true friend 한국투자증권

투자솔루션
이슈
2025. 7. 14

스테이블코인, 디지털 본위제 실험실

스테이블코인의 가파른 성장에 따른 영향 점검

스테이블코인 규모가 가파르게 커지면서 전통적인 자산군과 정책 경로에 미칠 영향을 점검했다. 스테이블코인은 주로 미국 달러 자산에 가치가 고정된 암호화폐이다. 블록체인 기술을 활용해 글로벌 지급/결제 시스템의 혁신을 가져오는 동시에, 전통적인 자산군과 금융시스템 전반에 대한 위협 요인이 될 수도 있다. 스테이블코인의 운용 메커니즘과 함께 잠재적인 리스크를 검토했다.

미국, 단기채 수요 확대 및 전통적 통화정책 경로 약화 예상

스테이블코인 활성화로 담보 자산 확보를 위한 미국 단기 국채 수요 증가가 예상된다. 그러나 국채 수급 왜곡과 함께 자금 이탈시에는 더 강한 금리 상방 압력이 발생할 가능성에 유의할 필요가 있다. 또한 통화 구성 내 자금 이동으로 중앙은행의 통화정책 유효성이 약화될 것으로 예상한다.

한국, 원화 스테이블코인 발행 여부와 관계없이 자본 유출 예상

원화 스테이블코인이 발행되더라도 해외 자본 유출이 불가피할 것으로 예상한다. 우리나라 법률 규정상 가상자산에 대한 정의가 전향적으로 바뀌지 않는 이상 국내 가상자산 투자자의 해외 거래소 송금은 지속될 것이다. 더불어 원화 스테이블코인 발행이 현실화되더라도 비기축통화인 원화 기반 가상자산에 대한 글로벌 활용도는 제한적일 것이다.

스테이블코인 도입으로 금융시장 내 자금흐름 변동 예상

자료: 미국 재무부, 한국투자증권

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

목차

I. 스테이블코인의 가파른 성장 1
스테이블코인, 암호화폐 생태계 인프라 구축
II. 스테이블코인 운용 메커니즘 6
1. 스테이블코인, 안정적 가치 유지가 핵심
2. 스테이블코인 운용 메커니즘
3. USDC 보유자산 구성
III. 스테이블코인 리스크 점검 11
1. 국채시장과 스테이블코인 리스크
2. 리스크 케이스 스터디
IV. 미국 19
1. 스테이블코인 관련 법안 추진 현황
2. 스테이블코인이 영향을 미치는 경로
V. 한국 29
1. 원화 스테이블코인 논의 현황
2. 발행 여부와 상관없이 자본 유출 불가피
VI. 종합 34

정현종, CFA
hyeonjong.jung@koreainvestment.com
문다운
dw.moon@koreainvestment.com

I. 스테이블코인의 가파른 성장

스테이블코인의 가파른 성장에 따른 통화정책 영향 점검

스테이블코인(Stablecoin) 시장이 빠르게 커지면서 관련 산업과 기업에 대한 관심이 뜨겁다. 스테이블코인은 주로 미국 달러에 고정된 암호화폐로, 공개 블록체인에서 거래를 정산하는 가상자산 시장의 주요 결제 수단이다. 스테이블코인은 블록체인 기술을 활용해 글로벌 지급/결제 시스템에 혁신을 가져오면서 중앙은행과 시중은행을 중심으로 한 전통적인 금융시스템을 뒤흔들 가능성이 있다.

글로벌 통화 시스템과 통화정책에 대한 영향 측면에서 스테이블코인을 검토했다. 스테이블코인은 가상자산 시장의 기축통화 역할을 수행하면서, 달러의 역할을 강화할 잠재력을 가지고 있다. 미국의 트럼프 대통령과 파월 연준 의장도 스테이블코인에 대한 초기의 부정적인 시각과 달리 수용적인 면모를 보이는 것도, 글로벌 통화 시스템 내에서 달러화의 패권을 공고히 하기 위한 수단으로 스테이블코인을 활용할 수 있다고 보기 때문인 듯하다.

한편 스테이블코인과 전통자산 시장과의 연계성이 강화되면서 금융시스템 전반의 잠재적인 위기 확산 채널로서 스테이블코인을 바라보기도 한다. BIS와 한국은행과 같은 기관에서는 스테이블코인이 안정적인 화폐의 역할을 충족하지 못하며, 규제가 없어 금융 안정성과 통화 주권을 위협할 수 있다고 지적한다. 지난 몇 년간 성숙기간을 거치며 글로벌 자본시장의 주류로 올라서기 시작한 스테이블코인의 특징과 리스크, 통화정책 시사점을 정리해 보았다.

스테이블코인, 암호화폐 생태계 인프라 구축

스테이블코인과 비트코인의 차이점

스테이블코인과 비트코인(BTC)은 모두 암호화폐지만 기능과 특성에서 큰 차이를 보이며, 서로 보완적인 관계를 형성한다. 암호화폐 생태계 내에서 비트코인은 '디지털 자산'으로 가치 저장과 탈중앙화를 상징하는 반면, 스테이블코인은 '디지털 현금'으로서 안정적인 교환 및 결제 기능을 제공한다.

비트코인은 특정 자산에 담보되지 않고 자체적인 희소성과 네트워크 보안에 기반해 가치가 형성된다. 일부 결제 수단으로 사용되기도 하지만 변동성 때문에 일상적인 결제는 한계가 있다. 반면 스테이블코인은 달러와 같은 명목 화폐 등에 가치를 고정해 가격 안정성을 유지하는 것을 목표로 한다. 스테이블코인은 암호화폐 시장 내에서 자산을 이동하거나, 변동성 높은 암호화폐를 일시적으로 안정적인 가치로 보관할 때 사용된다. 암호화폐 거래소에서 스테이블코인을 통해 비트코인 등 다른 암호화폐를 편리하게 매매하는데 활용된다.

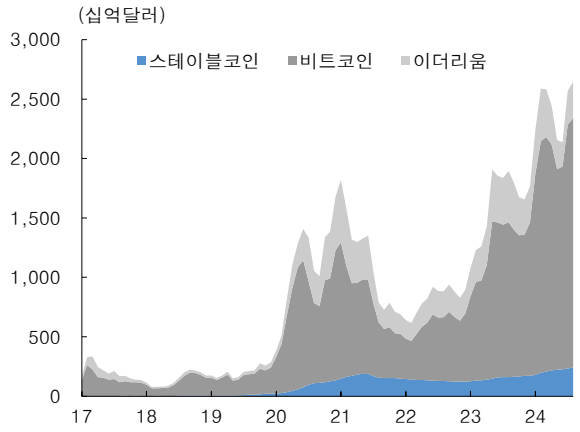
스테이블코인 시장 빠르게 확대, 거래량 급증

글로벌 스테이블코인 시가총액은 2019년 200억 달러 수준에서 빠르게 증가해 7월 현재 2,530억 달러에 달한다. 아직 비트코인이나 이더리움과 같은 암호화폐에 비해 시가총액은 작지만 거래 측면에서는 스테이블코인이 압도적이다. 스테이블코인은 암호화폐 전체 거래(transaction)의 2/3를 차지하고 있다. 2019년 이후 현재까지 스테이블코인의 총 거래금액은 35조 달러, 총 거래건수는 68억건에 달한다. 지난해 이후 스테이블코인을 활용한 거래건수와 금액은 빠르게 증가하는 추세를 보이고 있다.

기존 금융기관의 참여도 스테이블코인의 거래 활성화에 기여하고 있다. 페이팔의 달러 연계 스테이블코인(PYUSD)은 시가총액 9.2억달러로 성장했고, JP모간은 자사 기관고객에게 온체인 디지털 자산 결재를 위해 deposit 토큰인 JPMD 발행 계획을 밝히는 등 발 빠르게 대응하고 있다.

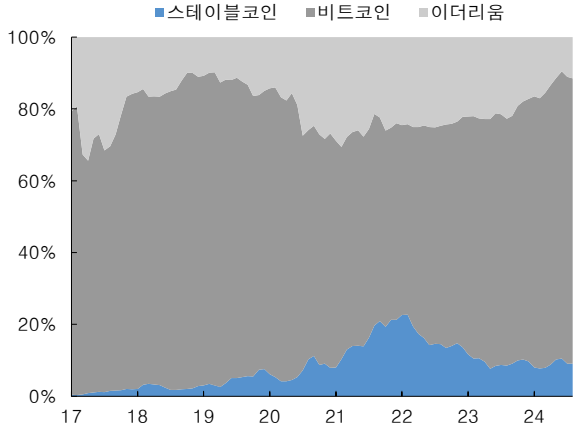
기관마다 추정치가 다르지만, 미국 재무부가 국채를 발행하고 관리하는 방식에 대해 자문 역할을 하는 민간 전문가 그룹인 TBAC(Treasury Borrowing Advisory Committee)은 스테이블코인 시가총액이 2028년이 되면 현재 수준보다 8.3배 커져 2조달러에 달할 것으로 전망하고 있다.

[그림 1] 암호화폐 시가총액 추이



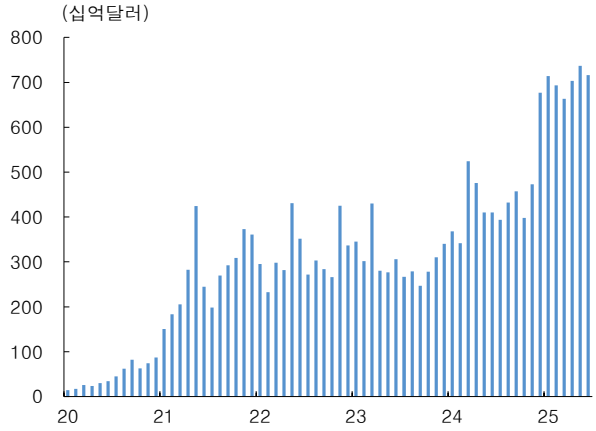
자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

[그림 2] 암호화폐 시가총액 비중 추이



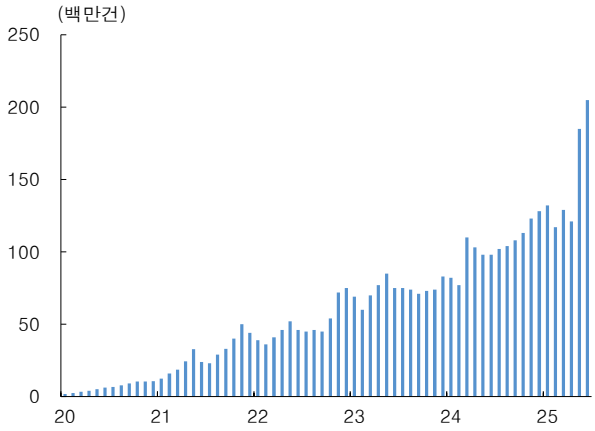
자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

[그림 3] 스테이블코인 거래금액 추이



자료: Visa Onchain Analysis, 한국투자증권

[그림 4] 스테이블코인 거래건수 추이



자료: Visa Onchain Analysis, 한국투자증권

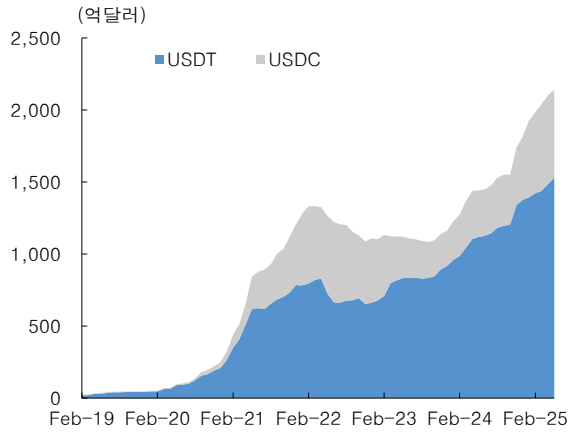
스테이블코인, 암호화폐 생태계의 인프라 역할

스테이블코인은 블록체인 기술을 활용해 전통 금융시스템의 비효율성을 개선하는 동시에, 그동안 암호화폐의 단점이었던 가치의 변동성을 피할 수 있어 암호화폐 생태계의 인프라 역할을 빠르게 확보해 나갈 것으로 기대된다. 현재 암호화폐 생태계에서 스테이블코인은 가치저장과 동시에 교환 매개체로 역할을 하며 온체인 자금시장의 핵심 인프라 기능을 하고 있다. 단순히 자산시장에서 매매의 대상이 아니라, 디지털 자산시장에서 거래의 매개체로서 스테이블코인의 역할이 커진다는 의미다.

활성 주소와 거래금액 증가는 스테이블코인의 실제 활용 확대를 의미

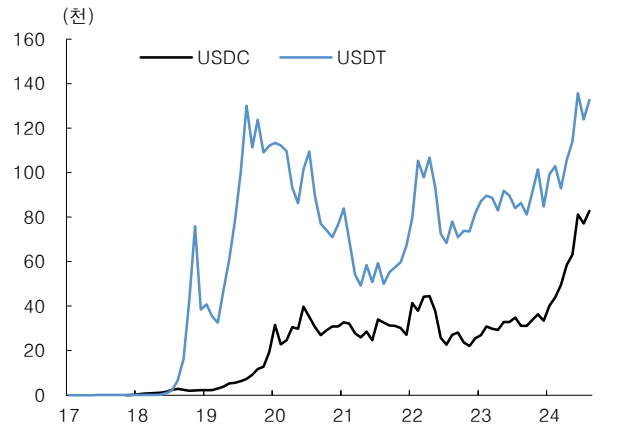
활성 주소(active address)란 스테이블코인을 사용해 온체인 상에서 거래를 활발하게 진행한 지갑 주소의 총개수를 의미한다. 활성 주소는 스테이블코인의 사용 정도를 보여주는 지표로서, 최근 USDT와 USDC의 활성 주소의 가파른 증가는 스테이블코인 사용자들이 빠르게 늘고 있음을 의미한다. 참고로 시장의 불확실성이 클 때마다 암호화폐 변동성이 큰 암호화폐를 스테이블코인으로 전환해서 보유하는 경향이 있는데, 이 역시 활성 주소 갯수에 영향을 줄 수 있다.

