

2026.09.09

[디지털 자산]

흔들리는 달러, 확장되는 달러

- 디베이스먼트 트레이드와 스테이블코인의 역설

[디지털 자산]

양현경 2122-9213

beebee2724@imfnsec.com





CONTENTS

Part I . 디베이스먼트 트레이드발 가상자산 강세	4
Part II . 스테이블 코인 발행사, 미 국채 큰 손으로 부상	21
Part III . 스테이블코인 시장 성장 전제 조건	29
Part IV . 결론(Conclusion)	35
Part V . Appendix	37

Summary_ 흔들리는 달러, 확장되는 달러

- 일본은행의 금리 인상과 미·일 금리차 축소로 리패트리에이션(Repatriation, 일본계 자금의 본국 회귀)이 본격화되는 가운데, 중국 역시 지정학적 리스크와 미·중 갈등에 대비해 미 국채 보유 규모를 지속적으로 축소. 주요국의 미 국채 수요 약화가 미국 장기국채 금리와 기간프리미엄의 구조적 상승 요인으로 작용
- 미국 정부부채가 40조달러에 근접하고 연간 이자비용이 1조달러를 상회하면서 재정적자 확대, 국채 발행 증가 및 이자비용 상승이 다시 재정부담을 높이는 악순환 고착화. 미 재무부의 장기국채 바이백 확대에도 재정적자와 국채 공급 부담의 근본적인 해소가 어려워지면서 미국 재정·정책에 대한 신뢰 약화. 이에 따른 디베이스먼트 트레이드(Debasement Trade, 법정화폐의 구매력 하락에 대비한 실물·대체자산 투자) 확산
- 2026년 초 디베이스먼트 국면에서 금과 비트코인 모두 달러화 대체자산으로 부각됐으나 가격 흐름에서는 차별화 발생. 금은 중앙은행의 외환보유액 다변화와 탈달러 수요를 바탕으로 사상 최고치를 경신한 반면, 비트코인은 25년 10월 대규모 청산 이후 유동성과 투자심리 훼손, AI·반도체주로의 위험 선호 자금 집중 및 반감기 이후 조정 사이클 진입으로 상대적인 부진 지속
- 반면 26년 8월 이후 재차 확산된 디베이스먼트 국면에서는 금과 비트코인 모두 반등에 성공. 미 재무부의 장기국채 바이백 확대와 트럼프 대통령의 CLARITY Act 처리 촉구가 가상자산시장 반등의 단기 촉매로 작용했으며, 장기간 누적된 선물시장 숏 포지션의 청산이 상승 폭을 증폭
- 25년 7월 GENIUS Act 제정을 통해 달러 스테이블코인이 제도권 금융으로 편입되고, 발행잔액 대비 1:1 준비자산 보유와 정기적인 감사·공시 의무 도입. 준비자산이 현금, 예금, 만기 또는 잔존만기 93일 이하 미 국채, 국채담보 Repo 및 정부형 MMF 등으로 제한되면서 스테이블코인 시장의 성장이 미국 단기국채 수요 증가로 연결되는 제도적 기반 형성
- 테더와 서클의 T-bill 직접 보유액은 총 1,282억달러로 UAE와 이스라엘 등 주요국의 미 국채 보유액을 상회하는 규모. Reverse Repo 등을 포함한 직·간접 미 국채 연계자산은 2,034억달러로 확대되면서 스테이블코인 발행사가 미 국채시장의 주요 수요 주체로 부상. 스테이블코인 시가총액이 2028년 Coinbase 전망치인 1.2조달러까지 성장할 경우 T-bill 직접 보유액은 약 5,130억달러, TBAC 전망치인 2조달러까지 성장할 경우 약 8,550억달러에 이를 전망. 이는 현재 T-bill 잔액의 약 7~12%에 해당하는 규모로, 재무부가 단기채 발행을 확대하고 이를 활용해 장기채를 바이백하는 Treasury Twist 추진 시 중요한 구조적 수요 기반으로 활용 가능
- 다만, 최근 가상자산 시장 약세로 스테이블코인 시장은 3,000억 달러 안팎에서 정체. 가상자산 거래 수요만으로 2028년 1.2조~2조달러 규모 달성에는 한계가 있어 RWA, 국제송금, 가상자산 카드 및 에이전틱 결제 등의 사용처 확장이 핵심 전제
- 미국 재정과 달러 가치에 대한 신뢰 약화가 금 및 비트코인 등 실물·대체자산 수요를 자극하는 동시에, 달러 스테이블코인의 성장이 미 국채 수요와 글로벌 달러 결제망을 확대하는 '흔들리는 달러, 확장되는 달러'의 역설 형성



