

2 H 2 6
OUTLOOK

INITIATION

2026.05.27



유진투자증권

디지털자산/핀테크 김세희
6195 / say@

디지털자산

스테이블코인 투자 전략: 미국이 그린 진-짜 수혜주

Contents

2026년 투자 전략	4
수혜의 시차	4
투자 전략	8

I. 룰 메이커가 가져가는 시장	9
미국의 공식: 기술을 표준으로, 표준을 시장으로	9
다섯 번째 사이클: 디지털자산	12
CLARITY 법안 이후의 미국 프리미엄	14

II. 스테이블코인 밸류체인 재편의 시간	18
스테이블코인의 본질은 금융 인프라	18
GENIUS의 역설, CLARITY로 더해질 유통 수혜	23
Circle, Coinbase, Hyperliquid로 보는 유통 전략	26

III. 아직 시장이 반영하지 않은 것들	33
표준 선점: AI 에이전트 결제와 토큰화	33
네트워크 효과: 금융 OS	39
결론: 국내보다 미국, 발행보다 유통	45

기업분석	47
COINBASE(COIN)	

Appendix. 주요 관심 기업	56
--------------------	----

Summary

스테이블코인 투자 전략: 미국이 그린 진짜 수혜주

- 디지털자산 시장 전반의 투자심리가 둔화되고, 스테이블코인 테마의 모멘텀이 소진된 현재, 스테이블코인의 새로운 내러티브가 예상되는 하반기를 앞두고 현재 스테이블코인 산업 구조가 어떻게 형성되고 있고 밸류체인과 수혜 영역을 짚어보기 좋은 시기이다.
- 2025 년은 Circle 상장을 기점으로 국내 디지털자산 관련 테마가 가장 강력하고 넓게 확산된 해였다. 자본시장에서 투자할 수 있는 스테이블코인 발행사라는 새로운 수익 모델이 등장하면서 기대감이 빠르게 반영됐고, 투자자들의 관심은 가장 가시적이고 직관적인 수익 모델이었던 발행사에 집중됐다. 그러나 2026 년은 그 시선을 한 단계 더 확장해야 하는 해라고 판단한다.
- Top-down 으로 보면, 크게 3 가지 요인에서 유통 플랫폼의 중요도를 확인할 수 있다. ① 미국 역사의 패턴: 인터넷·모바일·클라우드·AI 네 차례의 사이클에서 수혜는 항상 기술 보다는 표준과 유통망을 장악한 기업에 집중되었다. ② 제도 설계: 2025 년 GENIUS 법안이 발행사의 직접 이자 지급을 막으면서 사용자 효용은 유통 단계로 이동했고, 2026 년 CLARITY 법안은 ‘활동 기반 리워드 조항’으로 유통 프리미엄을 제도적으로 합법화하고 있다. ③ 스테이블코인의 기능 확장: USDC 유통량 대비 온체인 거래량 성장률이 9 배 빠르게 늘었고, USDC 연 회전율은 243 배로 전통 금융과 엄청난 차이로 보인다. 즉, 스테이블코인은 더 이상 보유 자산이 아닌 금융 인프라로 진화하고 있음을 보여준다.
- Bottom-up 관점에서도 발행사·거래소·결제사·브로커리지 등 스테이블코인 밸류체인 내 핵심 기업들이 결국 유통망 통제력 확보 혹은 지배력 강화라는 동일한 방향성을 보인다. 이는 향후 수익화의 핵심이 유통에 있음을 설명하는 근거가 된다.
- 보다 중요한 것은 현재 스테이블코인 내러티브에는 USDC 가 AI 에이전트 결제와 토큰화 정산의 표준의 가능성, 그리고 이에 따른 네트워크 효과는 반영되지 않았다는 점이다. 이에 대한 가능성을 올해 내 숫자로 보여준다면, 금융 인프라로의 구조적 전환이라는 새로운 내러티브 하에 가장 큰 멀티플과 함께 산업 전반의 리레이팅이 이뤄질 것으로 기대된다.
- 이 시점에서는 표준 유통망과 정산 인프라를 동시에 보유한 미국 풀스택 인프라 사업자가 “인터넷 결제 표준망 사업자로 재평가될 수 있어 가장 큰 수혜가 예상된다. 반면 국내 관련주는 단기 모멘텀은 가능하나 산업 밸류체인 부재로 테마성 접근이 유효한 구간으로 판단한다.
- 따라서 미국 내 플랫폼 중 가장 많은 USDC 유통성을 보유한데 이어 풀스택 인프라를 보유한 미국 사업자-Coinbase 를 최선호 종목으로 제시한다.

2026년 투자 전략

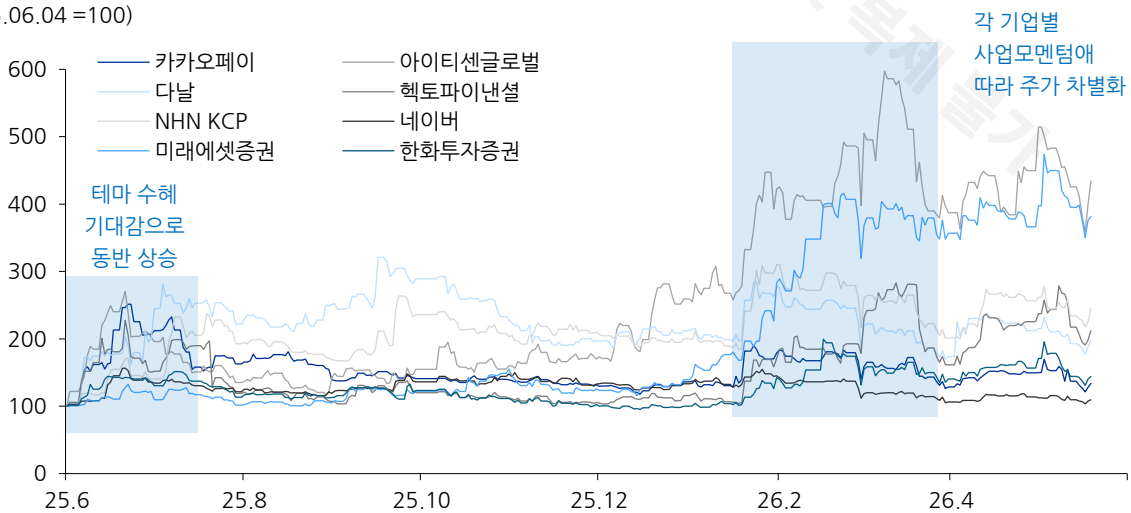
수혜의 시차

스태이블코인 관련주는 2025년 6월 서클 상장을 기점으로 글로벌 이슈와 국내 정책 기대가 결합되면서 주요 테마로 부상했다. 미국 GENIUS 법안 통과, 국내 디지털자산기본법 발의 등 디지털자산 제도화 기대가 글로벌과 국내 주식시장에 동시에 반영되는 흐름을 보였고 원화 스태이블코인 논의까지 진행되면서 강한 모멘텀이 형성되었다. 6월 서학개미 순매수 1위가 Circle, 7월 순매수 1위가 BitMine 이었다는 점은 당시 디지털자산 전반에 대한 투자자 관심을 보여준다.

다만 2025년 미국과 한국 시장의 성격은 달랐다. 국내는 Circle 상장 직후 정책 가시화에 따른 수혜 산업군과 블록체인 사업 이력을 보유한 기업들이 동반 상승하는 흐름을 보였고 이후 인수합병 등 개별 이슈 혹은 사업 가시성 확보 여부에 따라 주가가 차별화되는 흐름을 보였다. 결과적으로 국내 시장은 정책 기대와 글로벌センチ먼트에 연동된 테마성 랠리의 연장선으로 판단된다.

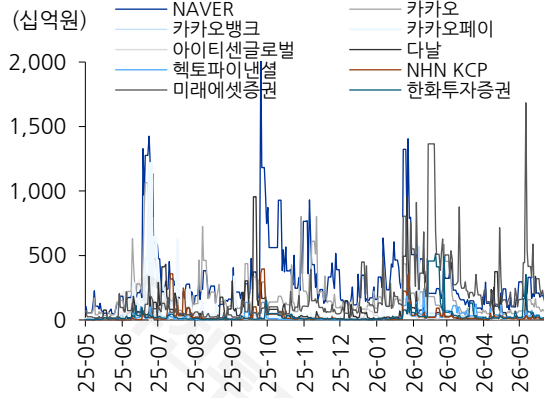
Circle 상장 이후 국내 스태이블코인·RWA 테마 관련 주가 추이

(25.06.04 = 100)



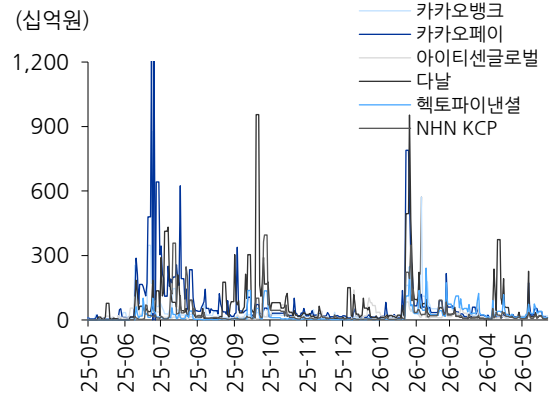
자료: Quantwise, 유진투자증권

서클 상장 이후 국내 관련주 거래대금 추이(1)



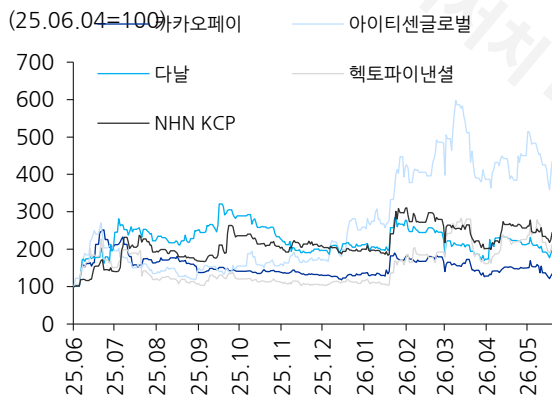
자료: bloomberg, 유진투자증권

서클 상장 이후 국내 관련주 거래대금 추이(2)



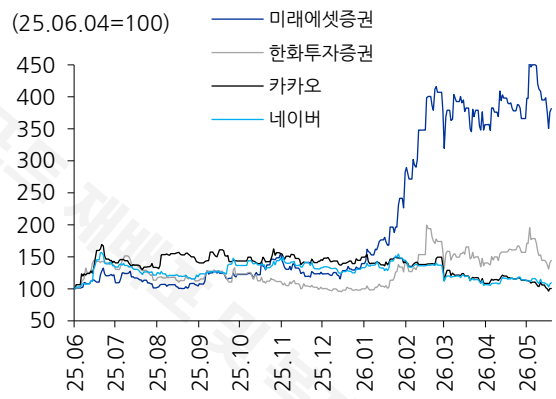
자료: bloomberg, 유진투자증권

서클 상장 이후 국내 관련주 주가 추이(1)



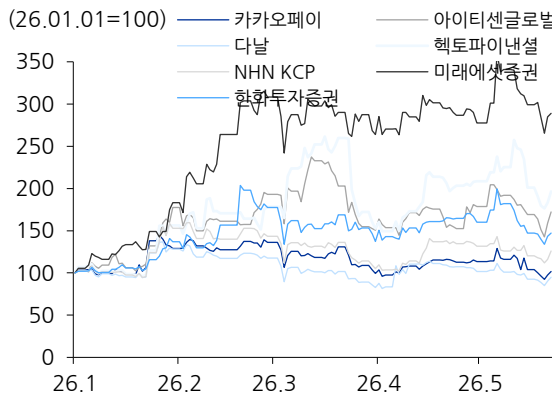
자료: bloomberg, 유진투자증권

서클 상장 이후 국내 관련주 주가 추이(2)



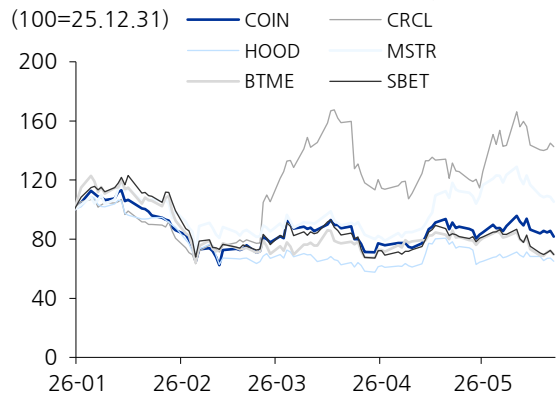
자료: bloomberg, 유진투자증권

연초 이후 국내 스테이블코인-RWA 테마 관련 주가



자료: bloomberg, 유진투자증권

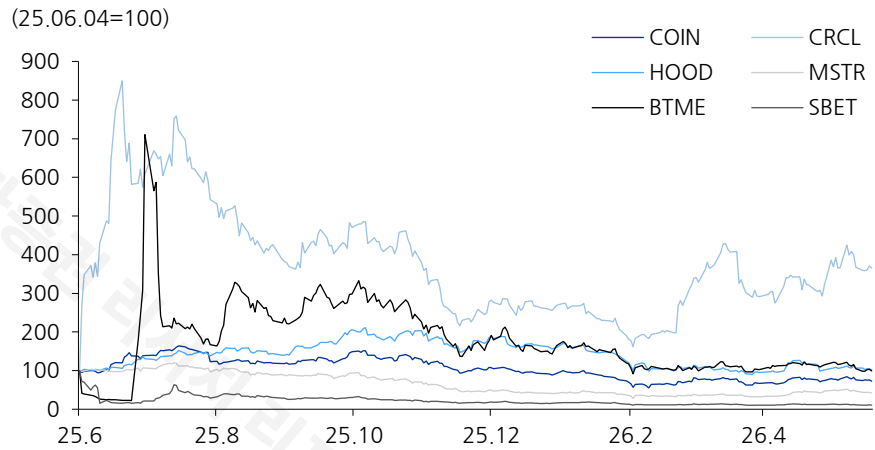
연초 이후 글로벌 디지털자산 관련주 주가



자료: bloomberg, 유진투자증권

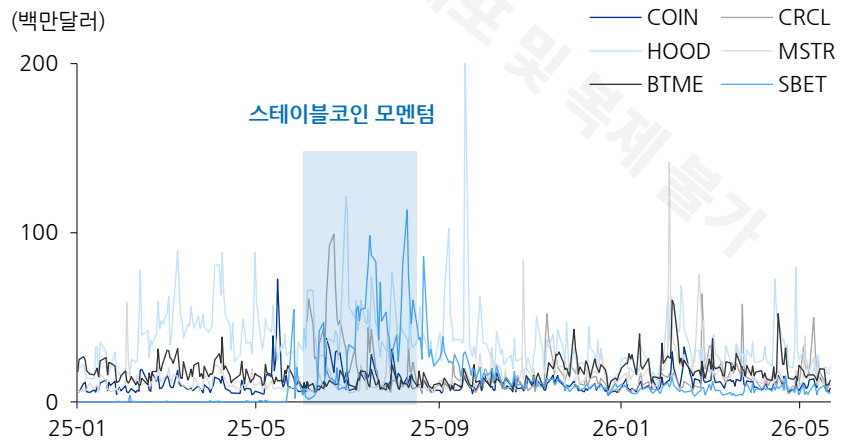
반면 미국 주식의 경우 스태이블코인 발행사 수익 창출 능력이 먼저 주목받으면서 Circle을 시작으로 Bitmine 등 디지털자산 DAT(Digital Asset Treasury) 전략을 구사하는 기업이 수급을 주도했다. Coinbase, Robinhood는 이후 USDC 유통에 따른 수익 배분, 토큰화 접점이 부각되며 관심이 순차적으로 확산됐다.

Circle 상장 이후 글로벌 디지털자산 관련 주가 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 디지털자산 관련 주 거래대금 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

테마와 산업의 시차

실제로 스태이블코인 발행, 대규모 유통 네트워크, 기관 대상 수탁 서비스, 그리고 이를 뒷받침하는 규제 프레임워크가 미국을 중심으로, 미국에 유리하게 만들어지고 있다. Circle 은 스태이블코인 발행을 통해 안정적인 준비금 수익 모델을 증명했고, Coinbase, Robinhood 모두 고객 접점을 보유한 플랫폼으로 디지털자 유통 채널로 강력한 네트워크 효과를 구축하고 있다. 그 외에도 Strategy, Bitmine 등 DAT 기업들이 디지털자산 가격과 자본시장 수급을 연결하는 채널로 기능하고 있다.

반면 국내 기업들은 디지털자산 규제 프레임워크의 미비로 아직 의미 있는 매출과 네트워크 효과를 창출하기 어려우며, 글로벌 모멘텀에 후행적으로 반응할 수밖에 없는 구조다.

따라서 국내 디지털자산 관련주는 시장 반등이나 CLARITY 법안 연내 통과 기대감이 부각되는 국면에서 단기 모멘텀은 가능하나, 밸류체인 부재로 인해 테마성 접근에 가까울 것으로 판단한다. 결국 국내 수혜는 밸류체인 형성 이후 후행적으로 확인될 영역으로, 시차가 존재하는 만큼 디지털자산 관련 종목에 있어서는 미국 중심으로 투자하는 전략이 유효할 것으로 판단한다.