[그림 5] 달러 기반 스테이블코인 시가총액 추이



자료: IntoTheBlock, 한국투자증권

[그림 6] 일일 활성 주소 추이(Active address)

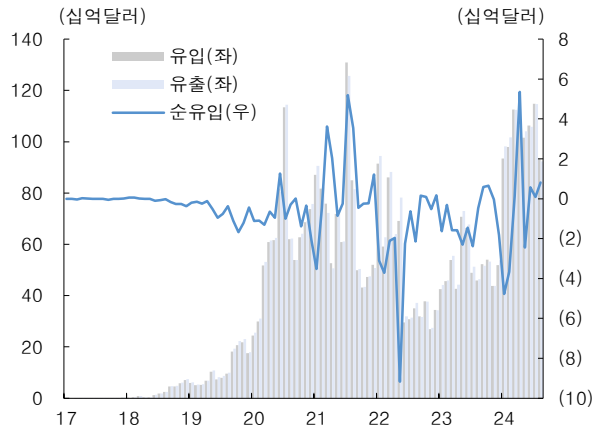


자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

거래금액(trading volume)은 거래소에서 매수, 매도거래가 이뤄진 암호화폐 규모를 나타낸다. 암호화폐 거래소 내부에서 이뤄지는 거래는 내부 장부상 기록이며 실제 온체인 이동은 아니다. 따라서 거래금액은 시장의 단기적인 수요와 공급, 유동성을 의미한다.

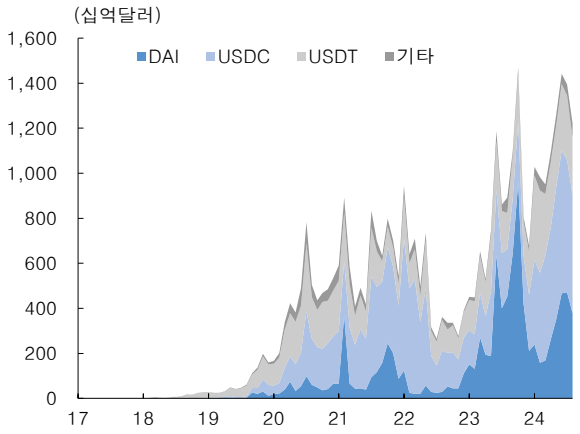
반면 온체인 금액(On-chain volume)을 통해 블록체인의 실제 활용도를 측정할 수 있다. 온체인 금액은 블록체인 네트워크 상에서 직접 발생하는 모든 암호화폐 거래의 총량을 의미하는데, 실제로 암호화폐가 한 지갑에서 다른 지갑으로 이동할 때 발생한다. 온체인 규모가 크다는 것은 일정 기간 동안 해당 스테이블코인이 활발하게 사용되고 있으며, 사용자들의 관심과 신뢰가 높다는 것을 의미한다.

[그림 7] 스테이블코인 거래규모 추이



자료: IntoTheBlock, 한국투자증권

[그림 8] 스테이블코인 온체인 금액 추이



자료: IntoTheBlock, 한국투자증권

II. 스테이블코인 운용 메커니즘

1. 스테이블코인, 안정적 가치 유지가 핵심

다양한 자산 담보나 알고리즘에 의존해 안정적 가치 유지 목표

스테이블코인은 안정적인 가치를 유지하기 위해 고유한 메커니즘을 사용하는데, 주로 다양한 자산에 의한 담보나 알고리즘에 의존한다. 스테이블코인의 운용 메커니즘에 따라 다음과 같이 구분할 수 있다. USDT와 USDC와 같이 법정통화를 담보로 하는 스테이블코인이 전체 시가총액의 대부분을 차지하고 있다. 알고리즘 기반 스테이블코인은 2022년 스테이블코인 테라(Terra)와 관련 준비 자산 암호화폐인 루나(LUNA) 사태를 겪기도 했다.

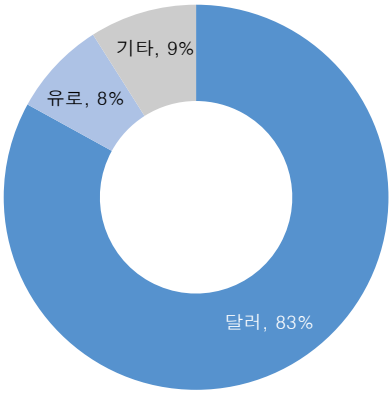
통화별로 볼 때는 법정통화에 페그된 스테이블코인은 달러화가 지배적이다. 시가총액 기준으로 전체 법정통화 담보 스테이블코인의 99% 이상은 달러에 페그되어 있다. 디지털 자산시장에서의 기축통화도 달러화를 중심으로 형성되어 달러 패권이 유지될 것이라는 예상이 각국의 통화주권에 대한 우려를 키우는 배경이 되고 있다.

<표 1> 스테이블코인의 유형

유형	특징	위험/취약성	예시
법정통화 담보	법정 통화 또는 현금 등가물 담보	수탁자 의존, 거래상대방 위험, 준비금 투명성	USDT, USDC
암호화폐 담보	다른 암호화폐로 담보	암호화폐 자산 변동성에 대한 취약성	DAI
알고리즘	알고리즘 공급 조정	알고리즘 실패, 투자자 신뢰 상실 및 뱅크런	테라 USD
상품 담보	금과 같은 실물 상품으로 담보	실물가격 변동, 실물 보관 및 감사 문제	PAXG, DGX
하이브리드	알고리즘 및 담보 방식의 조합	모델 복잡성	

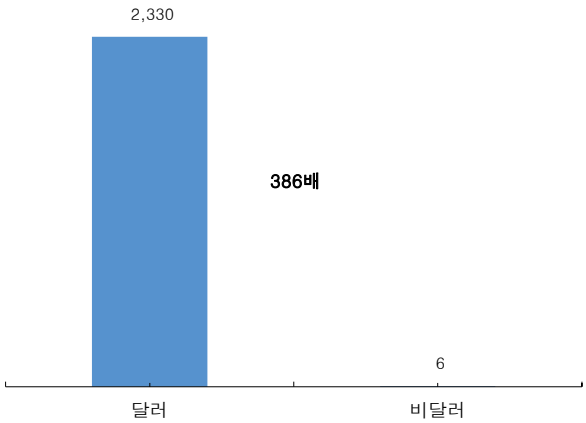
자료: 한국투자증권

[그림 9] 통화별 스테이블코인 공급량 비중



주: 법정통화 담보 스테이블코인, 2025년 4월 기준
자료: TBAC, 한국투자증권

[그림 10] 달러와 비달러 기반 스테이블코인 시가총액



주: 법정통화 담보 스테이블코인, 2025년 4월 기준, 단위(억 달러)
자료: TBAC, 한국투자증권

2. 스테이블코인 운용 메커니즘

안정적 가치 유지를 위한 담보 자산 확보 필요

스테이블코인의 핵심은 안정적인 가치를 유지하기 위한 안전자산의 확보이다. 예를 들어 달러 기반 스테이블코인 발행사는 달러가치와 1:1 고정을 유지하기 위해 미국 국채를 포함해 유동성이 높은 자산에 준비금을 보유해야 한다. 미국 국채와 같은 무위험 자산은 스테이블코인 발행사가 상환 요청에 항상 응할 수 있도록 보장하는 데 필수적이다.

스테이블코인과 은행 모두 코인 보유자나 예금 가입자의 요구에 응해야 하는데, 전통적인 은행 시스템에서는 유동성 위기 상황에서 중앙은행의 긴급 대출이나 예금보험과 같은 안전장치가 작동한다. 반면 스테이블코인은 정부의 긴급 지원과 같은 대안이 부족해 대규모 자금인출과 같은 위기에 취약할 수밖에 없다. 이 때문에 스테이블코인은 인출에 대비한 보유자금을 안정성이 높은 자산에 충분히 쌓아 둬야하는 필요성이 상대적으로 크다.

담보자산으로 유동성과 안정성 높은 미국 국채 활용

가치의 변동이 크지 않고 유동성과 안정성이 높은 대표적인 자산은 미국 국채다. 미국 국채 유통시장에서 프라이머리 딜러와 인터딜러는 지속적으로 매수/매도 호가를 제시하여 시장에 유동성을 공급해 국채 가격이 효율적으로 형성되도록 지원한다. 미국 국채는 환금성이 높고 사실상 디폴트 리스크가 없다고 인식되는 것 외에도 안전자산으로서 장점을 갖는다. 위기 시점에 위험자산 회피현상이 강화되며 안전자산에 대한 수요가 급격히 높아지는데, 실제 2008년과 2020년 위기 시점에 연준의 초저금리 정책과 맞물려 1년물 미 국채 수익률은 0.1% 수준까지 하락했었다.

실제 테더(USDT), USD 코인(USDC) 등 주요 달러 기반 스테이블코인 발행사들은 미국 국채를 통해 필요할 때 쉽게 현금화할 수 있기 때문에 상당량의 미국 국채를 준비금으로 보유하고 있다. 스테이블코인의 담보자산은 주로 만기가 짧은 현금, MMF, 만기 1년 미만의 단기 국채로 구성되어 있다. 스테이블코인 중 시가총액 1위인 USDT는 담보자산의 66%를 단기 국채로 보유하고 있다.

<표 2> 달러 기반 스테이블코인 순위

순위	스테이블코인	티커	시가총액(억달러)
1	Tether	USDT	1,567
2	USDC	USDC	617
3	USDS	USDS	70
4	Dai	DAI	54
5	Ethena USDe	USDe	53

자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

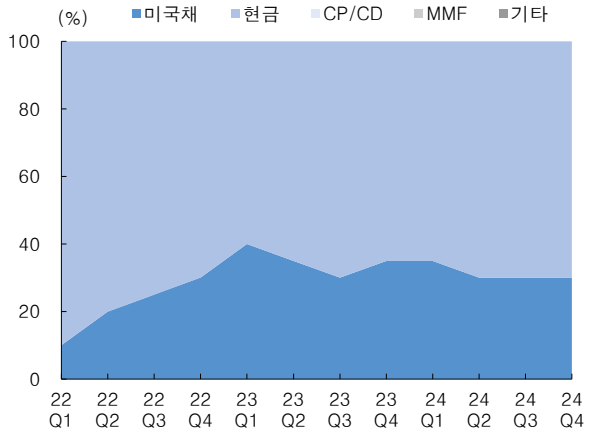
<표 3> 스테이블코인 담보자산 구성

(단위: 억달러)

발행사	테더	서클	리플	페이팔
스테이블코인	USDT	USDC	RLUSD	PYUSD
담보자산 구성				
역레포	172			488
MMF	65	533	301	
현금	1	67	230	
US T-bill	945		301	214
기타	254			
T-bill 잔여 듀레이션	90일 미만	12일 미만		

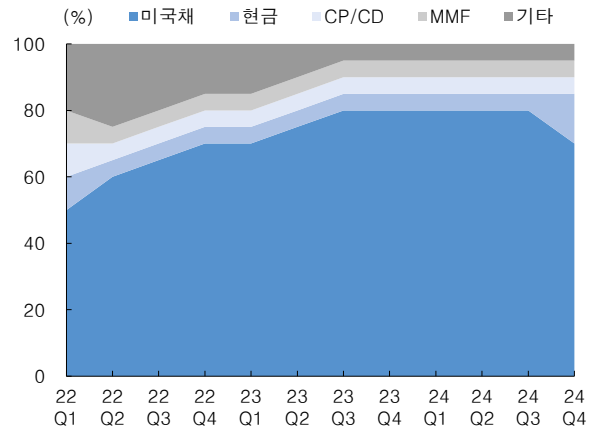
자료: TBAC, 한국투자증권

[그림 11] USDC 담보자산 구성



자료: NY FED, 한국투자증권

[그림 12] USDT 담보자산 구성



자료: NY FED, 한국투자증권

3. USDC 보유자산 구성

USDC의 보유 자산, 대부분 미국 단기채와 Repo에 투자

대표적인 달러 스테이블코인의 하나인 USDC의 보유자산을 살펴보자. 달러 기반 스테이블코인은 담보자산으로 주로 달러 표시 안전자산을 보유하는데, 회사채 등에 투자할 경우 보유자산으로부터 이자 소득을 높일 수 있겠지만 상환의 안전성, 환금성 등으로 인해 스테이블코인 자체의 신뢰도가 영향을 받게 된다. 실제 USDC는 2023년 이후 보유자산을 은행 현금 잔고와 자체 단기자금 펀드로 제한하고 있다. 연방 예금보험공사(FDIC)의 예금자 보호 한도, 거래상대방 위험, 유동성 확보 등을 감안할 때 은행 예금보다 외부 수탁기관을 통한 펀드 운용이 효과적일 수 있다.

3월말 기준 USDC의 보유자산은 10%가 현금으로, 나머지 90%는 별도의 단기자금 펀드를 통해 운용되고 있다. 서클 Reserve Fund는 잔여만기 3개월 이내 미 국채와 익일물 Repo, 현금 등에 투자하는 국공채 MMF이다. BNY멜론을 수탁회사로 두고 블랙록이 운용하는 해당 펀드(USDXX)는 약관을 통해 99.5% 이상의 자산을 현금과 단기 미 국채에 투자하도록 되어 있다. 서클 Reserve Fund 보유자산은 90% 가까이가 90일 미만 단기 투자상품으로 구성되어 있다. 지난 6월 서클은 미국 통화감독청(OCC)에 신탁은행('First National Digital Currency Bank') 설립 인가를 신청했는데, 이는 USDC 준비금을 직접 관리하기 위해서다. 펀드가 신탁업을 통해 직접 USDC 준비금을 관리하게 된다면 전통적인 금융권과의 경쟁이 심화될 것이다.

