Market Insight | 2026.3.25

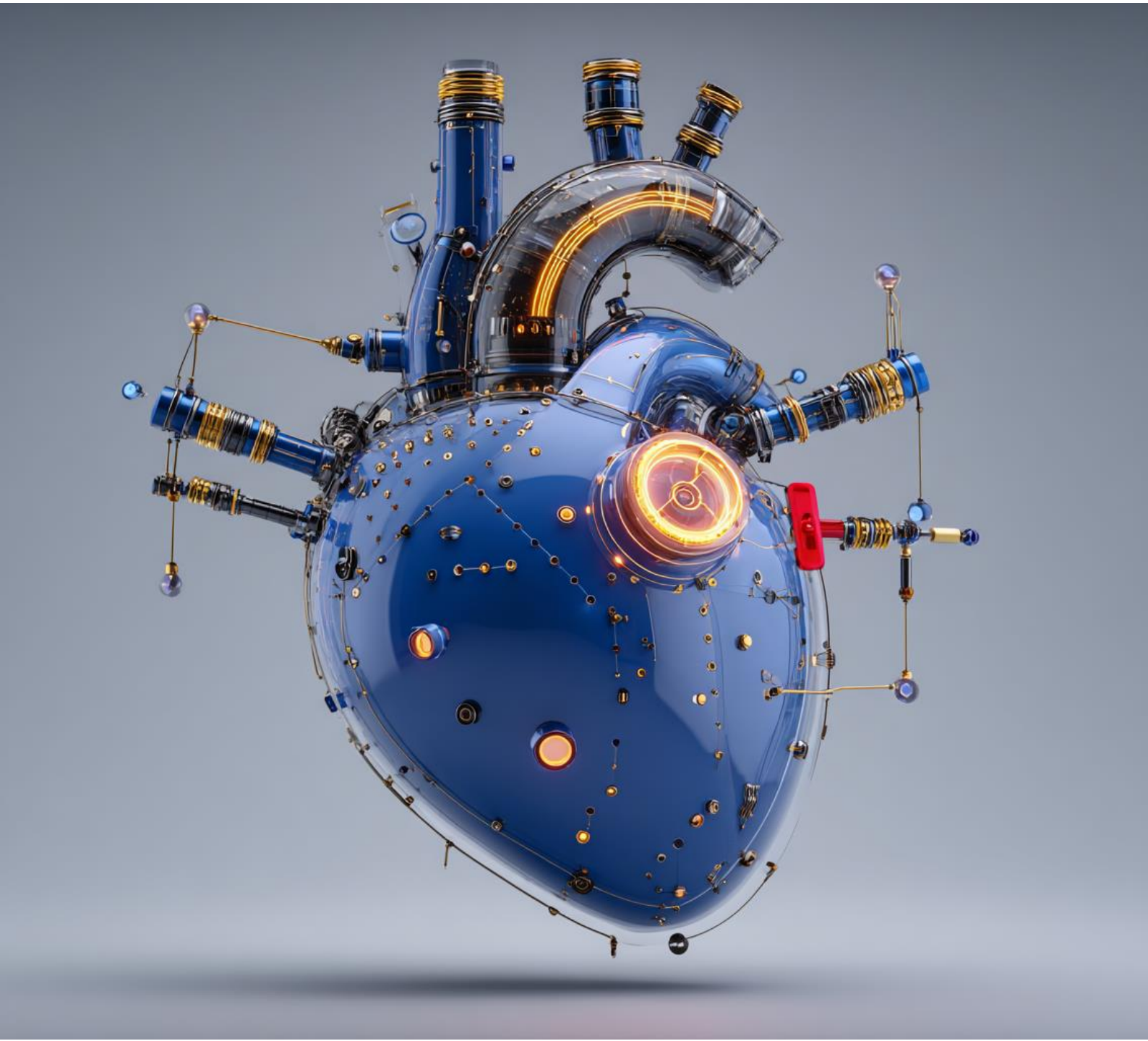
그림: Midjourney(스테이블코인은 크립토 업체들의 엔진)

MIRAE ASSET 미래에셋증권

디지털자산 핫 이슈

코인베이스, 서클 급락에 따른 점검

한종목
chongmok.han@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary 3
'크립토 약세'가 아니라, 스테이블코인 보상 구조에 대한 '규제 불확실성' 3

I. 에이전트 경제와 블록체인 4
1. 이번 급락에서 시장이 가장 먼저 가격에 반영한 것 4
2. 왜 BTC·ETH보다 COIN과 CRCL이 더 크게 맞았는가 6
3. 단순화하면 안되는 것: 규제가 겨눈 것은 USDC 자체가 아니다 10
4. 중장기 시나리오 분석 13

Executive Summary

'크립토 약세'가 아니라, 스테이블코인 보상 구조에 대한 '규제 불확실성'

3월 24일(현지시간) 미국 시장에서 Circle과 Coinbase 주가가 동시에 크게 하락한 직접 계기는, 미 상원 논의 과정에서 CLARITY Act의 스테이블코인 보상 관련 문구가 한층 더 엄격해졌다는 보도였습니다. 시장이 가장 민감하게 반응한 핵심은 단순했습니다. Circle이 발행하는 USDC를 그냥 들고 있기만 해도 받는 보상, 혹은 은행 예금과 경제적으로 유사하게 보일 수 있는 구조가 앞으로 훨씬 좁게 해석될 가능성이 높아졌다는 점입니다.

중요한 사실은 이번 규제 뉴스가 비트코인이나 이더리움 자체를 겨냥한 것이 아니라는 점입니다. 그래서 BTC·ETH의 가격은 상대적으로 선방했지만, "USDC 경제"와 직접 연결된 기업들만 집중 타격을 받았습니다.

Circle은 준비금 수익이 실적의 절대적 중심이고, Coinbase는 USDC를 자산 축적·결제·Base 체인·기업 인프라·개발자 도구까지 이어지는 성장 엔진의 핵심 축으로 삼아왔기 때문입니다. 따라서 이번 급락은 "크립토 업계 전반이 나빠진다"는 막연한 공포가 아니라, USDC 중심 성장 구조에 마찰이 생길 수 있다는 구체적 우려가 가격에 먼저 반영된 결과로 봐야 할 것입니다.

다만 이 이슈를 과도하게 확대 해석할 필요는 없습니다. 이번 뉴스는 USDC 자체를 금지하거나, Circle의 준비금 수익·Coinbase의 스테이블코인 매출을 당장 없애는 내용이 아니기 때문입니다. 진짜 쟁점은 "어디까지가 단순 보유 보상(이자)이고, 어디까지가 결제·거래·로열티·플랫폼 사용과 연결된 합법적 인센티브(activity-based reward)인가"라는 경계선에 있습니다. Coinbase가 공식적으로 강조하듯, USDC Rewards는 고객 자산을 은행처럼 임의로 대출·투자하는 예금 상품이 아니라, Coinbase가 자체 재원으로 운영하는 로열티 프로그램입니다.

