

디지털자산

# 스테이블코인 수익 전쟁

디지털자산 담당 임민호  
02-2004-9911  
leem.min-ho@shinyoung.com





# Contents

---

- 01 왜 달러 스테이블코인이 특별한가
- 02 스테이블코인 수익의 본질: 유통 플랫폼이 지배한다
- 03 원화 스테이블코인에 대한 생각

# Summary

## 왜 달러 스테이블코인이 특별한가

스테이블코인이 전 세계 금융시장에서 핵심 이슈로 부상하고 있다. 먼저 본질로 돌아가보자. 퍼블릭 블록체인의 혁신은 ‘가치 전송이 가능한 글로벌 인터넷’을 구현하는 데 있다. 과거 통신사 전용망 기반의 국제통화와 문자가 인터넷 기반 메신저로 대체된 것처럼, 금융도 전통 금융기관이 없는 개방형 블록체인 네트워크로 전환되고 있다. 이러한 환경에서 **기축통화인 달러는 글로벌 수요를 바탕으로 퍼블릭 블록체인 상에서 강력한 네트워크 효과를 발휘하고 있으며, 이는 달러 스테이블코인이라는 새로운 글로벌 금융 인프라를 창출하는 원동력이 되고 있다.**

## 원화 스테이블코인, 구조적 수익화의 한계

스테이블코인 시장의 수익성은 ‘유통 잔액’ 확보에 좌우된다. 달러 스테이블코인은 기축통화라는 지위를 기반으로 미국 금융시스템 외부에서의 유동성 유입이 가능한 반면 원화 스테이블코인은 글로벌 수요가 제한된 비기축통화 기반으로 **국내 유동성의 내부 이동에 그칠 가능성이 높다.** 특히 한국은 은행 중심의 신용창출 구조를 갖고 있어 **정책당국은 은행 시스템 안정성을 전제로 규제 설계를 병행할 수밖에 없다.** 반면, 미국은 자본시장 중심의 신용 구조와 비은행 유동성 공급 채널이 발달해 있어 이러한 제약이 상대적으로 덜하다. 결과적으로 금융시스템의 구조적 차이와 낮은 글로벌 수요는 원화 스테이블코인의 유통 확대를 제한하며, **수익 확장성 측면에서 구조적인 제약 요인으로 작용한다.**

## 스테이블코인 수익은 유통 플랫폼이 핵심

스테이블코인 수익의 본질은 발행이 아닌 **유통 지배에 있다.** Circle은 USDC 운용 수익의 60% 이상을 코인베이스에 배분하고 있으며, 코인베이스는 이 수익을 바탕으로 USDC 기반 월렛, 결제 시스템, RWA 연계 등을 통해 온체인 금융 허브로 빠르게 확장하고 있다. 이처럼 스테이블코인의 이자 수익은 발행사가 아닌 보유 및 사용처를 통제하는 플랫폼이 실질적인 지배력과 수익을 점유하는 구조이다. PayPal(PYUSD), 크라켄과 로빈후드 등이 참여하는 Global Dollar Network(USDG) 역시 유통 통제 중심 전략을 취한다.

## 원화 스테이블코인에 대한 생각

자연 발생적 글로벌 수요가 부재한 원화 스테이블코인은 ① 리워드 기반 투자자산화, ② 디지털자산 거래소 연계, ③ 국경 간 정산, ④ 지급결제 인프라 통합 등을 통해 **국내 중심의 확산 전략을 모색**할 수 있다. 플랫폼 기업들이 주도할 경우, 통화정책 • 외환통제 기반이 약화될 수 있으며, 반대로 은행 단독 발행은 혁신 유인 부족이라는 한계를 가진다. **이에 따라 은행 중심의 ‘컨소시엄 모델’이 대안이 될 수 있다.** 이 모델은 금융기관의 신뢰성과 민간의 확장성을 결합하며, 수익 배분 구조를 통해 네트워크 효과와 사업 연계를 동시에 실현할 수 있다.



**왜 달러 스테이블코인이 특별한가**



# 퍼블릭 블록체인의 혁신성

## 가치 전송이 가능한 인터넷

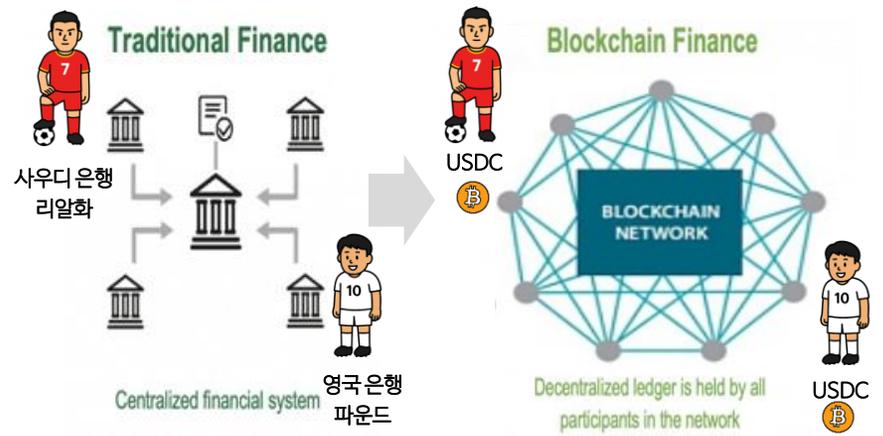
- 국가/기관별로 나뉘어져 있는 유동성을 단일 네트워크로 통합해 규모의 경제 창출 가능
  - 과거 통신사 전용망 기반의 국제통화·문자가 카카오톡, 위챗 등 인터넷 기반의 메신저로 대체된 것처럼
  - 국가별로 파편화된 금융 시스템도 퍼블릭 블록체인을 통해 국경 없이 빠르고 저렴하게 작동하는 시대로 전환
- 왜 달러 스테이블코인이 특별할까?
  - 이러한 전환 속에서 글로벌 수요가 높은 자산일수록 더 강력한 네트워크 효과를 발휘하며, 새로운 시장을 창출
  - 달러는 기존 글로벌 금융망에서 이미 통용성을 확보한 기축통화로, 퍼블릭 블록체인의 글로벌성과 결합될 경우 스테이블코인, 실물자산 토큰, 국제 송금, 글로벌 투자를 중심으로 단일 유동성 네트워크를 형성할 수 있음

인터넷망으로 국경 없이 문자, 음성/영상 통화 무료로 가능



자료 : SKT, KaKao, 신영증권 리서치센터

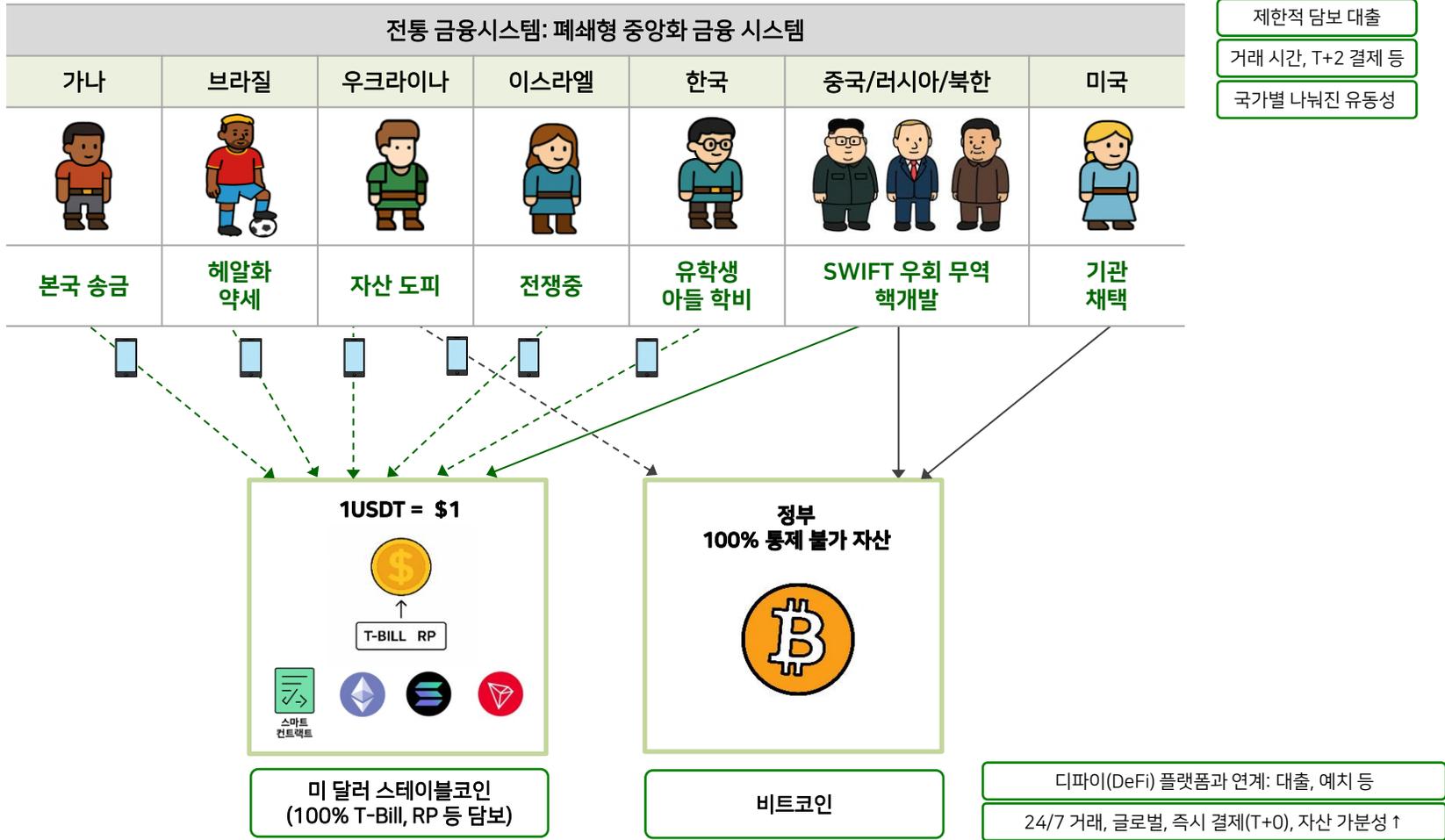
퍼블릭 블록체인으로 글로벌 개방형 금융 시스템 구축



자료 : Beacon Venture Capital, 신영증권 리서치센터

# 디지털자산 채택은 글로벌 자연 발생적 현상

## 신흥국, 미국 적성국 중심으로 달러 스테이블코인, 비트코인 채택 확산



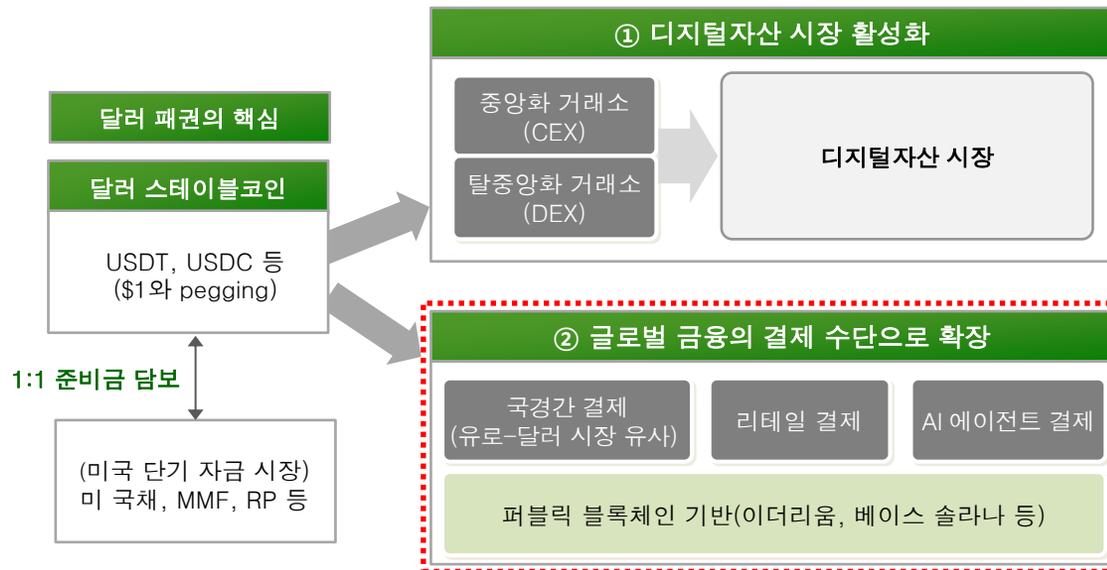
퍼블릭 블록체인: 개방형 글로벌 금융시스템 구현

# 미 달러 스테이블코인 개화

## 달러 스테이블코인, 미 국채 등을 담보로 발행

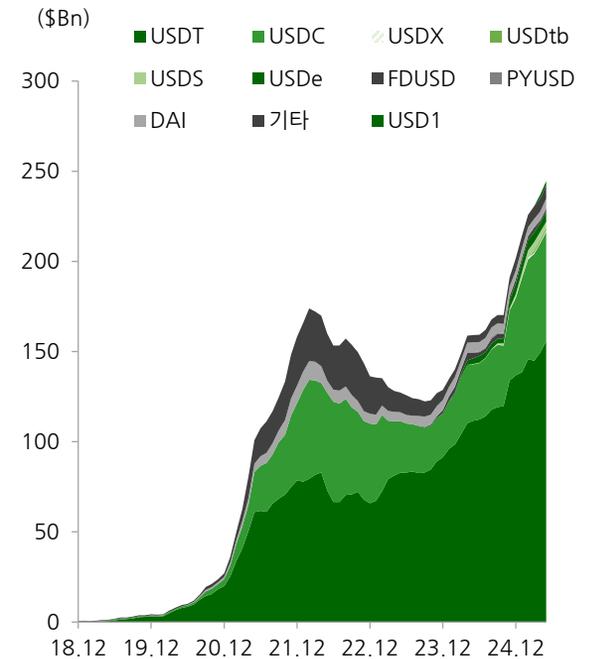
- 실물자산과 동일한 안정적인 가치를 유지하도록 설계된 디지털자산
  - 미 달러 스테이블코인은 스테이블코인의 99%를 차지하며, 테더 USDT(66.3%), 서클 USDC(26.4%)이 92% 차지
  - 가치 유지를 위해 실물자산을 100% 담보로 발행. 달러 스테이블코인은 T-Bill, RP, MMF 등을 담보로 발행
  - 달러 스테이블코인은 디지털자산-법정화폐를 연결하는 가교 역할을 수행하나, 향후 지급·결제 수단으로 확대 예상