Top-down 관점에서 디지털자산 제도화의 중심축이 미국이라는 점, Bottom-up 으라도 디지털자산을 통해 반복 매출과 네트워크 효과를 확보할 수 있는 기업 또한 미국에 집중되어 있기 때문이다.

AI 사이클에서도 초기에는 양 시장 모두 LLM 과 생성형 AI 자체에 관심이 집중되면서, 테마 기대감으로 AI 노출도 여부에 따라 무분별하게 상승하는 양상을 보였지만. 시간이 지나면서 GPU, 클라우드, 데이터센터, 전력기기, HBM 등 실질 밸류체인으로 확대되었듯, 디지털자산 또한 결제유통·정산 등 실제 인프라를 보유한 기업 중심으로 시장의 재평가가 이루어질 것으로 전망한다.

투자 전략

따라서 본 보고서의 투자 전략은 세 가지로 요약된다.

첫째, 디지털자산은 인터넷·모바일·클라우드·AI 에 이은 미국 기술 패권의 다섯 번째 사이클이며, 26년을 극초기로 구간으로 판단한다. 산업의 본격적 형성은 제도적 적합성이 부여되는 시점부터 시작되었기 때문이다. 이에 따른 수혜는 산업 내 유통망과 표준 인프라를 동시에 보유한 미국 풀스택 인프라 사업자에게 집중될 가능성이 높다.

둘째, GENIUS에서 CLARITY로 이어지는 제도화 과정은 시장의 관심을 발행에서 유통으로 이동시킬 것으로 전망한다, USDC 회전을 기반으로 매출로 넓고 깊게 전환하는 사업자가 다음 프리미엄을 받을 것으로 판단한다.

셋째, 시장이 아직 가격에 충분히 반영하지 않은 것은 AI 에이전트 결제 표준과 토큰화 자산 정산의 표준 선점에 따른 네트워크 효과이다. Coinbase x402 가 누적 1억건 이상의 에이전트 결제를 처리하고, BlackRock BUIDL 이 USDC 와 환매 가능한 구조로 연동되는 등 초기 트래픽은 이미 확인되고 있다. AI 에이전트 트래픽이 인간 트래픽을 넘어서고 토큰화 자산 시장이 본격화될 것으로 예상되는 향후 1~2 년 구간에서 풀스택 인프라 사업자의 멀티플은 단계적으로 재평가될 가능성이 높다.

본 보고서는 이 세 가지 관점에서 미국 풀스택 사업자의 구조적 리레이팅 가능성을 점검한다.

I. 를 메이커가 가져가는 시장

미국의 공식: 기술을 표준으로, 표준을 시장으로

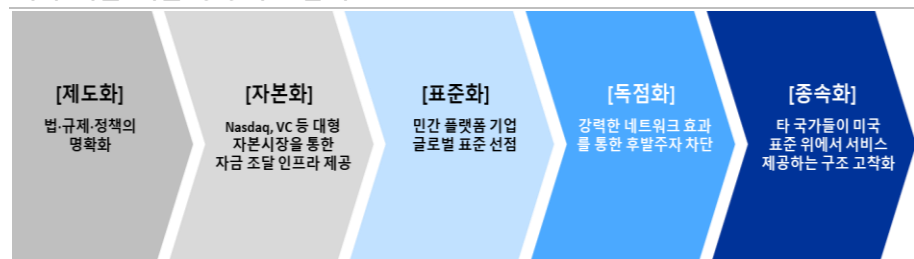
인터넷·모바일·클라우드·AI 에서 나타난 패턴

기술 패권의 역사는 반복된다. 기술 전환기마다 미국은 제도적 기반을 마련하고, 자본시장을 통해 민간 플랫폼의 스케일업을 지원했으며, 이후 플랫폼 표준과 네트워크 효과를 통해 후발주자의 진입장벽을 높여왔다.

이를 공식화하면, 미국은 대체로 ①제도화 → ②자본화 → ③표준화 → ④집중화 → ⑤고착화의 5 단계 과정을 통해 형성되어 왔다. 새로운 기술이 등장하면 먼저 법규제·정책의 명확화를 통해 산업이 성장할 수 있는 제도적 기반을 마련하고, 대형 자본시장을 통해 민간 기업의 자금 조달 환경을 제공한다. 특히 미국의 자본시장은 초기 기술기업이 대규모 적자와 불확실성을 감내하면서도 시장을 선점할 수 있게 만드는 핵심 인프라로 기능해왔다. 기술 전환기에서는 기술 자체보다는 자본 조달 능력과 확장 속도에서 먼저 결정되는 경우가 많았기 때문이다.

이후 민간 플랫폼 기업이 여러 서비스나 도구를 통해 산업의 사실상 표준으로 자리잡는다. 글로벌 표준을 선점함에 따라 사용자, 개발자, 데이터, 유동성, 자본 등이 집중된다. 마지막으로 네트워크 효과와 전환 비용이 누적되면 후발주자는 독자적인 표준을 만들기 보다는 기존 미국 표준 위에서 서비스를 제공하는 구조에 편입된다. 결과적으로 기술 전환기의 가장 큰 수혜는 표준과 유통망, 인프라를 장악한 기업에 집중되는 양상을 보여왔다.

미국 기술 패권 형성의 5 단계



자료: 유진투자증권

실제로도 지난 30년간 인터넷, 모바일, 클라우드, AI에 이르는 주요 기술 전환기마다 미국은 규제·자본시장·플랫폼·표준을 결합해 자국 플랫폼이 글로벌 시장 점유율을 대체로 가져가는 양상을 보였다.

인터넷에서는 공공 연구망과 TCP/IP 표준이 민간 인터넷으로 전환되면서 사용자 접점과 인프라 병목을 장악한 기업이 가장 큰 수혜를 받았다. PC 운영체제와 브라우저 접점을 보유한 Microsoft, 인터넷 트래픽 증가에 필요한 라우터 스위치를 공급한 Cisco, 인터넷 커머스의 초기 플랫폼인 Amazon이 대표적이다.

모바일에서는 노키아, HTC 등 모바일 초기 단말기 강자 기업들은 플랫폼 전환에 실패한 반면, Android와 iOS라는 운영체제와 앱 유통망을 장악한 Google과 Apple 두 회사가 사실상 전체 시장을 지배하고 있다.

클라우드 전환기에는 컴퓨팅을 API화한 Amazon, Microsoft, Google이 인프라 프리미엄을 가져갔다. 현재까지도 3개 기업이 클라우드 인프라 서비스의 63% 이상을 차지하고 있다.

AI 사이클 또한, NVIDIA CUDA는 모델 개발의 사실상 소프트웨어 표준으로 자리 잡았고, 하이퍼스케일러의 대규모 캐팩스는 GPU 데이터센터 전력 인프라 확장을 통해 AI 학습과 추론의 물리적 기반을 형성했다. 이에 따라 CUDA 생태계와 GPU 병목을 장악한 Nvidia가 가장 큰 수혜를 받고 있다.

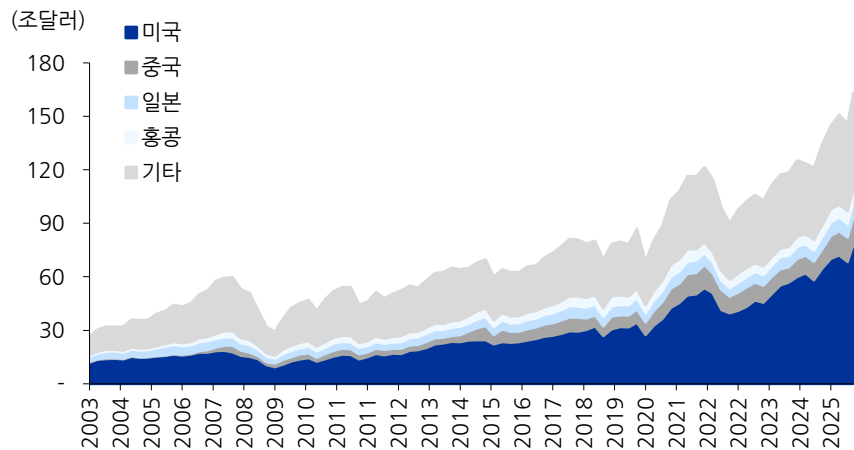
공통적으로 기술 전환기마다 시장은 표준·유통망·개발자 생태계·네트워크 효과를 장악한 기업에 프리미엄을 부여해왔다. 이러한 역사적 패턴을 고려했을 때, 디지털 자산에서도 유사한 패턴이 반복될 가능성이 높으며, 현재 시점에서는 미국 규제 프레임워크 안에서 표준 레이어를 장악하고 네트워크 효과를 회수할 수 있는 미국 기업이 될 것으로 전망한다.

미국 기술 패권 역사

기술 분야	미국의 제도적 기반	글로벌 표준 기업	전환기별 인사이트
인터넷 플랫폼	1996 통신법, .com 도메인, NSF 망 개방	Microsoft, Amazon, Paypal, Google, Meta, Apple	인프라(TCP/IP, HTTP)는 공공재였지만 플랫폼은 미국 기업이 독식
모바일	FCC 스펙트럼 정책, 앱스토어·OS 생태계규제환경	Apple(iOS), Google(Android)	하드웨어 경쟁에서는 한국·중국 기업의 존재감이 컸으나, 운영체제(OS)와 앱스토어 표준은 미국이 99% 독점 → 부가가치 대부분 미국 귀속
클라우드	클라우드 우선 정책 + 대규모 데이터센터 투자 지원+미국 자본시장 조달력	AWS (Amazon), Azure (Microsoft), Google Cloud	미국 Big 3 가 글로벌 인프라 시장 선점, 산업 특성상 한번 격차가 벌어지면 추적이 거의 불가능한 구조로 인프라 레이어에서의 선점이 장기 점유율과 수익성으로 연결된 사례.
AI	CHIPS Act, 데이터센터 투자, 민간 AI 자본 조달	NVIDIA, OpenAI, Microsoft, Google, Anthropic	칩·모델·클라우드 전 가치사슬이 미국 중심으로 형성. NVIDIA는 AI 연산 인프라의 사실상 표준, OpenAI, Anthropic, Google, Microsoft 등은 모델과 클라우드 응용 레이어를 주도
디지털자산	ETF → GENIUS → CLARITY	Coinbase, Circle, BlackRock	발행량 기준으로는 USDT가 앞서 있으나, 제도권 편입 이후 핵심은 보관, 유통, 정산, 결제표준, 자산운용 레이어

자료: 유진투자증권

주요 국가 별 시가총액 추이(26년 5월 기준 미국 약 48%)



자료: 유진투자증권

다섯 번째 사이클: 디지털자산

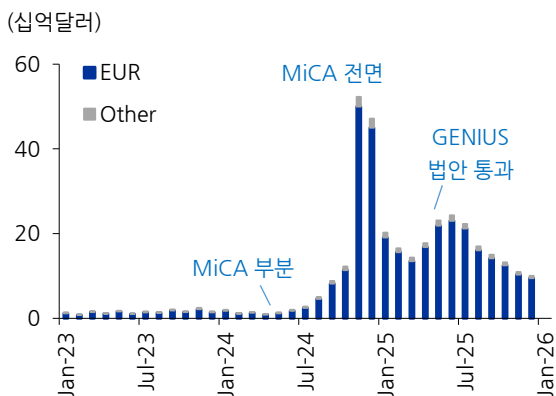
미국 규제 전략과 디지털자산 패권 설계 방식

인터넷, 모바일, 클라우드, AI에 이어 디지털자산 또한 같은 관점이 필요하다. 작년 GENIUS Act와 올해 CLARITY Act를 통해 제도권 자본이 진입할 수 있는 시장 구조를 만드는 과정으로 제도화와 표준 선점의 초기 구간으로 판단한다.

규제는 중립적이지 않기에 규제를 어떻게 디자인하는지에 따라 누가 시장에 진입할 수 있고, 경쟁의 방식이 달라진다. 최종적으로 그 산업 생태계가 누구의 이익을 대변할 지가 결정된다. 특히 현재의 디지털자산 산업을 바라볼 때 가장 중요한 전제는 아직 성숙된 산업이 아니라는 점이다. 반도체나 인터넷 플랫폼처럼 이미 승자와 가치사슬이 고착화된 산업에서 규제는 사후 감독 도구로서 기능하는 반면, 디지털자산의 경우 규제는 사전에 시장 구조를 정의하는 기능에 가깝다.

유럽 디지털자산 규제 프레임워크인 MiCA는 규제 명확성이 새로운 시장을 만든 대표적인 사례다. MiCA 전면 적용 이후 일부 거래소의 USDT 상장폐지와 함께 규제 적합 자산에 대한 선호도가 맞물리면서 이전까지 미미한 수준이었던 비달러 스테이블코인 거래량은 일시적으로 급증했다. 이후 시장 영향에 따라 거래량은 감소한 흐름을 보였으나 MiCA 이전보다 높은 베이스라인을 유지하고 있다. 이는 규제가 시장 구조를 재편하는 변수가 될 수 있음을 보여준 사례로, 투자 관점에서도 중요하다. 이러한 관점에서 2024년 현물 ETF 승인, 2025년 GENIUS Act, 2026년 CLARITY Act는 개별 규제가 아닌 미국이 디지털자산을 제도권 금융 인프라로 편입시키는 연속적 과정으로 봐야 한다.

비달러 기반 월별 스테이블코인 거래량 추이 - 유럽 MiCA 규제 도입 이후 높아진 베이스라인



- 23년부터 24년 상반기까지 비달러 기반 스테이블코인 거래 대금은 미미한 수준으로 시장이 거의 형성되지 않은 상태. 24년 중반 MiCA가 부분 적용되기 시작하면서 비달러 스테이블코인 거래량 서서히 증가, 24년 말 MiCA 전면 적용된 25년 초 거래량이 500억 달러 이상까지 급증
- 거래량은 피크 이후 하락했으나, 25년 하반기 기준 월간 150억~250억 달러 수준의 거래량 유지 중
- 이는 MiCA 이전에는 거의 존재하지 않던 비달러 기반 스테이블코인 시장이 규제 시행 이후 형성된 사례

자료: a16zcrypto, 유진투자증권

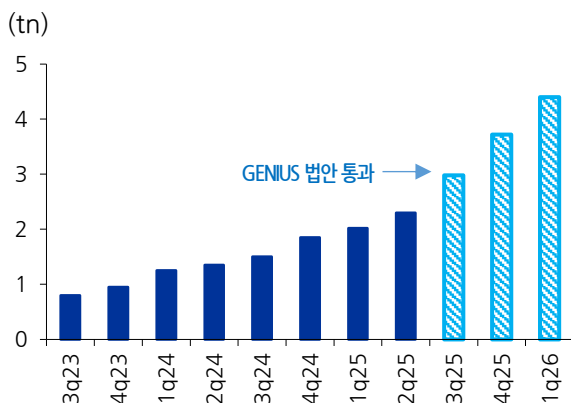
GENIUS Act - 미국 중심 디지털 달러 네트워크 구축

GENIUS 법안은 CLARITY 법안과 함께 스테이블코인 산업의 수혜 구조를 미국 금융 시스템과 미국 상장 기업 중심으로 재편하는 첫 번째 작업에 가깝다. 이는 미국이 디지털 금융 인프라의 표준과 권력 구조를 선제적으로 설계하고 있다는 의미로 해석할 수 있다.

표면적으로는 스테이블코인 발행과 관련된 규제 법안으로 보이지만, 실질적으로는 스테이블코인을 넘어 미국 금융 산업의 권력 구조를 정의하는 헌법적 문서에 가깝다. 누가 스테이블코인을 발행할 수 있고 어떤 준비금 구조가 허용되는지, 어떤 기업이 글로벌 결제 네트워크에 참여할 수 있는가를 제도적으로 정의했다. 결과적으로 이를 종합해보면 미국 제도권, 혹은 관련 기업들에 구조적 우위가 형성된다는 결론으로 수렴된다. 동시에 스테이블코인의 금융 인프라화를 제도적으로 확인해준 이벤트였다.

실제 스테이블코인 거래대금 추이를 보면 GENIUS 법안 통과 이전에도 증가세를 보였으나, 법안 통과 이후 성장 기울기가 가팔라지며 2026년 1분기 약 4.5조 달러 수준까지 확대되었다. 이는 규제 명확성이 발행자 신뢰를 높이고, 기관기업 결제 플랫폼의 도입을 촉진해 스테이블코인 실제 유즈케이스를 가속화했음을 시사한다.