결국 이번 급락은 현금흐름의 즉각적 소멸이라기보다, USDC 확장 속도와 고객 유입 구조를 다시 점검하게 만든 뉴스로 해석하는 것이 정확할 것입니다. 시장은 이 변화를 Circle에는 더 직접적인 이익 민감도로, Coinbase에는 중장기 성장 내러티브 둔화 가능성으로 반영했습니다.

이에 따른 현재 판단은, 'CRCL이 더 직접적으로 타격받고 COIN도 함께 조정받는다'는 방향성은 합리적이지만, 하루 만에 형성된 주가 반응을 곧바로 "사업 모델 붕괴"로 연결 짓는 것은 이르다는 것입니다. 앞으로 가장 중요한 변수는 최종 법안이 단순 보유 보상만 제한할지, 아니면 사용 촉진 성격의 인센티브까지 실질적으로 묶을지입니다. 그 경계선이 어디에 그어지느냐에 따라 COIN과 CRCL의 중기 밸류에이션은 상당히 다른 방향으로 재편될 가능성이 높다고 판단됩니다. 즉, 규제 불확실성이 완전히 해소되기 전까지는 전체 포트폴리오에서 안전하게 접근하는 것이 유효하다고 사료됩니다.

I. 에이전트 경제와 블록체인

1. 이번 급락에서 시장이 가장 먼저 가격에 반영한 것

(1) 시장은 '법안 통과'보다, 협상 문구의 방향을 먼저 반영했다

이번 하락은 CLARITY Act 법안이 최종 통과됐기 때문에 발생한 것이 아니다. 상원 협상 과정에서 스테이블코인 보상에 대한, 워싱턴의 언어가 어느 쪽으로 기울고 있는지가 드러났기 때문이다.

1월 상원 은행위원회 초안만 놓고 보면, CLARITY Act의 관련 조항은 원칙적으로 "결제형 스테이블코인을 보유하는 것만으로 지급되는 이자·수익"을 제한하면서도, 거래·결제·전송·로열티 프로그램·플랫폼 이용·유동성 제공·생태계 참여와 연결된 activity-based reward는 예외로 열어 두는 구조였다. 다시 말해, 초기에 공개된 법안 문구는 "전면 금지"보다는 "보유형 보상 제한, 사용형 인센티브 허용"에 가까웠다.

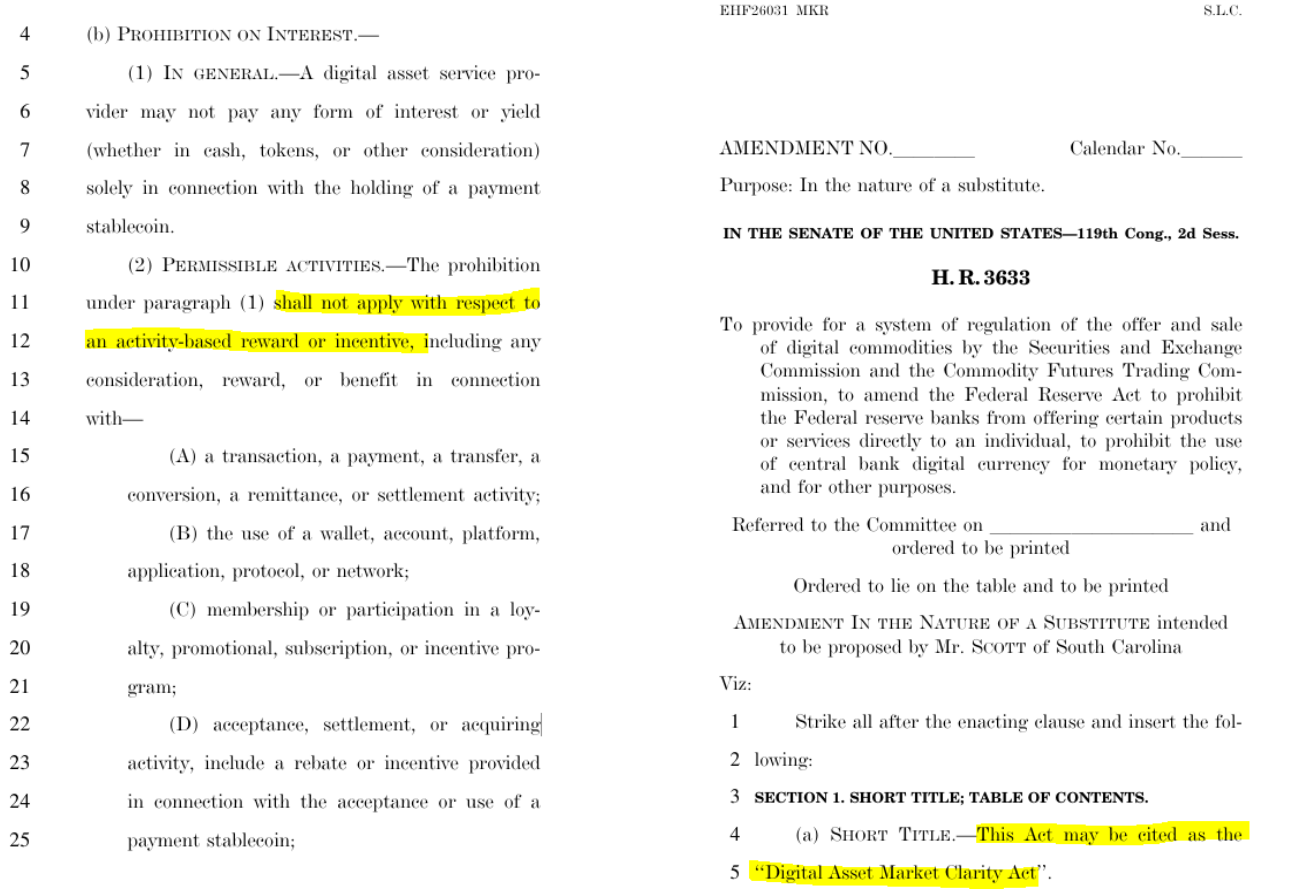
문제는 3월 들어 이번에 논의된 새 절충안이 이 경계를 더 좁히는 방향으로 해석됐다는 점이다. 주요 외신 보도를 종합하면, 새 합의안은 단순 보유 보상을 훨씬 더 강하게 제한하고, "무엇이 허용 가능한 활동형 인센티브인지도 헷갈리게 만드는" 방향으로 읽혔다. 시장이 불안해한 것은 바로 이 모호함이었다. 투자자는 가장 보수적인 해석을 먼저 가격에 반영하기 마련이다.