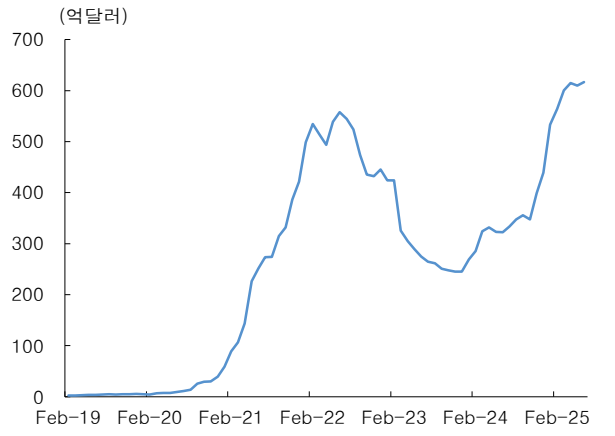
<표 4> USDC 보유자산 세부 구성

구분	자산규모(백만달러)	비중(%)	일드(%)
현금	6,487	10.8	3.42
서클 Reserve Fund(USDXX)	53,565	89.2	4.26
미국 국채		50.1	
미국 REPO		49.9	

주: 3월말 기준
자료: Circle, Blackrock, 한국투자증권

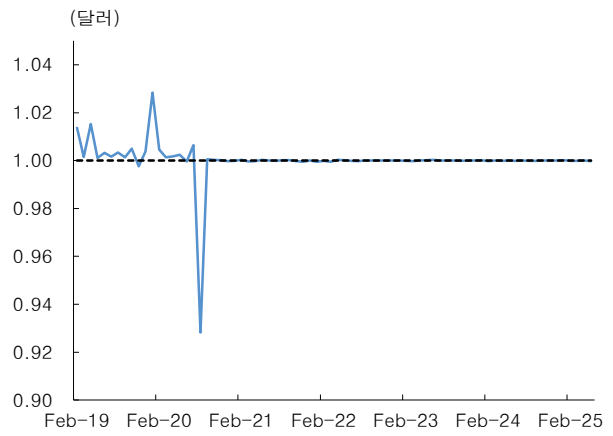
발행 초기에 USDC의 가격은 1달러를 중심으로 괴리가 발생하기도 했지만, 거래량 증가와 담보자산의 안정성을 기반으로 종가가 달러화와 안정적인 패리티를 유지하고 있다. 스테이블코인 발행사는 미 국채 투자를 통한 이자수익을 기대할 수 있는데, USDC 발행사인 서클의 보유자산은 은행예금과 미 단기채 등으로 구성되어 있어, 담보자산으로부터 발생하는 수익은 3개월 T-bill에 연동되어 움직인다.

[그림 13] USDC 시가총액 추이



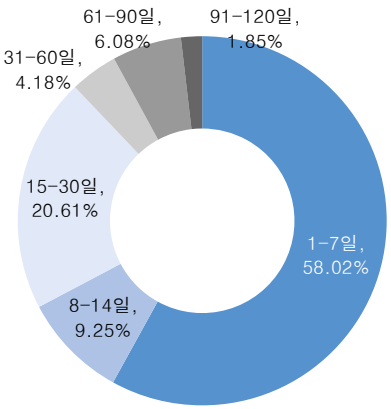
자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

[그림 14] USDC 가격 추이



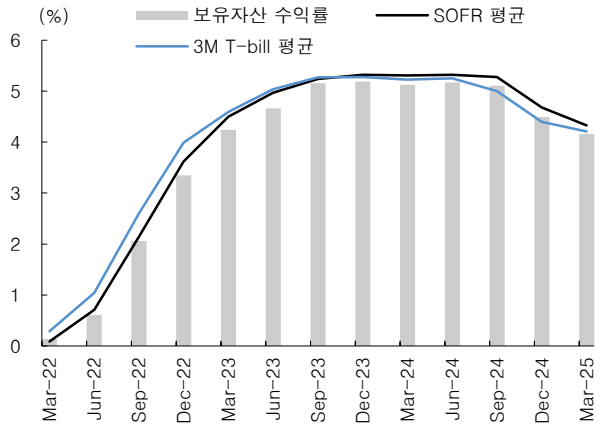
자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

[그림 15] 서클 Reserve Fund 보유자산 만기 구분



자료: Circle, 한국투자증권

[그림 16] 미 단기금리와 USDC 보유자산 수익률



자료: Circle, 한국투자증권

III. 스테이블코인 리스크 점검

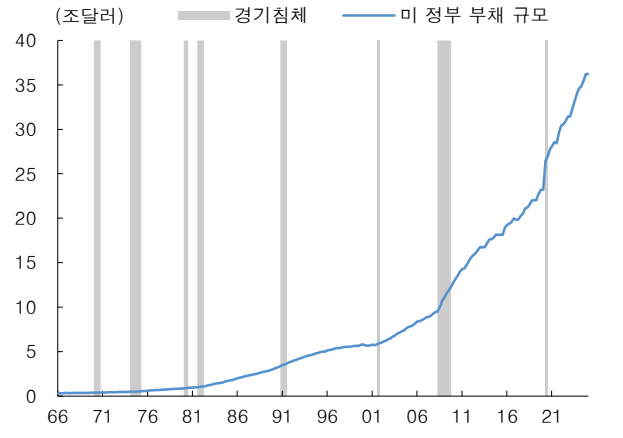
1. 국채시장과 스테이블코인 리스크

스테이블코인 성장은 미국 국채 수급에 영향

앞서 언급했듯 국채 시장과 달러 기반 스테이블코인 간의 상호 의존성은 매우 높은데, 최근 미국 국채의 지위가 약화되고 스테이블코인 시장이 커지면서 관련된 위험이 주목받기 시작했다. 미국 정부의 부채 규모는 경기침체 시기마다 큰 폭으로 늘어나 현재 36.2조달러 수준에 달한다. 국가의 부채 상환 능력은 GDP 대비 부채 규모로 측정하는데 120%로 늘어났다. 이에 지난 7월 미국 정부는 부채한도를 5조달러 증액해 이미 발생한 부채 상환을 위해 추가 차입을 허용하기로 했다.

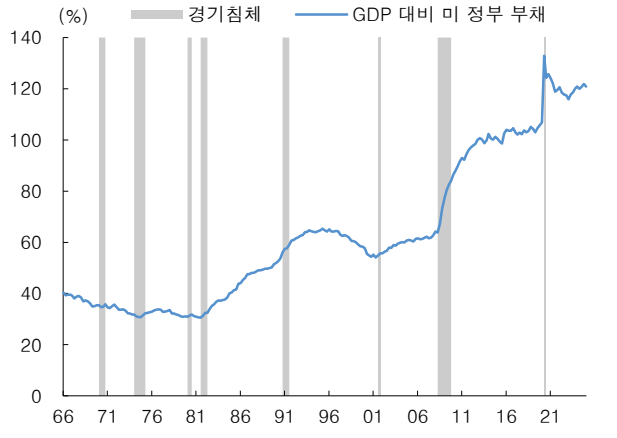
이 가운데 장기국채 주요 보유 주체인 연준은 양적긴축에 나서고, 중국과 일본 등 외국으로부터의 수요도 둔화되고 있어 국채 수급 부담이 커졌다. 연준이 금리 인상 사이클에 진입한 2022년 하반기부터 단기국채 의존도가 높아졌다. 올해 상반기 발행 국채의 80% 이상은 만기 1년 미만의 단기 국채인 T-bill이다.

[그림 17] 미국 정부 부채규모



주: 음영은 경기침체 시기 의미
자료: FRED, 한국투자증권

[그림 18] 미국 GDP 대비 정부 부채

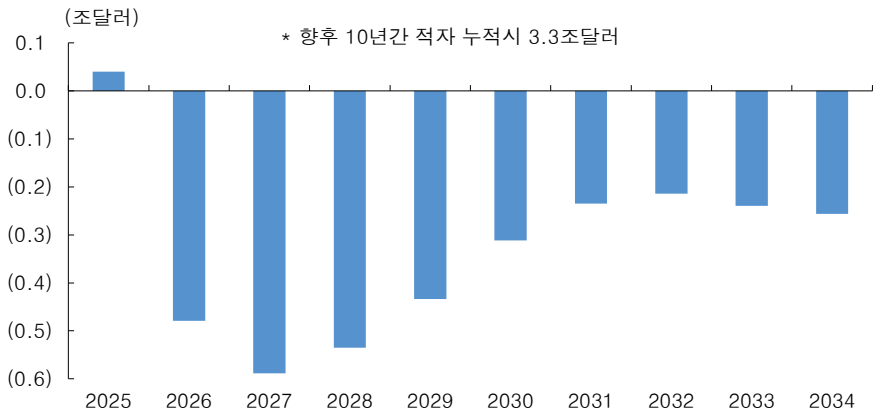


주: 음영은 경기침체 시기 의미
자료: FRED, 한국투자증권

단기물 중심 수요 확대는 미국 정부의 채권발행 정책 제약 요인

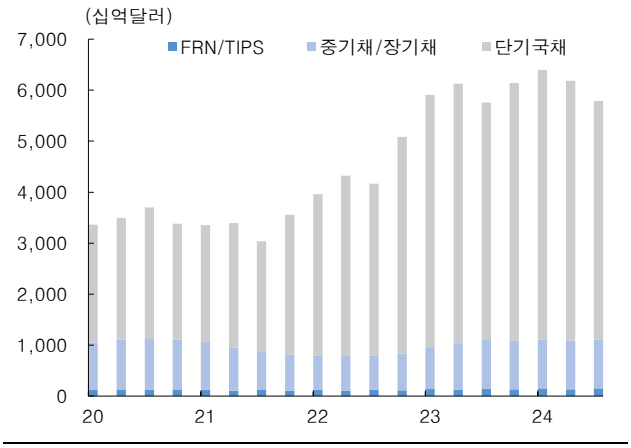
미국 정부가 자금을 조달하기 위해 국채 공급을 늘리는 이 같은 상황은 스테이블코인 발행사가 담보자산을 확보하는 니즈와 맞아 떨어졌다. 그러나 국채 수요에 스테이블코인의 영향력이 커질수록, 미 재무부의 국채 발행 정책이 영향을 받을 수 있다는 의견도 존재한다. 단기 국채는 크레딧 리스크가 거의 없고 듀레이션 리스크가 제한적이어서 정부가 재정을 확보하는데 유리하지만, 주기적으로 차환해야 하며 당시 금리 수준에 따른 이자율 위험에 노출된다. 만기 10년 이상의 장기 국채를 발행할 경우, 이자비용을 고정시켜 장기 정책을 추진하는데 유리하지만 단기채를 통한 자금조달에서는 불가능하다. 결국 스테이블코인이 성장하고 수요가 단기 국채로만 몰릴 경우 미국 정부의 채권발행 정책이 제약을 받을 수 있다는 것이다.

[그림 19] 트럼프 예산안(One Big Beautiful Bill act) 통과로 3.3조달러 적자 증가 전망



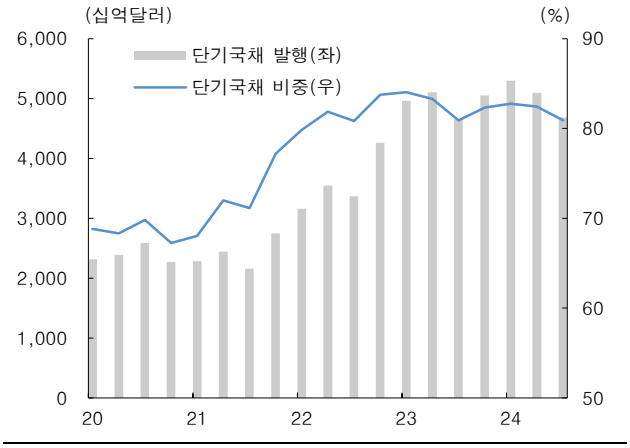
자료: CBO, 한국투자증권

[그림 20] 미국 국채 분기별 발행 규모 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 21] 미국 단기 국채 발행 규모와 비중 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

스테이블코인과 국채시장 간의 상호 의존성 강화

주목해야 할 부분은 스테이블코인 생태계와 미국 국채 시장 간의 상호 의존성으로 인한 위험이다. 최근 미국 국채는 재정적자 악화, 신용등급 강등, 인플레이션 리스크 등의 이벤트에서 안전자산으로서 지위가 약화되는 모습을 보였고, 스테이블코인은 이러한 시장의 변동성에 직접적으로 노출될 수 있다. 특히 국채 시장의 유동성이 일시적으로 줄어들면 스테이블코인 발행자는 준비금을 현금화하기 어려워져 상환 요청에 응하지 못할 위험이 있다. 24시간 거래되는 스테이블코인 시장과 달리 채권시장은 주말 등 일부 시간대에서 열리지 않아 미스매칭이 발생하고, 스테이블코인으로부터 급격한 수급 충격은 시장의 변동성을 키울 수 있다. 예를 들어 유동성이 가장 높은 미국 시장에서 채권 거래가 마감될 경우, 시차가 있는 다른 글로벌 금융센터를 통해 미국 국채가 거래될 수 있지만 상대적으로 가격 충격이 커지는 부분을 피하기 힘들다.

스테이블코인이 국채 시장 리스크 확대시킬 가능성

반대로 스테이블코인이 국채 시장의 리스크를 키울 수 있다. 국내외 다양한 사업자들이 스테이블코인 발행에 나설 것으로 예상되는 가운데, 해당 산업의 성장은 담보자산으로서 단기 국채에 대한 수요를 키울 것이다. 그리고 국채 수요 대비 공급이 부족한 상황일 경우, 유통시장의 국채 가격이 영향을 받을 수 있다.

보다 심각한 경우는 스테이블코인 발행사의 위기 상황이다. 코인 런(Coin-run)이 발생할 경우 대규모 국채매도가 나타날 수 있기 때문이다. 다양한 이유로 대규모 스테이블코인 상환 요구가 발생하면, 발행사는 국채를 대량으로 매도할 수 있으며, 이는 국채 가격 하락과 시장 불안정으로 이어질 수 있다.

은행과 달리 유동성 위기 상황에서 중앙은행의 긴급 대출이나 예금보험과 같은 안전장치가 없기 때문에 스테이블코인의 대규모 자금인출은 금융시스템의 위기 환산의 약한 연결고리가 될 수 있다. 국채 시장과 스테이블코인간의 부정적인 피드백은 위기 시점에 금융시장에 충격을 확대시키는 기폭제로 작용할 수 있다. 스테이블코인이 보유한 국채 비중은 전체 단기 국채 시장의 5% 이내로 아직 미미하지만, 스테이블코인 부문의 급격하게 성장하면서 국채 시장에 가할 수 있는 잠재적인 영향력은 점차 커질 것이다.

