

Digital Asset Weekly

스테이블 코인 성장, 美 단기국채의 새로운 구조적 수요처

Digital Asset Weekly

[디지털 자산] 양현경 2122-9213 beeb2724@imfnsec.com

Check Point

- 미 재정 부담이 디베이스먼트 트레이드 자극하는 가운데 달러 스테이블코인의 미 국채 수요 확대 내러티브 재차 확산
- 스테이블코인 발행사 2028년 현재 T-bill 잔액의 7~12%에 해당하는 보유 주체로 성장할 가능성 존재. 단, 2028년 스테이블 코인 시가총액이 1.2조~2.0조 달러로 성장하기 위해서는 가상자산 시장 회복뿐만 아니라 스테이블 코인 송금, RWA 시장, Agent-to-Agent 기반 결제 시장 성장 필요

디베이스먼트 우려 속 부상하는 스테이블코인, 美 국채 연결고리

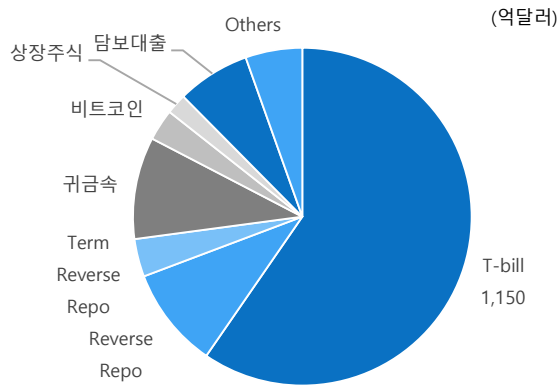
최근 美 재무부의 장기국채 바이백 확대를 계기로 시장에서는 미국의 재정 부담과 달러 가치에 대한 우려가 다시 부각되고 있다. 美 재무부는 장기금리 급등에 대응해 10~30년물 국채 바이백 규모를 회당 최소 40억달러로 기존 대비 두 배 확대했다. 시장에서는 이를 장기금리 상승을 억제하기 위한 정책 개입으로 해석하면서 달러 약세와 함께 금·비트코인 등 실물자산 및 대체자산으로 자금이 이동하는 이른바 '디베이스먼트 트레이드'가 재차 부각됐다.

다만 미국의 재정 부담이 확대되는 상황에서 정책의 또 다른 축으로 주목할 필요가 있는 것은 스테이블코인이다. 베센트 재무장관은 스테이블코인 확산이 달러의 기축통화 지위를 강화하고 미국 국채에 대한 수요를 확대할 수 있다는 입장을 지속적으로 강조하고 있다. 미 재무부 산하 TBAC 역시 스테이블코인 시장이 2028년 약 2조달러까지 성장할 수 있다는 외부 전망을 검토하며 국채 수요에 미칠 영향을 논의한 바 있다. 즉 한편에서는 재정적자 확대와 바이백이 달러 가치 희석 우려를 자극하고 있지만, 다른 한편에서는 달러 스테이블코인을 통해 글로벌 달러 수요를 확대하고 이를 다시 미 국채 수요로 환류시키는 내러티브가 강화되고 있다.

스테이블코인 성장, 美 단기국채의 새로운 구조적 수요처

달러 스테이블코인은 발행액에 상응하는 준비자산을 보유해야 하며, 주요 발행사는 준비자산 상당 부분을 T-bill과 국채담보 Repo로 운용한다. 따라서 스테이블코인 시장이 성장할수록 준비자산 증가가 자연스럽게 미국 단기국채 수요 확대로 연결되는 구조다. 특히 환매에 대응하기 위해 높은 유동성과 원금 안정성이 요구되는 만큼 장기국채보다 T-bill 중심의 수요가 확대될 가능성이 높다. GENIUS Act를 비롯한 규제가 준비자산의 안전성과 유동성을 강조할수록 이러한 흐름은 더욱 강화될 수 있다. 현재 Tether와 Circle은 이미 미국 단기국채 시장의 의미 있는 수요처다. 현재 Tether는 T-bill 1,150억달러, Circle은 132억달러를 직접 보유하고 있어 두 회사의 T-bill 보유 규모만 약 1,282억달러에 달한다. Reverse Repo와 Term Reverse Repo까지 포함하면 美 국채시장과 직·간접적으로 연계된 자산은 약 2,034억달러다.

