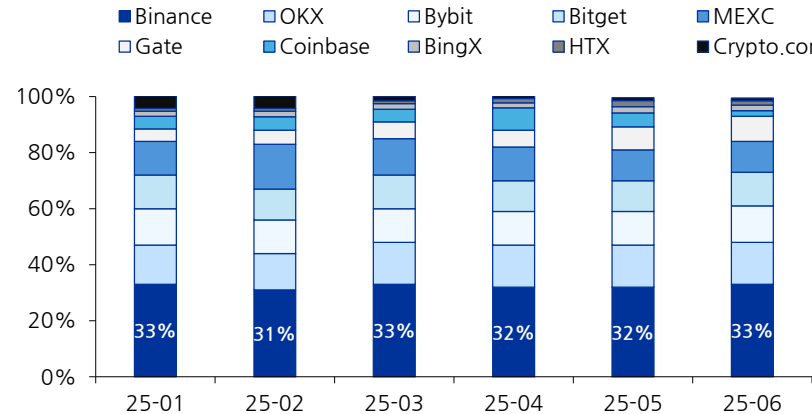
- 중앙화 거래소(CEX)는 운영 주체가 사용자 자산을 보관하고 주문을 중개하는 구조. 빠른 체결 속도, 높은 유동성, 편리한 IO/UX가 장점이지만, 내부 부실 운영 같은 중앙화 리스크 존재
- 시장점유율은 바이낸스가 압도적 1위. '25년 7월 기준 바이낸스는 전체 스팟거래 시장에서 약 39.8% 점유율 차지, 한달 거래량은 \$693B으로 전월 대비 +61.4% 증가. 반면 코인베이스는 점유율이 5.8%로 하락하며 거래 순위 9위 유지
- '25년 상반기 CEX 전체 거래량은 \$9.36조에 달하며 '21년 이후 가장 높은 거래량 기록. 그러나 2분기 거래량은 전분기 대비 -27.7% 하락

중앙화거래소 Spot 거래 점유율(2025)



자료: 산업자료, 유진투자증권

중앙화거래소 Perp 거래 점유율(2025)

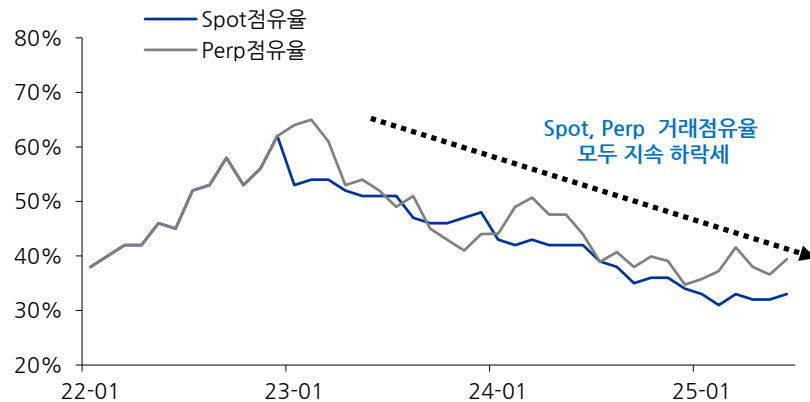


자료: 산업자료, 유진투자증권

바이낸스의 독주가 지속되기는 어려울 것

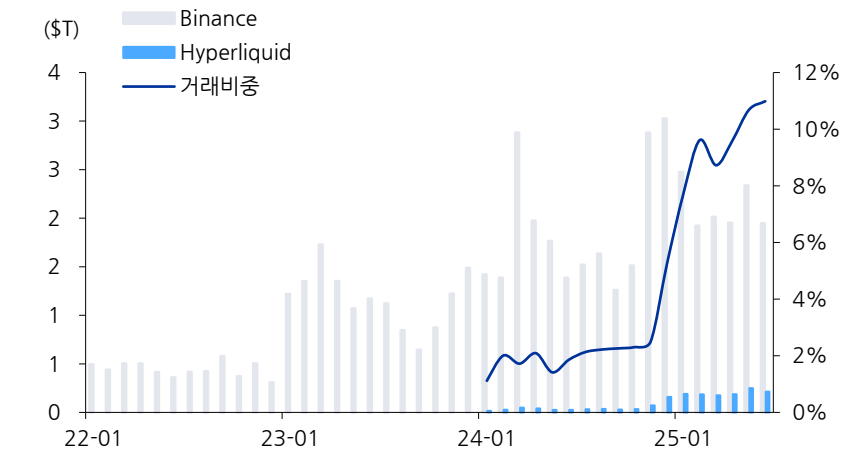
- 규제 밖 거래소>규제 거래소: 높은 레버리지와 규제 회피로 제도권 거래소들보다 규제 밖 거래소의 거래 대금이 더 많음
- 고레버리지 파생상품 중심의 성장: 규제 밖 거래소들은 선물, 옵션, Perpetual 같은 고위험 파생상품을 앞세워 폭발적 성장을 이어감. 최대 100배 레버리지와 낮은 KYC 기준이 개인투자자 유입 가속화 했지만, 청산 리스크와 투자자 피해도 키움
- 역외 운영과 글로벌 확장 전략: 바이낸스, Bybit, OKX 등은 규제 부담을 회피하기 위해 카리브해, 세이셸, BVI 같은 역외 법인을 활용. 글로벌 이용자 기반을 확보했지만, 각국 당국으로부터 지속적 제재와 조사대상이 됨
- 준법 리스크와 최근 당국 대응: 최근 미국 CFTC는 FBOT(외국거래소 인정, Foreign Board of Trade)제도를 재점검하며, 역외 거래소도 미국 투자자에게 서비스를 제공하면 규제 대상으로 삼겠다는 것을 강조. Bybit, Binance, OKX가 사실상 FBOT 등록 요구 받을 가능성 높음(제도권 유입) 향후 거래소별 거래 점유율이 매우 급격히 변화할 것으로 예상

바이낸스의 Spot, Perp 거래 점유율



자료: 산업자료, 유진투자증권

바이낸스 대비 하이퍼리퀴드 Perp 거래 비중

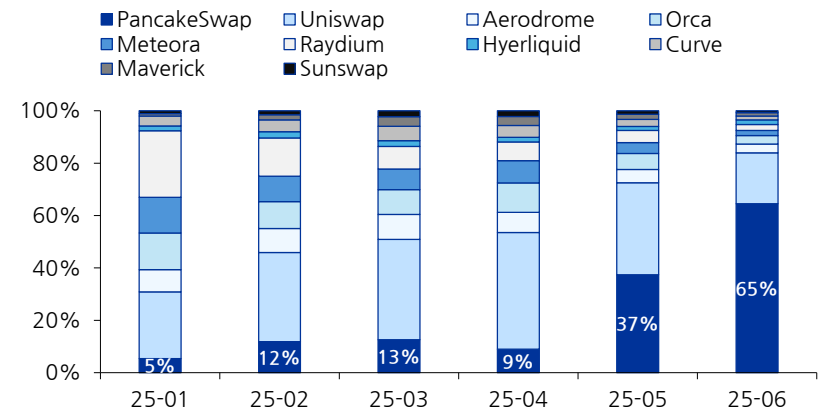


자료: 산업자료, 유진투자증권

그래도 BNB체인의 팬케익스왑은 점유율이 점차 상승

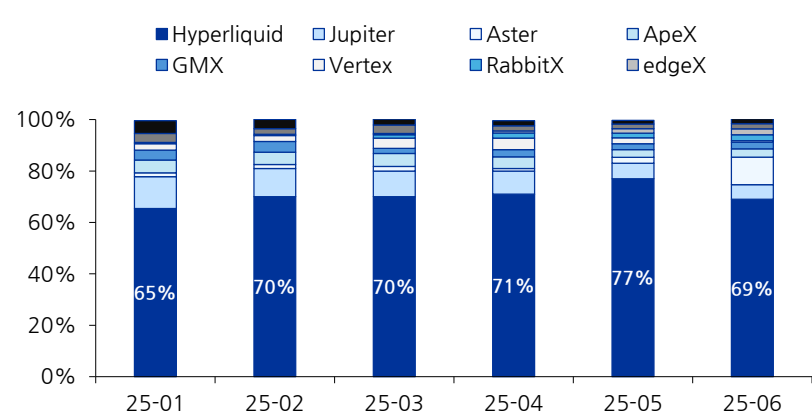
- 팬케익스왑은 2020년 9월 BNB 체인 위에 런칭한 탈중앙화 거래소로, 바이낸스가 서비스를 런칭한 것은 아니지만, 바이낸스 생태계 안에 포함됨
- CeFi<>DeFi의 경계가 흐려지는 흐름 속에서 바이낸스가 팬케익스왑과 협업(미니 프로그램 통합, 지갑 연동 등)을 통해 흐름을 선도하는 모습이 보임
- 팬케익스왑은 거래량이 전 분기 대비 +539% 증가해 단숨에 DEX1위로 떠오름. 전체 DEX거래량의 약 45% 차지. 하이퍼리퀴드는 무기한선물 시장에서 \$898B 거래량 중 약 72.7% 점유하며 압도적 강자로 부상 '25년 상반기 기준 DEX 거래는 전체 암호화폐 거래량 중 약 7.6% 차지. 2023년 3%에서 약 두 배 이상 증가

DEX Spot 거래 점유율



자료: 산업자료, 유진투자증권

DEX Perp 거래 점유율

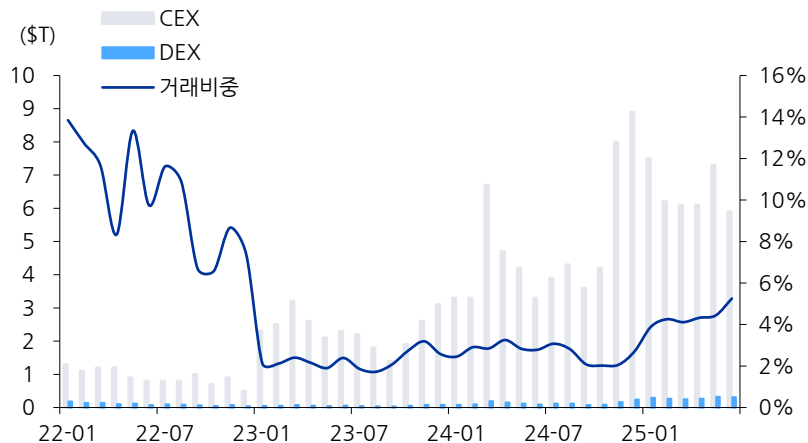


자료: 산업자료, 유진투자증권

(참고) 탈중앙 거래소, 중앙화 거래소와 무엇이 다른가

- 온체인 전반적으로 거래가 활성화 되기도 했지만, 최근 중앙화 거래소급 거래를 지원하며 탈중앙 거래소의 거래 점유율이 지속 상승 중
- 중앙화거래소(CEX)는 전통 금융과 유사한 경험 제공. 사용자가 자산 예치하면 거래소 내부 장부에서 즉각 체결이 이루어지고, 고성능 매칭엔진을 기반으로 수천만 건의 주문을 초단위 처리. 다양한 주문유형을 지원해 트레이딩 효율성을 극대화 한다는 점에서 '편의성, 속도'가 가장 큰 장점. 다만, 이러한 편리함은 거래소에 자산을 전부 맡겨야 한다는 전제를 기반으로 하기에 해킹, 파산 등의 리스크가 있음
- 탈중앙거래소(DEX)는 사용자가 자신의 지갑에서 직접 거래 실행. 거래소를 신뢰할 필요 없이 스마트컨트랙트 코드에 의존한다는 점에서 '투명성과 자산 자율성'이 가장 큰 매력임. 모든 거래내역이 블록체인이 남으며, 자산은 언제나 사용자의 지갑에 남아있음. 그러나, 가스비, 네트워크 혼잡, 스마트컨트랙트 보안 취약성 같은 비용과 위험을 수반함
- 최근 CEX대비 DEX 비중이 상승하고 있는 추세이기는 하나, 파생상품 거래 급증하며 아직까지는 CEX 점유율이 압도적으로 높은 상황.

CEX, DEX 거래 비중 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

CEX, DEX 거래 방식 비교

	CEX	DEX
체결 및 정산	- 체결: 거래소 내부 시스템(매칭엔진)에서 즉시 주문 체결 - 정산: 거래소 내부 장부에 숫자만 바뀌고, 실제 코인 이동은 출금할 때만	체결+정산: 온체인 상에서 체결과 정산 동시 진행. 주문이 체결되면 스마트컨트랙트가 바로 코인을 이동시킴
거래 매커니즘	오더북 중심	대부분 AMM, 일부 온체인 오더북
가격 형성 매커니즘	호가창(오더북) 깊이와 체결속도가 핵심	AMM 곡선 + 외부 아비트리지
유동성 조정	메이커/테이커 구조 리베이트와 할인혜택이 큼	LP가 Pool에 자산 예치 집중유동성 활용
주요 리스크	거래소 부실, 해킹, 출금중단	스마트 컨트랙트 취약점, MEV, 프러언트러닝

자료: 유진투자증권

글로벌 거래소들의 기업가치 비교

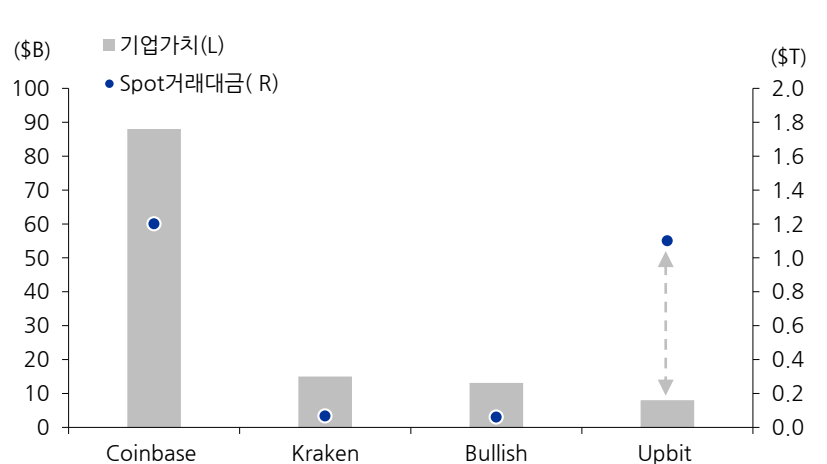
- 코인베이스 시가총액은 약 \$88B으로 25E P/E 약 50배, PSR은 약 13배 수준. 규제가 점차 심화될수록 높은 밸류에이션을 받을 것으로 기대됨
- 크라켄의 경우 최근 프라이빗 마켓에서 약 \$15B으로 Pre-IPO 딜을 진행 중. 거래 대금은 업비트보다 낮지만, 미국 규제권에 속한 점과, 제도권 접근성 덕분에 비교적 안정적 밸류를 인정받고 있는 상황
- 바이낸스는 비상장이지만, 자체 체인, 파생상품 거래 고성장으로 약 \$100B~200B 정도의 기업가치를 인정받고 있음 (최근 MGX 지분투자)
- 반면, 현물 거래대금 대비 업비트의 기업가치는 현저하게 낮은 상황. 업비트가 선물, 파생 거래를 지원하지 않아 전체 거래대금 비교가 쉽지는 않지만, 3~5년간 절대적인 이익 규모 비교하면 기업가치가 지나치게 저평가 되어 있음

거래소 기업가치 비교

기업	실적('24)	Spot 거래대금	기업가치	기업가치 / 거래대금
Coinbase	매출액 \$6.6B 순이익 \$2.6B 조정EBITDA \$3.3B	\$1.2T	\$88B	7%
Kraken	매출액 \$1.5B 조정EBITDA \$424M	\$665B	\$15B Pre-IPO, 프리머니 기준	2%
Binance	-	\$7.2T (Perp거래 \$22T)	약 \$1,00B~2,00B (MGX 투자 기준)	1.3~2.1%
Upbit	매출액 \$1.1B 영업이익 \$0.8B 순이익 \$671M	\$1.1T	\$8B 비상장거래 APP 기준	1%

자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정

거래대금 대비 기업가치 비교

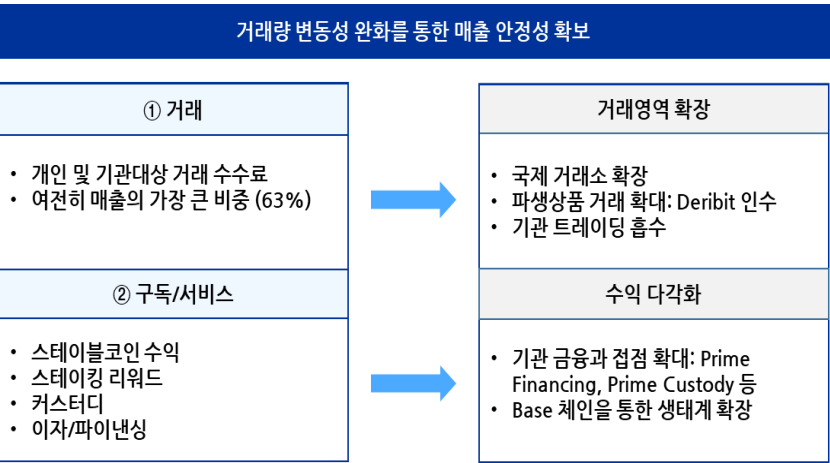


자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정치

코인베이스 밸류에이션의 비밀은 사업다각화?

- '24년 총매출 \$6.3B 중 약 37%가 구독서비스 매출(+64% YoY). 거래수익 의존도를 줄이고 안정적 수익구조를 만들어 가는 중
- USDC 관련 수익은 '24년에만 \$910M 기록하며 전체 구독서비스 수익의 약 40% 차지. 2Q25에도 분기에만 \$332M을 벌어들여, 연환산하면 \$1.3B 이상의 매출 달성 가능한 성장축. Circle과의 파트너십을 기반으로 USDC 점유율 확대를 직접 수익으로 연결.
- USDC 수익 이외에도, '24년 기준 스테이킹 리워드 \$706M, 이자 및 파이낸싱 수익 \$266M, 커스터디 수수료 \$142M으로 수익 다각화 중
- 코인베이스가 거래소인 만큼 기반이 되는 '거래수익'은 여전히 중요함. 거래수익이 전체 수익의 절반 이상을 차지하고 있어 거래 수익원 확장 계획 역시 공격적인 상황. 국제 거래소 확장과 파생상품 강화 전략으로 거래 부문 체질을 강화 할 예정
- 코인베이스는 거래량에 따른 사이클 변동성을 정기적 수익원이 완충해주는 사업모델로 진화하고 있음

코인베이스 매출 다각화 전략



자료: Coinbase, 유진투자증권

코인베이스 사업부별 매출 현황

	'24 매출액 (\$M)	총매출 내 비중	전년비 성장률
거래 수익	3,968	63%	34%
스테이블코인 수익	910	14%	83%
스테이킹 보상	706	11%	41%
이자/파이낸싱	266	4%	52%
커스터디 수수료	142	2%	64%
기타	283	4%	20%

자료: Coinbase, 유진투자증권

글로벌 거래소들은 비즈니스 확장을 본격적으로 시작

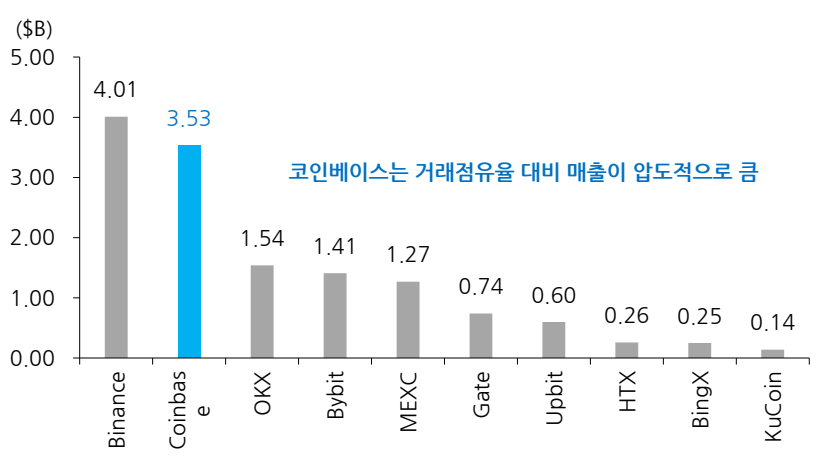
- **거래 수수료:** 거래소 수익의 핵심은 매수/매도 체결 시 발생하는 수수료. 거래량이 많을수록 수익이 크게 증가하며, 대형 거래소일수록 낮은 수수료율에도 막대한 거래대금을 기반으로 안정적 수익을 확보
- **상장 수수료와 토큰 발행 협업:** 일부 거래소는 신규 프로젝트의 토큰 상장 과정에서 수수료나 협업 비용을 수취. 자체 발행 토큰을 활용해 수수료 할인, 유동성 공급 등을 유도하며 부가 수익 창출
- **예치금/스테이킹/자산운용:** 고객이 거래소에 예치한 자금을 운용. 스테이킹 서비스나 대출 상품 제공하여 이자 차익 확보
- **기관서비스 및 부대 사업:** 일부 거래소는 커스터디, 프라이م 브로커리지, OTC 거래 등 기관 대상 서비스를 통해 안정적 수익을 얻음
- **최근에는 스테이블코인 발행 및 유통, 자체 체인을 통한 네트워크 수수료 및 MEV 수익 수취 등 공격적 사업 확장 중**

거래소별 거래 수수료 현황

	현물(Maker/Taker)	파생(Maker/Taker)
Binance	0.1%/0.1%	0.02%/0.05%
OKX	0.08%/0.1%	0.02%/0.05%
Bybit	0.1%/0.1%	0.02%/0.0555%
Coinbase	~0.4%/0.05~0.6%	~0.1%/~0.1%
Upbit	0.05%/0.05% (KRW) 0.25% (BTC/USDT)	-

자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권
주1)Binance, OKX 등 대형 거래소는 VIP 정책을 통해 평균 실질 수수료의 경우 1~2bp 수준

1H25 거래소별 매출 및 매출 추정치 (1H25)



자료: 각 사, 언론종합, 유진투자증권 추정치

이 좋은 시장을 미국이 그냥 눈뜨고 볼 리가 없다

- 최근 SEC와 CFTC 모두 암호화폐 자산 시장을 제도권 금융 인프라로 포섭하려는 움직임이 본격화. ETF 승인, 상장 규제 정비, 토큰화 결제 시스템 검토 등 제도권 진입을 위한 기반을 다지고 있음
- SEC는 증권형 자산(토큰 증권, ETF)을 중심으로 규제 명확화를 추진하고, CFTC는 파생상품, 토큰화된 결제자산을 중심으로 감독 권한을 확장. 두 기관은 '25년 들어 공동 스탠스 발표와 Task Force를 통해 시장 감독 일관성 확보하려는 노력
- 특히 9월 CFTC가 제시한 Tokenized Settlement Assets Guidance는 스테이블코인과 토큰화 MMF를 결제 담보로 인정할 수 있는 법적 근거를 마련한 조치. 이는 온체인 결제, 거래소, 커스터디 시스템이 금융시장 인프라로 통화되는 전조로 평가
- 미국은 규제프레임을 통해 암호화폐 중심 축을 다시 뉴욕으로 가져오려는 의도가 뚜렷. “좋은 시장을 미국이 놓치지 않았다”는 명확한 신호로 해석됨

SEC, CFTC의 암호화폐 규제 기조 변화

날짜	기관	주요 이벤트	내용
2024-01-10	SEC	현물 비트코인 ETF 승인(19b-4)	ETF 통해 BTC 현물 익스포저 허용
2024-07-22	SEC	현물 이더리움 ETF 승인	상품 스펙트럼 확대
2024-10-18	SEC	비트코인 ETF 옵션 상장 허용	헤지,파생 전략 가능으로 기관수요 확대
2025-03-25 ~2025-06-09	SEC	Crypto Task Force DC 라운드테이블	거래,커스터디,토큰화,디파이 등 주제별 공개 논의
2025-08-01	SEC	Crypto Task Force 'On the Road'	초기,소규모 프로젝트까지 직접 소통 창구 확대
2025-07-31	SEC	'Project Crypto' 공개	미국 내 유통,발행 규율 정비'를 위원회 과제로 공식화
2025-09-02	SEC, CFTC	현물 암호화폐 상품 거래 관련 공동 성명	등록 거래소에서 특정 현물 암호화폐 상품 거래경로 명확화
2025-09-17	SEC	현물 상품/암호화폐 ETP 'Generic Listing Standard' 승인	19b-4 개별 승인 없이, 요건 충족 시 신속 상장 가능
2025-09-23	CFTC	토큰화 담보, 스테이블코인 이니셔티브 출범	파생시장의 담보로 토큰, 스테이블코인 활용
2025-09-29	SEC, CFTC	공동 라운드테이블 개최	양 기관 협업 프레임 고도화(관할 충돌 완화)
2025-09-29	SEC	토큰화 협업 의지 재확인	토큰화 프로젝트와의 협업, 대화 채널 확대 의지 표명
2025-10-17	SEC	관리 감독, 프라이버시 라운드테이블	프라이버시 보호 도구, 감시정책 균형 논의

자료: 언론종합, 유진투자증권

SEC의 'Project Crypto'

- SEC의 Project Crypto는 디지털 자산, 암호화폐 및 블록체인 기술에 맞춰 디지털 자산에 대한 규제를 명확히 하려는 이니셔티브. 암호화폐 자산이 증권, 상품 스테이블코인 등으로 분류될 수 있는 명확한 기준을 마련하고, ICO(Initial Coin Offering), 에어드랍, 네트워크 보상 등 다양한 분배 방식에 대한 규제 지침 제시할 예정
- SEC는 Hester Peirce 위원장이 이끄는 암호화폐 태스크포스를 구성하여, 암호화폐 자산에 대한 증권법 적용을 명확히 하고, 디지털 자산의 규제를 돕고 있음. 이러한 SEC의 움직임은 나스닥과 같은 대형 금융 거래소가 암호화폐 시장에 더 적극적으로 참여할 수 있는 환경을 마련해주는 것

SEC, Project Crypto 발표



자료: SEC, 유진투자증권

Project Crypto 이니셔티브의 주요 내용

구분	내용
암호화폐 자산 분류 및 제시 사항 명확화	- 암호화폐 자산이 증권, 스테이블코인, 디지털 상품, 디지털 수집품으로 분류되는 기준 명확화 - 초기 코인 공개(ICO), 에어드랍, 네트워크 보상 등에 대한 공개, 면제 및 안전한 항구 제공
토큰화된 증권 및 탈중앙화 금융(DeFi) 통합	- 일반 주식, 채권, 파트너십 지분, 제3자 증권의 토큰화 촉진 - 중앙 중개자 없이 자동화된 시장 조성자(AMM)와 같은 DeFi 프로토콜에서 토큰화된 증권의 거래 경로 제공
자산 보관 및 여러 비즈니스 라인 촉진	- 시장 중개인 및 개인의 자산 보관 규정 현대화 및 자산 자가 보관 촉진 - 대체 거래 시스템(ATS)을 운영하는 브로커-딜러가 암호화폐 자산 증권, 전통적인 증권 및 기타 서비스(예: 암호화폐 자산 스테이킹 및 대출)를 슈퍼 앱으로 제공
규제 NMS 개정 및 제안 규칙	- Project Crypto 하에 공식 규제 제안 개발, 필요시 해석적 또는 면제적 규제 제공 - 토큰화된 증권의 온체인 거래를 수용하기 위해 NMS 규정 개정
혁신 면제	- 기존 규제를 완전히 준수하지 않고도 새로운 비즈니스 모델을 도입할 수 있도록 하는 혁신 면제 제안 고려 - 해당 규제는 증권법의 핵심 정책 목표를 달성할 수 있도록 설계된 원칙 기반 조건을 충족하며, SEC에 주기적인 보고가 필요할 수 있음

자료: SEC, 유진투자증권

우선 크립토를 담보로 인정할 수 있도록 규제 체계 정립 중

- CFTC는 크립토를 담보로 쓸 때 필요한 요건 정립을 목표로 프레임 설계중(공개 코멘트 수렴-파일럿/가이드라인-필요 시 규정 개정의 수순 염두)
- GMAC(Global Markets Advisory Committee, CFTC 산하 국제 자문기구)는 ‘토큰화 자산을 제도권 마진 체계에 어떻게 적용 시킬까’에 대한 권고안을 제출, PWG(President’s Working Group on Financial Markets)도 스테이블코인과 토큰화 담보 관리 기준에 대한 보고서를 작성했으며, CFTC는 두 권고안을 토대로 Collateral for margin에 토큰화 자산을 포함시키는 세부 기준을 직접 만들고 있는 중
- DCO(청산소), DCM/SEF(거래소), FCM(선물중개) 가 앞으로 비트코인, 스테이블코인, 토큰화 국채 등의 크립토 자산을 담보로 받을 때, 어떤 자산을 허용할지, 그 담보가치를 어떻게 계산할지, 고객 자산을 어떻게 분리하고 보호할지를 명확히 규정하겠다는 것
- 규제가 명확해지면 결국은 글로벌 유동성이 미국 규제 안으로 들어오는 효과가 발생. 해외 거래소들도 CFTC가 관리하는 글로벌 파생 인프라의 일부가 되어가는 흐름이 만들어지고 있음. 규제 강화와 동시에 미국의 글로벌 시장 접근성 확대를 의미