GENIUS 법안 통과 이후 스테이블코인 거래량 성장은 오히려 가속화



- 스테이블코인을 통해 이동한 자금의 총 규모를 의미하며, 빗/자기 거래 데이터를 제외한 실제 의미 있는 경제 활동만 남긴 조정 거래대금.
- 스테이블코인의 PMF는 이미 존재했으나, GENIUS 법안 통과 이후 사용량 증가가 가속화됨. 즉, GENIUS 법안이 스테이블코인 수요를 새롭게 만든 것 보다는 기관과 기업의 참여 장벽을 낮추고 기존 수요를 증폭시킨 역할

자료: Allium, 유진투자증권

CLARITY 법안 이후의 미국 프리미엄

CLARITY 법안 개요

CLARITY Act 는 공식 발표 기준으로 디지털자산 시장의 명확한 규칙을 세우기 위한 법안으로 미국 금융시장 규제 체계 안으로 편입하는 것이 핵심이다. 표면적으로는 SEC 와 CFTC 의 관할 정리, 디지털자산의 증권/상품 분류, 거래소·브로커·수탁 인프라의 규제 틀 마련이 주요 내용이다. 정리하면, 어떤 디지털자산이 어떤 규제 체계 아래에서 거래되고 유통될 수 있는지를 정의하는 법안에 가깝다.

투자 관점에서 더 중요한 것은 디지털자산 유통 시장에 대한 시장구조를 정의하는 법안이라는 점이다. 2025년 GENIUS Act 가 스테이블코인 발행자의 자격, 준비자산, 상환 구조를 제도화했다면, CLARITY Act 는 발행된 디지털자산과 스테이블코인이 어떤 거래소, 브로커, 수탁기관, 정산 인프라를 통해 유통될 수 있는지를 제도화하는 관점으로 봐야 한다.

CLARITY 법안 주요 내용

조항	법안의 주요 내용	중요성
연방 시장구조 프레임워크	디지털자산의 발행, 거래, 수탁 전반에 걸친 포괄적 법률 체계 마련	규제 불확실성을 명확하고 예측 가능한 규칙으로 대체. 기관투자자 참여 기반 마련
자산 분류 체계	디지털 상품, 증권, 스테이블코인 등 자산 유형을 정의하고, '투자계약 자산' 개념 도입	토큰의 법적 지위 명확화. 소송 리스크와 규제 모호성 완화
SEC와 CFTC 관할 구분	SEC는 증권 및 자금조달 영역을 감독하고, CFTC는 디지털 상품 현물시장을 규제	규제기관 간 관할 충돌 해소. 크립토 현물시장에 주된 감독기관 부여
거래소 및 중개기관 규제	거래소, 브로커, 수탁기관에 대한 CFTC 중심의 등록 프레임워크 수립	크립토 플랫폼을 전통 금융시장 수준의 규제 기준에 편입
탈중앙화 기반 분류	네트워크가 충분히 탈중앙화 되었는지 판단하는 기준을 마련하고, 요건 충족 시 상품으로 취급	자산이 시간이 지남에 따라 규제상 지위를 전환할 수 있는 경로 제공. 장기 규제 불확실성 축소

자료: 유진투자증권

CLARITY Act 한 눈에 보기

구분	CLARITY Act -H.R.3633	
법안 개요	디지털자산을 미국 금융시장 규제 체계 안으로 편입하는 시장 구조화 법안	
핵심 변화	토큰의 증권성 여부를 일괄 판단하지 않고, 발행 구조·탈중앙성·사용 목적에 따라 구분	
진행 단계	일자	주요 내용
	2025년 5월 29일	하원 French Hill 의원 법안 발의시작
	2025년 6월 10일	하원 양 위원회 가결
	2025년 7월 17일	하원 본회의 최종 통과 <i>294:134 초당적 지지로 통과</i>
	2025년 9월 5일	상원 RFIA 2025(상원판 법안) 초안 발표
	2026년 1월 29일	상원 농업위원회 통과
	2026년 5월 14일	상원 은행위원회에 통과
주요 쟁점	스테이블코인 보상(이자 금지 vs 보상 허용), DeFi 규율, AML 적용 범위, SEC-CFTC 관할 배분	
주요 내용	<ul style="list-style-type: none"> ■ CFTC를 디지털 상품(digital commodities) 규제 중심기관으로 지정 ■ SEC와 CFTC 간 명확한 관할권 구분 ■ 3가지 디지털 자산 분류: 증권, 상품, 스테이블코인 ■ 성숙한 블록체인(mature blockchain) 개념 도입 ■ 디지털 상품 거래소, 브로커, 딜러 등록 요구 ■ 연준의 개인 대상 CBDC 제공 금지 	

자료: 유진투자증권

GENIUS vs. CLARITY 법안 비교

구분	GENIUS Act	CLARITY Act
핵심 영역	스테이블코인	디지털자산 시장
핵심 질문	누가 스테이블코인을 발행하는가	어떤 자산이 어떤 규제를 받는가
주요 영향 기업	Circle, Tether, 은행 등 스테이블코인 발행사	Coinbase 등 플랫폼 및 이더리움 등 일부 디지털자산
핵심 효과	스테이블코인 산업 구조 정의	디지털자산 시장 구조 정의
중요 포인트	준비금 발행 기준	자산 분류 관할 명확화
구조적 시사점	달러 네트워크 설계	온체인 자본시장 설계

자료: 유진투자증권

CLARITY Act 전체 타임라인

입법 타임라인상 현재는 상원 은행위 마크업 통과 이후 본회의 상정 전 조율 단계로, 지난 5월 14일 상원 은행위원회를 15대 9로 통과했다.

이번 표결에서 중요했던 초당적 지지 여부는 공화당 전원과 민주당 소속 Ruben Gallego, Angela Alsobrooks 2명의 의원이 찬성한 것으로 확인되었으나, 본회의 표결에서는 AML, 정치인 이해상충, 스태이블코인 보상 조항 등 후속 협상 결과에 따라 입장이 달라질 수 있을 것으로 보인다. 따라서 본회의 최종 가결 여부는 핵심 쟁점에 대한 양당 간 합의 도출 및 수정안 반영 정도가 관건이 될 것으로 보인다.

향후 절차는 ① 상원 은행위원회 텍스트와 농업위원회 텍스트 조율, ② 상원 본회의 표결, ③ 하원 통과안과의 문안 조정, ④ 최종 의회 통과, ⑤ 대통령 서명 순으로 진행될 예정이다. 트럼프 행정부는 독립기념일(7/4)까지 CLARITY Act 처리를 목표로 입법부를 압박 중이나, 남은 일정 대비 시간이 많지 않아 스태이블코인 보상 및 정치인 이해상충 조항에 대한 조율 결과가 입법 성패의 주요 변수가 될 것으로 예상된다.

CLARITY 법안 입법 과정: STEP 4 완료 후 STEP 5 대기 중



자료: 유진투자증권

롤이 정해진 이후, 하반기 투자 포인트

현재 시장은 CLARITY Act 의 입법 타임라인과 정치적 변수에 따른 단기 변동성을 반영하고 있다. 단기적으로는 법안 일정 지연, 조항 수정, 이해관계자 간 협의 과정에 따라 관련 종목의 주가 변동성은 커질 수 있다. 그러나 중장기 투자 관점에서 보다 중요한 변수는 법안 통과 자체보다 제도화 이후 유동성과 인프라 표준을 선점한 기업의 구조적 성장 가능성이다.

디지털자산이 제도권 금융 인프라로 편입될수록 거래량, 결제량, 수탁자산, 기관 자금 유입 등 핵심 지표는 규제 프레임워크와 인프라를 먼저 확보한 기업에 집중될 가능성이 높다. 이 관점에서 미국은 규제 명확성, 자본시장, 상장 인프라 기업, 글로벌 유동성, 산업 생태계를 동시에 보유한 시장이다. 따라서 디지털자산 산업의 수익화 역시 미국 밸류체인을 중심으로 먼저 가시화될 가능성이 클 것으로 판단한다.

관건은 위 데이터가 실적화 되기 이전에 시장이 무엇을 선반영할 것인가이다. 과거 인터넷, 모바일, 클라우드, AI 전환기에서도 주가는 표준화 이후 확인되는 미래 매출 성장과 이익 레버리지, 네트워크 효과를 선제적으로 반영했다.

결론적으로, 하반기부터는 CLARITY 법안 이후 형성될 미국 중심의 디지털자산 표준 선점과 인프라 통합에 따른 네트워크 효과로 시선 이동이 필요하다. 하반기 디지털자산 산업의 투자 포인트는 디지털자산의 유통망 표준과 네트워크 효과를 선점할 가능성이 높은 미국 기업의 구조적 리레이팅 가능성이다.

II. 스태이블코인 밸류체인 재편의 시간

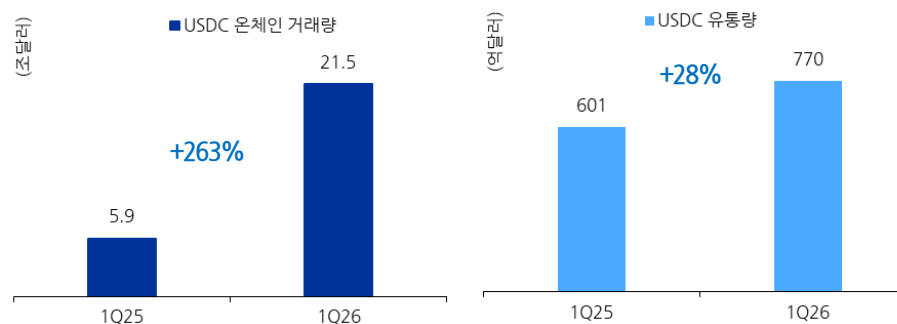
스태이블코인의 본질은 금융 인프라

스태이블코인: 디지털 달러 → 금융 인프라

그동안 USDC, USDT 등 스태이블코인은 주로 "디지털 달러"로 설명되어 왔다. 1개 스태이블코인에 1달러를 유지하는 토큰, 송금이 빠른 달러, 거래소 안에서 쓰는 달러 정도로 이해할 수 있다. 이러한 시각에서는 스태이블코인 시장의 핵심 변수는 발행량, 준비자산 규모, 단기 금리, 준비금 운용 수익률로 압축된다. 발행사는 준비금을 운용해 이자수익을 얻는 구조이기에 발행량이 늘고 금리가 높으면 발행사가 돈을 번다. 이에 따라 시장의 관심 또한 발행사에 집중되었다.

그러나 25년 하반기 이후 데이터를 보면, 이러한 프레임이 더 이상 스태이블코인 거래량을 제대로 설명하지 못한다. USDC 유통량은 전년 대비 28% 증가했으나, 같은 기간 온체인 거래량은 전년 대비 263% 증가했다. 거래량 증가율이 유통량 증가율의 약 9배다. 회전을 관점에서 보면, 같은 USDC 한 단위가 1년 전보다 약 7배 더 자주 움직였다는 의미다. 만일 사람들이 USDC를 단순 저축이나 보유로만 들고 있으면, 유통량이 늘어날 때 거래량은 그보다 느리게 또는 비슷하게 늘어야 한다 즉, USDC는 거래나 사용의 수단에 가까운 것이다.

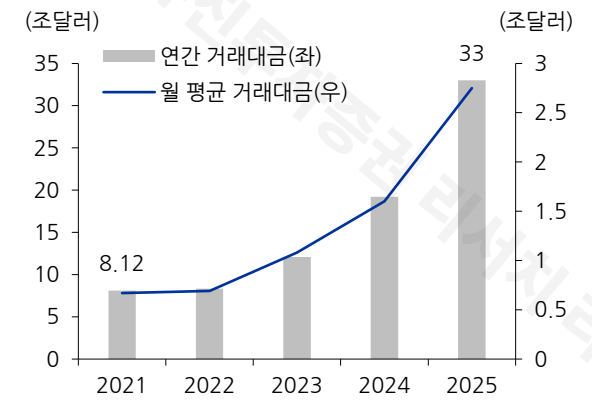
USDC 공급량 대비 온체인 거래량 증가율



자료: Circle, 유진투자증권

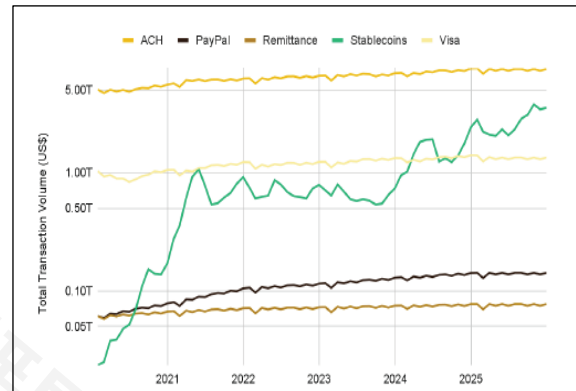
2025년 스테이블코인 연간 거래대금은 약 33조 달러로, 전년 대비 72% 증가했으며 약 14조 달러 수준의 Visa 연간 거래대금을 크게 상회했다. 아래 표의 월평균 거래대금 기준으로도 24년부터 VISA를 넘어섰고 25년 말에는 약 3.5조 달러 수준까지 확대됐다. 다만 스테이블코인 거래대금은 소비자 결제 외에도 거래소, 디파이, 브릿지, 온체인 트레이딩, 송금 등 다양한 케이스를 포함한다는 점에서 기존 결제망을 압도했다고 해석하기는 어렵다.

스테이블코인 연간/월 평균 거래대금 추이



자료: Artemis, 유진투자증권

주요 결제 인프라 월 평균 거래량 추이 및 비교



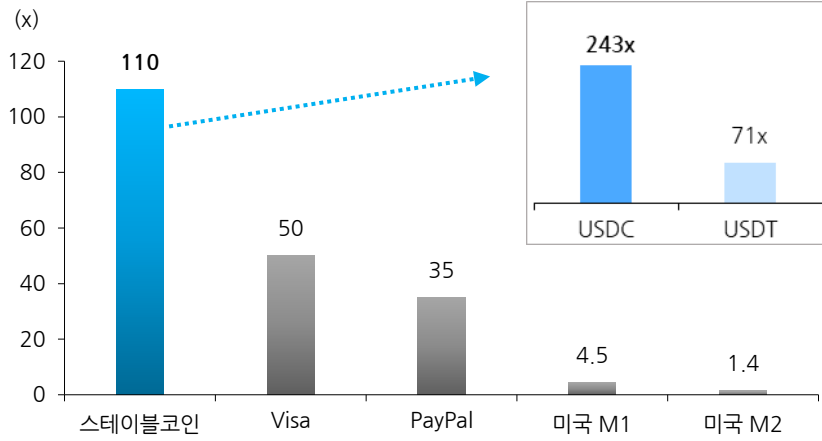
자료: Binance, 유진투자증권

그럼에도 불구하고 높은 회전을 데이터는 주목할 만하다. 25년 말 기준 스테이블코인 공급량은 약 3,100억 달러 수준으로, 연간 33조 달러 거래대금을 처리했다는 것은 연간 스테이블코인 회전율은 약 110배라는 의미이다. (연간 스테이블코인 유통 속도 = 연간 거래대금 / 평균 공급량)

쉽게 생각하면 발행된 1달러가 1년 간 주인이 110번 바뀌며 부지런히 사용된 것이다. 이는 평균적으로 하나의 스테이블코인이 약 3.3일마다 한 번씩 회전했다는 의미이다.

스테이블코인 내에서도 USDC 회전율은 243배로, USDC가 USDT 대비 약 3.4배 더 자주 사용되고 있음을 의미한다. 즉, USDT 대비 USDC는 정산형 달러 성격에 가깝다.

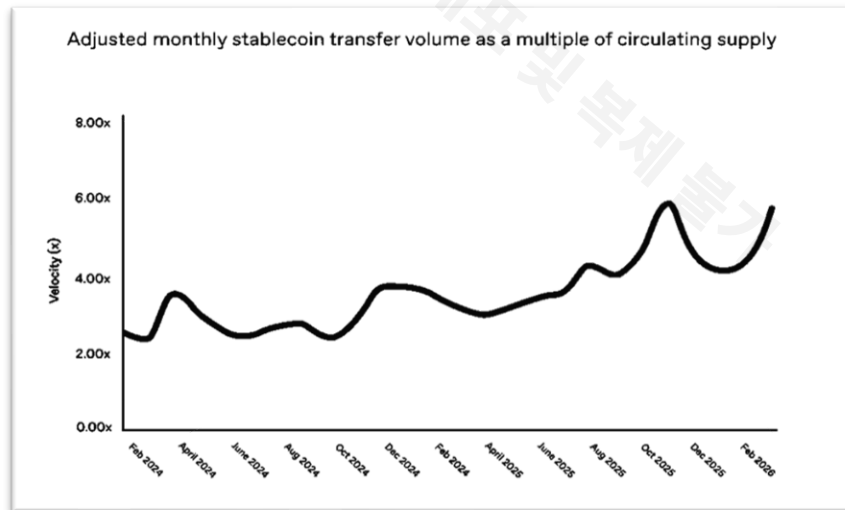
주요 통화 및 결제 네트워크별 연간 유통속도 비교



자료: 유진투자증권

미국 M2 통화 유통속도는 연간 1.4x, Visa와 같은 고빈도 결제망은 연간 50x 수준으로 이와 비교해도 2배가 넘는 유통 속도를 보인다. 즉, 스테이블코인은 기존 금융 대비 매우 높은 회전율을 가진 디지털 달러 (결제·정산) 인프라로 가능하고 있음을 시사한다.

