Market Insight | 2025.11.20

그림: Midjourney(When it crumbles, we will stand tall at skyfall)

디지털자산 Bi-weekly

떨어지는 칼날을 잡아도 될까

한종목
chongmok.han@miraeasset.com

CONTENTS

Executive Summary 3
I. Crypto Landscape – 공포 속에 감춰진 거대한 기회 3
II. Crypto Market Pulse – 무너진 지지선과 ETF의 배신 4

I. Crypto Landscape 5
1. ‘허용할 것인가’에서 ‘어떻게 관리할 것인가’로 규제 패러다임 전환 5
2. 실험은 끝났다, 은행 예금과 국채가 온체인으로 8
3. 디지털자산별 지위 변화 11
4. 디지털 트랜스포메이션: 경계의 종말 13

II. Crypto Market Pulse 14
1. 내러티브의 붕괴: 낙관론의 항복 14
2. 파생상품 시장은 "시한폭탄"이 될까 16
3. 냉정과 열정 사이: 개인 vs 기관 18
4. 지지선: 시장은 미지의 영역으로 진입 중 21
4. 결론 및 행동 지침 23

III. Appendix: Charts 24

Executive Summary

I. Crypto Landscape – 공포 속에 감춰진 거대한 기회

지난 3주 간 비트코인은 심리적 지지선인 10만 달러를 이탈했고, 전체 가상자산 시가총액은 고점 대비 25% 이상 증발했습니다. 이는 표면적으로 완연한 베어마켓의 신호로 보입니다. 하지만 데이터의 이면을 살펴보면, 지금 우리는 단순한 하락장이 아닌, 가격(Price)과 펀더멘털(Fundamental)이 철저히 따로 움직이는 '역사적인 디커플링(Decoupling)' 구간을 지나고 있습니다. 이러한 하락은 펀더멘털 훼손이 아닌, 거대 자본이 진입하며 발생하는 구조적 '손바뀜(Hand-changing)' 과정으로 해석할 수 있습니다.

가격이 후퇴하는 사이, 제도는 전례 없는 속도로 전진했습니다. 미국을 비롯한 영국과 EU의 전향적인 규제 발표는 단순한 허용을 넘어, 은행이 직접 암호화폐를 보유하고 취급할 수 있는 제도적 길을 열었습니다. 이는 규제가 더 이상 '리스크'가 아닌, 전통 금융이 진입하기 위한 '안전한 관문'으로 변모했음을 의미합니다.

이러한 토대 위에서 RWA(실물자산 토큰화) 시장은 360억 달러 규모로 급성장했습니다. 국채와 MMF가 온체인으로 이동했다는 사실은, 블록체인이 투기 대상을 넘어 글로벌 금융사가 매일 비용을 지불하고 사용하는 '핵심 백엔드 인프라'로 격상되었음을 증명합니다.

여기에 구글의 'AP2(Agent Payments Protocol)' 공개는 시장의 파이를 근본적으로 바꿀 기폭제입니다. 연간 9조 달러를 처리하는 스테이블코인망 위에 AI 결제 표준이 더해지며, 유동성의 주체가 인간에서 수백억 개의 AI로 확장되는 '기계 경제(Machine Economy)'가 열렸기 때문입니다.

결론적으로, 2025년 11월은 디지털자산의 가격은 후퇴했으나, 제도와 인프라는 전진했던 시기였습니다. 눈앞의 가격 조정은 공포스럽지만, 이는 거대한 기관 자금과 AI라는 새로운 수요가 진입하는, 새로운 패권이 정립되는 과정의 소음으로 해석할 수 있습니다. 따라서 지금은 누가 이 견고해진 인프라 위에서 새로운 패권을 쥐게 될지 냉철하게 선별해야 할 시점입니다. 가격은 거짓말을 할 수 있어도, 구축된 인프라는 거짓말을 하지 않기 때문입니다.

표 1. 2025년 11월 디지털자산 시장 진단

구분	현황	시사점
가격 및 펀더멘털	전체 가상자산 시가총액이 고점 대비 25% 이상 감소	가격은 단기 심리와 자금 이동을 반영할 뿐, 거대 자본의 구조적 손바뀜 과정으로 해석해야 함 단기 변동성에 흔들리지 말고, 구조적 흐름에 주목할 필요
제도	미국, EU 등의 전향적 규제 발표	전통 금융 기관의 참여 확대로 크립토 시장 안정성 강화
인프라	RWA 360억 달러 국채·예금·MMF 온체인화	ETH·스테이블코인 등 네트워크 사용료가 필수 Opex로 구조화
기술 혁신	AI 에이전트 결제 표준화,	인간 중심 시장에서 AI 기반 유동성 주체로 확대돼 장기 테마 형성
종합 진단	가격 후퇴 vs 제도·인프라 전진	기관·AI 수요 기반 새로운 패권 형성으로 기민한 종목 선별 필요

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. Crypto Market Pulse – 무너진 지지선과 ETF의 배신

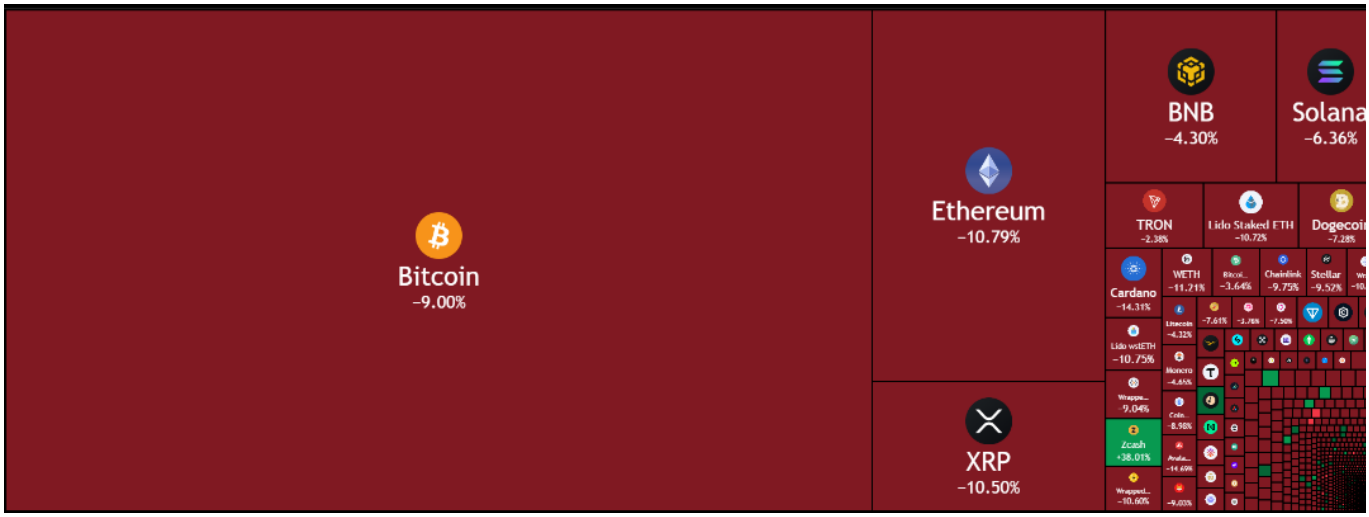
이번 주 디지털 자산 시장은 '위태로운 공방'이 완전히 붕괴되며 명백한 구조적 약세 국면으로 진입했습니다. $100,000 지지선 방어에 실패하자, 현재 상황을 '떨어지는 칼날'로 규정하는 투자자들이 늘어나기도 했습니다. 실제로 온체인 데이터상 단기 보유자들의 실현 손실이 일일 약 7,000억 원에 달해, 2022년 FTX 붕괴 당시와 맞먹는 수준의 패닉 투매가 발생하고 있음이 확인되었습니다.

현재 시장을 짓누르는 가장 치명적인 뇌관은, 가격 급락에도 불구하고 레버리지가 오히려 증가하는 현상입니다. 비트코인이 $91,000대로 밀리는 와중에도 미결제 약정은 36,000 BTC 가량 폭증했고 펀딩 비율은 여전히 양수를 유지하고 있는데, 이는 개인 투자자들이 빚을 내어 레버리지 롱 포지션을 구축하고 있다는 증거입니다. 또한 한국의 김치 프리미엄은 치솟는 반면 미국 기관의 심리를 대변하는 코인베이스 프리미엄은 음수로 추락하는 다이버전스는, 스마트 머니인 기관들이 던지는 물량을 개인이 레버리지로 위태롭게 받아내고 있다는 가능성도 암시합니다.

현물 ETF마저 30일간 4만 BTC를 순매도하며 하락을 주도하는 가운데, 데이터가 가리키는 다음 바닥은 활성 투자자 평단가인 $88,600, 비트코인 현물 ETF 투자자들의 평단가인 $82,500, 최악의 경우 MSTR의 평단가인 $74,5000까지 열려 있는 상황입니다.

하지만 가격의 비명과 달리 산업의 펀더멘털은 그 어느 때보다 견고합니다. 결론적으로 투자자들은 현재의 '유독성 레버리지' 거품이 청산 빔과 함께 완전히 걷힐 때까지 단기적 진입을 자제하고 철저히 방어적인 태도를 취해야 합니다. 지금은 섣불리 영웅이 되려 하기보다, 현금을 확보하고 생존하여 향후 도래할 제도권 르네상스의 과실을 수확할 자격을 증명하는 것이 현명한 전략입니다.

그림 1. 주요 디지털자산들(스테이블코인 제외)의 주간 수익률



자료: TradiingView, 미래에셋증권 리서치센터
주: 수익률 시점은 2025년 11월 20일 12시 36분 기준 (GMT+9 KST)

I. Crypto Landscape

1. '허용할 것인가'에서 '어떻게 관리할 것인가'로 규제 패러다임 전환

(1) 미국: TradFi의 크립토 인프라 직접 진입 허용

가장 결정적인 변화는 미국에서 일어나고 있다. 지난 7월 통과된 'GENIUS Act(연방 스테이블코인 법)'가 지급형 스테이블코인의 법적 지위를 '디지털 결제 수단'으로 격상시켰다면, 11월 18일 발표된 미국 통화감독청(OCC)의 '유권해석 1186호'는 전통 금융기관(TradFi)의 손발을 묶고 있던 족쇄를 풀었다.

OCC는 국책 및 연방은행이 블록체인 네트워크 수수료(Gas Fee) 지불 등 '운영 목적'을 위해서라면, 비트코인이나 이더리움 같은 네이티브 토큰을 '자기 계정(Principal)'으로 보유할 수 있다고 명시했다. 이는 은행이 투기 목적이 아닌, 블록체인 인프라를 가동하기 위한 '연료'로서 암호화폐를 보유하는 것을 공식 허용한 것이다. 구체적으로 OCC는 단순히 '보유'를 허락한 것이 아니라, 그 목적을 명확히 한 것으로 볼 수 있다.

네트워크 수수료 지불:
블록체인 상에서 결제나 데이터 기록을 수행할 때 발생하는 가스비(Gas Fee)를 지불하기 위한 네이티브 토큰(ETH, SOL 등) 보유

인프라 테스트:
토큰화된 예금이나 결제 시스템을 구축하고 검증하기 위한 기술적 목적의 보유

헤징(Hedging):
관련 서비스 운영 중 발생할 수 있는 가격 변동 리스크를 관리하기 위한 보유

가장 중요한 점은, 해당 조치로 인해 은행들은 더 이상 가스비 대납을 위해 제3자 수탁기관(Custodian)에 의존할 필요가 없어졌다는 점이다. JP모건이나 BNY멜론 같은 대형 은행들은 블록체인 결제 시스템을 독자적으로 운영하며 비용을 절감하고 속도를 높일 수 있게 된 반면, 그동안 은행과 블록체인 사이에서 '통행세'를 받던 단순 중개형 커스터디 업체들은 존립 위기에 직면하게 됐다.

바야흐로 은행이 블록체인 고속도로를 직접 달릴 수 있는 시대가 열린 것이다. 이러한 미국 시장의 변화는 단순히 **규제 불확실성의 해소를 넘어, 전통 금융(TradFi)이 크립토 인프라를 직접 소유하고 운영할 수 있는 법적 권한을 획득했다는데 가장 큰 의의가 있다**.

