

# 크레딧 분석



## 미 단기금융시장과 스테이블코인

### 크레딧 분석 임민호

T.02)2004-9911

leem.min-ho@shinyoung.com

테라 사태 이후 스테이블코인에 대한 법적 규제화와 글로벌 규범 정립 흐름 가속화. 스테이블코인은 규모가 빠르게 커지고 있고 금융시장과의 상호연관성이 증가하면서 구조적인 위험 확대. 규제 방향은 스테이블코인을 지급결제시스템의 보완 수단으로 인정하되 규제를 통해 투자자 보호와 금융 안정을 확보하는 방향이 될 가능성이 높음. 테라 사태 이후 스테이블코인의 시가총액 1위인 테더에 대한 우려 확산. 테더는 구조적인 취약점이 있고 준비자산이 대부분 단기금융자산으로 구성되어 있어 금융시장 전반으로 위험이 전이될 가능성 존재

미 단기금융시장에서는 세수 증가 및 T-Bill 발행 축소, 금리 인상 등에 은행 예금이 MMF으로 이동하며 역레포 잔고 증가. 6월 양적긴축까지 실행되면서 지급준비금 하락 압력은 가속화될 것으로 예상되며 빠른 지급준비금 축소 흐름에 연준은 빠르게 역레포 금리의 기술적 인하 조치를 단행할 가능성도 존재



## Content

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| I. 미국 단기금융시장 .....                     | 3  |
| 연준 양적긴축 시행, 미 단기금융시장 영향 .....          | 3  |
| II. 스테이블코인 .....                       | 6  |
| 스테이블코인(Stablecoin) .....               | 6  |
| 스테이블코인의 금융안정 위협 가능성 증가 .....           | 8  |
| 규제 방안 및 방향성 .....                      | 9  |
| 테라 사태의 시사점 .....                       | 13 |
| 테라-루나 사태 이후 테더(USDT에 대한 우려 확산 .....    | 14 |
| 테더의 구조적 취약점 .....                      | 15 |
| USDT에서 USDC(USD Coin)로의 자금 이동 .....    | 17 |
| 2008년 프라임 MMF 펀드런 사례를 통해 본 테더 전망 ..... | 19 |
| 테더 대규모 환매 시 미국 단기금융시장 영향 점검 .....      | 20 |

## I. 미국 단기금융시장

### 연준 양적긴축 시행, 미 단기금융시장 영향

양적긴축 시행  
6/15 첫 만기도래일

연준은 6월부터 양적긴축(Quantitative Tightening)을 시작한다. 첫 국채 만기도래일은 6/15일이다. 연준의 대차대조표 축소는 SOMA계정에서 보유중인 국채와 MBS의 만기 도래 금액 중 월 한도액까지 상환하고 초과분만 재투자하는 방식으로 진행된다. 이 경우 만기도래액 중 월 한도액만큼 국채와 MBS가 연준의 대차대조표에서 나와 시장에 풀리게 되며 이 물량은 시장에서 소화해야 한다.

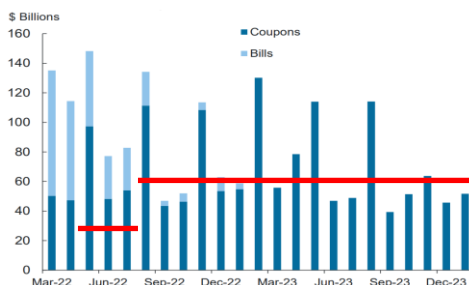
쿠폰채 중심 상환  
T-bill은 보조적 수단

월 한도액은 6~8월 동안 월 475억 달러(국채 300억달러, MBS 175억달러)이고, 9월부터는 2배인 950억 달러(국채 600억달러, MBS 350억달러)가 되며 이 금액만큼 연준의 대차대조표에서 제거된다. 국채는 쿠폰채(T-note, T-bond)를 중심으로 상환되며 쿠폰채의 만기도래액이 월 한도를 하회하는 경우에만 T-bill이 한도만큼 감소하게 된다.

연준QT  
지급준비금 주시

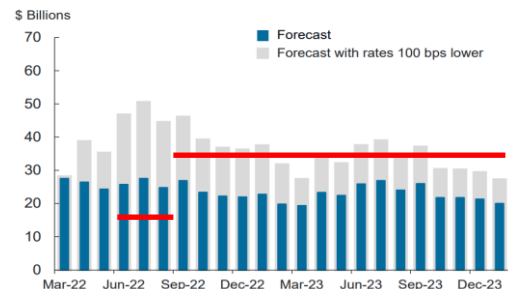
연준은 금융, 경제 상황 변화에 맞추어 세부사항을 조정할 수 있다고 밝혔다. 명시적으로 지급준비금 잔액이 풍부한 지준체계에 일치한다고 판단되는 수준보다 다소 높을 때 QT를 늦췄다가 중단할 계획임을 밝혔다. 2019년 9월 지급준비금 축소에 따라 레포금리가 상승하며 연준이 양적긴축을 중단했던 전적이 있기 때문에 지급준비금 수준을 염두하고 있는 것으로 보인다.

도표 1. 연준 보유 국채 만기와 상환(Redemption) 한도



자료 : NY Fed, 신영증권 리서치센터

도표 2. 연준 보유 MBS 만기와 상환(Redemption) 한도



자료 : NY Fed, 신영증권 리서치센터

QT 유사 현상  
세수 증가에 TGA ↑  
지준 ↓

연준의 양적긴축이 본격화될 경우 시장에 풀리는 국채 및 MBS 물량은 은행의 예금 감소를 통해 소화될 전망이다. 대차대조표 자산이 축소되면 부채 항목이 축소되어야 하는데, 지급준비금 감소로 귀결될 가능성이 높다. 최근 미국 단기금융시장에서는 은행 지급준비금과 예금이 감소하는 양적긴축과 유사한 현상이 나타났다. 세수 증가에 따라 재무부가 대규모 자금을 흡수하면서 재무부 일반계정(TGA) 현금 잔고가 증가했고 반대 급부로 연준 부채 항목의 은행 지급준비금 잔고는 하락했다.

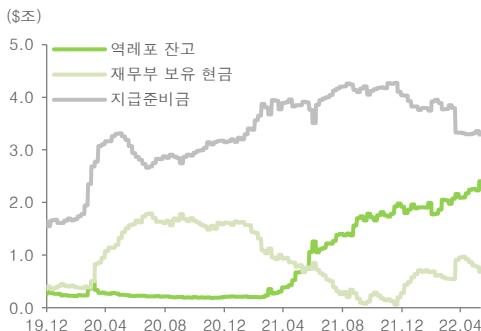
역레포로 자금 흐름 가속화

한편 역레포로의 자금 흐름은 가속화되며 2조 달러를 돌파했다. 역레포는 만기가 하루(Overnight)이고 금리 인상기에 탄력적으로 금리를 반영할 수 있으며 T-bill 금리 대비 금리 메리트도 높기 때문이다. T-bill을 중심으로 국채 발행이 축소되는 가운데 안전자산 선호 심리까지 겹치며 T-bill 시장의 수요 우위 흐름이 나타났다. 이에 따라 역레포 금리가 T-bill 금리 보다 높아졌고 MMF의 단기자금 흐름은 역레포로 가속화됐다.

예금의 이탈과 역레포 잔고 상승은 은행의 지급준비금 하락 압력으로 작용

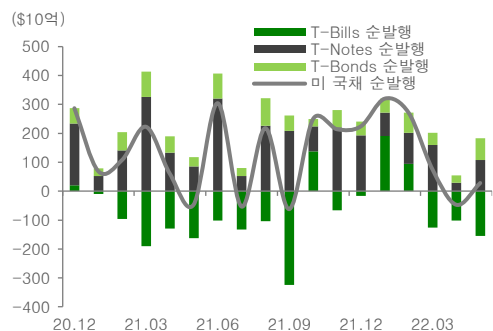
재무부는 예상보다 높은 세수 증가를 반영해 T-bill 및 쿠폰채 발행 축소 가능성을 시사하면서 수급적으로 역레포에 우호적인 환경이 조성됐다. 향후 MMF는 만기 채권에 대해 T-bill보다 역레포로 재투자를 할 것으로 보인다. 또한 은행 예금도 MMF로 빠르게 이동하고 있어 은행 예금의 이탈도 가시화될 전망이다. 결국 예금의 이탈과 역레포 잔고 상승은 은행 지급준비금 잔고 하락 압력으로 작용할 것이다.