표 1. CLARITY Act의 '스테이블 코인 이자 지급'에 관한 해석 변화

핵심 쟁점	2026년 1월 공식안	2026년 3월 24일 절충안	시장이 '달라졌다'고 읽은 부분	COIN/CRCL에 왜 중요?
1) 원칙적으로 무엇을 막는가	스테이블코인을 그냥 보유하고 있다는 이유만으로, 예금 이자처럼 정기적인 보상을 주는 행위를 원칙적으로 막는 구조.	원칙 자체는 유지되지만, 금지 문구가 더 넓게 읽힐 수 있다는 우려. 단순 보유 보상뿐 아니라, 그와 실질적으로 비슷한 설계까지 같이 문제 삼을 수 있다는 해석.	1월에는 '보유 보상 금지'가 중심이었고, 3월에는 '보유를 유도하는 거의 모든 설계가 규제 대상이 될 수 있다'는 쪽으로 시장의 해석이 이동.	Coinbase의 USDC Rewards가 명목상 loyalty program이라 하더라도, 실제로는 잔고 유지와 USDC 체류를 유도하는 장치. 그래서 시장은 '형식보다 실질'이 문제될 수 있다고 본 것.
2) 어떤 보상은 예외로 열어두는가	1월 공식안은 거래·결제·송금, 지갑·플랫폼 사용, 로열티·프로모션, 구독, 유동성·담보 제공 등과 연결된 보상은 예외로 열어두는 인상이 비교적 강했음.	활동형 보상이 사라진 것은 아니지만, 무엇이 허용되고 무엇이 금지되는지 경계가 한층 흐려짐.	핵심 변화는 '예외가 존재하느냐'보다 '그 예외를 실제 사업자가 안심하고 쓸 수 있느냐'로 바뀜. 1월은 예외 목록이 비교적 분명했고, 3월은 예외가 남아 있어도 실무적으로 자신 있게 집행하기 어렵다는 쪽.	COIN은 보상 설계를 바꿔서 대응할 여지가 있지만, 규정이 모호하면 상품 운영 속도 자체가 떨어짐. CRCL은 직접 소비자에게 보상을 주지 않더라도, 파트너의 유통 인센티브가 약해지면 USDC 성장 속도가 둔화될 수 있음.
3) 문구가 얼마나 명확한가	1월 공식안은 허용되는 예외를 비교적 길게 적어 두었고, 제3자가 독립적으로 제공하는 보상까지 곧바로 금지 대상으로 보지 않는 완충 장치도 존재.	시장 평가는 '허용 범위가 좁고, 문구도 불명확하다'는 쪽에 가까움. 특히 합법적 활동 보상과 사실상 보유 보상의 경계가 애매해졌다는 반응.	1월은 '이 정도는 허용될 수 있다'는 읽을거리가 있었고, 3월은 '일단 조심해야 한다'는 메시지.	규제 리스크가 커질 때 주식시장은 먼저 '매출 감소'보다 '정책 불확실성 할인'을 가격에 반영. 이번 급락은 바로 그 할인율의 상승이 먼저 나타난 사례.

자료: 외신, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. "Digital Asset Market Clarity Act"라는 공식 명칭의 1월 상원 수정안 초안.
스테이블코인 보상 규제와 디지털 자산 시장 구조를 한 번에 다루는 법안.
"Prohibition on Interest" 조항이 핵심이지만, 실제 활동과 연결된 보상은 금지 대상에서 제외된다는 점이 강조됨.



(b) PROHIBITION ON INTEREST.—

(1) IN GENERAL.—A digital asset service provider may not pay any form of interest or yield (whether in cash, tokens, or other consideration) solely in connection with the holding of a payment stablecoin.

(2) PERMISSIBLE ACTIVITIES.—The prohibition under paragraph (1) shall not apply with respect to an activity-based reward or incentive, including any consideration, reward, or benefit in connection with—

(A) a transaction, a payment, a transfer, a conversion, a remittance, or settlement activity;

(B) the use of a wallet, account, platform, application, protocol, or network;

(C) membership or participation in a loyalty, promotional, subscription, or incentive program;

(D) acceptance, settlement, or acquiring activity, include a rebate or incentive provided in connection with the acceptance or use of a payment stablecoin;

EHF26031 MKR S.L.C.

AMENDMENT NO._____ Calendar No._____

Purpose: In the nature of a substitute.

IN THE SENATE OF THE UNITED STATES—119th Cong., 2d Sess.

H. R. 3633

To provide for a system of regulation of the offer and sale of digital commodities by the Securities and Exchange Commission and the Commodity Futures Trading Commission, to amend the Federal Reserve Act to prohibit the Federal reserve banks from offering certain products or services directly to an individual, to prohibit the use of central bank digital currency for monetary policy, and for other purposes.

Referred to the Committee on _____ and ordered to be printed

Ordered to lie on the table and to be printed

AMENDMENT IN THE NATURE OF A SUBSTITUTE intended to be proposed by Mr. SCOTT of South Carolina

Viz:

Strike all after the enacting clause and insert the following:

SECTION 1. SHORT TITLE; TABLE OF CONTENTS.

(a) SHORT TITLE.—This Act may be cited as the "Digital Asset Market Clarity Act".

자료: 미국 상원, 미래에셋증권 리서치센터

(2) 숫자로 보면, 이번 매도는 매우 선명했다

3월 24일 보도 기준으로 Circle은 장중 및 종가 기준으로 약 18~20% 급락했고, Coinbase도 약 9~10% 하락했다. 반면 같은 날 기사에서 인용된 비트코인은 7만달러 부근에서 변동성은 있었지만, 이번 이슈만으로 구조적 급락을 보였다고 보기는 어려웠다. 이더리움은 오히려 사태 이후 가격이 올랐다. 즉, 시장은 이 뉴스를 "크립토 자산 가격 이슈"로 보기보다 스테이블코인 비즈니스 모델 이슈로 받아들였다고 정리할 수 있다.

이 차이는 중요하다. 비트코인과 이더리움은 이번 뉴스에서 직접적으로 잘려 나가는 매출 항목이 없지만, Circle과 Coinbase는 그렇지 않다. 두 회사는 USDC가 커질수록 더 많은 경제적 가치를 흡수하는 구조를 이미 만들어 두었기 때문이다.

2. 왜 BTC·ETH보다 COIN과 CRCL이 더 크게 맞았는가

(1) Circle은 실적의 중심부가 USDC 준비금 수익이다

Circle의 2025년 실적을 보면, 총 매출 및 준비금 수익은 27.47억 달러였고, 그중 준비금 수익만 26.37억 달러였다. Q4 기준으로도 총 매출 및 준비금 수익 7.70억 달러 가운데 준비금 수익이 7.33억 달러였다. 즉, Circle의 이익 구조는 본질적으로 USDC 준비금이 얼마나 커지고, 그 준비금에서 얼마를 벌 수 있는가에 깊게 연결돼 있다.