스테이블코인 월간 유통속도: 24년 초 2.5x → 25년 초 6x



자료: a16z, 유진투자증권

위 그래프는 스테이블코인 1 달러가 한 달 동안 몇 번 이동했는지를 나타내는 지표인 스테이블코인 월간 회전율 변화 추이를 보여준다. 2024 년 초 약 2.5~2.6 배 수준에서 2026 년 2 월에는 약 5~6 배 수준까지 상승했다. 이는 같은 1 달러의 스테이블코인이 과거보다 동일한 공급량 하에 더 많은 송금, 결제가 발생하고 거래, 담보, 정산 등에 활용되고 있음을 의미한다. 즉, 스테이블코인의 사용 강도, 결제 빈도, 정산 활용도가 높아지고 있다고 해석할 수 있다.

두 차트를 종합하면, 스테이블코인은 규모와 회전율이 동시에 증가하는 구간에 진입했다. 거래대금이 커지는 동시에 월간 유통속도도 상승하고 있기에 현재는 발행량 증가와 더불어 사용 빈도 증가가 동시에 나타나고 있으며 이러한 추세는 더욱 빨라질 것으로 판단한다. 이는 스테이블코인은 단순 디지털 러를 넘어 결제·정산 인프라로 진화하고 있음을 보여주는 데이터라고 할 수 있다. 따라서 향후 시장의 관심은 높은 회전율을 기반으로 매출로 전환할 수 있는 플랫폼으로 이동할 것으로 전망한다.

스테이블코인 = Money-as-API

API화된 돈이라는 것은 돈의 기능이 금융기관 내부에 갇힌 서비스가 아니라, 외부 앱이나 기계가 직접 연결할 수 있는 인터페이스가 되었다는 의미다. 전통 금융에서 돈의 기능은 은행 시스템 안에 묶여 있다. 가치를 저장하려면 예금 계좌가 필요하고 가치를 이전하려면 각 기능은 독립적으로 분리되어 있지 않고, 은행이라는 단일 사업자가 묶음으로 제공한다.

반면 스테이블코인은 이러한 기능을 월렛, 스마트 컨트랙트, 결제 API를 통해 소프트웨어가 직접 호출할 수 있는 형태인 것이다. 이러한 의미에서 스테이블코인의 본질은 돈의 기능을 소프트웨어가 호출할 수 있게 API화된 금융 인프라에 가깝다. 이 변화는 이미 여러 사례에서 확인할 수 있다.

Coinbase의 x402는 AI agent가 인터넷 API나 데이터 서비스를 호출할 때, 결제 요청과 USDC 정산을 하나의 흐름으로 연결하는 구조를 보여준다. AI agent는 별도의 카드 계정이나 은행망을 직접 연결하지 않아도, 서비스 사용 요청과 동시에 USDC 결제를 실행할 수 있다. Bridge와 Stripe는 기업이 스테이블코인의 발행, 보관, 환전, 정산 인프라를 직접 구축하지 않아도 API 연동만으로 글로벌 달러 결제 기능을 사용할 수 있게 한다. Visa의 스테이블코인 정산망은 소비자와 가맹점이 기존 카드 결제 경험을 유지하더라도, 후선 정산에서는 USDC가 달러

정산 기능을 수행할 수 있음을 보여준다. Hyperliquid 의 경우, 온체인 파생상품 시장에서 주문, 담보, 손익 계산, 청산, 정산이 모두 USDC 기준으로 작동한다.

공통점은 스태이블코인은 사용자가 단순히 보유하는 디지털 달러가 아니라, 애플리케이션이 달러의 기능을 필요할 때 호출하는 인터페이스로 작동한다는 점이다. 결제 앱은 스태이블코인을 결제 기능으로 호출하고, 거래소는 담보와 정산 기능으로 호출하며, AI agent 는 API 사용료 결제 기능으로 호출한다. 따라서 스태이블코인을 돈의 기능을 소프트웨어가 사용할 수 있는 API 형 금융 인프라로 접근하는 관점이 필요하다.

스태이블코인으로 가능해진 금융 기능의 API화

기능	기존 방식	스태이블코인으로 구현 시	호출 단위
보관	은행계좌, 수탁기관	월렛, 커스터디 API로 자산 보관	Coinbase, Bridge, Privy
송금	은행 송금망·SWIFT	스태이블코인 전송 API	Circle CPN, Bridge, Coinbase
결제	카드사·PG·PSP	checkout·결제 API	Stripe, Coinbase x402
정산	정산은행·카드 후선망	스태이블코인 settlement	Circle Arc, Coinbase Base, Visa stablecoin settlement, Hyperliquid
담보	브로커리지 마진 계정	온체인 담보 기능 호출	Hyperliquid, Coinbase
청산	거래소 청산소	스마트 컨트랙트 기반 청산	Hyperliquid, Coinbase

자료: 유진투자증권

GENIUS의 역설, CLARITY로 더해질 유통 수혜

GENIUS 법안의 역설: 유통

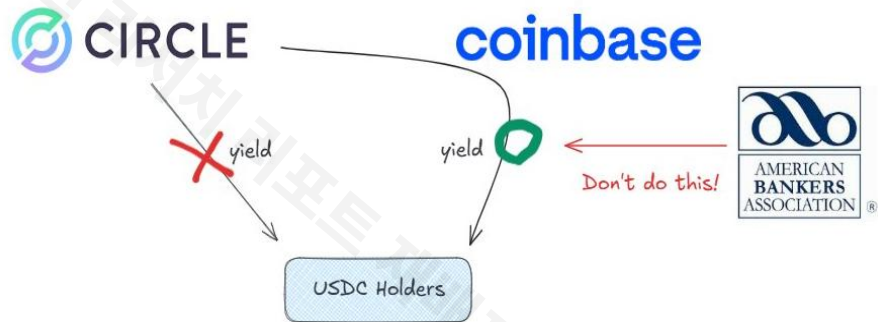
GENIUS Act의 핵심은 스태이블코인을 제도권 결제자산으로 편입한 데 있다. 해당 법안은 payment stablecoin 발행사에게 1:1 준비자산, 공시, 규제감독, AML/BSA 준수 등 명확한 의무를 부여한다. 반면 발행사가 스태이블코인 보유자에게 직접 이자나 yield 를 지급하는 방식은 제한했다. 결과적으로 발행사는 규제 신뢰를 확보하는 대신, 보유자에게 직접 경제적 보상을 제공해 수요를 창출하는 방식에는 제약을 받게 된 것이다.

이 지점에서 스태이블코인의 경제적 성격이 달라진다. USDC 와 같은 달러 기반 스태이블코인은 발행사 관점에서는 준비금 이자수익을 창출하는 자산이지만, 보유자 관점에서는 직접 yield 가 없는 무수익 결제자산에 가깝다. 따라서 보유자가 체감하는 효용은 "스태이블코인 보유 자체" 보다는 "어디에서, 어떤 기능으로, 얼마나 자주 사용할 수 있는가"에 의해 결정된다.

이는 GENIUS Act가 역설적으로 유통 부문에서의 프리미엄을 만든 이유다. 발행사가 보유자에게 직접 보상을 제공하기 어려워질수록, 사용자 효용은 거래소, 결제 네트워크, 브로커리지, 지갑, 앱, 온체인 정산망 등 유통 단계에서 형성되기 때문이다. 거래소는 USDC 잔고를 거래 담보로 연결하고, 결제사는 수수료 절감 수단으로 제공하며, 브로커리지는 토큰화 주식·파생상품·예측시장 정산에 활용할 수 있다. 즉 스태이블코인의 가치는 단순 발행량뿐 아니라 플랫폼 내부에서 얼마나 반복적으로 회전하는지, 그 회전이 거래·결제·담보·정산 매출로 전환되는지에 의해 결정되는 구조다.

보유자에게 직접 yield 를 지급하기 어려운 환경에서는 유통 파트너와의 revenue share, 거래 수수료 보조, 리워드 재원 제공 등으로 분배될 압력 또한 커진다. Circle의 1Q26 실적에서도 총 매출 및 준비금 수익 6.94억 달러 대비 유통·거래·기타 비용이 4.07억 달러로 약 59%에 달했으며, 2025년 연간 기준으로도 약 61% 수준이다. 26년 비용 증가의 주요 원인 또한 Coinbase 플랫폼 내부에 보유된 USDC 잔고 증가와 신규 전략적 파트너십 관련 지급 확대를 언급했다. 이는 발행사의 준비금 이자수익이 여전히 기초 수익원이지만, **시장 점유율 확대와 사용자 확보를 위해 유통 파트너에게 상당 부분 배분되는 구조임을 시사한다.**

GENIUS 법안 - 발행사가 유통 파트너에 의존할 수밖에 없는 구조



자료: 유진투자증권

CLARITY 법안이 부여할 프리미엄

CLARITY 법안은 이 구조를 한 단계 더 명확하게 만들 수 있다. GENIUS 법안이 만든 1 차 변화는 발행사의 제도화였다면, CLARITY 법안의 핵심은 유통·중개·거래·정산 행위의 제도화에 가깝다. 특히 스테이블코인 보상 조항에서 단순 보유에 따른 *passive yield* 는 제한되지만, 실제 거래·결제·전송·정산 앱 사용과 연결된 *activity-based rewards* 는 별도 규칙에 따라 허용될 수 있는 구조가 제시되었다.

구체적으로는 5월 14일 상원 은행위원회 마크업용 공식 문서에 따르면, 거래·결제·전송·정산 행위와 연계된 보상, 지갑·계좌·플랫폼·앱·네트워크 사용 보상, 거래·사용 발생 시 환급·할인 등이 허용 가능 영역으로 정리되어 있다.

CLARITY Act 스테이블코인 보상 조항의 처리 구조

보상 유형	처리	비고
단순 보유 시 이자수익	금지	예금 유사 <i>passive yield</i> 는 명시적 차단
거래·결제·전송·정산 행위와 연계된 보상	허용 가능	<i>activity-based reward</i> 예외 명시
지갑·계좌·플랫폼·앱·네트워크 사용 보상	허용 가능	사용 기반 인센티브로 분류
로열티·프로모션·구독·인센티브 프로그램	허용 가능	단, 사용과 연계된 경우에 한정
거래·사용 발생 시 환급·할인	허용 가능	<i>rebate/incentive</i> 형태

자료: 유진투자증권

이 차이는 중요하다. 발행사가 보유자에게 직접 이자를 지급하는 것은 제한되더라도, 플랫폼이 사용 행위에 기반해 리워드, 수수료 환급, 결제 할인, 거래 인센티브를 제공하는 구조는 열릴 수 있기 때문이다. 규제는 스테이블코인을 예금 유사 상품으로 만드는 방향은 차단하지만, 결제·거래·정산 인프라로 사용하는 방향은 제도화하는 셈이기 때문이다.

결과적으로 CLARITY Act 통과 이후의 투자 포인트는 누가 스테이블코인 거래량과 회전율을 매출로 전환할 수 있는가로 시선 이동이 있을 것으로 전망한다. 이때 프리미엄은 유통망을 단순히 보유한 플랫폼이 아니라, 유통망을 가장 넓고 빠르게 수익화하는 플랫폼에 부여될 가능성이 높다.

Circle, Coinbase, Hyperliquid 로 보는 유통 전략

세 기업은 서로 다른 밸류체인에 위치해 있으나, 이들의 비즈니스 모델은 공통적으로 'USDC 유통성 흐름을 자사 플랫폼 내에 묶어두고, 여기서 발생하는 준비금 수익과 회전율을 극대화해 수익화하는 전략으로 수렴하고 있다. 자산을 아무리 잘 발행해도 밸류체인 상단인 '유통' 단을 통제하지 못하면 부가가치를 고스란히 빼앗기기 때문이다. 고객 접점과 사용처를 장악한 플랫폼은 발행사에 대해 더 높은 이자 수익의 RS 를 요구하거나, 자체 네트워크 안에서 발생하는 USDC 거래를 수익으로 전환할 수 있다.

Circle 은 규제 적합 발행자라는 1 차 수혜를 누렸으나, Coinbase 등 유통 파트너에 대한 수익 배분 부담을 줄이기 위해 자체 유통 경로를 구축해야 하는 과제가 남았다. 이를 해결하기 위해 CPN, CCTP, Arc, Agent Stack 을 통해 자체 사용 경로를 구축하려는 국면으로 볼 수 있다. 반면, Coinbase 는 이미 유통망을 보유한 데 이어 고객 계정, 거래소 외에도 Prime, Base, x402, Coinbase One 등 여러 서비스를 통해 USDC가 반복적으로 회전하는 유통 경로를 넓히고 있다. 즉, 코인베이스의 전략은 이미 확보한 고객자산과 유통 접점을 기반으로 USDC 사용 범위를 확대하고 매출 전환 속도를 높이는 데 있다. Hyperliquid 는 온체인 파생상품 시장에서 가장 큰 유통성을 보유한 거래 플랫폼이다. 코인베이스가 규제권 내 유통 플랫폼이라면, Hyperliquid 는 온체인 거래 흐름 자체를 프로토콜 내부로 흡수하는 DeFi 네이티브 유통망으로 볼 수 있다. 거래 수요와 유통성을 자체 온체인 시스템 안에 가두고 수수료를 프로토콜 경제로 회수하는 구조를 띄고 있어 해당 플랫폼 내에서 발생하는 거래량은 USDC 담보 수요와 유통량을 직접적으로 확대하는 요인이다.

정리하면, Circle 은 유통 파트너 의존도를 낮추기 위해 사용 경로를 직접 구축하는 방향을, Coinbase 는 이미 고객자산과 거래, 수탁, 여러 금융 서비스 접점에서 USDC 회전율을 최대한 높이는 방향, 마지막으로 Hyperliquid 는 본인들이 만든 거래 기반의 USDC 수요를 자체 프로토콜 내부로 환류시키는 전략이다. 결국 세 기업의 방향성 모두 스테이블코인 가치는 유통 경로에서 결정됨을 전제하고 있다. 이는 스테이블코인 산업 수혜는 유통망을 넓고 깊게 보유한 플랫폼이 유리함을 시사한다.

Circle, 수익 배분 방어를 위한 자체 유통망 구축

Circle의 유통망 전략은 방어적이다. 1Q26 기준 RLDC 마진이 41.4%로 회복된 수치를 보였으나, 여전히 준비금 수익의 약 60%가 여전히 유통 파트너에게 나누고 있다는 의미이기도 하다. 가장 큰 분배 대상은 Coinbase 이고, 양사의 관계는 USDC가 커질수록 Circle이 더 큰 몫을 Coinbase에 나눠줘야 하는 구조다.

Circle은 이 구조를 바꾸기 어렵다. 발행사에게 yield 지급을 금지한 GENIUS 법안 탓에 사용자를 직접 모으는 일은 거래소·결제망·앱 사업자의 몫이고, Circle은 그 접점이 약하기 때문이다. 따라서 Circle은 유통 파트너 의존도를 줄이기 위해 자체 유통·정산·결제 레이어를 구축하는 길을 선택했다. CPN, CCTP, Arc, Agent Stack은 모두 외부 유통 파트너에게 이전되던 경제적 가치를 자체 네트워크 안에서 회수하려는 전략의 일환으로 볼 수 있다.

Circle의 유통망 확보 전략

전략 축	목적	의도 및 기대효과
CPN (Circle Payment Network) & Managed Payments	금융기관PSP용 결제망 확보	결제정산 사용량 증가, 직접 고객 접점 확보
CCTP (Cross-Chain Transfer Protocol)/Gateway	체인 간 USDC 이동 표준	멀티체인 거래량의 표준 장악 및 USDC 사용성 개선,
Arc	스태이블코인 전용 블록체인 결제, 자산 발행, AI 에이전트 플로우가 작동하는 공통 정산 인프라	거래·결제·FX·토큰화 정산을 Circle 자체 생태계로 흡수
Agent Stack	에이전트 결제 SDK, AI-native 결제 환경 구축 및 AI-agent 결제 수요 선점	장기 TAM 확대, x402 의존 없는 자체 에이전트 결제 진입로 구축

자료: 유진투자증권

Coinbase 와 Hyperliquid 가 보여주는 유통 플랫폼의 우위

프로토콜이나 발행사는 결국 유통망을 가진 자에게 종속되는 경향을 보인다. 서클이 유통 파트너 비용 지급 후 실질 순매출(RLDC) 마진율이 제한되는 반면, **엔드 유저 접점과 플랫폼 유통성을 쥔 코인베이스와 하이퍼리퀴드는 USDC 생태계 내에서 발생하는 수익과 파생되는 부가가치를 내재화하고 있다.**

최근 5 월, 코인베이스와 하이퍼리퀴드가 맺은 AQA2 협약은 이러한 역학 관계를 극명히 보여주는 사례다. 하이퍼리퀴드 내에 있던 USDC 예치금 규모는 약 50 억 달러로 서클과 코인베이스는 연간 2 억 달러 이상의 이자 수익을 독식하고 있었던 구조였다. 그러나 하이퍼리퀴드가 자체 스테이블코인 USDH 를 출시하며 유통성 이탈 가능성이 생기자, 코인베이스는 해당 브랜드를 인수해 폐기하는 조건으로 자사 USDC 준비금 이자 수익의 최대 90%를 리베이트로 양보하는 타협안을 수용한 것이다. 코인베이스 입장에서는 당장의 이자 수익을 포기하더라도, 파생상품 시장의 1 위로 압도적인 유통성을 가진 플랫폼의 기본 통화의 지위를 USDC가 독점하는 것이 유리하기 때문이다. 강력한 라이벌을 제거함으로써 스테이블코인 생태계 전반의 지배력을 공고히 하려는 의도로 해석된다.