스테이블코인은 디지털자산 거래에 주로 쓰이지만 지급결제 수단으로 확장 가속화



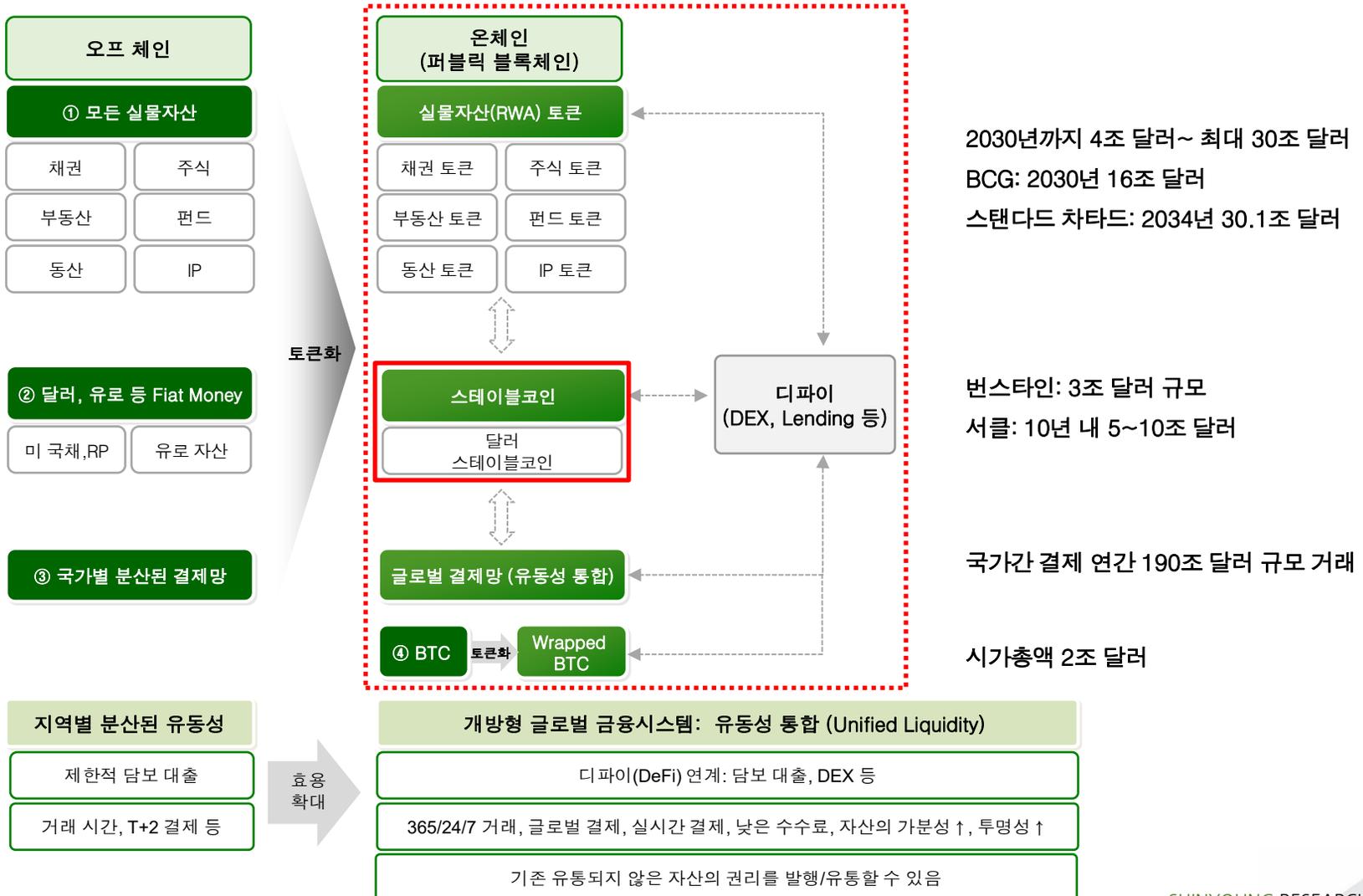
2,500억 달러 → 약 2~10조 달러 성장

달러 스테이블코인 시가총액: 2,500억 달러



# 모든 자산이 블록체인 위에 올라 오는 온체인 금융의 시대

## 핵심 매개 통화는 '미 달러 스테이블코인'



# ① 크라켄 거래소의 미국 주식 거래 지원

## 토큰화 주식 서비스 시작

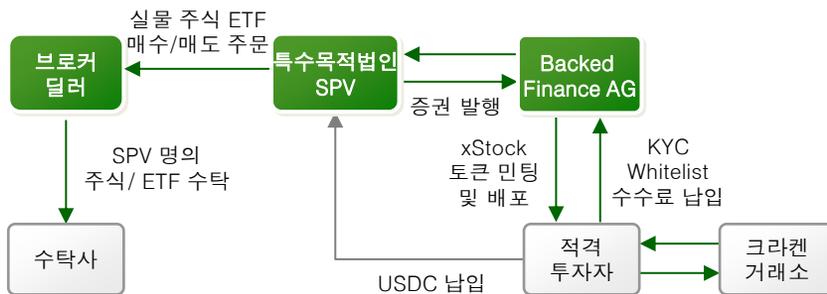
- 50개 이상 주식·ETF 토큰, 비(非) 미국 고객 제공
  - 크라켄 거래소는 Apple(Xaapl), Tesla(Xtsla) 등 주식 토큰 거래 지원을 유럽, 아프리카, 중남미 등 지역에서 서비스 예정
  - 솔라나 블록체인에서 전송 및 DeFi 프로토콜 담보 활용해 24/7 거래 가능
  - 사용자 기반을 보유한 블랙록, 로빈후드, 코인베이스 등도 증권의 토큰화 사업화 공표

증권 계좌없이 토요일 밤에 엔비디아 주식을 매수하는 세상



자료 : Kraken, 신영증권 리서치센터

## 크라켄 거래소의 주식 토큰 구조도 예상



자료 : Backed Finance, 신영증권 리서치센터

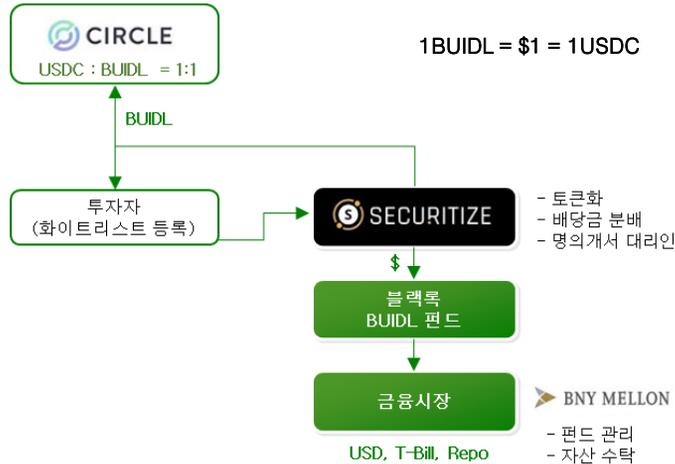
항목	법인/기관	기능
발행인	스위스 기반 SPV	- 스위스 회사법 Article 973d CO에 따라 Ledger-Based Security 발행 - 투자자와의 법적 계약 당사자
관리기관	Backed Finance AG	- Tokenization 구조 설계 및 기술 운영 총괄 - SPL 스마트컨트랙트 운영 - 토큰 발행, KYC 화이트리스트 관리
대리금융기관 (Security Agent)	독립 제3기관	- 투자자 명의의 직접 대리인 - 담보 계약 체결 및 권리 보호 담당 - SPV 부도 시 담보 자산 회수 상환
증권사 자산 수탁	전통 증권사 수탁은행	- 주식 및 ETF 매입 실행 및 SPV 명의 수탁

## ② 블랙록, MMF 토큰화

### 실시간 환매 가능한 상품

- 이더리움 블록체인에서 토큰화 MMF BUIDL 출시
  - BUIDL 토큰은 ERC-20에서 “허가형 토큰”으로 발행되며 화이트리스트에 포함된 투자자만 투자 가능
  - BUIDL 토큰 - USDC 유동성 풀을 활용해 365/24 펀드 설정 • 환매 가능
  - Ethena Labs의 USDtb는 BUIDL를 담보로 포함
  - 프랭클린 템플턴, 위즈덤트리, 피델리티 등도 퍼블릭 블록체인을 활용해 펀드 토큰화 확대 시도

#### BUIDL 펀드 구조도



자료 : 신영증권 리서치센터

블랙록, 모든 자산 토큰화 표명: ETF의 다음 비이클은 토큰화!

BLACKROCK CEO SAYS

Next  
technological  
revolution is  
tokenization of  
every financial  
asset

- LARRY FINK



자료 : Black Rock, 신영증권 리서치센터

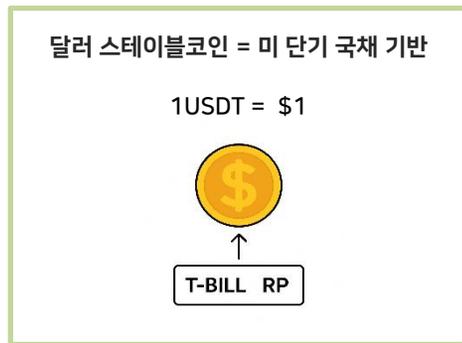
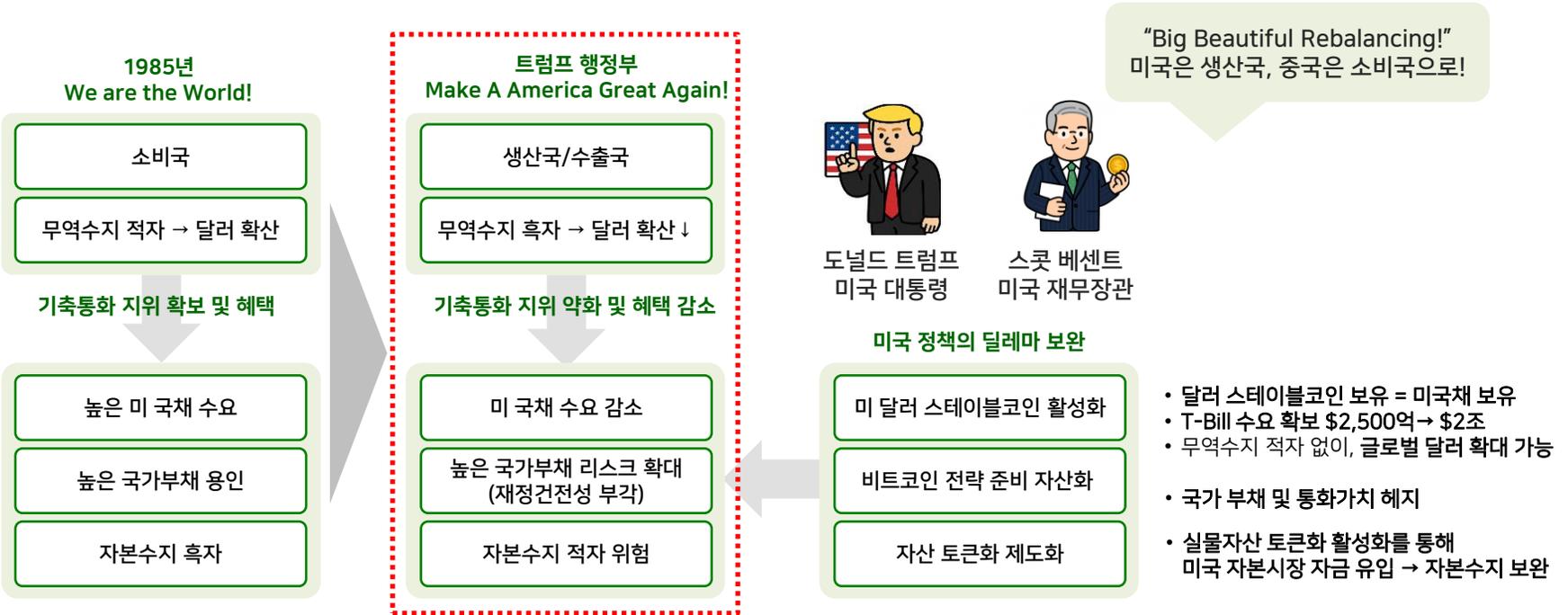
#### BUIDL 펀드 상세

이름	세부	비고
발행 규정	506(C)발행	적격 투자자 이외 투자 불가
최소 투자금액	500만 달러	향후 10만 달러까지 하향 가능
커스터디	Anchorage Digital Bank, Bitgo, Coinbase, Fireblocks	
펀드 자산 수탁	BNY Mellon	
기초자산	MMF, RP, 미 달러	- 토큰당 1달러의 가치 제공 - 매일 발생 배당금 토큰으로 지급
명의개서 대리인 토큰화 플랫폼	Securitize Markets	
블록체인	이더리움	