CFTC의 크립토 담보 요건 정립 예상 내용

자산의 기준	어떤 종류의 토큰화 자산을 공식 담보로 인정할지에 대한 기본 신뢰 요건 • 발행사가 실제로 100% 이상의 담보를 보유하고 있는지 • 감사를 정기적으로 받고 있는지 • 법적으로 상환이 가능한지
담보 가치 계산	담보 가치를 어떻게 평가하고 리스크를 얼마나 반영할지에 대한 기준 • 시장가격을 어떤 데이터로 정할지(오라클, 거래소 등) • 변동성에 대비해 담보가치를 얼마나 깎을지(헤어컷) • 한 종류의 담보에 얼마까지 의존할 수 있을지(집중한도)
거래의 Finality	네트워크 혼잡, 포크(체인 분리), 블록 되돌리기와 같은 문제 발생 시 결제와 청산의 Finality에 대한 기준 정립. 문제 발생 시 책임 소재와 청산 규칙 필요
기타	소유권과 예치구조, 기술적 안정성, 자금세탁방지와 제재 준수

자료: 유진투자증권

규제와 맞닿아 있는 기관

	정식 명칭	설명
DCO	Derivatives Clearing Organization	거래가 끝난 뒤 결제와 청산을 담당하는 기관 (돈과 계약을 실제로 주고 받는 청산소)
DCM/SEF	Designated Contract Market Swap Execution Facility	선물/스왑을 사고파는 거래소 플랫폼
FCM	Futures Commission Merchant	투자자의 주문을 대신 내고 마진(보증금)을 관리하는 중개사

자료: 유진투자증권

Ripple의 Hidden Road 인수가 힌트

- Ripple은 '25년 4월 Hidden Road를 약 \$1.25B에 인수한다고 발표. 히든로드는 기관투자자 대상 PBS 및 클리어링, 핀랜싱 플랫폼으로, 연간 약 3조 달러 이상의 거래를 클리어 하고 300여개 이상의 기관 고객 보유
- 리플은 이 인수를 통해 TradFi와 DeFi를 잇는 기관 인프라 플랫폼으로 전환 꾀함. 핵심 기능 중 하나는 교차 마진(Cross-Margining). 리플의 RLUSD를 담보로 활용하여 디지털자산과 전통자산 간 담보-위험을 통합 관리할 수 있게 함. 예컨데 기관 고객이 RLUSD를 담보로 제공함으로써 디지털자산 거래 뿐 아니라 전통 파생상품 및 FX 포지션을 하나의 계좌, 하나의 브로커리지 플랫폼에서 관리할 수 있게 됨.
- 자본 효율성과 리스크 관리 측면에서 큰 전환점이 될 것. CFTC가 노리는 시장이 바로 이것

히든로드 DTCC 회원자격 취득

DTCC Important Notice
Fixed Income Clearing Corporation - GOV

GOV #:	GOV1924-25
Date:	March 11, 2025
To:	Government Securities Division ("GSD") Netting Members
Category:	Membership Update
Subject:	New Participant in the Netting System of the Government Securities Division of FICC: Hidden Road Partners CIV US LLC - GSD #9388

Effective with trade date **Friday, March 14, 2025** firms currently participating in the following services of the Government Securities Division of Fixed Income Clearing Corporation ("FICC"):

Netting (Buy/Sell), Repo Netting, and GCF

Should submit all eligible trades executed with the following firm to FICC:

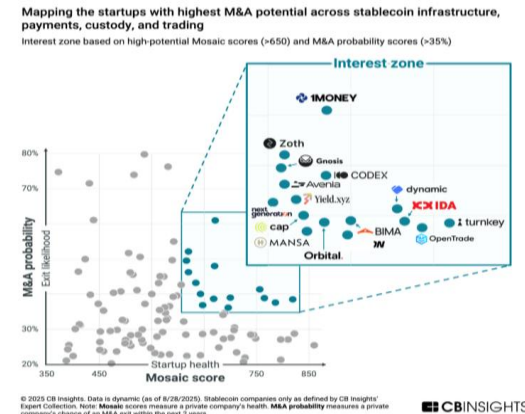
Firm Name	Participant Number
Hidden Road Partners CIV US LLC	9388

Questions regarding this activation are to be directed to Chris McAleer at (646) 809-4173 of Hidden Road Partners CIV US LLC.

Questions regarding this Important Notice should be directed to your DTCC Relationship Manager.

자료: DTCC, 유진투자증권

M&A 가능성 높은 스테이블코인 인프라 기업

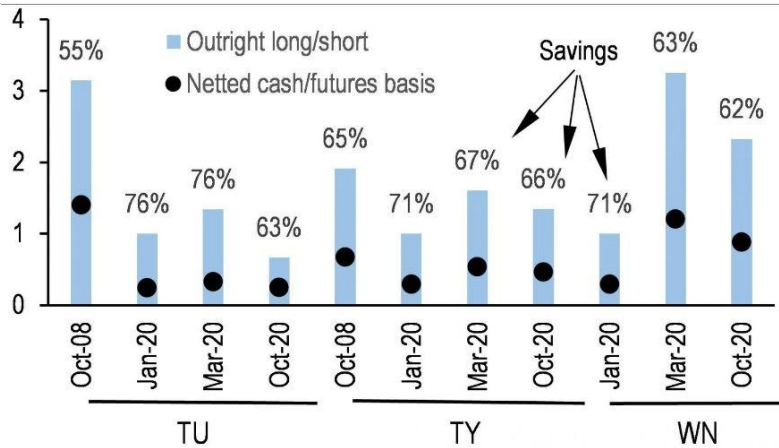


자료: CB insight, 유진투자증권

크로스 마지닝 대체 원데...

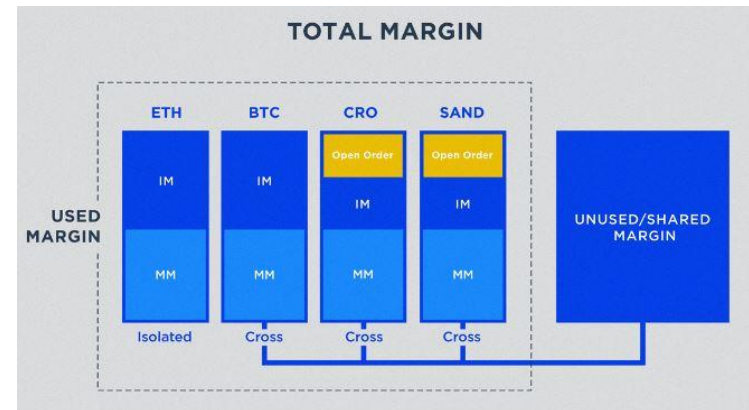
- 선물과 현물을 동시에 보유할 때, 이 둘은 서로 헤지 관계에 있기 때문에 위험이 상쇄됨. 그러나 과거에는 별도로 증거금을 내야해서 불필요하게 높은 자본이 묶이는 문제가 발생함. 이에 따라 선물, 현물, 옵션 등 서로 관련된 포지션 간 위험을 상계(netting)하여 증거금(Initial margin)을 줄여주는 제도인 교차 마진(Cross margining)이라는 제도가 생김
- 교차 마진은 서로 반대 방향인 포지션, 높은 상관관계를 가진 포지션끼리 묶어서 위험을 계산. 결과적으로 레버리지 효율, 자본활용도, 유동성 공급 증가
- MM/기관들은 보통 현선물, 옵션을 동시에 운용하는데 포지션이 별도 증거금으로 묶여버리면 운용 효율이 떨어지고 시장 유동성도 줄어듬. 따라서 교차 마진은 시장 안정성과 유동성을 동시에 높이는 제도적 장치
- 실제로 CME현물과 선물 간 교차 마진 프로그램을 운영중이며, IM 절감효과는 평균 60~70% 수준

교차 마진에 따른 증거금(IM) 절감 효과



자료: CME, 유진투자증권

교차 마진 예시



자료: SEC, 유진투자증권

나스닥, 약 5천만 달러 규모의 제미니 투자

- 제미는 크립토를, 나스닥은 전통 증권을 중심으로 다루는데, SEC의 'Project Crypto' 가 “전통 금융사가 암호자산을, 암호화 기업이 전통 증권을 거래할 수 있도록 장벽을 낮추겠다” 고 발표하면서 양 기관의 기술적 연계 가능성이 급속히 커짐. 이번 투자로 양 사는 각자의 기술 인프라를 상호 연동해 기관투자자 대상 암호자산-증권 간 통합 거래 시스템을 추진할 수 있게 됨
- 나스닥은 예탁청산공사(DTCC)와 협력하여 기존의 장부기록 시스템을 토큰화된 결제 구조로 전환. 이 과정에서 DTCC는 고객의 주문을 전통적 레지스트리에서 인출해 중개인의 디지털 지갑으로 전송하고, 결제 이후에 해당 기록이 블록체인에 유지

제미니 거래 규모 및 나스닥 투자 규모

Gemini 거래 및 자산 규모	
Monthly Transacting Users	523,000
Trading Volume (\$B)	24.8 (25.06 기준)
Assets on Platform (\$B)	18.2

나스닥의 Gemini 투자 규모	
투자 방식	동시 민간배정(Concurrent Private Placement)
투자 규모	제미니 주식 1,904,761 (주당 26.25달러에 매입)

자료: Gemini, 유진투자증권

나스닥과 제미니의 상호협력 방식

나스닥

- 제미니의 디지털 자산 관리 및 거래를 위한 Calypso 플랫폼 제공
- 블록체인 기반의 Canton Network 를 통해 제미니의 디지털 자산 담보 관리 지원

제미니

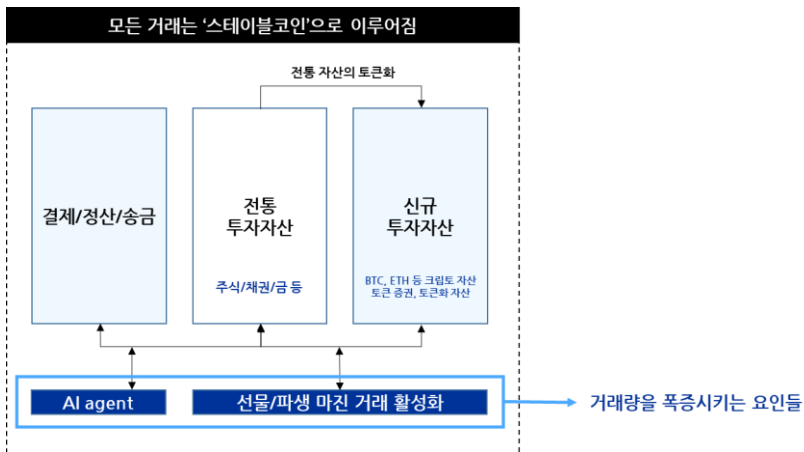
- 나스닥의 Calypso 플랫폼을 리셀링하여 제미니 고객에게 제공
- 제미니는 디지털 자산을 관리하고 나스닥의 블록체인 솔루션을 활용하여 Calypso의 시장점유율 확대

자료: SEC, 유진투자증권

이래도 원화 스테이블코인이 필요가 없을까요…?

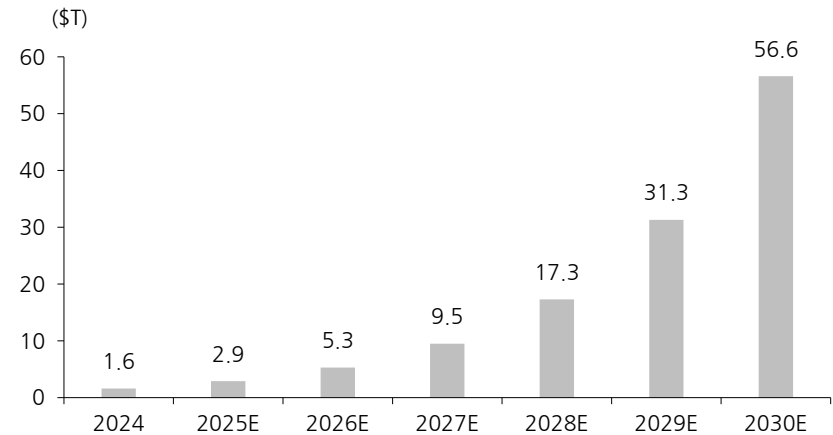
- AI agent는 사용자의 의사결정 과정을 실시간으로 자동화해 결제, 투자, 송금을 동시에 실행함. 예를 들어, ‘포트폴리오 리밸런싱’ 명령 한번으로 주식, 코인, MMF등 다양한 자산 간 거래가 자동 발생하며, 이는 거래 횟수와 빈도를 기하급수적으로 늘림. 특히 자율결제(x402/AP2 등)와 온디맨드 정산이 일상화될수록, 스테이블코인이 수수료와 환리스크를 최소화하여 실시간 결제를 가능하게 함
- 프라임브로커리지 기반 크로스마지닝 구조는 동일담보를 여러 시장에서 동시에 활용하게 해줌. 투자자는 하나의 담보로 현물, 파생, 토큰증권, 대출을 병행할 수 있으므로 레버리지 활용도와 거래 가능 범위가 확장됨. 결과적으로 동일 자본으로 더 많은 거래를 수행하게 됨
- AI가 의사결정을 맡고, 스테이블코인이 결제를 담당하며, 크로스마지닝이 자본 효율을 극대화하면 모든 거래가 자동화에 가까워짐. 스테이블코인은 단순한 결제 혁신이 아닌 거래 인프라의 중심축이 될 것

새롭게 재편 될 금융 상품과 스테이블코인의 역할



자료: 유진투자증권

글로벌 스테이블코인 페이먼트 전망치

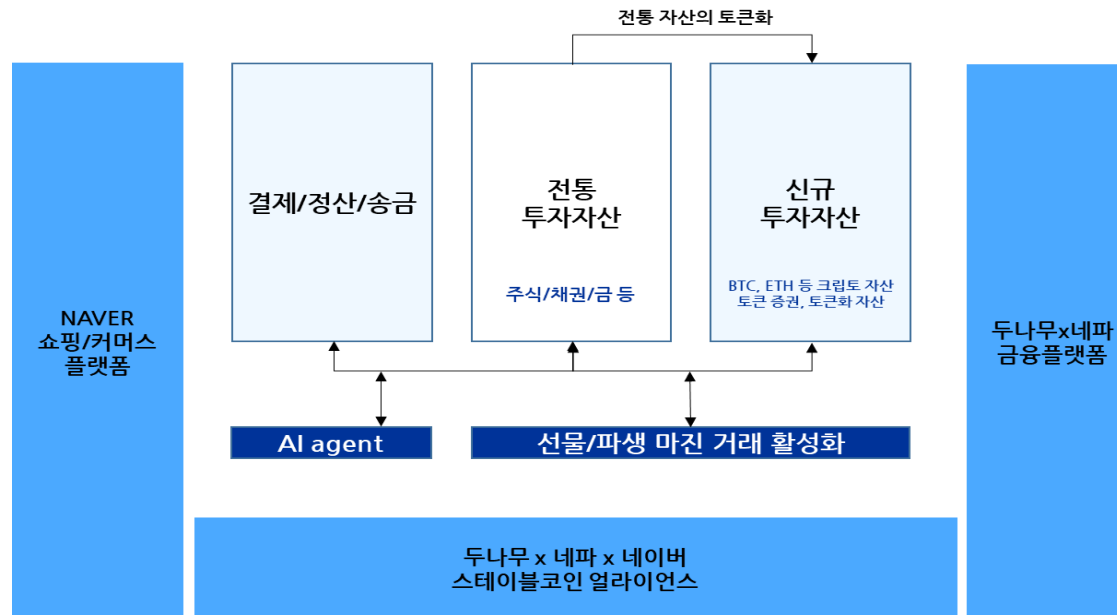


자료: Bloomberg Intelligence, 유진투자증권

어쩌면 두나무 x 네이버 연합이 꿈꾸는 것

- 두나무의 송치형 의장이 네이버의 최대주주로 올라서는 지배구조 개편안 가능성이 제기되고 있음. 양 쪽의 교집합은 스테이블코인을 중심으로 한 여러 블록체인 인프라 및 사업 구상이 될 것으로 전망. 양 사의 만남으로 상당한 시너지가 예상 됨
- 거래소 유동성 부스트: 업비트는 글로벌 상위권 거래소이기 때문에 신규 스테이블코인 페어/수수료 인센티브로 초기 유동성을 빠르게 키울 수 있음-바이낸스 FDUSD가 월간 180억 달러 이상의 거래 신기록을 달성한 것과 유사한 플레이가 가능해 보임

두나무 x 네이버 연합의 청사진(?)



자료: 유진투자증권

04

기업분석

CIRCLE (CRCL.US)

투자의견
NR

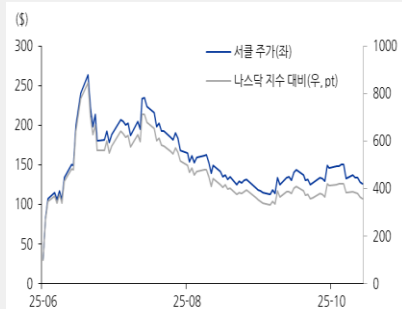
목표주가
-원

크립토 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

현지명	Circle Internet Group	투자의견	NR
한글명	서클 인터넷 그룹	목표주가(12M)	-원
시가총액(십억원)			
설립연도	2013년		
설립자	Jeremy D allaire		
본사위치	New York		
현 CEO	Jeremy D allaire		
52주 최고/최저(TWD)	299.0/64.0		
배당수익률(25F, %)	-		
주요주주 지분율(%)			
IDG_Accel China...	9.9		
General Catalyst...	9.51		

결산기(12월)(백만달러)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	-	772.1	1,450.5	1,676.3
영업이익	-	-38.1	269.5	167.2
세전손익	-	-768.8	267.6	155.7
당기순이익	-	-16.5	5.7	2.9
EPS(원)	-	-	흑전	-49.5
증감률(%)	-	-	-	-
PER(배)	-	-	-	34.2
ROE(%)	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	772.1	1,450.5	1,676.3

자료: 유진투자증권



시장 기대치보다 이미 빠르게 성장중

Investment Point

- 규제 명확화와 시장 확장:** 미국의 GENIUS Act와 유럽 MiCA시행으로 스테이블코인이 합법적 결제수단으로 자리잡으며, 글로벌 기관의 채택이 급속도로 진행 중. 향후 5년간 스테이블코인 유통량은 연평균 40% 가까이 성장 전망
- 점유율 확대:** Circle의 시장점유율은 '24년 22%에서 '25년 28%로 상승. CCTP, CPM 등 법규준수형 결제 인프라와 거래소 기반 네트워크 확장이 성장 견인
- 수익구조 다변화:** 오피플랫폼 유통확장은 리저브 수익 집적 확대시키는 핵심 요인.리저브 수익 외에도 트랜잭션 수수료, 유통파트너매출, USYC 수익 등 비이자성 수익비중이 '25년부터 가파르게 증가.

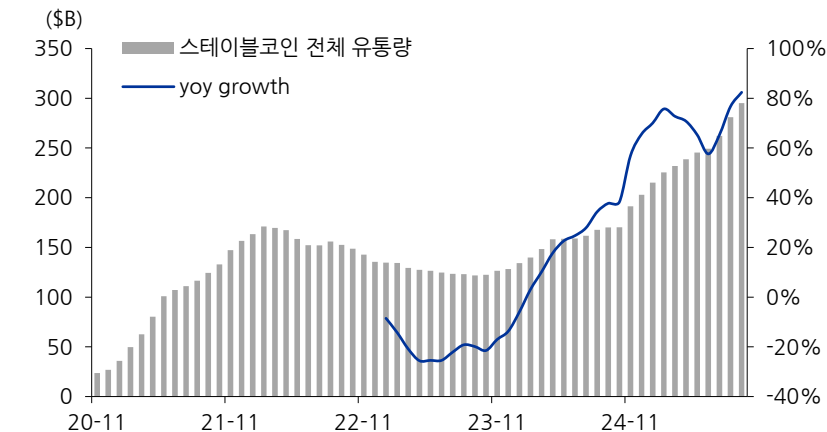
최근 실적 및 이슈

- 3Q25 실적:** 3Q25 기준 서클의 총수익은 약 7억달러(전년대비 +10%), 조정EBITDA는 1.19억달러로 추정. 리저브 수익은 금리 하락에도 불구하고 유통량 증가로 전분기 대비 개선
- 마진 안정화:** RLDC 마진은 '25년 37%로 당분간 유사한 수준을 유지할 전망이며, EBITDAMA진은 2028년 30%까지 확대될 것으로 예상
- 전망 요약:** 단기적으로 금리변동성 리스크는 존재하지만, 1)USDC유통량 증가, 2)기관파트너 확장, 3)비이자성 수익 성장세로 구조적 상승세 전망

글로벌 스테이블코인 시장 현황 및 전망

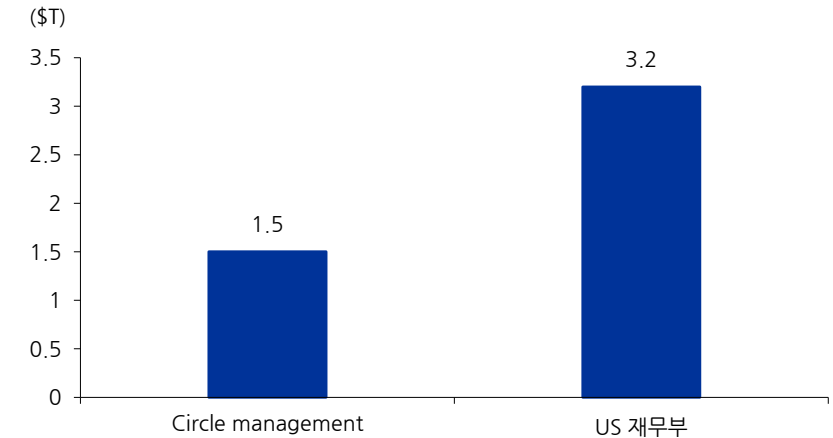
- 2020년 이후 스테이블코인 유통량은 꾸준히 증가하여 '25년 말 기준 약 \$0.3T를 기록. 성장률은 '22년 일시적 둔화를 거친 뒤 '23년 상승 전환되어 현재 80% 대 고성장 구간을 유지 중. 이는 글로벌 결제 및 자금 이동 수요 확대, 크립토 마켓 활황에 따른 거래 증가가 원인
- 2030년까지 스테이블코인 유통량에 대한 기관 전망은 1.x조 달러 ~ 2조 달러 수준의 컨센서스를 형성. US 재무부에 따르면 2028년에 스테이블코인 유통량은 약 2조 달러를 전망하며, 유사한 추세로 시장 성장 시 2030년에는 약 3.2조 달러가 유통될 것으로 보임
- Circle 매니지먼트에 따르면, 2030년까지 글로벌 M2의 0.9%가 스테이블코인으로 전환 될 것으로 전망. 2030년 글로벌 M2를 \$165T라고 가정하면 스테이블코인 유통량은 약 \$1.5T
- 스테이블코인 페이먼트 시장은 2030년까지 \$50조의 거래대금이 발생할 것으로 전망(Bloomberg Intelligence), 자산토큰화 시장은 \$9T에 달할 것으로 전망(Ripple+BCG)하기 때문에 스테이블코인 시장 성장 전망치는 충분히 가능성이 있는 수준

스테이블코인 유통량 및 성장률 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

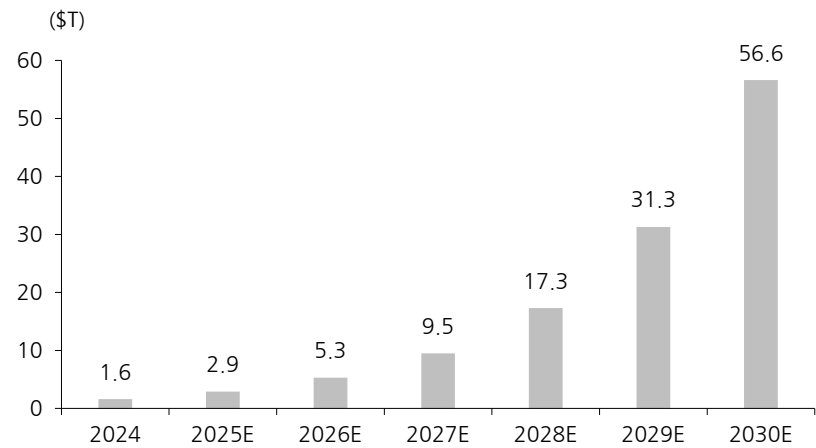
기관 별 스테이블코인 발행량 전망치(~2030)



자료: Circle, US Treasury TBAC, 유진투자증권 추정치

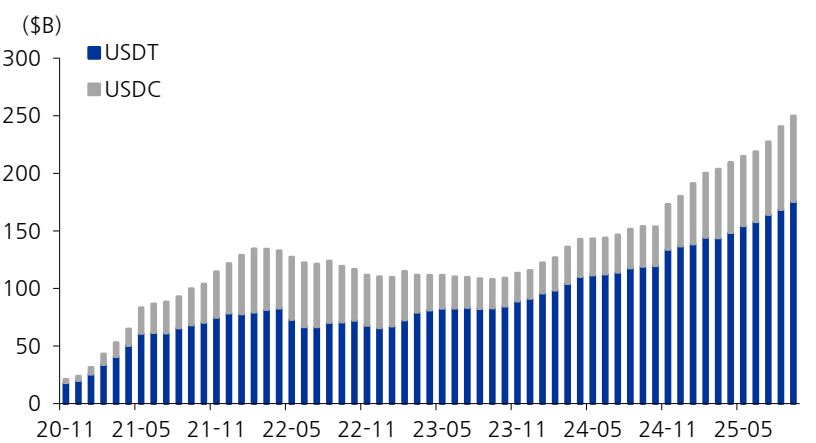
글로벌 스테이블코인 시장 현황 및 전망

스테이블코인 '페이먼트' 시장 전망치



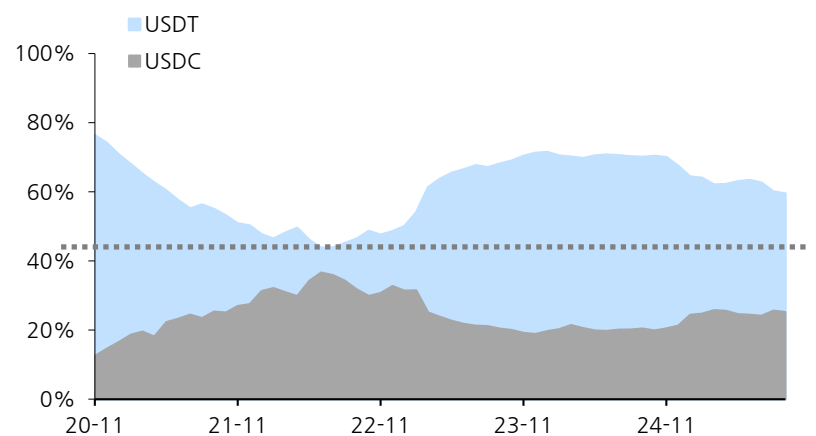
자료: 산업자료, 유진투자증권

USDT, USDC 유통량 추이



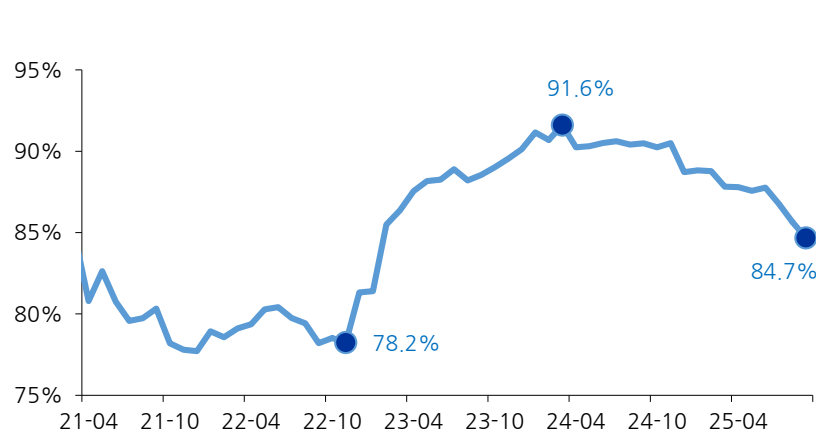
자료: 산업자료, 유진투자증권

USDT, USDC 점유율 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

USDT, USDC 합산 유통점유율 추이



자료: 산업자료, 유진투자증권

USDC 유통량 약 0.5조 달러 수준 전망(~2030)