<표 5> 금본위제 붕괴 vs 스테이블코인 리스크 비교

구분	금본위제	스테이블코인
1:1 고정(Pegging, 페깅)	금: 통화 예) 금 1온스 = $35	법정화폐/상품: 스테이블코인 예) 1코인 = $1
신뢰 기반	중앙은행이 금 태환 약속	발행사가 담보자산 확보 및 상환 약속
위험 징후	금 보유량을 넘어서는 통화 발행	준비자산 가치보다 많은 코인 발행 또는 유동성 축소
위험 트리거	대규모 환매 요구	대규모 환매 요구
결과	금 태환 중단	페깅 레벨 붕괴(디페깅)

자료: 한국투자증권

2. 리스크 케이스 스터디

알고리즘 기반 스테이블코인 취약성 노출 사례

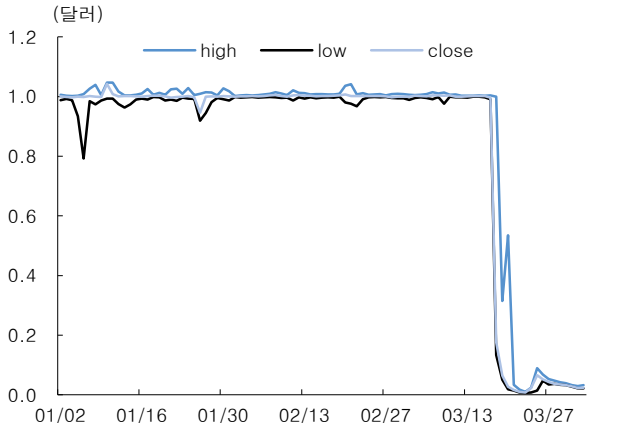
스테이블코인의 안정성을 시험했던 케이스로 가장 잘 알려진 건은 알고리즘 기반 스테이블코인인 테라(Terra)일 것이다. 테라는 알고리즘 스테이블코인에 사용되는 블록체인 프로토콜이다. 2018년 테라폼 랩스(Terraform Labs)에 의해 만들어진 테라는 자체 알고리즘 스테이블코인인 테라(Terra)와 관련 준비 자산 암호화폐인 루나(LUNA)로 알려져 있다. 2022년 5월 테라 USD(USTC)와 루나가 알고리즘 기반 가격 안정성에 대한 의심과 투자자들의 공황매도로 인해 붕괴되었다. 이후 테라 블록체인은 일시적으로 중단되었고, 이 사건으로 일주일 만에 약 450억 달러의 시가총액이 사라졌다. 현재까지도 테라클래식 USD(USTC)의 가치는 0.01달러 수준에 머물러 있다.

SVB 파산, 담보자산의 안정성 훼손 초래

스테이블코인 자체의 신뢰성 외에 담보자산의 안정성 훼손으로 인한 디페깅 이벤트도 있었다. 2023년 3월 실리콘 밸리 은행 파산의 충격 여파로 USDC는 달러화와 1:1 페깅이 약화되는 디페깅을 경험했다. 이 당시 USDC 가치에 대한 신뢰도 하락으로 일부 거래소에서 USDC 가격은 0.85-0.88달러까지 일시적으로 하락했다〈해설도우미 'USDC 디페깅 이벤트' 참조〉.

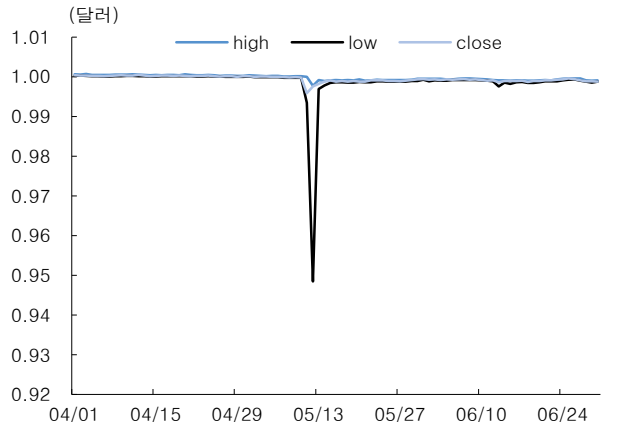
스테이블코인 가치의 변동성이 확대되는 디페깅 이벤트는 드물지 않다. 무디스에 따르면, 법정화폐 대비 일중 변동률이 3% 이상인 경우를 디페깅 이벤트라 정의할 때, 2022년 한 해 동안 2,348회의 디페깅이 발생했다. 극심한 디페깅 상황은 스테이블코인으로부터 자금인출 증가, 유동성 우려 확대, 연쇄적 청산 등으로 이어져 스테이블코인 거래 플랫폼의 신뢰도를 떨어뜨리게 된다. 또한 디지털 자산 시장과 전통적인 자산시장과의 연계성이 강화되고 있는 상황에서 금융시스템 전반에 걸친 위기 확산의 촉매 역할을 할 수 있다. 이에 대한 유사한 사례는 2008년 MMF의 'Break-the-Buck' 사건에서 찾아볼 수 있다〈해설도우미 'MMF Break-the-Buck' 참조〉.

[그림 22] 2022년 테라 USD(USTC) 가격 추이



자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

[그림 23] 2023년 USDT 디페깅



자료: CoinMarketCap, 한국투자증권

〈해설도우미〉 USDC 디페깅 이벤트

2023년 3월 USDC는 디페깅 이벤트를 경험했다. USDC 발행사인 서클은 실리콘밸리 은행(SVB)에 상당한 현금 준비금(총 400억 달러 가운데 약 33억달러)을 보유하고 있었다.

SVB는 실리콘밸리 내 스타트업이 주요 고객이었는데, 코로나 위기 이후 물가 상승으로 장기채 금리가 급등했다. 포트폴리오 대부분이 장기채인 상황에서 장기채 가격이 하락하기 시작했다. 2023년 3월 9일, 미국 국채 포함해 210억 달러 규모의 자산을 매각했으나, 이자율 상승으로 인해 18억 달러에 달하는 손해를 입고 주가가 크게 하락했다. 이를 기점으로 뱅크런이 본격화되어 주요 투자자들과 기업이 돈을 빼기 시작했고, 모바일 뱅킹의 보급으로 인해 뱅크런 속도가 가속화되어 하루만에 56조 원이 인출되었다.

SVB의 금융 안정성에 대한 우려가 커지고 규제당국의 폐쇄조치가 잇따르자 암호화폐 시장에 충격을 주기 시작했다. USDC의 준비자산 안정성에 대한 불안으로 USDC를 매도하고 환매하려는 움직임이 시작됐다. USDC 가치에 대한 신뢰도 하락으로 일부 거래소에서 USDC 가격은 0.85-0.88달러까지 일시적으로 하락했다. 이후 미국 정부가 SVB의 예금에 대한 지급을 보장하기로 결정하면서 USDC는 다시 달러와 1:1 교환으로 회복되었다.

SVB 파산과 USDC의 디페깅 이벤트는 보유자산에 대한 보관처로서 전통 은행 시스템에 의존하는데 따른 취약성을 드러내는 것이다. 이후 보유자산을 여러 곳으로 다각화해 거래상대방 위험을 줄이고 고유동성/저위험 자산에 대한 수요를 늘리는 배경이 되었다. 또한 DAI 등 다른 스테이블코인은 담보로 USDC 등을 보유하고 있었는데, USDC의 디페깅 이벤트가 다른 스테이블코인에 영향을 미치면서 탈중앙화 생태계의 상호 연계성이 취약할 수 있다는 것과 적절한 규제가 필요함을 시사한다.

〈해설도우미〉 MMF 'Break-the-Buck' 사건

'Break the Buck' 이벤트는 리저브 프라이머리 펀드(Reserve Primary Fund)라는 머니마켓 뮤추얼 펀드가 2008년 9월 16일, 주당순자산가치(NAV) 1달러를 유지하지 못하고 주당 0.97달러로 하락한 사건이다. MMF는 안전하고 유동적인 투자 상품으로, 단기 현금 관리를 위해 자주 사용되는데, 투자자들은 주당 1달러의 안정적인 NAV가 유지될 것으로 기대한다.

2008년 9월 15일 리먼 브라더스가 파산 신청을 하면서 금융 시스템 전반에 큰 충격을 가했다. 리저브 프라이머리 펀드는 리먼 브라더스가 발행한 약 7억 8,500만 달러 상당의 기업어음을 보유하고 있었는데 리먼 브라더스 파산으로 인한 손실로 펀드의 NAV가 1달러 미만으로 떨어졌다('break-the-buck').

이러한 소식은 투자자들 사이에 공황을 불러일으켰고 추가 손실을 우려한 투자자들이 펀드에서 최대한 빨리 돈을 빼내려 하면서 대규모 환매가 시작됐다. 당일 오후 환매 요청은 펀드 자산의 25%, 그 다음날은 절반에 달할 정도로 극심했다. 펀드 NAV는 주당 0.97달러로 하락했고 결국 펀드를 청산해야 했다. 이러한 리저브 프라이머리 펀드의 실패는 머니마켓 펀드가 완전히 안전하며 항상 1달러로 상환할 수 있다는 인식이 무너지는 계기가 됐다.

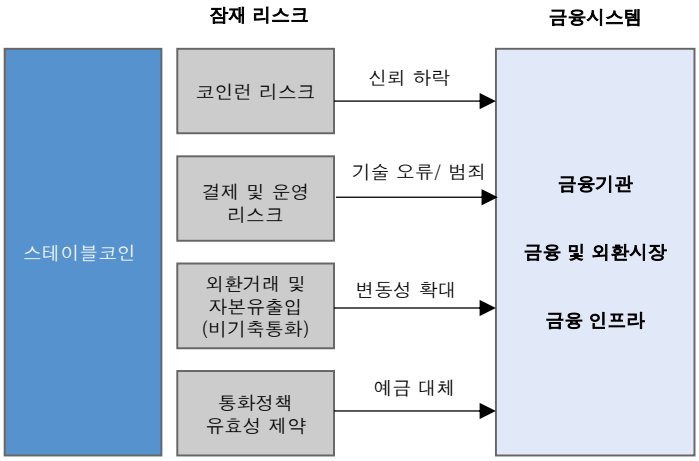
이후 미국 재무부는 MMF를 위한 임시보증프로그램(Temporary Guarantee Program)을 구축해 주당 1달러의 가격을 보장했다. 단기자금 시장의 신용을 강화하기 위한 정부의 규제도 이어졌다. 2010년 미국 금융당국은 유동성 강화, 만기 제한, 스트레스 테스트, 공시 등 MMF 규제를 시행했는데, 이에 따르면 10% 이상의 자산을 1일 이내, 30% 이상은 일주일 내에 현금으로 전환될 수 있는 현금 등가물로 보유할 것 등을 요구하고 있다. 지난 6월 미 상원을 통과한 GENIUS 법안의 경우, 스테이블코인에 대해 만기 93일 이내 국채, 7일 이내 Repo 등의 담보자산 관련 규정을 담고 있다.

스테이블코인의 확대는 국채시장의 신뢰 뒷받침 없이는 힘들어

스테이블코인은 미국 달러 결제 시스템의 변화를 예고하지만 이는 강력한 미국 국채 시장의 뒷받침 없이는 불가능하다. 안전자산으로서 미국 국채 시장의 지위가 스테이블코인의 안정성과 직결되어 있기 때문이다. 스테이블코인의 성장과 달러의 글로벌 지위 유지를 위해서는 강력한 미국 국채 시장을 유지하는 것이 중요하며 미국 국채에 대한 투자자들의 신뢰를 유지하는 것이 스테이블코인과 디지털 자산 산업의 확산을 위해 필수적이다. 반면 과도한 감세, 부채 한도에 대한 논쟁 등은 달러화와 미국 국채시장의 신뢰에 부정적인 영향을 가해 스테이블코인의 성장을 약화시킬 것이다.

스테이블코인과 미국 국채 시장은 밀접하게 연결되고 있으며, 이러한 상호 의존성은 금융 시스템에 새로운 위험을 내포하고 있다. 각국 중앙은행은 스테이블코인의 혁신을 활용하는 동시에 여기에서 발생하는 위험을 관리하기 위한 정책적 고민을 진행 중이다. 스테이블코인 준비금에 대한 명확한 규제, 국채 시장의 유동성 강화를 위한 조치, 그리고 잠재적인 시스템 위험 모니터링 등에 대한 제도와 규정 마련이 진행되고 있다.