다만 여기서 한 단계 더 들어가야 한다. Circle은 준비금 수익을 혼자 다 가져가는 구조가 아니다. 2025년 distribution, transaction and other costs는 16.62억 달러였고, "RLDC (Revenue Less Distribution Costs: 총 매출에서 유통·거래·기타 비용를 뺀 실질 매출)"는 10.83억 달러였다. 다시 말해 Circle은 USDC가 널리 퍼질수록 수익이 커지지만, 그 확장을 위해 유통 파트너와 상당한 경제적 몫을 나누는 구조이기도 하다. 참고로 Circle의 RLDC 마진은 2024~2025년 내내 약 39% 정도로 유지됐었다. 총 매출의 39%만 Circle이 실질적으로 가져간다는 뜻이다.

그림 2. Circle의 2025년 실적 하이라이트
Revenue and Reserve Income $2,747M (전년 대비 +64%), RLDC $1,083M (+64%) 기록.
RLDC Margin 39%로 안정적이며, 준비금 이익이 실적의 절대적 중심임을 알 수 있음.
Distribution Costs가 크다는 게 명확, 규제가 USDC 확장 속도를 늦추면 RLDC 성장도 둔화 가능.

Key Financial Results	Q4 2025	YoY Change	FY 2025	YoY Change
($ in millions unless noted otherwise)				
Total Revenue and Reserve Income	$770	77%	$2,747	64%
Revenue Less Distribution Costs[1]	$309	136%	$1,083	64%
RLDC Margin[2]	40%	1,004bps	39%	12bps
Net Income (loss) from Continuing Operations	$133	NM	($70)	NM
Net Income (loss) from Continuing Operations Margin[3]	17%	NM	(3%)	NM
Adjusted EBITDA[4]	$167	412%	$582	104%
Adjusted EBITDA Margin[4]	54%	NM	54%	NM

자료: 서클, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Circle – Coinbase USDC 수익 공유 계약 (Revenue Sharing Agreement)

USDC 위치	Coinbase가 가져가는 이자 수익 비율	설명
Coinbase 플랫폼 내	100%	코인베이스 앱·거래소 안에서 보유한 USDC
Coinbase 플랫폼 외	50%	다른 거래소·지갑·DeFi 등 모든 오프플랫폼 USDC

자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. Coinbase에게 실제 지급된 Distribution Costs (실제 금액)

연도	총 Distribution Costs	Coinbase 지급액
2024년	10.1억 달러	9.08억 달러 (약 90% 비중)
2025년	미공개 (전체)	대부분 (Q4에만 4.61억 달러)

자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

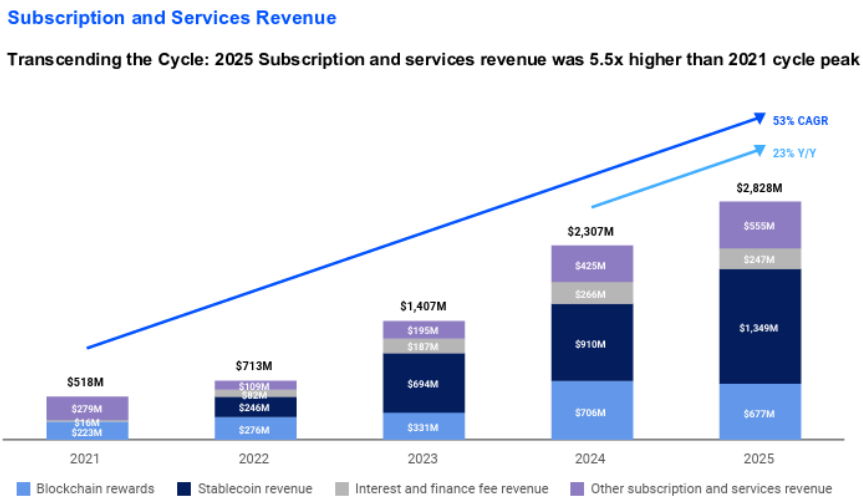
이런 구조에서는 규제가 준비금 수익 자체를 건드리지 않더라도, USDC 확장 속도를 늦추는 것만으로도 밸류에이션 멀티플이 훼손될 수 있다. 이번에 CRCL이 더 크게 맞은 이유가 여기에 있다. 시장은 단기 손익만 본 것이 아니라, 앞으로 USDC가 예금 대체재처럼 빠르게 불어날 수 있는지에 의문을 던지기 시작한 것이다.

(2) Coinbase는 거래소이지만, 동시에 USDC 확장의 큰 수혜자 중 하나

코인베이스는 2025년 한 해 동안 스테이블코인(주로 USDC) 사업으로 총 13억 4,900만 달러의 매출을 올렸다. 특히 4분기(Q4)에는 스테이블코인 매출이 3억 6,400만 달러였다. 그리고 4분기 평균 USDC 보유 규모는 다음과 같았다:

- 코인베이스 플랫폼 안(제품 내): 178억 달러
- 코인베이스 플랫폼 밖(오프플랫폼): 584억 달러

그림 3. Coinbase의 Subscription & Services Revenue는 2021년 대비 2025년 5.5배 폭증. 특히 Stablecoin revenue가 2025년 $1,349M으로 전체의 가장 큰 축(약 48%)을 차지하며, USDC가 구독·서비스 생태계의 핵심 엔진임을 시사.
Stablecoin revenue가 압도적 성장 동력이기에, "USDC를 앞세운 자산 축적 선순환 구조"가 숫자로 증명되는 부분. 이 성장세가 CLARITY Act 규제로 둔화될지 여부가 COIN 주가의 핵심 변수.



자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

그리고 이 4분기 매출 3억 6,400만 달러도 다음과 같이 나뉘어 발생했다:

- 플랫폼 안 USDC에서 1억 7,200만 달러
- 플랫폼 밖 USDC에서 1억 9,200만 달러

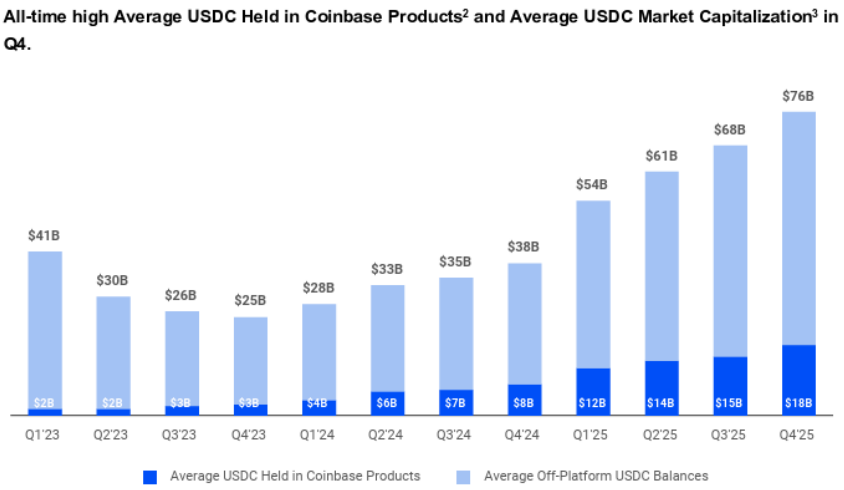
그림 4. Q4 2025에 Coinbase는 $192M의 Stablecoin revenue가 발생.
COIN은 USDC를 핵심 축으로 삼되 다변화된 플랫폼이라는 판단의 근거 자료.