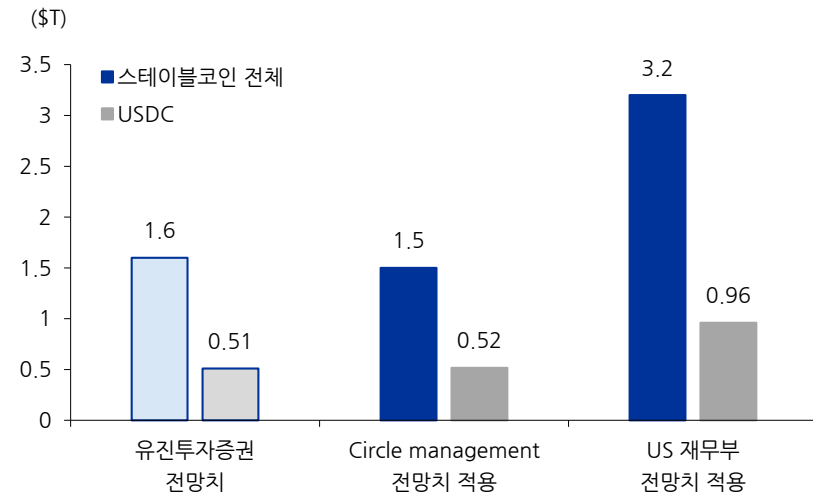
- 앞서 설명한 스테이블코인 시장 전망치를 바탕으로 Circle의 USDC 유통량 수준을 추정함. USDC 유통량에 따라 Circle과 Coinbase의 실적이 크게 변동되기 때문에 두 상장사를 분석하기에 앞서 가장 중요한 작업
- Circle 매니지먼트(Case1), 미국 재무부 TBAC(Case2) 시장 전망치를 참고하여 2030년 USDC 유통량을 추정. Case1의 경우, Circle 시장점유율 35%를 적용하면 USDC 유통량은 약\$0.52T. Case2의 경우에는 Circle 시장점유율 30% 적용하여 USDC 유통량은 약\$0.96T이 됨
- 이를 기반으로한 당사 스테이블코인 유통량 전망치(2030)는 \$1.6T, USDC 유통량은 약 \$0.5T

기관 별 시장 전망 및 USDC 유통량 추정(2030)

전망 기관	시장 전망	USDC 공급량 추정('30)
Circle	스테이블코인 글로벌 M2의 0.9% 점유 전망	\$517B
US Treasury	스테이블코인 시장 전망: 2조 달러	\$595B
USDC 공급량 추정 시나리오		
case1	글로벌 M2	129
	2030년 글로벌 M2 추정(연 4% growth)	164
	스테이블코인/M2 비중	0.9%
	-Circle 시장점유율 가정	35%
	USDC 유통량 전망 (\$T)	0.517
case2	스테이블코인 시장 전망 ~2028	2.0
	스테이블코인 시장 추정 ~2030	3.2
	-연평균 CAGR ~2030	62%
	-Circle 시장점유율 가정	30%
	USDC 유통량 전망 (\$T)	0.595

자료: Circle, US Treasury TBAC, 유진투자증권 추정치

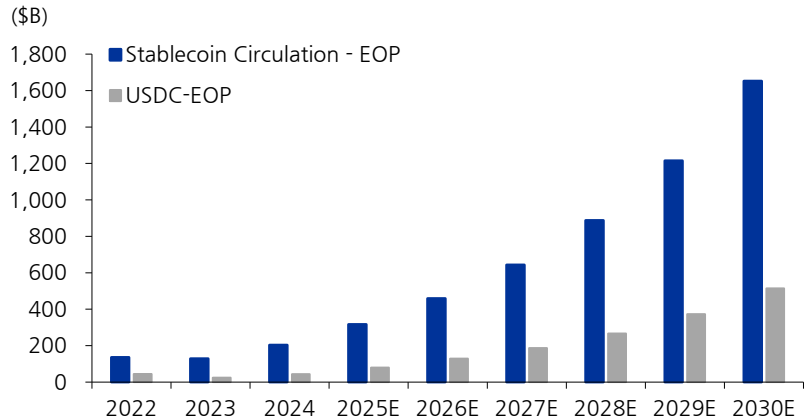
SVB 파산 이후 자산 별 상대 수익률 변화



자료: Circle, US Treasury TBAC, 유진투자증권 추정치
 주)US 재무부 전망치는 2028년까지의 전망치를 기반으로 2030년 추정 전망치 사용

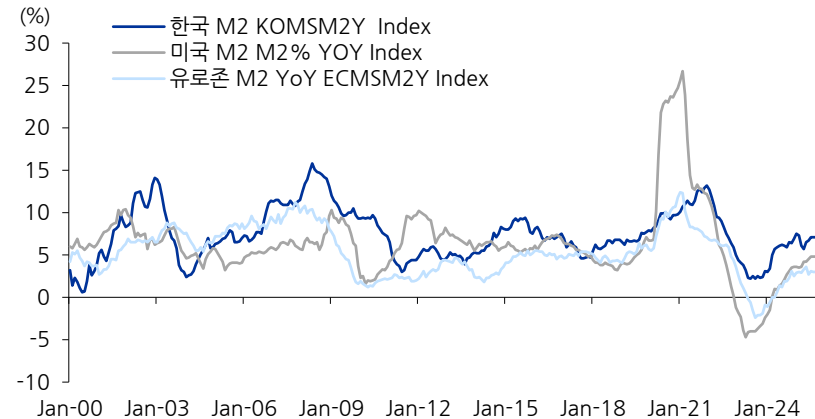
USDC 유통량 약 0.5조 달러 수준 전망(~2030)

스테이블코인 전체 유통량 및 USDC 유통량 전망(EOP)



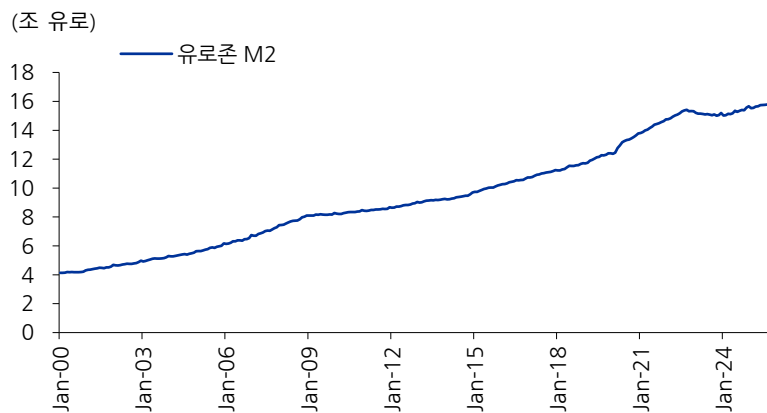
자료: Circle, 유진투자증권 추정치

M2 성장률 추이



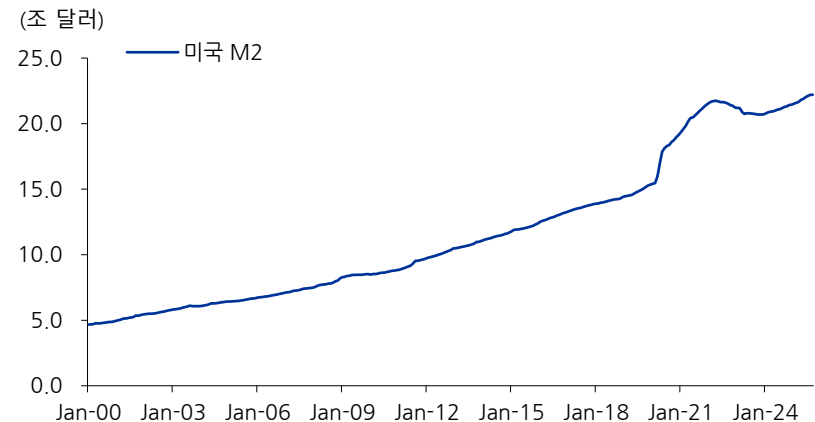
자료: Bloomberg, 유진투자증권

유로존 M2 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 M2 추이

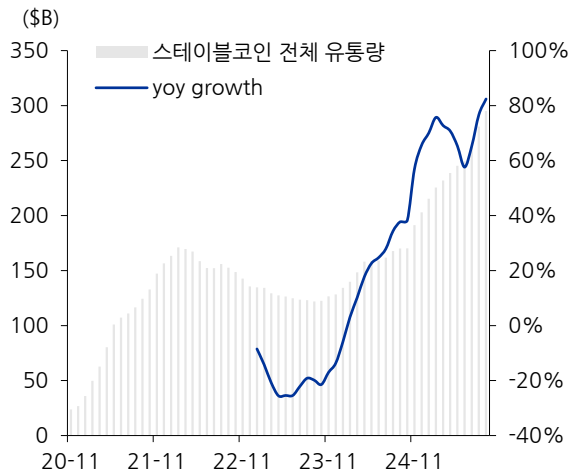


자료: Bloomberg, 유진투자증권

투자포인트: 시장 성장 초입 구간, 규제 준수에 따른 시장점유율 확대

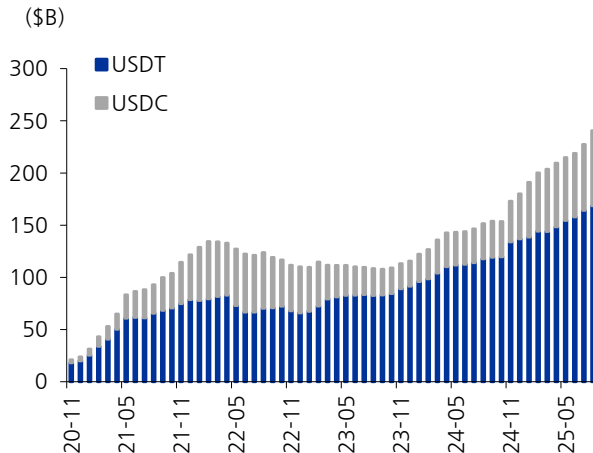
- 미국의 GENIUS Act와 유럽의 MiCA 시행으로 스테이블코인이 법적 자산으로 정착되고 있음. 이에 따라, 글로벌 기관과 기업들의 채택이 가속화될 것으로 예상. 스테이블코인 유통량(Circulation)은 향후 5년간 연평균 40% 대 성장을 전망
- Circle의 점유율은 2Q24 22% -> 2Q25 28% 까지 확대됨. 가장 강력한 규제준수 인프라(CCTP, CPM 등)를 보유하여 코인베이스,핀테크사 등 파트너십을 통해 경쟁사(테더) 대비 신뢰성과 확장성을 확보하고 있음. MICA, 미국 송금업 규제, AML 기준 모두 충족. 규제 프리미엄과 구조적 네트워크 효과를 기반으로 장기적으로는(2030년 이후) USDC가 시장점유율 대부분을 흡수할 가능성이 높다고 판단
- 수익 구조 다각화 역시 기대됨. '25년 반기 동안 발생한 기타 수익은 \$30.4M으로 전년 동기 대비 +263.2% 증가. 리저브수익과 직접 연동된 수익의 증가가 눈에 띄-트랜잭션 수수료 수입, 유통파트너십 수익이 각각 \$12M, \$11M 씩 증가. USYC(토큰화 MMF) 수수료는 아직 미미하지만 2028 이후 의미있는 성장이 기대되는 기타 수익원임

스테이블코인 시장 성장 전망



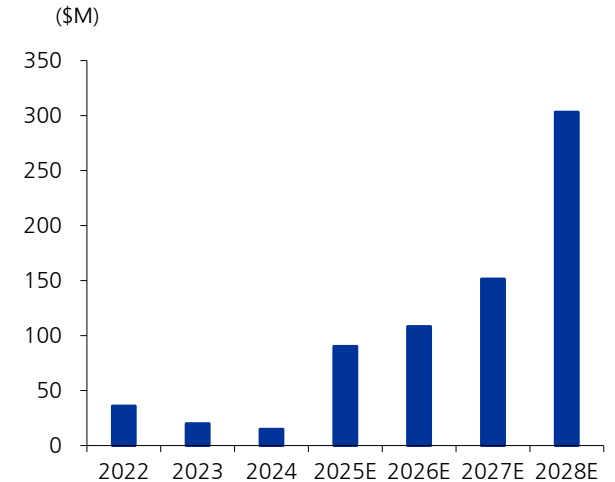
자료: Circle, 유진투자증권 추정

USDT, USDC 유통량 추이



자료: 산업자료

Circle 기타 수익 추이 및 전망

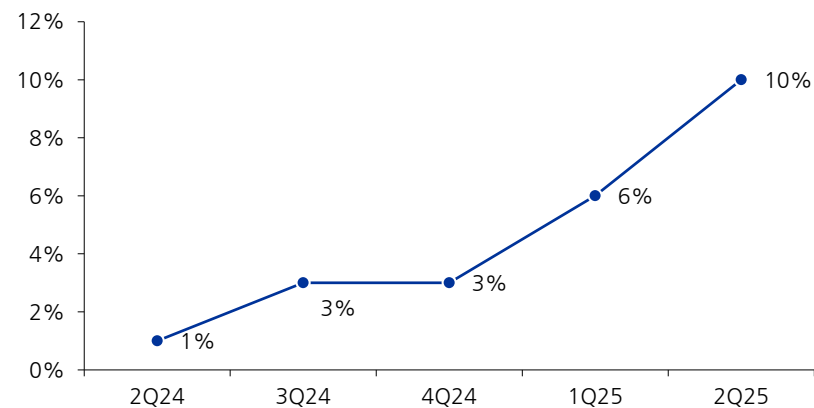


자료: Circle, 유진투자증권 추정

투자포인트: Off-Platform 유통 증가에 따른 수익 성장 기대

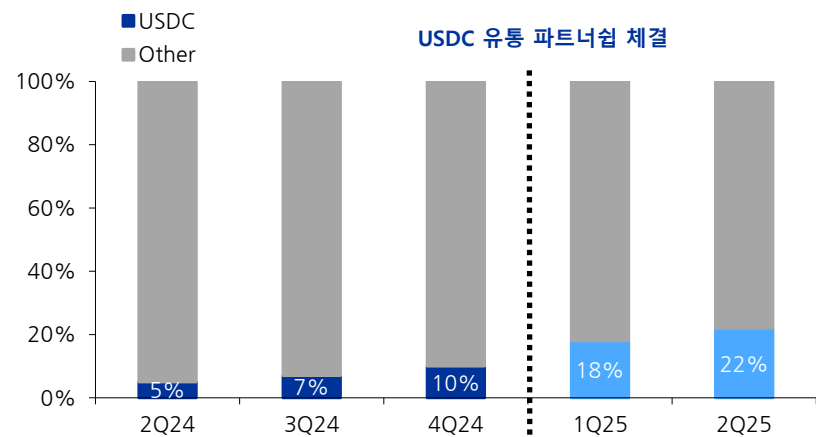
- USDC의 중앙화거래소 내 현물 거래 비중이 '24년 2%에서 '25년 10%로 상승하며, 오프 플랫폼 유통 확대가 가시화되고 있음
- 바이낸스 스테이블코인 수탁자산 중 USDC 비중이 2Q24 5%에서 2Q25 22%로 빠르게 확대됨. 이는 FDUSD 중심의 구조에서 USDC 구조로 시장의 재편이 시작되고 있음을 시사
- 서클은 바이낸스 등 주요 거래소와 유통 파트너십을 체결함으로써 오프플랫폼 거래에서 발생하는 리저브 수익의 일부를 공유 받음. 이는 기존 코인베이스 온플랫폼 대비 마진이 높은 신규 수익원으로 작용할 전망
- 오프플랫폼 비중 확대는 써클의 직접 비용 부담이 적고, 거래 규모대비 수익률이 높다는 점에서 전체 수익성 개선의 핵심 요인이 될 것. '25년 이후 파트너 거래소 확대에 따라 리저브 수익 성장세가 가속화될 것으로 예상

중앙화거래소 USDC 현물 거래 비중



자료: The Block, 유진투자증권
주) Binance, Bitfinex, Huobi, OKX, Bitrex, Coinbase, Kraken, Bitstamp 데이터 참조

바이낸스 스테이블코인 수탁 자산 비중



자료: Binance, Circle, 유진투자증권

Circle 분기 및 연간 실적 전망

Circle 분기 및 연간 실적 전망

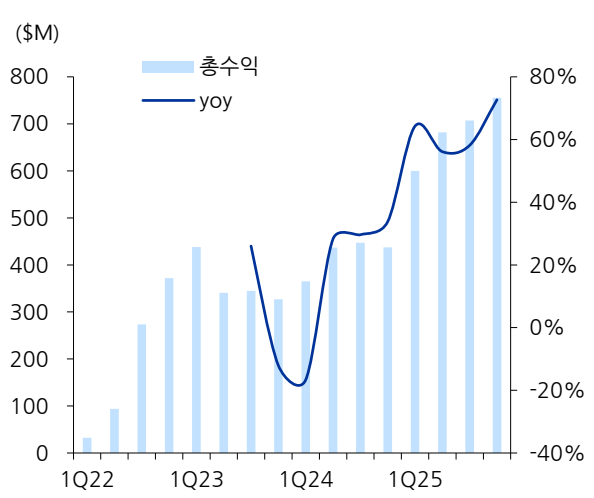
(\$mn)		1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F	2027F
Reserve Income	리저브 수익	579	658	685	732	1,661	2,654	4,049	5,591
Other Revenue	기타 수익	21	24	22	23	15	90	162	292
Gross Revenue	총수익	600	682	707	755	1,676	2,744	4,157	5,743
D&T Costs	유통(거래) 비용	347	406	432	462	1,011	1,645	2,591	3,467
Other Cost	기타 비용	-	-	-	-	7	-	-	-
Total D&T Cost	총비용	347	406	432	462	1,018	1,645	2,591	3,467
RLDC	리저브수익-유통비용	232	252	253	270	650	1,008	1,458	2,125
% RLDC margin	%이익률	39%	37%	36%	36%	39%	37%	35%	37%
OPEX	영업비용	139	576	160	168	492	1,043	752	757
Compensation	보상비용	76	503	98	103	263	780	390	370
IT Infrastructure	IT인프라	8	9	8	8	27	33	40	50
Marketing	마케팅	4	8	5	6	17	24	26	22
General & Admin	판관비	31	43	35	36	137	145	208	230
D&A	감가상각비	14	14	13	13	51	55	71	89
Others	기타	6	-	1	1	-	4	6	17
Operating Income	영업이익	93	-	324	92	167	56	814	1,519
% Operating margin	%이익률	16%	-48%	13%	14%	10%	2%	20%	26%
Net Income	순이익	65	-	482	76	156	-	261	592
% Net Income margin	%이익률	11%	-71%	11%	11%	9%	-10%	14%	19%
Operating Income	영업이익	93	-	324	92	167	56	814	1,519
Stock Based Compensation	주식보상비용	13	435	14	12	50	474	125	132
D&A	감가상각비	14	14	13	13	51	55	71	89
adj.EBITDA	조정 EBITDA	122	126	119	128	268	584	1,010	1,740
% adj.EBITDA Margin	%이익률	20%	18%	17%	17%	16%	21%	24%	30%

자료: 유진투자증권

이자율 하락에도 리저브 수익은 급격히 증가 예상

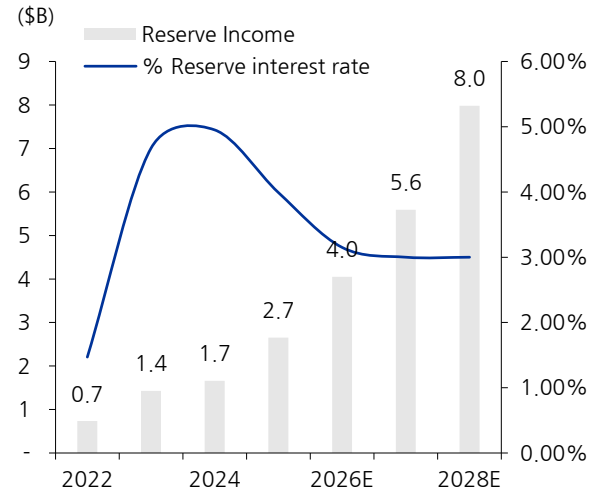
- 씨클의 총수익(Gross Revenue)은 리저브수익(Reserve Income)과 기타수익(Other Revenue)로 구성
- 가장 큰 수익원은 유통되는 USDC의 담보로 운용되는 리저브 수익. USDC 준비자산(현금, T-Bills, Circle Reserve Fund)에 대한 이자수익으로, 매출의 97% 차지. 평균 USDC 유통량 x 준비자산 수익률로 계산되며, 현재 기준으로는 금리 1%p 하락 시 연간 수익 약 \$618m 감소하는 민감도로 공시되어 있음. '24년 총수익 \$1.68B 중 99%가 리저브 수익. '25E 연간 리저브 수익은 \$26.5B 전망
- 기타 매출은 구독서비스 매출과 Transaction 수익으로, 현재는 총수익에 약 3%수준이지만 향후 공격적 사업 확장 시 수익 증가 기대해볼 수 있음

Circle 분기별 총수익 추이



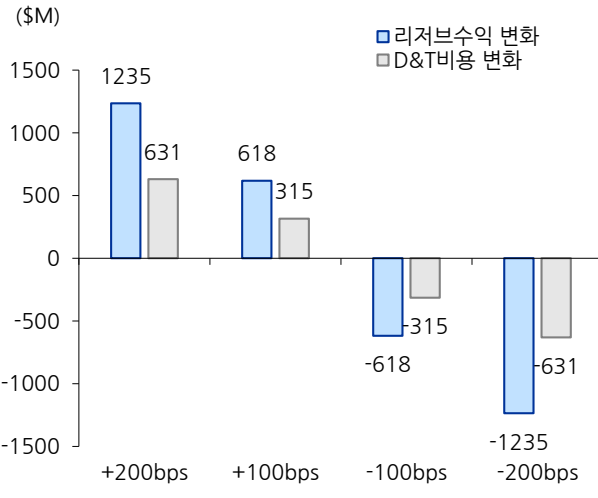
자료: Circle, 유진투자증권 추정

이자율과 USDC 리저브 수익 추이



자료: Circle, 유진투자증권 추정

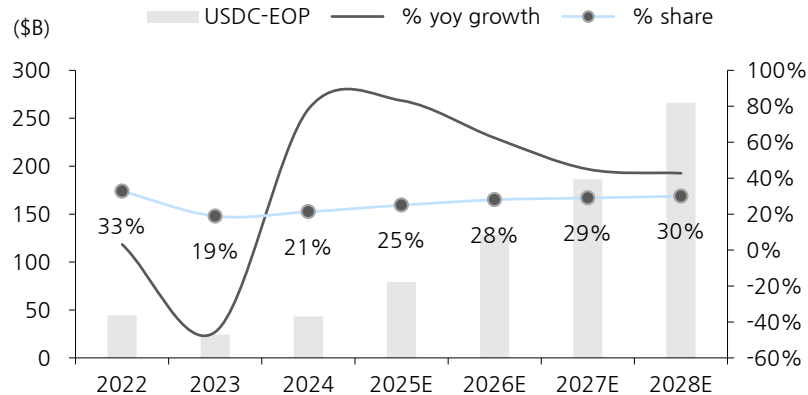
이자율에 따른 수익/비용 변화



자료: Circle, 유진투자증권
주) average yield of 4.26% 기준

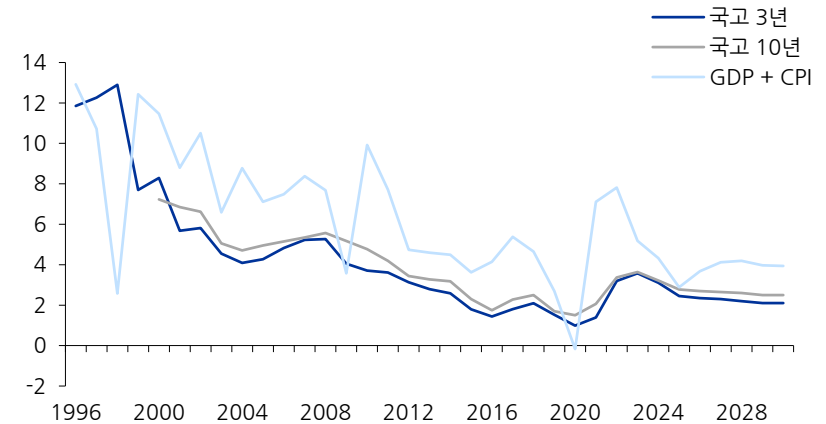
이자율 하락에도 리저브 수익은 급격히 증가 예상

USDC 시장점유율과 USDC 유통량 추이



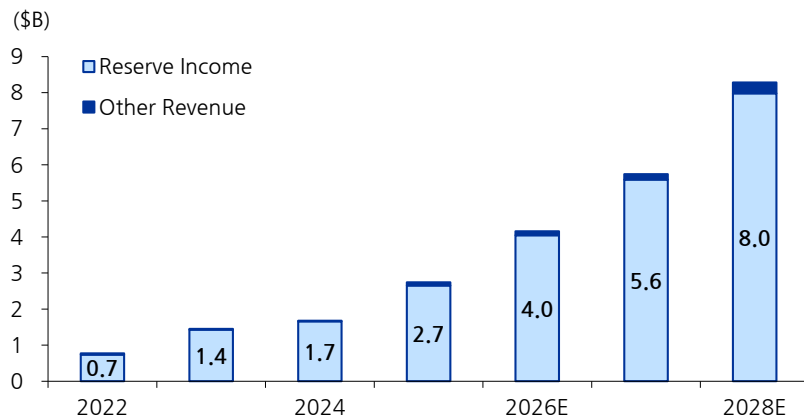
자료: Circle, 유진투자증권 추정치

금리 차이 및 전망



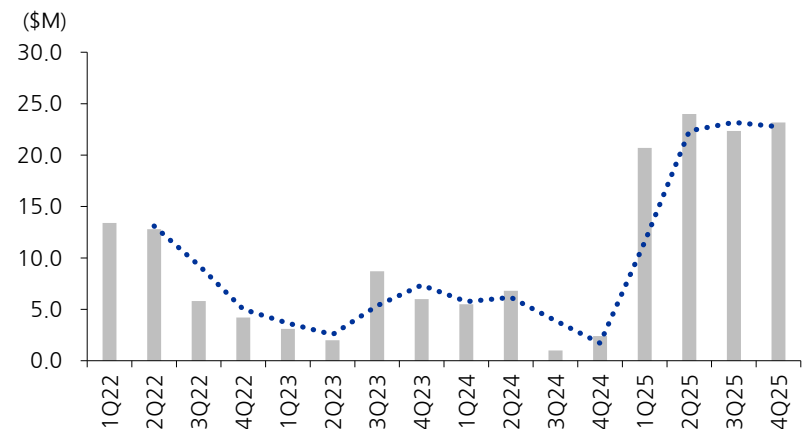
자료: IMF, Bloomberg, 유진투자증권

Circle 리저브수익, 기타 수익 추이 및 전망



자료: Circle, 유진투자증권 추정

Circle 기타 수익 추이(분기)