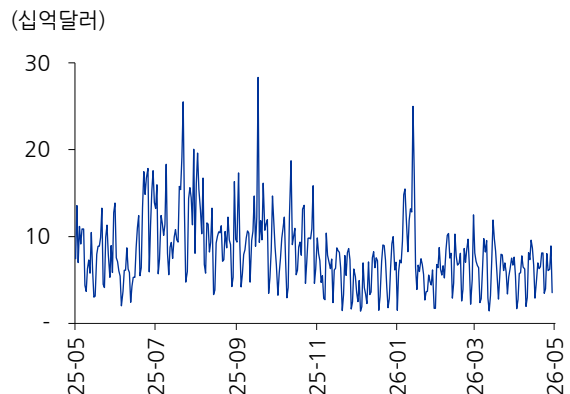
이에 따라 하이퍼리퀴드는 USDC 라는 안전한 제도권 자산을 쓰면서 연간 1 억 5,000 만 달러 규모의 신규 이자 매출을 확보했다. 동시에 코인베이스, 서클 모두 HYPE 스테이킹에 참여함으로써 기관 참여에 따른 HYPE 생태계 신뢰도 제고 뿐 아니라 HYPE 토큰 바이백을 통해 프로토콜 가치를 높이고 있다. 이는 발행사가 외부 플랫폼의 유통성을 기반으로 이자 수익을 독식해오던 구조가 바뀌었음을 보여주는 사례다.

HYPE 가격 추이



자료: Artemis, 유진투자증권

하이퍼리퀴드 무기한 선물 거래대금 추이



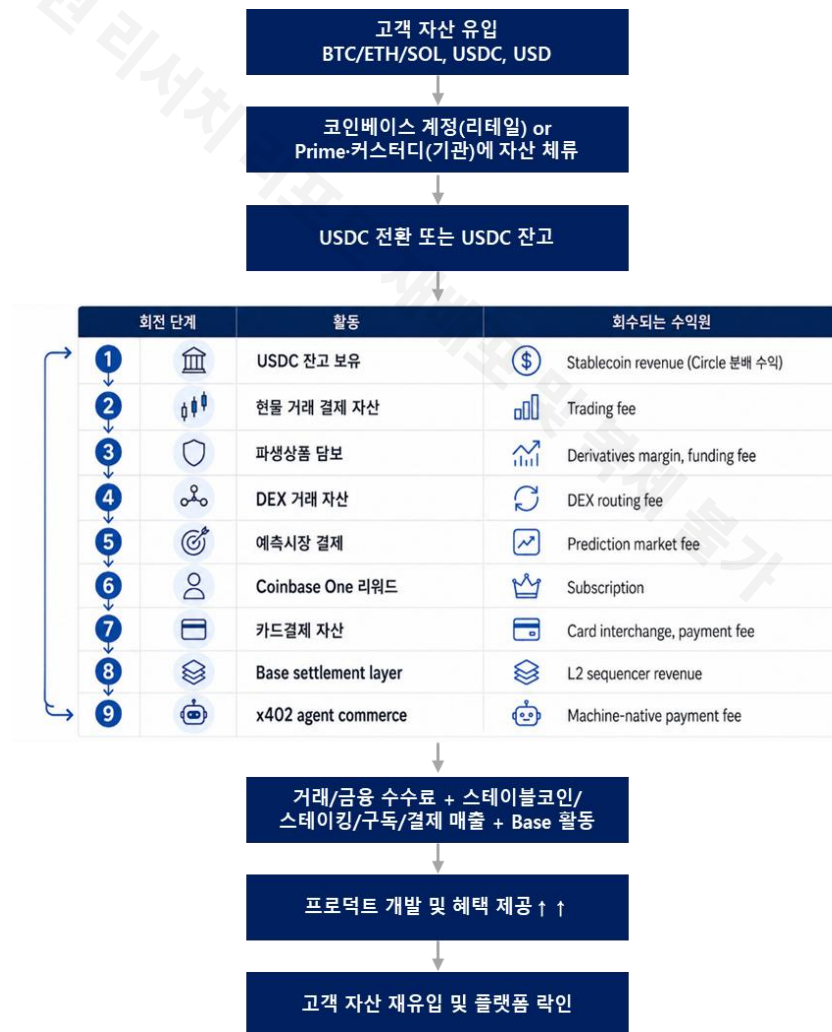
자료: Artemis, 유진투자증권

Coinbase: “넓은 유동성으로 승부할게”

Coinbase는 이미 강한 유통망을 보유한 플랫폼으로, 핵심 자산은 고객자산과 고객 접점이다. 따라서 고객 자산이 코인베이스 안에 오래 머물게 하기 위해 여러 금융활동으로 연결하려는 방향성을 보인다.

고객이 자산을 코인베이스 안에 오래 보유할수록, 코인베이스는 해당 자산을 거래하거나 스테이킹, 랜딩 서비스를 이용할 가능성이 높아진다. 그 외에도 스테이블코인을 활용할 수 있는 결제, 구독 서비스, 파생거래, 예측 시장 등 여러 자체 서비스들을 출시해 회전율을 높이고 있다.

코인베이스 프로덕트를 통한 회전율 플라이휠



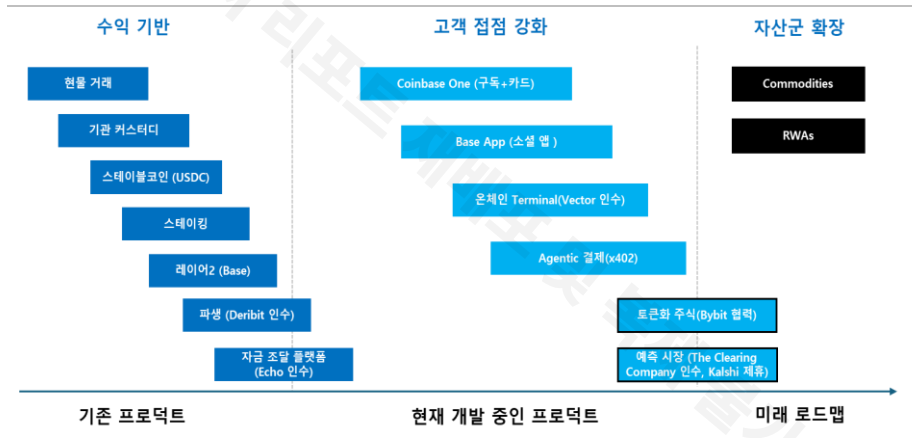
자료: 유진투자증권

위 차트에서 보여준 핵심은 USDC 1 달러가 한 번만 수익화 되지 않는다는 점이다. 거래 플랫폼 특성상 USDC 를 Coinbase 안에 두면 잔고 보상, 거래 편의, Base dApp 접근, 카드 결제, 구독 서비스가 한 번에 가능해지면서 반복적인 수익을 만든다.

예를 들어, 현물 거래에 쓰이면 거래 수수료가 발생하고, 파생상품 담보로 쓰이면 파생상품 매출이 발생하고, Base 위에서 정산되면 Base 정산 수익이 발생하고, x402 로 AI 에이전트 결제에 쓰이면 또 다른 수익이 발생하는 것이다.

즉, Circle 이 발행량 \times 운용 수익률의 1 차원 함수라면, Coinbase 는 고객자산 (USDC 잔고) \times 회전율(사용 빈도) \times 자체 제품 활용으로 수익화 범위가 빠르게 넓어지는 구조이다. 이렇게 되면, 사용자 관점에서도 합리적이라 굳이 USDC 를 다른 곳으로 옮길 유인이 적어진다.

코인베이스의 유통망 확장 전략



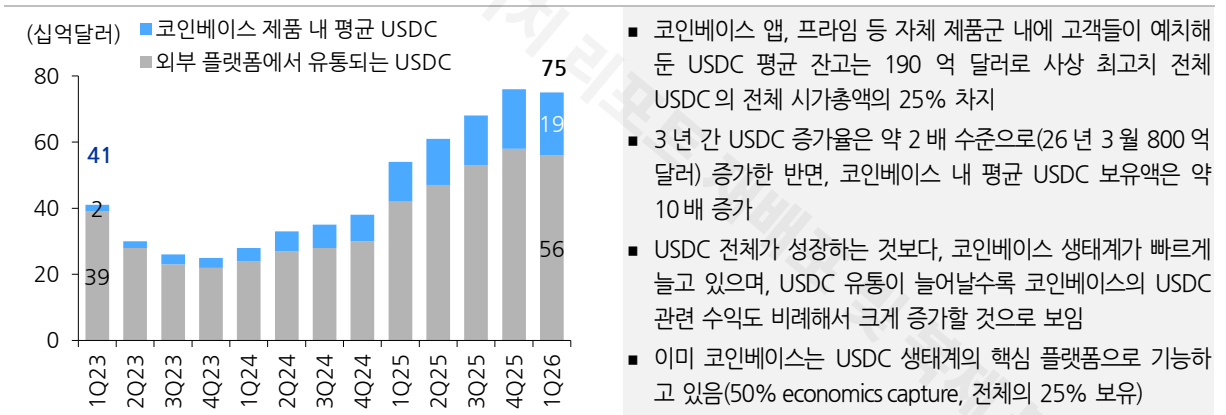
자료: 유진투자증권

Coinbase 의 M&A 방향성 또한 USDC 회전율을 높여 유통 플랫폼으로서의 지배력을 강화하는 데 초점이 맞춰져 있다. 예를 들어, Deribit 인수는 담보·헷지·정산 단위로 USDC 를 반복해서 사용할 수 있는 글로벌 파생상품 유통망을 확보한 것이다. 파생상품은 현물보다 거래 빈도와 담보 활용도가 높고, 기관의 헤지 수요가 시장 사이클 전반에서 발생한다는 점에서 Coinbase 의 유통망을 기관 중심으로 확장하는 요인이다.

ICO 플랫폼인 Echo 인수는 신규 자산의 발행 단계부터 Coinbase 가 진입하려는 전략으로 볼 수 있다. 기존 거래소가 이미 발행된 자산의 2 차 유통시장에 집중했다면, Echo 는 온체인 자산을 형성하고, 토큰 발행, 사모 시장 접근 등 코인베이스 생태계 안으로 끌어오는 역할을 수행한다. 이는 코인베이스가 상장 이후의 거래 이전, 자금조달이나 자산 발행 등 초기 유통권까지 확보하려는 방향성으로 해석 가능할 수 있다. Kalshi 와 협력해 출시한 예측시장 서비스 또한 고객자산과 USDC 잔고를 새로운 거래로 연결한다.

그 외에도 여러 제품을 통해 고객자산이 Coinbase 생태계 안에서 더 오래 머물고, 더 많은 유저 활동으로 연결되는 과정에서 수익화로 전환되는 데 집중한다. 즉, 코인베이스의 프로덕트들은 플라이휠을 형성해 플랫폼 체류 시간 확대 뿐만 아니라 네트워크 효과를 강화한다.

시장 침체기에도 코인베이스 내 USDC 보유 잔고 사상 최고치



자료: Coinbase, 유진투자증권

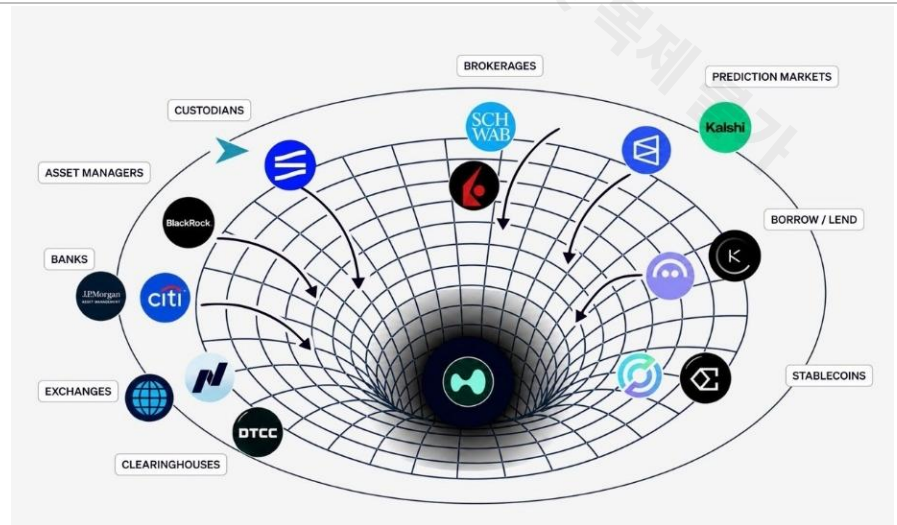
Hyperliquid: “깊은 유동성으로 승부할게”

Hyperliquid는 거래량 기준 압도적 1위 탈중앙화 파생상품 거래소(Perp DEX)로, USDC 수요를 만들어내는 핵심 거래 플랫폼이다. 사용자는 Hyperliquid에서 USDC를 담보로 예치하고, 거래하고, 손익을 계산하고, 청산과 정산을 처리하기 때문이다. 즉 하이퍼리퀴드에서 발생하는 거래량은 USDC 담보 수요와 유통량을 직접적으로 확대한다.

그러나 기존에는 Hyperliquid가 만든 USDC 수요의 경제적 가치가 외부 플랫폼에 귀속되는 구조였다. 하이퍼리퀴드는 자체 스테이블코인 USDH로 USDC에 대한 실질적인 대체 옵션을 확보했고, 이를 바탕으로 준비금 수익의 일부를 프로토콜 내부로 귀속시키는 구조를 만들었다. 이는 스테이블코인 시장에서 유통망과 거래 유동성의 통제권이 더 강한 협상력을 가질 수 있음을 보여주는 사례다.

스태이블코인 발행사의 핵심 수익원은 준비금 운용 수익이지만, 준비금은 결국 사용처와 결제 수요가 있어야 축적된다. 준비금의 원천은 거래소, 결제 앱, 브로커리지 등 실제 유저 접점에서 발생하는 예치금과 거래 수요다. 따라서 Hyperliquid처럼 대규모 담보 예치금과 파생상품 거래량을 보유한 플랫폼은 발행사의 준비금 수익을 가능하게 만드는 유통 인프라로 볼 수 있는 것이다.

하이퍼리퀴드 HIP-4, 유동성 확장 전략



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Ⅲ. 아직 시장이 반영하지 않은 것들

표준 선점: AI 에이전트 결제와 토큰화

스태이블코인의 현 내러티브에는 CLARITY 법안 이후 형성될 미국 중심의 디지털 자산 표준 선점과 인프라 통합에 따른 네트워크 효과는 반영되지 않았다고 판단한다. 관련 데이터 등 숫자를 통해 이러한 가능성이 반영되는 국면에서 가장 큰 멀티플과 함께 산업 및 밸류체인 전반에 대한 재평가가 이뤄질 것으로 기대할 수 있다. 다만 해당 시점에서는 수혜 영역과 기업이 보다 가시화됨에 따라 기업코인별 주가는 차별화될 것으로 예상된다.

향후 1~2 년 내에 데이터로 가시화될 가능성이 높지만 시장이 아직 충분히 반영하지 않았다고 생각하는 내러티브는 온체인 금융 인프라로의 구조적 전환이며 이는 스타이블코인의 다음을 위한 첫 번째 변수는 표준 선점이다. 여기서 표준은 단순 기술 규격이 아니라, 향후 AI 에이전트와 토큰화 자산이 실제로 결제 및 정산되는 방식의 표준을 의미한다. 표준 선점이 중요한 이유는 향후 AI 에이전트, 토큰화 시장이 커짐에 따라 강력한 네트워크 효과를 발생시키기 때문이다.

에이전트 결제와 토큰화 자산 결제 인프라는 새로운 표준 경쟁의 영역이며, 발행부터 유통·수탁·결제·정산·개발자(API) 인프라까지를 통합한 풀스택 기업이 이 표준 위에서 네트워크 효과를 확보할 가능성이 높다. 투자 포인트는 차세대 금융 인프라의 표준과 운영체제 선점에 따른 밸류에이션 재평가 기대감이 핵심 투자 포인트가 될 수 있다.

AI 에이전트: 새로운 유형의 경제 주체

현재 시장은 스테이블코인을 주로 사람 주체의 결제 수단으로 평가하고 있다. 예컨대 해외 송금, 크로스보더 B2B 결제, 온체인 거래 정산 등이 대표적이다.

AI 에이전트는 새로운 유형의 경제 주체로 부상하고 있다. Cloudflare은 2027년까지 AI 봇 트래픽이 인간 트래픽을 넘어설 것으로 예상하며, Slack 또한 향후 2년 내 자사 플랫폼에서 에이전트 수가 인간 사용자 수를 초과할 것으로 전망한다. Microsoft는 소프트웨어 사용자가 인간을 넘어 확장될 것으로 보고 있으며, NVIDIA 젠슨황 또한 회사 차원에서 직원 7만 5,000명을 위해 750만 개의 에이전트를 운영하고 있다.