자료 : 신영증권 리서치센터

# 미국의 디지털 금융 시대의 패권 유지 전략: 블록체인 기반 금융

## 달러 스테이블코인, 토큰화, 비트코인을 통해 달러 기축통화 지위 유지



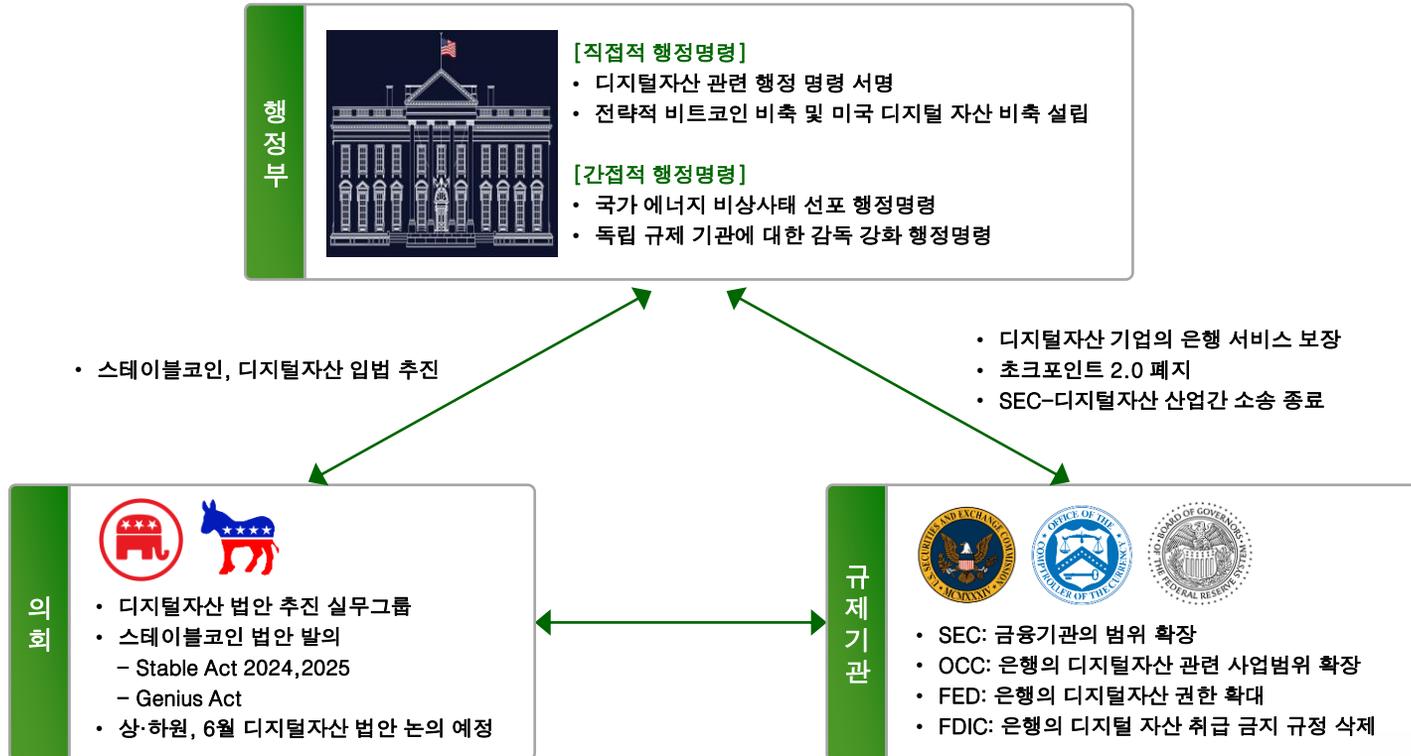
# 디지털자산 규제 전환 본격화

## 미국의 글로벌 디지털자산 허브 선언

### • 행정부-의회-규제기관 간 공조 확대

- 의회는 행정부와 의 공조를 통한 디지털자산 및 스테이블코인에 대한 초당적 법안 통과 추진
- 규제기관은 '집행에 의한 규제'에서 벗어나 금융기관의 디지털자산 서비스 관련 범위 확대 추진
- ① 비트코인 전략자산 ② 스테이블코인 • 디지털자산 관련 규제 확립 ③ 디지털자산 관련 금융기관의 서비스 범위 확장

### 행정부 & 의회 & 규제기관의 강한 공조



# 규제 변화에 발빠르게 움직이는 기업들

## 금융 인프라-블록체인 결합 가속화

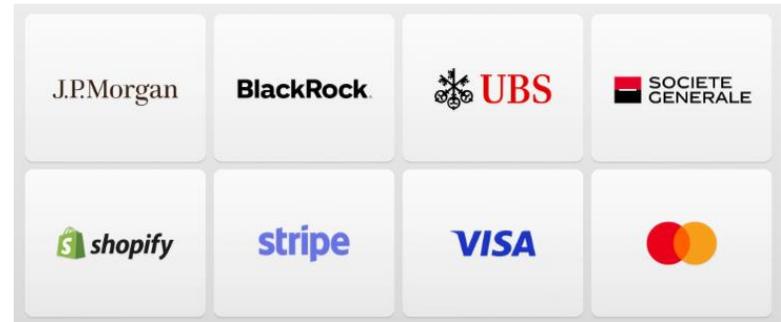
- 국가 간 결제 시장 선점을 위한 플랫폼 기업들의 스테이블코인 경쟁 시작
  - ①금융기관, ② 플랫폼 기업 ③ 주 정부의 스테이블코인 채택 가속화되며 금융 인프라로의 지위 확장 진행중
- 금융 인프라-블록체인 결합 가시화
  - DTCC, CME, ICE 등은 KYC/AML/CFT 시스템 구축, 토큰화 자산 담보 관리, 증거금 관리, 회계 데이터 연동
  - 로빈 후드, 크라켄: 솔라나와 베이스를 활용한 주식 토큰 거래소 출시 시도
  - 도이치뱅크, 크라켄, 소니 등 자체 레이어2 네트워크 구축 추진 & UBS, 피델리티 등은 퍼블릭 블록체인 기반 펀드 출시

기관과 기업들의 퍼블릭 블록체인 온보딩

기업	주요 내용
대형 은행 연합	JP모건, 뱅크오브아메리카, 씨티그룹, 웰스파고 등 스테이블코인 공동 발행 논의
커스토디아 -반티지 은행	예금 기반 스테이블코인 아빗(Avit) 발행
와이오밍 주 WYST	미국 최초로 주정부 차원에서 스테이블코인 WYST 발행 예정(7월)
팍소스 주도 USDG	글로벌 달러 네트워크 (Global Dollar Network, USDG)
피델리티	Fidelity 스테이블코인 출시를 위한 시험 단계 토큰화 펀드(Tokenized Fund)와의 연계를 위한 스테이블코인 연구
뱅크오브아메리카	법안 통과 시 스테이블코인 발행 예정

자료 : 신영증권 리서치센터

기관과 기업들의 퍼블릭 블록체인 온보딩



자료 : Squads, 신영증권 리서치센터

# [참고] 스테이블코인 법안

## GENIUS Act와 Stable Act 비교

분류	GENIUS Act	STABLE Act of 2025	시사점 및 예상 쟁점
준비금 요건	<b>1:1 준비금 유지 필수</b> • 미 국채(93일 이하), 중앙은행 예치금 만기 7일 이하 RP/RRP, MMF • 준비금 담보/재사용 금지 <b>월기준 준비금 내역 공시 및 회계 감사</b>	<b>1:1 준비금 유지 필수</b> • 미 국채(90일 이하), 연준 예치금, 7일 이하 RP • 준비금 재사용 금지 <b>월 기준 준비금 내역 공시 및 회계 감사</b>	• USDT 등은 미국 내 발행 불가
규제 관할	<b>발행 규모 100억 달러 초과(연방 규제 적용)</b> • 은행 기관 → 연준(Fed) 감독 및 승인 • 비은행 기관 → 통화감독청 (OCC) 단독 감독 및 승인 단, 연방 기관 승인 시 주 규제 가능	연방 기준 준수 (주정부 일부 발행 허용) • 은행 기관 → 연방 예금보험공사(FDIC) 승인 및 연준(Fed) 감독 • 비은행 기관 → 통화감독청 (OCC) + 연준 감독 및 승인	• 스테이블코인 발행사에 대한 감독 관할이 핵심 쟁점 • 통과시 기업별 스테이블코인 발행 가능 가능성
	<b>발행 규모 100억 달러 이하 기관</b> • 주(州) 규제 적용 받을 수 있는 선택권 제공 단, 규제는 연방 기준과 실질적 유사		
빅테크 발행 규제	빅테크 기업의 사용자 금융데이터 기반 스테이블코인 발행 제한 또는 감독 당국의 허가 필요 → 서비스 약관 내 별도 동의가 존재할 경우 가능		
추가 조항	<b>이자 발생 스테이블코인(yield-bearing stablecoins) 금지</b>		
	발행자 파산 시 청구권 우선 조항		
외국 발행자	AML, 제재 대응 역량, 감독권한 명확성 요구 → 재무부 승인 근거 공개 의무		
금융기관	금융기관이 기존 법률 내에서의 스테이블코인 운영 허용		
상호운용성	<b>상호운용성(Interoperability) 기준</b> • 서로 다른 블록체인 네트워크 및 금융 시스템 (FedNow, ACH 등)과 상호호환성 및 통합 고려	• 금융기관이 디지털자산을 활용하는 경우, 별도 승인 필요	• 금융시스템과 블록체인의 상호운용성 확보

# [참고] SEC의 전향적 변화: 증권 토큰화 예외적 승인 제도 도입

## A Creative and Cooperative Balancing Act

구분	내용
기술 도입 저해요인	- SEC 규제는 전통 시장 중심 (Reg NMS 등) - DLT 기반 서비스가 거래소, 브로커딜러, 청산기관 등 복수 라이선스 요건 충족 어려움
SEC의 대응 전략	- 조건부 면제 명령(Exemptive Order) 검토 중 → 일정 조건 하에 기존 등록요건 일부 면제
토큰화 정의	- 전통 증권(주식, 채권 등)을 블록체인 기반의 토큰으로 발행하고, 분산원장기술(DLT)을 통해 소유권 기록을 유지
기술 목적	- 발행/거래/결제의 디지털 전환 - 효율성, 실시간 정산, 비용 절감, 투명성 향상
적용 대상 사례	- DLT 기반 자동화 시장조성 시스템(AMM)을 통한 토큰화된 증권 거래 기업, 토큰화된 증권의 발행자, 거래 플랫폼 운영자 등
현황 및 한계	- 현재 규제 체계에서는 브로커딜러, 거래소, 청산기관 등록 요건 발생 → 진입장벽이 높음 - 토큰화된 증권 수: 매우 제한적 / 거래 가능한 플랫폼: 극소수 기업: 규제 불확실성 탓에 발행 유인 부족
예외 조건 내용	- 플랫폼 제품·서비스·운영·이해충돌·스마트계약 위험 등을 포함한 사용자 정보 공시기록 보관 및 보고 의무 - 재무 건전성 유지 요건 - 암호자산 보관 서비스를 제공하는 업체의 경우, 보관 구조와 위험에 대한 공시 - 지갑 보안 및 블록체인 보안 관련 정책·절차 마련 요건
초기 제한 조건	- 거래 가능 종목 수, 거래량 등에 제한 → 성과에 따라 점진적 확대 가능 (Tier-up 모델)
국경 간 협력안	- 외국 샌드박스 기업이 미국에서도 실험 가능하도록 양자 협력 체계 제안 - 전제: 정보 공유 및 감독 협정 체결 필요

자료 : SEC, 신영증권 리서치센터

# 스테이블코인 VS. 법정 화폐

## 금융 시스템 내 권력의 이동: 은행 → 민간

### • 법정 화폐 대비 스테이블코인의 구조적 장점

- ① 실시간 정산(Atomic Settlement), ② 글로벌 접근성 (Borderless Infrastructure), ③ 투명성(발행량, 유통량 실시간 공개), ④ 24/7 가용성, ⑤ 디파이 연계(담보관리, 대출 등 탈중앙화 금융 활용 가능)

### • 스테이블코인 확대는 금융 시스템 측면에서 구조적 리스크 수반

- 100% 준비금 기반 구조는 기존 은행의 부분 지급준비제 예금을 대체할 경우, 대출 여력 축소 및 신용공급 위축 효과
- 중앙은행의 통화정책 유효성 약화: 예금·대출 기반의 통화량 조절 및 금리 조절 정책의 유효성 저하
- 통화 승수의 축소: 신용 창출 기능이 없는 스테이블코인은 승수 효과를 제한해 정책의 파급력을 약화시킴

### 명목 화폐와 스테이블코인 비교

항목	명목화폐 (Fiat Money)	스테이블코인 시스템
발행 주체	중앙은행	민간 발행자 (Circle, Tether 등)
발행 기준(담보)	국가 신용, 세수 등 (실질적 국채)	현금·국채 등 100% 준비자산을 예치 후 발행
대차대조표 구조	자산: 국채 / 부채: 통화	자산: 준비금 / 부채: 스테이블코인
유통 방식	상업은행을 통한 간접 유통	블록체인 기반 유통
	부분 지급준비제	100% 지급준비제
통화 승수효과	있음 (신용 창출)	없음 (신용 창출 불가)
주요 목적	경제 성장, 물가안정 등 거시정책 수단	결제 편의성, 글로벌 송금, 온체인 금융
통화수요 유도 방식	법정통화 지위 + 세금 징수	1:1 환매 신뢰 + 온체인 결제 수요 + 리워드 설계

자료 : 신영증권 리서치센터

# 스테이블코인 VS. 법정 화폐

## 금융 시스템 내 권력의 이동: 은행 → 민간

### • 자산 운용 주체의 구조적 변화가 핵심

- 운용주체가 은행에서 스테이블코인 발행사로 전환되며 기존 “예금 → 대출” 구조에서 “자산 운용” 구조로 전환
- 외국인 자금 유입을 통한 신규 발행 국채 매입이 없다면, ① 스테이블코인 발행사 → 국채 매입 ② 국채 매도자(MMF, 연기금, 증권사)의 은행 계좌로 자금이 재유입되는 순환 구조