[PART I]

1. 디베이스먼트 트레이드발 가상자산 강세

미 국채 최대 보유국인 일본의 미 국채 매도세

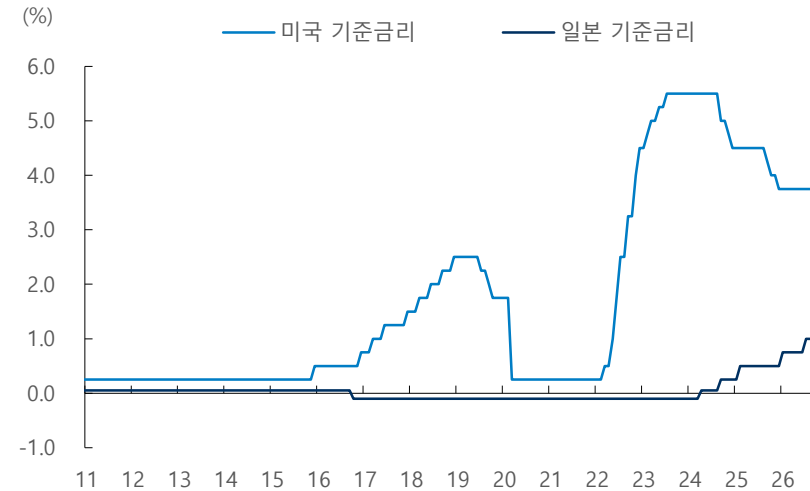
- 일본 국채 금리 30년만에 최고치를 경신. 지속적인 엔화 약세에 따른 헤지 비용 급증 및 미-일간 금리 차 축소로 일본 자금의 리패트리에이션 (Repatriation, 일본 자금 본국 회귀) 리스크 확대
- 일본 국내 시장에서 10년물 약 2.90%의 수익률을 얻을 수 있는데 반해, 환헤지 후 미국 10년물 수익률은 약 2.0% 추정되기 때문에 현재는 일본 국채의 상대적 투자 매력도가 높은 상황
- 미 국채 최대 보유국인 일본의 미 국채 보유액 26.1월말 1조 2,253억 달러에서 26.6월말 1조 1,167억달러로 축소되며 -1,086억달러 감소. 여기에 중국은 미-중 패권 전쟁과 지정학적 리스크에 대비한 탈달러화 전략 지속하며 수년 연속 미 국채 보유 비중을 축소하고 있는 상황

미-일간 금리차 축소 및 지속적인 엔화 약세에 따른 일본 자금의 리패트리에이션(Repatriation, 일본 자금 본국 회귀) 흐름 본격화



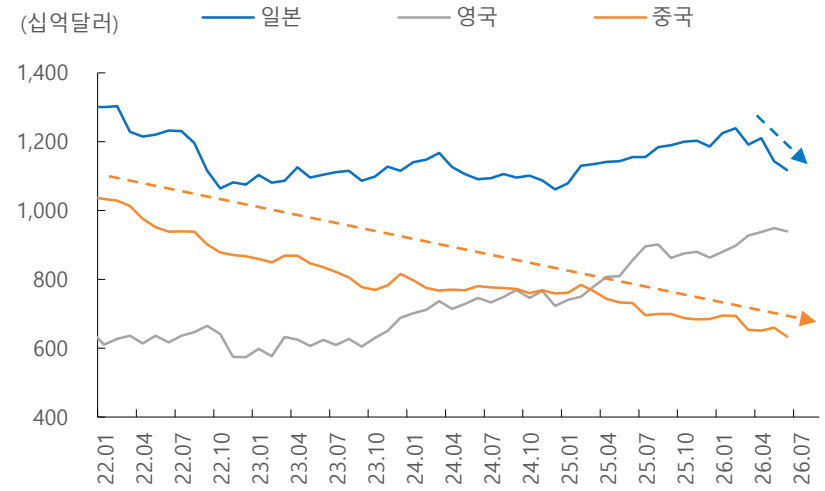
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

BOJ 금리인상 기조로 미-일간 금리 차 축소



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주요국 미 국채 매도 리스크 확대: 미 국채 최대 보유국인 일본마저도 미 국채 매도