경제 주체에게는 돈이 필요하다. AI 에이전트는 API, 데이터, 컴퓨팅, 추론, 소프트웨어, 서비스를 실시간으로 구매하게 될 것이다. 그러나 AI agent가 확산되면 결제의 성격이 달라진다

기존 결제는 사람이 상품이나 서비스를 선택하고 결제를 승인하는 구조였다면 AI agent 기반 결제는 소프트웨어가 사용자의 의도를 대신 실행하는 과정에서 API, 데이터, 콘텐츠, 모델 호출, 컴퓨팅 자원, 소프트웨어 기능을 자동으로 구매하는 구조로 바뀐다.

Physical AI가 확산될수록 더 뚜렷해진다. 로봇, 자율주행차, 드론, 산업용 기계가 자체 지갑을 기반으로 충전, 통행, 데이터, 유지보수, 소프트웨어 업데이트 비용을 자동 결제하기 시작하면, 결제 주체는 인간에서 기계로 확장된다. 이때 필요한 결제 인프라는 사람의 카드 결제보다 API 기반의 자동화된 결제에 가깝다.

챗봇→에이전트→Physical AI: USDC 기반 기계 간 자율 결제 데모 시연



자료: 유진투자증권

이러한 결제는 고빈도, 소액, 글로벌, 자동화 거래의 성격을 갖는다. 기존 카드망은 이러한 구조에 맞춰 설계되지 않았다. 고정 비용이 0.03~0.04 달러 수준인 카드 결제 구조에서는 0.003 달러짜리 API 호출이 경제적으로 성립하기 어렵다.

반면 블록체인 기반인 스테이블코인은 수초 내 정산이 가능하며, 결제 비용도 센트의 일부 수준까지 낮아질 수 있다. 특히 AI 에이전트가 매번 회원가입, 카드 등록, 구독 플랜 선택, 선불 크레딧 충전을 거쳐야 한다면 자율적 작업 수행이 어렵다. 따라서 에이전트 결제에는 계정 생성 없이, API 요청 흐름 안에서, 사전에 설정된 권한과 한도에 따라, 즉시 결제·정산할 수 있는 구조가 필요하다.

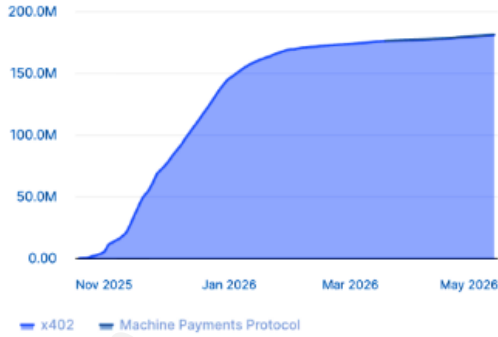
경제 주체에 따른 결제 환경 차이

Human Economy	Machine Economy
사람 중심 승인	기계 중심 자동 실행
저빈도·고금액	고빈도·초소액
국내 중심	글로벌 네이티브
단일구매	수십~수백 건의 결제
영업시간 존재	24/7
카드·계좌 기반	WALLET·프로토콜 기반

자료: 유진투자증권

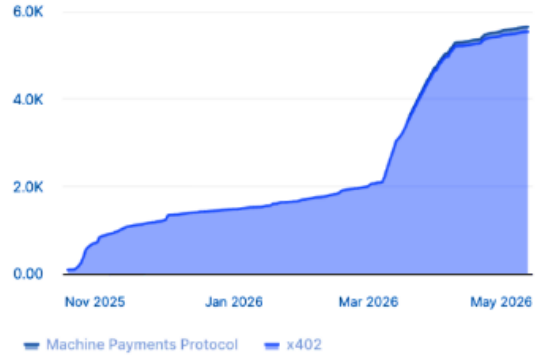
x402 가 중요한 이유가 여기에 있다. x402 는 Coinbase 가 공개한 오픈 결제 프로토콜로, AI 에이전트뿐 만 아니라 API 나 앱이 HTTP 위에서 스테이블코인으로 즉시 결제할 수 있도록 설계됐다. AI 에이전트가 유료 API 나 어떤 데이터에 접근 할 때, 서버가 "결제가 필요하다"는 응답을 보내고, 에이전트가 스테이블코인으로 결제한 뒤 해당 자원에 접근하는 구조다. 즉, x402 의 의미는 AI 에이전트가 인터넷에서 데이터를 조회하고, API 를 호출하고, 모델·소프트웨어·콘텐츠를 사용하는 과정에서 어떤 방식으로 비용을 지불할 것인지에 대한 초기 결제 표준을 제시했다는 점에 있다.

Agentic 결제, x402, MPP 기반 누적 결제 수 추이



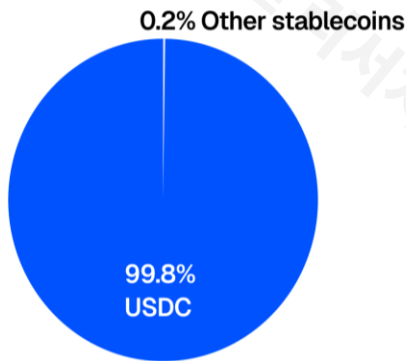
자료: Coinbase, 유진투자증권

에이전트에게 서비스 판매하는 가맹점 수



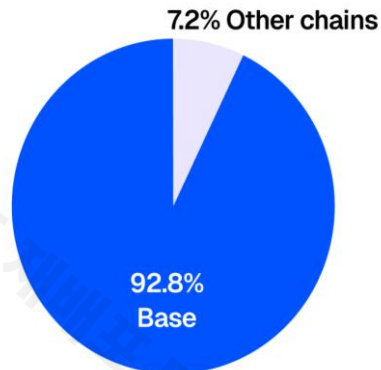
자료: Coinbase, 유진투자증권

x402, Agentic 결제 거래량의 99.8%가 USDC



자료: Coinbase, 유진투자증권

Agentic payment 거래량의 92.8% Base 에서 발생



자료: Coinbase, 유진투자증권

코인베이스 x402 구조

Layers of x402		
Concept	Description	Example
Application	Buyers and sellers exchanging x402 data	Client paying a server for access to content
Declaration	The representations of information needed to perform an x402 transaction	x402 v1 type spec
Transport	The way x402 information is shared between buyer and seller	HTTP, MCP, A2A
Scheme	The logical way money should move	exact, upto, deferred
Network	The payment ledger used to move money	Solana, Base, Polygon, AVAX...
Asset	The form of money moved between buyer and seller	USDC, USDT, SOL, ETH...
Mechanism	The agreed upon way of transferring funds for a specific transaction	EIP-3009, Permit2, Solana Fee payer

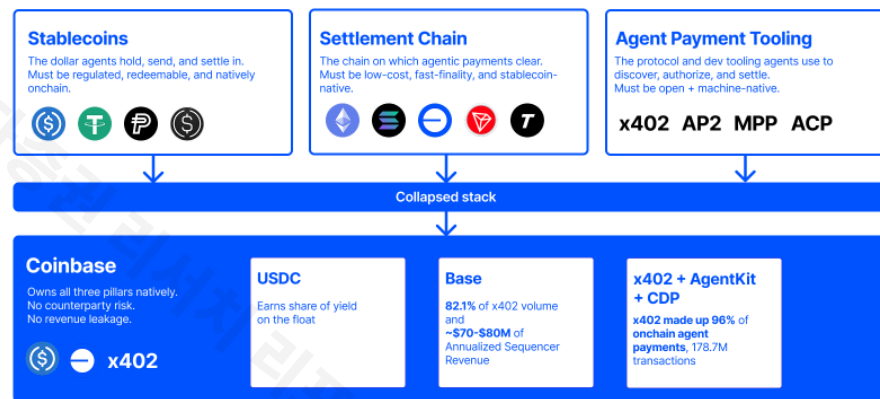
자료: 유진투자증권

종합하면, 코인베이스는 AI 에이전트 결제가 요구하는 USDC 가 결제 자산, Base 가 정산 인프라, x402 가 결제 프로토콜로 기능한다. 현재까진 유일하게 에이전트 경제의 결제 표준을 선점할 수 있는 풀스택 구조를 가지고 있는 기업으로 AI 에이전트의 숫자가 늘어남에 따라 네트워크 효과가 발생할 것으로 전망한다.

Agentic 의 세 개의 스택: 스테이블코인, 정산망, 에이전트 결제 도구

The Agentic Stack: 3 Layers, 1 Company

Coinbase is the only entity that owns stablecoins, settlement chain and agent payment stack natively



자료: Artemis 유진투자증권

토큰화자산(RWA)의 정산 통화

토큰화 자산 시장이 본격화될수록 핵심은 토큰화 자산이 거래될 정산 인프라를 보유하는 것이다. 직접 자산을 운용하지 않더라도 모든 토큰화 자산군의 정산 수익을 흡수하게 되기 때문이다.

이미 BlackRock BUIDL 투자자가 BUIDL 지분을 Circle에 이전하고 USDC로 환매할 수 있는 구조가 도입됐고, JPMorgan도 Ethereum 기반 토큰화 MMF를 출시했으며, Goldman Sachs와 BNY도 머니마켓펀드 토큰화에 나서는 등 토큰화 자산과 현금성 정산 인프라가 결합되는 현상이 확인되고 있다.

국채, MMF, 펀드, 주식 등 자산의 종류는 다양해질 수 있으나, 결과적으로 모든 거래에는 대금 지급과 최종 정산이 필요하다. 이 과정에서 USDC 와 같은 스테이블코인이 결제 자산으로 사용되고, 특정 체인 혹은 인프라가 자리 잡을 경우 해당 인프라는 토큰화 자본시장 전체의 거래 흐름을 포착할 수 있어 중요하다.

Coinbase 의 1 분기 Equities 출시, 예측시장, Echo 인수를 통한 자산 발행 플랫폼 진입은 이미 이러한 흐름을 선 반영한 움직임으로 보인다. Robinhood 가 토큰화 주식 사업을 확장하는 것도 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

표준 선점이 만드는 네트워크 효과의 비대칭성

표준을 선점한 사업자는 거래량 증가 → 유동성 심화 → 거래 비용 효율성 제고 → 신규 고객 유입의 선순환을 형성한다. AI 에이전트 결제는 이러한 선순환의 거래 빈도를, RWA 정산은 거래 단위 규모를 한 단계 끌어올린다. 후발 사업자가 동일한 가격과 기능을 제시하더라도, 이미 형성된 유동성과 보유 예치금을 뒤집기는 거의 불가능하다는 점에서 클라우드 AI 사이클과 동일한 비대칭성이 형성될 것으로 판단한다. AI 에이전트, 토큰화 시장이 커질수록 네트워크 효과 또한 비례할 수밖에 없다.

기업별 결제 및 정산 인프라

Coinbase	Circle	Stripe	Robinhood	Hyperliquid
Coinbase National Trust Company (26년 4월 조건부 승인)	First National Digital Currency Bank (25년 12월 조건부 승인)	Bridge National Trust Bank (2026년 2월 예비승인)	미보유 Coinbase, Paxos 등 신탁 인프라 API로 연동	없음 코드로 구현된 신탁
USDC 유통 파트너	USDC	Bridge(인수)/Open Issuance	토큰화 주식/자산 관련 자체 배포	HIP-3(시장 개설) HIP-6(자산 발행, 경매)
Base(L2)	Arc(L1)	Tempo(L1)	Robinhood Chain(L2)	Hyperliquid L1
코인베이스 자체 월렛	Circle programmable wallets	Privy (인수)	로빈후드 자체 월렛	자체 수탁형 지갑 Agentic Wallet API
거래소/Coinbase One/Prime/Base App	Circle Payments Network(CPN)	Stripe core	로빈후드 앱	HIP-4 HyperEVM

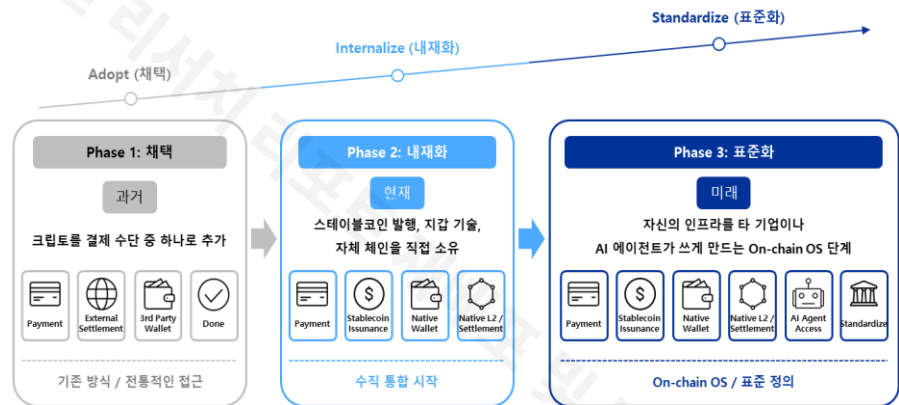
자료: 유진투자증권

네트워크 효과: 금융 OS

하나의 방향으로 수렴하는 미국 기업들

표준 선점과 네트워크 효과가 동시에 작용하려면 발행-유통-결제-정산-자산 발행 5 개 레이어가 하나의 스택으로 묶여 있어야 한다. 25 년 말부터 올해 미국 주요 플랫폼이 보여준 결정적인 변화가 바로 인프라의 수직 통합이다. 출발점이 다른 서클, 코인베이스, 스트라이프, 로빈후드, 하이퍼리퀴드 모두 온체인 금융 운영체제의 수직 통합의 방향으로 수렴하고 있다.

서비스에서 표준으로: 온체인 금융 OS의 표준화



자료: 유진투자증권

여기서 금융 OS란 기업과 개발자가 온체인 금융 기능을 호출할 때 필요한 결제 자산, 지갑, 수탁, 거래, 정산, 컴플라이언스, API를 통합 제공하는 인프라를 의미한다. 과거 클라우드가 서버·스토리지·데이터베이스를 API로 제공하며 기업 IT의 기본 인프라가 됐다면, 온체인 금융 OS는 돈의 이동, 자산의 보관, 거래의 정산, 토큰화 자산의 발행과 환매를 API로 제공하는 구조를 의미한다.

이 구조에서 풀스택 인프라가 중요한 이유는 네트워크 효과가 개별 기능이 아니라 연결된 스택에서 발생하기 때문이다. 더 많은 사용자가 특정 스테이블코인을 사용하면 유동성이 커지고, 더 많은 개발자가 해당 체인과 API 를 채택하면 사용처가 늘어나며, 더 많은 기관이 수탁·정산 인프라를 이용하면 신뢰도와 거래량이 증가한다. 이러한 풀스택 인프라를 선점한 기업은 사용자, 유동성, 기관자금, 개발자 생태계를 흡수하며 네트워크 효과를 빠르게 확보할 가능성이 높다

주요 플랫폼의 인프라 Full-Stack 구조 비교

	Coinbase	Circle	Stripe	Robinhood	Hyperliquid
연방 신탁 은행 인가	Coinbase National Trust Company (26년 4월 조건부 승인)	First National Digital Currency Bank (25년 12월 조건부 승인)	Bridge National Trust Bank (2026년 2월 예비승인)	미보유 Coinbase, Paxos 등 신탁 인프라 API로 연동	없음 코드로 구현된 신뢰
발행/유통	USDC 유통 파트너	USDC	Bridge(인수)/Open Issuance	토큰화 주식/자산 관련 자체 배포	HIP-3(시장 개설) HIP-6(자산 발행, 경매)
정산망	Base(L2)	Arc(L1)	Tempo(L1)	Robinhood Chain(L2)	Hyperliquid L1
지갑	코인베이스 자체 월렛	Circle programmable wallets	Privy (인수)	로빈후드 자체 월렛	자체 수탁형 지갑 Agentic Wallet API
플랫폼	거래소/Coinbase One/Prime/Base App	Circle Payments Network(CPN)	Stripe core	로빈후드 앱	HIP-4 HyperEVM

자료: 유진투자증권

주요 기업의 인프라 통합 방향성

기업	출발점	기존 정체성	현재 수렴 방향	핵심 의미
Stripe	기업 결제 인프라	결제 API	Bridge·Privy·Tempo 를 통한 발행·지갑·정산 내재화	엔터프라이즈 금융 OS
Hyperliquid	온체인 DEX	Defi 기반 거래 플랫폼	Pro 트레이딩, DeFi 개발자 중심의 금융인프라로 전환	온체인 트레이딩 중심의 금융 OS
Circle	스테이블코인 발행	USDC 발행사	Arc·CPN 기반 결제·정산 네트워크 확장	Money Layer Owner
Coinbase	거래소·커스터디	디지털자산 거래소	Wallet·Base·x402·Agentic Wallets	온체인 결제 OS
Robinhood	리테일 브로커리지	주식 거래 플랫폼	Crypto-tokenized asset·prediction·banking 통합	리테일 금융 OS

자료: 유진투자증권

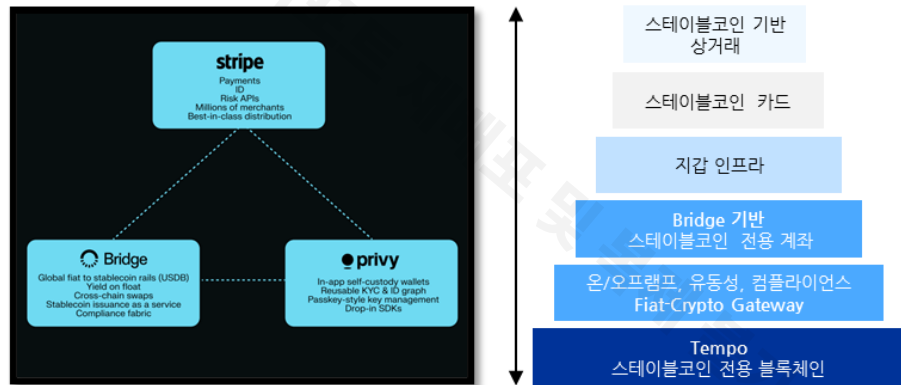
현재 주요 기업들의 전략도 이 방향으로 수렴 중이다.