[그림 24] 스테이블코인의 금융안전 관련 잠재 리스크 요인

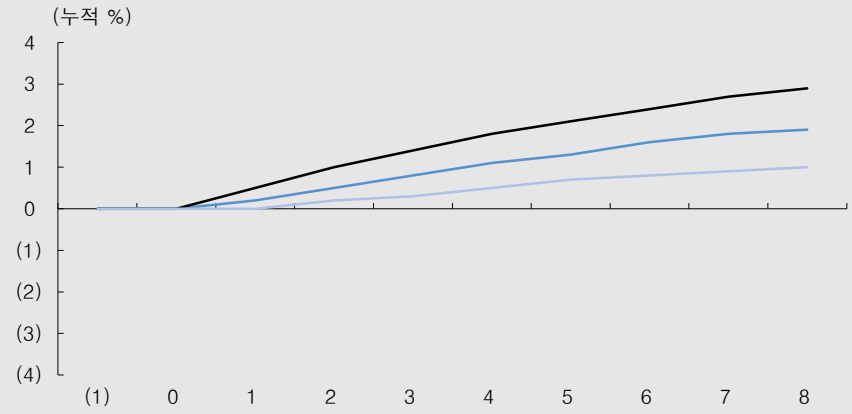


자료: 한국은행, 한국투자증권

〈해설도우미〉 스테이블코인과 비트코인

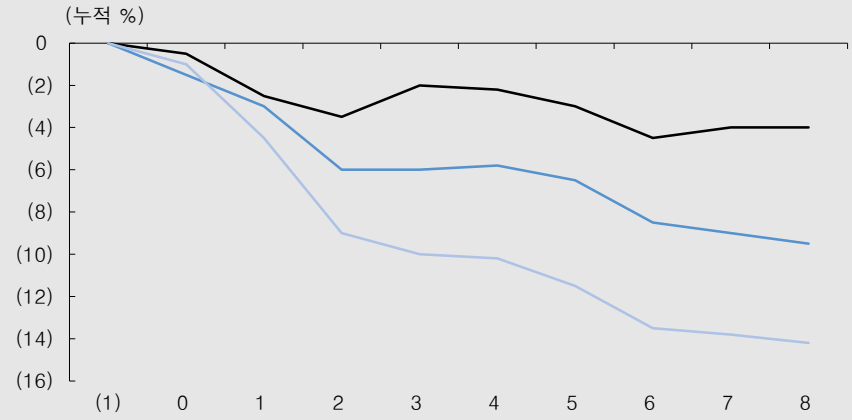
위기 확산 시점에 가상자산 시장에서 스테이블코인은 안전자산으로서 역할을 할 수 있을까? 암호화폐 생태계 내에서 '디지털 자산' 역할을 하는 비트코인 가격에 충격이 나타났을 때, 스테이블코인 가격이 어떤 영향을 받는지 살펴볼 수 있다. 일부 연구[1]에 따르면 스테이블코인의 유형에 따라 충격의 방향과 강도는 다르게 나타난다. 비트코인 가격의 부정적 충격 영향을 가정했을 때, 위험한 스테이블코인에서(알고리즘 기반 또는 암호화폐 담보) 보다 안전한 스테이블코인(달러 담보)으로 자금 유출입이 발생한다. 달러 담보 스테이블코인이 디지털 자산시장의 위험자산회피 현상이 나타났을 때 피난처의 역할을 일부 수행하고 있음을 의미한다.

[그림 25] 충격반응함수: 가상자산-USD 스테이블코인



주: 가상자산시장의 충격에 대한 반응함수 의미, 가로축은 충격 후 경과일
자료: Liberty Street Economics, 한국투자증권

[그림 26] 충격반응함수: 가상자산-알고리즘 스테이블코인



주: 가상자산시장의 충격에 대한 반응함수 의미, 가로축은 충격 후 경과일
자료: Liberty Street Economics, 한국투자증권

[1] Stablecoins and Crypto Shocks(Mar 8, 2024)

IV. 미국

1. 스테이블코인 관련 법안 추진 현황

스테이블코인 입법화 진행

지난 6월 17일 상원 위원회에서 스테이블코인 관련 'GENIUS Act'가 통과되었다. 이는 코인 발행과 1:1 비율로 규정된 USD 기반 담보 자산 확보를 의무하고 하고 있다. 하원에서도 관련 논의 중인 가운데 향후 양당간 조정 과정이 남아있다. 시장에서는 대체로 하반기 중 상·하원 조정 법안 통과와 대통령 서명을 기대하고 있다.

미국은 스테이블코인의 점진적 제도화가 진행될 것이다. 스테이블코인 도입에 따른 금융시장 안정성에 대해서는 이견이 있지만 점진적인 디지털자산 도입에 대해서는 초당적인 공감대가 형성되고 있다. 현재는 결제용 스테이블코인에 한해 제한적 허용 및 연방 감독체계 구축 등 규제 프레임워크 마련에 초점이 맞춰져 있다. 2026년 중반까지는 결제용 스테이블코인에 대한 관련 규제가 마련될 가능성이 높다. 반면, 투자·DeFi 스테이블코인은 자금세탁 및 금융 불안 우려로 더 강한 규제를 받으며 보다 중장기적인 시계에서 점진적으로 도입될 가능성이 높다.

<표 6> 미국 스테이블코인 관련 법안 세부 내용

조항	GENIUS Act(상원안)	STABLE Act(하원안)
발행자격	① 은행 자회사 ② OCC 승인 비은행 ③ 주정부 승인 비은행 (발행액 100억 달러 이하)	연방 인가 금융기관(FDIC 보증 은행)만 가능, 비은행 기관 금지
규제	이중적 규제체계(주/연방) 발행액 100억달러 이하는 주 수준 규제 선택 가능 발행액 100억달러 초과시 연방 수준 규제 전환	연방 중심 규제
담보	1대 1 담보자산 (현금, 단기 미국 국채, MMF 등) 유지 의무 준비금 공개 공시 및 월간 보고 필수	담보 대상은 상원안과 유사
이자 지급	이자 지급 금지	이자 지급 금지
알고리즘/투자형	법정화폐 담보형 지급 스테이블코인(payment stablecoin)만 대상	명시적 금지
이념적 성향	시장 친화적 · 유연한 규제	보수적 규제 중심

자료: 한국투자증권

2. 스테이블코인이 영향을 미치는 경로

스테이블코인이 금융시장에 영향을 미치는 경로는 크게 두가지 경로이다.

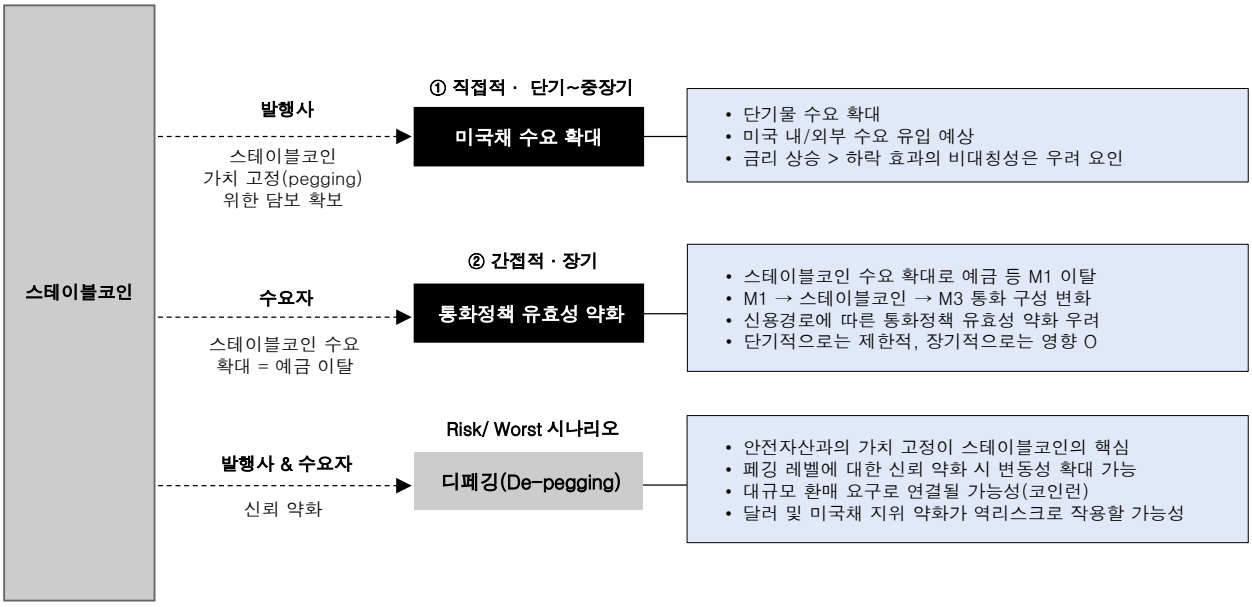
① 미국 국채 신규 수요 확대

가장 뚜렷하고 즉각적인 영향은 미국 국채 수요 확대이다. 코인 발행 증가와 함께 담보로 달러 현금 및 단기채 등 고유동성 자산을 의무적으로 확보해야 하기 때문이다. 스테이블코인 발행사가 보유하고 있는 담보자산 가운데 약 1,200억 달러 이상이 미국 단기채에 투자되어 있는 것으로 추정된다. 미국 재무부 자료에 따르면 한국이 보유한 미국 국채 규모는 4월 기준 1,217억 달러 수준인데 이를 넘어서는 규모이다. 스테이블코인 발행사들은 지난해 세번째로 미국 단기채를 가장 많이 매수한 주체였으며, 미국 단기증권 보유금액 기준으로 중국 등을 제치고 10위에 해당한다. 향후 미국 재정적자 부담이 지속되는 가운데 주요국이 미국 국채 보유량을 줄여가는 상황에서 신규 수요처 확보는 긍정적인 소식이다. 2030년까지 미국 단기채 발행 잔액은 6~7조달러 수준을 전망하며 이 중 1조달러 내외의 신규 수요 창출이 기대된다. 다만 스테이블코인 유출입에 따른 국채 시장 수급 왜곡과 금리 변동성 확대는 우려되는 요인이다.

② 전통적인 통화정책 약화

통화 구성 비중의 변화로 중앙은행의 통화정책 유효성 약화가 우려된다. 이는 스테이블코인 도입에 따른 즉각적인 영향이기보다는 중장기적인 구조 변화의 양상으로 나타날 것이다. 세부적으로는 금리 및 신용 경로를 통해 중앙은행의 정책이 실물경제에 미치는 영향이 축소될 가능성이 높다. 금리 정책을 통해 통제할 수 있는 예금 등의 유동성 항목에서 스테이블코인으로 자금이 이동하기 때문이다.

[그림 27] 스테이블코인이 금융시장에 영향을 미치는 예상 경로



자료: 한국투자증권

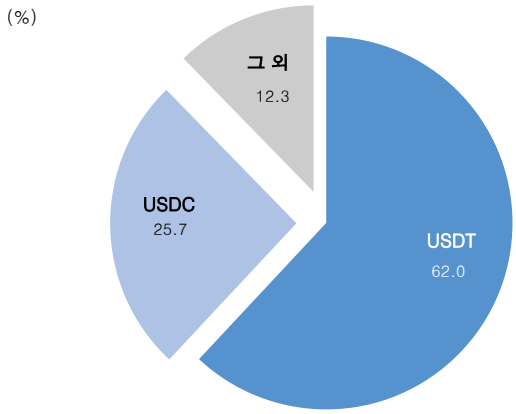
1) 미국 국채 신규 수요처로서의 스테이블코인

스테이블코인은 미국 단기채의 신규 수요처

스테이블코인 도입으로 가장 빠르고 뚜렷하게 나타날 변화는 미국 국채에 대한 신규 수요 확대이다. 일본과 중국 등 주요국에서 미국 국채 보유액을 줄이고 있는 가운데, 향후 미국 재정 적자 증가 등 국채 발행에 대한 수급 부담이 높아진 환경에서 신규 수요처의 확보는 긍정적인 요인이다.

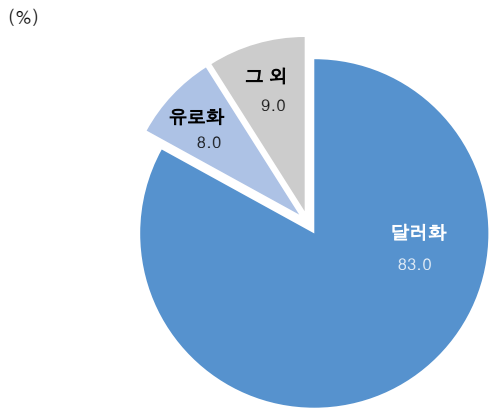
전체 스테이블코인 중에서 USDT와 USDC가 차지하는 비중은 각각 62.0%, 25.7%로 독과점 구조를 유지하고 있다. 전체 스테이블코인 발행량 중 담보자산의 통화별 비중을 살펴보면 달러화가 83.0%이고 뒤를 이어 유로화가 8.0%를 차지하고 있다. 향후 미국의 스테이블코인 관련 법안 통과 이후 발행 수요가 확대될수록 1:1 비율의 담보 자산 확보를 위해 달러 표시 자산에 대한 수요가 증가할 것이다. 특히 담보자산이 대부분 달러 표시의 고유동성 자산에 집중된다는 점에서 미국 단기채 수요 증가가 두드러질 것이다.

[그림 28] 스테이블코인 USDT와 USDC의 독과점 구조



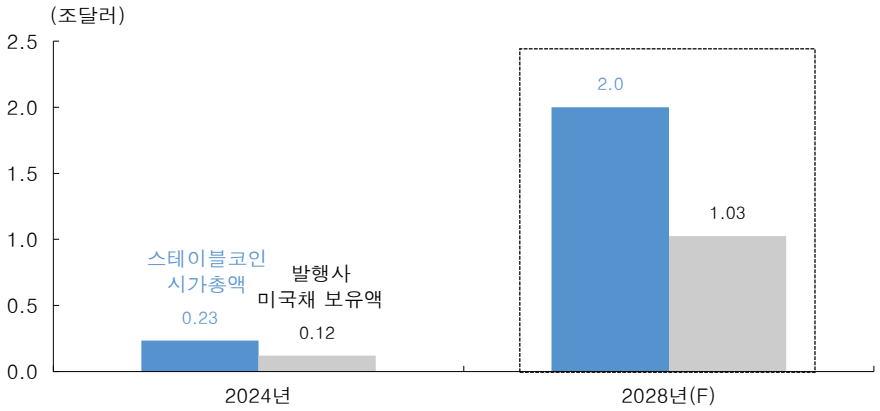
주: 단위 %, 2025년 4월 기준
자료: 미국 재무부, 한국투자증권

[그림 29] 스테이블코인 발행량 중 USD 기반이 대부분



주: 단위 %, 2025년 4월 기준
자료: 미국 재무부, 한국투자증권

[그림 30] 스테이블코인 시가총액 증가와 함께 발행사 미국 국채 보유액 확대 전망



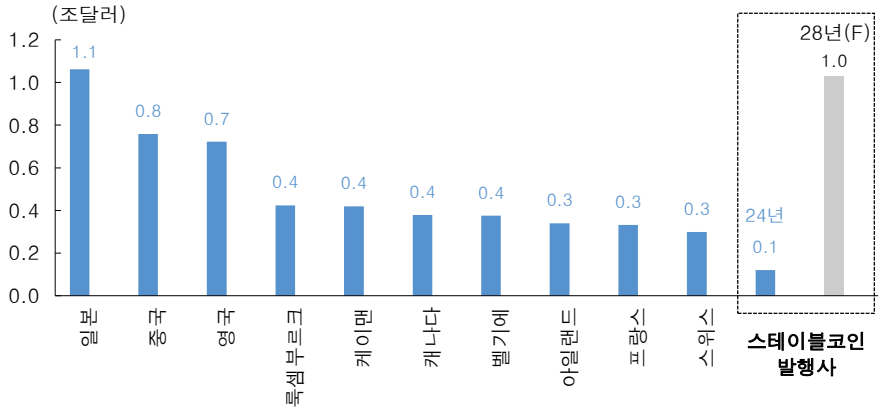
자료: 미국 재무부, 한국투자증권

2028년 발행사의 미국 국채 보유액은 1조달러까지 증가 전망

2024년말 기준 스테이블코인 발행사의 미국 국채 보유액은 약 1,200억 달러로 추정된다. 미국 재무부 차입자문위원회(이하 TBAC, Treasury Borrowing Advisory Committee)는 2028년까지 스테이블코인 시가총액이 2조달러까지 확대되는 가운데, 발행사의 미국 국채 보유액도 같은 추세를 적용할 경우 약 1조달러까지 늘어날 것으로 전망한 바 있다[그림 30].