스테이블코인 도입에 따른 구조적 수익 구조 변화

항목	기존 구조	스테이블코인 도입 후
유동성	은행 예금	스테이블코인 발행사
자금 운용 주체	은행 → 대출, 채권 운용	스테이블코인 발행사 → 채권 매입 중심
신용창출 구조	예금 → 대출 (신용 창출)	스테이블코인 발행사 → 자산 운용 (비신용, 수익 추구)
수익	은행(대출 및 투자)을 통한 예대 마진	단기 국채 기반 운용 수익-리워드 비용
MMF 구조와 비교	MMF도 예금이탈이지만 은행 계좌 기반 금융기관 내부 펀드	비은행 발행 + 퍼블릭 블록체인 유통 + 비예금 형태 즉, 은행 밖에서 새로운 "민간 화폐 시스템"이 형성

자료 : 신영증권 리서치센터

# 달러 vs 원화 스테이블코인: 구조적인 수익성 한계 존재

## 글로벌 수요가 낮은 원화, 미국식 수익 모델 그대로 적용 어려워

- 스테이블코인 산업의 수익성은 ‘순발행 잔액 × 이자 수익률’에 의해 결정
  - 핵심은 얼마나 많은 잔액을 유통시킬 수 있는가이며, 이는 글로벌 유통 가능성과 해당 통화의 수요에 좌우됨
- 달러 스테이블코인: 기축통화 기반의 자본 유입형 모델
  - 달러 스테이블코인은 발행 시 ① 자국 은행 예금의 일부 이탈이 발생하지만, ② 글로벌 달러 수요가 외부에서 유입되며 발행 잔액이 확대되는 구조로 새로운 스테이블코인 잔액을 창출
  - 미국 국채 수요 확대, 자본수지 개선, 디지털 달러의 글로벌 확산으로 연결
  - 한편, 미국은 자본시장 중심의 신용 구조와 비은행 유동성 공급 채널이 발달해 있어 국내 대비 은행 의존도가 낮음

### 달러 스테이블코인, 해외 수요는 금융 시스템 내 신규 유동성으로, 스테이블코인 기반 산업의 수익 확대 요인

구분	미국 거주자 스테이블코인 수요	미국 외 해외 사용자의 스테이블코인 수요
자금 출처	미국 은행 예금	미국 외 달러 자산
매커니즘	예금 → 스테이블코인	외환 → 스테이블코인
금융시스템 영향 및 유동성	기존 유동성의 재편 (대출 감소, 채권 매수 증가)	금융 시스템 내 신규 자본 유입 (순증가)

자료 : 신영증권 리서치센터

# 달러 vs 원화 스테이블코인: 구조적인 수익성 한계 존재

## 글로벌 수요가 낮은 원화, 미국식 수익 모델 그대로 적용 어려워

- 원화 스테이블코인: 비기축통화 기반의 유동성 재편형 모델
  - 글로벌 자금 유입이 없다면, 민간 발행 스테이블코인은 국내 예금 등이 발행사로 이동하는 유동성 구조 재편에 그침
  - 한국은 은행 중심의 신용창출 구조를 기반으로 하고 있어, 예금 이탈 시 대출 여력 축소와 금융중개 기능 약화 등 금융안정 리스크가 내재 → 정책 설계 측면에서 달러 스테이블코인 대비 제약 요인이 클 가능성이 높음
- 금융시스템의 구조적 차이와 글로벌 수요의 부재는 원화 스테이블코인의 유통 확대를 제약하며, 이는 수익성 확보의 핵심 제한 요인으로 작용
  - 이는 미국이 스테이블코인 발행을 통해 실질적인 자금 유입과 미국 내 신규 수익을 창출하는 것 대비 제약적

달러 스테이블코인과 원화 스테이블코인 비교

구분	달러 스테이블코인	원화 스테이블코인(국내 한정 가정)
통화 지위	기축통화 (USD)	비기축통화 (KRW)
스테이블코인 수요	글로벌 수요	국내 중심, 해외 수요 제한적
금융 시스템 유동성	예금 이탈 존재하나, 외부 신규 유동성도 존재	예금 이탈만 존재, 신규 유입 제한적
자금 유입 방향	해외 → 미국 (자본 유입)	자본 유출 우려 존재
자본수지	자본 유입 증가	-

자료 : 신영증권 리서치센터



**스테이블코인 수익의 본질  
: 유통 플랫폼이 지배한다**

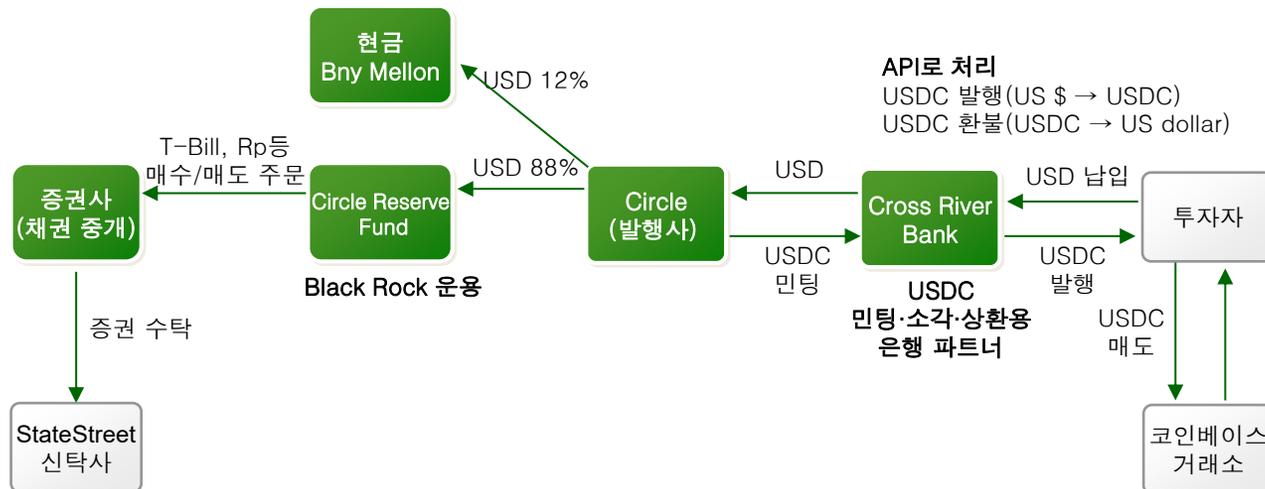


# 스테이블코인 발행 구조와 금융기관의 역할

## 서클의 USDC 발행 구조 사례

- (1) 운용사: ① 기초자산 및 준비금 운용 지원
  - 블랙록, 서클과 파트너십을 통해 서클의 USDC 준비금 자산운용사로 참여하며, 최소 90% 이상 준비금 운용
- (2) 증권사: 스테이블코인 기초자산 매입(단기 채권, RP 등)
- (3) 은행: ① 스테이블코인 발행 자산의 수탁사 역할, ② 스테이블코인의 On/Off Ramp 역할
  - 서클의 USDC의 신탁사로 Bny Mellon 참여, 실물 증권을 보관하는 증권 수탁사로 StateStreet 참여
  - 크로스리버 은행, 서클의 On/Off Ramp 지원을 통해 원화와 스테이블코인 사이의 안전한 변환 중개

### Circle의 USDC 스테이블코인 구조도



# 스테이블코인 발행 • 유통 생태계

## 스테이블코인 발행 • 유통 주요 주체

- 발행사는 금융기관(증권, 운용사, 은행, 신탁사) 구조 활용해 담보자산에 대한 안정성 확보
- 디지털자산 거래소, 결제 및 송금 플랫폼, 블록체인 인프라 기업 등이 스테이블코인 유통에 참여

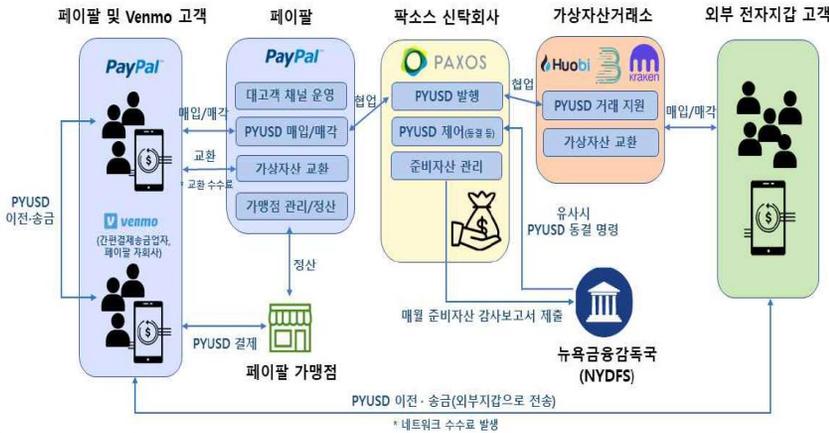
구분	주체	수익원	수익 구조	사례
발행	스테이블코인 발행사	① 준비금 운용 수익(이자 수익) ② 신탁 수수료 수익	① USD를 국채·MMF 등에 운용하여 수익 확보 ② 신탁 수수료만 수취(Paxos)	테더(USDT), 서클(USDC), Paxos(USDG)
		B2B 결제 인프라 플랫폼	결제 API, 기업결제 인프라 수수료	서클(Circle Payment Network) USDC 기반의 글로벌 실시간 결제망 처리 금액 일정 비율(0.10%) 수수료 수취
	은행/신탁	준비금 수탁 수수료	수탁 보수 기반의 안정적 수익모델	BNY Mellon (USDC 현금 보관) MUFG Trust (JPYC 신탁형 모델)
	은행 (On/Off Ramp 기능)	예치금 운용 마진 온·오프램프 수수료	사용자 USD 입금 처리 USDC 발행 시 자금 운용 수익 송금 및 정산 수수료 일부 확보	Cross River Ban (Circle의 자동 발행/상환 프로세스 제공)
	자산운용사	준비금 운용 보수	발행사 준비금 운용 수수료	Circle Reserve Fund 위탁운용 (BlackRock)
유통	거래소	거래 수수료 / 출금 수수료 환전 스프레드	스테이블코인 거래·환전·인출 수수료 거래량 확대 → 플랫폼 수익 증가	Coinbase Binance
	마켓메이커/LP	스프레드 차익 계약 수수료 수익 (유동성 공급 계약) 발행사의 유동성 인센티브	스테이블코인 가격이 \$1 이탈 시 차익 거래 원/달러 환율에 맞게 마켓 메이킹	Alameda, Wintermute
	결제/송금 서비스	송금 수수료 FX 스프레드 결제 수수료	은행 대비 저렴한 수수료 (1% 이하) 크로스보더 결제 스프레드 수익	MoneyGram, PayPal PYUSD
	블록체인 인프라	L2 거래 수수료 MEV 수익	Base 체인 운영 → 시퀀스 수수료 수취 자체 앱 내 결제·송금 서비스에서 수수료 확보	Coinbase (Base)
	지갑 사업자	온·오프램프 수수료	사용자 인터페이스 제공 USDC 입출금 수수료	Coinbase Wallet

# 스테이블코인, 유통 플랫폼이 핵심

## 스테이블코인 이자 수익은 강력한 유통 채널 지닌 플랫폼이 독점하는 구조

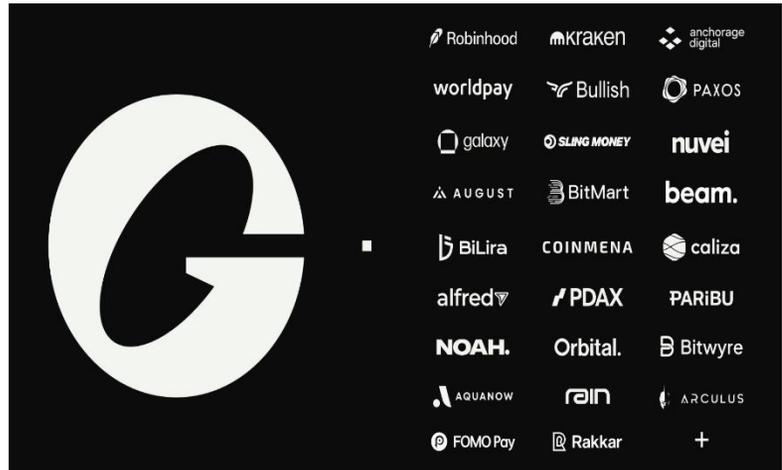
- 스테이블코인 발행사가 아니더라도, 유통 플랫폼은 수익 계약을 통해 수익 창출 가능
- Paxos 발행 모델: 페이팔 PYUSD, Global Dollar Network USDG 사례
  - PYUSD, USDG은 발행과 유통이 분리된 형태
  - 발행사인 Paxos는 스테이블코인의 법적·기술적 발행사이며, 스테이블코인 관련 이자 수익은 플랫폼사가 수취
  - ① PYUSD: 발행사(Paxos)가 아닌 유통사인 PayPal이 스테이블코인 이자 수익 수취
  - ② Global Dollar Network(GDN)의 USDG: 발행사(Paxos Singapore)가 아닌 Kraken, Robinhood, Visa, DBS 등 GDN 유통 파트너사가 스테이블코인 이자 수익 수취