USDC Balances & Revenue **Q4'25**

	Average Market Cap ($B)	Coinbase Stablecoin Revenue ($M)
USDC in Coinbase Products	18	172
Off-platform USDC	58	192
Total	**76**	**364**

자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 작년 Q4, Coinbase 제품 내 평균 USDC 보유가 $18B, 오프플랫폼 $58B으로 사상 최대
2025년 들어 급가속하며, USDC가 Coinbase 플랫폼 안팎에서 고객 자산 축적의 핵심이 됐음.
Off-platform 잔고가 제품 내 잔고의 3배 이상이라는 점은 Coinbase가 단순 거래소가 아니라 USDC 전체 네트워크의 수혜자라는 논리를 뒷받침.
이 잔고 규모가 Rewards 프로그램의 기반이며, 규제에서 "activity-based" 예외가 좁아지면 성장 속도가 직접 타격받을 수 있음.



자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

이 숫자가 의미하는 바는 분명하다. Coinbase는 단순히 자기 앱 안에서만 돈을 버는 회사가 아니다. USDC 전체 네트워크가 커질 때 얻는 경제적 이익을 상당 부분 흡수하는 구조를 갖고 있다. 그래서 USDC Rewards는 고객에게 몇 퍼센트 보상을 주는 마케팅 이벤트가 아닌 것이다. 본질적으로는, 고객이 현금을 USDC로 옮기고, 그 잔고가 다시 결제·거래·Base(자체적으로 만든 이더리움 L2 체인)·기업 서비스로 이어지도록 만드는 "엔진"에 가까웠다. 이 때문에 Coinbase의 이번 하락은 스테이블코인을 앞세운 고객 유입과 자산 축적 구조가 예상보다 덜 빠르게 굴러갈 수 있다는 시장의 우려가 반영된 것이다.

그림 6. Coinbase가 제시한 자산 축적 선순환 구조.
중앙에 USDC가 핵심 역할을 하며, "USDC를 앞세운 고객 잔고 증가 엔진"의 시각화.
이 플라이휠이 제대로 돌아가려면 USDC Rewards 같은 인센티브가 필수적.
CLARITY Act가 activity-based reward를 허용하면 플라이휠은 계속 가속되지만,
보유형 보상이 강하게 제한되면 속도가 둔화될 수 있음.

자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

물론, Circle은 수익 구조가 USDC 준비금과 그 확장 속도에 훨씬 직접적으로 묶여 있지만, Coinbase는 사정이 좀 다르긴 하다. 스테이블코인 매출 비중이 이미 커지긴 했어도, 여전히 거래, 파생, 구독, 스테이킹, Base, 기관 서비스, 기업용 인프라 등 방어막이 더 많기 때문이다. 즉, COIN은 이익 민감도보다, 성장 구조와 멀티플에 대한 부담이 더 크다고 볼 수 있다.

3. 단순화하면 안되는 것: 규제가 겨눈 것은 USDC 자체가 아니다

(1) 쟁점은 'USDC 금지'가 아니라, '가만히 들고만 있어도 주는 보상'의 경계

이 부분을 분리해서 보지 않으면 해석이 지나치게 거칠어진다. 현재까지 확인되는 사실관계상, 이번 논쟁의 중심은 payment 스테이블코인 그 자체를 금지하느냐가 아니다. 핵심은 “은행 예금처럼 보이는 스테이블코인의 보상 구조를 어디까지 허용할 것인가”다.

1월의 상원 초안은 "보유만으로 지급되는 이자·수익은 금지"하되, "거래·결제·송금·플랫폼 사용·로열티 프로그램·유동성 제공·생태계 참여와 연결된 보상은 예외"로 열어 둔 바 있다. 그런데 3월 새 절충안은 이 예외 범위를 더 좁게 보이도록 만들었고, 전통 은행권(TradFi)은 여전히 그것만으로도 충분히 강하지 않다고 보고 있다. 즉, 시장이 지금 고민하는 것은 “USDC가 사라지느냐”가 아니라, USDC를 빠르게 퍼뜨릴 때 쓰던 가장 강한 유인책이 어디까지 살아남을 수 있느냐다.

(2) 은행이 이 문제에 예민한 이유는 의외로 단순

TradFi는 스테이블코인 rewards가 본인들의 예금 유출을 촉진할 수 있다고 본다. Standard Chartered는 2028년 말까지 약 5,000억 달러의 예금이 은행권에서 스테이블코인으로 이동할 수 있다고 추정했다. 물론, 이 수치가 과장되었을 수 있다고 비판도 받지만, 은행들이 왜 이 사안을 예민하게 보는지는 알 수 있다. 결국 은행의 핵심 우려는 규제를 덜 받는 새로운 디지털 달러가 예금과 유사한 기능을 하면서 더 높은 보상까지 제공하면 자금이 이동할 수 있다는 공포다.

이 논리에는 과장이 섞여 있을 수 있지만, 정치적으로는 힘을 발휘한다. 특히 CLARITY Act가 통과되려면 민주당 표가 필요한 상황에서, 은행권의 반대는 법안 문구를 더 보수적으로 만들 유인이 충분하다.

(3) 반대로 Coinbase와 Circle 입장은?

Coinbase는 자사 문서에서, USDC Rewards를 “Coinbase가 재원을 대는 로열티 프로그램”으로 설명하고 있다. 또 고객의 USDC를 (은행들이 예금을 쓰는 방식처럼) 사용자의 지시 없이 사용하거나 대출하지 않는다고 명시하고 있다. 또한 USDC 잔고는 예금 계좌가 아니며 FDIC·SIPC 보호 대상도 아니라고 분명히 말하고 있다. 즉, 이들이 강조하는 포인트는 “이건 예금 상품이 아니라, 플랫폼에서 USDC를 더 많이 쓰게 하려는 인센티브”에 불과하다는 것이다.