Tether 담보자산 구성



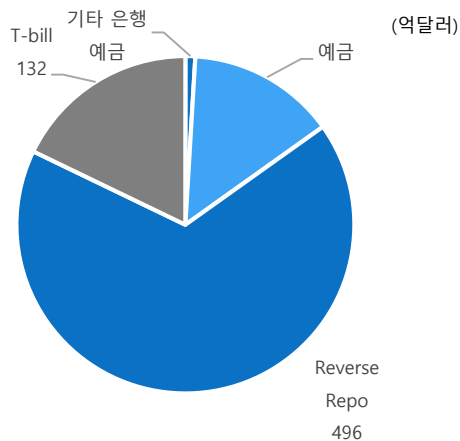
자료: Tether, iM증권 리서치본부

Tether 담보자산 금액 및 비중

자산 구분	금액(억달러)	총자산 비중
T-bill	1,150억달러	61.2%
Reverse Repo	186 억달러	9.9%
Term Reverse Repo	70억달러	3.7%
귀금속	188억달러	10.0%
비트코인	58억달러	3.1%
상장주식	38억달러	2.0%
담보대출	135억달러	7.2%
Others	105억달러	2.8%
합계	1,930억달러	100%

자료: Tether, iM증권 리서치본부

Circle 담보자산 구성



자료: Circle, iM증권 리서치본부

Circle 담보 자산 금액 및 비중

자산 구분	금액	총자산 비중
기타 은행 예금	7억달러	0.9%
예금	105억달러	14.2%
Reverse Repo	496억달러	67.0%
T-bill	132억달러	17.8%
합계	740억달러	100%

자료: Circle, iM증권 리서치본부

Tether와 서클의 미 국채 보유 자산 비중: T-bill을 포함한 Repo까지 고려했을 때 국채 연계 자산 2,034억달러 보유

구분	테더	서클	합계
T-bill 직접 보유 ①	1,150 억 달러	132 억 달러	1,282 억 달러
Reverse Repo ②	186 억 달러	496 억 달러	682 억 달러
Term Reverse Repo ③	70 억 달러	-	70 억 달러
Repo 연계 자산 (②+③)	256 억 달러	496 억 달러	752 억 달러
직·간접 국채 연계 자산 (①+②+③)	1,406 억 달러	628 억 달러	2,034 억 달러

자료: 각사, iM증권 리서치본부

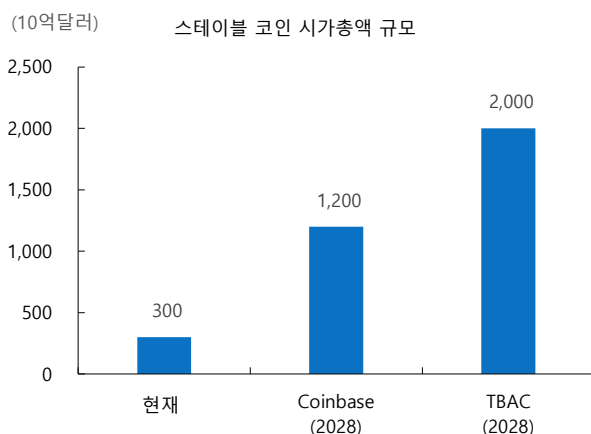
향후 스테이블코인 시장이 주요 기관들의 전망치대로 성장한다면 미 단기채 수요 규모는 크게 증가할 수 있다. 현재 약 3,000억달러인 스테이블코인 시가총액이 Coinbase가 제시한 2028년 1.2조달러까지 성장하고 현재 T-bill 직접 보유 비중인 약 42.7%가 유지된다면 2028년 T-bill 보유 규모는 약 5,130억달러에 달할 것으로 전망된다. 즉, 현재 대비 3,840억달러 증가할 것으로 추정된다. Repo를 포함한 美 국채 연계액은 2028년 약 8,140억달러까지 확대될 수 있다.

TBAC는 2028년 스테이블 코인 시가총액을 2조달러까지 성장할 것으로 전망한 바 있다. Coinbase보다 공격적인 시나리오이지만 TBAC 전망 기준으로 T-bill 직접 보유 규모가 약 8,550억달러로 증가하며, 현재 대비 약 7,260억달러의 추가 수요가 발생할 수 있을 것으로 전망한다. 현재 시장성 T-bill 잔액이 약 7조달러라는 점을 감안하면 상당한 규모다. 스테이블코인 발행사가 안정적인 단기채 매수 주체로 성장한다면 재무부는 장기채 발행 부담의 일부를 단기채로 분산할 수 있는 추가적인 수요 기반을 확보하게 된다.