도표 3. 연준 부채 계정 자금 흐름(지준 ↓, TGA ↑, 역레포 ↑)



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 세수 증가로 T-bill 3개월 연속 순상환

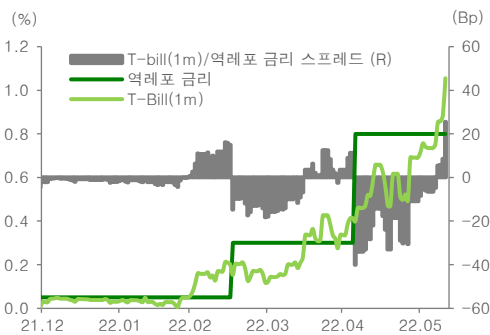


자료 : SIFMA, 신영증권 리서치센터

빠른 지급준비금 축소에  
연준의 역레포 금리 기술적  
인하 조치 가능성 존재  
시장은 긴축 완화 시그널로  
인식 가능

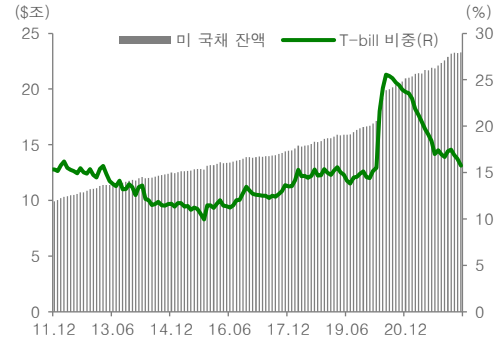
양적긴축에 따라 만기 2년 이상의 쿠폰채 중심으로 시장에 방출되면서 중장기물 중심으로 수급 부담이 늘어날 전망이다. 헤지비용 악화에 일본 등 해외 투자자들의 국채 매수세가 줄고 있고 미국 은행도 양적긴축을 앞두고 국채 보유액을 줄이고 있다. 은행은 지급준비금이 줄어들고 있는 상황에서 SLR 규제 준수 등을 위해 연준의 매각 국채 물량을 매수하지 않고 비은행의 매수를 유도할 것으로 보인다. 한편, 빠른 지급준비금 축소 흐름에 연준은 역레포 자금 방출을 위해 예상보다 빠르게 역레포 금리의 기술적 인하 조치를 단행할 가능성도 존재한다. 이 경우 금융 시장은 연준의 긴축 완화의 시그널로 받아들일 가능성이 있다.

도표 5. 역레포 금리와 T-bill(1m) 금리



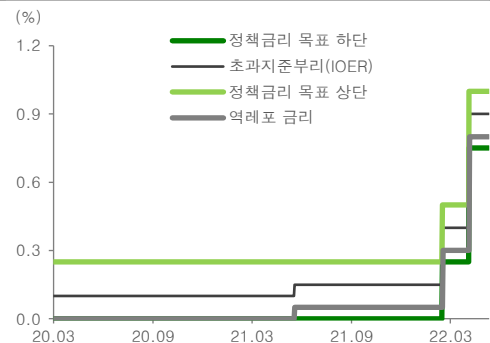
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 6. 미 국채 잔액과 만기 1년 이하 T-bill 비중



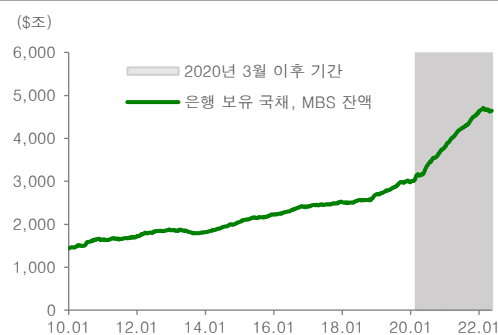
자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 7. 정책 금리 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 은행 보유 국공채 추이



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

## II. 스테이블코인

### 스테이블코인(Stablecoin)

#### (1) 스테이블코인(Stablecoin)이란?

가격이 안정적인 가치  
유지하도록 설계

스테이블코인은 가격이 안정적인 가치를 유지하도록 설계된 가상자산을 의미한다. 가상자산은 높은 가격 변동성에 가치의 저장 측면에서 화폐로의 실질적 기능을 수행하기 어렵다. 이런 문제점을 해결하고 블록체인 상에서 실용적으로 거래와 지불 수단으로 쓰이기 위해 설계된 것이 스테이블코인이다. 현재 법정화폐와 가상자산 사이를 연결하는 역할을 하며 가상자산 거래소 거래의 약 75%를 차지하고 있다.

가격 안정성 확보 방식  
1) 법정화폐 담보  
2) 시노리지 기반  
3) 가상자산 담보

스테이블코인은 가격안정성을 확보하는 방식에 따라 1) 법정화폐 담보 방식, 2) 시노리지 기반 방식, 3) 가상자산 담보 방식으로 분류할 수 있다. 법정화폐 담보 방식은 미 달러 등 법정화폐와 1대 1로 연동한 코인이며 대표적으로 테더(USDT)와 씨클(USDC) 등이 있다. 시노리지 방식은 특정 담보없이 알고리즘에 의해 스테이블코인의 수요와 공급을 조절해 가격을 안정적으로 유지하는 방식이다. 중앙화된 담보가 없기 때문에 가장 탈중앙화된 방식이라고 평가받는다. 최근 이슈가 되었던 테라(UST)가 가장 대표적인 시노리지 방식이다. 가상화폐 담보 방식은 이더리움 등 가상자산을 담보로 스테이블코인을 발행한다. DAI가 대표적이며 담보가치가 증가하면 스테이블코인을 추가 발행할 수 있고, 담보가치가 줄어들면 스마트 컨트랙트에 의해 자동으로 청산된다.

도표 9. 주요 스테이블코인

| 이름   | 방식      | 세부사항                                                                                                                                         | 회사             |
|------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| USDT | 법정화폐 담보 | - 테더는 테더사가 발행한 코인으로 1테더를 1달러에 고정시켜 교환<br>- 비트파이넥스에서 발행 및 관리                                                                                  | Tether Limited |
| USDC | 법정화폐 담보 | - 서클(Circle)과 코인베이스(Coinbase)가 협업하여 만든 스테이블코인<br>- 미 정부 규제 하에 현금, 미 국채를 100% 담보로 스테이블코인 발행<br>- 2021년 10월 담보자산을 현금과 미국채로 전환. 매달 정기 감사 보고서 발간 | Circle         |
| BUSD | 법정화폐 담보 | - 바이낸스가 파코스(Paxos)와 제휴해 발행한 스테이블코인<br>- 뉴욕 금융감독청(NYDFS)에서 승인 및 규제<br>- 100% 현금과 미 국채를 담보로 스테이블코인 발행 미 달러로 1:1 상환                             | Binance        |
| DAI  | 가상자산 담보 | - 가상자산을 담보로 스마트 컨트랙트를 통해 발행<br>- 대출의 담보 비율이 최소비율 이하로 떨어질 경우 해당 Vault의 담보는 강제청산<br>- 준비자산은 USDC(47.5%), 이더리움(17.4%) 등 가상자산으로 구성               | Maker DAO      |

자료: 신영증권 리서치센터

## 스테이블코인 신뢰 투자금의 상환 가능성 기인

스테이블코인의 가치의 신뢰는 투자금의 상환 가능성에 기인한다. 즉, 스테이블코인은 항상 일정한 가치의 법정화폐로 교환된다는 신뢰가 유지되어야지 존속될 수 있다. 스테이블코인의 신뢰가 깨져 기대대로 작동하지 않을 것이라는 전망이 확산된다면 단기간 해당 자산의 대규모 상환요구가 가속화될 수 있다. 이 경우 발행자는 준비자산을 매각해야 하기 때문에 준비자산의 투매가 가속화되는 악순환이 발생하게 된다. 루나 사태도 스테이블코인인 UST가 신뢰를 잃게 되면서 매도가 가속화됐고 담보 코인인 루나의 가격이 동반 하락하는 ‘죽음의 소용돌이 현상(Death Spiral)’으로 불리는 악순환이 나타났다.