표 2. 결제·자산 인프라 전환에 따른 금융업권 시장 지형 변화

구분	상태	핵심 이유 및 비즈니스 영향	예시 기관/기업	티커(Ticker)
TradFi (대형은행)	긍정적	- 중개인 없이 가스비 직접 처리 - 자체 스테이블코인/토큰화 예금 발행 가속화 - 기존 SWIFT망 대비 운영 비용 절감	JPMorgan Bank of New York	JPM BK
Payment (결제 네트워크)	긍정적	- 은행의 가스비 처리 허용으로 법정화폐-코인 간 결제 브릿지 구축 용이 - 글로벌 정산 속도 향상	Visa Mastercard PayPal	V MA PYPL
Asset Mgmt (자산운용사)	긍정적	- 은행이 블록체인 인프라를 갖추면, 운용사의 RWA(실물자산) 토큰 상품 유통 채널이 은행으로 확대	BlackRock Franklin Templeton WisdomTree	BLK BEN WT
Infra (메인넷)	긍정적	- 미국 은행권이 '공식적'으로 사용하는 네트워크로 격상 - 트랜잭션 수수료(Gas)의 지속적 수요처 확보	Ethereum Solana Chainlink	ETH SOL LINK
Tech (보안 솔루션)	긍정적	- 은행이 직접 보관(Self-Custody)하려면 MPC(다자간 연산) 같은 보안 소프트웨어가 필수 - "맡아주는" 서비스 대신 "기술을 파는" 기업의 수혜	Fireblocks (비상장) Consensys (비상장) Coinbase (기술 부문)	(Private) (Private) COIN
Service (중개/커스터디)	부정적	- 은행의 자체 수탁(Self-Custody) 전환으로 수수료 매출 타격 가능성 - 은행 대비 신뢰도 및 자본력 열위로 경쟁력 상실 위험	Bakkt BitGo (비상장) Coinbase (수탁 부문)	BKKT (Private) COIN
Crypto (비주류 체인)	부정적	- 은행 규제 준수(Compliance)가 어려운 익명성 강화 코인이나 소형 체인은 제도권 도입에서 배제될 리스크	Monero Zcash Small Caps	XMR ZEC (Various)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

(2) 영국&EU: 경직된 규제에서 유연한 시장 육성으로

유럽 대륙과 영국은 이제 '규제 불확실성'이라는 단어를 지워냈다. 대신 이들은 스테이블코인을 실질적인 금융 산업으로 키우기 위해 비즈니스 친화적인 '디테일'을 손보는 단계에 진입했다.

1. 영국: 영란은행(BoE)의 파격적 선회, "수익성 없는 사업은 지속 불가능하다"

지난 11월 10일 발표된 영란은행의 '시스템적 스테이블코인 규제 수정안'은 영국이 글로벌 암호화폐 허브가 되기 위해 얼마나 실용적으로 접근하고 있는지를 보여준다. 기존의 초강경 규제안이 '금융 안정성'에만 몰두해 산업의 씨를 말릴 뻔했다면, 이번 수정안은 '발행사의 생존과 수익성'을 보장하는 방향으로 대전환을 이뤘다.

① 담보 자산 규정의 획기적 완화 (The Liquidity Shift):

가장 결정적인 변화는 준비금 운용 규칙이다. 당초 영란은행은 스테이블코인 발행사가 준비금의 100%를 이자가 지급되지 않는 중앙은행 예치금으로만 보관하도록 강제하려 했다. 이는 발행사의 수익 모델(이자 수익)을 원천 봉쇄하는 조치였다.

그러나 **이번 수정안에서는 준비금의 최대 60%까지 단기 영국 국채(Gilts) 투자를 허용했다. 심지어 시장 진입 초기 단계의 발행사(Start-up Phase)에게는 최대 95%까지 국채 운용을 허용하는 파격적인 혜택을 부여했다**. 이는 발행사들이 국채 이자 수익을 통해 비즈니스를 영위할 수 있도록 숨통을 트여준 것으로, 서클(Circle)이나 테더(Tether) 같은 글로벌 기업들을 런던으로 유인하겠다는 강력한 유인책이다.

② 이원화된 감독과 안전장치 (Dual-Regime & Backstop):

규제 체계도 정교해졌다. 결제용이나 투자 목적의 일반 스테이블코인은 금융행위감독청(FCA)이 관할하고, 국가 경제에 영향을 미칠 수 있는 시스템급 스테이블코인은 영란은행(BoE)이 직접 관리하는 이원화 체계를 확립했다.

또한, 개인 보유 한도(2만 파운드)와 법인 보유 한도(1,000만 파운드)를 유지하여 뱅크런 리스크를 통제하되, 극단적인 **위기 상황에서는 중앙은행이 '최종 대부자(Lender of Last Resort)'로서 스테이블코인 발행사에 유동성을 지원할 수 있다는 가능성까지 시사했다**. 이는 스테이블코인을 사실상 '준(準) 화폐'로 대우하겠다는 의미로 읽힌다.

2. 유럽연합(EU): MiCA의 본격 가동, "라이선스 영토 확장 전쟁"

EU는 이미 합의된 미카(MiCA, 암호자산시장규제법) 프레임워크 위에서, 이를 실제 행정력으로 집행하는 단계에 돌입했다. 11월 12일, 유럽 은행감독당국(EBA)과 유럽시스템리스크위원회(ESRB)는 "현행 MiCA만으로도 스테이블코인 리스크 관리에 충분하다"는 입장을 재확인하며 정책의 일관성을 강조했다.

현재 EU 내에서는 '크립토 서비스 사업자(CASP)' 라이선스를 선점하기 위한 국가 간 경쟁이 치열하다. 2025년 11월 기준, 독일은 21개의 라이선스를 발급하며 압도적인 금융 허브로서의 지위를 굳히고 있고, 네덜란드가 14개로 그 뒤를 쫓고 있다. 반면 프랑스나 폴란드는 상대적으로 뒤처지는 모양새다. 이는 향후 EU 내 암호화폐 자본이 규제 인프라가 잘 갖춰진 독일과 네덜란드로 집중될 것임을 예고한다.

EU 규제 당국의 남은 우려는 '미국'이다. 미국의 GENIUS Act가 통과되면서, 유럽 내에서 유통되는 달러 기반 스테이블코인(USDC 등)의 준비금이 미국 내 은행으로 쏠릴 가능성(Capital Flight)을 경계하고 있다. 이에 따라 향후 EU는 자국 내 유로 스테이블코인 발행을 장려하거나, 준비금의 일정 비율을 EU 내에 보관하도록 하는 보이지 않는 장벽을 세울 가능성이 관측된다.

표 3. 영국과 유럽연합(EU)의 디지털자산 규제 현황

구분	영국	유럽연합(EU)
규제 방향	실용적·비즈니스 친화적	규제 일관성·라이선스 선점
준비금 운용	최대 60% 국채 투자, 스타트업 95% 허용	유로 준비금 의무, MiCA 준수
감독 체계	이원화: FCA / BoE	중앙집중적: EBA / ESRB
개인/법인 보유 한도	2만 파운드 / 1,000만 파운드	국가별 제한 상이
중앙은행 개입	Lender of Last Resort 가능	제한적, 규제 프레임워크 내
주요 정책 포인트	산업 육성 + 발행사 생존	라이선스 선점 경쟁, 자본 이동 대응

자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. 실험은 끝났다, 은행 예금과 국채가 온체인으로

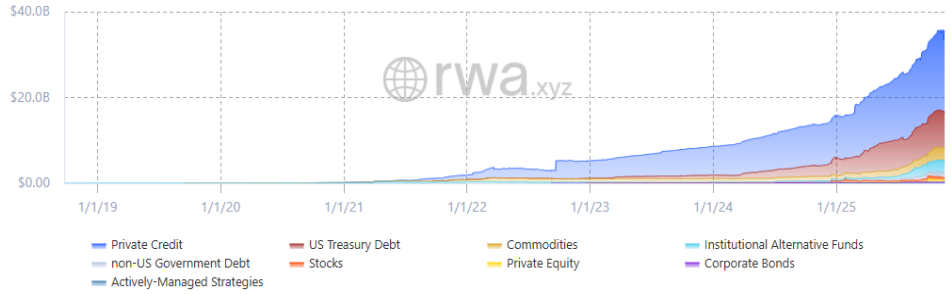
(1) 거스를 수 없는 돈의 이동: 360억 달러 너머

실물 자산(RWA: Real World Asset)의 온체인화는 이미 현실이다. 11월 중순 기준 글로벌 온체인 RWA 시가총액은 356억~359억 달러로 전월 대비 약 5% 증가했으며, 국채·부동산·사모 크레딧 등 전통 자산이 실제로 개인 지갑까지 이동하기 시작했다. **글로벌 토큰화 자산 규모는 2030년 16조 1,000억 달러(전세계 GDP의 약 10%)로 성장할 전망이다.**

** 온체인(On-chain): 자산의 소유권·거래·정산 기록이 블록체인 위에 직접 올라가, 네트워크 참여자들이 같은 원장을 공유·검증하는 상태를 뜻함. 은행 내부의 서버처럼 밖에서 따로 관리되는 기록(off-chain)과 구분됨. 토큰화 예금·국채·RWA에서 "온체인으로 이동했다"는 말은, 그 자산을 대표하는 토큰과 그 소유 변동 내역이 스마트컨트랙트와 퍼블릭/프라이빗 블록체인에 실시간으로 기록·업데이트되어, 제3자 없이도 투명하게 추적·결제 가능한 상태가 되었다는 의미.*

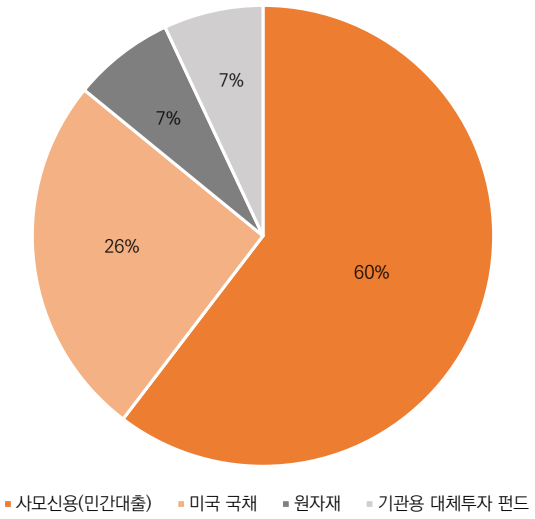
이처럼 자금 이동이 폭발하는 이유는 **전통 금융이 블록체인 기반 금융 구조에 적응하며 체질을 변화**시키고 있기 때문이다. 이러한 거대한 유동성이 구체적으로 어떤 경로를 통해 제도권으로 안착하고 있는지 '인프라 확장'과 '상품 고도화'라는 두 가지 측면에서 심층 분석해보고자 한다.

그림 2. 글로벌 RWA 시장 규모 추이 (스테이블코인 제외)



자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터
주: 현금성자산인 USDT, USDC 등 법정화폐 담보 스테이블코인은 제외

그림 3. RWA 유형별 자산 규모



자료: RWA.xyz, 미래에셋증권 리서치센터
주: 2025년 10월 기준

(2) 인프라 확장: 은행 전산망이 '퍼블릭 체인'을 만나다

시장이 주목해야 할 가장 상징적인 사건은 JP모건의 행보다. 세계 최대 상업은행인 **JP모건이 자사의 예금 토큰인 'JPMD'를 코인베이스(Coinbase)의 레이어2 네트워크인 "Base" 위에서 발행**했다는 사실은 금융사적으로 매우 중대한 의미를 갖는다.

지난 10년간 은행들은 보안과 규제를 이유로 외부와 단절된 '프라이빗 블록체인' 안에서만 실험(PoC)을 반복해 왔다. 그러나 G-SIB(글로벌 시스템 중요 은행)인 **JP모건이 퍼블릭 이더리움의 확장 솔루션인 "Base"를 선택**했다는 것은, 이제 은행들이 퍼블릭 체인의 보안성과 확장성을 신뢰하기 시작했을 뿐만 아니라 이를 실제 인프라로 채택했음을 보여주는 강력한 신호다.

JP모건의 내부 결제망인 Kinexys(구 Onyx)가 이미 일 평균 30억 달러를 처리하고 있다는 점, 그리고 HSBC가 미국 및 UAE 고객을 대상으로 토큰화 예금 서비스를 상용화하고 런던증권거래소(LSEG)가 영국 국채를 스마트 컨트랙트로 발행하는 시범 사업을 진행 중이라는 점을 종합해볼 때 결론은 명확하다.

블록체인은 더 이상 은행 R&D 부서의 실험 대상이 아니다. 오히려 **은행의 수수료 수익을 창출하고 결제 효율을 극대화하는 핵심 비즈니스 라인(Business Line)으로 격상되고 있다**는 점을 유념해야 한다.