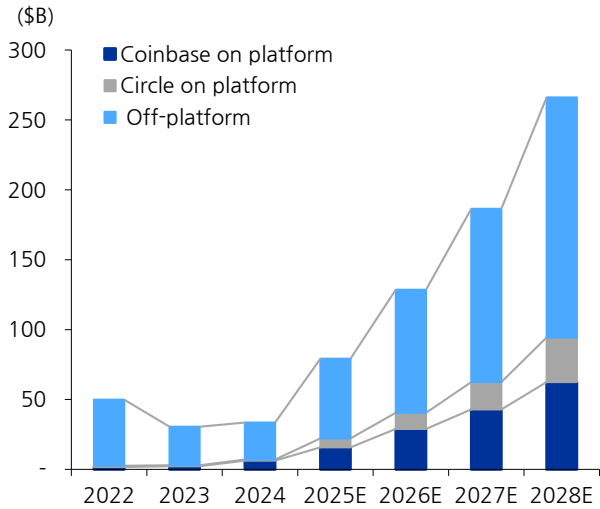


자료: Circle, 유진투자증권

유통량 증가 대비 D&T Cost 상승은 완만한 편

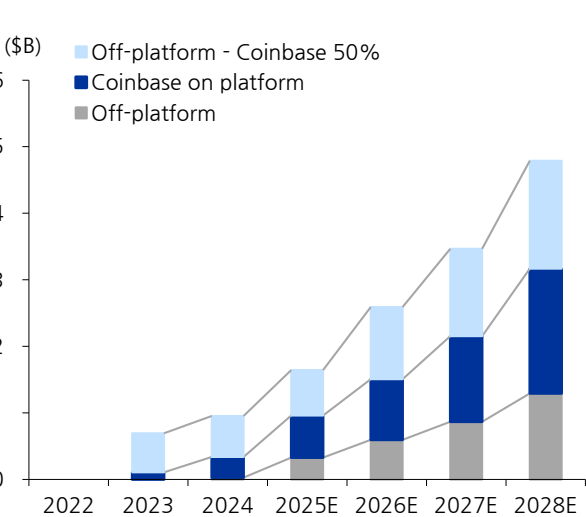
- USDC 유통량이 빠르고 확대되고 있음에도 불구하고 D&T(Distribution & Transaction)비용의 상승폭은 제한적
- D&T비용은 크게 3가지로 구성 1)Coinbase On Platform-수익의 100% 코인베이스가 수취, 2)Off Platform(Coinbase)-파트너와 별도의 계약이 없는 오프 플랫폼 유통의 경우 전체 수익의 50%를 코인베이스가 수취, 3)Off Platform-파트너와 별도의 계약에 따라 리저브 수익의 일부를 분배
- '25년 이후 Off-Platform에서의 USDC 유통량이 급격히 증가하며 전체 생태계 확장에 기여하고 있음. 이는 써클의 직접적인 비용 부담이 낮은 구간으로 수익성 개선 요인임. Coinbase 플랫폼 내 USDC 유통량도 꾸준히 성장하고 있으나, 전체 리저브 수익 대비로는 비중이 점차 하락 전망

플랫폼별 유통량 추정



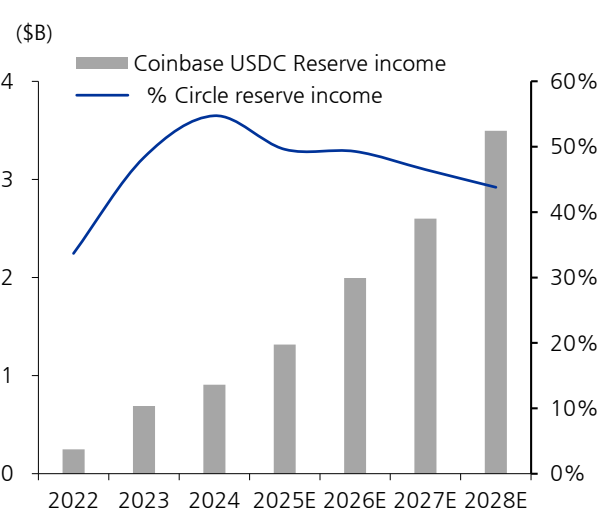
자료: Circle, 유진투자증권 추정

플랫폼별 D&T cost 추정



자료: Circle, 유진투자증권 추정

Circle 부문별 매출 추이

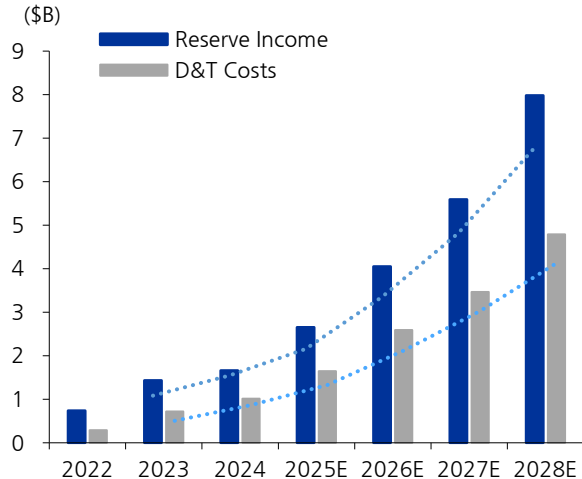


자료: Circle, 유진투자증권 추정

RLDC 마진 하향 안정화에도 조정 EBITDA 꾸준히 상승 전망

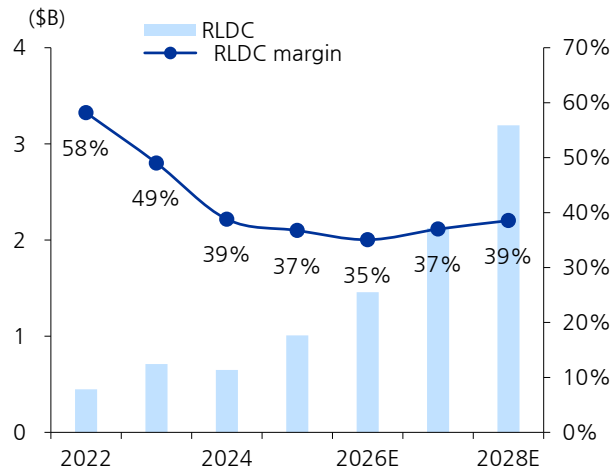
- 씨클의 총수익(Gross Revenue)은 리저브수익(Reserve Income)과 기타수익(Other Revenue)로 구성
- 가장 큰 수익원은 유통되는 USDC의 담보로 운용되는 리저브 수익. USDC 준비자산(현금, T-Bills, Circle Reserve Fund)에 대한 이자수익으로, 매출의 97% 차지. 평균 USDC 유통량 x 준비자산 수익률로 계산되며, 현재 기준으로는 금리 1%p 하락 시 연간 수익 약 \$441m 감소하는 민감도로 공시되어 있음. '24년 총수익 \$1.68B 중 99%가 리저브 수익. '25E 연간 리저브 수익은 \$26.5B 전망
- 기타 매출은 구독서비스 매출과 Transaction 수익으로, 현재는 총수익에 약 3%수준이지만 향후 공격적 사업확장 시 수익 증가 기대해볼 수 있음

Circle 리저브 수익과 D&T비용 추임 치 전망



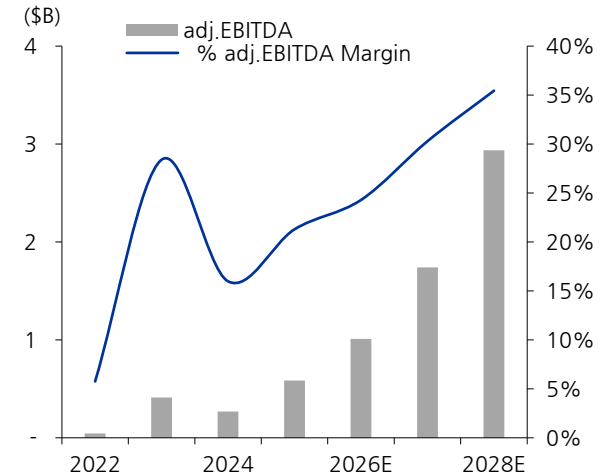
자료: Circle, 유진투자증권 추정

RLDC 이익률 추이 및 전망



자료: Circle, 유진투자증권 추정

Circle 부문별 매출 추이



자료: Circle, 유진투자증권 추정

COINBASE

(COIN.US)

투자의견
NR

목표주가
-원

크립토 조태나_02)368-6174_ tena@eugenefn.com

현지명	Coinbase Global Inc
한글명	코인베이스
시가총액(십억원)	
설립연도	2012년
설립자	브라이언 암스트롱, 프레드 어섬
본사위치	델라웨어주 월밍턴
현 CEO	브라이언 암스트롱
52주 최고/최저(TWD)	444.6/299.0
배당수익률(25F, %)	-
주요주주 지분율(%)	
VANGUARD GROUP	10.70
BLACKROCK	6.68

투자의견 NR
목표주가(12M) -원



결산기(12월)(백만달러)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	7,839.4	3,194.2	3,108.4	6,564.0
영업이익	3,077	-2,710	-162	2,307
세전손익	3,624	-2,625	95	2,579
당기순이익	14.5	-11.8	0.4	9.5
EPS(원)	935	적전	흑전	2,275
증감률(%)	11.8	-	101.9	25.1
PER(배)	98.9	-44.4	1.62	31.2
ROE(%)	8.6	1.5	6.7	6.1
PBR(배)	11.3	-	92.0	18.1
EV/EBITDA(배)	7,839.4	3,194.2	3,108.4	6,564.0

자료: 유진투자증권

실적 안정화 구간, 규제 변화만을 기다린다

Investment Point

- **규제 명확화의 최대 수혜주:** SEC와 CFTC 역할 정립, 커스터디 기준 확립, ETF 승인 등 제도권 편입이 가속화되며 기관진입 본격화. 기관 거래 비중은 꾸준히 상승중
- **안정적 구독형 수익 비중 확대:** 구독서비스부문이 전체 매출의 40% 까지 확대될 전망. 특히 USDC리저브, 블록체인 리워드등 비트코인 가격과 비교적 상관관계가 낮은 수익원이 빠르게 성장하며 거래소>금융인프라기업 으로의 전환이 진행 중

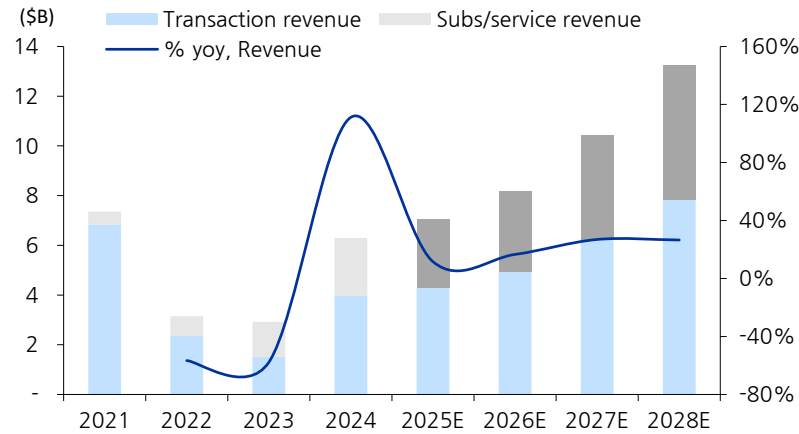
최근 실적 및 이슈

- **3Q25 실적:** 코인베이스 총수익은 20.6억 달러, 조정 EBITDA 9.65억 달러, 주당 순이익 \$1.6로 컨센서스 대비 높은 실적 전망
- **Deribit 인수 효과:** 글로벌 최대 옵션 거래소 Deribit인수를 통해 글로벌 파생상품 시장의 구조적 성장세에 직접 진입. 거래 회전을 상승과 수익 구조 다변화 핵심축이 될 것. 실적 반영은 내년 상반기 부터.
- **중장기 전망:** 단기 폭발적 성장보다는 안정적 이익 유지 국면이 지속 되겠지만, 규제완화, Deribit 인수 효과, 토큰화 자산 확산에 따른 거래 회전율과 플랫폼 점유율 동반 상승 전망

투자포인트: 코인베이스, 거래소에서 금융플랫폼으로 진화 중

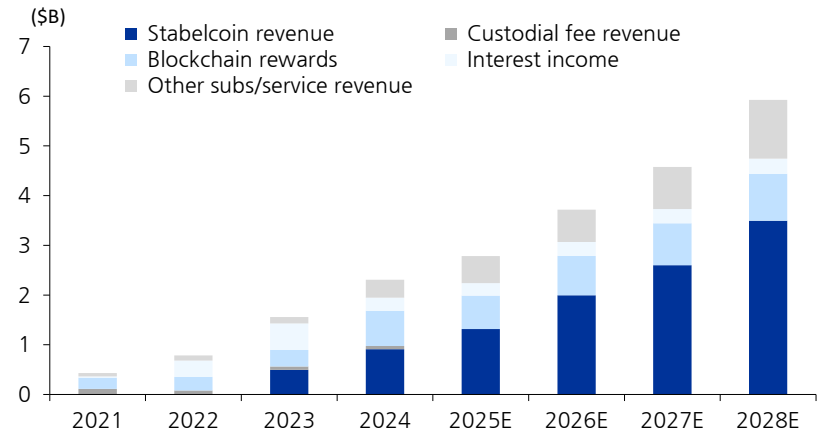
- 구독서비스 수익은 거래 수수료 의존도를 빠르게 낮추며 코인베이스의 또 다른 안정적인 성장 기반이 되어가는 중. 특히 USDC 리저브 이자 수익이 구독서비스 수익의 핵심 축으로 자리잡고 있음
- 거래대금 변동성에도 불구하고 구독서비스 수익은 꾸준히 상승한다는 점이 핵심. '21년 전체 매출의 10% 미만이던 구독서비스 수익 비중은 '28년 40%수준까지 확대될 전망
- USDC 리저브 외에도 스테이킹 보상, 커스터디 수수료, 기타 블록체인 서비스 매출이 복합적으로 기여하면서 코인베이스의 비트코인 가격 민감도가 완화되고 있음. 이는 '플랫폼형 금융기업' 으로의 전환을 가속화 시키는 구조적 요인이라고 판단

Coinbase 부문별 연간 수익 추이 및 전망



자료: Coinbase, 유진투자증권

Coinbase 구독서비스 수수료 추이 및 전망



자료: Coinbase, 유진투자증권

투자포인트: 규제가 명확해질수록 코인베이스에게 유리하다

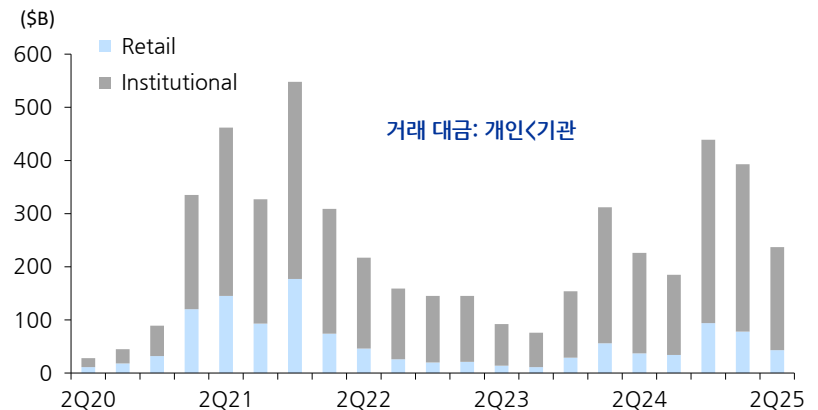
- 미국 내 디지털 자산 규제 체계가 명확해질수록 기관투자자의 거래 참여가 본격화 되고 있음. 특히 ETF 승인, 커스터디 기준 확립, 세제 명확화 등이 추진되면서 기관 고객 유입이 빠르게 확대되고 있음
- 거래대금 측면에서 기관이 차지하는 비중은 꾸준히 상승중이며, 여전히 개인(리테일)고객의 수익이 압도적. 그러나 기관 자금이 유입될수록 변동성이 큰 개인 거래에 대한 의존도가 완화될 가능성이 매우 높으며, 이는 거래량의 지속성과 예측 가능성을 높이는 요인으로 작용
- 리테일 고객의 평균 take rate은 약 1.4%로 높은 수준을 유지하는 반면, 기관 고객은 약 0.04%로 낮지만, 거래 규모가 크기 때문에 전체 수익에 미치는 기여도는 점차 상승
- 코인베이스는 SEC 등록 커스터디언, CFTC인가 파생상품 거래소로 명확한 규제 틀 안에서 영업 중. 향후 제도권 금융기관이 디지털 자산 시장에 진입 할수록, 코인베이스는 합법적, 신뢰 가능한 거래 인프라로서 가장 큰 수혜를 받게 될 것

Coinbase 기관/개인 고객 수수료 수익 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

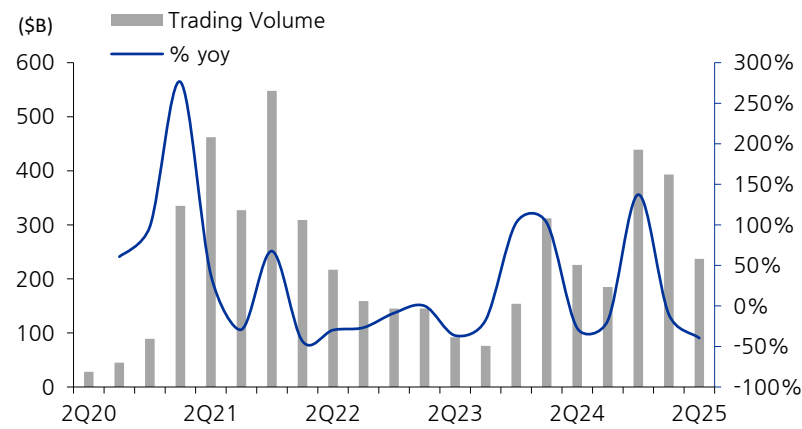
Coinbase 기관/개인 고객 거래대금 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

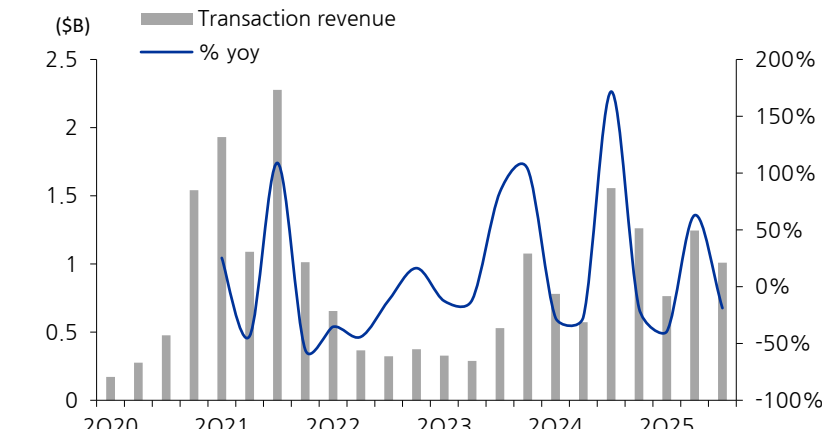
투자포인트: 규제가 명확해질수록 코인베이스에게 유리하다

USDC 시장점유율과 USDC 유통량 추이



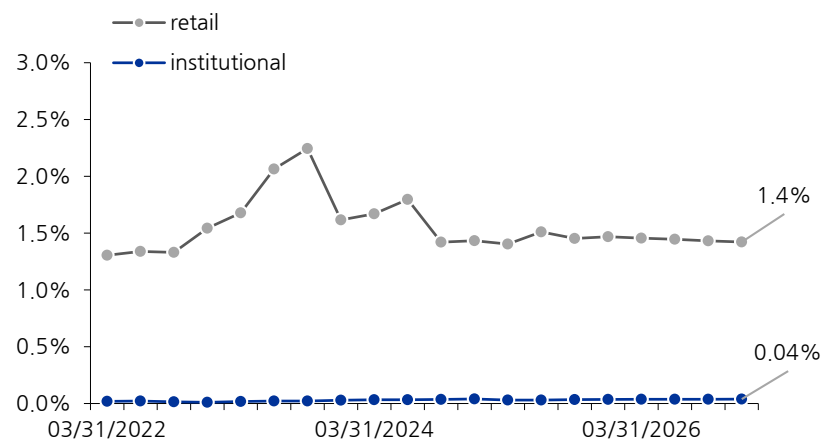
자료: Coinbase, 유진투자증권

금리 추이 및 전망



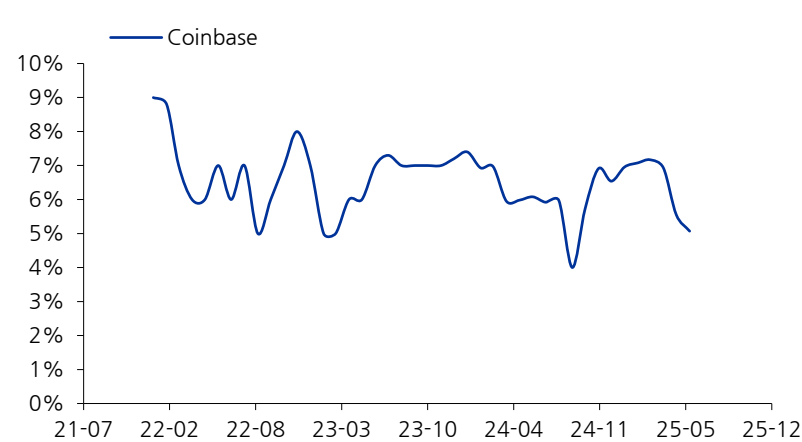
자료: Coinbase, 유진투자증권

Coinbase 기관/개인 고객 take rate(수수료) 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

Coinbase 거래점유율 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

Coinbase 분기 및 연간 실적 전망

Coinbase 분기 및 연간 실적 전망

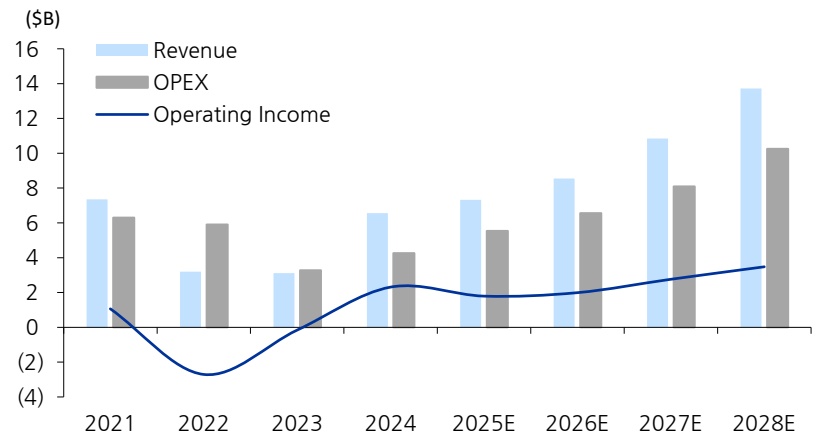
		1Q25A	2Q25A	3Q25F	4Q25F	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	총수익	2,034	1,497	2,065	1,729	6,564	7,326	8,544	10,845
% yoy		24%	3%	71%	-24%	111%	12%	17%	27%
Transaction revenue	거래 수익	1,262	764	1,245	1,010	3,986	4,281	4,960	6,238
Retail	개인	1,262	764	1,245	1,010	1,378	3,430	3,649	4,167
Institutional	기관	1,096	650	1,046	858	90	346	400	546
Subs/service revenue	구독서비스 수익	698	656	745	644	2,307	2,743	3,236	4,207
Stabelcoin revenue	스테이블코인 수익	226	298	333	350	495	911	1,316	1,995
Blockchain rewards	블록체인 리워드	215	197	145	185	331	706	675	794
Interest income	이자 수익	66	63	59	64	534	266	250	279
Other subs/service revenue	기타 구독서비스 수익	135	141	160	145	129	358	542	650
Other	기타 수익	74.0	77.1	75.6	75.3	270.8	302.0	347.3	399.4
OPEX	영업비용	1,329	1,522	1,397	1,291	4,257	5,538	6,557	8,089
Transaction expense	거래 비용	303	245	310	259	898	1,117	1,452	1,952
Tech/dev	기술개발비	355	387	417	382	1,468	1,542	1,965	2,277
Sales/marketing	마케팅비	247	236	240	237	655	961	1,282	1,735
G&A	판관비	394	354	389	375	1,300	1,512	1,709	1,952
Operating Income	영업이익	706	- 25	668	438	2,307	1,787	1,987	2,755
% Operating margin	% 영업이익률	35%	-2%	32%	25%	35%	24%	23%	25%
% yoy		-7%	-107%	294%	-58%	-1526%	-23%	11%	39%
Net Income	순이익	66	1,429	674	476	2,579	2,645	2,836	4,298
% Net Income margin	% 순이익률	3%	95%	33%	28%	39%	36%	33%	40%
% yoy		-94%	3853%	799%	-63%	2624%	3%	7%	52%
adj. EBITDA	조정 EBITDA	909	185	965	750	3,347	2,809	3,560	4,858
% adj.EBITDA Margin	조정 EBITDA 마진률	45%	12%	47%	43%	51%	38%	42%	45%

자료: 유진투자증권

안정적 이익을 기록중이지만, 폭발적 성장은 시간이 필요

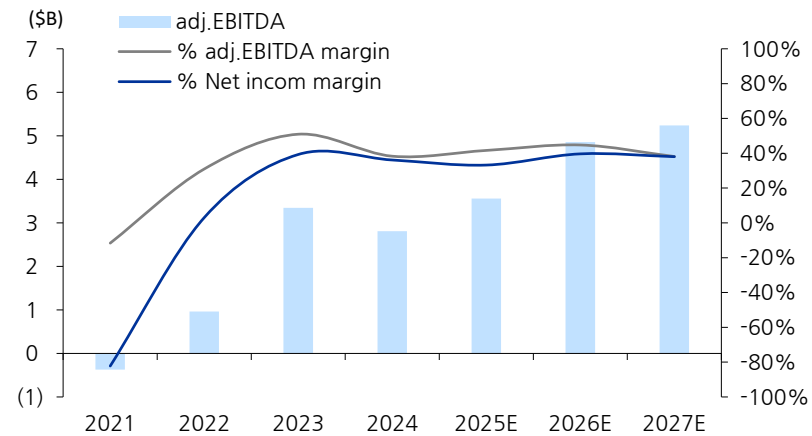
- 코인베이스는 거래 수익 변동성이 ‘비교적’ 완화되고 구독서비스 부문의 비중이 확대되며 영업이익이 안정화 단계에 진입하고 있음. 거래대금 의존도가 줄고, 스테이블코인 이자수익,커스터디, 블록체인 리워드가 꾸준히 이익을 견인하고 있음
- 조정 EBITDA 마진은 '21년 음수에서 '24년 이후 40~50% 수준으로 상승하며, 고정비 절감과 고마진 서비스 수익 확대의 결실을 보여주고 있음. 순이익률 또한 안정적 개선세를 이어가며 이익체질 전환이 가속화
- 단기에는 안정적 흑자 기조를 유지하겠지만, 거래량 급등이나 신규 시장(파생상품, 토큰화 자산 등) 본격화 없이는 과거와 같은 폭발적 성장세로의 복귀가 제한적. 다만 Deribit 인수 및 USDC 확산이 장기 성장의 토대를 마련하고 있어, 중기적 성장 가속 구간 진입 예상됨

Coinbase 연간 수익,비용,영업이익 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

Coinbase 이익률 추이



자료: Coinbase, 유진투자증권

3Q25 조정 EPS 컨센서스 큰 폭으로 상회 전망

- 3Q25 기준 Coinbase의 조정 후 순이익은 \$445M로 컨센서스(\$351M)를 상회할 것으로 예상함. 리테일 거래량 회복과 USDC 관련 이자수익이 크게 기여할 것. GAAP 기준 순이익은 674M 달러로, 전분기 1.43B 대비 둔화되었으나 안정적 이익 체질 유지
- 비현금 요인 제거 후 실질 이익 정상화: 비트코인 및 이더리움 가격 변동에 따른 평가이익, 투자지분 가치 변동, 세금효과 등의 비현금 항목을 제거한 조정 순이익은 본업에서의 수익성을 보다 명확히 보여줌. 2분기 일시적으로 조정 순이익 하락했지만, 3분기 다시 정상화 예상
- 3Q25 조정 EPS는 \$1.6로, 컨센서스(\$1.2) +33% 상회 전망. '25년 연간 기준으로도 당사 추정치 \$4는 시장 기대치(\$3.1)를 웃돌 것으로 예상

Coinbase 순이익 당사 vs 컨센서스 비교

항목	설명	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	3Q25E		2025E	
						Eugene	Cons.	Eugene	Cons.
Net Income	GAAP 순이익	66	1429	674	476	674	345	2,645	2255
Losses(gain) on crypto assets held for investment, net	보유 중인 암호화폐 평가손 제거	597	(362)	(81)	51				
Losses(gains) on strategic investments, net	전략적 지분투자 평가손 제거	(3)	(1,472)	(205)	(560)				
Tax effect of non-GAAP NI adjustments	위 항목들의 세금효과 조정	(135)	438	56	120				
adj.Net Income	조정 후 순이익	524	33	445	88	445	351	1,090	862
Weighted Average Shares/Diluted	가중평균 주식 수/희석	271	279	279	282				
adj.Net Income per share	조정 후 주당 순이익	1.9	0.1	1.6	0.3	1.6	1.2	4.0	3.1