## 아직 신뢰 훼손 요인 多

현재 스테이블코인의 상환 가능성을 낮춰 신뢰를 훼손하는 요인이 많이 존재한다. 1) 스테이블코인의 담보에 대한 표준이 미비하며 2) 공시 및 감사 기준도 부재하고 3) 사실상 투자자들이 상환요구가 불가능하게 설계된 경우도 존재한다. 달러화 등 법정화폐로 가치 담보된 스테이블코인은 알고리즘 스테이블코인과 달리 가치를 보전할 수 있다는 인식이 있지만 이러한 신뢰를 훼손하는 요인에 따라 법정화폐가 담보된 스테이블코인 역시 손실 가능성이 존재한다.

## (2) 스테이블코인의 금융안정 위협 가능성 증가

스테이블코인 급성장  
USDT · USDC 집중

2020년 초 56억 달러였던 스테이블코인의 시가총액은 2022년 6월 약 1,602억 달러로 성장했다. 현재 가상자산 시가총액의 약 6%에 해당한다. 시가총액 1,2위 스테이블코인인 테더의 USDT(726억 달러)와 씨클의 USDC(538억 달러)이 전체 스테이블코인의 82%를 차지하고 있고, 거래량도 집중되어 있기 때문에 집중위험이 존재한다.

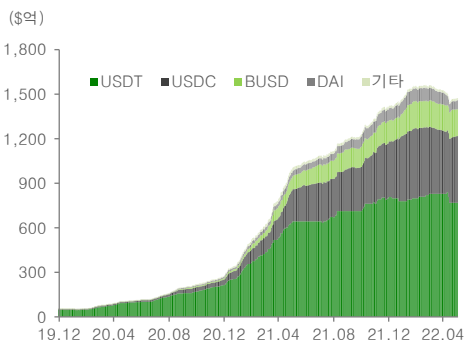
기존 금융시스템과  
연계성 높아질 전망

스테이블코인은 폐깅 방식이나 준비자산의 종류, 지배구조에 따라 가격안정성의 차이가 나타날 수 있고 집합투자 성격이라는 점에서 MMF처럼 만기, 유동성 미스매치 등의 구조적 취약점도 가지고 있다. 스테이블코인은 준비자산으로 금융자산을 보유하고 있기 때문에 기존 금융시스템과의 직접적인 연계성이 존재한다. 개인/기관 투자자들의 이용이 증가하고 은행의 참여도 커지고 있어 금융시스템과의 연계성은 높아질 전망이다.

가상자산 시장과  
높은 연계성

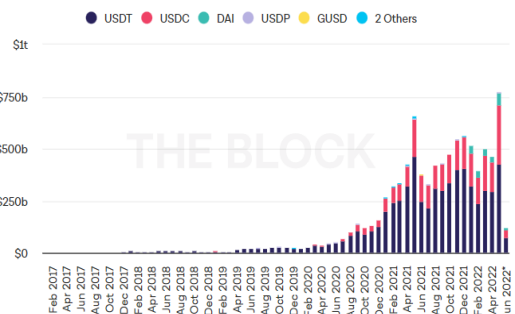
스테이블코인은 주로 법정화폐와 암호화폐의 가교로 사용되는데 가상자산 거래의 약 75%가 스테이블코인과 관련되는 등 스테이블코인과 가상자산 시장의 연관성이 높아졌다. 스테이블코인의 일 평균 거래량은 다른 가상자산보다 높으며 가상자산 거래는 테더에 크게 의존하고 있다. 이러한 긴밀한 연계에 따라 특정 스테이블코인의 신뢰도가 하락할 경우 연쇄적인 영향을 미치면서 가상자산 생태계 자체의 안정성에 위협이 될 수 있다.

도표 10 스테이블코인의 시가총액



자료 : Coin Metrics, 신영증권 리서치센터

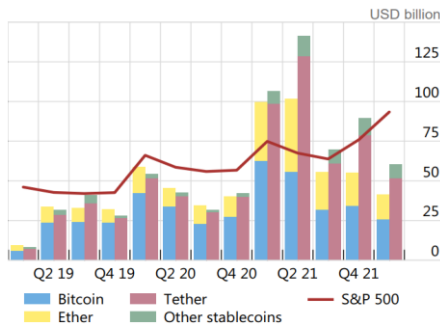
도표 11. 주요 스테이블코인 거래량



자료 : The Block, 신영증권 리서치센터



도표 12. 가상자산의 일평균 거래량



자료 : FSB, 신영증권 리서치센터

결제 수단으로의  
역할은 낮은 상황

스테이블코인은 아직 결제 수단으로의 역할은 낮다. 거래 수수료가 높고 특정 블록체인이 높은 가격 변동성을 보여 결제 형태로서 블록체인을 사용하는 데 어려움이 있다. 만약 거래 수수료가 하락해 스테이블코인의 결제가 광범위하게 사용되는 경우 신용위험, 유동성위험, 운영위험, 결제위험 등 현재의 결제시스템과 동일한 리스크에 직면할 것으로 보인다.

### (3) 규제 방안 및 방향

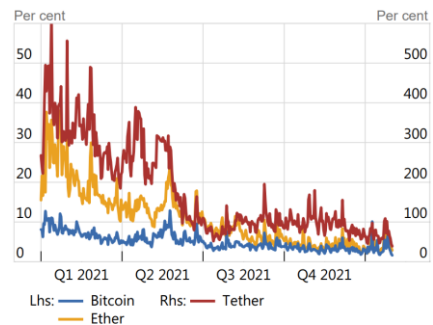
테라 사태 계기로  
스테이블코인에 대한  
법적 규제와 가속화

테라 사태를 계기로 스테이블코인에 대한 법적 규제화와 글로벌 규범 정립이 가속화될 전망이다. 작년부터 미 행정부, 연준(Fed), 영란은행(BOE), 금융안정위원회(FSB) 등 주요 기관들은 스테이블코인에 대한 보고서를 발간하여 스테이블코인이 기존 금융시장에 미칠 금융안정 위험에 대해 경고했다. 주요 기관들은 스테이블코인이 아직까지 전통적인 금융 시스템과 연관성은 낮지만, 규모가 빠르게 커지고 있고 금융시장과의 상호연관성이 증가하면서 구조적인 위험이 확대됐다고 평가했다. 국제적으로 동일한 규제표준 도입과 감독 체계 수립의 필요성을 강조했으며 스테이블코인 도입에 대해서는 신중한 입장을 표명하고 있다.

규제 방향은  
투자자 보호와 금융안정  
확보

규제 방향은 스테이블코인을 화폐와 지급결제시스템의 보완 수단으로 인정하되 규제를 통해 투자자 보호와 금융 안정을 확보하는 방향이 될 가능성이 높다. 주요 기관들은 스테이블코인이 결제 효용성 측면에서 기존 시스템을 보완하는 수단이 될 수 있지만 소비자와 투자자 보호에 취약하고

도표 13. 테다, 이더리움, 비트코인의 일일 회전을



자료 : FSB, 신영증권 리서치센터

경제 및 금융시스템에 잠재적 위협요인이 될 수 있기 때문에 규제가 필요하다고 강조한다. 현재 주로 검토되고 있는 방안은 1) 스테이블코인의 발행자를 연방예금보험공사의 예금취급금융기관으로 간주하고 은행과 동등한 규제 적용 2) 스테이블코인 발행 주체를 예금취급금융기관 등 기존 금융기관으로 한정 3) 스테이블코인 발행 주체의 중앙은행 지급준비금 적립 의무 4) 지급준비자산을 고유동성 자산으로 제한 등이 있다.