표 4. 은행 블록체인 전략의 패러다임 변화

구분	폐쇄형 실험기 (2015년~2024년)	개방형 확장기 (2025년~)
핵심 인프라	프라이빗 블록체인	퍼블릭 블록체인
네트워크 성격	Intranet (사내망) 은행 내부 또는 허가된 기관끼리만 연결	Internet (공용망) 전 세계 누구나 접근 가능한 개방형 생태계
주요 목적	내부 백오피스 운영 비용 절감	신규 비즈니스 & 유동성 확보
한계점	금융사 간 상호 호환 불가 (Silo) 유동성이 고립되어 확장성 부족	규제 및 보안 우려 존재했으나, 기술 발전(ZK 등)으로 극복 중
대표 사례	은행 내부 송금 테스트 (PoC)	JP모건(Base 체인 도입) 블랙록(이더리움 펀드 비들)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

(3) 상품 고도화: 잠자는 돈을 깨우는 '수익형 토큰'

퍼블릭 체인 인프라가 깔리자 상품 혁신이 뒤따르고 있다. 지난 11월 14일 폴리곤 랩스(Polygon Labs)가 발표한 'R25' 프로토콜과 'rcUSD+' 토큰은 디파이(DeFi)와 전통 금융의 경계를 허무는 시발점이다.

'rcUSD+'는 머니마켓펀드(MMF)나 국채 같은 저위험 자산을 담보로 발행되지만, 그 이자 수익을 고스란히 토큰 보유자에게 자동으로 분배한다. 이는 기존 스테이블코인(USDC, USDT)이 이자를 지급하지 않는다는 구조적 한계를 보완한 것으로, '전통 금융의 안전성'과 '디파이의 수익성'을 결합한 하이브리드 상품이다.

투자자들은 이제 **은행 예금에 돈을 묶어두는 대신, 지갑에 토큰을 보유하는 것만으로도 실시간으로 이자가 쌓이는** 경험을 하게 되며, 이는 소매 금융(Retail) 시장에 RWA가 깊숙이 침투하는 기폭제가 될 것이다.

(4) '온체인 화폐'의 삼국지 개막

결론적으로, 2025년 말의 디지털 금융 시장은 세 가지 형태의 '디지털 달러'가 경쟁하고 보완하는 '화폐의 삼국지' 시대로 진입했다.

첫째, 은행이 발행하여 규제 친화적이고 기업 간 대규모 결제(B2B)를 담당하는 '예금 토큰(Deposit Tokens)'

둘째, 국경 없는 유동성을 공급하며 글로벌 AI 에이전트들의 결제 수단으로 쓰이는 '스테이블코인(Stablecoins)'

셋째, 인플레이션을 헷징하려는 기관 자금의 피난처가 될 '수익형 토큰(Yield-bearing Tokens)'이다.

승자는 단일하지 않다. 은행은 규제된 영역에서 효율성을 극대화하고, 스테이블코인은 그 밖의 무한한 유동성을 연결하게 된다. 중요한 점은 **모든 형태의 '돈'이 본격적으로 블록체인으로 이동하기 시작했고, 전통 금융이 더 이상 관망자가 아니라 변화의 주도자로 전환했다는 사실이다**.

거시적 자금 흐름이 '온체인 화폐'로 재편된 만큼, 다음 장에서는 비트코인, 이더리움, 스테이블코인이 각각 어떤 구조적·전략적 역할을 새롭게 부여받았는지 살펴보고자 한다.

표 5. 2025년 '온체인 화폐'의 삼국지

구분	예금 토큰 (Deposit Tokens)	스테이블코인 (Stablecoins)	수익형 토큰 (Yield-bearing Tokens)
발행 주체	전통 은행 (TradFi) (JPMorgan, HSBC 등)	테크 기업 / 프로토콜 (Tether, Circle, PayPal)	자산운용사 / RWA 프로토콜 (BlackRock, Ondo Finance)
주요 특징	규제 친화적이며 법적 보호를 받음 기존 금융 시스템과 완벽 호환	국경과 시간을 초월한 유동성 탈중앙화 생태계의 기축 통화	인플레이션을 방어 '이자' 지급 국채/MMF 등 안전자산 기반
핵심 용도	기업 간 대규모 결제 (Wholesale) 무역 금융, 은행 간 정산	글로벌 AI 에이전트의 화폐 소액 송금, 국경 간 P2P 결제	기관 자금의 안전한 피난처 유휴 자금(Idle Cash) 운용
시장 지위	규제된 울타리 내 효율성 극대화	서로 다른 생태계 연결	보관만 해도 수익이 발생하는 차세대 예금

자료: 미래에셋증권 리서치센터

3. 디지털자산별 지위 변화

(1) 비트코인: 디지털 금을 넘어, 매크로 포트폴리오의 '전략적 베타(Beta)'로

비트코인은 주식, 채권과 함께 글로벌 기관 투자자들의 포트폴리오 안에서 기계적으로 움직이는 '제도권 자산'으로 편입되고 있다. 시가총액이 4.27조 달러에서 3.13조 달러로 줄어들며 '베어마켓' 공포가 확산되었지만, 이는 여전히 2021년 고점을 상회하는 수치다. 즉, 현재의 가격대는 단순한 하락장이 아니라, **기관 자금과 기존 보유자들 간의 손바뀜이 일어나면서 벌어지는 패러다임의 전환 및 그에 따른 성장통**으로 해석해야 할 필요가 있다.

거친 변동성의 기저에는 달라진 시장의 문법이 작동하고 있다. 현물 ETF 이후 비트코인은 미 국채 금리·나스닥·달러 인덱스와 연동되며 전통 자산처럼 거래되고 있다. 11월 초 ETF 자금의 빠른 유출입과 변동성 확대는 기관들이 비트코인을 장기 보유 수단뿐 아니라 거시 환경에 따라 비중을 조절하는 '트레이딩 자산'으로 사용하고 있음을 보여준다.

수급의 성격만 변한 것이 아니다. 비트코인의 정체성은 정책 변수와 긴밀히 연결되는 단계로 진화했다. 미국 대선 이후 관세 정책, GENIUS Act 등 규제 변화가 가격의 주요 드라이버로 떠오르며, **비트코인은 '디지털 금'을 넘어 미국 정책 변화에 민감한 '정책적 베타(Beta)' 자산으로 자리 잡았다**. 이번 11월 조정은 이러한 구조적 재배치를 반영하는 과정으로 해석할 수 있다. 이제 더 이상 '그들만의 리그'가 아니게 되었다는 말이다.

(2) 이더리움(ETH): 알트코인 대장이 아닌, 금융 인프라의 '디지털 원유(Digital Oil)'

이더리움의 정체성은 이제 투자 자산의 성격에만 머무르지 않는다. 현재 JP모건의 예금토큰, 주요 스테이블코인, 수천억 달러 규모의 RWA 프로젝트 대부분은 이더리움 메인넷과 L2 위에서 작동하기 때문이다. 은행이 이러한 서비스를 제공하려면 네트워크 수수료(가스비) 지불을 위해 이더리움(ETH)을 직접 보유할 수밖에 없다.

이는 **ETH 수요가 개인의 투기 영역을 넘어, 글로벌 금융기관의 운영비(Opex)로 구조적으로 편입되고 있다는 의미다**. 11월 규제 변화는 이더리움이 '전통 금융 인프라의 연료'로 공식적으로 인정받기 시작한 아주 중요한 마일스톤으로 볼 수 있다.

이러한 제도적 인정 위에서, **2025년 4분기 예정된 이더리움의 'Fusaka 하드포크'는 그 의미가 남다르다. L2 데이터 처리 능력을 크게 확장해 AI 에이전트·RWA 트래픽을 감당할 인프라 기반을 강화할 기회이기 때문이다**. 가격은 조정을 받았지만, 이더리움의 네트워크 체력과 금융 시스템 내 활용도는 오히려 최고 수준이다. 앞으로 ETH의 가치는 시장 심리보다, 글로벌 기관이 매일 지불해야 하는 '네트워크 사용료' 규모에 의해 더 직접적으로 규정될 가능성이 높다.

** 하드포크(Hard Fork): 블록체인의 규칙 자체를 바꾸는 프로토콜 업그레이드로, 업그레이드 이전 버전과 이후 버전이 서로 호환되지 않아 네트워크가 규칙상 둘로 갈라질 수 있는 수준의 변경을 말함. 모든 노드·검증자가 새 규칙으로 소프트웨어를 업데이트하면 하나의 체인으로 이어지지만, 일부가 예전 규칙을 고수하면 새 체인 vs 옛 체인이 공존하는 체인 분기(chain split)가 발생하게 됨. 이더리움이 하드포크 이후 이더리움 클래식과 메인넷이 쪼개진 것이 유명한 사례. 블록 구조, 수수료 계산 방식, 가상머신(EVM) 동작 규칙처럼 합의·거래 처리에 직결되는 핵심 로직을 바꾸는 대형 업그레이드가 필요할 때 주로 하드포크 형태로 진행.*

** Fusaka: 이더리움 커뮤니티가 특정 세대의 하드포크 업그레이드에 붙인 코드네임. 여러 개의 EIP(Ethereum Improvement Proposal)를 한 번에 묶어 적용하는 네트워크 버전 업을 가리킴. 이더리움이 전통 금융 인프라·RWA·AI 서비스의 기반 레이어로 쓰이기 위해 체력을 강화하는 기술적 전환점 정도로 이해하면 됨.*

** L2 (Layer 2): 이더리움 메인넷(L1) 위에 올라가는 확장 레이어로, 실제 거래·계산은 L2에서 싸고 빠르게 처리하고, 최종 결과와 증명만 L1에 기록해 보안은 메인넷에 의존하면서 처리량과 비용을 개선하는 구조.*
JP모건 예금토큰·스테이블코인·RWA·AI 에이전트 같은 서비스들은 L2에서 대량 트래픽을 처리하고, 최종 정산·보안은 이더리움 L1에 의탁하는 2단 구조로 점점 설계.

표 6. 글로벌 주요 금융기관의 이더리움(ETH) 활용 및 보유 현황

기관	EHT 보유 및 활용 현황	해석
JP모건	- 기관 고객의 ETH 보유를 담보로 대출(crypto-as-collateral) 제공 계획 - OCC 유권해석 1186호로 인해 "가스 요금(트랜잭션 수수료)" 지급용으로 ETH 보유 가능성의 제도화	- 제도권 금융이 이더리움을 운영자산으로 인식하기 시작했다는 중요 신호
골드만삭스	- 이더리움 ETF(Grayscale ETHE 등)에 대한 투자 보유	- 이더리움을 '발굴하거나 지갑에 담는 것'과는 다르지만, 제도권 기관이 이더리움에 노출되고 있다는 증거
BackRock	**- 이더리움 기반 RWA(실물 자산 토큰화)** 발행에 참여	- 'ETH 네트워크'를 금융 인프라로 활용한다는 구조적 수요를 의미

자료: 각 회사, 미래에셋증권 리서치센터

(3) 스테이블코인: 실질적 화폐로서의 지위 확보

2025년의 스테이블코인은 덩치(시가총액)를 키우는 단계를 지났다. 이제는 전 세계 금융 시스템의 혈관(결제망)으로 깊숙이 침투하여 '실질적인 화폐'로서의 지위를 굳히고 있다. **2025년 한 해 동안 스테이블코인이 처리한 온체인 결제 규모는 약 9조 달러에 달하며, 이를 뒷받침하는 담보 자산(미 국채 등)만 2천억 달러가 넘는다.** 이는 스테이블코인이 이미 일부 국가의 통화량을 넘어서는 거대한 경제 생태계를 형성했음을 보여준다.

미국의 GENIUS Act, 영국의 담보 규정 완화, EU의 MiCA 시행은 스테이블코인을 '회색지대'에서 끌어내 제도권 금융의 핵심 파트너로 인정했다는 신호다. 각국 정부는 이제 스테이블코인을 금지하는 것이 아니라, "누가 발행하고 어떻게 관리할 것인가"를 두고 주도권 다툼을 벌이고 있다.

주목할 점은 형태의 진화다. 폴리곤의 'rcUSD+'와 같이 국채나 MMF 수익률을 내재한 '수익형 스테이블코인(Yield-bearing Stablecoin)'의 등장은 현금의 패러다임을 바꾸고 있다. 지갑에 넣어두기만 해도 이자가 쌓이는 스테이블코인은, 장기적으로 인플레이션 헤지 수단을 찾는 기관과 개인 자금을 블랙홀처럼 빨아들일 가능성도 배제할 수 없다. 이는 곧 기존 은행 예금을 위협하는 강력한 대체재로 부상할 것임을 암시한다.

4. 디지털 트랜스포메이션: 경계의 종말

(1) 구글 AP2와 머신 이코노미(Machine Economy)의 개막

인공지능(AI)과 블록체인의 결합은 이제 더 이상 모호한 내러티브가 아니다. 구글과 이더리움 재단이 각각 '결제 표준'과 '인프라'를 내놓으며, 기계가 스스로 경제 활동을 하는 '머신 이코노미(Machine Economy)'가 기술적 실체를 갖추기 시작했기 때문이다.