Circle 역시 논리 구조는 유사하다. Circle이 원하는 것은 USDC를 단순 저축 수단이 아니라, 실제 결제·정산·Treasury·온체인 금융 인프라 등으로 폭넓게 쓰이게 한다는 것이다. 실제로 회사는 Visa, Intuit, Polymarket 등과의 협업을 확대하고 있고, USDC 온체인 거래량과 기업 도입도 빠르게 늘고 있다. 이런 문맥에서 보면, 양 회사가 이번 규제에서 방어하려는 것은 단순한 ‘이자’가 아니라, 스테이블코인을 사람들이 실제로 쓰게 만드는 전체적인 유통 시스템이라고 보는 게 맞다.

** Treasury = 회사가 보유하고 있는 현금(또는 현금성 자산)을 효율적으로 관리하는 일. 예를 들어, 급여 지급, 공급사 결제, 해외 송금, 여유 자금 보관 등이 있음. 즉, USDC를 기업들의 ‘디지털 금고’처럼 쓰이게 하겠다는 포부. 기업들이 USDC를 Treasury 용도로 쓰게 하는 것이 Circle이 공들이는 분야 중 하나.*

다시 말해, 시장 혼란이 생기는 이유는 이 크립토 업계의 USDC rewards가 "포장된 보상"인지 "진짜 용처가 있는 보상"의 경계가 모호하기 때문이다. CLARITY Act 최종 문구에서 이 선이 어떻게 그어지느냐가 COIN·CRCL 주가에 가장 큰 변수가 될 수 있다.

표 4. TradFi가 싫어하는 스테이블코인 우회 보상 구조

우회 구조	설명	사용자에게 주는 효과	TradFi(은행) 측 비판
Coinbase USDC Rewards 프로그램	Circle이 준비금(국채) 이자 수익 일부를 Coinbase와 매출 공유 → Coinbase가 사용자에게 USDC Rewards 지급	그냥 USDC를 Coinbase에 들고 있기만 해도 연간 약 4% 보상	이름은 로열티 프로그램이지만, 보유만으로 이자 주는 예금과 경제적으로 동일
제3자·플랫폼 간접 지급	Circle이 직접 이자를 주지 않고 Coinbase·Binance·DeFi 프로토콜 등 파트너에게 돈을 주면, 파트너가 "활동 기반 리워드"로 포장해 사용자에게 돌려줌	보유한 상태로, 최소의 활동만 해도 보상 수령	GENIUS Act에서 발행사 직접 이자 금지는 피했지만, 우회로가 바져버린 구조
자동 스위프·DeFi 연동 구조	사용자의 유휴 USDC를 자동으로 tokenized MMF나 DeFi 풀에 넣어 yield 발생 → 수익을 사용자에게 돌려줌	가만히 있어도 유동성 제공 보상 형태로 돈이 불어남	보유 보상이 아니라 유동성 제공이라고 주장하지만, 실질적으로는 다른 이름의 이자

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 크립토 업계가 강조하는 스테이블코인의 '진짜 용처' (Activity-based)

용처	설명	주요 예시	activity-based적인 특징
결제·송금	실제 돈을 움직이는 실생활 결제와 국제 송금 용도	Visa, PayPal, 기업 간 국제 송금	실제 거래·송금이 발생해야 USDC가 사용됨 (온체인 거래량 대부분)
기업 Treasury	기업의 일상적인 현금 관리·정산 업무	급여 지급, 공급사 결제, 해외 정산	기업이 실제로 돈을 쓰고 관리할 때 USDC를 활용 (Circle이 가장 공들이는 분야)
거래소 트레이딩 페어	암호화폐 매매할 때의 일종의 기축통화 역할	매매 시 현금 잔액을 USDC로 보유하는 것	거래 활동이 있어야 USDC가 필요해짐
DeFi 담보·유동성 제공	DeFi 생태계에서 실제 활동을 해야 보상이 발생하는 구조	대출, 스왑, 유동성 공급	"가만히 들고 있기"가 아니라 실제 DeFi 활동을 해야 yield 발생

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 양측 입장 쉽게 정리

측면	은행(TradFi) 측 비판	Coinbase·Circle 측 주장
본질 인식	"야, 니네 그거 그냥 단순 보유 이자잖아. 말만 로열티·활동 기반이라고 포장한 거지."	"아니요. 단순 보유가 아니라 실제 사용·활동에 따른 보상입니다."
주요 논리	USDC를 그냥 들고 있기만 해도 4~5% 보상이 나옴. 경제적으로 은행 예금과 똑같은 효과	USDC Rewards는 Coinbase가 자체 재원으로 운영하는 로열티 프로그램. 고객이 USDC를 실제로 거래·결제·DeFi·플랫폼 이용할 때 유도하는 인센티브라는 것. 고객 자산을 은행처럼 임의로 대출하거나 투자하지 않음
왜 이렇게 주장하나	스테이블코인이 규제 없이 예금 역할을 하면 자신들의 예금이 빠져나갈까 봐 두려움 (수조 달러 규모 이동 우려)	USDC를 저축 수단이 아닌 실생활 결제·기업 자금 관리·온체인 인프라로 키우려는 전략. 보유만으로 돈을 주면 규제에 걸리지만, 사용을 유도하는 보상은 허용돼야 한다고 봄

자료: 미래에셋증권 리서치센터

(4) 그래서 투자자가 봐야 할 핵심은 '즉시 손익 훼손'보다 '성장 속도 둔화'

여기서 시장이 다소 과하게 단순화한 지점이 있다. 시장은 "법안이 나오면 USDC 보상이 아예 막혀서 Circle·Coinbase 사업이 큰 타격을 받는다!" 정도로만 생각했다. 그런데, 만약 최종 법안이 단순 보유 보상만 제한하고, 결제·거래·상거래·플랫폼 사용과 연결된 인센티브를 일정 부분 허용하는 방식으로 나온다면 얘기가 달라진다. 이 경우 사업 모델 자체가 무너지는 건 아니다. 그냥 USDC가 이전처럼 엄청 빠르게 퍼져나가는 속도가 조금 느려질 뿐이다.

오히려 Circle의 경우에는 distribution cost 구조가 워낙 크기 때문에, 일부 보상 장치가 축소될 경우 단기적으로 비용 부담이 줄어드는 역설도 가능하다. Circle이 유통 파트너에게 덜 나눠줘도 되는 상황이 생긴다는 말이다. 물론 이것만으로 긍정적이라고 말할 수는 없다. 시장은 비용 절감보다 USDC 잔고 증가율과 유통 확장 속도 둔화를 훨씬 중시 여길 것이기 때문이다. 따라서 이번 사안을 읽는 핵심 프레임은, "이번 규제 이슈의 본질이 USDC가 커지는 속도를 낮출 수 있는 뉴스"라는 점이다. 이는 COIN과 CRCL의 주가가 같은 방향으로 움직였지만, 충격의 강도는 왜 차이가 있었는지를 설명해 준다.