세부 규제 방법과 범위에  
대한 의견은 분분

스테이블코인의 세부 규제 방법과 범위에 대한 의견은 분분한 상황이다. 미국 행정부 등 대통령금융시장 실무그룹은 의회에 스테이블코인 발행기관을 은행으로 제한해 규제하는 법안을 제안했지만 공화당 일부는 스테이블코인 발행 주체를 제한하는 방안에 대해 반대 의사를 표명했다. 월러 연준 이사도 은행과 동일하게 스테이블코인을 규제하는 것은 결제 영역에서의 강점을 제한하기 때문에 반대한다는 의견을 피력했다.

단기적으로 CBDC 도입에  
따라 스테이블 코인 대체될  
가능성 낮음

단기적으로 연준의 디지털 달러 도입에 따라 스테이블코인이 대체될 가능성은 낮아보인다. 연준은 달러의 디지털화를 추진하고 있지만 정치권에서 교착상태가 지속되고 있다. 공화당 내에서는 달러의 디지털화가 사생활 침해 및 은행/통화정책에 미칠 수 있는 영향을 우려해 민간 주도로 개발한 스테이블코인을 통해 달러의 디지털화를 유도해야 한다는 의견도 나오고 있다. 파월 연준 의장과 브레이너드 연준 부의장은 스테이블코인에 대해 금융 안정성에 대한 리스크 요인이지만 적절한 규제가 있다면 기존 금융시스템을 보완할 수 있으며 중앙디지털화폐(CBDC)와 공존할 수 있다는 입장이다.

중장기적으로 안정성 확보  
이후 CBDC로 대체될  
가능성 존재

다만, 중장기적으로는 스테이블코인이 CBDC로 대체될 가능성도 있다. 스테이블코인은 특정 프로토콜의 위험이 존재한다는 점에서 19세기 미국 상업은행이 자체적으로 발행한 민간 은행권과 유사하다. 당시 중앙은행이 없었기 때문에 지급준비금을 마련한 민간 상업은행들은 자체적으로 발행한 은행권을 유통했다. 1863년 국립은행법이 통과되면서 민간 은행권은 규제를 받게 됐고 법정화폐(National bank note)와 공존한 이후 결국 법정화폐로 대체됐다. 이처럼 스테이블코인은 규제에 따라 안정성이 확보된 이후 공존의 시기를 거쳐 단일 CBDC로 대체될 가능성도 존재한다.

표 14. 주요 기관의 스테이블코인 규제 관련 발의안 및 규제안

| 기관                               | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|----------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| G7 CBDC 발행 원칙<br>(21.10.13)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>정책의 잠재적 영향을 신중하게 계속 검토할 것</li> <li>국제적인 스테이블코인은 법적, 규제·감독 관련 요건 해결하기 전에 실행해서는 안 됨</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 미 행정부<br>(21.11.1)               | <ul style="list-style-type: none"> <li>의회에 스테이블코인 발행자를 예금보호 대상 은행으로 취급하여 규제하는 입법 제안</li> <li>스테이블코인 발행자, 연방예금보통공사(FDIC)의 예금보호를 받고 자본과 유동성 규제 따르며 미 연준의 감시를 받아야함</li> <li>금융안정감독위원회(FSOC)가 스테이블코인 거래행위를 금융안정에 대한 시스템 리스크 지정 엄격히 관리·감독</li> <li>증권거래위원회(SEC)와 상품선물거래위원회(CFTC)가 증권과 파생상품으로서 스테이블코인을 규제할 권한 보유</li> </ul>                                                                                                                              |
| 한국 금융위원회<br>(22.5.24)            | <ul style="list-style-type: none"> <li>스테이블코인, 디파이 등 소비자와 글로벌 금융시장 안정성에 영향을 미치는 새로운 디지털자산 규율 방안 검토</li> <li>제도의 실효성이 담보될 수 있도록 글로벌 규제 정합성을 확보</li> <li>가상자산 발행·유통 규율체계는 가상자산의 경제적 실질에 따라 증권형과 비증권형(유틸리티·지급결제 등)으로 나눠 체계 확립</li> <li>증권형 코인은 투자자 보호장치가 마련된 자본시장법 규율체계에 따라 발행될 수 있도록 시장 여건 조성 및 규율체계 확립</li> <li>비증권형 코인의 경우 국회 계류 중인 법안 논의를 통해 발행·상장·불공정거래 방지 등 규율체계 마련</li> <li>해킹, 시스템 오류 등에 대비한 보험제도 도입, 부당거래 수익 환수 등 보호장치도 함께 마련할 방침</li> </ul> |
| 미 상원 발의안<br>(22.6.7)             | <ul style="list-style-type: none"> <li>스테이블코인 발행자 발행량의 100%에 해당하는 준비금 보유 의무 부여, 준비금으로 매입한 자산 내역 공시 의무</li> <li>가상자산을 '보조 자산'(ancillary assets)로 명시. 유가증권의 매매와 함께 제공되거나 판매되는 무형의 대체가능 자산</li> <li>가상자산을 유가증권이 아닌 상품으로 취급해 증권거래위원회(SEC)가 아닌 상품선물거래위원회(CFTC) 관할 기관으로 명시</li> <li>중간선거를 앞두고 통과될 가능성 낮은 상황이나 민주·공화당 양당 의원이 공동 발의해 가상화폐 입법 관련 기준으로 작용</li> </ul>                                                                                         |
| 미 뉴욕주<br>금융서비스부(DFS)<br>(22.6.9) | <ul style="list-style-type: none"> <li>뉴욕주의 가상화폐 사업허가인 비트라이선스 소지 업체 대상</li> <li>스테이블코인 발행 사업자들에 지급준비금 적립 의무 및 매월 회계감사 결과 제출 의무 부여</li> <li>달러 등 법정 화폐를 준비자산으로 스테이블코인 발행</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                 |