다만 2조달러 성장은 전제가 필요한 시나리오다. 최근 가상자산 가격이 부진한 가운데 스테이블코인 시가총액 역시 성장 속도가 둔화되고 있어, 가상자산 거래 수요만으로 2028년 1.2~2조달러 시장을 달성하기에는 한계가 있다. 향후 결제·송금, RWA 토큰화, 기관 금융시장 등 비(非)가상자산 영역으로 사용처가 얼마나 빠르게 확산되는지가 핵심 변수가 될 전망이다. 실제 TBAC도 스테이블코인 증가분이 MMF에서 이동할 경우 T-bill 순수요 증가 효과가 제한적일 수 있는 반면, 새로운 자금이 유입될 경우 국채 수요 확대 효과가 커진다고 지적했다.

결국 美 정부 입장에서 스테이블코인의 전략적 가치는 가상자산 산업 육성을 넘어선다. 달러 스테이블코인 성장 → 준비자산 증가 → T-bill 수요 확대라는 구조가 형성될 경우 미국은 글로벌 달러 사용을 확대하는 동시에 국채의 새로운 구조적 투자자 기반을 확보할 수 있다. 재정적자와 국채 공급 부담이 장기화되는 환경에서 스테이블코인 성장 속도는 향후 미국 단기국채 수급을 판단하는 변수로도 중요도가 높아질 것으로 판단한다.

2028년 스테이블 코인 시가총액 전망치(Coinbase, TBAC 기준)



자료: Coinbase, TBAC, iM증권 리서치본부

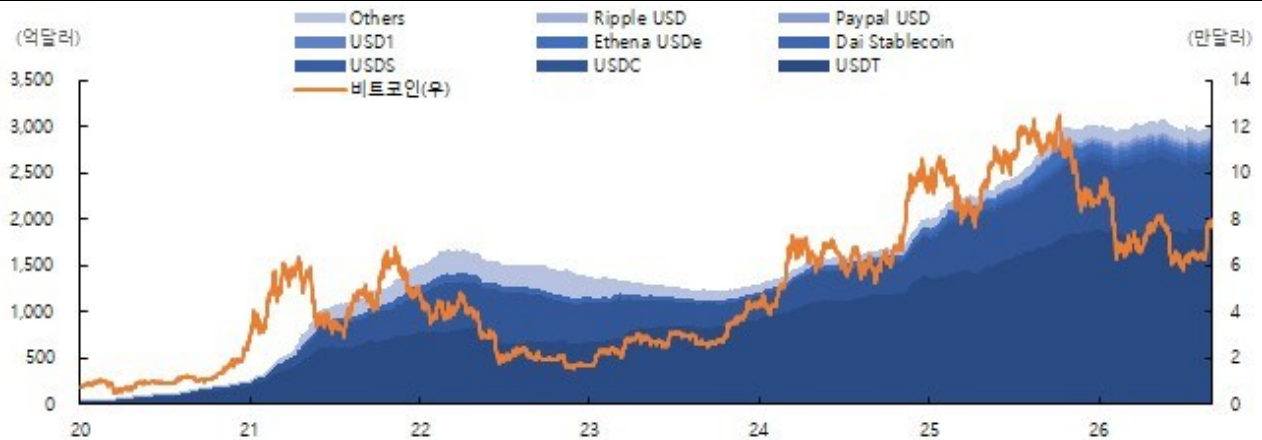
스테이블코인 성장 시 미 국채 수요 전망

구분	항목	Coinbase 기준	TBAC 기준
시장 전망	스테이블코인 규모('28년)	1.2 조 달러	2.0 조 달러
	현재 대비 증가액	+9,000 억 달러	+1.7 조 달러
2028년 예상 잔액	T-bill 직접 보유액	약 5,130 억 달러	약 8,550 억 달러
	Repo 포함 국채시장 연계액	약 8,140 억 달러	약 1.36 조 달러
현재 대비 증가	T-bill 직접 매수	약 3,840 억 달러	약 7,260 억 달러
	Repo 자금공급	약 2,260 억 달러	약 4,260 억 달러
	전체 국채 연계 수요 증가	약 6,100 억 달러	약 1.15 조 달러