표 7. 이번 법안 유권해석에 따른 COIN(코인베이스)의 실적 민감도

시나리오	스테이블 코인 관련 매출 감소율	매출 감소액 (백만 달러)	EBITDA 유출율	EBITDA 감소액 (백만 달러)	총매출 영향	비고
완화	5.0%	$67.4	50.0%	$33.7	0.9%	활동형 보상 예외가 상당 부분 유지되는 경우
기준	15.0%	$202.3	60.0%	$121.4	2.8%	리워드 설계는 유지되지만 성장률이 둔화되는 경우
악화	30.0%	$404.6	70.0%	$283.2	5.6%	잔고 유치 장치가 약해지며 플랫폼 체류율이 낮아지는 경우
최악	50.0%	$674.4	80.0%	$539.5	9.4%	보상 구조 재설계가 불가피해져 유통 확대 속도가 크게 둔화되는 경우

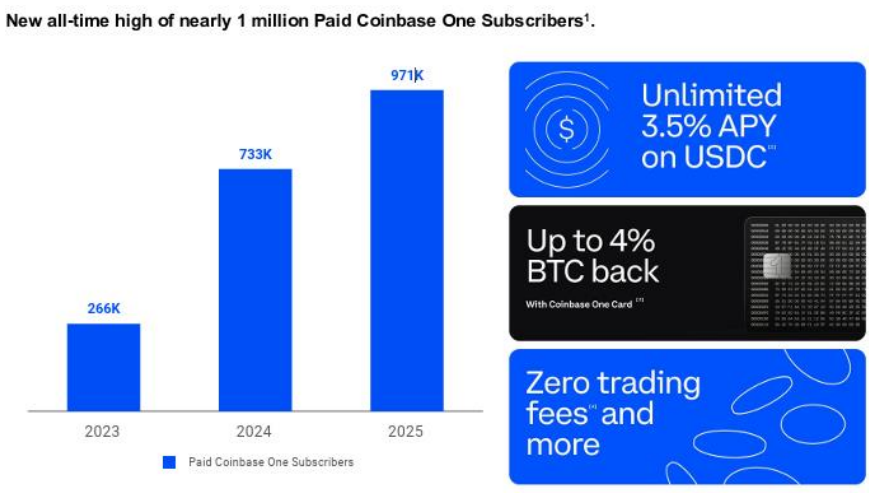
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 이번 법안 유권해석에 따른 CRCL(서클)의 실적 민감도

시나리오	RLDC 감소율	RLDC 감소액 (백만 달러)	EBITDA 유출율	EBITDA 감소액 (백만 달러)	EBITDA 영향률	비고
완화	5.0%	$54.2	60.0%	$32.5	5.6%	리워드 규제가 명확해지며 RLDC 훼손이 경미한 경우
기준	15.0%	$162.5	70.0%	$113.7	19.5%	USDC 유통 인센티브가 다소 약해져 RLDC가 둔화되는 경우
악화	30.0%	$324.9	80.0%	$259.9	44.6%	배포 인센티브 구조가 재조정되며 RLDC가 압박받는 경우
최악	50.0%	$541.5	90.0%	$487.4	83.7%	잔고 성장률과 파트너 인센티브가 동시에 흔들리는 경우

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 2025년 말 Coinbase One 유료 구독자가 97.1만 명으로 사상 최대를 경신
Unlimited 3.5% APY on USDC, Zero trading fees 등 혜택이 명시되어 있어
USDC Rewards가 구독 상품과 결합된 activity-based 인센티브임을 강조하는 것.



자료: 코인베이스, 미래에셋증권 리서치센터

4. 중장기 시나리오 분석

(1) 시나리오 구분

현재 확인된 정치·규제·사업 구조를 함께 넣어 확률을 다시 계산해 볼 필요가 있다. 필자는 네 가지 케이스로 나누어보았고, 확률 산정의 기준은 다음과 같이 꼽아봤다.

- 1월 공개 초안에는 활동형 보상 예외가 이미 들어 있었다는 점:
"그냥 USDC를 들고 있기만 해도 주는 보상"은 제한하지만, 실제로 거래·결제·로열티·플랫폼 사용 등 활동(사용)할 때 주는 인센티브는 예외로 허용한다고 명시돼 있었다.

- 3월 절충안은 그 예외 범위를 더 좁히는 방향으로 해석됐다는 점:
활동형 보상(사용할 때 주는 리워드)을 허용하는 범위를 이전보다 더 빡빡하고 엄격하게 줄였다고 시장이 받아들였다.

- 법안이 통과되려면 은행권의 우려와 민주당 표를 무시할 수 없다는 점:
은행들이 "스테이블코인이 우리 예금을 빼앗아간다"고 강하게 반대하고 있고, 법안을 실제로 통과시키기 위해서는 민주당 의원들의 찬성 표가 필요하다.

- 행정부(정부)와 크립토 업계는 올해 안에 법안을 빠르게 통과시키고 싶어 한다는 점:
정치적으로 어려워도, 정부와 크립토 업계 모두 규제 불확실성을 빨리 끝내고 싶다는 강한 의지가 있다.

표 9. CLARITY Act 시나리오별 전망

시나리오	확률	핵심 내용
A. 좁은 금지, 넓은 예외	20%	단순 보유 보상은 막되, 결제·거래·로열티·플랫폼 사용 인센티브는 비교적 명확하게 허용
B. 절충 통과, 예외는 남지만 좁고 해석이 보수적	40%	보유형 보상은 사실상 봉쇄. 활동형 인센티브는 남지만 범위가 좁고 집행 해석이 엄격
C. 광범위 차단	25%	직접 보상뿐 아니라 우회 구조까지 폭넓게 겨냥. 사용 촉진 인센티브도 상당 부분 위축
D. 연내 지연 또는 표류	15%	법안 합의가 늦어지고 문구 확정이 지연. 불확실성은 남지만 당장 규제 충격은 유예

자료: 미래에셋증권 리서치센터

A. 좁은 금지, 넓은 예외

상원 최종 문구가 "그냥 USDC를 들고 있기만 해도 주는 보상"만 명확히 막고, 실제 결제·거래·플랫폼 이용과 연결된 보상은 상당 부분 허용하는 시나리오다. 이렇게 되면 Coinbase는 USDC Rewards를 단순 예치형 보상에서 벗어나, 사용 연동형 리워드나 Coinbase One 혜택 등으로 재설계할 수 있다. Circle 역시 USDC 확장 속도가 완전히 꺾이기보다는 유통 방식만 조금 바꾸는 수준에서 충분히 적응할 가능성이 크다.