자료: 신영증권 리서치센터

표 15. 주요 인사 발언

| 이름                                 | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 윌러 연준 이사<br>(21.11.17)             | <ul style="list-style-type: none"> <li>스테이블코인이 안전한 결제 수단이 되도록 규제와 감독이 필요하지만 은행과 같은 규제를 적용할 필요는 없음</li> <li>스테이블코인을 은행과 동일하게 규제할 경우 스테이블코인의 이점은 제거</li> <li>규제와 감독 프레임워크는 준비금 보장 조치 및 모든 주요 기능, 활동에 대한 보호장치 설정하는 등 결제활동에 집중</li> <li>결제 분야에서 혁신이 일어나고 있어 중앙은행 디지털화폐(CBDC)의 필요성에 대해서는 여전히 회의적</li> </ul>                                                                                       |
| 제롬 파월 연준 의장<br>(21.12.15)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>가상자산에 투자자에 대한 소비자 이슈가 있으나 금융 안정성을 방해할 우려 요인으로 보지 않음</li> <li>정부가 가상자산 산업 발전을 모니터링해야하지만 가상자산이 미국 금융 시장의 안정성을 해치는 것으로 보지는 않음</li> <li>스테이블코인은 적절한 규제를 받는다면 기존 금융시스템을 보완하는 유용하고 효율적인 소비자 서비스</li> <li>지금은 그렇지 않지만 대규모 기술 네트워크 중 하나와 연계될 경우 확장 가능성 존재</li> </ul>                                                                                          |
| 재닛 옐런 재무부 장관<br>(22.4.7, 22. 5.10) | <ul style="list-style-type: none"> <li>스테이블코인 규제를 통해 소비자를 보호할 수 있음</li> <li>UST 뱅크런 이슈를 알고 있으며 스테이블코인을 규제할 수 있는 프레임워크가 필요</li> <li>의회가 스테이블코인 규제법을 통과시키는 것은 중요하고 시급</li> <li>스테이블코인 지급불능에 대한 걱정으로 스테이블코인런(stablecoin run)이 발생할 수 있음</li> <li>테라의 하락은 미국 달러에 고정돼 있다고 주장하는 토큰의 위험성 시사</li> <li>스테이블코인 규모, 금융 안정에 실질적인 위협 수준 아니냐 빠르게 성장 중</li> </ul>                                            |
| 레이얼 브레이너드<br>연준 부의장<br>(22.5.27)   | <ul style="list-style-type: none"> <li>디지털 자산의 출현과 최근 일부 디지털 자산의 붕괴가 새로운 규제 가이드라인 제시를 요구</li> <li>미국이 CBDC를 추진해 글로벌 표준에 대한 발언권을 확보하고, 디지털 시대에도 달러가 기축통화로서 지위를 유지해야 함</li> <li>CBDC가 스테이블코인과 같은 민간 발행 디지털 자산이 급증하는 가운데 언젠가는 소비자에게 안전수준을 제공할 수 있을 것</li> </ul>                                                                                                                                 |
| 존 윌리엄스<br>뉴욕 연은 총재<br>(22.6.1)     | <ul style="list-style-type: none"> <li>결제 시스템이 기술 혁신을 통해 근본적으로 변화하고 있으며 지불 과정을 더 빠르고 효율적으로 수행할 방법을 제시하고 있음</li> <li>디지털 화폐의 출현 등으로 금융의 기술은 변할 수 있지만 중앙은행의 역할은 변하지 않을 것</li> <li>생태계 내 새로운 변화가 경제, 금융, 통화 정책 시행, 중앙은행의 대차 대조표에 미칠 영향 등을 이해하는 것이 중요</li> <li>소비자와 투자자를 보호하고 안정성을 확보하기 위한 적절한 규제를 고민해야함</li> <li>스테이블코인과 CBDC 등의 디지털 통화가 정책이 구현될 시 중앙은행은 새로운 현상을 예상하고 적응하는 논의를 거쳐야 함</li> </ul> |
| 게리 겐슬러 미국 증권거래<br>위원회(SEC)위원장      | <ul style="list-style-type: none"> <li>가상자산은 매우 투기적이며 투자자들은 더 많은 보호를 받을 필요가 있고, 그렇지 않으면 시장의 신뢰를 잃을 것</li> <li>일반 투자자들이 자신이 감수할 리스크를 선택할 수 있고, 완전하고 공정한 공시가 있어야함</li> <li>가상화폐관련 일반 투자자들은 잘 보호받지 못하고 있으며 우리가 계속해서 경찰 역할을 할 것</li> </ul>                                                                                                                                                       |

자료: 언론종합, 신영증권 리서치센터

도표 16. 주요기관 스테이블코인 관련 보고서 내용

| 기관                               | 내용                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|----------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 영란은행(BOE)<br>(21.6.7)            | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 보고서명: New forms of digital money</li> <li>- 스테이블코인이 화폐와 지급결제시스템의 대안으로 금융안정을 저해해서는 안됨</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 대통령금융시장 실무그룹<br>(PWG)<br>(21.11) | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 보고서명: Report on Stablecoins</li> <li>- 지급결제용 스테이블코인 분석</li> <li>- 미 달러화 등 법정 화폐 담보 스테이블코인도 대량 인출 사태 가능성 등 위험 존재</li> <li>- 스테이블코인 신뢰도 준비 자산의 가격 하락, 유동성 저하, 자산 보유자의 상환권에 대한 명확성이 부족시 훼손</li> <li>- 스테이블코인이 기대대로 작동하지 않을 것이라는 단순한 전망만으로 해당 코인의 대량인출 가능. 타금융기관으로 전이 가능</li> <li>- 스테이블코인 발행자를 연방예금보통공사(FDIC)의 보호를 받는 예금 취급 금융기관으로 간주해 자본과 유동성 규제 권고</li> <li>- 스테이블코인이 가상자산시장 내지 디파이(DeFi) 시장에서 은행의 예금과 매우 흡사한 기능을 수행하고 있을 뿐만 아니라 기존 통화금융 체제에도 영향을 미치고 있음</li> <li>- 스테이블코인에 대해 예금보험과 같은 제도를 도입해야 하며 스테이블코인 발행자, 예약기관, 소유자에 대해 적절한 감독과 규제를 적용해야 함</li> </ul> |
| 금융안정위원회(FSB)<br>(22.2)           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 보고서명: Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-assets</li> <li>- 스테이블코인이 결제에 사용되고 있지만 취약성은 2020-21년 동안 계속해서 증가</li> <li>- 글로벌 스테이블코인(GSC)의 등장은 기존 스테이블코인을 뛰어넘는 금융 안정성에 위험을 초래할 수 있음</li> <li>- 금융시스템과 스테이블코인의 연계성이 높아지고 있음. 준비자산을 통해 단기금융시장과 직접적으로 연계</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 연준 금융안정보고서<br>(22.5.9)           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 스테이블코인은 자산에 대한 투명성이 부족하고 운영상의 취약성 존재</li> <li>- 스테이블코인을 이용한 레버리지 거래가 늘어나면 변동성이 늘어나면서 한때 위험이 높아질 수 있음</li> <li>- USDT, USDC, BUSD는 전체 스테이블코인 시장 가치의 80% 이상 차지</li> <li>- 스테이블코인의 금융 리스크에 대한 대안으로 연준은 CBDC 제시. CBDC는 신용과 유동성 위험으로부터 자유로움</li> <li>- 스테이블코인을 포함한 새로운 유형의 디지털 화폐는 금융 시스템에 위험을 줄 수 있음</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                |
| 연준(Fed)<br>(22.1)                | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 보고서명: Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation</li> <li>- CBDC는 신용과 유동성 위험 없는 가장 안전한 디지털 자산. 미 연준은 CBDC가 광범위하게 사용될 수 있도록 탐색할 것</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| ECB<br>금융안정보고서<br>(22.5.24)      | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 가상자산 시장의 성장세와 기관투자자들의 가상자산 투자 확대가 이어진다면 금융 안정성이 위협받을 수 있음</li> <li>- 기관의 투자 확대가 자본을 위험에 노출하고 투자자 신뢰와 대출, 금융시장에 악영향을 줄 수 있다면서 전통적인 금융과 가상 자산의 상관성이 증가함에 따라 구조적 위험도 확대되고 있음</li> <li>- 가상자산 시장의 데이터 부족이 금융 위험성 평가를 방해. 가상자산 거래소, 데이터 제공업체의 데이터에 대해 주의 필요</li> <li>- 유럽연합(EU)이 가상화폐 자산에 대한 새로운 규제를 시급히 도입해야 함</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                      |

자료: 신영증권 리서치센터

#### (4) 테라 사태의 시사점

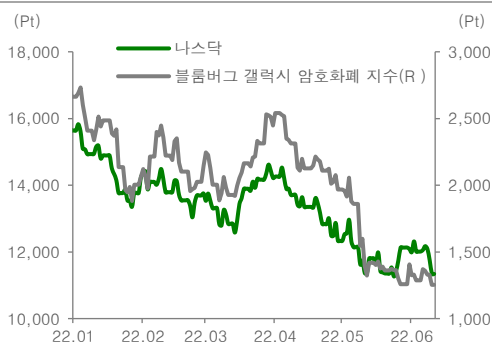
##### 탈중앙화 생태계에 대한 현실화 기대 축소

테라 사태에 따라 탈중앙화 생태계에 대한 현실화 기대가 축소됐다. 탈중앙화는 크립토의 핵심 정신이기 때문에 테라는 탈중앙화 스테이블코인을 표방하며 중앙화된 담보보다 알고리즘에 대한 신뢰를 강조했다. 하지만 테라 사태는 투자자들의 집단적 신뢰로 유지됐던 생태계에서 신뢰가 무너졌을 때 시스템의 붕괴 과정을 보여주는 계기가 됐다. 또한 UST 가격 지지를 위해 블록체인 시스템을 중단하는 등 소수 인물의 중앙집중식 의사결정이 나타나면서 블록체인 네트워크가 특정인에게 영향을 받는 알고리즘 스테이블코인의 중앙집권성을 보여줬다. 탈중앙화를 표방하는 스테이블코인에 대한 시도는 지속될 것으로 보이나 가상자산에 대한 법적 규제 가속화 흐름과 학습효과에 따라 현실화 가능성은 낮아진 것으로 보인다.