자료: 언론종합, 유진투자증권

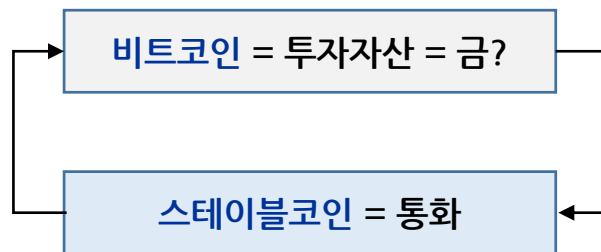
05

Appendix. 스테이블코인 기초

비트코인과 스테이블코인 무엇이 다른가

- 비트코인은 4~5년 전까지만 해도 결제/페이먼트를 위한 수단이 되는 것이 목표였으나, 높은 수수료와 느린 속도로 결제에 실제로 사용되는 것이 거의 불가능. 최근 비트코인 내러티브는 '디지털 금'으로 전환
- 비트코인과 알트코인은 가격 변동성이 크고, 수수료가 높아 거래소 간 이동이 쉽지 않음
- 필요에 따라 가치가 고정된 통화(currency)형태의 스테이블 코인이 등장하게 됨
- 스테이블코인으로 비트코인, 이더리움 등 암호화폐 자산에 대한 페어거래가 크게 증가하며 거래소에서의 스테이블코인 거래가 가장 많음
- 현재 스테이블코인 Top2 는 테더의 USDT와 서클의 USDC이며, USDC 점유율이 점차 상승하는 중

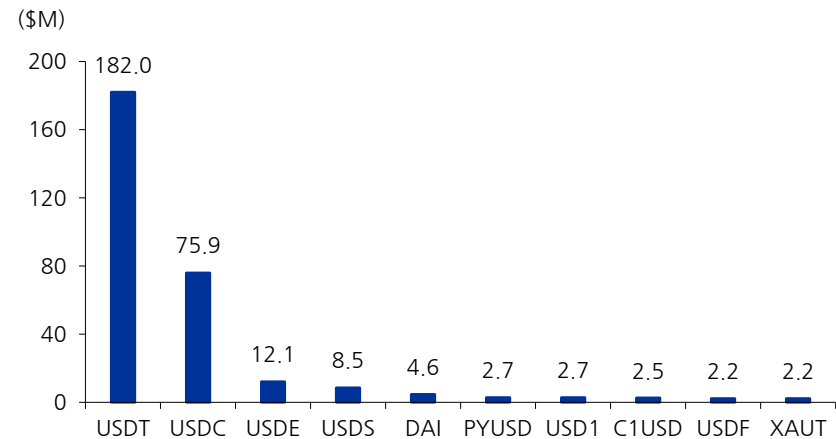
비트코인과 스테이블코인의 차이



투자자산<→통화 간의 선순환구조 형성

자료: 유진투자증권

주요 스테이블코인 시가총액 순위

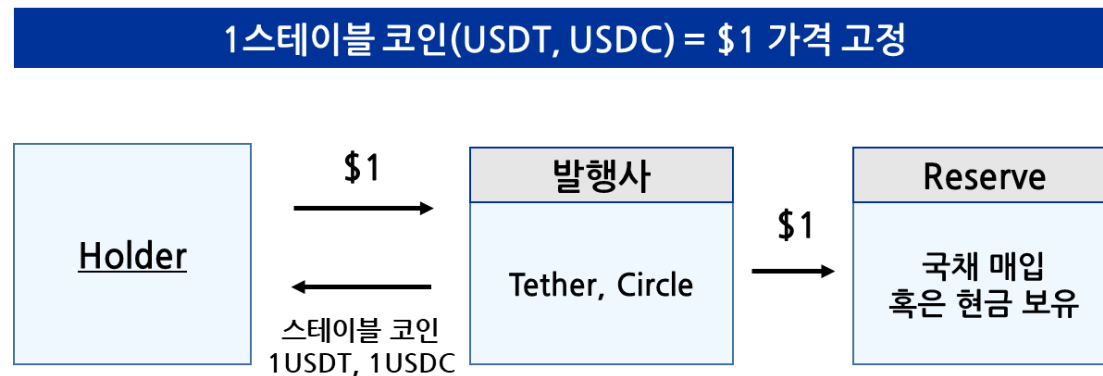


자료: 유진투자증권

미국채의 新수요처로 떠오르는 스테이블코인

- 스테이블코인은 미국 달러 등 법정 화폐에 연동되어 가치가 안정적으로 유지되는 암호화폐
- 스테이블코인이 준비자산(담보)의 대부분으로 미국 단기채를 매수하고 있고, 미국채의 새로운 수요처로 떠오름
- 앞으로 재정 될 스테이블코인 관련 법안 -GENIUS ACT 의 경우 현금과 미국채(단기채)만을 담보로 허용
- 전체 스테이블 코인 발행량은 \$240B를 상회. USDT(Tether)가 시장의 약 61% 점유. 최근 Circle의 USDC 점유율이 꾸준히 올라오고 있는 상황

스테이블 코인 발행 매커니즘

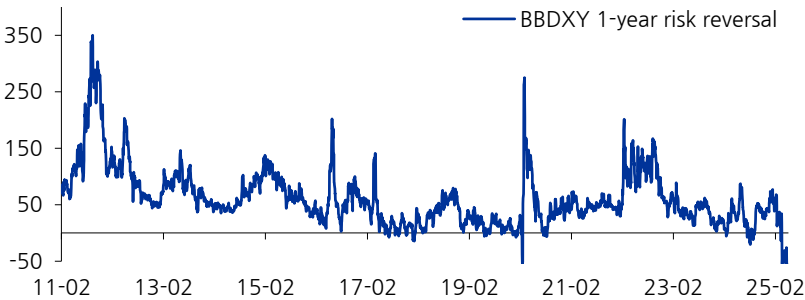


자료: 유진투자증권

미국이 스테이블코인 시장에 집중하는 이유

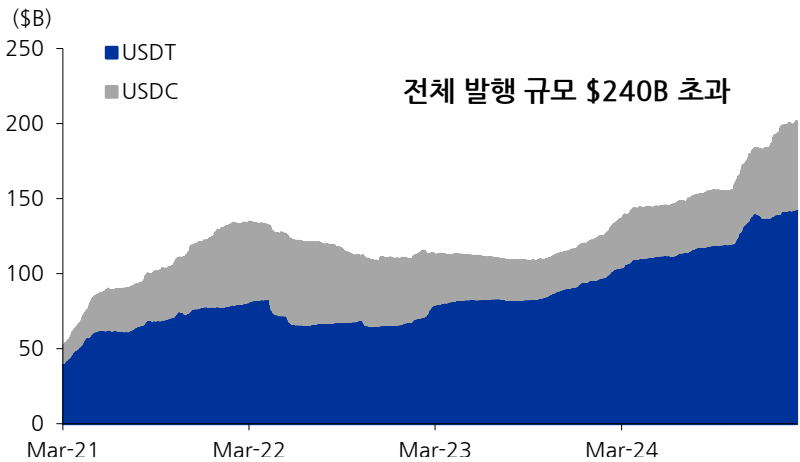
- 달러センチメント는 2011년 이후 최저치
- 기축통화로서 달러의 입지가 흔들리는 상황에서 스테이블 코인이 달러 약세의 대안이 될 수 있다고 판단
- 글로벌 경제에서 달러는 약 58% 사용되고 있지만, 달러 기반 스테이블코인의 점유율은 95%를 상회
- 사실상 달러 기반 스테이블코인이 시장을 장악하고 있음

기록적인 달러 약세 베팅 - 달러センチメント 약화



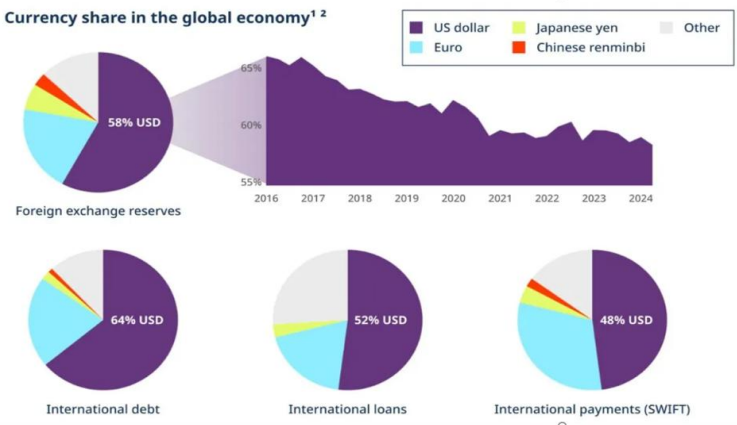
자료: 유진투자증권

스테이블코인 발행 규모 추이



자료: 유진투자증권

글로벌 경제에서 달러가 차지하는 비중

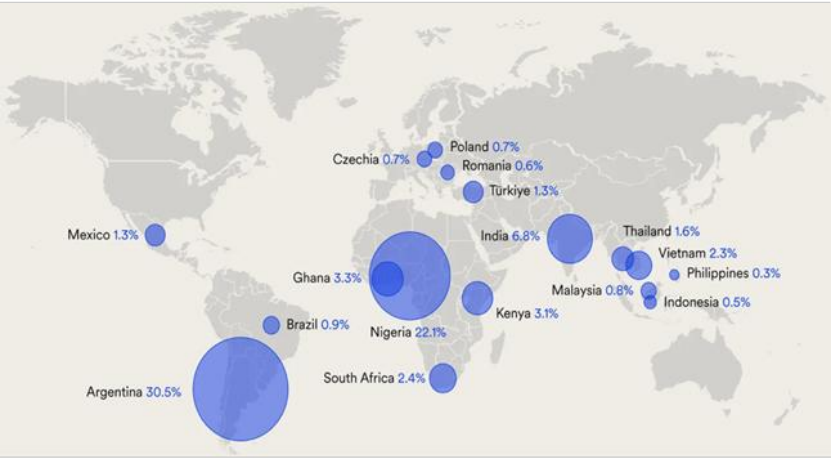


자료: 유진투자증권

스테이블코인의 수요처는?

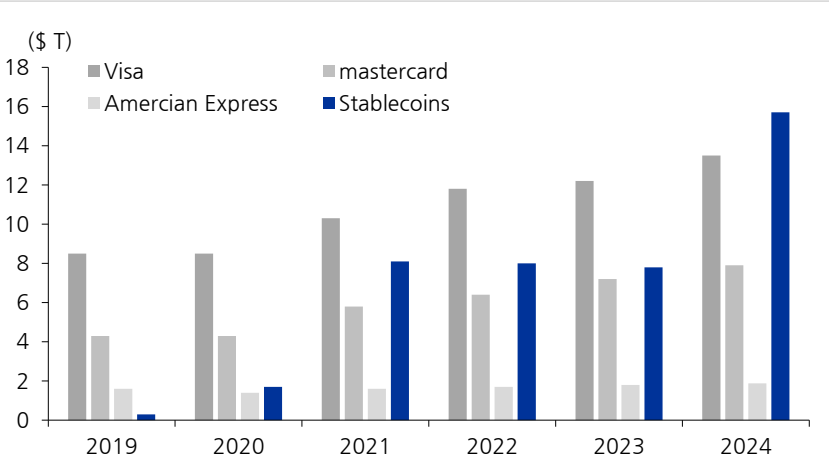
- 1) 통화 가치가 불안정한 국가에서 자국 화폐 대신 사용됨
아르헨티나, 나이지리아의 경우 달러 부족으로 USDT를 주로 사용
거래소 USDT 프리미엄 20~30% 수준
- 2) 낮은 수수료, 빠른 전송이 가능하기 때문에 송금, 결제, 정산에 주로 쓰임
2024년 기준 스테이블코인이 VISA와 Mastercard 거래량을 뛰어 넘음
급격하게 하락한 거래 수수료 때문에 거래가 늘어난 것으로 추정
- 3) 기관(Whale)들의 거래소 간 이동에 주로 사용됨. 거래소간 이동 및 페어 거래가 전체 스테이블코인 사용의 85% 차지
현재 바이낸스 전체 거래의 70% 가까이가 스테이블코인 거래. 업비트 역시 전체 Outflow의 60%가 스테이블코인 거래

국가별 USDT 프리미엄



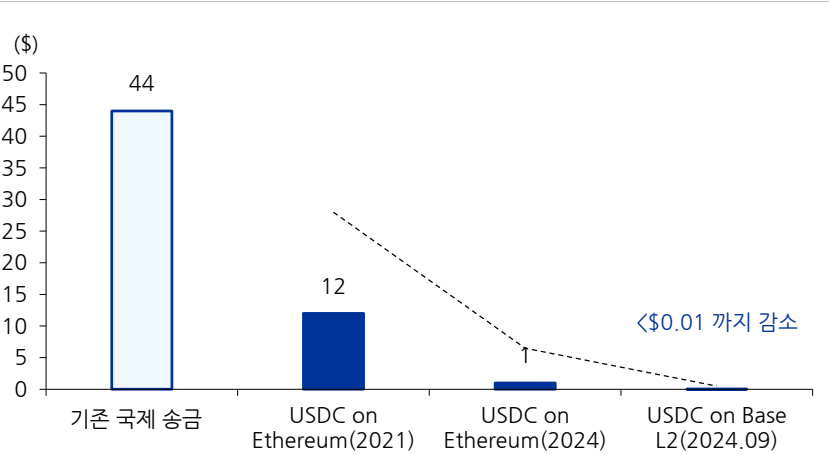
자료: BVNK, 유진투자증권

지금 결제 시스템 거래 규모



자료: 유진투자증권

USDC 거래 수수료 변화: 2021년 대비 1/100 이하로 하락

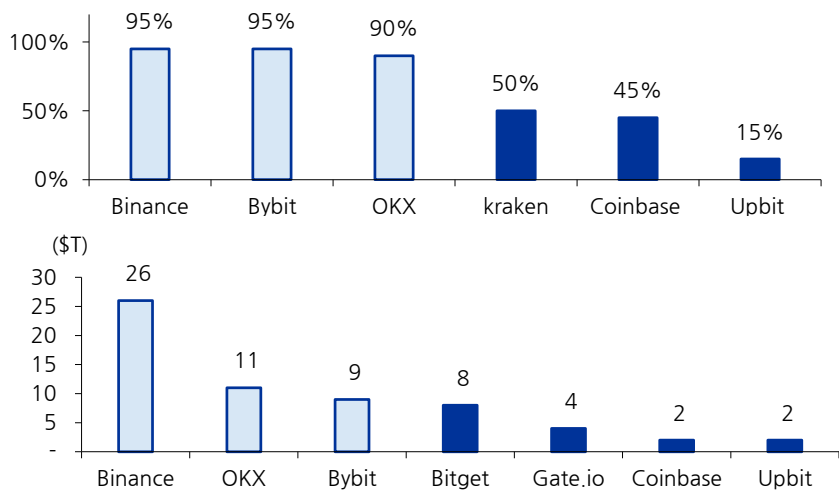


자료: 유진투자증권

스테이블코인의 핵심도 결국 거래소

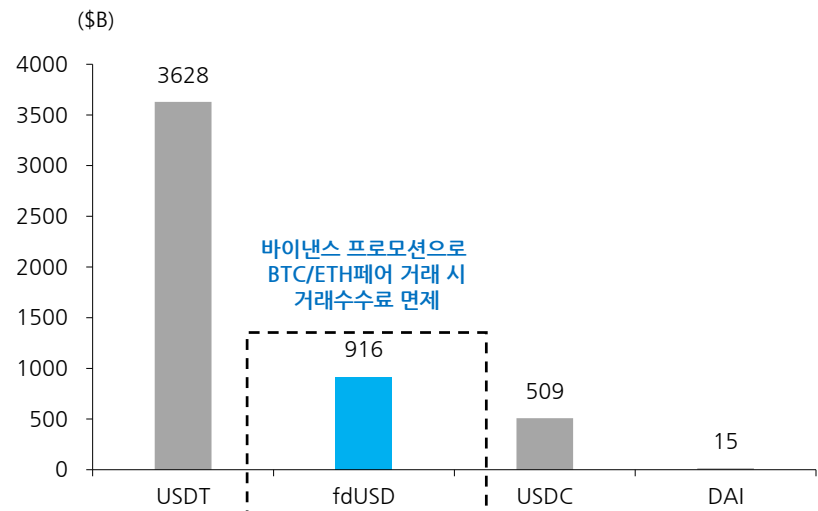
- '24년 기준 전 세계 스테이블코인 관련 온체인 트랜잭션 총액은 약 5.7조 달러. 이미 거래 목적으로 사용되는 통화로 자리 잡음. '25년 7월 말 기준 중앙화 거래소에서 스테이블코인 페어 거래대금은 약 1.68조 달러로 확대. 비트코인 고점 갱신 구간과 맞물려 스테이블코인 기반 체결 비중이 높아지는 경향 확인
- 원화 현금 시장 비중이 높은 한국에서는 스테이블코인 페어 거래가 전체 거래의 약 15%~17% 정도로 상대적으로 낮음.('25년 2월 기준) 반면 글로벌에서는 BTC-USDT페어 등 스테이블코인이 현물 유동성을 사실상 지배하고 있음
- 특히 바이낸스, 바이빗, OKX 등 거래대금이 많은 거래소일수록 스테이블코인 거래비중이 높으며, FDUSD의 경우 바이낸스가 적극적 거래지원을 하며 USDC 보다 높은 거래대금을 기록. - FDUSD는 First Digital Trust(홍콩)가 발행한 스테이블코인으로 바이낸스에서 BTC,ETH < > FDUSD 현물 페어 거래 시 수수료가 면제됨. FDUSD는 Ethereum, BNB 체인 등을 지원

스테이블코인 페어거래 비중 및 거래소별 거래대금(현선물+파생)



자료: 산업자료, 유진투자증권 추정치

주요 스테이블코인 거래대금(2024)

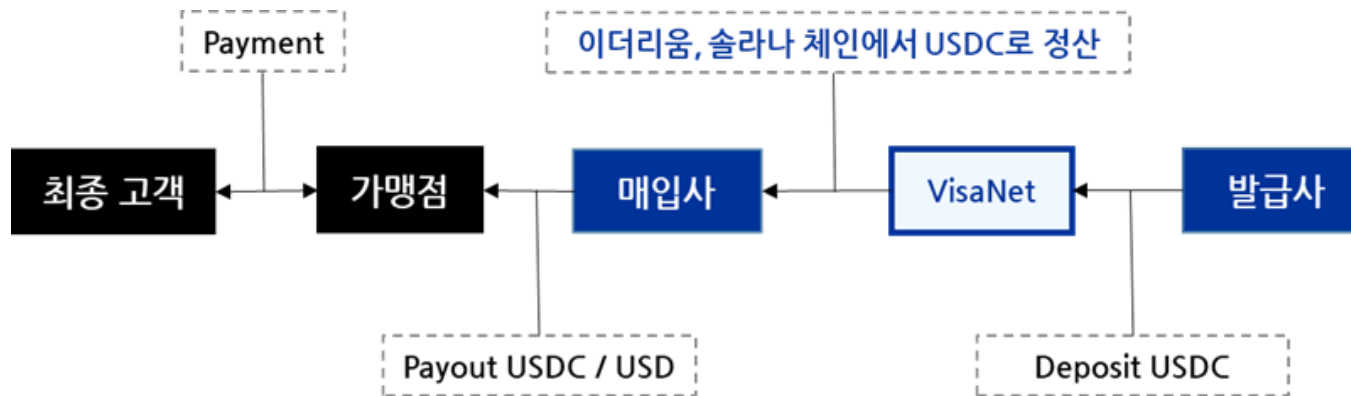


자료: 산업자료, 유진투자증권

카드사가 가장 먼저 스테이블코인 시스템 갖춰

- 최종고객이 카드로 결제하더라도, 가맹점<매입사>발급사 간의 정산이 USDC로 이루어지기 때문에 정산 시 수수료 절감이 가능
- 수수료 절감 효과가 크기 때문에 VISA, Mastercard 에서는 '24년부터 본격적으로 스테이블코인 인프라를 도입하기 시작
- 이미 Crypto.com 등 여러 핀테크와 제휴하여 사용자가 보유한 USDC 등의 잔액을 Visa 직불카드에 연계하고, 이를 통해 실제 오프라인 가맹점에서 결제하면 실시간으로 해당 스테이블코인이 차감되고 상점에는 법정통화로 정산되는 구조를 구현. Visa에 따르면 연계 프로그램을 통해 누적 1천억 달러 이상의 암호화폐 구매와 약 250억 달러 상당의 결제가 이루어짐

VISA의 USDC를 이용한 정산 시스템



자료: 유진투자증권

기업들의 스테이블코인 도입을 통한 비용 절감

- 지난 6월, 월마트와 아마존이 스테이블코인 결제를 도입하겠다고 발표
- 월마트의 경우 스테이블코인 도입하게 되면, 연간 순이익이 \$15.6B 에서 \$25.3B 으로 약 +60% 이상 증가
- 유통사, 프랜차이즈 사 등 거래대금이 많은 기업들의 경우, 스테이블코인 도입 시 직접적으로 수익성 개선 효과 있음

스테이블코인 페이먼트 도입으로 기업의 수익성 향상

Global payments improve profitability

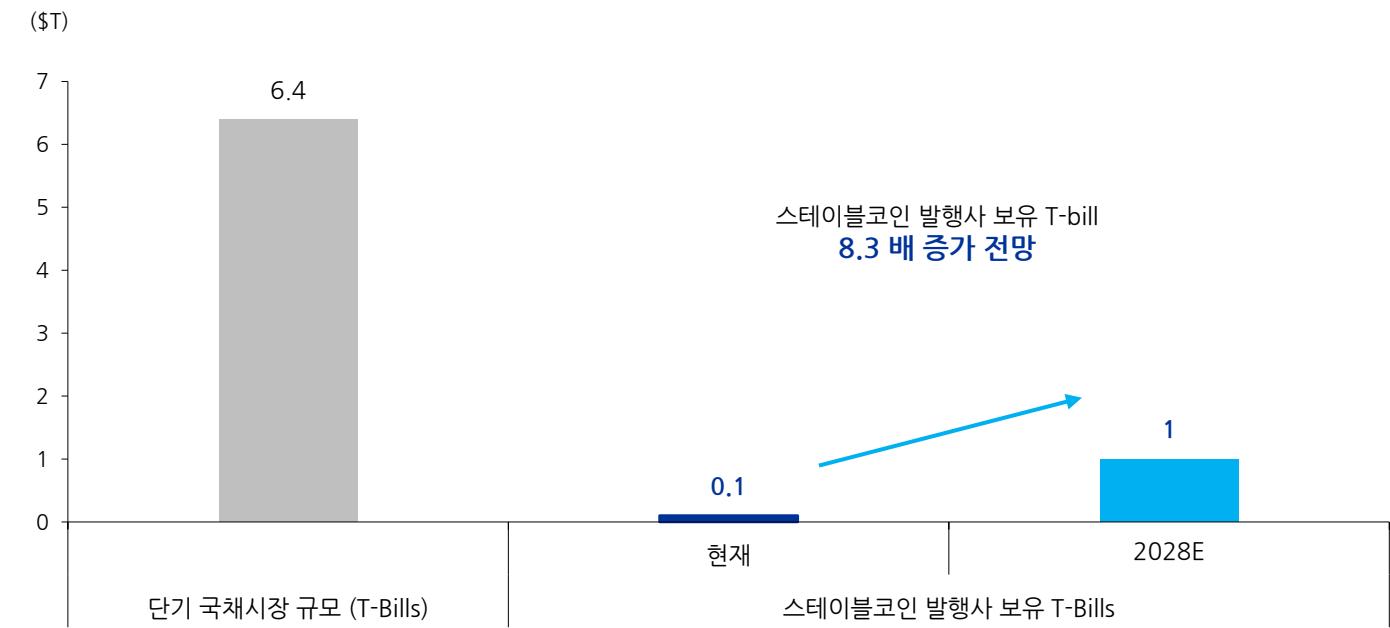
Cheaper payments improve profitability				
		Walmart	Chipotle	Krogers
Fiscal Year '23	Revenue	\$648B	\$9.9B	\$150B
	Net income	\$15.6B	\$1.23B	\$2.15B
Scenerio analysis with widespread stablecoin adoption and a 1.5% improvement to transaction costs				
Projections	Improvement to Cost of Transactions	\$9.72B	\$0.15B	\$2.25B
	New Net Income	\$25.3B	\$1.38B	\$4.4B
	Current Market Cap*	\$759B	\$89B	\$43.4B
	New Market Cap	\$1,234B	\$99.7B	\$89B
	Increase in Market Cap	+\$434B	+\$10.1B	+\$45.5B
		62.51%	12.05%	104.87%

자료: 유진투자증권

스테이블코인 시장의 고성장 예상

- 달러 기반 스테이블코인 시장은 2028년에 약 \$2.5T 까지 성장 전망
- 스테이블코인 발행사가 보유하게 되는 T-bill은 약 8~9배 증가할 것으로 예상됨. 미국 전체 단기채 시장 수요의 20%를 차지하게 될 것
- 스테이블코인은 규제상 만기 3개월 이내의 국채에 집중 투자하게 되므로, 국채 수요가 초단기물 중심으로 편중될 가능성이 있음
- 스테이블코인 준비금이 향후 수 년간 미 재무부 채권 수요의 중요한 축으로 부상할 수 있음

스테이블코인 발행사의 단기채 보유량 증가 예상

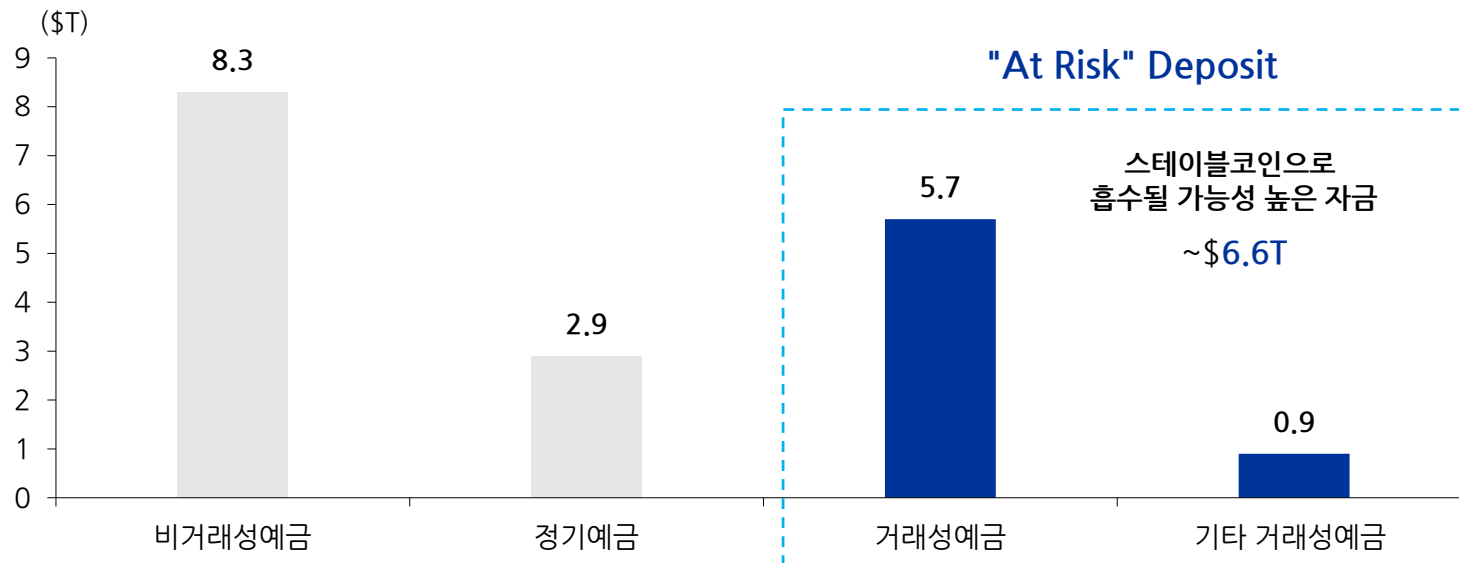


자료: 유진투자증권

미국 예금의 일부가 스테이블코인으로 이탈 가능성 있음

- 미국 전체 예금 규모는 17.8조 달러 수준
- 이 중 비거래성 예금과 정기 예금을 제외한 거래성예금 6.6조 달러가 스테이블코인으로 이탈 가능성 있음 (by 미국 재무부 TBAC, 2025년 4월)
- 현재 스테이블코인 대부분이 무이자이며, 앞으로의 규제들도 무이자를 지향할 가능성이 높음
- 그러나, 토큰화된 MMF 시장으로의 자금 유출은 막기 어려울 것으로 전망. 은행 간 경쟁 치열해질 것으로 보임