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미 30년물 국채 금리 5.30% 돌파, 미 재무부 바이백 규모 확대 발표

- 중동 전쟁에 따른 국제 유가 상승으로 인플레이션과 연준의 금리인상 우려 재차 확대. 주요국 미 국채 매도, 미국의 구조적인 재정적자와 국채 공급 증가, AI 투자 확대에 따른 회사채 발행 급증 및 글로벌 장기채 금리 상승세 등의 요인들이 복합적으로 작용하며 기간프리미엄이 상승. 미 30년물 국채 금리는 5.30%대까지 상승
- 지난 8.19일 스콧 베센트 재무장관 장기 국채금리 안정을 위해 국채 바이백(조기상환) 규모를 회당 최대 20억달러에서 최소 40억달러로 확대 발표. 해당 바이백 규모 확대는 9.9일부터 11.4일까지 적용될 예정

미 국채 금리 상승세 지속되며 미 국채 30년물 금리는 5.30% 돌파



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

재무부, 바이백 규모 확대 발표

PRESS RELEASES

Treasury Announces Increased Sizes of Nominal Long-End Liquidity Support Buybacks Beginning September 9

August 19, 2026

WASHINGTON, D.C. —The U.S. Department of the Treasury is increasing, by at least double, the size of liquidity support buyback operations for longer-dated nominal coupon securities (the 10-year to 20-year sector and the 20-year to 30-year sector). The current maximum size of \$2 billion per operation will be at least \$4 billion per operation.

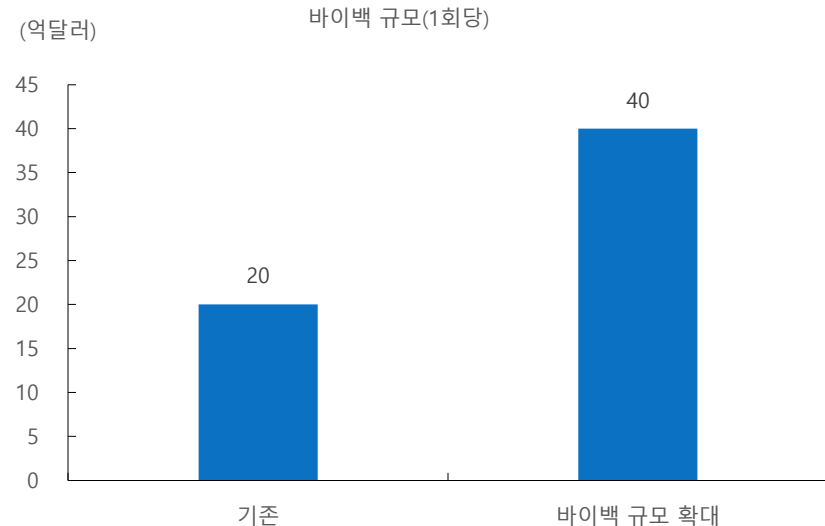
This change is effective September 9, 2026 and will be in effect for the remainder of this refunding quarter (through November 4, 2026). Treasury will provide more information about future buyback sizes at the next Quarterly Refunding, scheduled for November 4, 2026.

This increase in buyback operation sizes reflects Treasury's desire to provide greater liquidity support in longer-dated nominal sectors where there is consistent strong sponsorship from market participants, as evidenced by the significant volume of high-quality offers Treasury routinely receives in longer-dated buyback operations.

An updated tentative Treasury buyback schedule will be released at a later date.