##### 가상자산 시장의 시스템 리스크 부각되는 계기

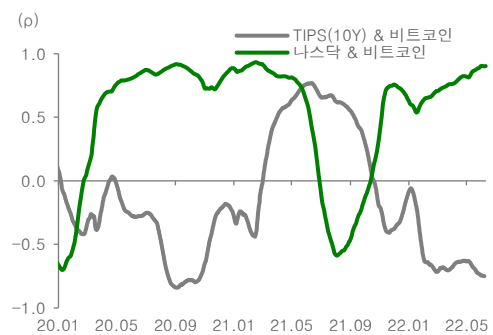
테라 사태는 가상자산 시장의 시스템 리스크가 부각되는 계기가 되었다. 가상자산은 2021년부터 통화정책 기대와 높은 상관관계를 보였다. 하지만 테라 사태 이후 한동안 기존 흐름과 디커플링되는 양상이 나타났었다. 스테이블코인의 거래량은 급감했고 USDT는 1달러와의 페깅이 깨졌었다. 시가총액 3위의 스테이블코인이 무너지면서 개별 가상자산의 시스템 리스크가 부각된 것으로 보인다. 최근 솔라나 메인넷 네트워크의 섀다운 이슈 등 개별 자산을 통해 또 다른 가상자산의 시스템 리스크가 부각되고 있다. 이는 투자심리가 취약해지는 트리거가 되어 최근 통화정책 흐름에 주식시장과 동조화 되었던 흐름과 다른 양상이 나타날 수 있다.

도표 17. 가상자산 지수와 나스닥 지수



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 18. 가상자산은 2021년 이후 통화정책에 영향



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터  
주: 180일 Rolling 상관계수

## 테더의 금융안정 리스크 점검

### 테라-루나 사태 이후 테더(USDT)에 대한 우려 확산

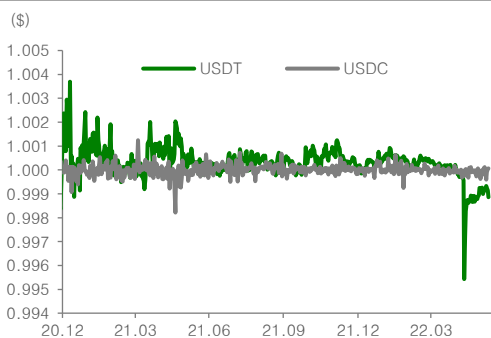
미 달러 담보로  
\$1의 가치를 가지는  
스테이블 코인

테더는 미 달러 담보를 통해 1달러의 가치를 가지는 스테이블코인이다. 테더사는 테더재단인 테더리미티드에서 보유한 법정화폐 가치만큼 USDT를 발행하게 된다. \$1의 가치를 유지하는 방법은 차익거래 유인을 통해 이뤄진다. 만약 1USDT가 \$1 아래로 떨어지면 투자자들은 USDT를 사서 테더리미티드에 전송해 \$1를 받게 되고 이 과정을 통해 괴리율이 사라지게 된다.

테라 사태 이후 USDT  
1\$ 아래에서 횡보

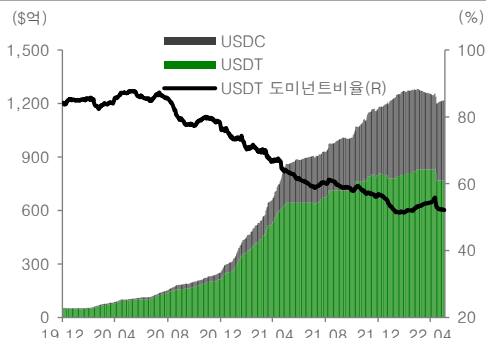
테라 사태 이후 스테이블코인의 시가총액 1위인 USDT는 \$1와의 페깅(pegging)이 깨진 상태가 지속되었었다. USDT는 \$0.995까지 하락한 5월 10일 이후 현재까지 \$1달러를 유지하지 못하고 있다. 테더사는 가상자산 거래소에서 USDT가 1달러 아래로 떨어진다는 것이 USDT가 페그가 깨진 것은 아니라 거래소 내에 현금에 대한 수요가 더 많다는 것을 의미하는 것이라고 주장했다. 투자자들은 구조적으로 테더를 직접 환매하기 어렵기 때문에 거래소에서 손해를 감수하며 1달러보다 낮은 가격에 현금화한 것으로 보인다. 실질적으로는 테라 사태 이후 테더의 안정성에 대한 우려가 확산된 것으로 판단된다.

도표 19. \$1와 Pegging이 깨진 테더(USDT)



자료 : Coin Metrics, 신영증권 리서치센터

도표 20. USDT 시장점유율은 하락 추세



자료 : Coin Metrics, 신영증권 리서치센터

## 테더의 구조적 취약점

테더의 준비자산에 대한  
낮은 신뢰

테더의 USDT는 구조적인 취약점을 가지고 있다. 우선 테더의 준비자산(Reserves)에 대한 신뢰가 낮다. 테더의 준비자산은 현금성 자산(현금, 은행 예금, MMF, 미 국채)뿐만 아니라 CP 및 CD, 담보 대출, 회사채, 디지털 토큰 등의 위험자산의 형태로 구성되어 있다. 최근 CP 및 CD의 비율을 낮추고 미 국채, 현금 자산의 비중을 높였지만 여전히 가격변동성에 노출되어 있기 때문에 단기 충격에 취약하다. 또한 테더의 준비자산 공시에 대한 신뢰도가 낮다. 과거 실제 예치한 달러보다 테더를 과도하게 발행했다는 의혹이 지속적으로 발생했는데, 미국 상품선물거래위원회(CFTC)는 2016~2018년 USDT보다 은행계좌의 준비자산이 부족했다는 점을 밝혀냈고 혐의로 비트파이넥스와 테더사에 벌금 4,100만 달러를 부과했다. 이런 전력에 따라 여전히 준비자산에 대한 낮은 신뢰도가 유지되고 있다.

법정화폐로의 상환에  
제약 요인 존재

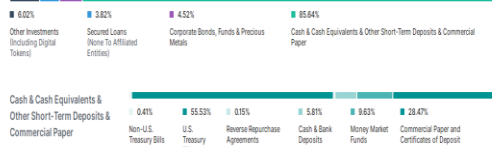
테더는 실질적으로 법정화폐로의 상환에 제약 존재한다. 테더를 환매하기 위해서는 1) 최소 10만 달러 인출부터 가능하며 2) 테더 인출에 1,000달러 또는 0.1% 중 큰 금액이 수수료로 청구된다. 개인투자자는 현실적으로 테더와 직접 거래하기보다는 거래소를 통해 현금화할 수밖에 없다. 테더는 표면적으로 MMF성격을 가지고 있지만 실질적으로는 폐쇄형 펀드(Close-end Fund) 형태에 가깝다고 볼 수 있다. USDT가격이 1달러 미만 이더라도 빠르게 상환할 수 없고, 거래소에서 할인된 시장 가격으로 매도를 통해 환매할 수 밖에 없다.

시장 특성에 따른 유동성  
취약점 존재

가상자산 시장과 전통 금융시장의 시차에 따른 유동성 취약점이 존재한다. 가상자산 시장은 24시간 운영되지만 준비자산인 CP, MMF, 회사채 등은 마감 시간이 존재하기 때문에 대량의 USDT 매도가 미 금융시장 종료 이후 일어난다면 현금을 조달할 수 있는 오픈마켓은 존재하지 않아 가격 급락으로 이어질 수 있다. 이처럼 테더 등 법정화폐가 담보된 스테이블코인은 테라의 알고리즘 스테이블코인 대비 안정성을 높이는데 기여하지만 규제당국의 규제나 안전장치 없이는 투자자의 안전이 담보되지 않으며 금융 안정에 리스크 요인이 될 수 있다.