자료: iM증권 리서치본부

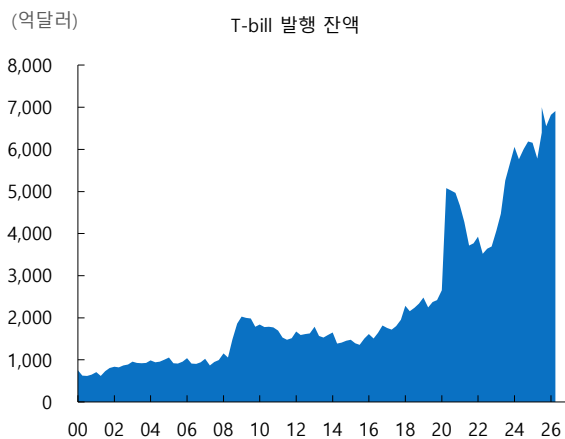
주) 현재 전체 스테이블코인 시가총액 3,000억 달러 대비 테더·서클 T-bill 보유액 비중 42.7%, Repo 포함 국채 연계액 비중 67.8%가 유지된다고 가정

가상자산 약세로 스테이블코인 시장은 3,000억 달러 안팎에서 정체. 2028년 1.2조~2.0조 달러 성장을 위해서는 가상자산 시장 회복뿐만 아니라 결제, 송금, RWA 시장 성장 필요



자료: RWA.xyz, iM증권 리서치본부

미국 정부부채 약 40조 달러 가운데 시장성 국채는 약 31.5조 달러이며, 이 중 T-bill 잔액은 약 7.0조 달러에 달하는 상황



자료: FRED, TBAC, iM증권 리서치본부

스테이블 코인 시장 성장 시 스테이블 코인 발행사 미 단기채 매수 가능. 단, 대규모 환매 시 단기금리 변동성과 유동성 리스크 확대

구분	Coinbase 기준	TBAC 기준
스테이블 코인 (2028년)	1.2 조 달러	2.0 조 달러
T-bill 직접 보유액 (2028년)	약 5,130억 달러	약 8,550억 달러
현재 T-bill 7 조 달러 대비	약 7.3%	약 12.2%
스테이블코인 발행사가 현재 T-bill 잔액의 7~12%에 해당하는 보유 주체로 성장할 가능성 존재. 재무부가 장기채 대신 T-bill 발행을 확대하는 Treasury Twist 를 추진할 경우 새로운 구조적 매수 기반으로 활용 가능		

자료: iM증권 리서치본부

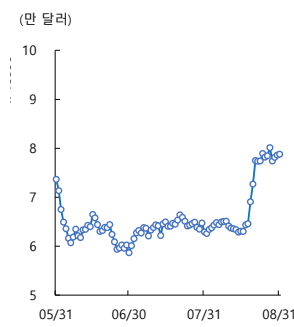
전주 Digital Asset Comment

미 재무부 바이백 규모 확대 발표 이후 디베이스먼트 트레이드 강화되며 금, 은, 비트코인 가격 상승한 가운데 케빈워시 미 연준 의장 잭슨홀 미팅에서 PCE 인플레이 목표 2% 확고한 가운데 기초적 추세 의미있게 개선되지 않는다면 할 일(work to do)이 있다고 언급. 매파적 발언에 CME Fedwatch 기준금리 인상 가능성 39.9%→57%로 확대. 이에 디베이스먼트 트레이드 되돌림 발생하며 금, 은, 비트코인 일제히 약세 시현하며 비트코인 가격 7 만 8,000 달러대에서 거래

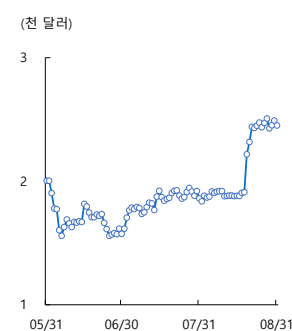
가상자산 News Flow

주요기사	언론사, 날짜
클래리티법 상원 표결 9월15일로 늦춰지자 CFTC·SEC가 독자 규정 마련 나섰다	위키트리 8.29
9월 연준 인상확률 49%, 동결 51%와 박빙	토론포스트 8.29
워시 충격... "연말 비트코인·주식·금 동반 하락"	이데일리 8.29
"물가 걱정" 워시에 놀랐다, 다음은 고용	이데일리 8.30
'디지털자산법·지배구조 개편' 9월 윤곽 드러나	매일일보 8.31