미국의 예금 구성 - 거래성 예금이 전체 예금의 약 37% 차지

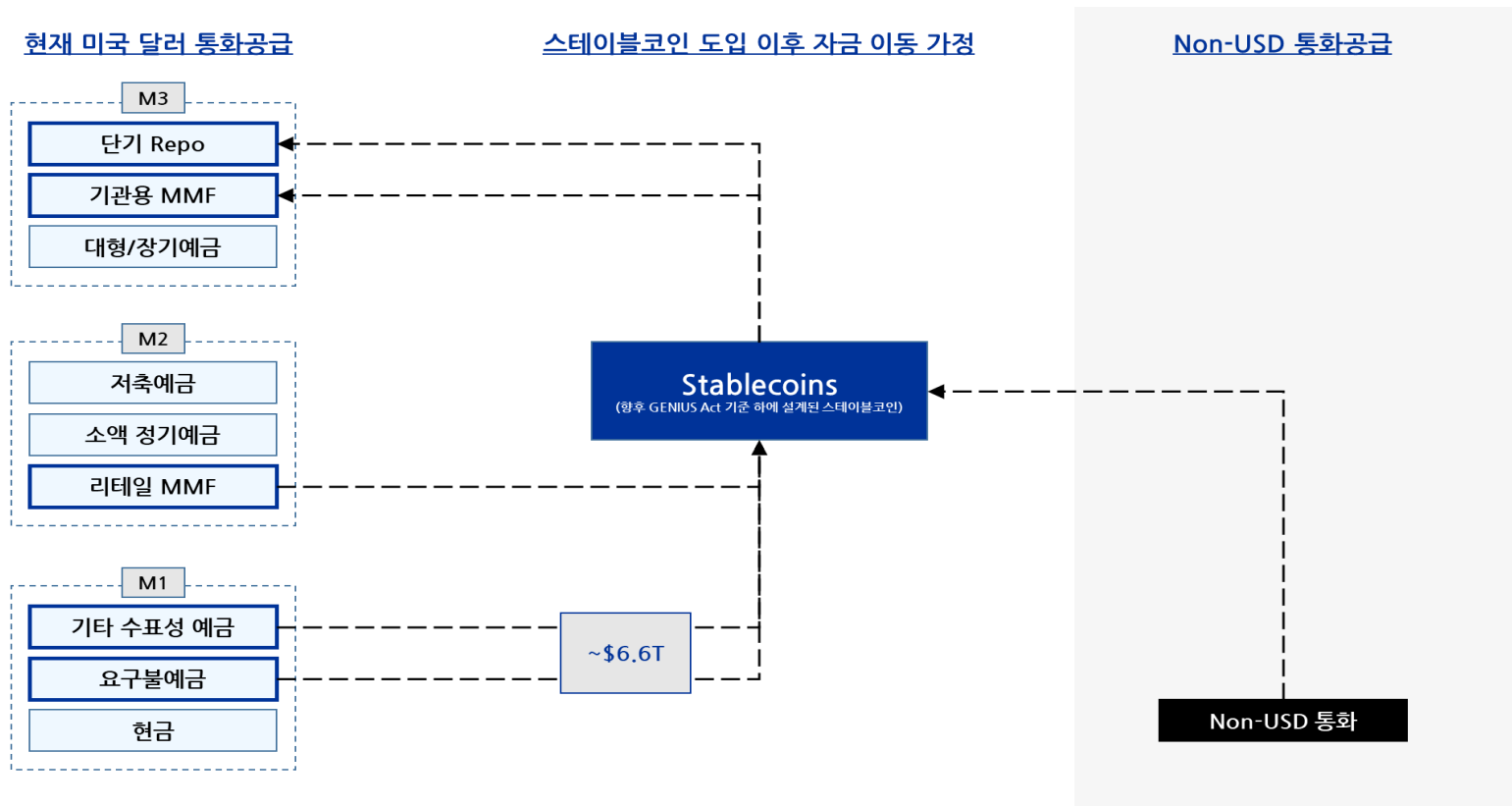


자료: 유진투자증권

미국 외 국가의 통화, US 스테이블코인으로 일부 흡수

- 비(非)USD 자산으로 분류되는 글로벌 유동성이 달러화로 흡수될 가능성이 높음. 원화 스테이블코인을 발행해야 하는 이유(방어적 정책이라도 필요)
- 스테이블코인 발행의 증가는 통화구조의 변화를 가져올 것
- 통화량 증가에 대한 연구는 아직 발표된 것이 없으나, 단기 유동성이 급격히 증가 할 것으로 전망하며, 통화 팽창 효과도 일부 나타날 것

스테이블 코인의 통화구조 영향



자료: 유진투자증권

본격적인 미국의 규제 변화로 금융기관 암호화폐 시장 진입

- 2025년 들어 미국 금융당국은 암호화폐를 제도권에 편입시키는 방향으로 규제 기초를 전환
- 기관투자자들은 익숙한 금융기관을 통해 안전하게 암호자산을 맡길 수 있는 환경이 조성
- 연방 승인 은행들이 고객을 위한 암호화폐 보관, 매매 대행, 블록체인 네트워크 활용 등 업무를 할 수 있게 됨

가상자산 관련 미국 주요 규제 변화

구분	내용
SEC의 SAB121 철회	- SAB121은 은행 등 기관들이 고객의 암호화폐를 보관하면 동일한 금액을 부채로 계상해야 하는 법안 - SAB121 철회로 전통 금융기관들이 암호화폐 커스터디 서비스가 가능해짐
금융 규제 기관 지침 개정	- 통화감독청(OCC)은 은행이 디지털자산 서비스를 사전 승인 없이 수행할 수 있도록 관련 지침 개정. 연방 승인 은행들은 암호화폐 보관, 매매 대행 등 가능 - 연준과 연방예금보험공사(FDIC)의 경우 암호화폐 취급 위험 경고문 '25년 초 철회. 은행권이 암호화폐 기업에 금융 서비스 제공하거나 스테이블코인 준비금 예치 업무 등을 수행할 때의 과도한 규제를 완화

자료: 유진투자증권

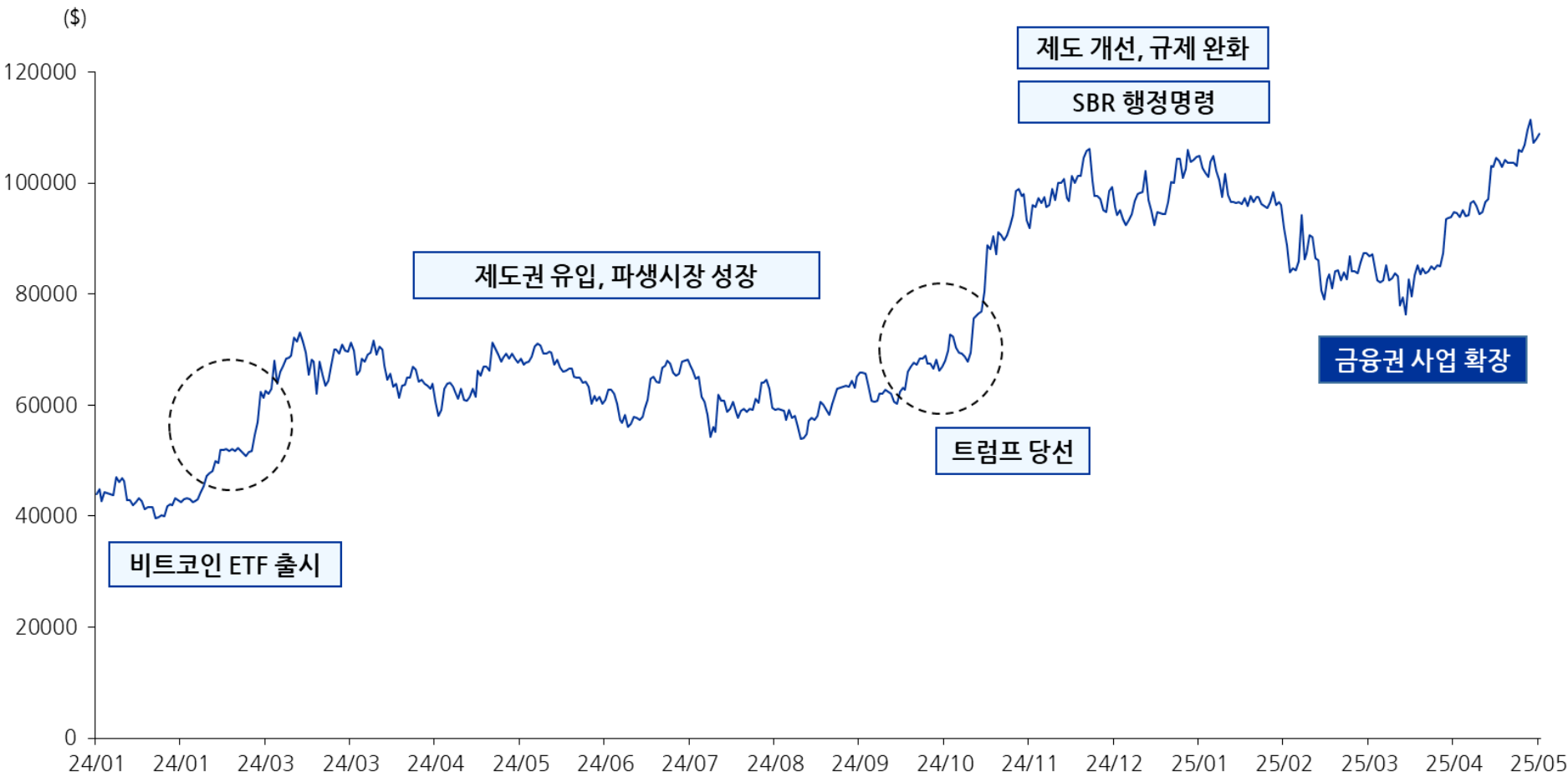
전통 금융기관들의 가상자산 사업 진출

금융기관	내용
JPMorgan Chase	- 자체 블록체인 통해 토크화된 예금 확대 - JPM 코인 일거래량 \$2B
Goldman Sachs	- 비트코인, 이더리움 파생 거래 서비스 확대 - 채권 토큰화 사업 확대
Morgan Stanley	- E*Trade에 가상자산 거래기능 도입 계획 - 기관 대상 디지털 자산 투자 상품 개발 중
Fidelity	- 스테이블코인 테스트 중 - 수수료 없는 암호화폐 IRA 출시

자료: 유진투자증권

가상자산 시장 주요 변화

비트코인 ETF 출시 이후 비트코인 가격 추이



자료: 유진투자증권

토큰화 자산 시장 전망

토큰화 자산은 약 2조 달러까지 성장 할 것으로 전망

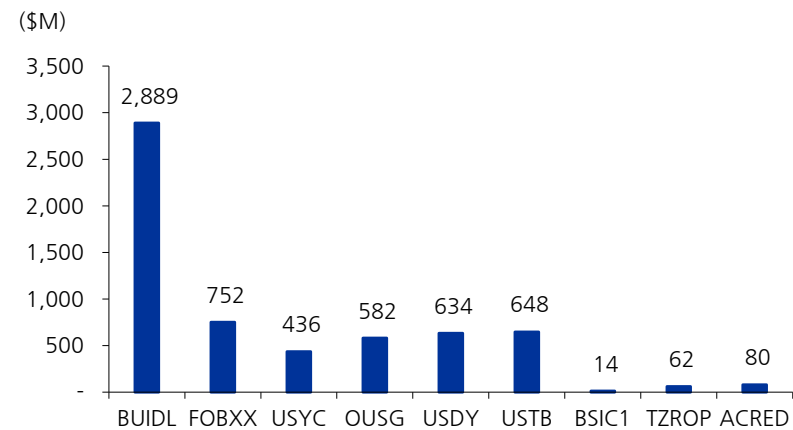
2030 market capitalization, USD Tn (estimates)		% tokenized		2030 tokenized market cap	CAGR
		2023 현황	2030 예상	USD Tn (base case)	2023-2030
Derivatives ¹	2,800	Nascent	<1 bps	<0.1	N/A
Alternative assets ²	570	0.2bps	2–5 bps	~0.1	130% ¹²
Bonds and ETNs ³	190	0.1 bps	10–20 bps	~0.3	100%
Loans & securitization ⁴	190	0.5 bps	15–25 bps	~0.3	75%
Intangible assets ⁵	180	Nascent	2–5 bps	<0.1	N/A
Unlisted equities ⁶	150	1.5 bps	5–10 bps	~0.1	130% ¹³
Publicly listed equities ⁷	150	<0.1 bps	5–10 bps	<0.1	190%
Mutual funds and ETFs ⁸	110	0.1 bps	30–40 bps	~0.4	140%
Alternative funds ⁹	35	<1 bps	60–70 bps	~0.2	100%
Precious metals ¹⁰	30	<1 bps	35–45 bps	~0.1	90%
Cash and deposits ¹¹	60 USD & EUR	30 bps	190–200 bps	~1.1	40%
Total value tokenized on blockchain by 2030 (excl. cash and deposits)				~1.9	75%

자료: 유진투자증권

토큰화 금융시장 성장 지속

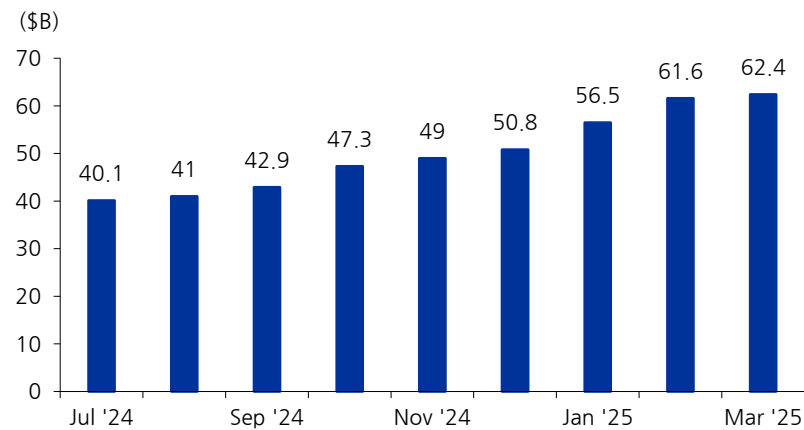
- 토큰화 MMF 시장 2024년 말 기준 총액은 약 20억 달러 수준에서 2025년 5월 기준 70억 달러 까지 성장
- 전통 MMF 대비 유동성과 접근성 측면에서 획기적인 이점을 제공. 가장 큰 장점은 거의 실시간에 가까운 유동성 공급 가능.
- 기관투자자들은 단기자금을 보다 탄력적으로 운용할 수 있음.

토큰화 MMF 기준 총액



자료: 유진투자증권

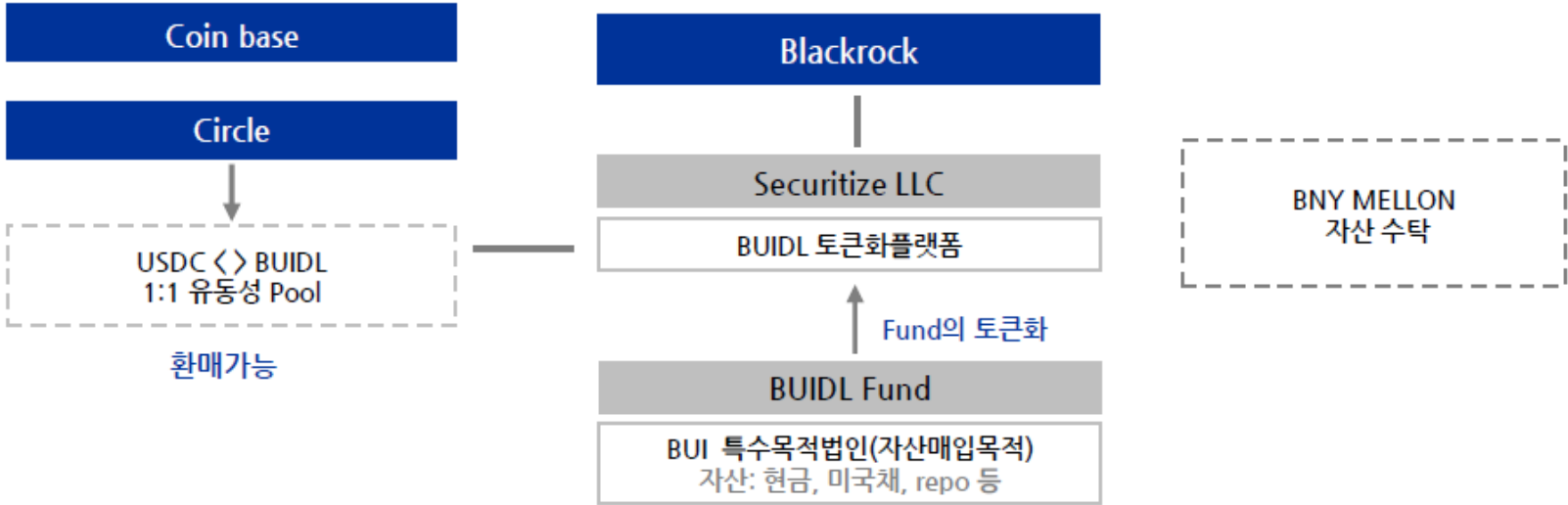
Onchain Liquidity(토큰화 금융) 시장 전체 규모



자료: 유진투자증권

블랙락: 발행, 유통, 운용수수료 모두 챙겨보기

블랙락의 BUIDL 펀드 구조



자료: 유진투자증권

(참고) 토큰화 금융 상품 리스트

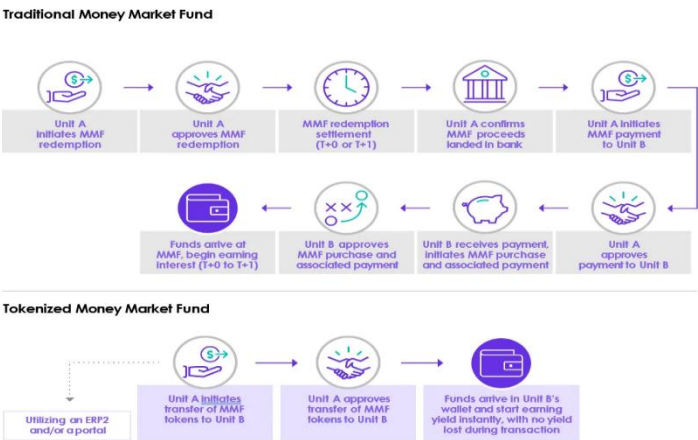
Token(Ticker)	Instrument	Mcap(\$M)	Market Place
BlackRock USD Digital Liquidity Fund (BUIDL)	Treasuries	2,889	Securitize Markets
Franklin Onchain US Govt Money Fund (FOBXX,BENJI)	Treasuries	752	Hashnote
Hashnote Short Duration Yield Coin (USYC)	Treasuries	436	Benji Investment
Ondo Short-Term US Gov.Bond Fund (OUSG)	Treasuries	582	Ondo Finance
Ondo USD Yield (USDY)	Treasuries	634	Ondo Finance
Superstate Short Duration US Gov Sec Fund (USTB)	Treasuries	648	Superstate
Blockstream ASIC Note 1 (BSIC1)	Asset Backed Securities	14	SideSwap
tZERO (TZROP)	Equity	62	tZERO
Apollo Diversitied Credit Sec Fund (ACRED)	Private Credit	80	Securitize Markets
Hamilton Lane Senior Credit Sec Fund (HLSCOPE)	Private Credit	8	Securitize Markets

자료: 유진투자증권

MMF를 토큰화 하는 이유 - ① 공급자 관점

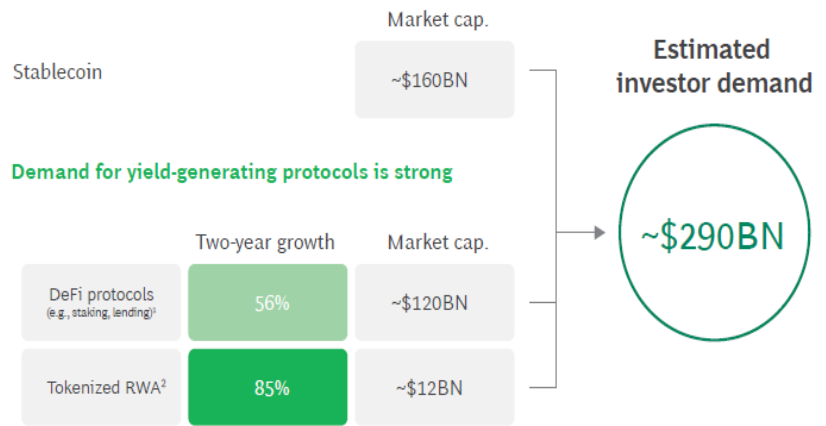
- 1) 원장/후선 업무 자동화에 따른 업무 효율화
 - 현재 인프라 상으로는 펀드 가입, 환매, 주주명부 관리, 정산 등 여러 기관간 대사(데이터 맞추기)가 필요. 그러나, 토큰화 MMF 구조에서는 전송 대장과 명부를 중복 대조 하는 부담이 없음. 전송 기록이 곧 원장 데이터이기 때문에 분기/월말 결산, 감사 대응이 간결해짐
- 2) 신규 고객 유입 효과, 추가 AUM 확보
 - 토큰화 MMF는 거래소 담보나 디파이(DeFi)에서 활용될 수 있어, 기존 기관 뿐 아니라 크립토 네이티브 자금도 끌어올 수 있음
 - 멀티체인 메커니즘을 SEC가 공식 인정. 체인 선택의 유연성이 커지기 때문에 다양한 경로로 고객 유입이 가능
- 3) 세컨더리 마켓 잠재 거래량 : 북미 ETF AUM 대비 연간 회전을 약 3.4배 적용 시, 연간 거래량 약 200조 달러 규모로 확장될 수 있음

기존 펀드와 토큰화된 펀드 비교 (뒷장에 상세)



자료: Franklin Templeton

크립토 네이티브 자금 유입 기대 - 신규 고객 및 추가 AUM 확보



자료: DeFi Llama, RWA.xyz, BCG, 유진투자증권

MMF를 토큰화 하는 이유 - ② 수요자 관점

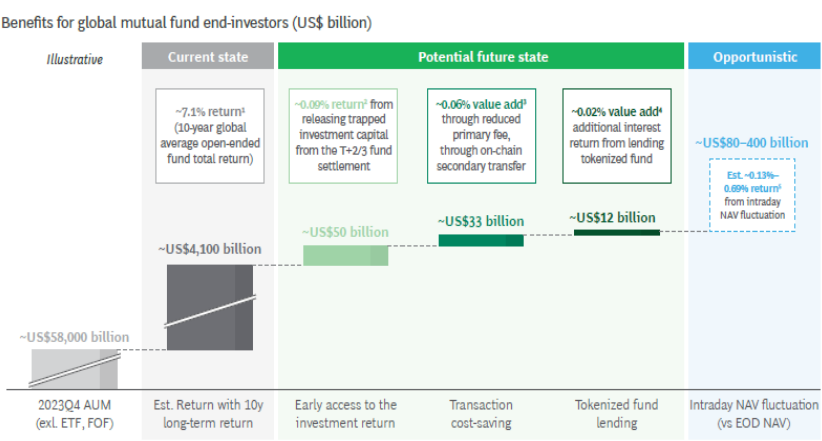
- 1) 24/7 거래: 전통적인 펀드 거래는 거래와 마감시간이 있지만, 토큰화 MMF의 경우 지갑 간 전송이 언제든지 가능하기 때문에 거래에 편의가 있음
- 2) 뮤추얼 펀드, ETF 보다 담보 활용이 용이
 - 뮤추얼 펀드: 담보 활용이 거의 불가능에 가까움. 담보 설정하려면 권리확인, 담보권 설정, 위험관리 절차(예:채권자 우선순위, 디폴트 리스크 등) 때문에 비용과 시간이 많이 필요
 - ETF: 일부 증권사에서는 담보 활용이 가능. 주로 마진거래나 파생상품 거래 시 담보로 잡지만, 범위가 제한적이고 중개기관 개입 필요
 - 반면, 토큰화 MMF를 온체인 대출 프로토콜에 담보로 맡기고 즉시 현금 대출 가능. 정산에 시간이 필요하지 않아 실시간 담보화가 가능함. 따라서 펀드에 자금을 묶어두지 않고 필요할 때 바로 대출을 통해 유동성을 확보할 수 있음. ‘투자과 유동성 확보’ 동시 가능

토큰화 MMF, 뮤추얼펀드, ETF 비교

	Mutual Fund	Exchange-Traded Fund	Tokenized Fund ²
Anticipated potential difference in key features ¹	A mutual fund pools money from many investors to invest in a diversified portfolio professionally managed by a fund manager	Similar to mutual fund, but shares of the fund are traded on exchange like a stock	Similar to mutual fund & ETF, but shares of the fund are digitally represented on a distributed ledger like a token
Price transparency for investors	Execution price is confirmed with delays, e.g., EOD NAV processing	Execution price is confirmed instantly, based on secondary market activities, such as the latest bid/ask order book and indicative NAV	
Time to fund & cash for investors	T+2/3 days required	Intraday, during exchange hours	Intraday, 24/7 feasible
Potential as collateral for lending	Limited mutual funds due to cost (e.g., lien, default risk mgmt.)	ETFs as collateral for margin trading mostly in brokers	Near-instant collateralization for lending via smart contracts
Potential as underlying assets for derivatives	Limited mutual funds are used for bespoke structured products	Selected ETFs are used for Exchange-Traded Options	Feasible for Smart Derivative Contracts usage (atomic, 24/7)
Integration with on-chain money	Lower efficiency as money settlement takes time		Atomic settlement (DvP); money programmability

자료: BCG, 유진투자증권

exhibit 4 토큰화 MMF 수요자 관점의 여러 이점



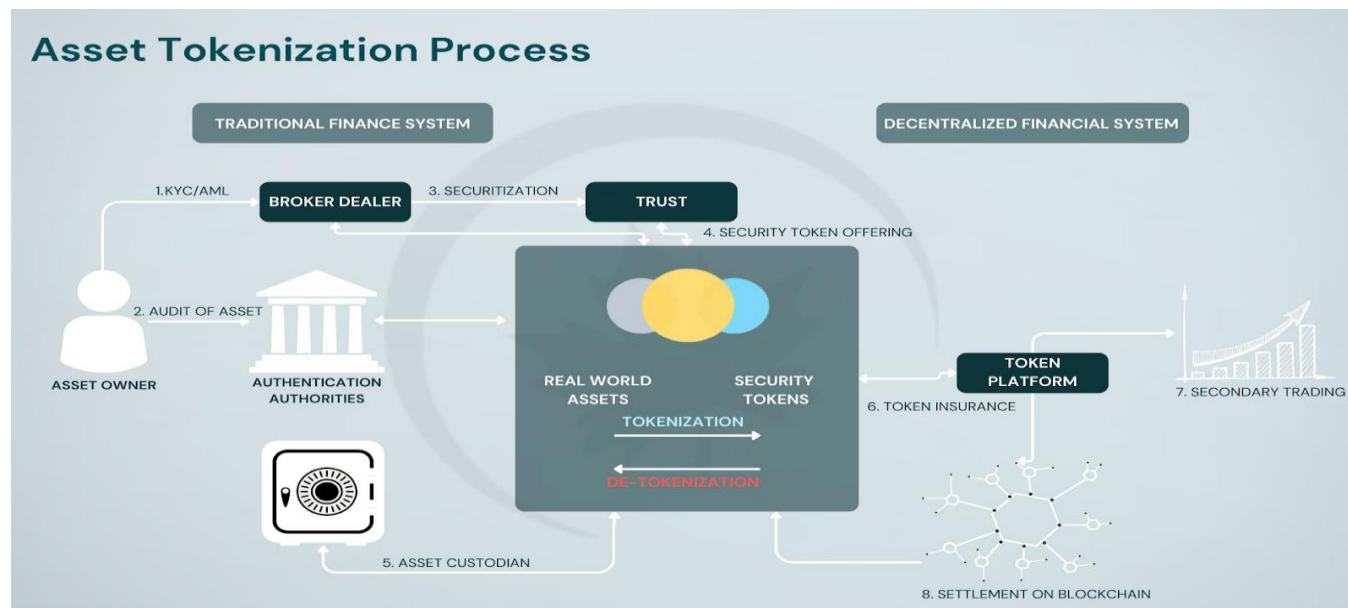
자료: Morningstar; ICI; Refinitiv; CSSF Luxembourg; BCG, 유진투자증권

채권을 토큰화 하는 이유

■ 기본적으로 MMF 토큰화 이유와 유사: 비용절감 + 결제 리스크 축소 + 설계 자유도 등

- 결제 속도와 안정성 측면: '청약 접수 > 배정 > 대금 수납 > 증권교부(DvP) > 원장 등록'까지가 하나의 스마트 컨트랙트로 묶이며 시간이 효과적으로 단축됨. 발행-배정-원장 통합 자동화.
- 결제 리스크 축소: 커버드 본드, 단기채 등에서 증거금/담보 요구 축소, 미결제 실패 리스크 하락
- 유통/담보 활용성 강화: 담보 설정/해제, 레포 및 증권대여가 거의 실시간에 가까워지기 때문에 발행사의 유동성 관리 및 구조화거래(TRS, 레포) 속도가 빨라지는 효과