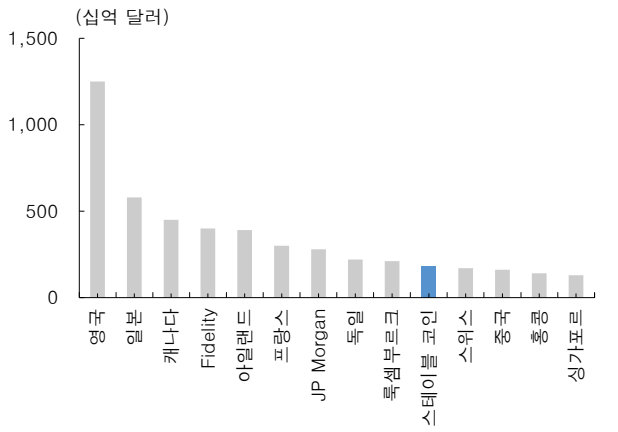
현 수준의 국가별 미국 국채 보유액과 비교하기에는 한계가 있지만 규모의 정도를 가늠해보기 위해 국가별 보유액과 비교해보면 [그림 31]과 같다. 2024년말 기준 주요국 중 가장 많은 미국 국채를 보유한 일본은 1.1조달러의 미국 국채를 보유하고 있다. 향후 스테이블코인 시장 확대와 함께 발행사의 미국 국채 보유액이 1조달러까지 확대될 경우 전세계 대부분 국가의 보유액을 추월할 가능성이 높다.

[그림 31] 미국 국채 보유 비중 Top10 국가별 및 스테이블코인 발행사 보유액



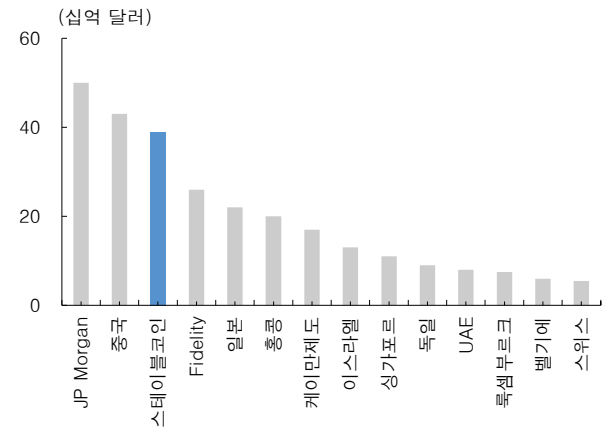
자료: Congress.gov, 한국투자증권

[그림 32] 미국 단기증권 보유금액 비교



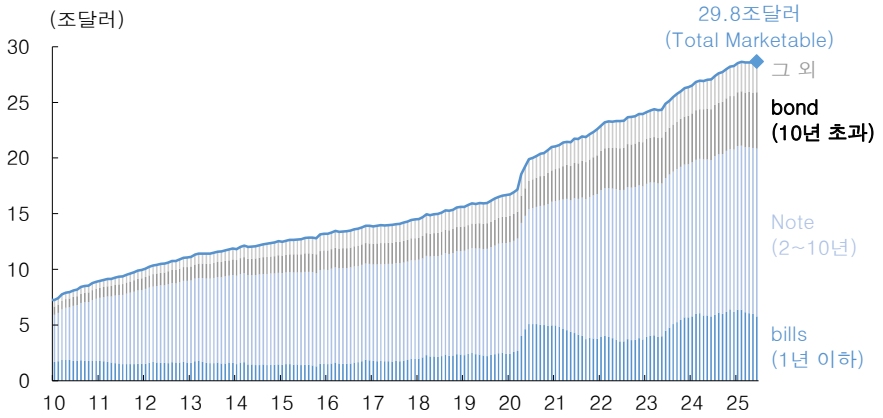
주: 미국 단기증권(T-Bill, 예금, RP, CP, MMF 등 포함)
자료: BIS, 한국투자증권

[그림 33] 2024년 미국 단기채 매수 금액 비교



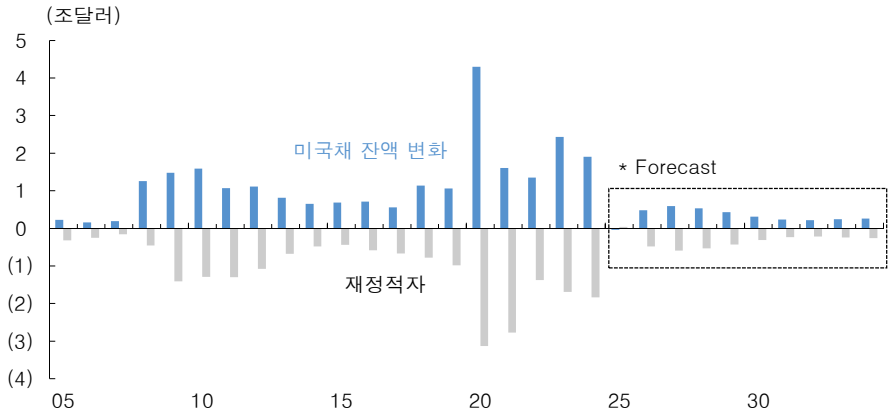
자료: BIS, 한국투자증권

[그림 34] 만기별 미국 국채 발행 잔액 구성



자료: 미국 재무부, 한국투자증권

[그림 35] 미국 재정적자와 함께 늘어날 국채 발행



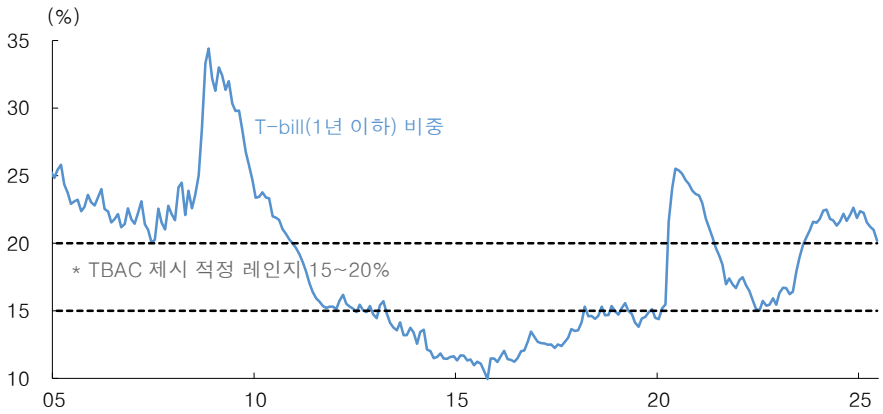
주: One Big Beautiful Bill Act 통과에 따른 재정 적자만큼 국채 발행 증가 가정
자료: CBO, 미국 재무부, 한국투자증권

6조달러 내외의 단기채를 중심으로 수요 뒷받침

특히 스테이블코인 발행처의 수요는 미국 단기채로 집중될 것이다. 향후 6조달러 내외의 규모가 유지될 것으로 예상되는 미국 단기채(T-bill) 시장에서 1조달러는 16% 이상을 차지하는 비중이다.

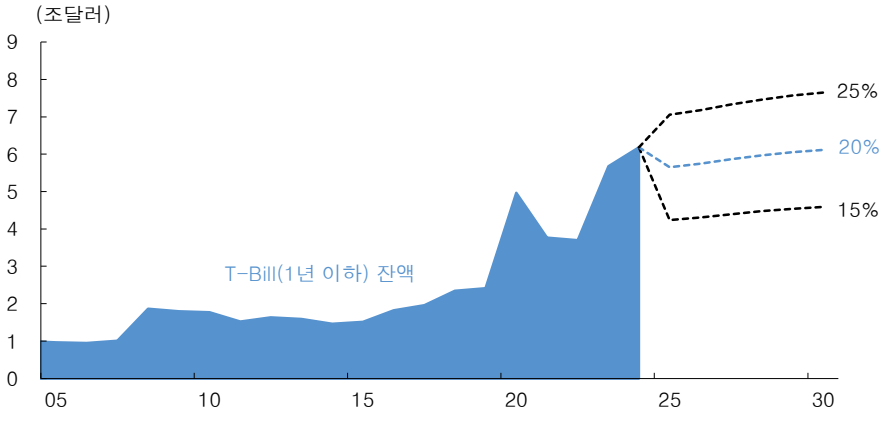
미국 의회예산처(이하 CBO)는 트럼프의 예산안(The One Big Beautiful Bill Act)이 통과되며 향후 10년간 3.3조달러의 재정적자 증가를 전망했다. 과거 재정적자 증가의 상당분이 국채 발행으로 충당되었다는 점을 감안하면 미국 국채 발행량도 그와 비슷한 수준으로 증가해갈 것이다. TBAC은 미국 단기채 비중을 15~20%를 유지할 것을 권고하고 있고, 시장에서는 정부의 단기물 중심 차입 집중으로 그 비중이 25%까지 확대될 것이라는 우려가 제기되고 있다. 향후 국채 발행이 증가하는 가운데 단기채 비중이 20% 내외를 유지할 경우 단기채 잔액은 2030년까지 현재와 비슷한 수준이 6조달러 내외를 유지할 것으로 예상된다. 만약 시장이 우려했던 대로 단기채 비중이 25%까지 확대될 경우에는 7.1조달러까지 증가할 것으로 예상한다[그림 37].

[그림 36] 단기물 비중 20% 상회, TBAC이 제시한 적정 레인지 15~20%



주: Total Marketable 채권 내 비중
자료: 미국 재무부, 한국투자증권

[그림 37] 단기물 발행 잔액 6조달러 내외, 일부는 스테이블코인 흡수 기대

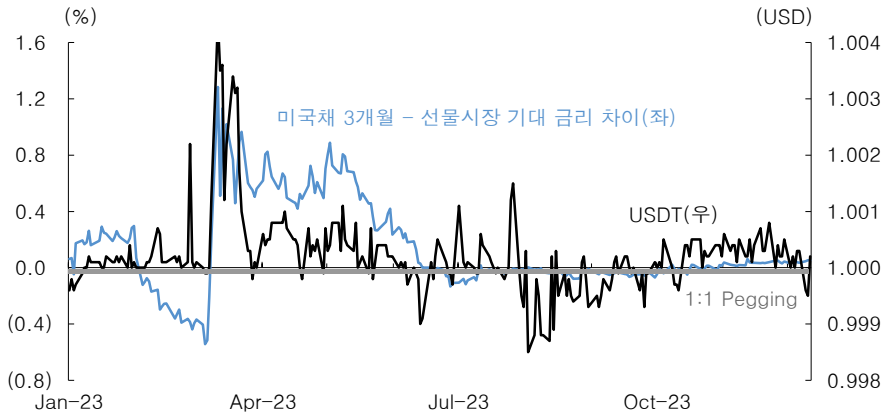


자료: 미국 재무부, 한국투자증권

고려 사항: 금리 상승과 하락 효과의 비대칭성

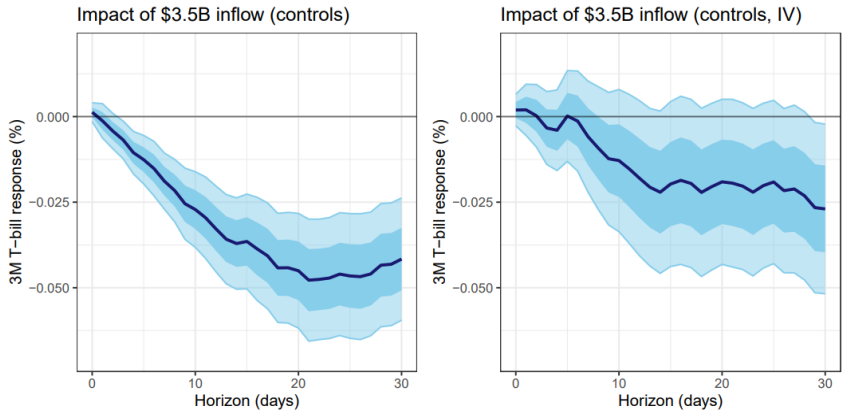
BIS는 실증분석을 통해 스테이블코인 유입으로 단기물 금리가 하락한다고 발표했다[2]. 그러나 그보다 더 주목 할 만한 점은 스테이블코인 유출입에 따른 금리 효과의 비대칭성이다. 금리 하락의 효과보다 유출에 따른 금리 상승 효과가 2~3배 더 컸다(we indeed find that outflows have a quantitatively larger impact on yields than inflows(+6–8 bps versus –3 bps respectively)). 이는 발행사가 단기채 매수 시점을 비교적 재량적으로 배분하는 것과 달리 자금 유출 시에는 보유하고 있는 단기채를 즉시 매도하게 되며 가격과 금리의 민감도가 높아진 것으로 해석될 수 있다. 이 논리를 적용할 경우 스테이블코인 발행사의 수요 유입은 금리를 추세적으로 낮추는 요인일 것이다. 그러나 위기 발생시(투자심리 악화, 위험 회피 확대, 디페깅 우려 강화 등)에는 하락 속도보다 더 급격한 금리 상승이 나타날 가능성이 높다.