도표 21. 테더 준비자산 공시

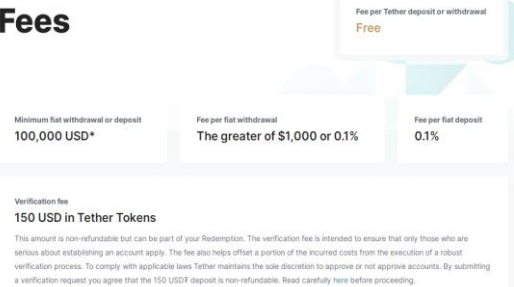
### Reserves Breakdown



자료 : Tether, 신영증권 리서치센터

도표 22. 테더 환매요건과 수수료

### Fees



자료 : Tether, 신영증권 리서치센터

## USDT에서 USDC(USD Coin)으로의 자금 이동

기존 테라 사태 이후  
USDT→USDC 가속화

테라 사태 이후 스테이블코인의 안정성에 대한 인식이 확산되며 USDT에서 시가총액 2위인 USDC으로 이동이 나타나고 있다. USDC은 Circle이 미 달러와 연계해 개발한 스테이블코인으로 Circle과 코인베이스가 합작으로 만든 Centre에서 발행된다. USDC는 USDT와 달리 이더리움 기반 코인이기 때문에 거래, 지불 등에 스마트 컨트랙트로 프로그래밍이 가능하고, 이더리움의 디앱(dApp)에서도 사용이 가능하다.

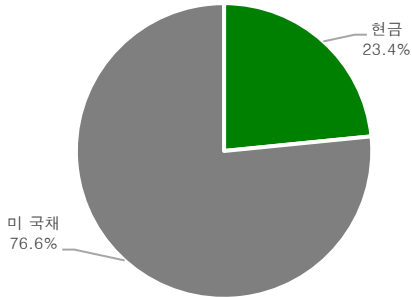
USDC 적립자산에 대한  
높은 신뢰도 보유

USDC는 적립자산에 대한 신뢰도 측면에서 USDT보다 높게 평가받는다. USDC 적립자산은 전액 현금(23.4%) 및 만기 3개월 이하 미 국채(76.6%)로 구성되며, 매월 잔고에 대한 월별 증명서를 발행한다. 적립자산은 BlackRock 등 미국 주요 금융기관이 관리하고 있고 매년 감사를 받고 있다. 또한 USDC 발행은 미국 주정부의 은행감독에 따라 규제되기 때문에 USDT와 비교해 신뢰성이 높다고 평가를 받고 있다.

테라 사태 이후 USDT 대규모 보유자의 자금이 USDC로 이동하는 모습이 나타나고 있다. 100만 달러 이상을 보유한 이더넷 블록체인의 지갑 주소가 USDT를 보유한 지갑 수를 넘어섰는데 이는 대규모 보유자에게 USDT를 상환하고 USDC를 발행해 차익을 얻을 수 있는 재정거래 유인이 있다는 것을 반영한다. 즉, 안정성 측면이 부각되며 거액 투자자들이 USDC로 이동하는 것으로 판단된다. 또한 실제 유통량을 나타내는 Free Float Supply 데이터에서도 USDC로의 이동을 관찰할 수 있다.

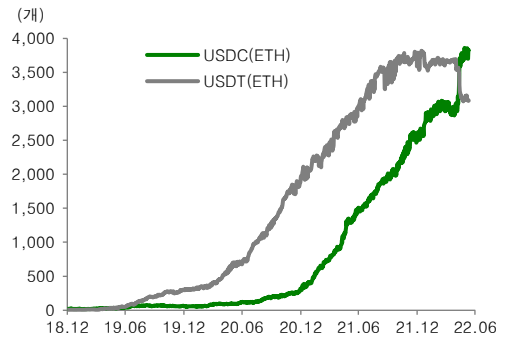


도표 23. USD Coin 준비금 구성향목(6/10 기준)



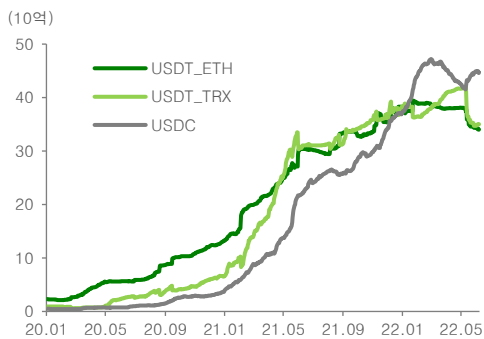
자료 : Circle, 신영증권 리서치센터

도표 24. \$100만 이상 보유 이더넷 블록체인 지갑의 수



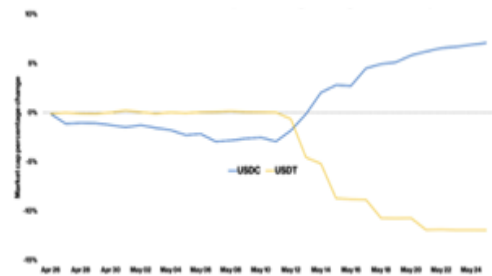
자료 : Coin Metrics, 신영증권 리서치센터

도표 25. Free Float Supply 추이(USDT ↓ · USDC ↑)



자료 : Coin Metrics, 신영증권 리서치센터

도표 26. 테라 사태이후의 시장점유율, USDC가 USDT 초과



자료 : CoinDesk, 신영증권 리서치센터

## 2008년 프라임 MMF 펀드런 사례를 통해 보는 테더 전망

프라임 MMF을 통해  
테더의 위험 요인과 규제  
방향성 유추 가능

프라임 MMF(PMMF)는 정부채뿐만 아니라 회사채, CD 및 CP 등에도 투자하기 때문에 실질적으로 테더와 유사하다. 현재 스테이블코인의 시가총액은 PMMF(8,347억 달러) 자산총액의 약 19%에 해당되는 규모이며 USDT 규모는 8.7%로 단일 PMMF 기준 상위권 규모에 해당한다. 2008년 PMMF인 Primary Fund가 MMF시장의 펀드런을 촉발했다는 점에서 테더의 위험 요인과 규제 방향성을 유추해볼 수 있다.

PMMF發 펀드런 사태  
단기금융시장 경색은  
금융시장으로 전이

2008년 9월 리먼브라더스가 파산하면서 발행 CP가 지급불능이 되었고 ‘Reserve Primary Fund’의 1좌당 NAV가 1달러를 하회하면서 MMF의 펀드런이 나타났다. 1) CP에 대한 리스크 우려 확산→2) MMF 환매요구 급증→3) MMF 편입자산 급매→4) CP, CD 등 자산가치 급락에 따른 MMF 자산가치 추가 하락의 사이클이 나타났고 단기금융시장의 경색은 금융시장으로 빠르게 전이되었다. 이에 재무부는 임시유동성보증 프로그램을 가동했고, 연준은 유동성을 공급하며 대응했다.

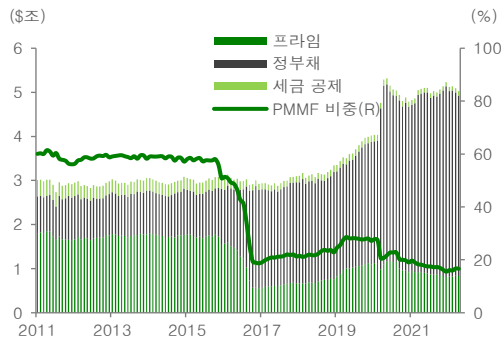
펀드런 이후  
PMMF 규제 제정

SEC는 펀드런의 재발을 막기 위해 PMMF 규제를 만들었다. PMMF 평가 기준은 장부가회계에서 시가평가회계로 전환했으며 시장충격 시 일정기간 MMF 환매를 제한하고, 유동자산이 전체 자산의 30%를 밑돌 경우 유동성 수수료를 부과하는 MMF 시장 규제가 확정됐다.