### 페이팔의 PYUSD 구조도



자료 : 한국은행, 신영증권 리서치센터

### Global Dollar Network USDG 파트너사



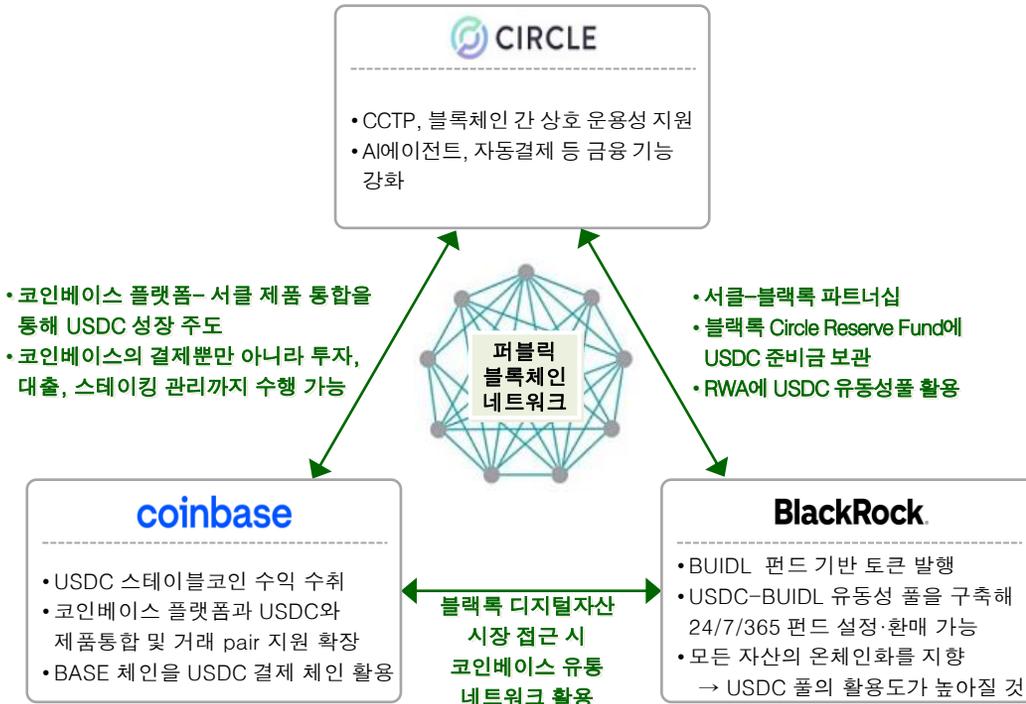
자료 : GDN, 신영증권 리서치센터

# [서클 사례] 코인베이스 - 블랙록 - 서클의 파트너십

## USDC, 글로벌 결제, RWA 시장 개화의 수혜

- 서클-코인베이스-블랙록 제품 통합 시너지를 통해 온체인 금융 생태계 확장 도모
  - 블랙록은 서클의 90% 이상 준비금 운용 계약을 맺은 대신 달러 스테이블코인 미출시 계약
  - 코인베이스는 서클의 유통사로서 제휴하며 수수료 수취
  - ① 국경 송금, ② 실물자산 토큰화, ③ 디지털자산 거래, ④ AI 에이전트 결제수단으로의 USDC 활용도가 높아질 것

### 서클과 코인베이스와 블랙록의 파트너십



자료 : 코인베이스, 신영증권 리서치센터

### 서클의 CCTP 지원과 코인베이스의 USDC 리워드



## Onchain rewards for everyone: Earn 4.7% APY in USDC rewards on Coinbase Wallet

TLDR: Coinbase Wallet is introducing USDC Rewards, an easy way to earn rewards on your USDC, with no hoops to jump through, almost anywhere in the world. For the first time, Coinbase Wallet users can earn 4.7% APY simply by holding USDC onchain. This means your funds remain liquid, accessible anytime.

By Jesse Pollak Product, 2024년 11월 20일, 3 mins read time

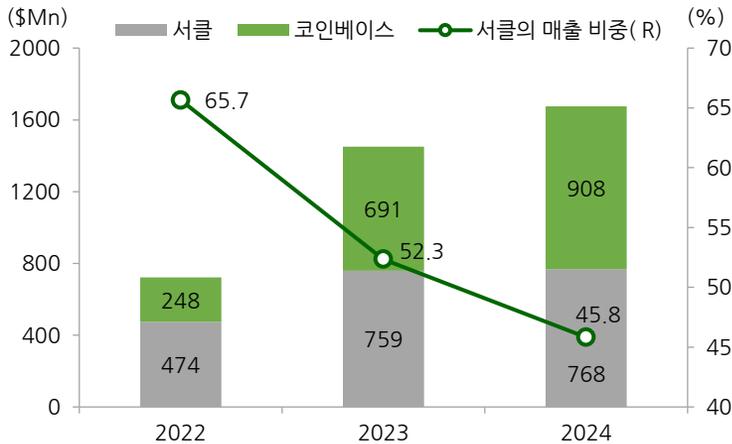
자료 : 코인베이스, 신영증권 리서치센터

# [서클 사례] 스테이블코인, 유통 플랫폼이 핵심

## 서클(CRCL) 수익의 최대 수혜는 코인베이스

- 발행사 Circle < 유통 파트너인 Coinbase 높은 수익
  - 코인베이스는 ① 코인베이스 플랫폼 내 USDC 이자 수익 100% ② 외부 플랫폼 이자 수익 50% 수취
  - 발행사인 Circle은 규제 부담, 자본 요건, 기술 운영 리스크를 모두 감수하나 수익 배분 구조상 열위
  - ① 기준금리 하락 시 수익성 급격히 저하 ② 코인베이스 등 유통 파트너에 대한 높은 의존도에 따라 단위당 수익성 저하
- 서클이 제3자 유통 파트너에 지출하는 구조적 비용 존재
  - 발행사가 수익을 대부분 수취하는 신탁 모델과 달리 스테이블코인은 유통 파트너가 공동 파트너 역할
  - 서클은 바이낸스 등과 제3자 유통 파트너 계약을 통해 유통비용 지출. 유통비용은 매출 대비 최소 60% 유지되는 구조

USDC 관련 매출 추이: 서클 VS. 코인베이스



자료 : Circle, Ark Investment, 신영증권 리서치센터

서클의 재무제표

(단위: 백만 달러)

	2022	2023	2024	2025 (E)
USDC 공급량(연말)	\$44,554	\$24,412	\$43,857	\$72,364
Fed Rate	3.35%	5.19%	4.50%	4.15%
<b>총 매출</b>	<b>772</b>	<b>1,450</b>	<b>1,676</b>	<b>2,430</b>
준비금 운용수익	736	1,431	1,661	2,412
기타 영업수익	36	20	15	15
<b>총 유통·거래 비용</b>	<b>309</b>	<b>728</b>	<b>1,017</b>	<b>1,454</b>
유통·거래 비용	287	720	1,011	1,463
기타 비용	22	8	7	
<b>매출 대비 유통 비용 %</b>	<b>37.2%</b>	<b>49.6%</b>	<b>60.3%</b>	<b>60.3%</b>
<b>매출총이익</b>	<b>463</b>	<b>723</b>	<b>659</b>	<b>964</b>
영업비용	501	453	492	516
<b>영업이익</b>	<b>-38</b>	<b>270</b>	<b>167</b>	<b>448</b>
<b>순이익</b>	<b>-769</b>	<b>202</b>	<b>125</b>	<b>335</b>
P/E				<b>163.7X</b>
EV/EBITDA				<b>125.2X</b>

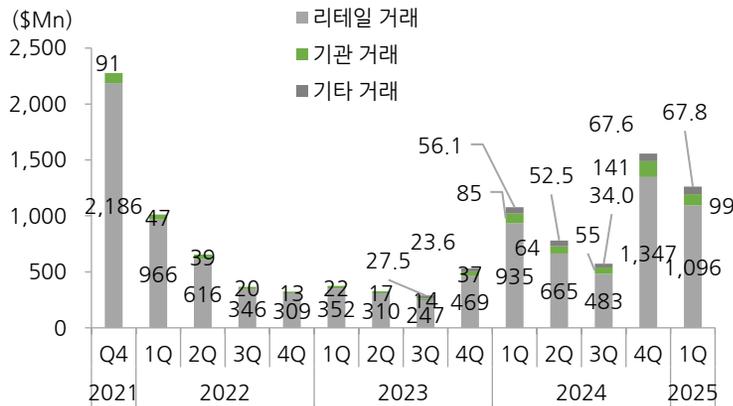
자료 : Circle, 신영증권 리서치센터

# 코인베이스, 스테이블코인과 토큰화 개화의 최대 수혜 기업

## 글로벌 온체인 금융 인프라 기업으로 도약

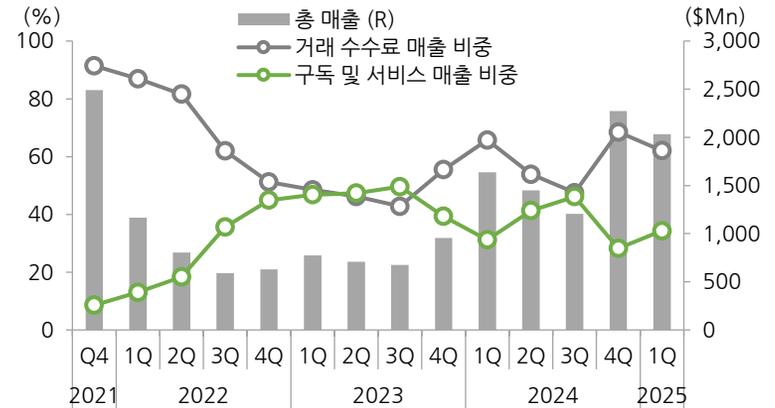
- 거래소 기반 수수료 모델 → 금융 인프라 비즈니스 전환
  - ① 거래 수익 부문 \$40억 (YoY +162%)
  - ② 구독 및 서비스 부문 수익 \$23억 (YoY +64%)
- Base 체인을 기반으로 스테이블코인 기반 금융 확장
  - ① Coinbase Wallet, ② Base 블록체인, ③ USDC 인프라, ④ 전자상거래 플랫폼용 결제 서비스 '코인베이스 페이먼트' 서비스 출시를 통해 규제 적격 온체인 금융 인프라의 중심 플랫폼 확장
  - JP모건, Base 체인에서 예금토큰 JPMD 출시

### 거래 수수료 수익 중 Base 체인 수수료는 기타 거래 포함



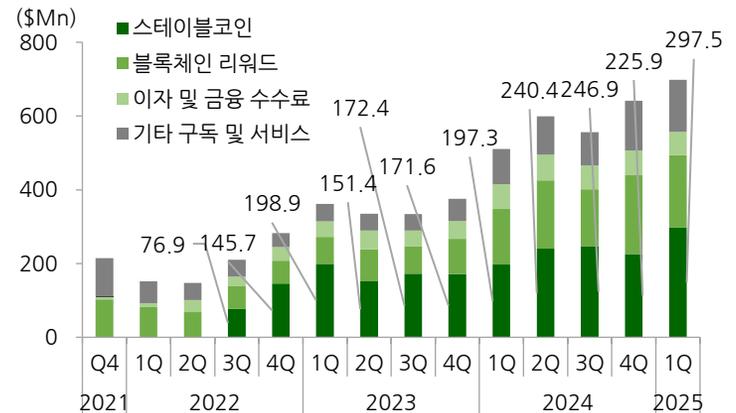
자료 : 코인베이스, 신영증권 리서치센터

### 코인베이스 매출 추이와 매출 구성



자료 : 코인베이스, 신영증권 리서치센터

### 코인베이스의 구독 및 서비스 부문의 수수료 매출



자료 : 코인베이스, 신영증권 리서치센터

# 스테이블코인, 유통 플랫폼이 핵심

## 발행사가 아니더라도, 유통 플랫폼은 수익 계약을 통해 스테이블코인 수익 창출 가능

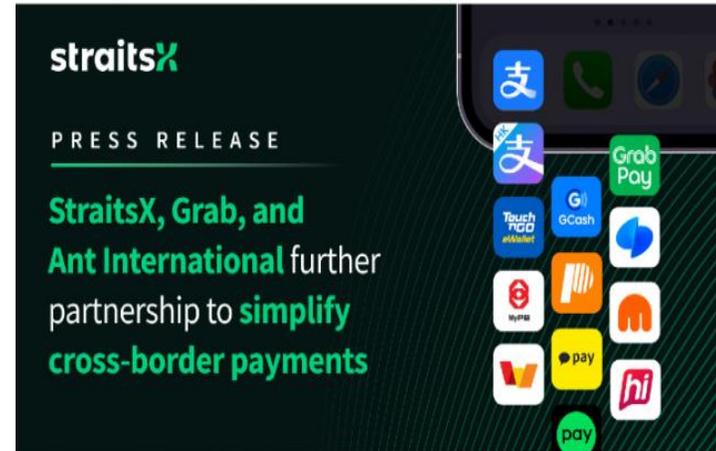
- 스테이블코인 유통 플랫폼 보유 기업들은 수익 계약을 통한 참여와 확장이 가능
  - 현행 가상자산이용자 보호법상 자기 또는 특수관계인 발행 디지털자산을 매매·중개·대리·보관 불가(발행- 유통 분리)
  - 예를 들어, 국내 디지털자산 거래소(업비트, 빗썸 등), 빅테크 플랫폼(네이버, 카카오 등), 간편 결제 기업(카카오 페이, 토스페이 등), 증권사(미래에셋증권, 한국금융지주, 신영증권), 테크 기업(갤럭시-삼성 Pay, 아이폰-애플 Pay 결합)
  - 이들은 스테이블코인 발행 없이 스테이블코인 결제 연동, 리워드 설계, RWA 투자 연계 등 다양한 방식으로 수익화 가능

삼성 스마트폰과 삼성페이 스테이블코인의 연계 가능성 등



자료 :삼성전자, 신영증권 리서치센터

카카오페이는 Ali Pay 네트워크를 통해 국경간 결제 지원



자료 : StraitsX, 신영증권 리서치센터

# 국내 간편결제 기업은 수혜는 직관적, 그러나...

## 달러 스테이블코인 모델 대비 구조적 성장 한계 존재

- 간편결제 기업은 스테이블코인 결제 시스템에서 허브 역할 수행
  - 스테이블코인은 선불충전금과 구조적으로 동일하며, 기존 인프라 및 자체 생태계를 활용한 빠른 확장이 가능
  - 글로벌 네트워크와의 제휴를 통해 스테이블코인 기반 글로벌 지급결제 시스템 구현 가능. (ex. AliPay+ 제휴)
- 미국 외 지역의 자금이 유입되는 달러 스테이블코인 모델(Circle 등)과 달리 원화 기반 모델은..
  - 달러 스테이블코인 대비 외화 유입이 제한적이기 때문에 은행과 간편결제업자 간의 파이 재분배의 제약 존재
  - 수요 유인을 위한 리워드 지급 설계가 필수적이며, 이는 수익성 저하 요인이자 정책적 제약 요인으로 작용할 가능성