1. 구글 AP2: AI 에이전트를 위한 '결제 언어'의 표준화

지난 9월, 테크 업계와 크립토 업계를 동시에 놀라게 한 뉴스는 구글의 'AP2(Agent Payments Protocol)' 공개였다. 기존의 기술 표준이 AI 에이전트끼리 "어떻게 대화할 것인가"를 정의했다면, AP2는 "에이전트끼리 어떻게 돈을 주고받을 것인가"를 규격화했다는 점에서 획기적이었다. 코인베이스(Coinbase)와의 협업은 물론 세일즈포스, 아멕스 등 60여 개 기업이 참여한 이 표준은 기존 카드 결제망과 달러 스테이블코인을 모두 지원한다.

이는 앞으로 AI 에이전트가 자율적으로 클라우드 GPU를 임대하거나, API 사용료를 지불하고, 디지털 상품을 거래할 때 "자신의 지갑에서 스테이블코인을 꺼내 쓰는 상황"이 기술적으로 완벽하게 구현되었음을 의미한다.

2. 이더리움 재단의 dAI 팀: 인프라의 내재화

구글이 AI 에이전트끼리 소통하는 '언어(프로토콜)'을 만들었다면, 이더리움은 이들이 실제로 경제 활동을 할 수 있는 '인프라'를 구축하고 있다. 이더리움 재단은 'dAI (Decentralized AI)' 팀을 신설하여 AI 모델이 온체인 자산(RWA, 스테이블코인, NFT)을 마치 네이티브 데이터처럼 다루는 환경을 구축하고 있다. 여기에는 체인링크(Chainlink)의 오라클을 통한 실물 데이터 피드, 레이어2(L2) 상의 초고속 결제 인프라, 그리고 JP모건의 토큰화 예금 같은 기관용 자산이 모두 얽혀 있다.

결론적으로 11월은 'AI × 크립토' 테마가 단순한 '기대감'에서 '프로토콜 스펙(Protocol Spec)'으로 바뀐 역사적인 시점이다. **향후 1~2년 내에 스테이블코인과 토큰화 예금은 AI 에이전트 지갑의 '기본 자산(Default Asset)'으로 자리 잡을 것**으로 전망한다. 이는 크립토 시장에 인간이 아닌 기계라는 거대한 신규 유동성 공급자가 진입할 것임을 예고하는 것이 아닐까?

II. Crypto Market Pulse

1. 내러티브의 붕괴: 낙관론의 항복

(1) 해치웠나?

불과 일주일 전만 하더라도, 적지 않은 암호화폐 투자자들의 심리는 그다지 나쁘지 않았다. 당시 $100,000 지지선이 위협받고 있었음에도 불구하고, 많은 사람들은 이를 곧 극복할 수 있는 노이즈로 치부하며 해당 구간에서의 '축적(Accumulation)'을 강조했다. 우리가 1부(Crypto Landcsape)에서 살펴봤듯, 디지털자산의 펀더멘털은 견고하며, 과도한 공포가 해소되면 반등할 것이라는 '역발상적 강세' 관점이 헤게모니를 잡고 있었다.

그러나 이번 주는 분위기가 사뭇 다르다. "떨어지는 칼날"이라는 무서운 표현이 어울릴 만큼, 암호화폐 시장의 데이터가 단순한 가격 조정을 넘어 심상찮음이 느껴지기 때문이다. 현재 상황은 시장이 구조적 약세 국면에 진입했다는 여러 증거들이 엿보인다

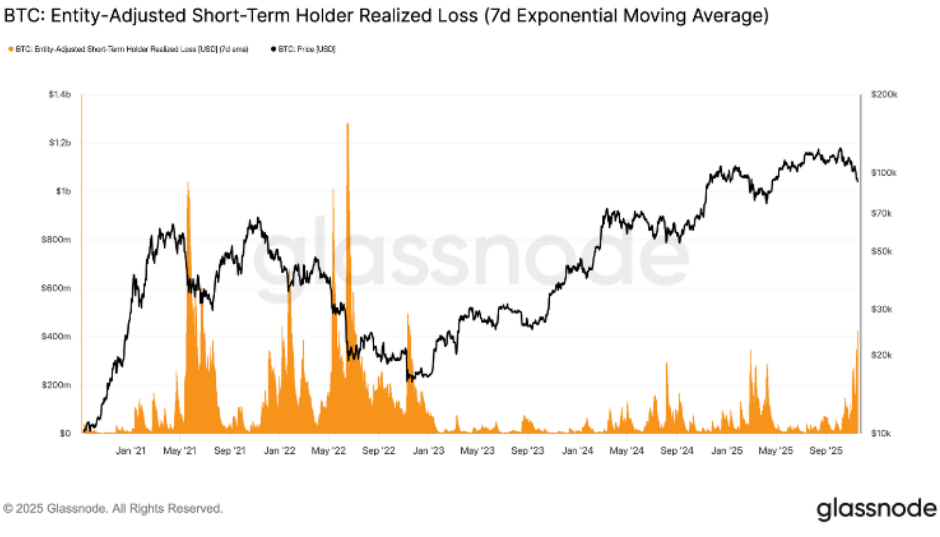
(2) 현재 시장은 FTX 사태급 투매

이러한 내러티브의 붕괴를 감(Feeling)이 아닌 데이터(Fact)로 어느정도 뒷받침할 수 있다. Glassnode의 온체인 지표에 따르면, 11월 18일 기준 단기 보유자(Short-Term Holder)들의 실현 손실(Realized Loss)은 일일 5억 2,300만 달러(약 7,000억 원)로 치솟았다.

** Short-Term Holder(STH): 암호화폐 데이터 플랫폼인 Glassnode에 따르면, 비트코인 투자자들의 코인 보유 기간 분포를 분석하여 "코인이 마지막 이동 시점으로부터 155일 미만의 나이(age)를 가진 UTXO(비트코인 조각 정도로 해석)를 보유한 투자자 집단"을 의미.*

** Realised loss(실현 손실): 코인이 실제로 암호화폐 지갑에서 이동·매도되면서 매수가보다 낮은 가격에 처분되어 확정된 손실. 아직 팔지 않은 코인의 평가손실은 포함하지 않음. 즉, "그 날 네트워크 전체가 온체인에서 실제로 확정한 손실 규모"를 보여주는 '손절 지표'로 해석*

그림 4. 단기보유자들의 실현 손실(주황색)을 보면 22년 루나 사태나 FTX 붕괴 당시와 맞먹는 수준
현재 시장은 질서 있는 조정 국면이라기보다 어느정도 '패닉 투매(Capitulation)' 성격을 띰



자료: glassnode, 미래에셋증권 리서치센터

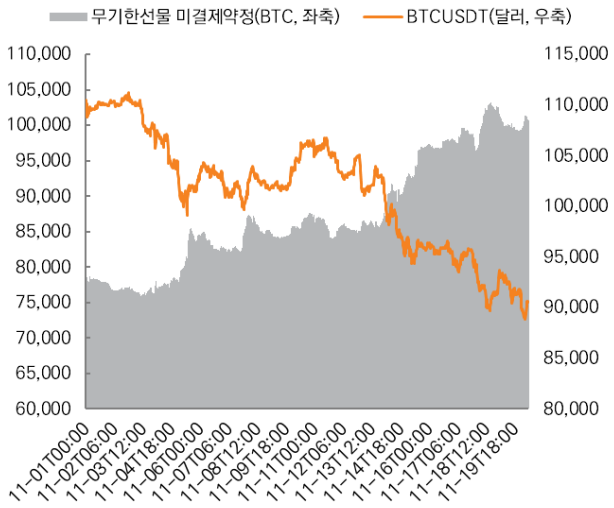
이 수치는 단순 손절매가 아니다. 2022년 루나(LUNA) 사태나 FTX 붕괴 당시와 맞먹는 수준의 기록적인 투매다. $100,000이라는 심리적, 기술적 마지노선이 붕괴되면서 상투에 진입한 투자자들의 공포가 매우 크다는 것을 보여준다. 즉, 현재 시장은 '건전한 조정'이 아닌 패닉 셀링 상태이며, 바닥을 논하기에는 매도 압력이 거세다는 것을 의미한다.

2. 파생상품 시장은 "시한폭탄"이 될까

(1) 미결제 약정과 가격의 괴리

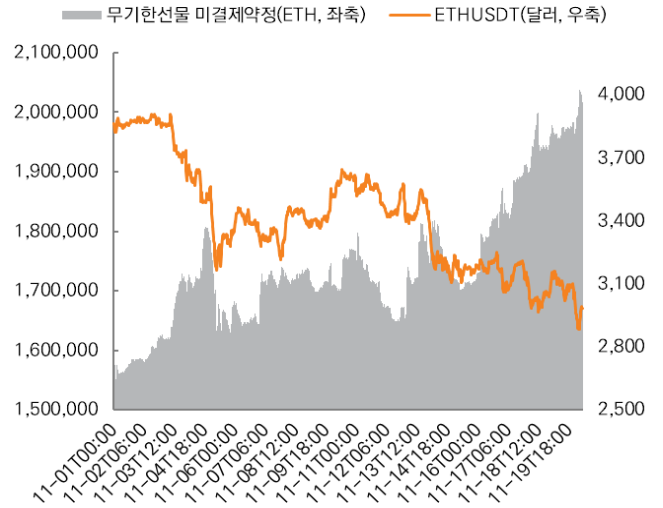
지난주까지만 해도 낮은 레버리지는 시장의 하방 경직성을 지지하는 근거로 활용되었다. 그러나 11월 18일 기준, 비트코인 가격이 $91,000대로 급락했음에도 불구하고, BTC 기준 미결제 약정(OI: Open Interest)은 오히려 36,000 BTC나 급증하는 기현상이 발생했다.

그림 5. 개인투자자들의 비트코인 무기한선물 미결제약정
가격이 떨어지는데 포지션 규모(코인 수)가 늘어나는 중
칼날을 잡기 위해 누군가 계속해서 레버리지 롱 포지션에 진입



자료: 바이낸스, TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 개인투자자들의 이더리움 무기한선물 미결제약정
마찬가지로 가격 급락 중에 개인투자자들의 미결제약정이 폭증



자료: 바이낸스, TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

통상적인 시장 메커니즘에서는 가격이 내리면 롱 포지션이 청산되면서 OI가 줄어야 정상이다. 그런데 가격이 급락하는 와중에 OI가 빠르게 상승했다는 것은, '스마트 머니'의 움직임이라고 보기에는 무리가 있다. 개인 투자자들이나 공격적인 알고리즘들이 "여기가 바닥이다"라고 생각하며 지정가 매수로 '떨어지는 칼날 잡기'를 시도했다는 증거로 보인다.

이처럼 늘어나버린 롱 포지션은 현재 모두 '손실 상태'에 갇혀 있다. 가격이 여기서 V자 반등을 하지 못하고 횡보하거나 조금만 더 밀리면, 이들은 버티지 못하고 패닉 셀을 하며 가격을 한 단계 더 아래($80k 대)로 밀어버리는 '롱 스퀴즈(Long Squeeze)'의 연료가 될 수 있다. 일종의 "악성 대기 매물(Overhang)"의 정체인 것이다.

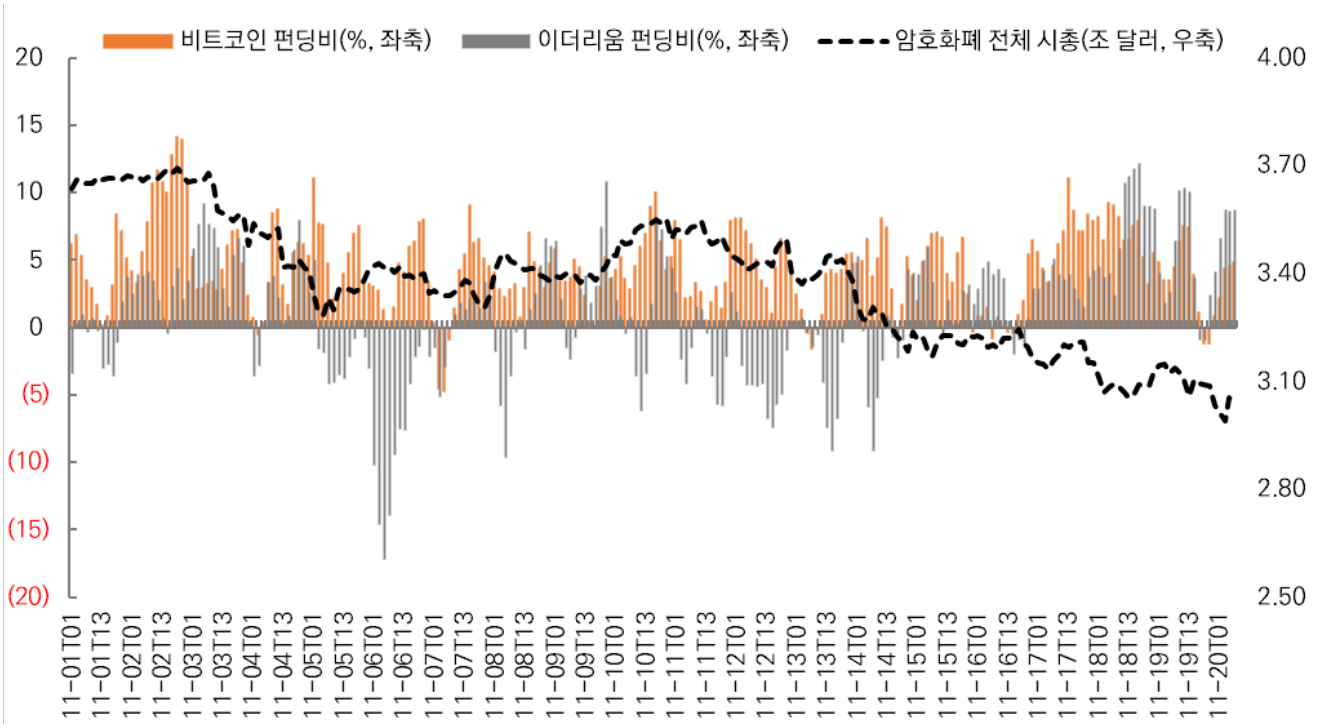
(2) 펀딩비의 역설: 롱 포지션이 여전히 높다

더욱 우려스러운 것은 펀딩비다. 가격은 바닥을 뚫고 내려가는데, 롱 포지션 보유 비용인 펀딩 비율은 음수(Negative)로 전환되기는커녕 오히려 상승하거나 중립을 유지하고 있다. 통상적으로 바닥권에서는 시장 참여자들이 공포에 질려 숏(매도)을 보기 때문에 펀딩비가 아래로 깊게 박혀야 한다.