법적규제 현실화 시  
테더 자금 이동 가속화  
가능성 존재

스테이블코인에 대한 법적 규제가 현실화될 경우 테더에서 안정성을 확보한 스테이블코인으로의 이동이 가속화될 것으로 보인다. 법적 규제 실행 이후 코로나 사태 등 금융시장 불안정성이 증대되는 상황에 PMMF 시장에서 국공채 MMF로 자금이 이탈하는 현상이 나타나고 있다. 이는 투자자들은 환매사태로 인한 원금손실과 환매 제한 규제를 회피하기 위해 선제적으로 대응한 것으로 보인다. 가상자산 시장 특성상 시스템 리스크는 지속적으로 부각될 것이며 스테이블코인 발행사에 대한 규제는 강화될 수밖에 없다. 스테이블코인 시장에서도 법적규제와 시스템 리스크가 적은 스테이블코인으로의 이동이 불가피할 것으로 예상된다.

도표 27. 미 MMF시장 내 프라이م MMF 비중



자료 : OFR, 신영증권 리서치센터

도표 28. 금융 위기시 기관 프라이م MMF 누적 변동



자료 : CEPR, 신영증권 리서치센터

## 테더 대규모 환매 시 미국 단기금융시장 영향 점검

테더 대규모 환매시  
금융시장 및 가상자산 시장  
파급효과 가능성 존재

테라 사태처럼 테더의 대규모 환매가 일어날 경우 단기금융시장에 영향이 나타날 수 있다. 테더의 준비자산이 대부분 T-bill, CP 등 단기금융자산으로 구성되어 있고 조달시장의 역할을 하는 단기시장 특성 상 금융시장 전반으로 위험이 전이될 가능성이 높다. 최근 거래소에서의 거래 대부분이 스테이블코인으로 결제되고 있고 테더의 점유율이 높기 때문에 파급효과는 전통 금융시장뿐만 아니라 가상자산 시장에도 나타날 전망이다.

월평균 거래량 대비  
높은 수준  
단기간 T-bill시장 충격  
불가피

테더 준비 자산 내 가장 많은 비중을 차지하는 것은 만기 1년 미만 미국 채인 T-Bill이다. 3월말 기준 392억 달러로 준비자산 내 47.6%를 차지하고 있으며 MMF를 합한 잔고를 포함하면 460억 달러로 56%를 차지한다. 미국 시장 전체 T-bill 잔액(3조 6,729억 달러) 대비 1.2%, 2022년 월 평균 발행액(1조 5,190억 달러) 대비 4.6% 수준에 불과하지만 T-bill 시장 전체 월 평균 거래량(1,509억 달러) 대비로는 30.5%로 상당히 높은 수준이다. 인출이 시작될 경우 테라 사태처럼 빠른 속도로 일어날 가능성이 높기 때문에 단기간 T-bill 시장에 미칠 파급 영향은 불가피하다.

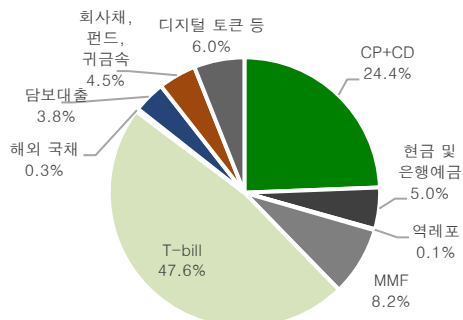
시장의 소화 여력 충분  
중기적으로 파급력 제한

다만 T-bill 시장의 풍부한 유동성과 절대적인 비중을 감안하면 중기적인 부정적 파급력은 제한될 전망이다. 테더 준비자산 매각 초기는 대부분 T-bill이 차지할 것으로 예상되기 때문에 시장의 소화 여력은 충분하다. 또한 최근 단기금융시장에서는 수요 우위의 T-bill 수급 불균형이 나타나고 있다. T-bill은 예상보다 높은 세수에 따라 3개월 연속 순상환 흐름이 나타났고 미 재무부도 하반기에 추가적으로 T-bill 발행을 6,000억 달러 축소할 것을 밝혔다. 현재 수급상황상 테더 내 T-bill 물량은 시장에서 소화가능한 물량이다.

비우량 등급 CP 시장에는  
일부 영향

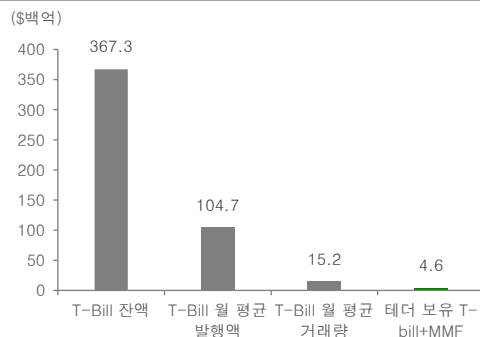
한편, 미국 CP시장에서는 일부 리스크가 존재한다. 미국의 CP 발행 잔액은 1조 1,656억 달러로 테더 보유 CP 및 CD 잔액(201억 달러) 대비 1.7%이다. 하지만, A2 이하 비우량 등급 비율이 37.1%로 다소 높기 때문에 유동성이 부족한 비우량 등급 유통시장 특성을 고려하면 비우량 등급 시장의 경색이 나타날 가능성이 있다. 현재 CP 관련 크레딧 스프레드도 크레딧 리스크를 일부 반영하는 것으로 보인다.

도표 29. 테더 준비자산 구성항목



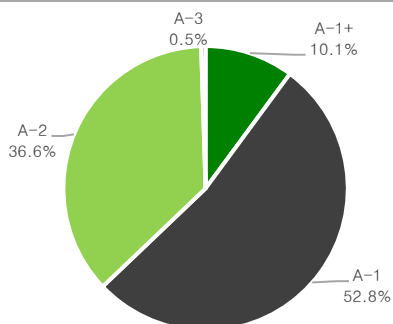
자료 : Tether, 신영증권 리서치센터

도표 30. T-bill 발행/잔액과 테더 준비자산 내 T-bill 금액



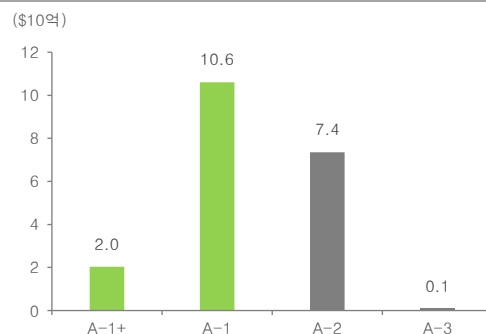
자료 : SIFMA, Tether, 신영증권 리서치센터

도표 31. 테더사 보유 CP 등급별 비중



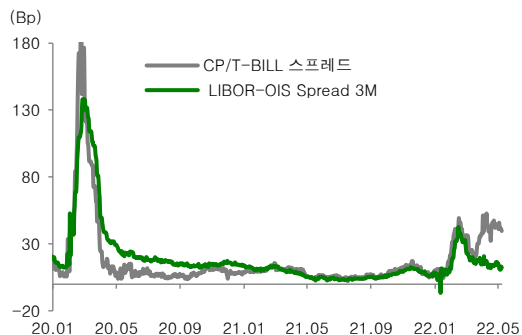
자료 : Tether, 신영증권 리서치센터

도표 32. 테더 보유 CP 등급별 잔액



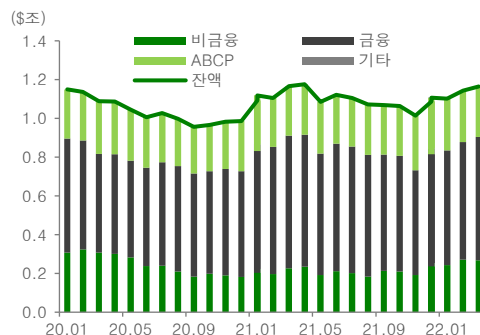
자료 : Tether, 신영증권 리서치센터

도표 33. CP/T-bill 스프레드, 상대적으로 높은 수준 유지



자료 : Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 34. 미 CP 잔액 추이



자료 : SIFMA, 신영증권 리서치센터

## Compliance Notice

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