자산 토큰화 과정



자료: 유진투자증권

테라-루나 사태가 촉발시킨(?) 스테이블코인 관련 법안 논의

2022년 테라(UST)-루나 알고리즘 스테이블의 붕괴

- 2022년 5월, 테라(Terra) 블록체인 기반의 알고리즘 스테이블코인 테라USD(UST)와 그 자매 토큰 루나(LUNA)가 며칠 만에 사실상 전멸하는 사태 발생하여 약 450억~600억 달러의 시가총액이 증발. 앵커 프로토콜의 이자율 하락 발표와 함께 대규모 UST 인출이 발생하면서 UST 페크 붕괴. 대량 매도와 패닉셀로 UST 가격이 1달러에 10센트까지 폭락한 것
- 해당 사건은 규제의 부재가 어떤 결과를 초래하는지를 시장에 각인시켰으며, 이후 연방정부는 STABE Act, DCCPA, Stablecoin Act 등 스테이블코인 규제 법안을 잇따라 발의 및 논의하였고, 주정부도 준비자산과 투명강성 강화 등을 위한 자체적인 입법 추진

스테이블코인 관련 법안

구분	법안/정책명	주요 내용 및 특징	발의 및 진행상황
연방정부	STABLE Act (2020)	스테이블코인 발행에 은행 라이선스·예금보험 등 강력한 규제 도입. 실물담보 의무화, 소비자 보호 중점.	2020~2021년 발의, 위원회 단계 논의 후 본회의 미상정, 계류
	Digital Commodities Consumer Protection Act (DCCPA)	디지털 자산(특히 스테이블코인 포함)에 대한 CFTC 감독권 부여, 업계 전반의 감독체계 마련 시도.	2022년 상하원 발의, 위원회 논의 후 본회의 미상정, 계류
	대통령 행정명령 (Biden)	2022년 3월, 암호자산 리스크 평가·규제방향 마련 위한 대통령 행정명령 발동. 각 부처에 보고서 제출 지시.	2022년 3월 행정명령 발동, 각 부처 보고서 제출 완료
	Stablecoin Act	스테이블코인 발행·운영 감독, 준비자산 1:1 실물화폐·국채 등 의무화, 연방·주정부 감독 권한 분리 명시.	2023~2024년 논의, 위원회 단계 계류, 본회의 미상정
	GENIUS Act (초안 논의)	테라-루나 사태 이후 스테이블코인 준비자산 100% 실물화, 연방 차원의 명확한 규제 프레임워크 마련 논의.	2025년 2월 상원 발의, 6월 상원 본회의 표결 통과, 6/11 미 상원 주요 투표 통과
주정부	뉴욕주 BitLicense 개정안	스테이블코인 준비자산·투명성 강화, 알고리즘형 스테이블코인 제한 등 BitLicense 규정 강화.	2022~2023년 주회의 통과, 시행 중
	캘리포니아주 디지털자산법	스테이블코인 발행사 등록제, 준비자산 공개, 소비자 보호 의무 강화 등.	2023년 10월 법제화, 2025년 7월 1일 시행
	애리조나주 디지털자산 법안	암호화폐 과세 명확화, 공공요금·세금 납부에 암호화폐 허용, 디지털자산 법적 지위 명확화 등.	2022~2023년 주회의 통과, 시행 중
	뉴욕주 PoW 채굴 모라토리엄	환경 영향 평가 전까지 PoW 채굴 신규 허가 중단(간접적 규제).	2022년 주회의 통과, 시행 중

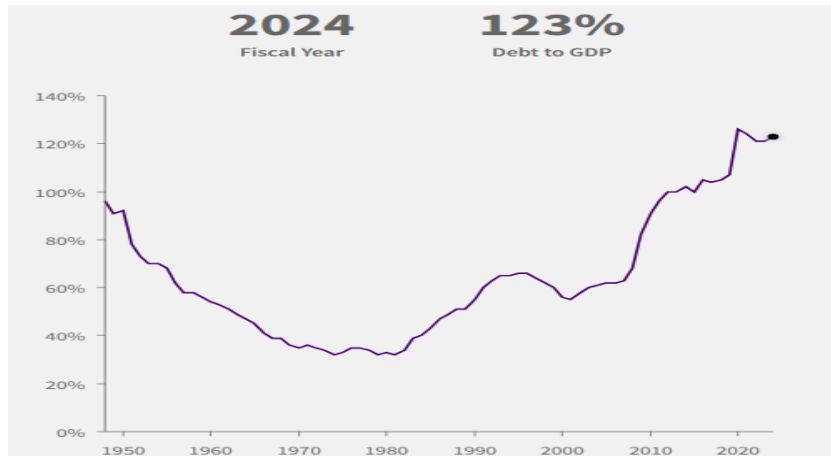
자료: 유진투자증권

GENIUS Act 추진 배경

스테이블코인 도입을 통한 미국 국채 수요 유발(명시적 이유)

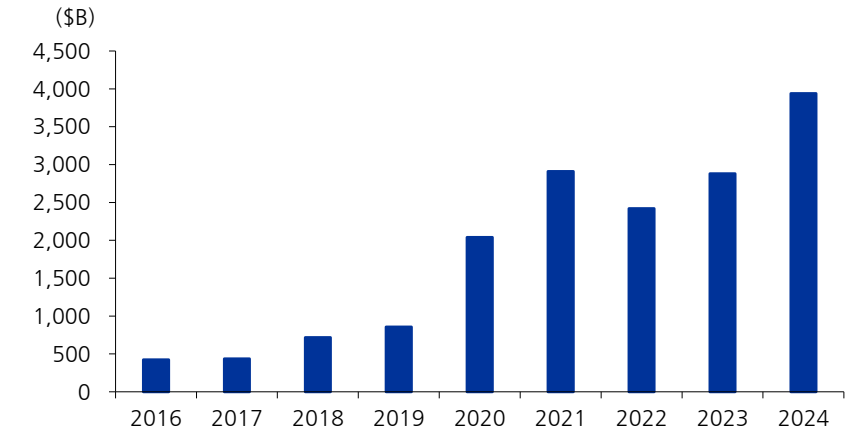
- 현재 미국 연방 정부의 부채 한도는 사실상 짝 찬 상태이며, 기존에 빌린 돈의 상환 시기가 도래하면서 국채 발행을 통한 자금 조달이 반복되고 있음. 2023년 8월, 신용평가사 Fitch는 미국의 신용등급을 AAA에서 AA+로 강등했으며, 최근 신용평가사 무디스도 과도한 국가채무를 이유로 미국의 신용등급을 Aaa에서 Aa1로 한 단계 강등하여 중장기 국채의 투자 매력력이 하락함에 따라, 재무부는 초단기 국채를 중심으로 발행 전략을 변경
- 그러나 단기 국채는 시장의 현금 유동성을 충분히 흡수하지 못해 인플레이션 억제 효과가 제한적. 이러한 상황에서 해법으로 등장한 것이 스테이블코인. 스테이블코인이 많이 발행될수록 미국 국채나 달러 자산에 대한 수요가 자연스럽게 증가하며, 이는 미국 정부가 발행하는 채권의 매수 기반을 넓혀주고, 궁극적으로는 인플레이션 억제를 위한 채권 정책에도 힘을 실어주는 효과를 냄

미국 GDP 대비 부채비율 추이



자료: 재무부, 유진투자증권

미국 중장기 국채 잔존액 증가 추세



자료: Bloomberg, 유진투자증권

GENIUS Act 추진 배경

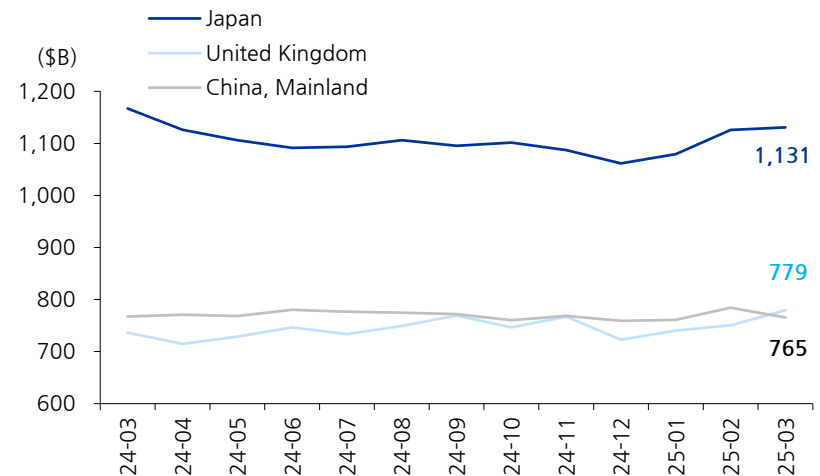
- 테더(Tether)와 서클(Circle) 같은 주요 발행사들은 수백억 달러 규모의 미국 국채를 담보로 보유. 테더는 '25년 3월 기준 약 980억 달러, 서클은 '25년 4월 기준 약 240억 달러 상당의 국채를 보유 중. 올해 3월 말 한국이 보유한 미국 국채 규모(1,260억달러)와 유사한 수준
- 정부 주도로 발행되는 CBDC와 달리 민간이 주도하는 스테이블코인은 이미 글로벌 시장에 널리 사용되고 있으며, 신흥국 이체 및 결제 수단으로 활용되고 있기에 접근성이 여의치 않은 개발도상국에서도 미국 국채를 담보로 하는 달러를 사용하도록 할 수 있음. 직접 발행을 우선으로 하는 CBDC 보다는 민간, 비 달러 사용 국가의 구매력까지 활용할 수 있는 스테이블코인 생태계를 선택한 것이며, 달러 기반 스테이블코인 사용성이 좋아질 수록 그 담보인 미국 국채 수요도 증가하게 됨

Tether, Circle 미국 국채 보유 현황

	Asset Category	Amount in USD
	1. Cash & Cash Equivalent & Other Short-Term Deposits:	
Tether	U.S. Treasury Bills ⁴	98,523,657,338
	Overnight Reverse Repurchase Agreements ⁵	15,093,981,718
	Term Reverse Repurchase Agreements ⁶	1,613,610,695
	Money Market Funds ⁷	6,285,638,008
	Cash & Bank Deposits ⁸	64,302,555
	Non-U.S. Treasury Bills ⁹	65,886,184
Circle	TOTAL U.S. TREASURY SECURITIES	24,027,987,792
	U.S. Treasury Repurchase Agreements ³	30,410,000,000
	Cash held in Circle Reserve Fund	1,000,902,675
	Cash due to/(owed by) Circle Reserve Fund due to timing and settlement differences, net ⁴	(1,574,347,098)
	TOTAL CIRCLE RESERVE FUND ASSETS	53,864,543,369

자료: Tether('25.03 기준), Circle('25.04 기준)

주요국 미국 국채 보유량 추이



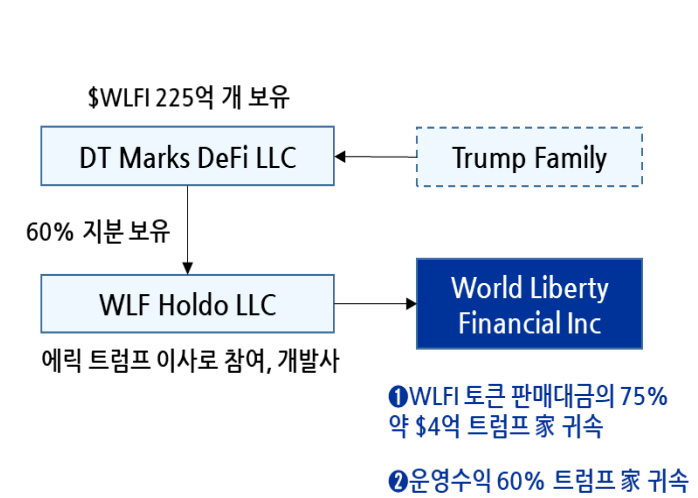
자료: 재무부

GENIUS Act 추진 배경

트럼프 일가의 스테이블코인 프로젝트 USD1, 암호화폐 산업과 정치권의 이해관계 합치

- 트럼프 전 대통령의 장남 등을 중심으로 2024년 출범한 암호화폐 금융 벤처 월드리버티파이낸셜(World Liberty Financial, WLF)은 '25년 3월 달러 연동 스테이블코인인 USD1을 발행
- WLF는 트럼프의 대선 승리 후 기대감을 타고 거버넌스 토큰 WLFI를 판매하여 5억 5천만 달러 이상을 조달하였으며, '25년 1월 경 트럼프 일가가 이 회사 지분을 60% 확보하며 사실상 경영권 확보. 이후 내부 구조를 개편해 WLFI 토큰 판매대금의 75% 등 프로젝트 수익의 대부분이 트럼프 가족에 귀속되도록 함
- USD1 스테이블코인은 100% 달러화 및 미 국채 준비금을 기반으로 하는 지급준비금형 코인으로 설계되었으며, 발행 두달 만인 '25년 5월경 USD1의 유통량은 약 21억달러에 달함. 미 상원 은행위원회의 유력 의원인 엘리자베스 워렌 등의 비판이 이어져 민주당 상원의원 20명은 2025년 암호화폐 부패 종식법을 발의하고, 공직자와 그 가족의 암호화폐 관련 사업 관여를 금지하는 방안을 제안하기도 함

트럼프家和 WLF 관계 및 수익구조



자료: 유진투자증권

WLF(World Liberty Financial) 히스토리

타임라인	내용
'24년 8월	WLF가 새로운 DeFi 이니셔티브로 주목을 받음. 공식 텔레그램 채널은 이전에 The DeFiant Ones라는 이름으로 시작, 도널드 트럼프 주니어가 프로젝트 비전 설명
'24년 9월	WLF는 플랫폼 보안 강화를 위해 Zokyo, Peckshield, BlockSecTeam등 보안 업체와의 파트너십을 발표. 토큰 판매를 위한 화이트리스트 공개
'24년 10월	트럼프가 공식적으로 WLF 토큰 세일즈를 시작하기 전에 XSpaces라이브를 통해 프리 세일즈
'24년 11월	WLF는 안전한 온체인 데이터 통합 및 크로스체인 연결을 위해 체인링크의 오라클 서비스 도입을 발표. 트론 창립자 저스틴 선 또한 WLF에 3천만 달러를 투자하여 최대 투자자 등극
'25년 1월	트럼프 47대 미국 대통령 취임. WLF는 토큰 판매로 10억 달러 모금 완료. 높은 수요에 따라 추가로 50억개의 토큰을 발행한다고 발표
'25년 2월 ~	WLF가 트론의 TRX토큰 추가 매수 계획 공개. WLF는 이미 토큰 공급량의 20% 매각, 추가 자금 조달 진행

자료: 유진투자증권

GENIUS Act/Stable Act 법안 발의

상·하원 모두 스테이블코인 관련 법안 발의

- 2025년 상반기 기준 스테이블코인 총 발행규모는 약 2천억 달러를 크게 상회하였으며, 미 재무부는 향후 적절한 규제가 마련될 경우 스테이블코인 시장이 2028년경에는 약 2조 달러 규모까지 확대될 수 있다고 전망. 스테이블코인의 안정적인 제도권 편입을 위해서는 이를 지지할 법안이 필요
- 이에 따라, 2025년 2월 4일과 6일, 미국 의회에서 명확한 스테이블코인 규제 체계 확립을 목적으로 하는 2개 법안 상원(은행위원회)과 하원(금융서비스위원회)에 각각 제출. 상원에서는 2월 4일 <미국 스테이블코인을 위한 국가적 혁신의 유도 및 확립에 관한 법률안>이라는 제목의 GENIUS 법안이 제출되었으며, 하원에서는 2월 6일 <스테이블코인 투명성 및 더 나은 원장 경제를 위한 책임성 확보에 관한 법률안>이라는 제목의 STABLE 법안이 제출됨
- 2025년 2월 4일, 백악관, 상원, 하원의 리더들이 디지털 자산을 주제로 가진 언론 대담에서 밝혔듯, 디지털 자산 생태계에서 미국이 리더가 될 수 있게 하겠다는 협업 차원에서 동반 입법 절차가 개시될 수 있도록 양원에서 유사한 내용의 법안이 제출된 것. 트럼프는 취임 전 내걸었던 가상자산 관련 공약을 빠르게 이행 중이며, GENIUS Act 법안의 통과가 가장 중요한 축이 될 것으로 예상

트럼프의 가상자산 공약 및 이행 상황

공약 내용	시행 완료 여부	참고
비트코인 전략보유고 구축	완료	트럼프 대통령 행정명령으로 비트코인 등 5대 암호화폐 전략 비축 정책 시행, 재무부 국고 편입 추진
비트코인을 통한 국가부채 상환	미시행	공식적으로 국가부채 상환에 비트코인 활용 정책은 시행되지 않음
CBDC(중앙은행 디지털화폐) 금지	시행	트럼프 행정부, CBDC 도입 명시적 금지 정책 발표 및 행정명령 시행
미국 내 비트코인 채굴 지원	일부 시행	채굴 지원 정책 발표 및 규제 완화, 세무 인센티브 등은 각 주별로 진행 중
SEC 위원장 교체(親가상자산 인사 임명)	완료	게리 겐슬러 사임, 폴 앳킨스 등 친가상자산 인사 차기 위원장 지명
스테이블코인 육성(규제 체계 마련)	완료	GENIUS Act 입법
비트코인·가상화폐 자문위원회 설립	완료	취임 100일 내 자문위원회 신설, 업계 전문가 중심 구성
가상화폐 자본이득세 폐지	미시행	공식 입법·시행 전 단계, 논의 중
가상화폐 자기보관권리 보장	일부 시행	자기보관권리 보장 원칙 발표, 구체적 입법은 진행 중
로스 울브리히트 사면	미시행	공식 사면 발표 없음

자료: 유진투자증권

GENIUS Act/Stable Act 법안 주요 내용

GENIUS Act 주요 내용

항목	상세 내용
법안	GENIUS Act (Guiding and Establishing National Innovation for US Stablecoins Act), 법안 번호 S.394 / S.1582
발의자	상원 은행위원회 (양당 협력 기반, 공화당 주도)
발의 시기	2024년 3월
법안 번호	S.394 / S.1582 (개정안 포함)
입법 진행 상황	• 2024년 3월: 상원 은행위 통과 (18-6) • 2024년 5월: 첫 본회의 표결 무산 (49-48) • 2025년 5월 19일: 클로처(절차 종료) 가결 (69-31) • 2025년 6월 현재: 미 상원 주요 투표 통과
주요 요건 및 조항	-발행 허용 대상: 예금기관의 자회사, OCC가 승인한 비은행기관, 주 정부가 인가하고 연방 기준을 충족하는 기관 *단, 시가총액 \$100억 미만인 경우에만 주 규제 선택 가능 -준비금 요건: 유통중인 스테이블코인을 1:1 비율로 안전자산으로 전액 담보 -허용자산: 미국 통화, 은행 예금, 연준 예치금, 93일 이하 국채, 국채 담보 레포, 안전한 머니마켓펀드 등 -이자 지급 허용 여부: 명시적 이자 금지 조항 없음 -공시 및 감사 요건: 매월 발행량 및 준비금 내역 웹사이트에 공시, 다음달 공인회계 법인의 감사 + CEO/CFO 진술서 제출 -소비자 보호 조치: 명확한 환매 권리 보장 (즉시 1:1 환불), 부도 시 준비금 보호 우선순위 명시 -감독기관 및 권한: 연준(전체 감독 및 위험 평가)/OCC(면허 발급 및 은행권 통제)/FDIC(예금자 보호 및 구제 옵션) -외국계 발행자 조항: 법 시행 후 18개월 이내, 비인가 스테이블코인의 미국 내 유통 금지 -BigTech 규제 조항: 일정 규모 이상의 BigTech 기업은 발행 불허 -증권·상품법과의 관계: 증권·상품법상 등록 의무 면제(단, 사기·시장조작 등은 SEC 관할 유지) -기타 조항: 발행 중단 및 폐지 절차 명확화, 자금세탁방지(AML) 및 사이버보안 요건 포함

자료: 유진투자증권

Stable Act 주요 내용

내용	
법안명	STABLE Act (Stablecoin Transparency and Accountability for a Better Ledger Economy Act of 2025)
발의자	브라이언 스타일(Bryan Steil, 공화·위스콘신), 프렌치 힐(French Hill, 공화·아칸소)
발의 시기	2025년 3월 25일(제119대 의회)
법안 번호	H.R. 2392
입법진행상황	• 2025년 4월 하원 금융서비스위원회 통과 • 하원 본회의 표결 대기 중 (상원과 조율 필요, 아직 최종 통과 전)
주요 요건 및 조항	- 적용 대상: 결제용 스테이블코인(지급결제·정산 목적, 1:1 고정가치 유지 또는 홍보하는 디지털 자산) - 발행자 제한: 연방 OCC 인가 은행, OCC 인가 비은행, 주 인가기관(재무부 인증 시)만 발행 가능 - 주·연방 이중감독: 주 인가기관도 재무부 기준 충족 시 발행 허용(연방 우선, 주는 연방 기준 '이상'만 인정) - 준비자산 요건: 현금, 미국 국채 등 안전·고유동성 자산 1:1 전액 보유, 준비자산 별도 계좌에 예치 - 알고리즘형 스테이블코인: 2년간 신규 발행 금지(모라토리엄) - 이자 지급 금지: 스테이블코인 발행사는 이자 지급 불가(투자상품 아님 명확화) - AML/KYC: 자금세탁방지, 고객확인 등 은행 수준의 규제 의무 부과 - 감독 및 처벌: OCC 등 감독기관에 등록·감독·보고 의무, 위반 시 민형사 처벌(최대 20년 징역 등) - 증권성 명확화: 결제용 스테이블코인은 증권·투자상품 아님을 명확히 규정 - 소비자 보호: 준비자산 공시, 외부감사, 파산 시 우선 변제 등 - 외국 발행 스테이블코인: 미국 기준에 부합하는 외국 규제기관 인증 시 예외 인정 - 기타: 연방·주 감독기관 간 MOU(정보공유 협약) 체결, 감독권한 상호인정 등

자료: 유진투자증권

GENIUS Act/Stable Act 법안 비교 및 요약

법안의 핵심 내용 6가지

1. “지급결제용 스테이블코인”을 법정화폐나 기타 안전 준비자산으로 뒷받침되도록 하여 고정된 가치를 유지하는 디지털 자산으로 정의

- ✓ 지급이나 결제 수단으로 사용될 목적으로 설계되는 스테이블코인들은 반드시 미국 달러로 또는 그밖에 재무성 증권과 환매약정 증권처럼 승인된 고품질 유동성 자산으로 완전하게 1:1로 뒷받침되도록 함.
- ✓ 적격 준비자산의 범위를 은행 잔고, 단기 국채, 그리고 단기 국채와 MMF 및 중앙은행 준비 예치금이 결부된 환매채 또는 역환매채로 제한하고 장기 국채, 회사채 및 여타 위험도가 큰 투자자산은 불허. 이는 그 발행을 막기보다는 스테이블코인 발행자가 자금을 빨아들이지 않도록 하는 방지 장치이고, 발행자들이 은행이면 중앙은행 예치금도 준비자산으로 활용할 수 있게 함

2. 미국 내 “허가받은 지급결제용 스테이블코인 발행자”만 합법적으로 지급결제용 스테이블코인을 발행할 수 있고, 그 외의 자에 대해서는 발행 금지

- ✓ 상원/하원 법안 모두 ‘내생적 담보형 스테이블코인’에 관한 조문을 두고 있는데 이는 소위 ‘알고리즘 스테이블코인’(1:1 담보 유지하지 않고, 알고리즘을 통해 가치 안정성을 유지하는 디지털 자산) 관련 조항. 상원 법안에서는 그러한 스테이블코인에 관한 연구 및 보고를 규정하고 있으나, 하원 법안은 법 시행 후 2년간 발행 제한 규정을 두고 있음
- ✓ 지급결제용 스테이블 코인 발행자에 대해서는 시총 규모에 따라 연방이나 주의 규제 선택 가능. 연방 기준 충족을 전제로, 시총 100억 달러 초과 발행자는 연방 은행감독당국 규제를 받도록 하고, 100억 달러 미만은 주 은행감독당국 규제를 받도록 함. 하원 STABLE 법안에서는 발행된 시가총액 기준 제한을 두지 않음

3. 허가받은 지급결제용 스테이블코인 발행자들에 대해서는 전액 뒷받침하는 준비자산, 준비자산의 분리, 준비자산에 대한 공인회계사의 매월 인증, 자본금 및 유동성 등의 요건 부과

- ✓ 발행자는 매월 자사 웹사이트를 통해 지급결제용 스테이블코인 발행 총량, 준비자산의 구성과 규모를 공개해야 하며, 규제당국에 제출하는 준비자산 보고서의 정확성을 인증하도록 함

GENIUS Act/Stable Act 법안 비교 및 요약

법안의 핵심 내용 6가지

4. 주정부 규제를 받는 발행자에 대해서는 그 적용되는 규제가 연방 제도와 실질적으로 유사한 경우에만 지급결제용 스테이블코인을 발행할 수 있게 허용

- ✓ 시총 100억 달러 미만의 발행자들은 주정부 규제를 선택할 수 있게는 하되, 주의 규제 틀이 연방 규제 틀과 ‘실질적으로 유사한’ 경우로만 제한
- ✓ 상원 법안에서는 주의 제도가 연방 제도와 ‘실질적으로 유사’한지 매년 결정하도록 하는 조문을 두고 있으나, 하원 법안에는 그러한 조문 없음
- ✓ 주의 규제를 받는 스테이블코인 발행자가 그 발행 시총이 100억 달러에 도달하게 되면 360일 안에 연방 수준의 감독으로 전환하거나, 임계치 아래로 떨어질 때까지는 스테이블 코인 발행 중단

5. 허가받은 지급결제용 스테이블코인 발행자들을 대상으로 하는 법 집행 권한을 연방 은행 감독 기관인 연준, OCC, FDIC에 부여

- ✓ 법규 위반 등 준수 기준을 충족하지 못한 지급결제용 스테이블코인 발행자들에 대해서는 연준, FDIC가 민사 제재금 부과, 인가 취소, 중지 명령 등의 규제 조치를 취할 수 있도록 함
- ✓ 주의 은행 감독기관들은 주에서 승인된 스테이블코인 발행자들에 대해 연방 차원의 감독, 검사, 법 집행이 이루어지도록 허용하는 약정을 FRB(연방준비제도)와 체결할 수 있게 함

6. 허가받은 지급결제용 스테이블코인들을 위해 보관, 관리, 수탁 서비스를 제공하는 업체들에 대해서는 연방 차원의 건전성 요건과 맥을 같이하는 고객 보호 기준 부과

- ✓ 커스터디 서비스 제공업체에 대해 연방 또는 주 당국의 감독과 규제, 고객 자산의 오용 방지를 위한 자금 분리, 고객 자금과 업체 자산 혼합 금지, 법정통화 준비자산 요건 준수 여부에 대한 월별 감사 보고서 제출, 해킹/사기로부터 고객 보유자산을 보호하기 위한 강화된 사이버보안 조치 등을 요구
- ✓ 하원 법안에서는 지급결제용 스테이블코인 발행자가 예금보험 부보기관의 자회사인 경우 준비자산 보관, 관리 수탁서비스를 제공할 수 있도록 허용하는 조문을 두고 있음

SEC, '25년 초부터 가상자산에 우호적인 방향으로 전환 시작

SEC의 SAB121 철회

- 2025년 들어, 미국 금융당국은 암호화폐를 제도권에 편입시키는 방향으로 규제 기조 전환. 대표적으로 SEC는 2025년 1월 암호화폐 수탁자산을 기업 회계상 부채로 인식하도록 요구했던 직원회계공시(SAB 121)를 공식 철회.
- 그동안 해당 회계 규정으로 은행 등 기관들이 고객의 암호화폐를 보관하면 동일한 금액을 부채로 계상해야 했으며, 이에 따른 자본비용 부담이 컸는데, 규정 철회로 은행의 부담이 해소된 것. 이는 전통 금융기관들이 암호화폐 커스터디 서비스를 적극 추진할 수 있도록 길을 열어준 것

SEC의 SAB121 철회 과정

기간	내용
2022년 3월	SEC, SAB 121 발행. 암호화폐(스테이블코인 포함) 보관 기업이 고객 자산을 재무제표에 자산 및 부채로 동시 기록 요구
2024년 5~7월	의회, SAB 121 폐지 결의안(H.J. Res. 109) 통과, 바이든 대통령 거부권 행사
2025년 01월 23일	SEC, SAB 121 철회, SAB 122 발행. 부채 인식 제거, 공시 중심 전환