### 간편결제기업의 스테이블코인 채택 이점

내용	설명
간편 결제-스테이블코인호환성	<p>대금으로 받은 디지털지갑 내 스테이블코인 사용</p>
블록체인 기반 결제 인프라 통합	자체 지급, QR 결제망, 사용자 네트워크 보유 → 스테이블코인을 자체 인프라에 탑재 시 실시간 정산 가능
수취수수료 및 준비금 이자 수익	가맹점에게 지급되기 전까지 잔고 보유에 따른 이자 수익
금융상품 연계 등 수익 다각화	보유 사용자 기반으로 생태계 내 결제·송금·보험·투자 연계 서비스 확장 가능
데이터 기반 금융 서비스	스테이블코인 결제 기록 → 대출, 신용평가, 마이데이터 연계 가능
글로벌 스테이블코인 결제 연계	알리페이 등과 제휴를 통해 스테이블코인 기반 글로벌 지급결제 구현 가능



# 원화 스테이블코인에 대한 생각



# 원화 스테이블코인 활성화의 의미

## 글로벌 디지털 금융 시장이 달러 중심으로 재편. 원화의 존재감 확보 의지

- 제한적 담보 대출
- 거래 시간, T+2 결제 등
- 국가별 나뉜 유동성

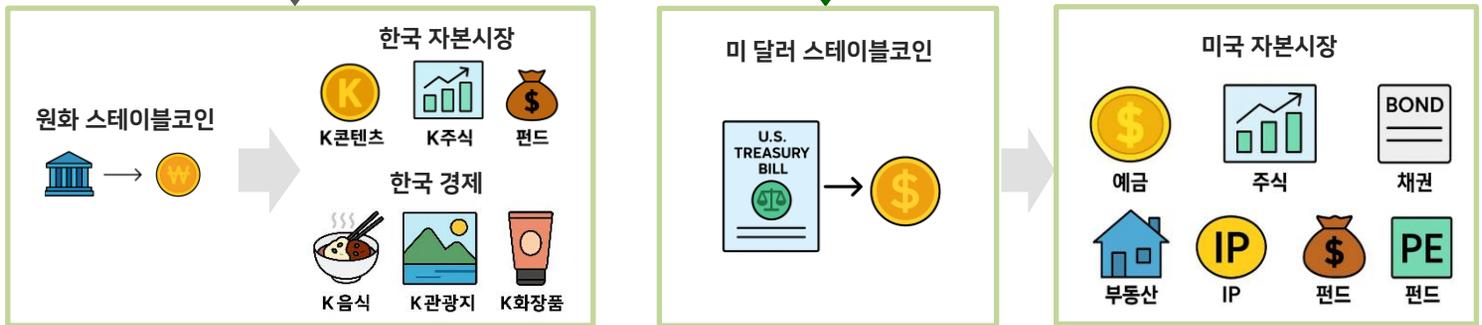


미 달러보다  
열위한 통화들 多

각국의 정책당국,  
통화 주권과 자본을  
지켜야하는 고민



신정부



분산된 폐쇄형 금융 시스템: 국가/기관별 나뉜 유동성

서버 기반, 예약결제원

가나	브라질	우크라이나	중국	한국	유럽	미국
GES 가나 세디	IBOV 브라질 헤알	PFTS 흐리우나	상해 지수 위안화	KOSPI 한국 원화	EURO STOXX 유로화	S&P 500 미 달러

- 디파이(DeFi) 플랫폼과 연계 : 대출, 예치 등
- 365/24/7 거래, 글로벌성, 즉시 결제(T+0), 자산의 가분성 ↑, 투명성 ↑

## 개방형 글로벌 금융시스템: 유동성 통합 (Unified Liquidity) 시대



# 원화 스테이블코인, 활성화 될 수 있을까?

## 달러 대비 원화 스테이블코인의 한계는 명확

- 미 달러 스테이블코인처럼 기축통화 지위에 기반한 자연적 수요는 부재
  - 블록체인 인프라상 24/365, 실시간 지급결제가 가능한 ‘디지털 원화’ 수요를 민간의 혁신을 통해 인위적 창출 유도
  - 원화 스테이블코인은 ① 디지털자산 거래소 매개 자산, ② 국내 지급 결제 수단, ③ 국가간 지급·결제의 정산 수단, ④ 토큰화 자산 거래에서의 기준 통화 및 결제 매개 자산 등으로 활용이 예상됨

### 달러 스테이블코인과 원화 스테이블코인 역할(예상) 비교

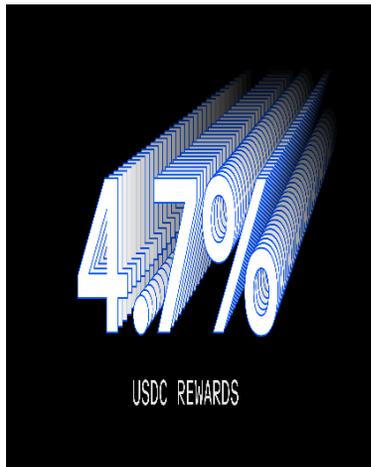
달러 스테이블코인의 역할	원화 스테이블코인	비교	수혜 / 비수혜
디지털자산 거래소 매개 자산	○	- 중앙화 거래소의 규정 준수 온램프 역할 수행 - 신용공여시 활용 가능성	디지털자산 거래소
투자 자산 (Yield-Bearing)	○	- 페이팔, 코인베이스 등 플랫폼 내 리워드 지급 - 디파이 풀을 통해 추가적인 이자 수취 가능	핀테크(간편결제 플랫폼) 디지털자산 거래소 <b>은행 (-)</b>
B2B/은행간 Settlement	○	- 전통적 정산과정에서의 수수료를 절감(24/7) (JP모건 Kinesys모델)	은행·일반기업
DeFi 생태계 매개 자산	△	- 대출, 거래 등 온체인 금융 활동을 위한 역할 - DeFi 상에서는 원화 스테이블코인 수요는 낮아	<b>은행 (-)</b>
국내 지급·결제 수단	○	- 신용카드 시스템 대비 P2P 방식은 사용 유인 낮아 - 백업단에서의 스테이블코인 기반 정산 구축	블록체인 기술 기업 <b>은행 (-)</b>
국가간 지급·결제 ‘정산’ 수단	○	- 국경간 송금 수단으로 원화 수요 부재 - 다만, 양국 법정화폐간 교차 정산 시 필수 요소	핀테크(간편결제 플랫폼) <b>은행 (-)</b>
토큰화 자산의 매개 자산	○	- 글로벌 RWA 활용보다는 국내 STO에 적용 가능	증권사

# 아이디어 1. 투자 자산으로의 역할은 필수

## 리워드 지급형 스테이블코인 구현은 필수 조건

- 지급 수단이자 투자자산으로
  - 플랫폼을 통한 보상 구조가 제공될 경우, 투자자들의 원화 스테이블코인 채택 가능성은 높아질 것
  - PYUSD, USDC는 토큰 자체의 법적 성격 유지한 채 플랫폼 서비스로 리워드 제공 (토큰은 무이자, 플랫폼이 리워드) : 각각 PayPal 계정, 코인베이스 지갑에서 스테이블코인 보유 시 연이율 형태의 리워드 제공
- 이자 허용 시 예금, CMA, MMF의 대체제로 기능
  - 이자지급 허용 시 → 은행의 신용 중개기능 약화, 은행 예금 축소 및 대출 감소 → 중앙은행의 통화정책 실효성 저하
  - 국내 규제 당국도 준비자산 내 은행 예금 포함 등을 통해 은행권 충격을 최소화할 가능성

### 코인베이스 월렛, 페이팔 보관시 리워드 지급



#### PayPal to Offer 3.7% Annual Rewards on PYUSD Balances

PayPal is endeavoring to integrate PYUSD into more of its products this year in order to speed up and lower payments.

Written by: John Baner | Reviewed by: John Jagtap | Last updated: April 24, 2025 11:31 AM | Published: April 24, 2025 11:54 AM



자료 : 코인베이스 cryptotimes.io, 신영증권 리서치센터

### 해시드 오픈 리서치가 제시한 자본시장 기반 모델: 리워드 설계

항목	은행 기반 모델	자본시장 기반 모델
발행 주체	은행 또는 계열 금융기관 자산운용사	핀테크, 특화 법인 등 민간 주도
준비자산 구성	은행 예금 중심	MMF, 국채, RRP 등 고안정성 자산 다변화
리워드 설계	제한적 (이자 없음 또는 제한)	수익 공유 가능, 사용자 리워드 설계 유연
신뢰 메커니즘	국가 면허 + 규제 기반 보증	스마트컨트랙트, 실시간 공시, 외부 감사
상환 구조	수동적 정산 구조 (창구 중심)	자동 상환, API-블록체인 연동, 디지털 UX 중심
기술 연동성	제한적 (DeFi, Web3 연계 어려움)	Web3, 디지털 자산, 글로벌 API 연동 호환
위기 대응력	규제기관 중심 사후 대응	실시간 리저브 검증 + 자동 회로차단 기능 내장
국제 연동성	로컬 규제 중심 설계	글로벌 결제망·프로토콜과의 구조적 연결 용이
민간 혁신 유인	제약 많음 (은행 내부 자산화 유인 우선)	다양한 민간 참여자 유입 가능, 비즈니스 모델 유연

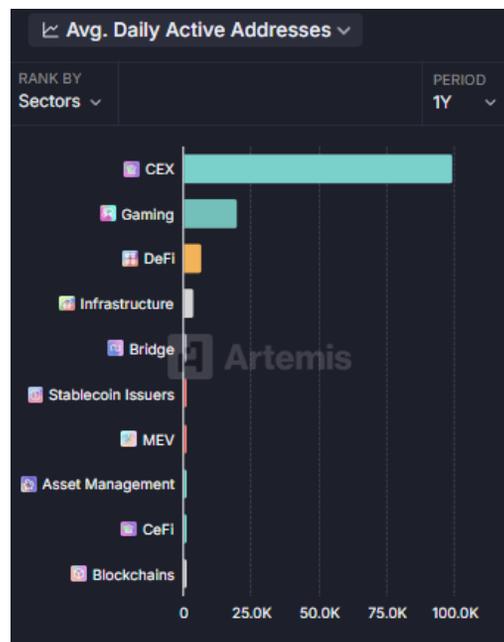
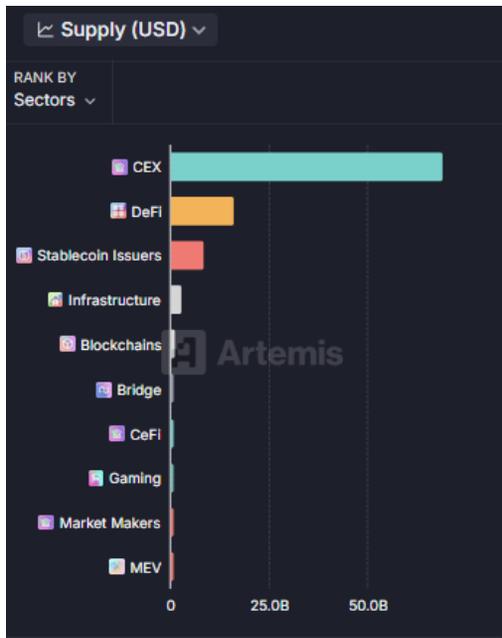
자료 : 해시드오픈리서치, 신영증권 리서치센터

## 아이디어 2. 디지털자산 거래소 플랫폼 활용

### 디지털자산 거래소 연계: 유통 확대의 핵심 경로

- 현재 스테이블코인 유통성은 대부분 중앙화 거래소와 탈중앙화 금융(DeFi)에서의 거래 수요에서 발생
  - 디지털 자산 거래소는 컴플라이언스 기반 온램프(On-Ramp)로 기능하며, 원화 스테이블코인의 유통 거점이 될 수 있음
  - 거래소가 원화 스테이블코인 도입 시 '1거래소-1은행' 제한을 우회할 수 있는 수단으로, 자유로운 원화 유통 가능
  - 거래소가 원화 스테이블코인에 대해 리워드 지급 구조 도입 시 원화 스테이블코인 채택률 확대에 이어질 수 있음