** 펀딩비(funding rate): 무기한선물(perp)에서 롱·숏 포지션끼리 주기적으로 서로 주고받는 이자율로, 선물 가격이 현물에서 너무 벗어나지 않게 붙잡는 역할. 선물 가격이 현물보다 비싸면 funding rate가 양(+)이 되어 롱이 숏에게 이자를 지급하고, 반대로 선물이 현물보다 싸면 음(-)이 되어 숏이 롱에게 돈을 내면서 가격 괴리가 줄어들도록 유도. 즉, 시장에 레버리지 롱/숏이 어느 쪽으로 과밀하게 쌓였는지를 보여주는 심리·포지션 불균형 지표*

그러나 지금은 가격이 내리는데도 롱 포지션을 구축하는데 필요한 비용이 비싸진 것이다. 맹목적인 롱 베팅이 여전히 시장을 지배하고 있다는 뜻이다. 롱 포지션들이 아직 항복(Capitulation)하지 않았고, 여전히 상승에 대한 미련을 버리지 못해 이자를 내며 버티고 있음을 보여준다.

그림 7. 비트코인과 이더리움의 펀딩비(funding rate)와 암호화폐 전체 시가총액 11월 추이
펀딩비가 음수(숏 스퀴즈 조건)로 깊게 박히지 않고, 여전히 양수(Positive)이거나 0 부근에서 등락 중
롱 포지션들이 아직 다 항복(Capitulation)하지 않았고, 이자를 내며 버티고 있다는 것으로 해석



자료: Volmex Prime Rate, TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

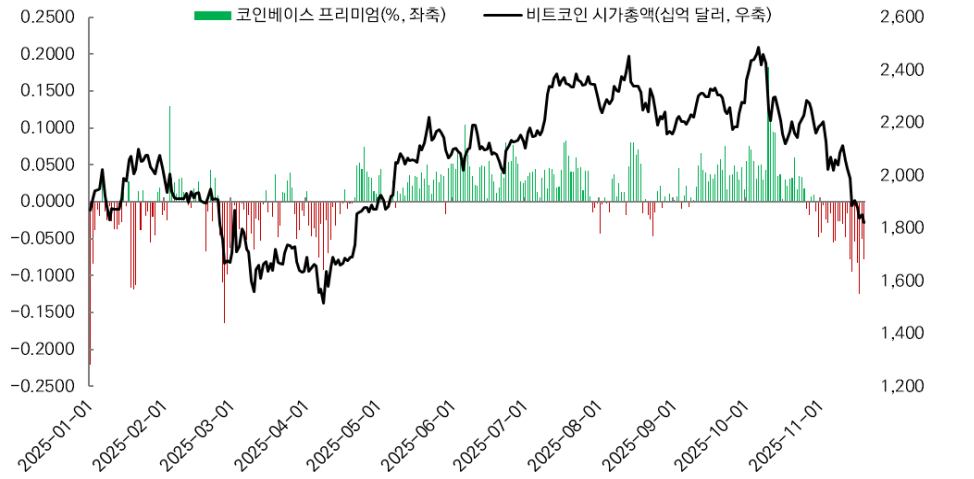
3. 냉정과 열정 사이: 개인 vs 기관

우리가 확보한 데이터를 종합하면 현재 시장은 "기관은 떠나고, 개미는 물타기 하는" 하락장 초입의 패턴을 띠고 있다.

(1) 김치 프리미엄 vs 코인베이스 프리미엄

증거는 바로 프리미엄 지표의 다이버전스다. 주로 미국 기관 투자자들의 매매 동향을 나타내는 "코인베이스 프리미엄"은 가격 하락과 함께 음수(Negative)로 전환되었다. 이는 미국 기관들이 매도 포지션을 취하거나 시장을 이탈하고 있음을 보여준다.

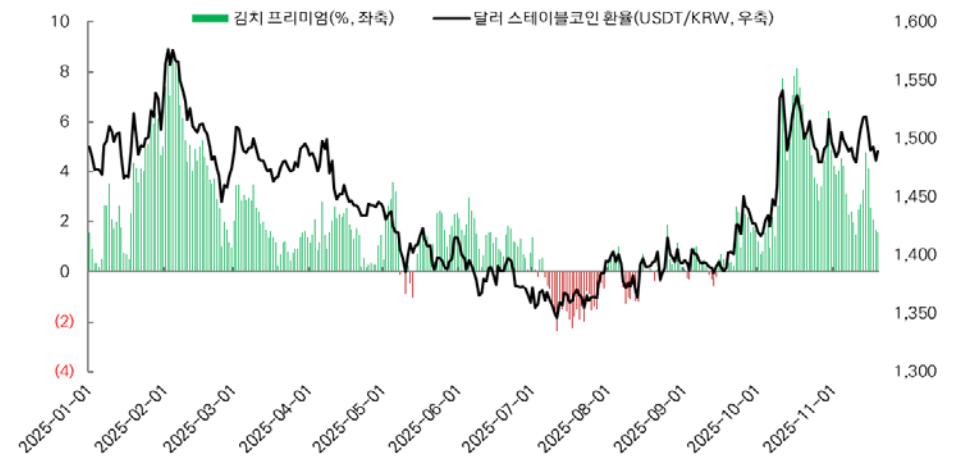
그림 8. 미국 기관 및 고래들의 주 무대인 코인베이스 프리미엄은 지난 4월 상황 때만큼 악화
프리미엄이 음수라는 것은 미국 기관들이 매도 포지션을 취하고 있거나, 적극 이탈하고 있음을 암시



자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

반면, 한국 개인 투자자들의 심리를 대변하는 "김치 프리미엄"은 급등하고 있다. 이는 글로벌 기관이 던지는 물량을 한국의 개인 투자자들이 더 비싼 값을 치르며 받아내고 있다는 뜻으로 해석된다. '스마트 머니(기관)'가 던진 폭탄을 개인들이 레버리지를 써가며 받아내는 구조로 읽힌다.

그림 9. 코인베이스 프리미엄(기관)과 달리 김치 프리미엄(개인)은 아직도 높은 상황
여전히 작지 않은 수준으로 형성되어 있어 시장의 바닥이 아직 멀었음을 시사할 수도 있음

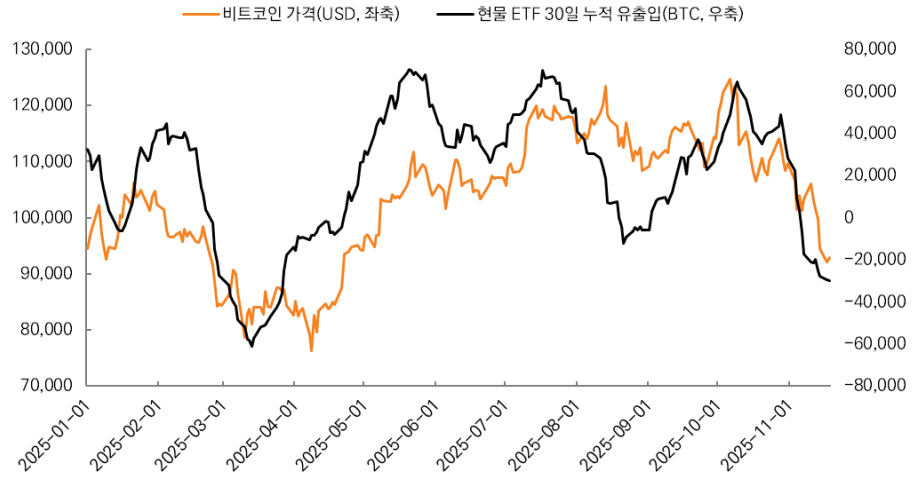


자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

(2) ETF의 배신: 가격 방어자에서 하락 주도자로

그동안 시장을 지탱해 온 비트코인 현물 ETF 자금 흐름은 이제 하락을 가속화하는 주포(Driver)가 되었다. 최근 매일 같이 순유출을 기록했으며, 30일 누적 유출량은 거의 "4만 BTC"에 달한다. 이는 2024년 1월 미국 ETF 출시 이후 두 번째로 큰 규모의 유출이다.

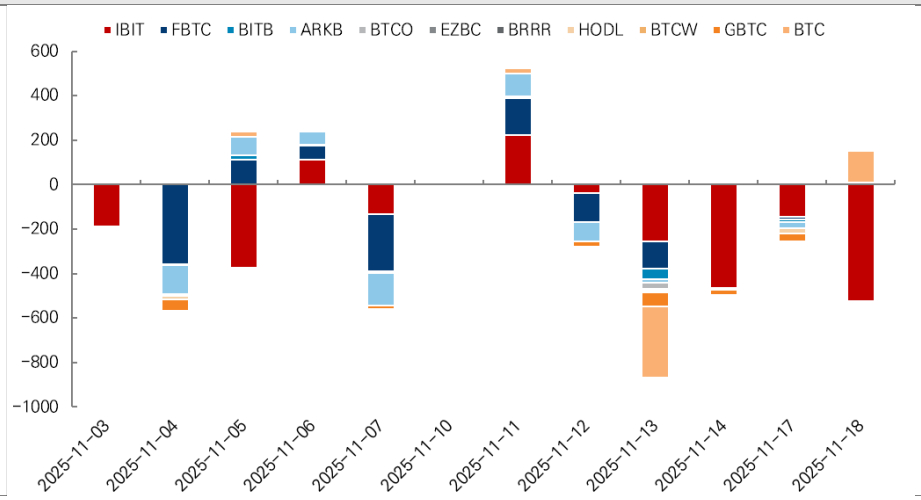
그림 10. 비트코인 가격과 비트코인 현물 ETF의 30일 누적 기준 유출입 시계열
현물 ETF 자금 유입이 멈춘 정도가 아니라, 자금이 썰물처럼 빠져나가면서 가격을 끌어내리고 있음



자료: Bytetree, 미래에셋증권 리서치센터

더 이상 "그레이스케일(GBTC)만 팔고 나머지는 산다"는 논리가 통하지 않는 시장이다. 블랙록(IBIT)을 포함한 다수의 ETF에서 동시다발적인 유출이 발생하고 있다. $100,000 지지선 붕괴에 실망한 기관 투자자들이 리스크 관리를 위해 적극적인 손절매(Stop-loss)에 나선 것이다.