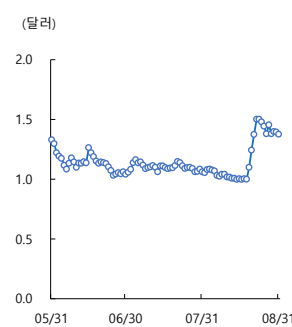
비트코인



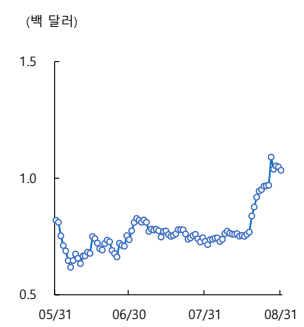
이더리움



리플



솔라나



일주일간 수익률 상위 종목(시총 주요 종목 기준)

순위	종목명	1D (%)	1W (%)	1M (%)	1Y (%)	증가 (\$)	시총 (\$1M)
1	팬텀	42.7	38.3	50.2	-90.0	0.0	61
2	유니스왑	-1.3	21.3	28.9	-46.0	5.2	3,211
3	모네로	5.4	19.4	44.9	103.8	524.9	9,793
4	대시	6.5	9.7	47.3	95.0	45.6	523
5	솔라나	-1.0	7.5	45.1	-48.3	103.7	60,408
6	제트캐시	0.3	4.4	85.0	2041.9	854.6	14,057
7	랩트 비트코인	0.0	1.1	26.2	-28.5	77744.9	9,099
8	테더	0.0	0.0	0.1	-0.1	1.0	183,287
9	이더리움	-0.7	-0.1	34.6	-43.1	2472.6	294,072
10	비트코인	0.3	-0.1	26.0	-27.4	78853.8	1,569,726

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

일주일간 수익률 하위 종목(시총 주요 종목 기준)

순위	종목명	1D (%)	1W (%)	1M (%)	1Y (%)	증가 (\$)	시총 (\$1M)
1	샌드	-2.3	-11.5	-8.3	-86.2	0.0	110
2	엔진 코인	-5.1	-11.3	-2.8	-73.8	0.0	50
3	파일 코인	2.7	-9.9	-2.8	-70.1	0.7	563
4	카르다노	-1.2	-9.7	14.8	-75.7	0.2	7,369
5	비트코인 캐시	-1.5	-8.5	19.5	-54.6	247.6	4,989
6	폴카닷	-2.1	-7.9	7.9	-78.0	0.8	1,427
7	테조스	-2.3	-7.4	7.0	-71.1	0.2	229
8	테라 클래식	-1.9	-7.3	4.1	-15.0	0.0	282
9	엑시 인피니티	2.6	-7.2	9.0	-60.5	0.9	150
10	도지코인	-2.1	-6.8	21.4	-61.3	0.1	12,925

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

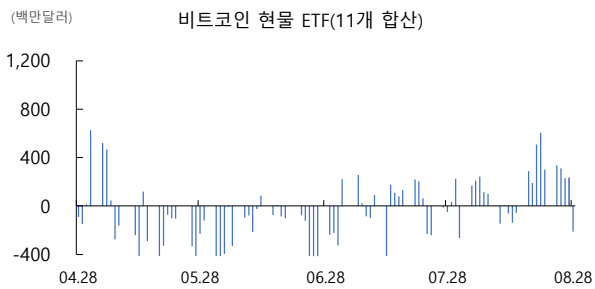
전주 일주일간 거래대금 상위 ETF(주요 종목 기준)

구분	티커	수익률(1W, %)	AUM(\$1B)	운용보수	거래대금(1W, \$1M)	배당수익률	연배당 횟수
비트코인 현물	IBIT	0.50	60.29	0.25%	14,697	-	-
비트코인 선물	BITO	0.38	1.64	0.95%	5,034	37.64%	월배당
이더리움 현물	ETHA	0.71	8.38	0.25%	4,827	-	-
비트코인 현물	FBTC	0.63	13.59	0.25%	1,325	-	-
비트코인 현물	GBTC	0.64	10.12	1.50%	571	-	-
이더리움 현물	ETH	0.95	2.17	0%	477	-	-
비트코인 현물	BTC	0.65	4.79	0.15%	362	-	-
이더리움 현물	ETHE	0.87	1.86	2.50%	286	-	-
이더리움 현물	FETH	0.87	1.33	0.25%	264	-	-
비트코인 현물	BITB	0.65	2.92	0.20%	257	-	-