Coinbase 는 거래소·수탁·USDC 유통·Base·CDP·x402 를 연결하며 온체인 금융의 유통 플랫폼이자 정산 레이어를 동시에 확보하는 구조다.

Circle 은 USDC, CCTP, Arc 를 통해 발행 자산과 크로스체인 정산 인프라를 강화하고 있으며, Robinhood 는 리테일 브로커리지와 토큰화 접점을 통해 소비자 금융 유통망을 온체인으로 확장하는 방향이다.

Stripe 는 기존 가맹점 유통망을 기반으로 크립토를 백엔드 인프라로 수직통합하는 전략을 보여준다. Privy, Bridge 인수해 완전한 크립토 수직계열화를 이뤘다. Bridge 는 fiat-stablecoin 전환과 계정 오케스트레이션, Privy 는 지갑·신원 UX 추상화, Tempo 는 최종 정산 레일 내재화를 담당한다. 스테이블코인을 기업 결제와 글로벌 정산 인프라에 연결하려는 전략이다.

Stripe, Bridge- privy- Tempo 를 축으로 유통망 수직 통합



자료: 유진투자증권

스테이블코인 밸류체인 관련 코인베이스 유통 인프라

Value chain	기능	Coinbase의 포지션	투자적 의미
On/Off-Ramps	법정화폐와 스테이블코인 간 전환	Coinbase App, Coinbase Onramp, Prime	USDC 신규 유입과 온오프램프 수수료의 핵심 관문
Licensed On/Off-Ramp	규제 라이선스를 갖춘 진입점	미국 규제 적합 거래소, 기관 온보딩 인프라	CLARITY 이후 기관기업의 규제 적합 진입 경로로 부각 가능
Liquidity	거래 유동성, 마켓, quote asset	Coinbase Exchange, Prime, Derivatives, Hyperliquid USDC 전략	스테이블코인을 거래담보정산 단위로 확산시키는 레이어
Regional / Stablecoin Exchange	스테이블코인 거래소·지역 유동성	Coinbase 글로벌 거래소 네트워크	USDC 유통량 증가의 직접 수혜
Wallet / Custody Infrastructure	지갑, 수탁, 기관 보관	Coinbase Wallet, Custody, Prime	USDC 잔고 기반 수익과 기관 수탁 수익의 기반
Compliance / Identity	KYC, AML, 규제 적합성	내부 컴플라이언스, 기관 대상 KYC수탁 체계	규제 명확화 이후 신뢰 가능한 인프라로 사용량 집중 가능
Stablecoin Issuers	스테이블코인 발행	직접 발행사는 아니나 Circle과 경제적 계약 보유	발행사가 아니어도 issuer-like economics 확보 가능
Stablecoin Friendly Banks	은행·예금·정산 연결	은행 네트워크와 법정화폐 settlement 인프라 활용	법정화폐·온체인 달러 연결성 확보
Blockchain	온체인 정산 네트워크	Base	USDC의 저비용·24/7 settlement layer
Cross-chain / Orchestration	체인 간 이동앱 연결	Base 생태계, Bridge/Onramp, 개발자 도구	USDC 사용자 확장과 앱 생태계 락인
Non-card Payments / Payment Protocol	카드망 외 결제, API 결제	x402, CDP, AgentKit	AI agent·API·데이터 결제 표준 옵션
Onchain Data / Developer Tools	개발자·데이터·앱 인프라	CDP, AgentKit, Base developer stack	개발자 채택이 결제·정산 사용량으로 연결되는 구조

자료: 유진투자증권

미국 프리미엄: 미국은 풀스택, 미국 외는 플러그인

스테이블코인은 디지털 달러의 표준이 되고, 규제는 라이선스 장벽으로 작동하며, 주요 미국 플랫폼은 온체인 금융 스택을 수직 통합하는 방향으로 수렴하고 있다. 이 과정에서 미국 중심의 표준 선점이 가시화될수록 미국 외 국가의 디지털자산 산업은 독자적 풀스택 인프라를 구축하는 것보다 미국 인프라 위에 올라타는 플러그인 구조로 편입될 가능성이 높다.

이 구조는 미국에 상장된 풀스택 기업에 구조적 밸류에이션 프리미엄을 부여하는 핵심 근거이기도 하다. 발행은 Circle, 유통은 Coinbase, 정산은 Base 와 Arc, 결제는 Stripe-Visa, 청산 통화는 USDC 로 이어지는 라인업이 미국이 가장 완성도 높은 구조임을 보여준다. 반면, 라이선스, 자본시장 조달력, 규제 표준 형성 영향력, 글로벌 결제망 접근권이 모두 미국 제도권 안에서 형성되고 있기 때문에, 비미국 사업자가 동일한 레이어를 독자적으로 구축하기는 어려운 구조다. 따라서 미국 외 사업자는 이 인프라 위에서 지역별 서비스와 규제 접점을 제공하는 플러그인 사업자로 재편될 가능성이 높다

특히 유럽, 아시아 등의 주요 거래소-핀테크 사업자는 USDC, Base/Tempo/Arc와 같은 인프라 위에서 자국 시장 특화 서비스만 제공하는 플러그인 사업자로 포지셔닝될 가능성이 높다. MiCA 체제 아래 EU 사업자들이 USDC와 호환되는 결제-정산 인터페이스를 빠르게 확보하려는 것도 유사한 맥락이다. 따라서 한국 시장에서 원화 스테이블코인 논의가 진행되더라도, USDC를 보완하는 방향에 가까울 것으로 판단한다.

투자 관점에서 시사하는 바는, 미국 외 디지털자산 기업은 자국 시장 점유율과 규제 인정을 통해 지역 프리미엄을 받을 수 있으나, 글로벌 풀스택 인프라 멀티플을 부여받기는 어렵다는 점이다. 반면 미국 풀스택 기업은 자국 시장 지배력과 글로벌 정산 흐름을 동시에 수익화할 수 있다. 따라서 디지털자산 산업의 밸류에이션 프리미엄은 단순 거래량이나 발행량이 아니라, 글로벌 표준 인프라의 어떤 영역을 장악하고 있는지에 따라 차별화될 것으로 예상된다.

디지털자산 산업 내 미국 프리미엄이 생기는 요인

구조적 이유	주요 내용
국가 별 유통 단의 보상 제도 비대칭	MICA 발행자와 유통 플랫폼 모두에게 yield rewards 지급을 금지하나, 미국은 CLARITY 절충안으로 유통 플랫폼의 활동 기반 보상을 허용 → 글로벌 USD 스테이블코인 사용자를 합법적으로 인센티브로 유치 가능한 사업자가 미국에만 존재
CLARITY- 활동 기반 보상 제도화	CLARITY로 활동 기반 보상 명문화 → 유통 플랫폼만 합법적으로 사용자 유인 가능
미국 기업들의 자체 정산 레이어 보유	Base, Arc, Tempo 등 자체 정산 망(블록체인) 확보
글로벌 달러 수요	미국 외 사용자도 결국 USD 스테이블코인을 원함 → 미국 유통 플랫폼이 글로벌 사용자 흡수

자료: 유진투자증권

디지털자산-RWA 밸류체인 별 미국 기업

레이어	핵심 기업	주요 사업-자산	최근 핵심 이벤트
발행	Circle, PayPal	USDC, PYUSD	Circle IPO (\$CRCL)
유통-보관-정산	Coinbase	USDC 유통 25%, Base, x402	<ul style="list-style-type: none"> USDC \$190억 보유 (25%+) Hyperliquid USDC Treasury Deployer 선정 (2026.5) x402 + AWS AgentCore 통합 (2026.5) → AI Agent-instant settlement 인프라 선점
자산운용	BlackRock, Franklin Templeton	IBIT, BUIDL	ETF + 토큰화 MMF 동시 운영
기관 결제-담보	J.P. Morgan	Kinexys, JPM Coin	토큰화 담보 네트워크 가동
자본시장 인프라	Goldman Sachs, BNY Mellon	GS DAP, 토큰화 MMF	기관 토큰화 서비스 확대
토큰화 증권 거래	Nasdaq, NYSE	토큰화 증권 거래소	SEC 규칙 승인 (2026.3)
후선 정산	DTCC	토큰화 증권 수탁-정산	50+ 금융기관 워킹그룹 26.10 정식 출시 목표
결제망	Visa, Mastercard, Stripe	fiat-stablecoin bridge	<ul style="list-style-type: none"> Visa \$7B run rate (9개 체인) Mastercard BVNK \$1.8B 인수 Stripe Tempo (결제 특화 L1) devnet → mainnet 추진, Stablecoin advisory unit 출시 (2026.4)
리테일 접점	Coinbase, Robinhood	Crypto Brokerage, On-ramp	예측 시장 플랫폼 인수

자료: 유진투자증권

결론: 국내보다 미국, 발행보다 유통

종합하면, 2026 년 디지털자산 투자 전략의 핵심은 **미국 밸류체인**, 그 안에서도 **유통 플랫폼에 대한 선별적 접근**이다.

국내 관련주는 주요 코인 시장 반등, CLARITY 법안 통과, 원화 스테이블코인 논의 재부각 등 단기 모멘텀 요인은 존재한다. 그러나 규제 프레임워크와 수익화 가능한 제도권 밸류체인이 충분히 형성되지 않은 만큼, 당분간 정책 기대와 글로벌 센터먼트에 연동된 테마로 접근하는 것이 유효할 것으로 판단한다. 디지털자산 산업의 가시화된 수혜는 국내에서도 결국 확인될 영역이나, 그 시점은 글로벌 밸류체인 형성 이후의 후행 구간이 될 가능성이 높다.

향후 1~2 년의 모니터링 지표는 운영 데이터가 누적되는 속도이다. 표준 선점은 AI 에이전트 결제와 토큰화 자산 정산 영역에서 먼저 확인될 가능성이 높고, 네트워크 효과는 풀스택 인프라가 금융 OS 로 진화하는 과정에서 누적될 것으로 전망한다. 시장은 아직 법안 이벤트나 코인 가격 민감도 수준에서 반영하고 있으나, 실제 주가 차별화는 1)스테이블코인 회전을, 2)x402 등 에이전트 결제 건수, 3)토큰화 자산 정산대금, 4)수탁자산 규모, 5)개발자 채택률, 6)기관 파트너십 등 주요 운영 지표가 누적되는 기업에서 나타날 가능성이 높다.

이 관점에서 Coinbase 를 최선호주로 제시한다. 코인베이스는 풀스택 인프라를 보유한 미국 기업 중 규제 적합성-미국 상장사-B2B+B2C-수익다각화-AI 에이전트 결제 표준 선점의 다섯 가지 축에서 우위를 갖춘 사업자로서, CLARITY 법안 통과 이후 유통 플랫폼에 대한 가치가 재평가되는 국면에서 가장 직접적인 수혜를 예상한다.

편집상의 공백페이지입니다

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

기업분석

COINBASE(COIN)

스테이블코인 시대의 육각형 인재

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

(COIN.US)

코인베이스(Coinbase)

크립토/핀테크 김세희
6195 / say@eugenefn.com

스테이블코인 시대의 육각형 인재

투자이건
현재주가
시가총액

NA
185 USD (5/22)
48.7(십억달러) / 73.9(조원)

“ 코인베이스의 프리미엄: USDC 회전을x제품 침투율

코인베이스는 USDC가 가장 자주 사용되는 경로를 장악한 유통 플랫폼. USDT 회전을 71배 대비 USDC 회전을 243배가 시사하는 바는 단순 보유 기능보다는 온체인 거래나 결제에서 반복적으로 사용된다는 것. 실제 지난 3년간 USDC 전체 유통량 2배 증가하는 동안 코인베이스 내 USDC는 약 10배 증가해 1Q26 기준 190억 달러로 사상 최고치 기록.

코인베이스는 13개의 다각화된 제품 라인업을 통해 플랫폼 내 예치된 USDC를 현물·파생상품 담보, 예측시장 정산, 대출 및 결제 등으로 심 없이 순환시키고 있음. 즉, 저금처럼 USDC 회전을과 신규 서비스 출시가 빠르게 증가할수록 코인베이스의 투자 매력도는 커진다.

GENIUS+CLARITY 법안의 가장 직접적인 수혜자?

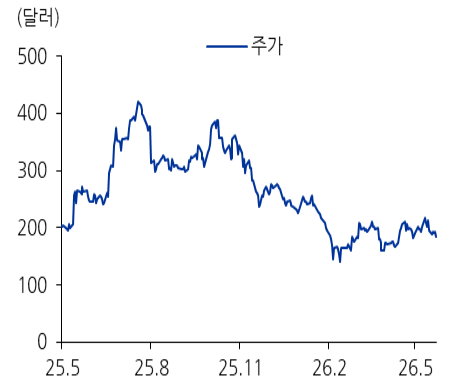
GENIUS 법안이 발행사가 보유자에게 직접적인 이자 지급을 제한하면서 서클 등 주요 발행사의 고객 확보력을 약화시킴. CLARITY 법안은 거래·결제·정산 기반 리워드를 열어두며 플랫폼 중심 보상 구조를 제도화함. 코인베이스는 USDC의 핵심 유통 경로와 Base 정산 인프라를 보유하고 있어 Circle 입장에서 파트너 배분 수익을 일방적으로 축소하기 어려운 구조적 협상력을 확보한 것으로 판단. USDC 사용량 확대가 코인베이스 유통망에 의존할수록 서클의 배분 수익 축소 여력은 제한적

“ AI-native 플랫폼으로의 여정

1Q26 기준 Base 체인의 스테이블코인 거래대금 전년 대비 10배, 폭발적으로 성장하며 네트워크 효과를 입증하고 있음. Base는 글로벌 온체인 스테이블코인 거래량의 62%, 온체인 에이전트 스테이블코인 거래량의 90% 이상을 처리했으며, x402 결제의 99% 이상은 USDC로 정산됨. 아직 초기이나 AI 에이전트 결제의 기본 조합이 USDC·Base·x402로 수렴하고 있음을 의미. 코인베이스의 중장기 리레이팅 요인은 AI 에이전트 시장 성장에 따라 x401을 비롯한 AI 에이전트 결제에서 발생할 것으로 전망.

“ 단기 리스크는 CLARITY Act 입법 지연, 코인 거래량 둔화에 따른 변동성

GENIUS 법안이 발행사가 보유자에게 직접적인 이자 지급을 제한하면서 서클 등 주요 발행사의 고객 확보력을 약화시킴. CLARITY 법안은 거래 USDC 사용 확대를 위해 코인베이스 의존도 활동기반 USDC



현지명	COINBASE GLOBAL INC
한글명	코인베이스
시가총액(십억 달러/조원)	48.7/74
설립연도	2012년
설립자	Brian Armstrong(공동)
본사 위치	미국 뉴욕
현 CEO	Brian Armstrong
52 주 최고/최저(달러)	445/139
배당수익률(26E)	0.0
주요주주 지분율(%)	
뱅크	11.6
블랙록	7.5

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	-7.4	-27.7	-32.0

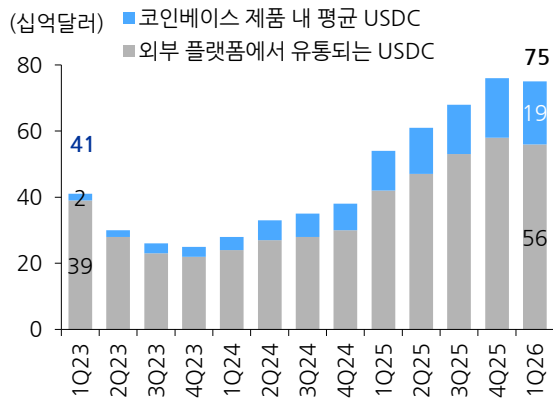
12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	7,181	6,100	7,622
영업이익	1,435	632	1,847
세전손익	1,522	185	1,645
당기순이익	1,260	171	1,385
EPS(원)	485	1.60	493
증감률(%)	-53.45	-67.05	208.70
PER(배)	32.5	115.8	37.5
ROE(%)	10.1	2.5	8.3
PBR(배)	4.1	3.4	3.3
EV/EBITDA(배)	17.8	25.8	15.1

동사의 주요 투자포인트는 ①USDC 의 높은 회전율에 따른 유통 지배력 심화, ② 유통 플랫폼에 유리한 규제 환경, ③ x402·Base·USDC 를 결합한 AI 에이전트 결제 표준 선점에 따른 네트워크 효과로 요약된다.