그림 11. 비트코인 현물 ETF 운용사별 일간 유출입
다수 ETF가 막대 그래프 아래쪽(유출)을 가리키고 있음
기관들이 포트폴리오 리밸런싱 혹은 리스크 관리를 위해 적극적으로 매도 버튼을 눌렀다는 증거

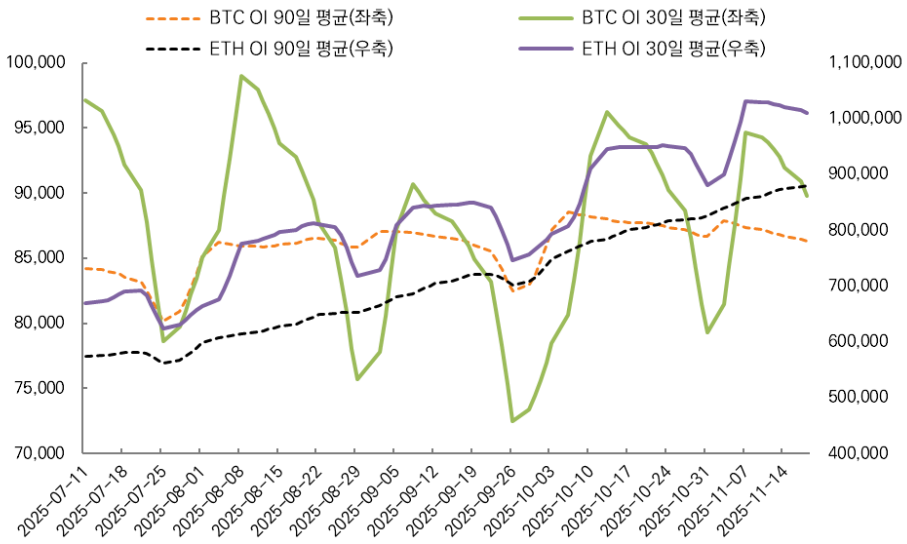


자료: farside, 미래에셋증권 리서치센터

(3) CME 기관들의 방어적 회피

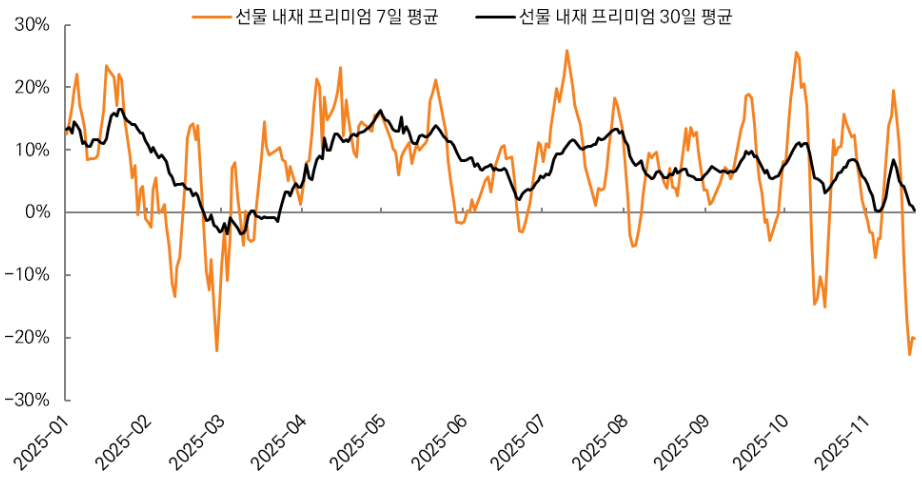
선물 시장의 큰 손인 CME 트레이더들 역시 시장을 떠나고 있다. CME 선물 프리미엄은 연중 최저 수준으로 추락했고, 기간 구조(term structure)는 평탄(Flat)해졌다. 선물 가격이 현물보다 낮은 백워데이션(Backwardation) 조짐마저 보인다. 이는 기관들이 미래 가격 상승에 대한 기대를 접었거나, 현물 보유에 대한 헷징(Hedging) 포지션을 구축하고 있음을 의미한다. 스마트 머니는 철저히 '위험 회피(Risk Aversion)' 모드에 돌입했다.

그림 12. CME 거래소에서의 비트코인 및 이더리움 파생상품 미결제약정 30일/90일 평균
이번 달 부터 CME 미결제약정은 정체되거나 감소 중인 것이 확인
시장의 추세를 만드는 기관 자금은 포지션을 청산하고 최근 빠져나가고 있음을 가리킴



자료: CME, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 비트코인 현물 가격 대비 근월물/차근월 선물 가격의 연환산 프리미엄 이자율
오늘 기준 30일 남은 선물의 '가상 가격'을 만들어, 현물보다 얼마나 비싼지를 연간 이자율로 환산
선물이 현물보다 싼 '백워데이션' 상태 심각. 기관 투자자 시장에서 숏 포지션이 우세함을 시사



자료: CME, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4. 지지선: 시장은 미지의 영역으로 진입 중

모든 데이터는 현재 시장이 과거와 다른 국면에 진입했음을 가리킨다. 최근의 시장 구조(이 급증 + 펀딩비 상승 + CME 위축)는 2021년 6월 대폭락 직전과 2022년 루나 사태 초입과 통계적으로 매우 유사한 것처럼 보인다. 이러한 역사적 패턴을 갖다 대면, 비트코인은 통계적으로 볼 때, 추가적으로 -15%가량 하락할 수도 있다.

(1) 붕괴된 지지선과 새로운 저항

기존의 강력한 지지선이었던 $100,000과 $95,000은 이미 붕괴되었다. 반대로, 이제 $95,000 ~ $97,000 구간이 강력한 '핵심 저항선(Key Resistance)'으로 작용될 여지가 생겼다. 설령 기술적 반등이 나온다 해도, 그 위인 $110,000 구간에는 거대한 악성 매물대가 첩첩산중으로 쌓여 있다. 상방은 막혀 있고, 하방은 열려 있는 형국이다.

(2) 바닥은 어디일까?

1차 방어선: $88,600 (Active Investors' Realized Price)

시장에서 실제로 움직임을 보이는 실질 투자자들의 비트코인 평균 매입가다. 여기가 무너지면 2022년 하락장과 같은 진짜 '베어 마켓'이 시작될 것으로 전망된다. 기술적 반등을 기대해 볼 수 있는 1차 지점이다.

** 실현 가격(Realized Price): 비트코인 네트워크에서 전체 투자자들이 평균적으로 매입한 단가. 다만, 오래 움직이지 않은 코인, 사실상 잃어버린 코인, 극단적 장기 휴면 물량의 코인도 포함. 이를 제외한 실질 지표인, "Active Realized Price"는 실질적으로 시장에서 매수/매도 압력을 만들 수 있는 코인들의 평균 매수단가라고 할 수 있음.*

그림 14. 비트코인 가격(흰색)과 여러 실현 가격들의 시계열 추이
단기 투자자들(STH)의 실현 가격보다는 이미 비트코인 가격이 낮아진 상태고,
Active 실현 가격으로 봤을 때, 중요한 지지선이자 1차적인 기술적 반등 지점은 88,600달러

자료: glassnode, 미래에셋증권 리서치센터

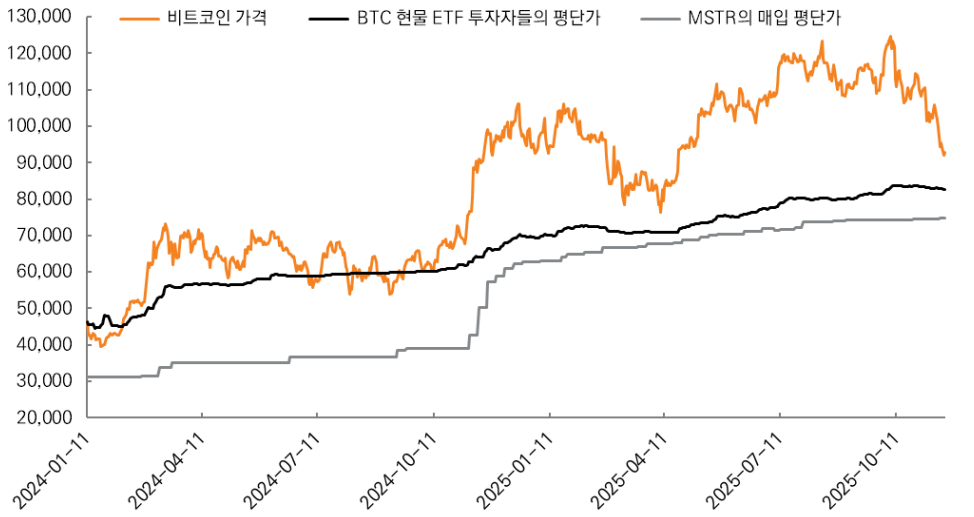
통계적 바닥: $84,000 ~ $82,500

LUNA 사태 때와 같이 과거 하락장 통계에 따른 바닥($84,000)과 비트코인 현물 ETF 투자자들의 장기 평균 매입가($82,500)가 걸쳐 있는 구간이다. 시장의 성격을 크게 가를 분기점으로 사료된다.

최종 방어선: $74,433 (MSTR 평단가)

스트래티지(MSTR)의 비트코인 매입 평단가다. 시장이 투매(Capitulation)의 클라이맥스에 도달할 경우, 순간적으로 터치할 수 있는 최후의 바닥(Ultimate Floor)일 수 있다.

그림 15. 비트코인 가격 및 (지지선 역할을 해줄 수 있는) 여러 평균 매수 단가의 추이
1차 방어선이 88,000달러라면, 더 중요한 2차 방어선은 현물 ETF 투자자 평단가인 82,500 달러
추가적으로, 최후의 바닥은 아마도 스트래티지(MSTR)의 평단가인 74,500 달러



자료: sosovalue, bitbo.io, 미래에셋증권 리서치센터

4. 결론 및 행동 지침

데이터가 보여주는 현실의 꽤 냉혹하다. 기관은 떠나고 있고, 개인들은 쉽지 않은 상황이다. 크립토 트레이더로서 지금은 영웅이 되기 보다는, 과도한 낙관론은 어느정도 경계해야 할 필요가 있다. 우리가 1부에서 살펴봤듯, 현재의 가격 급락은 펀더멘털의 훼손이 아닌 것으로 생각된다. 디지털 자산 생태계의 뿌리는 그 어느 때보다 깊고 단단하게 기존 금융 시스템의 지반을 파고들고 있다. 다시 말해, 과도하게 쌓였던 투기적 거품이 걷히고 기관 주도의 인프라로 재편되는 과정에서 발생하는 '성장통'일 수 있다.

이와 관련해 이번 하락의 핵심은 단연 '현물 ETF'다. 특히 블랙록과 피델리티 주도로 자금 유출이 발생했다는 것이 더욱 투자자들의 마음을 뒤흔들었다. 이는 이번 사이클의 주도권이 과거와는 다르게 기관 투자자에게 있음을 암시하기도 한다. 따라서, 과거의 단순 레버리지 청산과 달리, 현재의 변동성은 거시경제와 연동된 '리스크 온/오프'의 결과물이며, 현물 ETF가 시장 사이클의 상단과 하단을 새롭게 디자인한 결과라고 해석할 수도 있다.

지금 떨어지는 구간마다 레버리지를 사용하여 롱 포지션에 진입하는 것은, 그렇게 현명한 행동은 아니다. 레버리지를 이용한 물타기는 이 거대한 전환기에서 당신을 시장 밖으로 퇴출시킬 가장 확실한 방법이다. $88k, 심지어 $74k까지도 가능성을 열어두는 냉철한 인내심이 필요한 때로 보인다. 특히 비트코인 현물 ETF의 순유출 행진이 멈추고 최소 2일 연속 강한 순유입이 발생하기 전까지 바닥을 예단하기는 어렵다. 칼날이 땅에 꽂히고 그 진동이 사그라질 때까지 관망하는 것이 좋은 선택지로 보인다.

그러나 시장을 떠날 필요는 없다. 우리는 지금 디지털자산이 '미래 금융 그 자체'가 건설되는 현장을 목도하고 있기 때문이다. 은행 예금과 국채가 온체인으로 들어오고(RWA), AI가 경제 주체로 참여하는 세상에서 비트코인과 이더리움의 위상은 지금 우리의 생각보다 더 높아질 수 있음을 유념하자.