[그림 38] 단기 금리 급등락시 USDT 가격 변동성 확대, 디페깅 압력↑



주: 2023년말 선물시장 기대금리(연준 통화정책 기대 통제)를 반영
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 39] 스테이블코인 유입으로 단기물 금리 하락 반응



자료: BIS, 한국투자증권

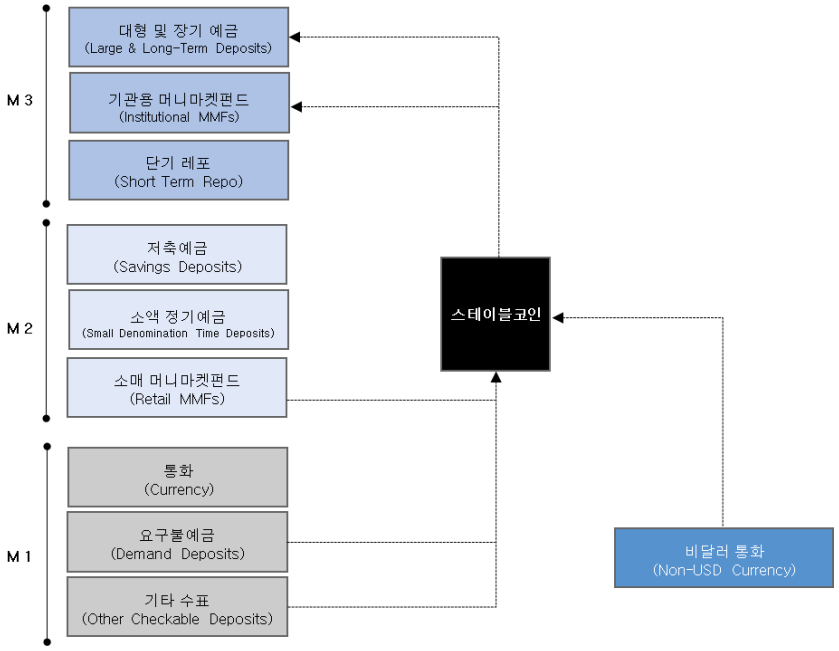
[2] Rashad Ahmed and Iñaki Aldasoro, Stablecoins and Safe Asset Prices, BIS Working Papers No. 1270 (Basel: Bank for International Settlements, May 2025).

2) 통화 구성 변화와 통화정책 경로 약화 가능성

통화 구성 비중 변화 예상

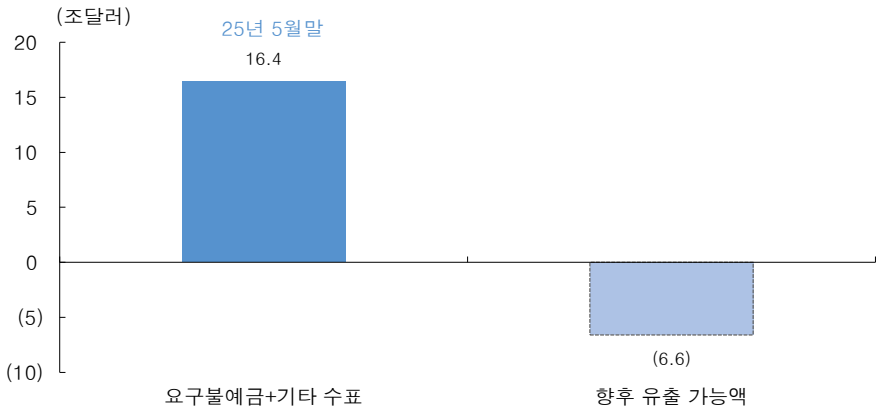
스테이블코인 등장이 전통적인 통화정책의 유효성을 약화시킨다는 우려가 크다. 이는 스테이블코인 신규 수요 확대로 투자자들의 자산 배분이 바뀌는 과정에서 통화 구성 내 변화가 예상되기 때문이다. 구체적으로는 M1(협의 통화)에 해당하는 요구불예금, 기타수표와 M2(광의 통화)에 속하는 소액 머니마켓 펀드에서 유출이 발생할 가능성이 높다. 이는 스테이블코인으로 유입되고 발행사의 준비자산을 통해 M3(최광의 통화)로 재유입되는 흐름이다. 즉, 통화량의 변화가 없더라도 구성 항목에서는 스테이블코인이라는 새로운 매개채를 중심으로 수요자(투자자)와 발행사간 주체의 차이가 통화 구성의 변화를 발생시킬 것이다.

[그림 40] 스테이블코인 도입은 M1 & M2에서 M3로 통화 구성 변화를 의미



자료: 미국 재무부, 한국투자증권

[그림 41] M1 잔액 16.4조달러에서 6.6조달러까지 유출 가능성



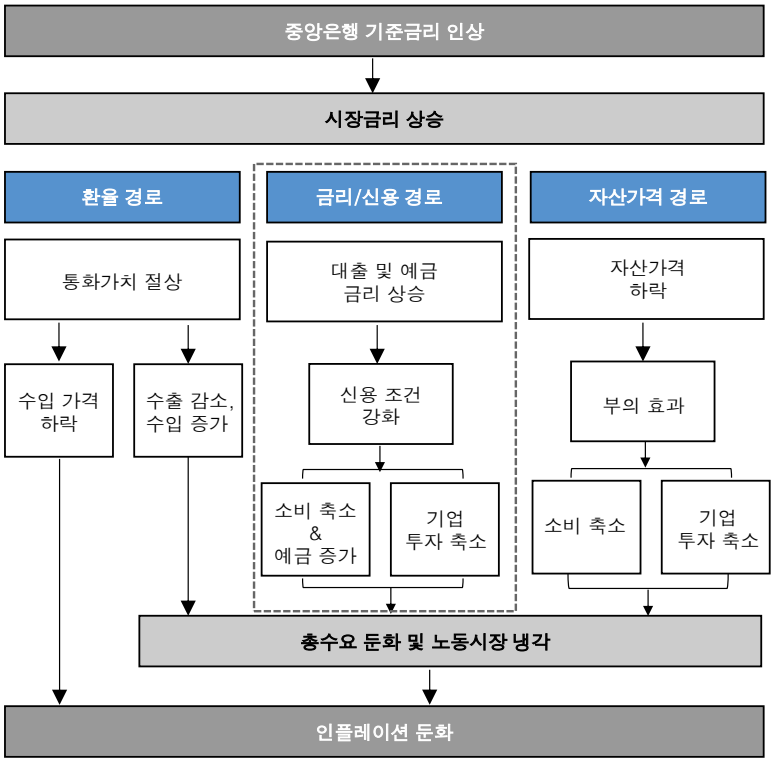
자료: 미국 재무부, 한국투자증권

금리 및 신용 경로를 통한 통화정책 유효성 약화

이러한 통화 구성 변화로 통화정책 유효성 약화에 대한 우려가 제기되는데, 이는 세부적으로 금리 및 신용 경로의 약화에 대한 우려를 반영하고 있다[그림 42]. 요구불예금 및 기타 수표 등 M1에 해당하는 유동성이 스테이블코인으로 이동할 경우 중앙은행의 금리 결정이 민간 유동성의 미치는 효과가 과거보다 축소될 수 있다. 기준금리 인상에 따른 대출 및 예금 금리 상승이 총수요 축소로 연결된다. 이때 금리와 무관하게 사용할 수 있는 스테이블코인은 중앙은행 통화정책을 통한 총수요 통제 범위를 벗어나기 때문이다.

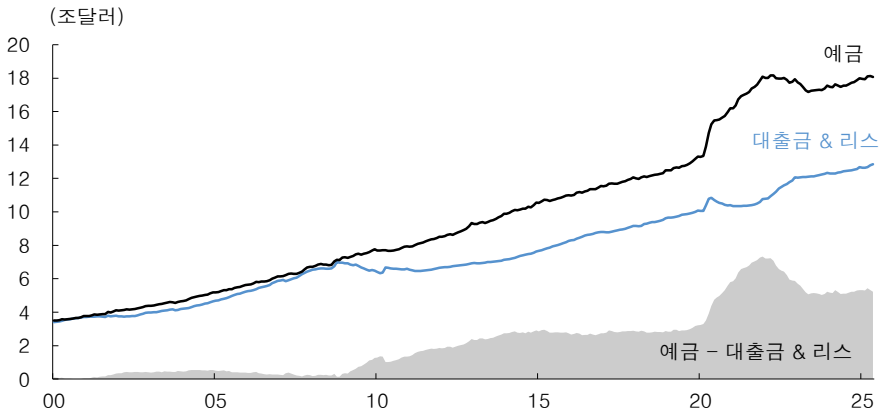
이는 스테이블코인 도입에 즉각적인 충격이기보다는 중장기적으로 구조 변화의 형태를 띨 것이다. 도입 초기 소액 결제나 송금 목적의 거래에는 체감하기 어려울 것이나 장기적으로 스테이블코인이 자산 또는 준통화로서 지위가 강화될 경우에는 구조적인 차원에서 통화정책의 유효성이 뚜렷하게 약화될 가능성이 높다.

[그림 42] 중앙은행의 기준금리 인상이 실물경제로 파급되는 경로



자료: 한국투자증권

[그림 43] 금융위기 이후 상업은행의 예금 대비 대출금 증가 속도는 제한적



자료: FRB, 한국투자증권

V. 한국

1. 원화 스테이블코인 논의 현황

한국은행 CBDC 2차 실거래 테스트 잠정 보류, 하반기 원화 기반 스테이블코인 가능성 중점 검토 예상

미국을 포함해 전 세계적으로 스테이블코인이 성장하며 우리나라에서도 원화 스테이블코인 논의가 등장하였다. 달러 기반의 스테이블코인이 국내 일반 결제망에 널리 사용될 경우 우리나라 재정 및 통화정책의 영향력이 낮아질 수 있다. 결국 자체 통화인 원화를 운용하고 있는 우리나라의 통화주권에 영향이 갈 수 있으며, 이에 신정부는 통화주권 수호를 주 이유로 원화 스테이블코인 발행에 주력하고 있다.

한국은행은 원화 스테이블코인과 별도로 2020년 이후 중앙은행 디지털화폐(CBDC)에 대한 연구 및 개발을 본격적으로 진행해 왔으며, 올해 6월 30일자로 7개 시중은행이 참여한 1차 디지털화폐 실거래 테스트(프로젝트 한강)를 마무리 했다. 다만 신정부 출범 전후로 스테이블코인 도입 논의가 확장되며 올해 4분기로 예정되었던 2차 실거래 테스트를 잠정 보류하기로 결정했다. 이에 올해 하반기 시중은행은 스테이블코인 발행 준비 및 상표 출원에 더욱 박차를 가할 것이며 한국은행 또한 금융결제국 및 금융안정국을 중심으로 원화 기반 스테이블코인의 도입 가능성 및 리스크를 중점적으로 검토할 것으로 전망한다.

<표 7> CBDC 및 원화 스테이블코인 차이점

	CBDC	원화 스테이블코인
발행 주체	중앙은행(한국은행)	금융/비금융기업(민간)
법적 지위	법정화폐(현금과 동일한 효력)	비공식 디지털 자산
가치 연동 방식	국가 신뢰기반 1:1 원화 가치 보장	국채 등 법정화폐 표시 안전자산과 1:1로 연동 (일부는 비트코인 등 다른 암호자산 담보)
통제/감시 구조	중앙은행 직접 통제	민간 자율 통제

자료: 한국투자증권

원화 기반 스테이블코인 발행 권한 관련 한국은행과 당정 간 대립은 지속될 것

원화 기반 스테이블코인 발행 권한과 관련하여 향후 한국은행과 당정 간 대립은 지속될 것으로 예상한다. 한국은행은 금융안정 측면에서 스테이블코인 확산에 따른 금융안정 리스크를 우려하고 있으며〈표 8〉 특히 이창용 총재는 유럽 중앙은행(ECB) 연례 포럼에서 통화 비은행 금융기관의 스테이블코인 발행에 대한 우려를 나타냈다. 또한 7월 금융통화위원회 기자간담회에서 다수 비은행이 원화 스테이블코인 발행 시 통화정책 및 외환규제에 혼선이 올 수 있다며 부정적인 입장을 다시 한 번 나타냈다.

그러나 지난 달 더불어민주당은 자기자본 5억원 이상을 갖고 있는 모든 내국법인이 인가제로 스테이블코인(자산연동형 디지털자산)을 발행할 수 있는 「디지털자산기본법」을 발의했다〈표 9〉. 또한 현재 대통령비서실 김용범 정책실장은 과거 해시드오픈 리서치 대표이사 재직 당시 발간한 리포트에서 "핀테크 업체도 스테이블코인을 이용한 다양한 혁신적인 지급결제 서비스를 제공할 가능성이 있다는 점을 고려할 때, 우리나라 역시 비은행인 핀테크 업체 등에게도 스테이블코인 발행을 할 수 있도록 허용하는 것이 바람직"하다고 언급했다.

최근(7월 6일) 한국은행은 은행권부터 단계적으로 원화 스테이블코인 발행을 도입하자는 주장에서 한 발 물러나, 미국의 지니어스(GENIUS) 법안에 있는 '스테이블코인 인증심사위원회(SCRC)'와 같은 기구를 도입하여 비은행 금융 기관의 스테이블코인 발행 시 위원회 만장일치 의결을 거치자는 의견을 국정기획 위원회에 제출했다. 그러나 민주당 선거대책 위원회 산하 디지털자산 위원회가 "중앙은행 중심의 인허가 및 감독권 방식의 접근이 글로벌 규제와 기술 동향에 부합하지 않다"며 스테이블코인에 대한 중앙은행의 의견 및 영향력 자체를 우려하였던 만큼 한국은행과 당정 간 이견차는 쉽게 좁혀지지 않을 것으로 보인다.