자료: 유진투자증권

SAB121 철회 후 잇따른 소송 종결

항목	리플(Ripple Labs)	Uniswap Labs
발단	2020년 12월, SEC, XRP를 미등록 증권으로 13억 달러 판매 혐의로 소송 제기	2024년 4월, SEC, UNI 토큰 판매 및 DEX 운영이 미등록 증권/거래소 혐의로 Wells Notice 발송
내용	리플과 경영진을 상대로 소송 제기. XRP를 미등록 증권으로 판매해 13억달러를 모금했다고 주장. 2024년 중반까지 벌금, 민사합의 등의 세부 조율 끝에 리플은 총 1억 7,500만 달러의 민사 합의금 지불 조건으로 사건 종결	1)실제 사용자들이 토큰을 발행하거나 유통하는 주체가 아님 2)프로토콜 운영의 실질적 통제가 분산되어 있음 3)증권 정의에 대한 연방법 해석이 유동적임 위의 사유로 SEC는 Uniswap이 비등록 증권을 중개하고 있다고 판단하여 증권법 위반 가능성을 경고하고 공식 조사 착수
결과	합의금 지불 조건으로 사건 종결 SEC, XRP 증권성 여부에 대한 포괄적 적용 중단	2025년 2월 25일, 조사 공식적으로 종료 어떠한 집행 조치도 취하지 않기로 결정

자료: 유진투자증권

SEC, 스테이블코인 공식 성명 발표(2025.4.4)

‘커버드 스테이블코인(Covered Stablecoin)’에 대한 공식 성명서 발표

- 미국 증권거래위원회가 ‘커버드 스테이블코인’에 대해 연방 증권법상 증권으로 간주되지 않는다는 공식 입장 발표. 다만 이번 성명은 특정 조건을 갖춘 커버드 스테이블코인에 한정되며, 알고리즘 기반 스테이블코인이나 유틸리티 및 보상 목적 토큰에는 적용되지 않음
- 커버드 스테이블코인은 미국 달러에 연동돼 안정적인 가치를 유지하며 지급 결제, 송금, 저장 수단으로 사용되는 가상자산으로, SEC는 1달러에 1개의 비율로 발행 및 환매되는 저위험 유동성 자산으로 뒷받침 되는 커버드 스테이블코인은 증권법상 증권에 해당하지 않는다고 발표. ‘프로토콜 스테이킹 활동’이 증권법 등록 요건을 충족하지 않으며, 스테이킹 보상은 노드 운영자에게 지급되는 서비스 대가일 뿐 다른 사람의 기업가적 노력에서 발생하는 이익이 아니기 때문.
- 기존에는 스테이블코인의 증권 여부를 둘러싼 불확실성으로 인해 규제 준수 비용이 높았으나, 이제 관련 기업들은 SEC 등록 없이 운영할 수 있게 되어 테더나 USDC 같은 주요 스테이블코인의 시장 확대를 촉진할 가능성 커. 증권이 아니라면, 은행법과 지급결제법 등 타 규제만 충족하면 사업이 가능하기 때문에 특히 스타트업이나 핀테크 업체의 진입 장벽이 낮아짐에 따라 산업 성장의 기반이 마련된 것

SEC, 스테이블 공식 성명 발표 주요 내용

내용	보충 설명
발표 주체	SEC 기업금융국(Division of Corporation Finance)
발표일	2025-04-04
적용 대상	1:1 USD 연동, 저위험·고유동성 자산 100% 담보 스테이블코인 (Covered Stablecoins) -대표적으로 USDC 등 -결제·송금 등 상업적 용도로 사용, 투자 목적 아님
증권성 판단	증권 아님 (1933·1934년 증권법상 등록·면제 불필요) -투자계약증권(Howey Test), 채무증권(Reves Test) 모두 해당 안 됨 -SEC 등록 및 증권 규제 적용 제외
주요 근거	-투자 목적이 아닌 실물 화폐처럼 사용(결제, 송금, 가치저장 등 상업적 용도) -언제든 환매 가능, 준비자산은 별도 보관(투자자 권리(이자, 수익, 의결권 등)미제공) -이자·수익·지분·의결권 등 미제공(100% 실물 담보, 상환 보장)
적용 제외	알고리즘형, 이자 지급형, 투자형(DeFi 등), 준비금 요건 미충족 스테이블코인 등은 해당 성명서 적용 제외
법적 근거	Howey 테스트(투자계약증권), Reves 테스트(채무증권) 모두 불충족, 코인별 개별 판단 원칙 -Howey: ①금전 투자 ②공동 사업 ③타인 노력 ④이익 기대 중 '이익 기대'·'타인 노력' 요건 부재 -Reves: 결제·송금 수단/투자상품 아님

자료: 유진투자증권

유럽의 스테이블코인 관련 주요 법안

MiCA 법안 마련

- EU는 세계 최초로 가상자산 관련 단독 법안을 마련. EU의 가상자산 관련 법안은 '24년 12월 전면 시행된 '가상자산 규제 기본 법안 (MiCA, Market in Crypto-Assets Regulation)'으로 가상자산 발행 및 거래에 대한 투명성, 공시 의무, 내부자거래 규제, 발행인 자격요건 규제, 인증 및 관리감독 등 의 포괄적인 내용 포함
- MiCA 법안에서 스테이블코인은 자산준거형토큰(ART)와 법정화폐준거형토큰(EMT)로 분류. 자산준거형토큰(ART)은 '하나 또는 복수의 가상자산 또는 그러한 자산 조합의 가치에 준거하여 안정적 가치를 유지하는 목적으로 하는 가상자산'을 의미하며, 법정화폐준거형토큰(EMT)은 법정 화폐에 준거하여 안정적 가치를 유지하며 교환수단으로서 이용될 수 있는 가상자산을 의미
- 두 종류의 스테이블코인은 모두 감독 기관의 관리 하에서 발행된다는 점은 동일하나, 법정화폐준거형 토큰(EMT)은 전자화폐와 유사한 기능을 수행할 수 있으므로, 기존 전자 화폐지침(EMD2) 규정이 준용됨. 따라서 법정화폐준거형 토큰(EMT)을 발행할 수 있는 자는 전자화폐기관 또는 은행으로 한정되어 있으며, 총 발행량의 2%에 해당되는 자기자본 요건도 충족되어야 함

스테이블코인 주요 규제 내용

분류	자산준거형 토큰(ART)	법정화폐준거형 토큰(EMT)
정의	하나 이상의 공식 통화를 비롯해 다른 가치나 권리 또는 그 조합물을 준거함으로써 안정적인 가치를 유지하는 토큰	한 가지 법정 화폐와 1:1 비율로 가치를 유지함으로써 안정적인 가치를 유지하는 토큰
발행인 요건	- EU 내에 설립된 법인으로서 관계당국의 인가를 받은 법인 - 현금이나 국채, 은행 예금 등 유동성이 높은 단기 금융상품으로 준비자산 구성 - 준비자산은 발행인 운영 자금과 별도로 보관되어야 하며, 이용자의 상환 요청이 있을 시 즉시 이행 - 발행인의 신원 및 법적 주소, 발행 목적, 준비자산 보유 방식 등 주요 정보 공시 - 내부통제 및 리스크 관리, 이해상충 관리	- 은행, 전자화폐기관으로 제한되며 기존 전자화폐지침(EMD2) 적용 대상 - 최소 자기자본 요건이 부과되며 발행된 EMT 총량의 2% 자기자본으로 유지 - 현금, 단기 국채, 은행 예금 등 유동성이 높은 안전자산으로 준비자산 구성 - 준비자산은 발행인 운영 자금과 별도로 보관되어야 하며, 이용자 상환 요청이 있을 시 즉시 이행 - 발행인의 신원 및 법적 주소, 발행 목적, 준비자산 보유 방식 등 주요 정보 공시 - 이용자에게 이자 지급 금지
중요 토큰 추가 규제	- ①미결제 ART 총액이 10억 유로를 초과하는 경우, ②이용자 수가 1천만 명을 초과하는 경우, ③일평균 거래량이 5천만 유로를 초과하는 경우 해당 - 기존 규제보다 엄격한 감독 대상으로 유럽은행감독청(EBA)의 감독을 받음	- ①발행량 50억 유로를 초과하는 경우, ②이용자 수가 1천만 명을 초과하는 경우, ③일평균 거래량이 5천만 유로를 초과하는 경우 해당 - 기존 규제보다 엄격한 감독 대상으로 유럽은행감독청(EBA)의 직접적인 감독을 받음

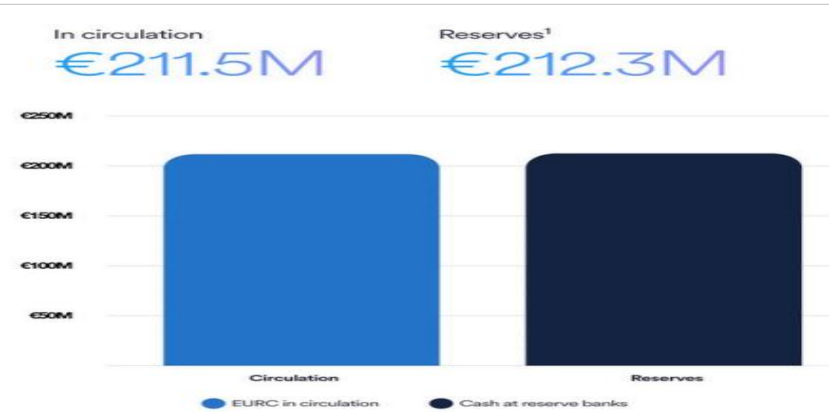
자료: 한국은행, 유진투자증권

유럽과 미국의 스테이블코인 법안의 근본적인 차이

은행 기반 vs 시장 주도형

- 유럽이 스테이블코인 법안 발의에 있어서 가장 선제적으로 움직인 것과 달리, 스테이블코인의 산업이 본격적인 성장궤도에 오르고 있지 못하는 중. 유럽의 경우, 유로화에 연동된 스테이블코인은 글로벌 시장에서의 유통량이 극히 미미한 수준에 머물러있으며, 실사용 기반이 취약함. 은행에 의존한 발행 구조, 제도적 리스크 회피에 치중한 설계 등의 정책 방향에 의해 민간의 자발적 참여 유인에 한계가 있는 것
- 써클이 발행하는 EURC는 유로화를 기반으로 한 스테이블코인으로 1:1 비율로 유로에 고정. 해당 자산은 미국 달러 기반의 USDC와 유사해보이나, 실제로는 발행구조, 자산 구성방식, 수익 모델, 규제 대응 등에서 명확한 차이가 있음. EURC는 유럽 내 전자화폐 규제를 기반으로 발행되며 써클의 아일랜드 자회사인 Circle Mint Europe이 전자화폐기관(EMI) 라이선스를 통해 운영. 이는 고객이 써클에 유로를 입금하면 해당 금액이 써클에 의해 유럽 내 신용기관(은행)에 전액 예치되고, 그에 상응하는 EURC가 발행됨. 이 과정에서 써클은 예치자금을 금융자산에 운용하지 않으며 수익을 추구하는 자산 운용 전략도 적용되지 않음
- 규제 측면에서도 EURC는 유럽의 MiCA 규제에 부합하는 구조로 설계. MiCA는 전자화폐토큰(EMT)의 경우 은행 또는 전자화폐기관이 발행 주체가 되어야 한다고 명시하고 있어 써클은 이에 따라 EURC를 기존의 전자화폐토큰 규제 체계 하에 운영하고 있음

유럽의 은행형 스테이블코인: 서클의 EURC



자료: 서클(Circle), 유진투자증권

써클의 EURC vs. USDC

구분	EURC	USDC
통화 기반	유로(EUR)	달러(USD)
준비자산 구성	100% 은행 예치금 (자본시장 노출 X)	현금+단기국채+머니마켓펀드 (자본시장 노출 O)
발행 라이선스	EMI	미국 MSB+NYDFS 등 각 주 면허
수익 구조	없음(수익 창출 불가)	자산 운용 수익(블랙록 등 협력)
운영 주체	Circle Mint Europe	Circle Internet Financial, Inc.

자료: Circle, 유진투자증권

국내 가상자산 및 스테이블코인 정책 방향

- 신정부 출범 이후, 정책실장에 김용범 前 해시드 오픈리서치 대표 임명. 정부의 가상자산 정책에 대한 의지치 확인
- 대한민국이 싱가포르, 두바이, 아부다비 처럼 아시아의 Crypto Hub 중 하나로 자리잡을 수 있다는 판단
- 정책 포인트는 1)원화 스테이블코인, 2)가상자산 ETF도입, 3)연기금 등 기관 비트코인 투자 허용, 4)STO, 5)인력 및 프로젝트 리쇼어링 등으로 요약 가능. 내년까지 최우선 과제는 일단 스테이블코인

이재명 정부의 파격 인사 - 김용범 전 기재부 차관 정책실장 임명

[상보] 대통령실 정책실장에 김용범 해시드 오픈 리서치 대표

James Jung 기자 • 2025-06-06 16:07 • 1 Min Read



자료: 언론종합, 유진투자증권

민병덕 의원 디지털 자산 기본법 발의

	주요 내용
법안 정의	블록체인 기반 경제적 가치를 지닌 전자기록
업권 분류	발행자, 거래소, 보관업자 등 업태별 구분
ICO 허용	일정 요건 충족 시 허용(발행신고서 제출 등)
스테이블코인 인가제	금융위인가+최소 50억원 준비금 요건
상장심사위원회	디지털자산업협회 산하 심사기구 설치
디지털자산위원회	금융위 산하 민관 혼합 심의.의결 기구

자료: 유진투자증권

스테이블코인 이전에 CBDC가 있었다

프로젝트 한강: 한국은행의 wCBDC 및 예금토큰 실험

- 2023년 금융위원회, 금융감독원, BIS 아시아 혁신허브 등과 함께 ‘프로젝트 한강’ 출범. 해당 프로젝트는 한국은행이 발행한 wCBDC를 시중은행이 수령하고, 이를 기반으로 예금토큰을 발행한 뒤, 일반 소비자가 해당 토큰을 활용해 실생활에서 결제하는 구조를 실험하는 것을 목표. 이는 제도권 금융 인프라 내에서 디지털 원화가 어떤 방식으로 작동하는지 확인하는 데 의미가 있으나, 구조적 측면에서는 기술적, 제도적 제약 존재
- 우선, 네트워크 인프라가 허가형 프라이빗 블록체인으로 구성되어 있어, 참여 은행 등 제한된 주체만이 노드 접근 권한을 지님. 이로 인해 퍼블릭 블록체인 기반 디지털 자산 생태계나 스마트컨트랙트 기반 시스템과의 기술적 연동은 고려되지 않았으며, 글로벌 디지털 통화 네트워크와의 상호운용성 확보도 어려움.
- 예금토큰의 발행 주체는 시중은행이며, 토큰 사용자 발행, 잔액관리, 송금 등 모두 은행 자체 시스템 내에서 처리되는 구조이기 때문에 커스터디, 담보관리, 정산 기능이 모두 은행 내부에 종속. 이로 인해 민간 기술 주체 및 다양한 결제 사업자의 참여가 구조적으로 배제되어있는 근본적 한계 존재

프로젝트 한강: 한국은행 디지털화폐 테스트 홍보물



자료: 한국은행, 유진투자증권

한국형 CBDC 기술적·제도적 한계

구분	내용	한계점
네트워크 구조	허가형 프라이빗 블록체인 기반 (참여 은행만 노드 접근 가능)	퍼블릭 블록체인·Web3·글로벌 디지털 자산과 기술적 연동 불가
사용자 인터페이스	예금토큰은 은행 앱에서 수령 및 사용 가능 (지갑 불필요)	스마트컨트랙트/탈중앙 서비스와의 호환성 미흡
토큰 발행 주체	시중은행이 발행하고 관리 (발행·송금·잔액 등 모두 은행 내부 처리)	커스터디/정산/담보 관리가 모두 폐쇄형 구조
사용자 경험	기존 계좌기반 간편결제 UX와 유사	편의성은 높으나 혁신성·개방성 부족

자료: Circle, 유진투자증권

원화 스테이블코인: 은행 중심 발행 모델

은행 중심 발행 모델의 쟁점

- 원화 스테이블코인에 대한 정책 논의는 2024년 중반부터 본격화. 그전까지는 디지털 통화 논의의 중심이 중앙은행 디지털화폐(CBDC)에 집중되어 있었으나, 최근에는 원화 기반 스테이블코인을 별도로 제도화해야 한다는 주장이 정치권과 산업계 중심으로 빠르게 확산.
- 이러한 배경 속에서 제도 수용성이 높은 시나리오로 주목받고 있는 것이 ‘은행 중심 발행 모델’. 발행과 정산이 모두 은행의 내부 시스템에서 이루어지기 때문에, 기존 금융 인프라 및 소비자 보호 체계와의 정합성이 높으며, 규제 당국의 수용 가능성도 상대적으로 높다는 점에서 유력한 대안으로 평가 받음. 그러나 예금 기반 디지털 토큰이라는 특수한 구조는 기존 금융법, 회계 기준, 소비자 보호 체계와의 충돌을 유발할 수 있으며 이에 대한 정합성 검토가 필요한 상황. 또한 제도권 금융 인프라에 기반해 설계되었기 때문에 정책 수용성은 높으나, 시장 확장성 및 기술 개방성 측면에서는 본질적 한계를 지님

은행 중심 발행 모델의 법적 쟁점

구분	주요 내용	법적·제도적 쟁점
예금자 보호 적용 여부	예금 기반 토큰이 예금으로 간주될 경우, 보호 대상 포함 여부 불분명	보호 한도 중복 계산, 변제 우선순위 문제 발생 가능
지급준비금 및 유동성 규제	예금 기반으로 발행된 토큰에 지급준비금 규제 적용 여부	유동성 유지 부담, 운용 제약 확대 우려
법적 분류 문제	지급수단 / 전자화폐 / 증권 중 법적 범주 미확정	분류에 따라 감독 기관, 적용 법률 달라짐
회계 처리 기준	토큰을 현금성 자산으로 인식할지 여부 불명확	회계 기준 미정 → 재무제표 처리 혼선 가능성
이자 지급 여부	이자 미지급 시 소비자 유인 부족, 지급 시 예금과 경쟁 구조 발생	금리 규제와의 충돌 우려
범용성 및 간편결제성	자체 또는 제휴망 중심의 제한적 유통 가능성	전자금융거래법상 간편지급수단 요건 미충족 가능성
스마트컨트랙트 적용 시	자동 기능 내장 시 복잡 자산화 가능성	자산 분류 복잡화 → 공시·투자자 보호 규제 영향

자료: 유진투자증권

은행 중심 발행 모델의 구조적 한계

항목	내용	주요 한계
기술적 확장성·실사용성 제약	프라이빗 블록체인 기반, 발행·유통·환매 모두 은행 시스템 내부에서 처리	-퍼블릭 블록체인, 스마트컨트랙트, 글로벌 연동 어려움 -기존 간편결제와 차별성 부족
민간 기술 사업자 배제	은행이 전체 흐름(발행~정산)을 독점	-핀테크, Web3 기업, 블록체인 인프라 업체와 협력 구조 부재 -생태계 다양성 및 기술 혁신 저해
대중 채택 한계	유통 범위 좁고, 인센티브 구조 부족	-개방성·범용성·상호운용성 부족 -장기적인 자발적 사용자 확장 어려움
정책 방향의 편향성	은행 중심 정책 논의만 지속될 경우	-생태계 전체가 폐쇄적 구조로 고착화 위험 -국제 거래, 온체인 연동성 측면에서 경쟁력 저하

자료: 유진투자증권

원화 스테이블코인: 자본시장 중심 발행 모델

자본시장 중심 발행 모델의 장점

- 은행 중심 발행 모델의 유통 확장성, 기술 개방성 측면에서의 한계로 인해, 국내외 디지털 자산 정책 환경의 변화에 대응하고 자본시장 중심의 디지털 전환 흐름을 반영한 대안으로 자본시장 중심 발행 모델이 주목받고 있음
- 해당 모델은 은행이 아닌 신탁회사, 증권사, 자산운용사 등 非예금취급 금융기관이 준비자산을 보관하거나 발행 주체로 참여하고, 블록체인 기술사업자가 유통 인프라를 제공하는 역할 분리형 구조를 기반으로 함. 발행 기능과 기술 인프라가 분리되기 때문에 퍼블릭 블록체인, 스마트컨트랙트, Web3 인터페이스 등 개방형 설계가 가능하며, 국내 인허가 체계를 기반으로 한 민간 참여도 보다 유연하게 구성 가능

은행 중심 vs. 자본시장 중심 발행 모델 스테이블코인 주요 쟁점

	세부 쟁점	은행 중심 발행모델	자본시장 중심 발행모델
예금자 보호 적용	예금 기반 토큰 보유자에게 동일한 예금자 보호가 적용되는지 여부	보호 한도 중복 적용 가능성, 우선 변제권 해석 문제	비은행 기반 구조로 해당 없음
지급준비금 규제	지급준비금 요건 적용 여부	유동성 규제와의 충돌 가능성	필요시 자산운용 비중 조절로 대응 가능
회계 처리 기준	스테이블코인의 회계상 자산 분류 방식	현금성 자산 또는 예금 계정으로 처리될 수 있음	수익증권 또는 기타 자산으로 회계 기준 정비 필요
법적 성격 정의	토큰의 법적 분류(지급수단, 전자화폐, 증권 등)	지급수단 또는 전자화폐로 해석될 가능성	자본시장법상 수익증권 또는 금융투자상품으로 해석될 여지 존재
이자 지급 구조	토큰 보유자에게 이자 지급 가능 여부	무이자 구조 또는 금리 규제와의 충돌 우려	준비자산 운용 수익 기반 간접 수익 구조 설계 가능
간편결제 수단 범용성	구조상 간편결제 수단으로서 활용 가능성	은행 내부망 기반으로 범용성 제한	퍼블릭 체인 연계 및 Web3 결제망 활용으로 범용성 확대 가능

자료: 유진투자증권

원화 스테이블코인과 국내 법제도의 연계 가능성

원화 스테이블코인 도입과 현행 법 체계 연계 가능성

- 현재 대한민국에는 ‘지급수단’으로서의 가상자산을 규율하는 독립적인 법률이 존재하지 않으며, 원화 스테이블코인은 여전히 제도적 사각지대에 있음. 현 시점에서는 특정금융정보법과 전자금융거래법, 두 법령과 연계될 가능성이 높음
- 특금법과의 연계: 현행 특금법은 가상자산을 자금세탁방지 목적에서 정의하며, 스테이블코인을 증권형이 아닌 한 ‘가상자산’으로 분류할 수 있음. 그러나 특금법은 발행자 규제나 지급수단으로서의 법적 효력, 상환청구권 등 본질적 통화기능에 대해서는 어떠한 기준도 제시하지 못함. 발행 및 유통 라이선스, 회계감사, 파산 시 보호장치 등은 특금법 대상 외이며, 실제 발행자의 자본요건이나 재무안정성 등을 요구하지 않음
- 전금법과의 연계: 전금법은 전자지급수단(선불전자지급수단, 전자화폐 등)을 규율하고 있으며, 원화 기반 스테이블코인을 ‘전자화폐’ 또는 ‘선불전자지급수단’으로 해석해 일시적으로 활용하는 방안 검토 중. 그러나 현행 전금법은 블록체인 기반 분산원장 방식이나, 상환 청구권을 포함한 법적 성격 정의에 미흡하며, 커스터디, 온/오프 램프, 매입대행(결제사) 등 스테이블코인 유통 및 결제 인프라 전반에 대한 정의가 없음. 법적 미비로 인해 스테이블코인의 유통과 결제 기능을 전금법만으로는 완전하게 담보할 수 없으며, 샌드박스 형태의 임시 제도가 거론되는 상황

특금법 및 전금법 연계 비교 분석

구분	특금법(특정금융정보법)	전금법(전자금융거래법)	공동 한계 및 과제
주요 목적	-자금세탁방지(AML) 목적의 가상자산 규제 -스테이블코인을 증권형이 아닌 한 ‘가상자산’으로 분류 가능	-전자지급수단(선불전자지급수단, 전자화폐 등) 규율 -원화 기반 스테이블코인을 전자화폐 등으로 해석 가능성 검토	-지급수단으로서의 본질적 통화기능, 투자자 보호, 금융안정 등 핵심 쟁점은 미흡 -국제 기준 대비 규제 공백 존재
적용 범위	-가상자산사업자(VASP) 신고·관리 -자금세탁방지 의무 부과	-지급결제 인프라(전자화폐, 선불전자지급수단 등) 관리 -일부 스테이블코인에 일시적 적용 가능	-발행자 규제, 지급수단 법적 효력, 상환청구권, 회계감사, 파산 시 보호장치 등은 양 법률 모두 명확히 규정하지 않음
규제 내용	-자금세탁방지, 거래 투명성, 사업자 신고 의무 등 -발행자 자본요건·재무안정성 등 미요구	-지급수단 정의, 일부 결제 인프라 규율 -분산원장·상환청구권 등 스테이블코인 특성 반영 미흡	-스테이블코인 발행 및 유통 라이선스, 준비자산 관리, 커스터디, 온·오프 램프, 파산 시 절차 등 실질적 규제 미비
법적 한계	-발행자 규제 부재 -지급수단·상환청구권 등 통화적 기능 기준 없음 -실질적 투자자 보호 미흡	-블록체인 기반 분산원장, 상환청구권 등 법적 정의 미흡 -커스터디, 결제 인프라 정의 부재	-규제 공백으로 인해 시장 신뢰성·금융소비자 보호 미흡 -샌드박스 등 임시 제도 논의 중
향후 과제	-디지털자산 기본법 등 포괄적 입법 논의 -발행자 등록제, 준비금 보유 의무 등 도입 가능성	-스테이블코인 특성 반영한 법령 정비 필요 -유통·결제 인프라 전반에 대한 명확한 정의 및 규제	-국제 기준(예: EU MiCA) 반영, 금융안정·이용자 보호 강화 -발행자 자격·준비자산·파산절차 등 실질적 규율 필요

자료: 유진투자증권

원화 스테이블코인과 국내 법제도의 연계 가능성

규제 프레임 설정

- 스테이블코인은 전통적 투자자산과 다른 규제 접근이 필요하다는 인식 확산. 현재 국내법은 ‘스테이블코인은 증권이 아니다’ 라고 명시하고 있으며, 이는 자본시장법의 적용 대상에서 배제됨을 의미. 이로 인해 전용 프레임(디지털지급수단법 등)이 필요하다는 논의 부상. 향후에는 특금법 및 전금법을 보완하거나 별도의 지급형 가상자산법(지급어법) 제정이 필요할 것으로 보임
- 정부는 입법 공백기를 피하기 위해, 금융혁신지원특별법(샌드박스)을 활용해 한시적 제도 운영 검토 중. 현재로서는 전자금융거래법을 임시 근거법으로 활용할 가능성이 유력하며, 빠르면 내년 시행을 목표로 한 2단계 입법 절차 구상. 하지만 이 경우에도 ▲상환청구권 설정, ▲준비금 보관 방식, ▲발행자 자본규제, ▲해외발행코인과의 경쟁 규칙 등은 별도 하위법령으로 정의되어야 함
- 현재 더불어민주당 민병덕 의원 등이 발의한 디지털자산기본법이 지난 10일 발의. 디지털자산의 법적 정의, 분류, 발행/유통/거래 전반에 대한 체계적 규제, 스테이블코인 사전 인가제, 투자자 보호장치 등 디지털자산 시장의 전 과정을 포괄하는 내용을 담고 있어 법안 통과시, 기존의 규제 공백을 상당 부분 메울 수 있을 것

디지털자산기본법 주요 내용

구분	내용
법안명	디지털자산기본법
대표발의자	민병덕 더불어민주당 의원 외 37인
발의일	2025년 6월 10일
발의 배경	▪ 현행 가상자산법의 규제 공백 및 한계 극복 ▪ 디지털자산 시장의 투명성·안정성 강화 ▪ 글로벌 경쟁력 확보 및 산업 진흥
주요 내용	▪ 디지털자산 및 디지털자산업의 법적 정의 및 적용범위 명확화 ▪ 대통령 직속 디지털자산위원회 신설 ▪ 금융위원회 중심 인가·등록·신고제 도입 ▪ 스테이블코인 등 자산연동형 디지털자산 사전 인가제 및 자기자본 요건(5억원 이상) ▪ 투자자 보호장치(준비금 보유, 도산 절연 등) 마련 ▪ 한국디지털자산업협회(자율규제기구) 설립 ▪ 불공정거래행위 금지 및 처벌, 시장 감시 기능 강화
특징	▪ 은행·증권사뿐 아니라 핀테크·플랫폼 기업 등 비은행권도 스테이블코인 발행 가능 ▪ 발행기관 도산 시 이용자 환불 보장 ▪ 산업 진흥과 이용자 보호 균형 추구
진행 상황	▪ 대통령 공약(디지털자산 허브화, 원화 스테이블코인 공식화, 산업 육성) 실현 ▪ 기존 가상자산이용자보호법 폐지 가능성 ▪ 2025년 6월 10일 국회 발의 ▪ 입법 논의 및 심사 단계

자료: 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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 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 제작용으로서 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

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	97%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2025.09.30 기준)		