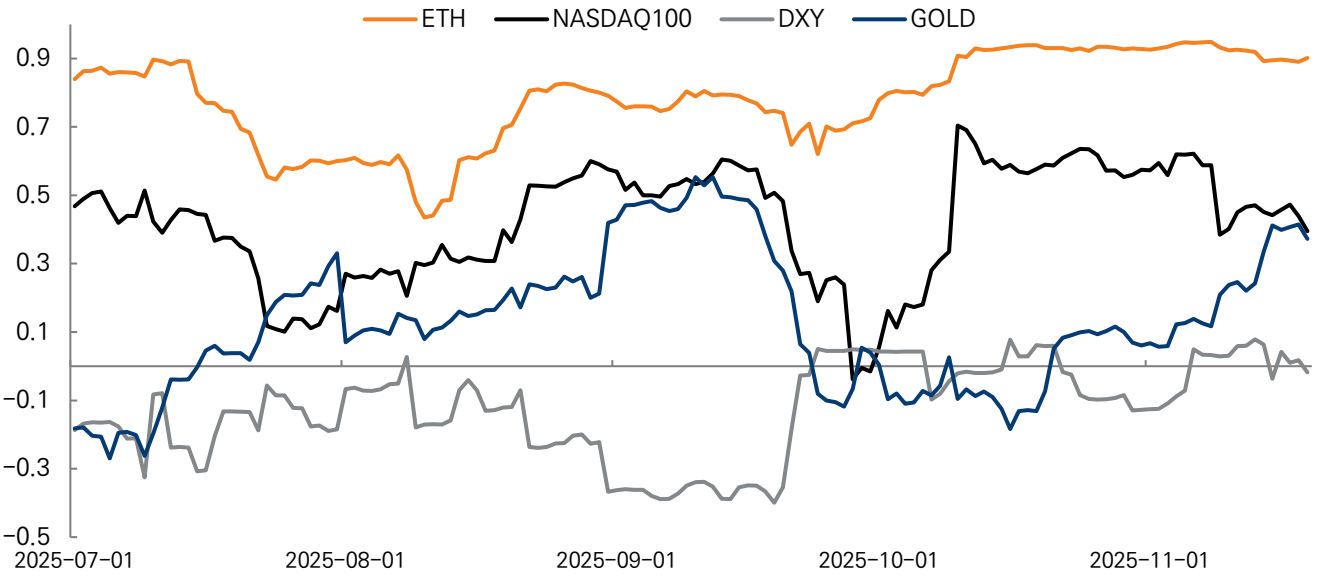
III. Appendix: Charts

표 7. BTC vs 각 자산의 최신 상관관계와 2주 전 대비 변화(⊿)

비교군	현재 상관관계	2주 전 상관관계	2주 전 대비 변화(⊿)
이더리움	0.9013	0.9473	-0.0461
나스닥 100	0.3946	0.6186	-0.2240
달러 인덱스	-0.0175	-0.0716	0.0540
금	0.3729	0.1265	0.2464

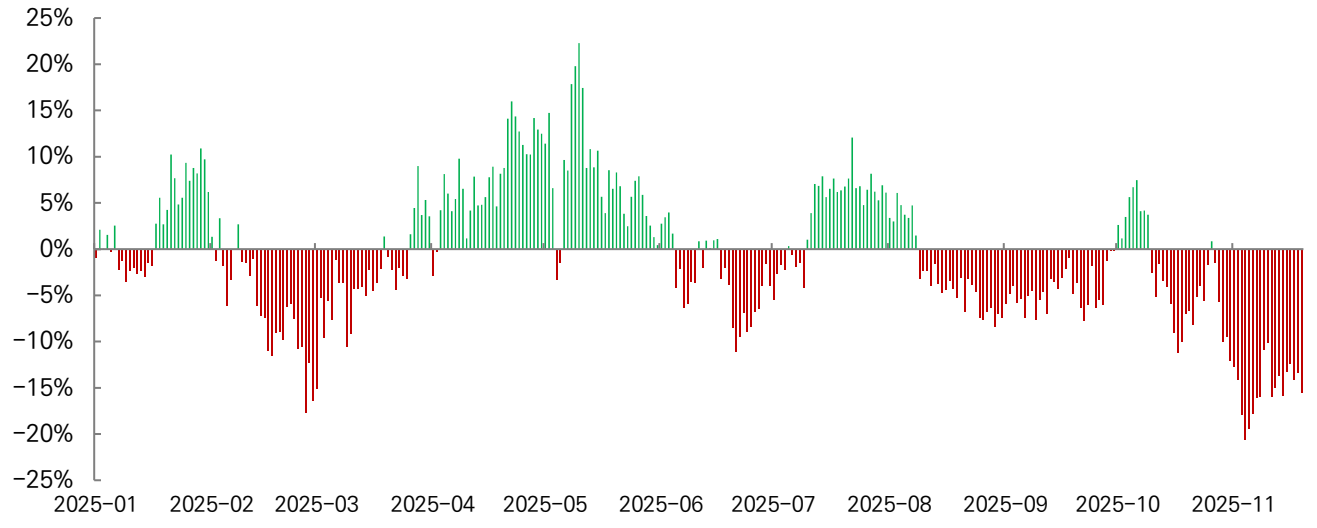
자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. BTC vs 각 자산의 상관관계 시계열 (30일 롤링 피어슨)



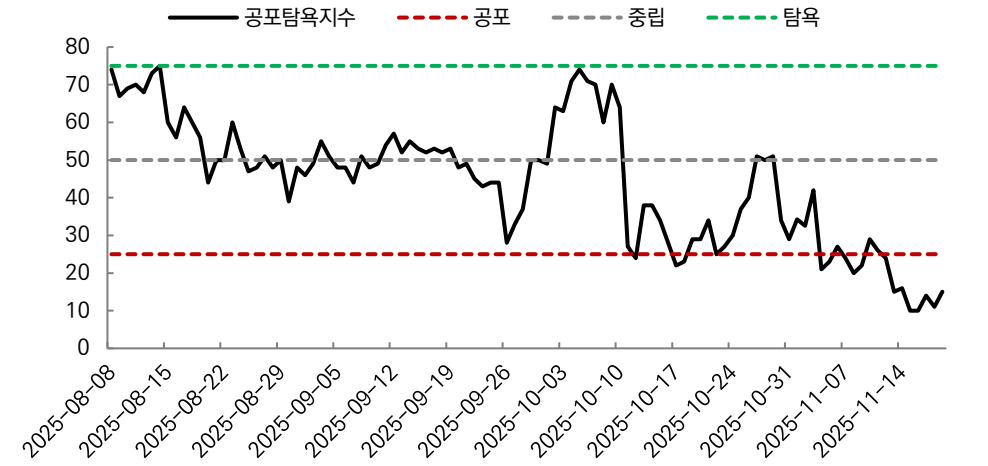
자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 나스닥100 대비 비트코인의 30일 기준 상대 수익률 추이



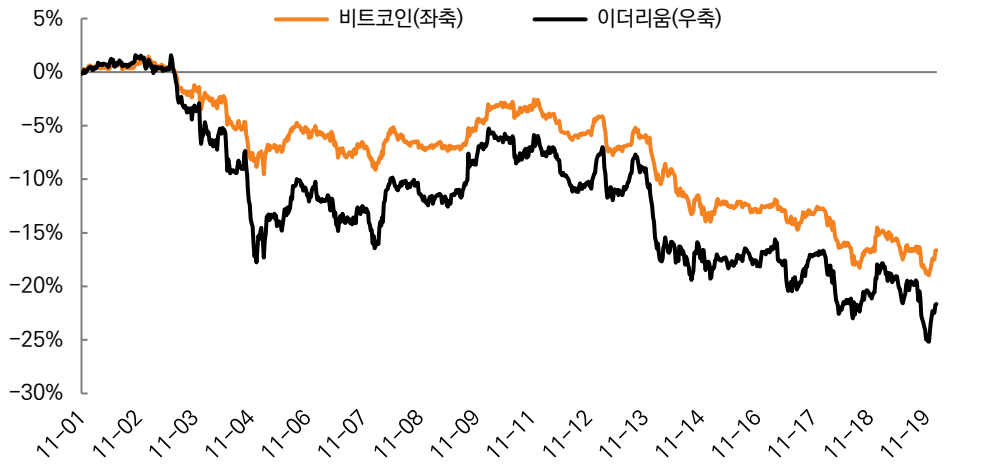
자료: TradingView, Coinbase, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 암호화폐 시장의 공포탐욕지수



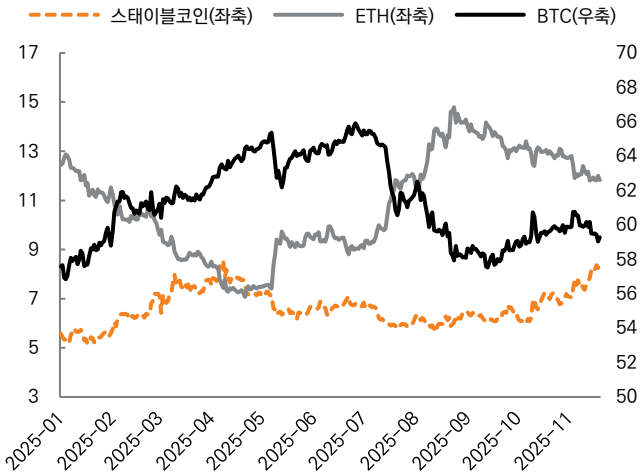
자료: alternative.me, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 비트코인과 이더리움의 30분 봉 기준 이번 달 등락률

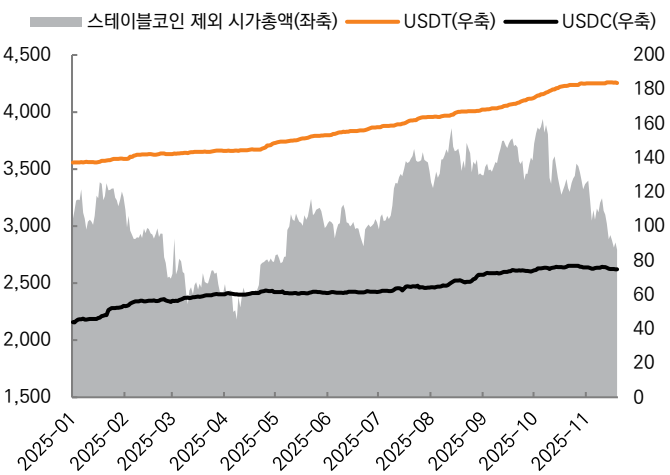


자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 스테이블코인과 주요 코인들의 점유율(%) 비교

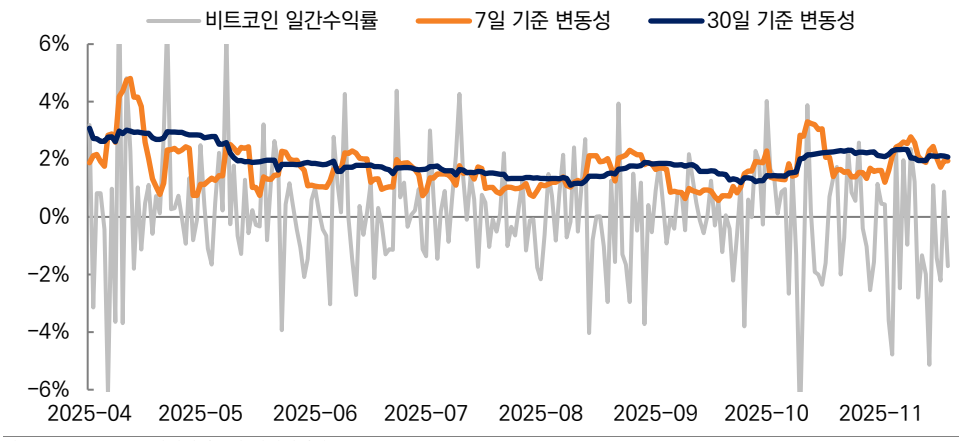


스테이블코인 TOP 2의 시가총액 추이 (단위: 십억 달러)



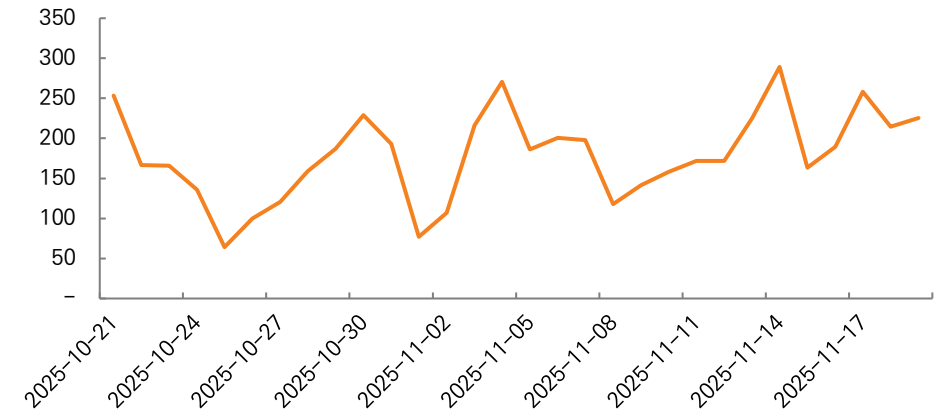
자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 비트코인 일간 수익률 및 변동성