유통망 강화 전략 — USDC 회전율이 만드는 Coinbase 프리미엄

Coinbase 의 핵심 투자포인트는 USDC 가 가장 자주 사용되는 경로를 장악한 유통 플랫폼이라는 점이다. 이는 Coinbase 내 USDC 보유 잔고 추이에서 확인된다. 지난 3 년간 USDC 전체 유통량이 약 2 배 증가하는 동안 코인베이스 내 USDC 는 약 10 배 증가했으며 올해 1 분기 기준 190 억 달러로 사상 최고치를 기록했다. 이는 USDC 전체가 성장하는 속도 보다, 코인베이스 생태계가 빠르게 늘고 있음을 시사한다. 따라서 USDC 유통이 늘어날수록 코인베이스의 USDC 관련 수익도 비례해서 크게 증가할 것으로 보인다.

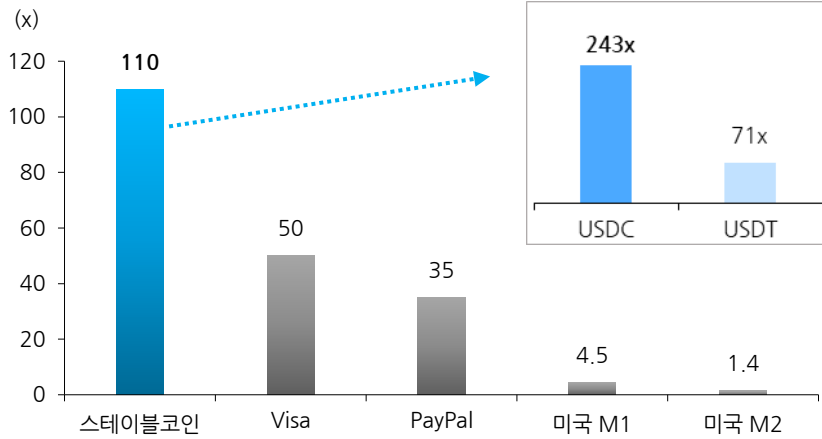
시장 침체기에도 코인베이스 내 USDC 보유 잔고 사상 최고치



- 코인베이스 앱, 프라임 등 자체 제품군 내에 고객들이 예치해 둔 USDC 평균 잔고는 190 억 달러로 사상 최고치 전체 USDC 의 전체 시가총액의 25% 차지
- 3 년 간 USDC 증가율은 약 2 배 수준으로(26년 3월 800 억 달러) 증가한 반면, 코인베이스 내 평균 USDC 보유액은 약 10 배 증가
- 이미 코인베이스는 USDC 생태계의 핵심 플랫폼으로 기능하고 있음(50% economics capture, 전체의 25% 보유)

자료: Coinbase, 유진투자증권

주요 통화 및 결제 네트워크별 연간 유통속도 비교

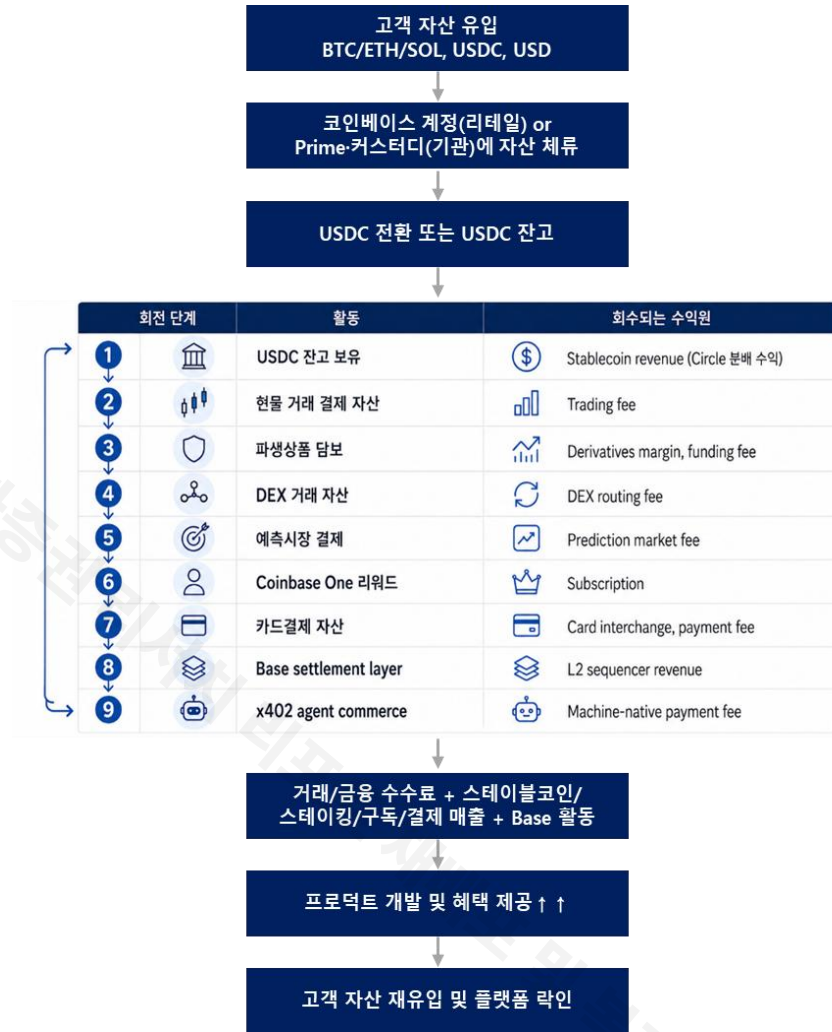


자료: 유진투자증권

USDC 회전을 243 배는 USDT 회전을 71 배 대비 USDC의 평균 유통량 대비 거래정산 기여도가 USDT 보다 약 3.4 배 높다는 의미이다. USDC 이동이 많다는 의미는 USDC가 회전하는 주요 경로인 거래소, 지갑, Base, CDP, x402 를 보유하고 있는 코인베이스의 수익 증가로 연결될 가능성이 높다는 뜻이다. 따라서 USDC 의 높은 회전율은 Coinbase 의 유통정산 프리미엄을 강화하는 변수로 작동한다.

USDC 1 달러가 코인베이스 생태계 안에 머무르면 한 번만 수익화되지 않고 코인베이스 내 제품 간 교차 수익이 발생한다. 즉, 코인베이스의 가치는 USDC 회전을 x Coinbase 제품 침투율에 의해 확대되는 구조이다. 즉, 지금처럼 USDC 회전을과 신제품 출시가 빠르게 늘어날수록 코인베이스의 투자 매력도는 커진다.

코인베이스 프로덕트를 통한 회전을 플라이휠

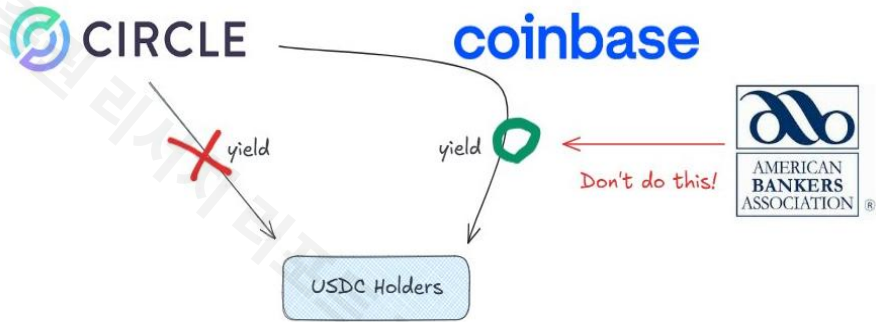


자료: 유진투자증권

유리한 규제 환경 — 발행사보다 유통 플랫폼에 유리한 보상 구조

GENIUS Act와 CLARITY Act의 조합은 Coinbase에 구조적으로 유리한 규제 환경을 형성한다. GENIUS Act는 스테이블코인 발행사의 보유자 직접 yield(이자성 수익) 지급을 제한했다. 이는 서클 등 주요 발행사의 고객 확보력을 약화시키고 코인베이스 등 유통파트너의 의존도를 낮추기 어렵게 한다. 서클은 USDC 사용 확대를 위해 Coinbase와 같은 핵심 유통 파트너에 revenue share와 인센티브 재원을 배분할 수밖에 없다.

GENIUS 법안 - 발행사가 유통 파트너에 의존할 수밖에 없는 구조



자료: 유진투자증권

CLARITY Act 스테이블코인 보상 조항의 처리 구조

보상 유형	처리	비고
단순 보유 시 이자수익	금지	예금 유사 passive yield는 명시적 차단
거래·결제·전송·청산 행위와 연계된 보상	허용 가능	activity-based reward 예외 명시
지갑·계좌·플랫폼·앱·네트워크 사용 보상	허용 가능	사용 기반 인센티브로 분류
로열티·프로모션·구독·인센티브 프로그램	허용 가능	단, 사용과 연계된 경우에 한정
거래·사용 발생 시 환급·할인	허용 가능	rebate/incentive 형태

자료: 유진투자증권

CLARITY Act는 거래·결제·송금·정산·지갑·플랫폼 사용에 기반한 activity reward 의 허용 가능성을 열어두는 방향으로 진행되고 있다. 이는 플랫폼 중심 보상 구조를 제도화한 것이다. 코인베이스는 USDC 의 핵심 유통 경로와 Base 정산 인프라를 보유하고 있어 Circle 입장에서 직접 제공하기 어려운 사용자 효용을 플랫폼을 통해 가져올 수밖에 없는 구조를 만들어 코인베이스에 긍정적으로 작용한다. 즉, 서클이 파트너 배분 수익을 일방적으로 축소하기 어려운 구조적 협상력이 제도적으로 보장되는 것이다.

AI 결제 표준 — x402·Base·USDC·Agentic 시장의 결합

Coinbase 의 중장기 리레이팅 요인은 AI 에이전트 결제 표준에서 발생한다. Coinbase 의 x402 는 HTTP 네이티브 마이크로페이먼트 프로토콜로, AI 에이전트가 API-데이터·컴퓨트·콘텐츠에 접근할 때 요청 단위로 즉시 결제하는 기계 간 결제 표준이다.

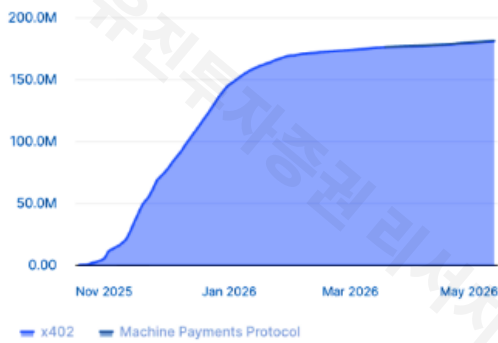
코인베이스 x402 구조

Layers of x402		
Concept	Description	Example
Application	Buyers and sellers exchanging x402 data	Client paying a server for access to content
Declaration	The representations of information needed to perform an x402 transaction	x402 v1 type spec
Transport	The way x402 information is shared between buyer and seller	HTTP, MCP, A2A
Scheme	The logical way money should move	exact, upto, deferred
Network	The payment ledger used to move money	Solana, Base, Polygon, AVAX...
Asset	The form of money moved between buyer and seller	USDC, USDT, SOL, ETH...
Mechanism	The agreed upon way of transferring funds for a specific transaction	EIP-3009, Permit2, Solana Fee payer

자료: 유진투자증권

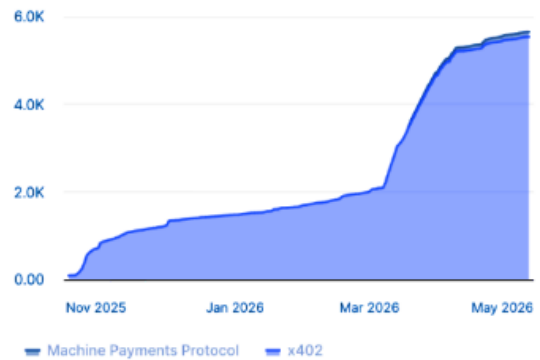
2025년 10월 이후 x402는 1.8억 건 이상의 에이전틱 결제, 4,750만 달러 규모의 에이전트 지출, 5,000개 이상의 머천트 연결을 처리하고 있다. 거래당 평균 결제금액이 약 0.32달러에 불과하다는 점은 x402가 고액 결제보다 API 호출 데이터 구매·추론 사용량 과금 등 초소액 결제 영역에서 초기 PMF를 확보하고 있음을 보여준다.

Agentic 결제, x402, MPP 기반 누적 결제 수 추이



자료: Artemis, 유진투자증권

에이전트에게 서비스 판매하는 가맹점 수



자료: Artemis, 유진투자증권

26년 1분기 기준 Base는 글로벌 온체인 스테이블코인 거래량의 62%, 온체인 에이전트 스테이블코인 거래량의 90% 이상을 처리했으며, x402 결제의 99% 이상은 USDC로 정산되었다. 이는 현시점 AI 에이전트 결제의 기본 조합이 USDC·Base·x402로 수렴하고 있음을 의미한다.

AI 에이전트 결제의 표준으로 자리잡은 Coinbase 인프라

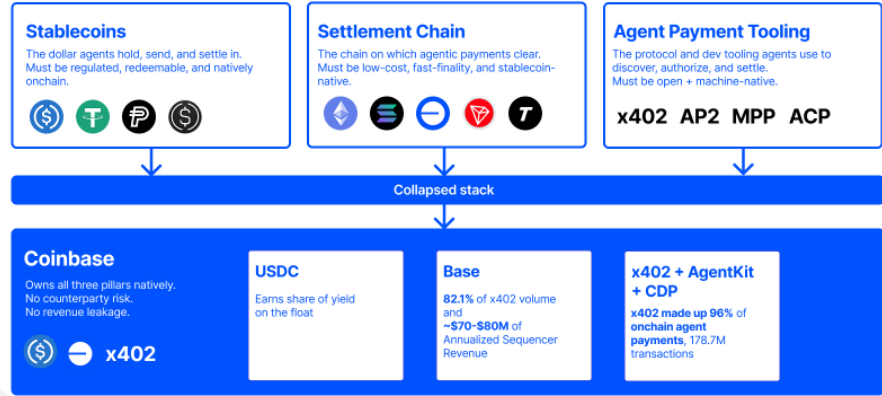


자료: Coinbase, 유진투자증권

Agentic의 세 개의 스택: 스테이블코인, 정산망, 에이전트 결제 도구

The Agentic Stack: 3 Layers, 1 Company

Coinbase is the only entity that owns stablecoins, settlement chain and agent payment stack natively



자료: Artemis 유진투자증권

Coinbase는 이 구조에서 USDC를 결제 자산으로, Base를 정산 인프라로, x402를 결제 프로토콜로, CDP Wallet을 기업용 지갑·컴플라이언스 레이어로 제공하는 풀스택 포지션을 확보하고 있다. 에이전트가 Agentic.Market에서 x402 지원 서비스를 탐색하고, Base에서 정산하며, USDC로 결제하는 구조가 확산될 경우 Coinbase는 단순 거래소가 아니라 AI 에이전트 경제의 결제·정산·발견 레이어를 동시에 포착하는 플랫폼으로 재평가될 가능성이 높다고 판단한다.

Appendix. 주요 관심 기업

스트라이프

(Stripe, 비상장)

상장 국가: 미국

시가총액: 159(십억달러)

기업개요

2010년 설립된 글로벌 인터넷 결제 인프라 기업으로, 개발자 친화적 API 로 온라인과 모바일 결제 점유율 빠르게 확장한 기업

투자포인트

- 오픈 AI, Anthropic 등 주요 AI SW 기업들의 유료 구독 결제 시스템 독점 공급 → AI 시장 성장에 따라 수수료 매출 증가
- Privy, Bridge 인수와 Tempo 스테이블코인을 기존 결제 인프라에 연결해 기존 가맹점 결제 유통 플랫폼에서 스테이블코인 유통까지 확장

비바리퍼블리카

(비상장)

상장 국가: 한국

시가총액: NA

기업개요

간편 송금으로 시작해 은행, 증권, 보험, 결제까지 종합 금융 서비스를 제공하는 토스 슈퍼앱 운영사, 26년 기준 3,000만명 규모로 국내 핀테크 1위 기업

투자포인트

- 향후 스테이블코인 유통 채널로서의 선택지 부각 가능성
- UX 편의성과 사용자 기반을 활용해 국내 스테이블코인 장기 성장 잠재력 보유, 디지털자산을 통한 해외 진출 가능성

두나무

(비상장)

상장 국가: 한국

시가총액: 15.3(조원)

기업개요

국내 디지털자산 거래량 70% 이상, 900만명 이상의 유저를 보유한 국내 최대 디지털자산 거래소 업비트를 운영 사업자

투자포인트

- 네이버파이낸셜 자회사 편입으로 스테이블코인 기반 생태계 확장 가능성. 제도화 초기 원화 온램프 및 거래소 내 보유한 유동성 가치 부각 가능
- 하나금융, 한화투자증권 등 제도권 금융사들이 주요 주주로 참여하며 제도권 금융으로 확장

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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 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 경우에 동 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	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.3.31 기준)