스테이블코인 공급, 평균 활성 주소, 거래량: 스테이블코인은 중앙화 거래소(CEX)와 탈중앙화 금융(DeFi)에서 투기적 목적으로 활용

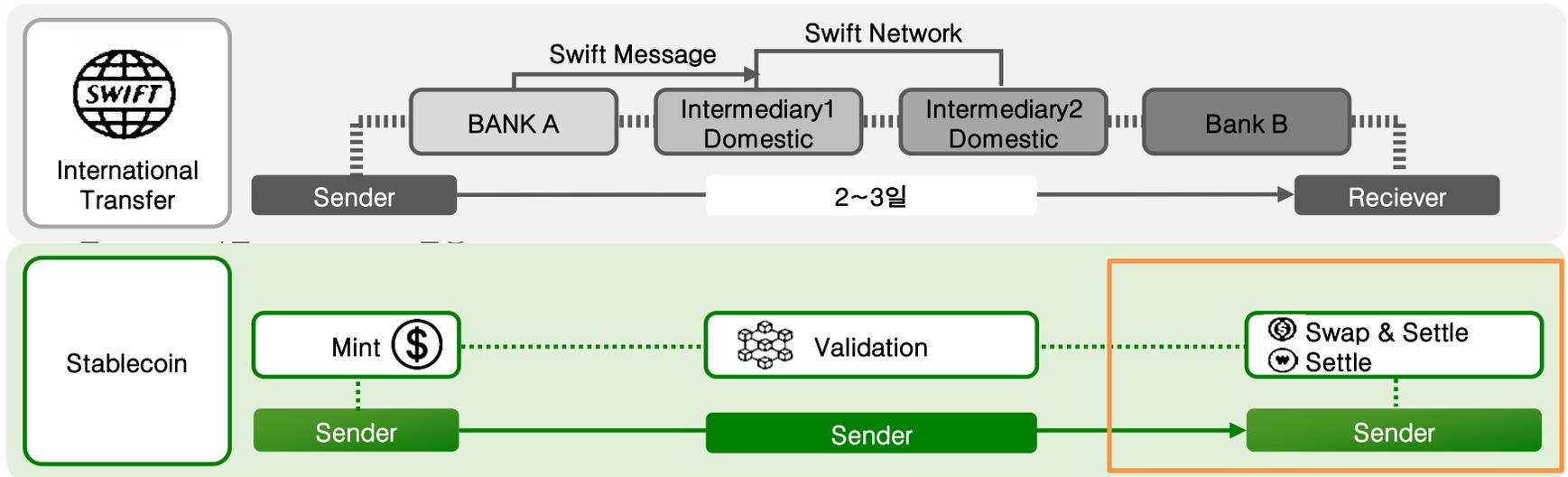


자료 : Artemis, 신영증권 리서치센터

# 아이디어 3. 국경간 지급 결제

## 국경간 지급 · 결제 시 최종 정산 수단으로서의 역할

- 글로벌 지급 · 결제 네트워크 내에서 원화 스테이블코인은 ‘정산 통화’ 역할을 수행
  - 달러 스테이블코인은 글로벌 기축자산으로, 비기축 통화국 스테이블코인은 지역 내 최종 정산 통화로의 역할 분담 구조
  - 예) StraitsX의 XSGD는 싱가포르에서 소비자가 달러 스테이블코인으로 결제 시, XSGD가 최종 정산 수단으로 활용  
: StraitsX는 XSGD를 자체 유동성풀에 예치해두고, 소비자 수요에 따라 USDC → XSGD 실시간으로 스왑 방식



SWIFT 해외 송금
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 수수료 6% 내외</li> <li>• 평균 2~5일 소요</li> <li>• 송금 시 은행 계좌 필수</li> <li>• 영업시간 내에만 송금 가능</li> </ul>

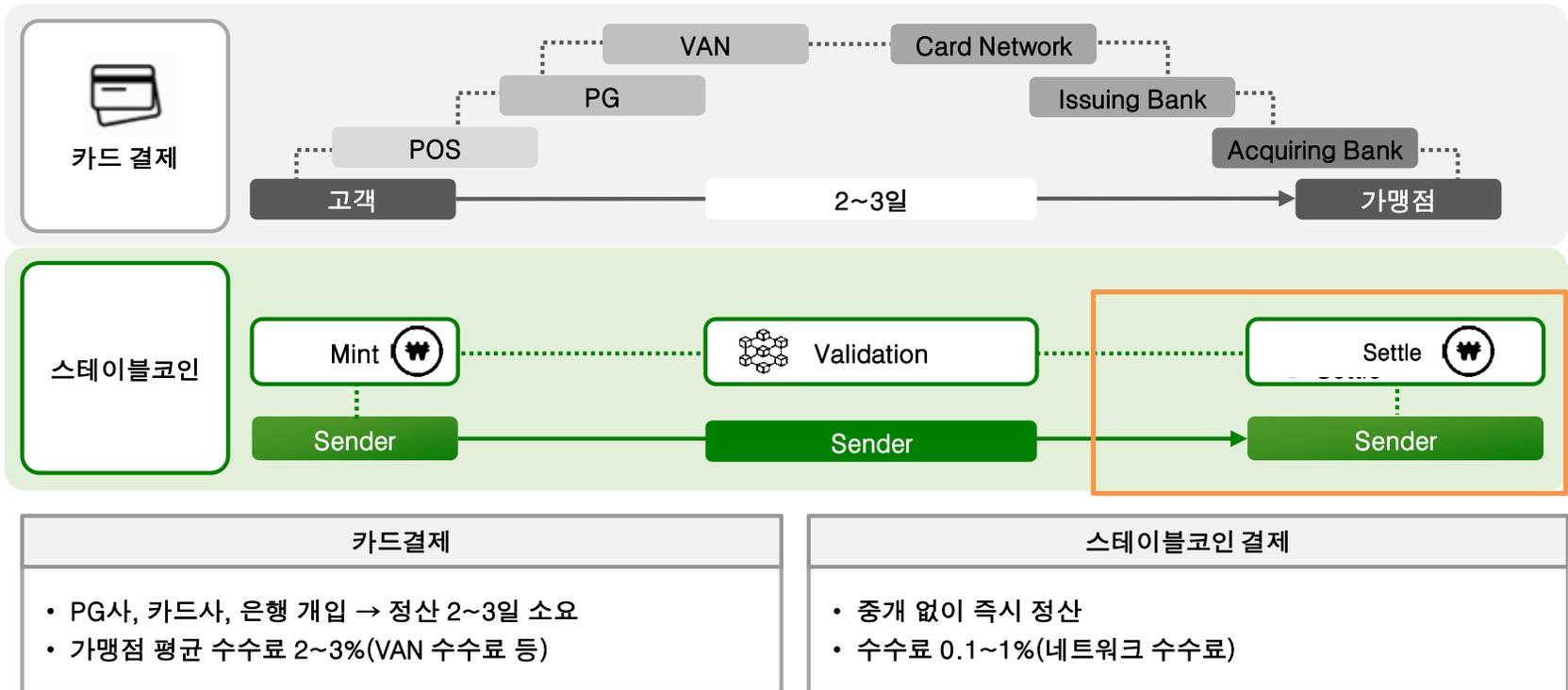
스테이블코인 해외 송금
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 수수료 0.5% 내외</li> <li>• 실시간~수분 내 처리</li> <li>• 송금 시 인터넷·디지털 지갑만 필요</li> <li>• 24/365 송금 가능</li> </ul>

자료 : StraitsX, DSRV, 신영증권 리서치센터

## 아이디어 4. 국내 지급 결제

### 스테이블코인 기반 결제: 중개 비용 절감과 리워드 설계의 균형

- 스테이블코인 기반 P2P 결제는 VAN, PG 등 중개자들이 감소해 수수료 절감 효과
  - 이용자는 신용공여가 불가능하고 신용카드 포인트 등 부가 혜택이 사라지는 만큼 스테이블코인 채택 유인이 제한적  
→ 플랫폼사가 리워드 지급 등의 유인 설계를 병행할 경우, 원화 스테이블코인의 결제 수단 채택 가능성 확대
  - 신용카드 지급 형태는 유지하되, 가맹점 정산 단계에서 원화 스테이블코인 활용하는 구조 가능(World Pay 모델)



자료 : StraitsX, DSRV, 신영증권 리서치센터

# 스테이블코인 기반 지급 · 결제 방식

## 신용카드 vs. 스테이블코인 기반 지급결제 비교

- 스테이블코인 기반 Wallet-to-Wallet 결제
  - PG, VAN, 카드사, 카드 네트워크 등 기존 중개 인프라 생략 가능 → 수수료 절감, 실시간 정산, 지리적 제약 해소
- 카드 구조에 스테이블코인 도입
  - 가맹점 정산 스테이블코인 도입: 주말·공휴일 포함 자금 회전을 개선, 글로벌 이커머스 기업의 유동성 관리 효율성 제고
  - 은행망 기반 원화 정산은 평균 2~3일 소요되나, 스테이블코인 기반 정산은 실시간 자금 활용성 확대 가능

스테이블코인 및 신용카드 정산 방식				
항목	스테이블코인 QR 결제	크립토닷컴 카드	신용카드	신용카드(스테이블 정산)
소비자	QR 스캔 사용	카드 사용(선불카드)	카드 사용	카드 사용
중간 네트워크	온체인 트랜잭션 (P2P)	PG / VAN →  Crypto.com	PG / VAN →  카드사 (발급+정산)	 카드사 → Worldpay (Acquirer)
중개자 수	없음 (탈중앙 구조)	3단계 (PG/VAN, Crypto.com)	3단계 (PG/VAN, 카드사)	3단계 (카드사, 카드망, Acquirer)
정산 시점	실시간	T+2~3 (Visa 기준)	T+2~3 (은행영업일 기준)	T+1~2 (카드사 → Worldpay) → USDC로 실시간 정산
수수료	이론상 0~0.3% (가스비)	비슷	약 1.5~2.5%	신용카드 수준
특징	실시간 결제 및 정산	선불 충전 기반	후불/신용 기반	후불/실시간 스테이블 정산

자료 : 신영증권 리서치센터

# 디지털자산 기본법 상 스테이블코인

## 민간 주도의 혁신을 요구하는 미국 법안에 가까워

- 민병덕 의원 발의 디지털자산 기본법(6.10) → 강준현 의원 디지털 혁신 법안(7월 발의 예정)
  - 자기자본 요건: 민병덕 의원 안(5억원) → 민주당 정무위 포함 강준현 의원안(10억원, 발행량 비례 자기자본 축적)
  - 법정화폐 연동형(원화 스테이블코인) 뿐만 아니라, 자산담보형(RWA-backed) 형태까지 제도적 수용 범위 확대
- 김용범 정책실장 보고서 상의 원화 스테이블코인 구상
  - 은행 중심이 아닌 민간 금융사와 Web3 기업들이 주체가 된 자본시장 모델 상정
  - 유럽, 일본 스테이블코인은 은행 등으로 범위 제한해 실패: 1) 확장성 부재, 2) 국제 연동성 부재, 3) 리워드 설계 제약

### 미국 Genius Act VS. EU MiCA

항목	GENIUS Act	EU MiCA (EMT 기준)
발행 주체	은행, 비은행 기관 (주 또는 연방 인가)	은행, 전자화폐기관(EMI)
통화 기준	미국 달러 기반만 허용	다양한 통화 허용 (자산 동일통화)
자본 요건	은행·신용조합 수준 요구	€350,000 이상 + 평균 준비자산 2%
준비자산	미국 국채 ≤93일, 연준 예치금, RP, RRP, 현금 등	30% 이상 은행 예치 + 나머지 HQLA 자산 운용
담보/재사용	금지	금지
이자 발생	발행 금지	별도 금지 조항 없음 (실질적 제한)
감독 체계	100억 달러 기준 연방/주 이원화	모든 EMT 국가감독기관(NCA) 감독 + 중요 EMT는 EBA 공동 감독
공시/감사	월별 준비금 공시, 정기 감사	백서·공시, 반기 감사, 리스크 공시
상호운용성	FedNow, Fedwire, ACH 등 통합	연계 의무 없음 (선택적)
외국 발행자	재무부 승인	준비자산 동일통화 유지, 환헤지

자료 : EU MiCA, Genius Act, 신영증권 리서치센터

### 해시드 보고서: 은행 기반 모델의 한계와 자본시장 기반 설계의 대안

	내용
은행 모델 한계	은행권은 민간발행에 대한 혁신성과 속도 부족
자본시장 기반	증권사, 핀테크, 토큰증권 인프라 등을 활용 민간 발행 모델 구축
발행주체 다양화	은행이 아닌 다양한 민간 주체가 발행
준비자산	은행예금뿐 아니라 국채, 통안채, MMF 등 분산 가능
분리된 역할	'발행'과 '보관', '유통'을 분리
토큰증권 연계	원화 기반으로 국내 토큰화 자산의 실거래 확장
전략적 산업접근	국가 디지털 경쟁력을 위한 기반 산업인식

자료 : 해시드오픈리서치, 신영증권 리서치센터

# 민간 중심의 스테이블코인 확산 시, 은행의 위기 확대

## 블록체인 기반 금융은 은행 중심의 금융 시스템 탈피를 의미

- 민간 기업이 스테이블코인을 발행하면 자체 글로벌 네트워크와 플랫폼을 활용해 빠르게 보급 가능
  - 은행 발행 모델은 해외 사용성과 확장력 떨어지는 반면, 민간 중심 구조는 스테이블코인 유통을 최대화하는 효과
  - 민간 중심의 스테이블코인 확산 시 ① 은행 예금 이탈, ② 수수료 수익 감소, ③ 신용카드 대금 청구 감소, ④ 결제 자금 이탈, ⑤ 은행의 해외송금·환전 수수료 사업 등 주요 은행의 수익성 축소

### 민간 주도 스테이블코인 구조는 은행 중심 금융의 탈피를 의미

	전통 은행 역할	스테이블코인 전환 시
예금/수신	예금 수신을 통한 대출 기반 비즈니스	스테이블코인을 지급에 예치 → 계좌 불필요 CeFi/DeFi에서 직접 수익 발생 → 은행 예금과 경쟁 → 은행, 예수신 기반 자금 이탈
국경간 송금	SWIFT 기반 중개은행 → 수취은행 체계(송금 수수료)	SWIFT 생략 → 즉시 P2P 송금 (중개은행, SWIFT 생략) → 은행, 외환송금 수수료 수익 및 거래 흐름 통제권 상실
외환 지급결제 시스템	카드사/은행이 환율 제시 Visa/Master 경유 → 원화로 청구 환전 spread 제공 + 외환 포지션 운영 : 결제 대금 정산 (매입/청구) : 국제브랜드와 제휴 수익 확보	FX 수익 마진 소멸 블록체인 기반 환전 구조로 spread 소멸
국내 지급결제 시스템	PG/VAN 기반 카드 결제 및 간편결제 은행은 카드 발급사, 계좌이체 승인자 역할	원화 스테이블코인 기반 QR 결제 도입 시 지갑-지갑 직접 정산 가능 은행 계좌 생략 가능, 은행은 백엔드화
	가맹점 원화정산, 연계계좌 관리 계좌 기반 간편결제 서비스 제공 금융결제원/은행망 통한 정산	계좌 기반 지급결제 수요 감소 은행의 지급결제 시장 점유율 하락