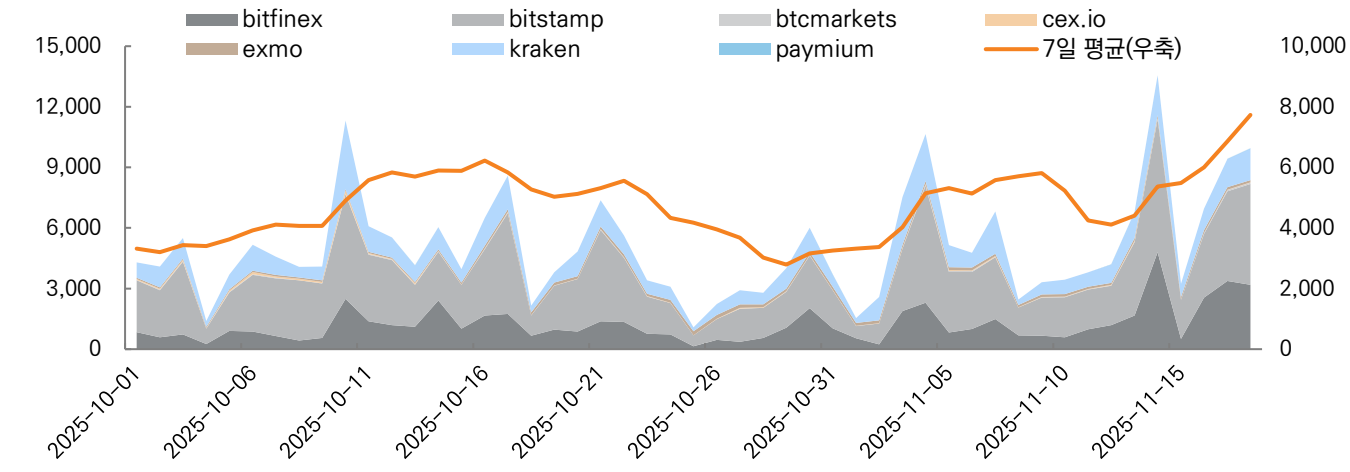
자료: TradingView, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 지난 30일 동안의 특정 디지털자산 거래소별 비트코인 가격 변동성



자료: bitcoinity, 미래에셋증권 리서치센터
주: 특정 거래소는 Bitfinex, Bitstamp, cex.io, exmo, Kraken

그림 23. 디지털자산 거래소별 비트코인 현물 거래량 및 합산치의 7일 평균 (단위: BTC)



자료: bitcoinity, 미래에셋증권 리서치센터

표 8. Network(Layer 1) 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
Bitcoin	BTC	$91,705.54	-1.05%	-8.22%	-15.61%	$1.82T
Ethereum	ETH	$3,033.78	-2.64%	-6.54%	-22.06%	$365B
XRP	XRP	$2.11	-4.48%	-9.21%	-12.99%	$127B
BNB	BNB	$901.84	-3.57%	-3.01%	-15.02%	$123B
Solana	SOL	$137.36	-3.06%	-5.35%	-26.23%	$75.86B
TRON	TRX	$0.287	-1.01%	-2.09%	-10.86%	$27.15B
Cardano	ADA	$0.465	-2.02%	-12.44%	-27.85%	$16.96B
Zcash	ZEC	$662.73	+8.79%	+27.46%	+151.58%	$10.98B
Hyperliquid	HYPE	$38.71	-0.59%	+0.09%	+9.04%	$10.52B
Bitcoin Cash	BCH	$487.12	-6.53%	-4.64%	+0.81%	$9.69B

자료: Messari, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 9. Lending(DeFi) 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
World Liberty Financial	WLFI	$0.140	-0.85%	-3.71%	+10.78%	$3.76B
Aave	AAVE	$174.62	-2.21%	-12.44%	-20.49%	$2.64B
Sky Protocol	SKY	$0.0498	-3.03%	-9.70%	-14.51%	$1.14B
Morpho	MORPHO	$1.86	-1.58%	-9.84%	+0.28%	$979M
Nexo	NEXO	$0.954	-3.00%	-9.70%	-16.97%	$954M
Maple	SYRUP	$0.367	-5.10%	-18.48%	+3.01%	$419M
Compound	COMP	$31.58	-1.31%	-6.05%	-13.47%	$305M
Fluid	FLUID	$3.24	-1.45%	-14.32%	-28.39%	$250M
Onyx	XCN	$0.00508	-7.77%	-18.29%	-42.04%	$185M
Kamino Finance	KMNO	$0.0544	-1.63%	-8.13%	-10.35%	$178M

자료: Messari, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 10. Privacy 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
Zcash	ZEC	$662.44	+8.79%	+27.46%	+151.58%	$10.98B
Monero	XMR	$370.95	-7.05%	-4.49%	+20.98%	$6.78B
Canton Network	CC	$0.0998	-7.02%	-9.40%	--	$3.52B
Dash	DASH	$80.16	+1.93%	+24.69%	+75.48%	$989M
Beldex	BDX	$0.0835	+0.22%	+0.82%	+4.66%	$624M
Decred	DCR	$31.84	-2.66%	+0.43%	+95.20%	$537M
MimbleWimbleCoin	MWC	$32.31	-1.84%	-6.16%	-9.24%	$355M
Horizen	ZEN	$14.91	-10.90%	+22.20%	+22.23%	$255M
Concordium	CCD	$0.0201	-12.61%	-31.15%	+11.38%	$235M
Zano	ZANO	$15.25	+0.10%	-3.89%	+15.01%	$229M

자료: Messari, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 11. AI 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
Bittensor	TAO	$325.10	-1.35%	-4.30%	-14.83%	$3.36B
Render Network	RENDER	$2.03	-2.39%	-12.84%	-17.77%	$1.06B
Fetch.ai	FET	$0.329	+11.40%	+13.58%	+35.11%	$783M
Virtuals Protocol	VIRTUAL	$1.13	+1.09%	-8.79%	+46.72%	$749M
ARK	ARK	$39.29	+1.02%	-3.39%	-0.57%	$420M
Fartcoin	FARTCOIN	$0.268	+5.26%	+1.55%	-25.99%	$268M
OG Labs	OG	$1.16	-5.04%	-11.24%	-38.69%	$250M
Origintrail	TRAC	$0.500	-3.65%	-17.95%	-28.57%	$250M
Ribbita by Virtuals	TIBBIR	$0.242	-6.47%	-26.95%	-25.63%	$244M
KAITO	KAITO	$0.773	-0.69%	-1.01%	-24.97%	$187M

자료: Messari, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 12. DePIN(물리 인프라 분산화) 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
Bittensor	TAO	$326.15	-1.35%	-4.30%	-14.83%	$3.36B
Filecoin	FIL	$1.87	-7.00%	-9.61%	+19.64%	$1.35B
Render Network	RENDER	$2.04	-2.39%	-12.84%	-17.77%	$1.06B
Fetch.ai	FET	$0.331	+11.40%	+13.58%	+35.11%	$783M
The Graph	GRT	$0.0547	-2.77%	-9.65%	-13.86%	$580M
DoubleZero	ZZ	$0.130	-7.54%	-17.79%	-49.76%	$449M
Theta Network	THETA	$0.400	-2.87%	-5.38%	-27.90%	$399M
JasmyCoin	JASMY	$0.00797	-2.55%	-12.11%	-20.00%	$394M
Helium	HNT	$2.12	-7.38%	-8.97%	+11.68%	$393M
Aethir	ATH	$0.0197	-8.27%	-4.45%	-29.48%	$324M

자료: 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 13. Meme 테마 암호화폐 TOP 10

코인명	티커	가격	가격 변동 (1D)	가격 변동 (7D)	가격 변동 (30D)	시가총액
Dogecoin	DOGE	$0.155	-4.22%	-5.87%	-20.64%	$23.44B
Shiba Inu	SHIB	$0.00000856	-3.47%	-8.01%	-15.04%	$5.04B
Pepe	PEPE	$0.0000477	-1.84%	-12.18%	-31.13%	$2B
Official Trump	TRUMP	$6.88	-3.84%	-5.33%	+16.90%	$1.37B
Bonk	BONK	$0.0000101	-3.58%	-13.18%	-30.05%	$830M
SPX6900	SPX	$0.573	+4.79%	-6.93%	-42.19%	$542M
FLOKI	FLOKI	$0.0000519	-3.57%	-8.32%	-29.58%	$495M
Binance-Peg Dogecoin	DOGE	$0.154	-4.11%	-6.07%	-20.63%	$397M
dogwifhat	WIF	$0.398	-4.55%	-9.81%	-24.62%	$397M
Fartcoin	FARTCOIN	$0.271	+5.26%	+1.55%	-25.99%	$268M

자료: Messari, 미래에셋증권 리서치센터
주: 기준 시점은 2025년 11월 20일 9시 30분 기준 (GMT+9 KST)

표 14. 디지털자산 관련 상장 주식

종목명	티커	시가총액(억 원)	비트코인과의 상관계수	종목 개요	기간별 수익률(%)					
					1W	1M	3M	6M	1Y	YTD
생산 (BTC 채굴 및 호스팅)										
마라 디지털 홀딩스	MARA US	61,595	0.59	비트코인 채굴	-23.0	-43.3	-26.8	-32.0	-44.1	-33.8
라이엇 블록체인	RIOT US	72,831	0.49	비트코인 채굴	-13.6	-33.3	11.6	48.8	8.8	30.8
사이퍼 마이닝	CIFR US	84,755	0.37	비트코인 채굴	-15.9	-22.1	153.8	283.7	118.9	215.1
허트 에잇 마이닝	HUT US	59,509	0.46	비트코인 채굴	-10.0	-22.5	70.8	118.6	48.3	83.2
클린스파크	CLSK US	42,151	0.54	비트코인 채굴	-23.3	-47.7	9.2	3.9	-27.6	11.0
테라울프	WULF US	75,133	0.22	비트코인 채굴	-3.2	-12.2	39.3	205.8	65.7	116.1
하이브 블록체인 테크놀로지스	HIVE US	10,742	0.44	비트코인 채굴	-24.9	-46.1	28.9	47.4	-28.2	8.1
비트 디지털	BTBT US	10,258	0.46	비트코인 채굴	-23.9	-40.8	-20.6	-13.9	-46.4	-26.3
비트팜스	BITF US	21,479	0.33	비트코인 채굴	-18.0	-48.1	103.1	126.1	16.6	74.5
아이리스 에너지	IREN US	190,620	0.27	비트코인 채굴	-17.7	-24.5	144.7	436.7	340.2	366.7
자스민인터네셔널	JAS TB	5,098	0.18	비트코인 채굴	-1.4	-6.2	-10.5	-20.5	-40.4	-36.4
어플라이드 블록체인	APLD US	94,757	0.24	비트코인 채굴 호스팅	-12.6	-32.6	50.5	238.6	152.1	202.2
비트디어 테크놀로지스 그룹	BTDR US	30,289	0.38	비트코인 채굴 호스팅	-27.0	-57.7	-21.4	-33.6	-11.9	-53.1
코어 사이언티픽	CORZ US	70,017	0.26	비트코인 채굴 호스팅	-6.4	-19.0	7.2	41.8	-6.6	9.5
비트푸푸	FUFU US	6,917	0.22	비트코인 채굴 호스팅	-1.0	-19.7	-14.2	-27.6	-47.2	-41.6
보유(BTC 프록시)										
스트래티지	MSTR US	786,348	0.81	비트코인 다수 보유	-17.0	-35.7	-44.6	-54.9	-56.7	-35.6
메타플래닛	3350 JT	40,033	0.31	비트코인 다수 보유	-5.5	-17.4	-54.8	-52.1	65.8	7.8
테슬라	TSLA US	19,714,609	0.22	비트코인 다수 보유	-6.2	-8.0	22.7	18.1	16.8	0.0
셈러사이언티픽	SMLR US	4,389	0.37	비트코인 다수 보유	-23.3	-14.9	-38.1	-54.4	-57.4	-63.5
유통(플랫폼 및 운용)										
코인베이스 글로벌	COIN US	1,017,964	0.64	암호화폐 거래소 및 커스터디	-15.4	-23.4	-14.8	-2.5	-20.7	3.6
백트	BKKT US	5,989	0.20	암호화폐 거래소 및 커스터디	-21.4	-52.4	99.5	28.8	-42.4	-31.4
엑소더스무브먼트	EXOD US	6,231	0.13	암호화폐 거래소 및 커스터디	-27.3	-41.8	-46.6	-57.3	-47.3	-52.8
리믹스포인트	3825 JT	3,649	0.31	암호화폐 거래소 및 커스터디	-15.8	-11.5	-38.6	-47.7	-4.0	-18.4
페이팔	PYPL US	825,239	0.25	암호화폐 결제 및 핀테크 플랫폼	-10.3	-10.8	-12.9	-16.9	-28.5	-29.6
비트코인 디팟	BTM US	1,785	0.29	암호화폐 매매 중개	-33.5	-36.5	-56.4	-44.3	-18.1	3.1
로빈후드	HOOD US	1,561,568	0.56	암호화폐 매매 중개	-11.1	-9.0	9.9	83.8	235.3	217.1
소파이 테크놀로지스	SOFI US	472,789	0.32	암호화폐 매매 중개	-17.0	0.7	17.5	94.6	85.3	73.5
코인셰어스 인터내셔널	CS SS	14,502	0.61	암호화폐 투자은행/자산운용	-9.2	-4.5	34.7	57.1	74.6	70.4
갤럭시 디지털 홀딩스	GLXY CN	149,717	0.47	암호화폐 투자은행/자산운용	-17.2	-31.5	8.4	11.5	33.0	45.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.