B. 절충 통과, 예외는 남지만 좁고 해석이 보수적

현재 가장 가능성 높게 보는 시나리오다. 정치적으로도 가장 현실적이다. 은행권 우려를 완전히 무시할 수 없고, 업계 요구를 너무 많이 반영하면 법안 통과 동력이 떨어질 수 있기 때문이다. 결과적으로 '보유형 보상 금지 + 사용형 인센티브는 제한적으로 허용'하는 형태로 정리될 가능성이 크다.

C. 광범위 차단

새 합의안 문구가 더 강경해지고, 감독당국이 이를 넓게 해석하는 경우다. 단순 보유 보상 뿐 아니라, "예금 유치와 비슷한 효과를 내는 우회 구조"까지 폭넓게 금지하는 방향이다. 이 경우 Coinbase는 USDC를 활용한 고객 유입 구조를 크게 수정해야 하고, Circle은 준비금 수익보다 USDC 증가율 둔화에서 더 큰 압박을 받을 수 있다.

D. 연내 지연 또는 표류

정치 일정과 다른 법안 우선순위를 고려하면, 완전한 합의가 늦어질 가능성도 충분히 있다. 여름 이전에 진전이 없으면 중간선거 때문에 통과 창구가 더 좁아질 수 있기 때문이다. 이 경우 시장은 일단 안도 랠리를 할 수 있지만, 그게 본질적인 해결은 아니다.

(2) COIN과 CRCL에 대한 밸류에이션

CRCL은 'USDC 경제'의 순수 플레이어고, COIN은 USDC를 핵심 축으로 삼되 그 위에 거래·Base·기관 서비스 등 다변화된 플랫폼이다. 규제가 강하게 부정적으로 흐를수록 CRCL의 변동성이 당연히 훨씬 크다.

반대로 규제 문구가 덜 강경하게 정리되면 CRCL의 반등 폭도 더 클 수 있다. COIN은 위아래 변동이 상대적으로 완만하지만, 시장이 이제 “단기 이익”보다 “중장기 성장 구조”를 더 중요하게 본다는 점을 기억해야 한다. 물론 방어력이 높다고 해서 이번 이슈를 가볍게 볼 수는 없다. 스테이블코인 매출이 이미 상당한 규모로 커졌기 때문이다.

현재 상황을 종합하면, 가장 가능성 높은 시나리오(절충 통과, 예외는 남지만 좁음)가 40%로 가장 높게 보이기 때문에 사업 모델 자체가 무너지는 극단적 상황은 아니라고 사료된다. 밸류에이션 관점에서 보면, COIN은 규제 불확실성 속에서도 다변화된 사업 구조가 상대적으로 안정적인 downside를 제공한다고 풀이된다. 그리고 CRCL은 현재 국면에서 상대적으로는 upside가 제한적이지만, 상향 시나리오에서 반등 여력은 있다. 반대로 하향 시나리오에서는 변동성이 매우 크다는 것을 유념해야 한다.

따라서 상원 은행위원회 마크업(다음 2주 내 예상)에서 “activity-based reward 예외” 문구가 1월 초안 수준으로 유지되거나 완화되는 흐름이 나오는지를 가장 주의 깊게 살펴봐야 한다. 이 부분이 긍정적으로 정리되면 COIN은 안정적 회복, CRCL은 탄력적인 반등이 기대된다. 반대로 광범위 차단 시나리오로 귀결되면 CRCL의 추가 하락 폭이 COIN보다 훨씬 클 수 있으므로, 포지션을 관리하는 것이 리스크를 줄이는 실질적 전략으로 보인다.

표 10. COIN 현재 밸류에이션

항목 구분	수치
유통 주식수 (백만 주)	264.1
시가총액 (백만 달러)	$47,809.0
순현금 (백만 달러)	$3,740.0
기업가치 (백만 달러)	$44,069.0
FY2025 매출 (백만 달러)	$7,181.3
FY2025 조정 EBITDA (백만 달러)	$2,808.5
현재 EV / Sales	6.1x
현재 PER	40.7x

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 11. CRCL 현재 밸류에이션

항목 구분	수치
유통 주식수 (백만 주)	242
시가총액 (백만 달러)	$24,495.28
순현금 (백만 달러)	1,470.0
기업가치 (백만 달러)	$23,025.3
FY2025 매출 및 준비금 수익 (백만 달러)	$2,747.0
FY2025 RLDC (백만 달러)	$1,083.0
FY2025 조정 EBITDA (백만 달러)	$582.2
현재 EV / Sales	$8.4
현재 EV / RLDC	$21.3
현재 PER	39.5x

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. COIN 밸류에이션 (기준 지표: EV/Sales)

시나리오	확률	2026E 매출 (백만 달러)	목표 EV/Sales	내재 기업가치 (백만 달러)	순현금 (백만 달러)	내재 시가총액 (백만 달러)	내재 주가	멀티플 판단
상향	30%	$8,400.0	8.0x	$67,200.0	$3,740.0	$70,940.0	$268.63	이번 규제 사태가 정리되고, TradFi의 토큰화 유입 및 에이전트 경제로서의 Base 채널이 함께 재평가되는 경우
베이스	50%	$7,940.0	6.5x	$51,610.0	$3,740.0	$55,350.0	$209.60	리테일 Rewards 할인은 남지만 구조적 USDC 사용 증가가 이를 상당 부분 상쇄
하향	20%	$7,350.0	5.0x	$36,750.0	$3,740.0	$40,490.0	$153.32	규제가 길어지고 on-platform 잔고 성장 둔화까지 엿보는 보수적 구간
내재 주가를 통한 가중평균 가격								$216.05
3월 24일 종가								$181.04
현재가 대비								19%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 13. CRCL 밸류에이션 (기준 지표: EV / RLDC)

시나리오	확률	2026E RLDC (백만 달러)	목표 EV/RLDC	내재 기업가치 (백만 달러)	순현금 (백만 달러)	내재 시가총액 (백만 달러)	내재 주가	멀티플 판단
상향	25%	$1,380.0	24.0x	$33,120.0	$1,470.0	$34,590.0	$142.86	제도권 토큰화 확장 속에 이번 규제 문구까지 정리되는 회복 구간
베이스	50%	$1,224.0	20.0x	$24,480.0	$1,470.0	$25,950.0	$107.18	리테일 마케팅 규제와 기관 사용 확대가 동시에 존재하는 가장 현실적인 경로
하향	25%	$1,040.0	15.0x	$15,600.0	$1,470.0	$17,070.0	$70.50	USDC의 유통 인센티브가 약화되어 RLDC 성장률과 목표 멀티플을 함께 누르는 보수적 구간
내재 주가를 통한 가중평균 가격								$106.93
3월 24일 종가								$101.17
현재가 대비								6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.