자료 : 신영증권 리서치센터

# 그러나, 설계 방식에 대해 법안과 금융당국 간의 명확한 입장 차 존재

## 금융당국과 조율 과정에서 법안의 수정 가능성 높아

### • 이창용 한국은행 총재 발언(6/18)

- ① 원화 스테이블코인이 필요하다고 보며 발행에 반대하지 않음. 기재부, 금융위원회 정비 이후 부처간 협의할 것
- ② 원화 스테이블코인 발행으로 달러 스테이블코인 교환이 용이 해져 수요가 늘어날 경우 외환관리 영향 점검 필요
- ③ 원화 스테이블코인 발행으로 은행 지급결제 업무가 비은행권으로 가면 은행 산업에 미칠 영향을 고려해 논의

### • 당사가 생각하는 외환 관리 영향

#### ① 소규모 개방 경제인 한국은 외국환거래법 기반으로 자본거래는 신고 또는 허가제 유지 중

- 온체인에서 USDC/KRWC 시장이 형성될 경우, 역외에서 가격 발견, 환율 베이스 트레이드, 정산 속도 차이 등을 통해 역외로 외환시장에 영향력 행사 가능

#### ② 달러 스테이블코인 확산에 따라 금융당국 규제 밖에서 자본 유출 확대 가능

- KRW → USDT/비트코인 → 해외 전송 → 현지 결제 수단 활용

### • 당사가 생각하는 은행 산업 영향

#### ① 민간 기반 스테이블코인 유통 경제는 통화정책의 전달 메커니즘과 신용창출 기능 약화

- 가계·기업의 원화 예금이 감소되며, 은행의 대출 여력 축소로 직결. 신용 승수 변화 등 금융 구조 질적 변화 야기

#### ② 지급결제 시스템의 이중화 충돌

- 중앙은행 → 은행 → 개인/기업 외 결제 네트워크 형성되며, 은행에 허용된 지급결제 업무가 비은행권으로 이관

#### ③ 지방 중소은행의 약화 야기

- 지방은행/중소은행에서 예금이 빠져나가고, 그 자금이 채권으로 묶이게 될 가능성

# 예상되는 규제 설계를 고려한 원화 스테이블코인 시나리오

## 하이브리드형 모델 예상

- Base Case: 민간 발행 모델의 리스크와 은행 중심의 혁신 제한성의 한계 해소를 위해 은행 중심 컨소시엄 모델
  - 은행 중심의 컨소시엄을 통해 파일럿 스테이블코인을 발행해 거래소, 플랫폼 등에 공급하고, 기술적 안정성 테스트
  - 샌드박스를 통해 제한된 범위에서 스테이블코인 시범 발행. 발행자 분담금 등 안전장치 확보 후 사용처 점진적 확대
- Bear Case: 스테이블코인 채택 지연
  - 민간 핀테크나 비은행은 사실상 직접 발행이 어렵고, 은행 중심으로 보수적인 운영하는 구조로 구현 가능성은 낮음
  - 은행권 예금 유출, 통화주권 위협 최소화되나 국내 사용자는 계속 USDT·USDC 등 달러 스테이블코인 활용

민간 주도 스테이블코인 구조 V.S 은행 발행 모델 VS. 하이브리드 모델

모델	수익 주체	주요 수익원 및 특징	리스크 요인
비은행 발행 모델	테크/플랫폼 기업 주도	- 플랫폼의 락인 효과를 활용한 수익 다변화 예) 카카오 등이 스테이블코인을 통해 자체 생태계 결제·송금 수단을 만들어 플랫폼 결제수수료 + 이자수익	은행 예금 이탈에 따른 대출 감소 리스크 통화정책, 외환통제 약화
은행 발행 모델	상업은행	- 예치금 운용 이자(지급준비금·국채 등) - 예금보험 신뢰 기반의 유통 확대 - 은행의 수신고 증가 및 이자수익 확대로 연결	혁신 둔화, 플랫폼 확산 저조
컨소시엄 모델 (하이브리드 형)	컨소시엄 참여자 배분	- 은행을 중심으로 한 컨소시엄이 공동으로 스테이블코인 발행 - 금융기관의 통제하에 핀테크의 참여 허용 - 수익 공동 분배. 네트워크 효과와 비즈니스 연계 수익 유도	

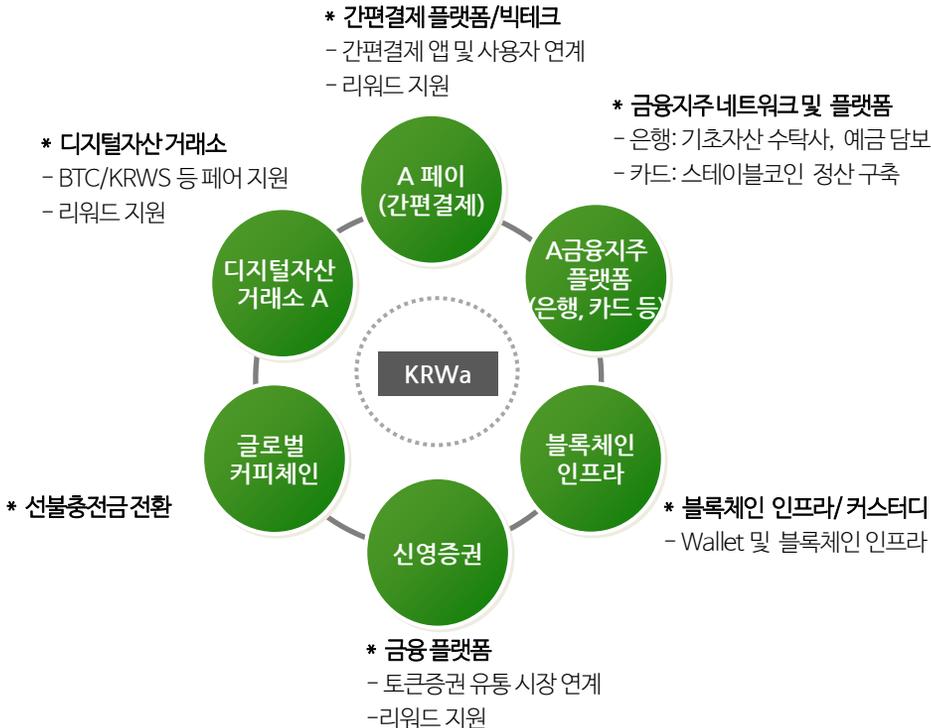
자료 : 신영증권 리서치센터

# 국내 하이브리드형 모델 예시

## 금융기관 중심의 컨소시엄 형태

- 온체인 금융 시대 도래의 의미는 국경과 금융-테크 기업 간 경계가 낮아진다는 것을 의미
  - 은행 및 금융지주 등을 중심으로 다양한 ① 플랫폼 기업 ② 디지털자산 거래소 ③ 블록체인 인프라 기업 등과의 컨소시엄을 통해 스테이블코인 발행 잔액 확장
  - 스테이블코인 수익은 플랫폼 별 잔액 기준 등으로 배분. 각 플랫폼은 리워드 제공을 통해 고객 기반 확대

### KRWS 스테이블코인 관련 컨소시엄 예시



항목	예시
국내 지급결제	신용카드: 스테이블코인 기반 인프라 확대 카드사 - 핀테크 - PG/VAN 간의 API 연동과 초기 가맹점 확보 및 유통 확산 시너지 간편결제: 선불충전금을 스테이블코인으로 전환
국제 지급결제	간편결제 플랫폼-글로벌 Pay 플랫폼 파트너십 원화 스테이블코인 기반 국제결제 지원 예) 카카오 Pay - 글로벌 Pay (알리 Pay, Grab Pay 등)
디지털자산 거래	디지털자산 거래소 연계 페어 지원 추가 리워드 구성을 통해 사용 유인 확대
토큰증권	토큰증권 유통시장 연계, 거래 페어 지원 거래 수수료 감면 등 리워드 구성

자료 : 신영증권 리서치센터

발행사-컨소시엄 플랫폼 별 수익 배분 계약

글로벌 생태계로의 확장 가능성 대비

컨소시엄을 통해 유통 플랫폼 확대

# 디지털자산업, 금융-디지털자산 사업자와의 경계 완화 예상

## 디지털자산 라이선스 체계

- 민병덕 의원 발의 디지털자산 기본법(6.10) → 강준현 의원 디지털 혁신 법안(7월 발의 예정)
  - 특금법상 신고제에서 ‘인가제, 등록제’ 등으로 전환해 주요 사업자의 금융기관화 기대

### 디지털 혁신 법안 상 디지털자산업

#### 정의

- 디지털자산
- 가치안정형 디지털자산
  - 하나 이상의 법화(디지털자산인 법화는 제외한다, 이하 같다) 또는 대통령령으로 정하는 자산에 연동되어 안정적인 가치를 유지하거나 유지하고자 하는 디지털자산으로서 **상환이 보장되는 것**을 말한다.

#### • 디지털자산업자

- |                                                     |                                                |                                                 |                                                 |
|-----------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-------------------------------------------------|
| <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산매매·교환업     | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산중개업   | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산보관·관리업 | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산지급·이전업 |
| <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산일임업        | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산집합운용업 | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산대여업    | <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산자문업    |
| <input checked="" type="checkbox"/> 디지털자산 매매·교환 대행업 |                                                |                                                 |                                                 |

자료 : 법무법인 태평양, 신영증권 리서치센터

### 금융기관이 잘할 수 있는 영역

디지털자산 기본법 (민병덕 의원 법안)		디지털 혁신 법안 (민주당 정무위 발의)	
디지털자산 매매업	유동성 공급자(Liquidity Provider) 도입 거래소의 위탁 매매행위: 안정조작, 시장조성 목적 증권사 패시브팁 진출 가능 영역	집합운용업	2인 이상의 이용자로부터 모은 디지털자산을 다른 디지털자산을 취득·처분·그 밖의 방법으로 운용
일임·자문업	기존 일임 자문사들의 진출 가능 영역	일임·자문업	기존 일임 자문사들의 진출 가능 영역
금융기관 참여 기반	금융기관의 디지털자산 보유 가능 연기금/보험사/공제회 일부 자산 비중 할당 가능성 운용사: 펀드 운용 또는 EMP 전략에 디지털자산 포함	중개업	증권사의 브로커리지 비즈니스 (Prime Brokerage) 예) Galaxy Digital, OTC 데스크와 유동성 솔루션을 제공

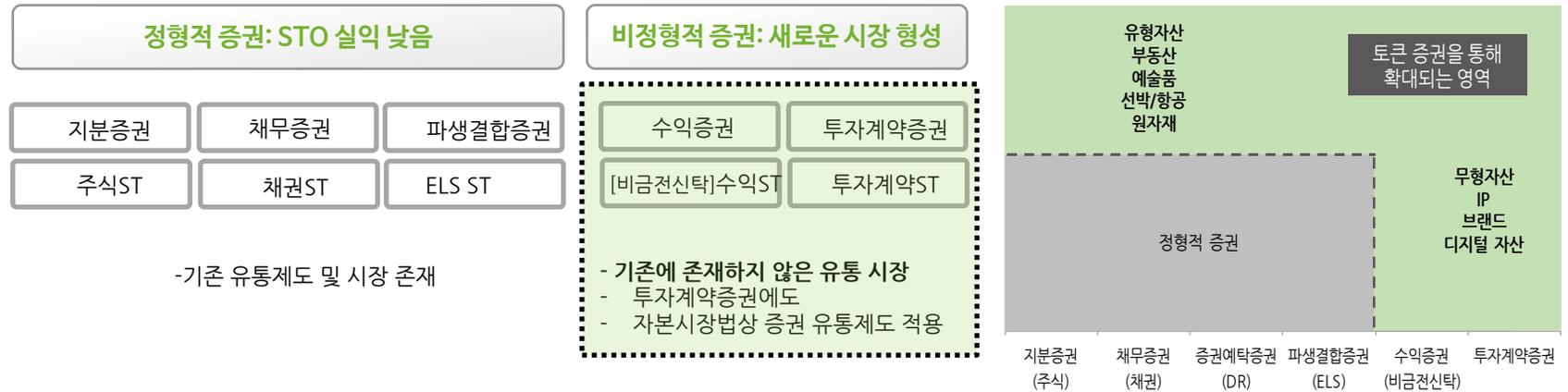
자료 : 신영증권 리서치센터

# [참고] 가이드라인 상 국내 토큰 증권화의 한계점

## 국내 토큰 증권화의 핵심은 비정형적인 증권화의 유통으로, 제한적 형태의 토큰화

- 국내 토큰증권 제도의 핵심은 블록체인 기술의 글로벌성보다 비정형 증권화의 유통화에 초점
  - 한국 토큰증권은 토큰(Token)이 아닌 '증권(Security)'에 초점
  - ① 허가형 블록체인(Permissioned blockchain)에서 발행·유통 ② 발행과 유통 분리 원칙 ③ 대규모·고빈도 거래가 예상되는 경우, 기존 전자증권 시스템을 활용해 거래소 상장 ④ 소액공모 제도 및 사모제도
- 글로벌 금융기관들이 추구하는 퍼블릭 블록체인 기반의 자산 토큰화와 방향성이 완전히 상이
  - 한국의 토큰증권은 기존 금융망에 블록체인 요소를 일부만 적용한 제한적 모델
  - 가이드라인 상 일부 전통 증권을 토큰 증권으로 발행하는 것이 가능한 것으로 보이나 실질적인 이점이 부재

### 한국 토큰증권의 핵심은 비정형적 증권화의 유통화



자료 : 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.