자료: Bloomberg, ETF Check, iM증권 리서치본부

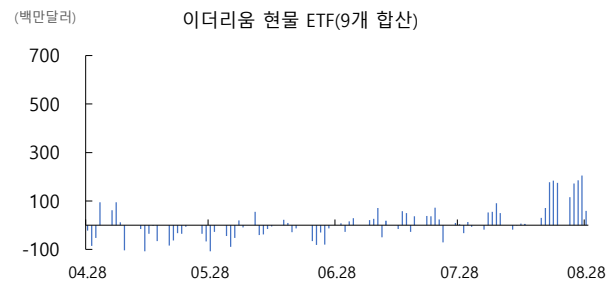
주) 높은 배당수익률은 비트코인 선물차익을 분배금으로 나눠주기 때문. 코인 상승장에서는 분배금이 많으나 하락장에서는 줄어드는 특징 존재

비트코인 ETF 펀드 플로우



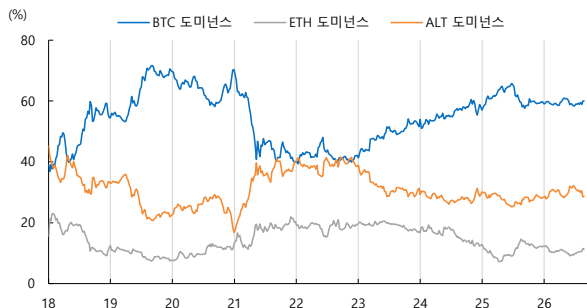
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

이더리움 ETF 펀드 플로우



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

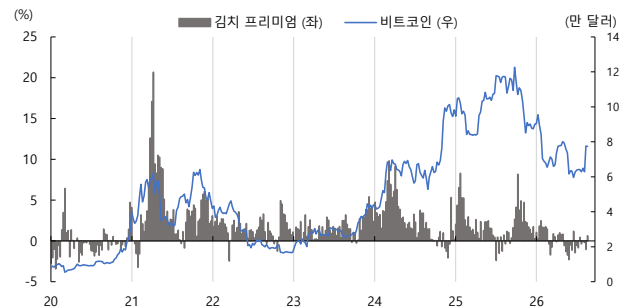
비트코인/이더리움/알트코인 도미넌스



자료: Trading View, iM증권 리서치본부

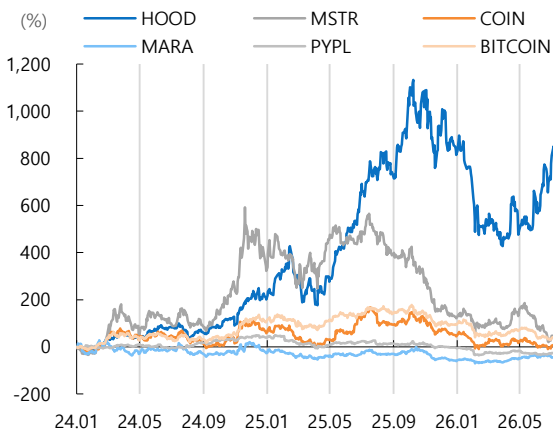
주) 도미넌스란 전체 시가총액에서 해당 자산 시가총액이 차지하는 비중

비트코인 가격과 김치 프리미엄



자료: Trading View, iM증권 리서치본부

가상화폐 관련 상장사 주가 수익률



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

코인 및 자산별 상관관계(3M)

구분	비트코인	이더리움	리플	테더	솔라나
S&P 500	0.45	0.57	0.10	0.35	0.51
Nasdaq	-0.02	-0.13	0.09	-0.07	0.00
미국채 2Y	0.17	0.32	-0.07	0.17	0.25
미국채 10Y	0.45	0.64	0.04	0.48	0.43
DXY	-0.63	-0.60	-0.49	-0.52	-0.38
WTI	0.34	0.32	0.27	0.31	-0.02
금	0.73	0.67	0.61	0.51	0.54

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양현경)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.