<표 8> 스테이블코인 확산에 따른 금융안정 리스크

구분	세부 내용
코인런 리스크	• 스테이블코인 가치 안정성 및 준비자산에 대한 신뢰 훼손에 따른 디페깅 및 대규모 상환 요구 리스크
결제 및 운영 리스크	• 플랫폼 장애 등에 따른 관련 지급결제시스템 리스크 • 스테이블코인 익명성을 악용한 사기 및 도난 리스크
외환거래 및 자본유출입 리스크	• 규제되지 않는 원화 스테이블코인 사용시 달러 기반 스테이블코인 환전 가속화와 자본유출입 관리 규제 약화 리스크
통화정책 유효성 제약 리스크	• 플랫폼 기업 등 비은행 금융기관이 스테이블코인 발행 시 중앙은행 통제 범위 밖에서의 통화량 증가로 통화의 신뢰성 저하 및 통화정책 유효성 제약 가능성

자료: 한국은행 금융안정보고서(25.6월), 한국투자증권

<표 9> 「디지털자산기본법」 주요 내용

주요 내용	세부 내용
디지털자산 정의	• '분산원장기술 등으로 생성·저장되며 전자적 방식으로 이전 가능한 재산적 가치'로 정의하되, 전자화폐 등은 제외
자산연동형 디지털자산 (스테이블코인 등) 발행규제	• 내국법인, 자기자본 5억원 이상, 전문인력 및 전산설비 등 필요 • 인가제(다만, 인가 후 발행신고도 해야 함)
디지털자산 유통규제	• 한국디지털산업협회 산하에 거래지원적격성평가위원회를 두고 디지털자산의 거래지원(상장)과 거래지원종료(상장폐지) 결정
디지털자산 공시규제	• 디지털자산 발행시 제출한 발행신고서를 금융위원회를 통해 공시

자료: 법무법인(유) 세종, 한국투자증권

2. 발행 여부와 상관없이 자본 유출 불가피

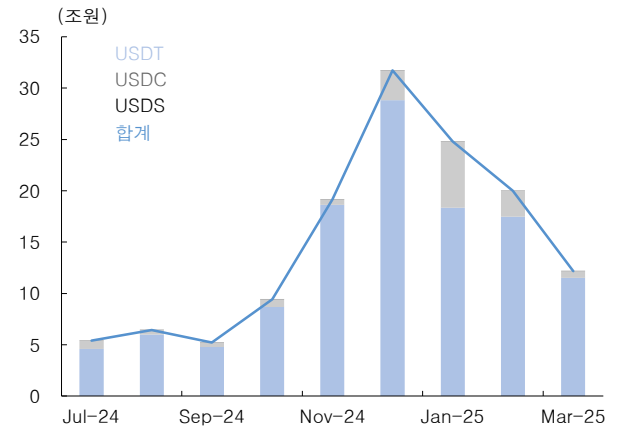
원화 기반 스테이블코인이 나오더라도 해외 자본 유출은 불가피

한편 가상자산투자 관점에서 원화 기반 스테이블코인이 나오더라도 해외 자본 유출은 불가피할 것으로 예상한다. 보스턴컨설팅그룹(BCG)에 따르면 2024년 기준 전 세계 스테이블코인 거래의 88%는 가상자산거래에 활용된다. 우리나라 에서도 달러화 기반 스테이블코인(USDT, USDC 등)은 주로 가상자산 투자자들이 ① 우리나라와 해외 가상자산 거래소 간 송금이나 ② 환차익 및 김치 프리미엄(우리나라 가상자산 거래소와 해외 가상자산 거래소 간 코인 가격차) 차익거래에 주로 활용하고 있다. 구체적으로 우리나라 가상자산 거래소에 상장되지 않은 코인을 구매하거나, 우리나라 거래소에서는 제공하지 못하는 코인 선물/옵션 거래 및 스테이블코인 예치 상품 가입 시 가상화폐 투자자들은 달러 스테이블코인을 구입해 해외 가상자산 거래소 내 본인 지갑으로 송금한다.

현재 우리나라에서 스테이블코인을 포함한 가상자산은 현행 「전자금융거래법」상 전자지급수단이나 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」에 따른 금융투자상품에 해당된다고 보기 어렵다. 따라서 원화 스테이블코인 발행과는 별개로 현재 제도권에서 가상자산 기반 파생상품(선물, 옵션 등)을 만들기 어려우며, 이에 디지털자산기본법 입법이 이뤄지더라도 가상자산의 정의가 전향적으로 바뀌지 않는 이상 국내 가상자산 투자자의 해외 가상자산 거래소 송금은 지속될 것으로 전망한다.

최근(7월 4일) 우리나라 가상자산 거래소 업비트(Upbit)와 빗썸(Bithumb)이 코인 대여 서비스를 통해 증권시장 신용거래와 같은 레버리지 투자 서비스를 제공하기 시작했다. 그러나 가능한 레버리지가 최대 4배에 불과하며, 본인 코인 대여를 통한 수익 창출은 불가능하고 사용 수수료 또한 해외 가상자산 거래소에 비해 비교적 높은 한계가 있다. 이러한 점에서 코인대여 서비스 개시만으로 국내 가상화폐 투자자 유출을 막기에는 어려울 것으로 보인다. 또한 과거 코인원(Coinone)이 2016년부터 2017년 말까지 마진 거래 서비스를 운영하였으나 사행성 논란과 경찰 수사로 사업을 중단한 부분을 감안할 때 최근 시작한 코인대여 서비스 또한 예고없이 중단될 수 있다.

[그림 44] 국내 스테이블코인 월별 거래대금



주: 5대 거래소(업비트, 빗썸, 코빗, 코인원, 고팍스) 자료 취합
자료: 한국은행, 연합뉴스, 한국투자증권

[그림 45] 김치 프리미엄 추이

주: 초록색 선은 우리나라 비트코인 가격이 해외 비트코인 가격보다 비싸게 거래, 빨간색 선은 우리나라 비트코인 가격이 해외 비트코인 가격보다 저렴하게 거래(역프리미엄)
자료: CryptoQuant, 한국투자증권

원화 스테이블코인은 거래소 내 현물 가상화폐 거래에 주로 활용될 것

그리고 원화 스테이블코인 발행이 현실화되더라도 이를 '어디에, 어떻게 쓰일 수 있느냐'가 화두로 떠오르고 있다. 원화는 달러나 유로와 다르게 비(非)기축통화인 만큼 글로벌 활용도는 제한적일 것으로 보인다. 따라서 내수 중심의 블록체인 생태계 설계와 국내 디지털 금융 인프라 강화 목적으로 주로 사용될 것으로 보이는데, 앞서 언급하였듯 2024년 기준 전 세계 스테이블 코인 거래의 88%가 가상자산거래에 활용됨을 감안할 때 국내 가상자산 거래소 내 현물 가상화폐 거래에 주로 활용될 것으로 예상한다. 현재 주요 국내 가상자산 거래소는 투자자가 투자금을 입금하면 바로 원화(KRW)로 거래할 수 있게끔 원화마켓을 지원하는데, 이 원화마켓이 원화 스테이블코인 마켓으로 전환될 것으로 예상한다. 최근 업비트 운영사인 두나무와 네이버페이는 원화 스테이블코인 사업을 제휴하고 이를 이용한 결제 사업을 추진하기로 했다. 가상화폐 거래소 이외에는 국내 영토 안에서 지역화폐, 기업 간 거래(B2B), 기업과 소비자 간 거래(B2C), 기업과 정부 간 거래(B2G), 실물 자산 토큰화 (Tokenized RWA) 등에 활용될 수 있다.

원화 스테이블코인 발행 시 단기물 중심으로 국채 수익률 상방압력이 낮아질 것

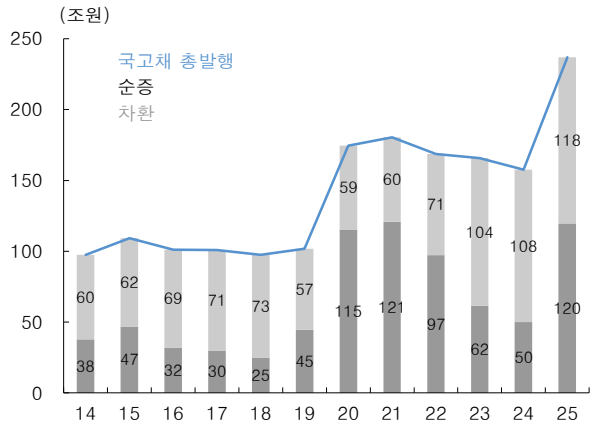
한편 원화 스테이블코인 발행이 현실화될 경우 단기물 중심으로 국채 수익률 상방압력이 다소 낮아질 것으로 예상한다. 〈한국은행 금융안정 보고서〉에 따르면 현존하는 스테이블코인의 97.6%가 법정화폐 담보형이며, 원화 스테이블코인 또한 현금이나 단기 국채 등 원화 표시 고유동성 안전자산(High Quality Liquidity Asset, HQLA) 담보로 발행될 것으로 본다. 확장적 재정정책을 지향하는 신정부 기조상 국채 발행량 증가가 필수불가결한 가운데, 원화 스테이블코인 발행에 따른 국채 수요 증가는 국채 수익률 상방압력을 다소나마 완화해 줄 것이다[그림 46]. 국제결제은행(BIS) 연구에 따르면 미 달러 기반 스테이블코인 시가총액이 약 35억 달러 증가시 미 국채 3개월물 금리를 10일 내에 2-2.5bp낮추었으며 장기 금리에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다[3][그림 39].

[3] Rashad Ahmed and Iñaki Aldasoro, Stablecoins and Safe Asset Prices, BIS Working Papers No. 1270 (Basel: Bank for International Settlements, May 2025).

다만 원화 스테이블코인이 영구적인 국채 수요처가 되기는 어려울 것으로 예상

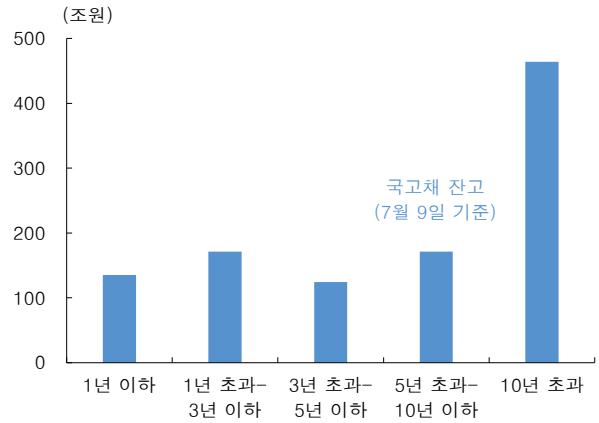
다만 달러 스테이블코인과 다르게 글로벌 활용도가 제한적인 부분을 감안할 때 원화 스테이블코인이 영구적인 국채 수요처가 되기는 어려울 것으로 예상한다. 따라서 중장기적으로 원화 스테이블코인의 수요가 어느 시점에서 정체되고 한국은행 기준금리 인하 사이클이 끝날 경우 단기 국채금리는 구조적으로 상방압력을 받을 수 있다.

[그림 46] 우리나라 국고채 연도별 총 발행량



주: 2025년은 한국투자증권 예측치
자료: 기획재정부, 한국투자증권

[그림 47] 만기별 국고채 잔고



자료: Infomax, 한국투자증권

VI. 종합

스테이블코인 도입에 따른 기대와 우려

디지털 환경에서 스테이블코인이 달러의 글로벌 지배력을 유지하는 데 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 기대와 동시에 리스크에 대한 우려가 동시에 존재한다. 스테이블코인의 존재감이 커질수록 이 같은 우려는 더욱 높아질 것이다. 스테이블코인이 전통적 자본시장과 암호화폐 시장 간의 경계를 무너뜨리는 역할을 한다는 것은 곧 채권시장과의 연계성이 커진다는 의미이기 때문이다.

미국은 채권 수요 증가와 통화정책 유효성 약화 예상

미국은 스테이블코인 안정성에 대한 이견은 남아있지만 디지털자산 확대에 대한 초당적인 공감대가 형성되었다. 이에 스테이블코인은 지급결제용부터 점진적으로 사용 범위가 확대될 것으로 예상된다. 스테이블코인 도입으로 뚜렷하게 가시화될 변화는 미국 채권 수요의 증가이다. 스테이블코인 발행량과 비슷한 속도로 담보자산 확보 목적으로 단기물 수요가 확대될 것이다. 이는 재정 적자 증가 및 주요국의 미국 국채 보유액 축소의 상황에서 수급 부담을 완화하는 요인이다. 그러나 이와 동시에 국채 시장 수급 왜곡 및 자금 이탈 시 급격한 금리 상방 압력에 대해서는 유의할 필요가 있다. 더불어 통화 구성 내 비중 변화로 금리 및 신용 경로를 통해 중앙은행의 정책이 실물경제에 미치는 영향이 축소될 가능성이 높다. 이는 스테이블코인 도입에 따른 중장기적인 구조 변화의 형태로 나타날 것이다.

원화 스테이블코인의 글로벌 활용도는 제한적

한편 원화는 달러나 유로와 다르게 비기축통화인 만큼 원화 스테이블코인의 글로벌 활용도는 제한적일 것으로 보인다. 따라서 내수 중심의 블록체인 생태계 설계와 국내 디지털 금융 인프라 강화 목적으로 주로 사용될 것으로 보이며 구체적으로는 국내 가상자산 거래소 내 현물 가상화폐거래, 지역화폐, 기업과 정부 간 거래(B2G) 등에 주로 사용될 것으로 예상한다.

해외 자본 유출에 대한 정부의 정책 대응 필요성 증가

우리나라는 외환보유고 규모가 크고 외환변동성에 대응할 정책적 수단이 있는 만큼 원화 스테이블코인이 외환 관련 시스템 리스크를 만들지는 않을 것으로 예상한다. 다만 가상자산투자 관점에서 원화 기반 스테이블코인이 나오더라도 해외 자본 유출은 불가피할 것으로 예상하며, 이에 정부 및 한국은행은 원화 스테이블코인을 포함한 광의의 코인 시장 확대가 외환 및 통화정책에 미치는 영향을 지속적으로 검토할 것으로 보인다.

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.