자료 : Treasury, iM증권 리서치본부

미 재무부 바이백 규모 1회당 최대 20억달러→ 최소 40억달러로 확대

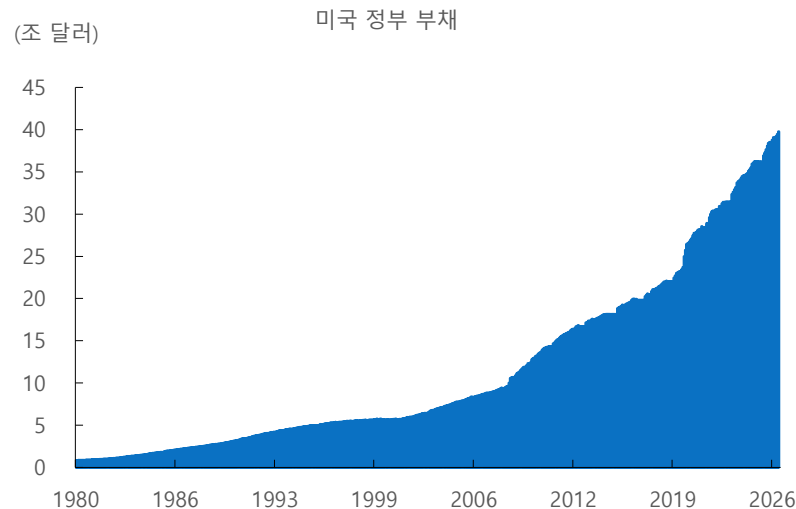


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

구조적인 미국의 재정 리스크는 지속되고 있는 상황

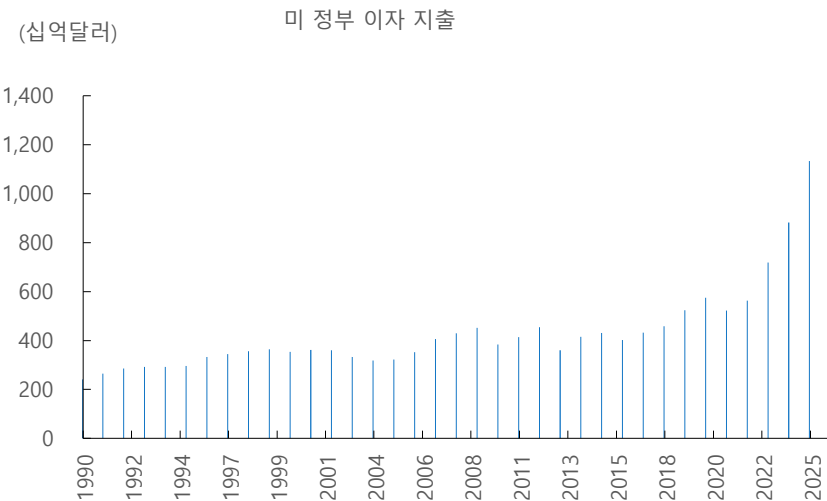
- 미 연방정부 부채가 40조달러에 상회하는 가운데, 팬데믹 당시의 대규모 재정지출과 이후 지속된 재정적자 및 고금리로 이자비용이 빠르게 증가하면서 구조적인 재정 리스크가 확대
- 금리 상승과 부채 증가가 동시에 진행되면서 미 정부의 연간 이자지출은 1조달러를 넘어섰으며 최근에는 증가 속도가 더욱 가팔라지고 있는 상황. 재정적자 확대 → 국채 발행 증가 → 이자비용 상승 → 추가적인 재정부담으로 이어지는 구조가 점차 고착화되는 모습
- 재무부의 장기국채 바이백 확대는 미 국채 금리를 하락시켰으나 재정적자와 국채 공급 부담을 해소하는 근본적인 대책은 아니라는 평가. 이후 유가 상승에 따른 인플레이션 우려, 연준의 고금리 장기화 가능성 및 글로벌 장기채 약세가 겹치면서 국채금리는 재차 반등

미 정부 부채 40조달러 상회



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

미 정부 이자 지출 추이: 고금리 및 정부 부채 증가에 급증

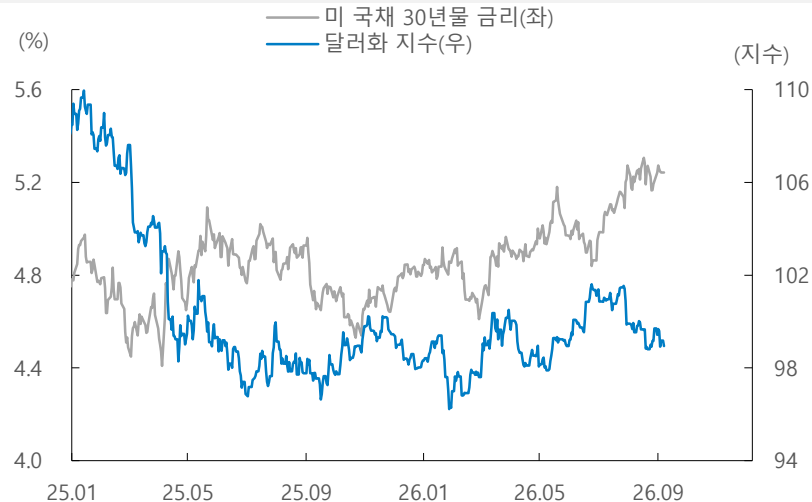


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드 확대

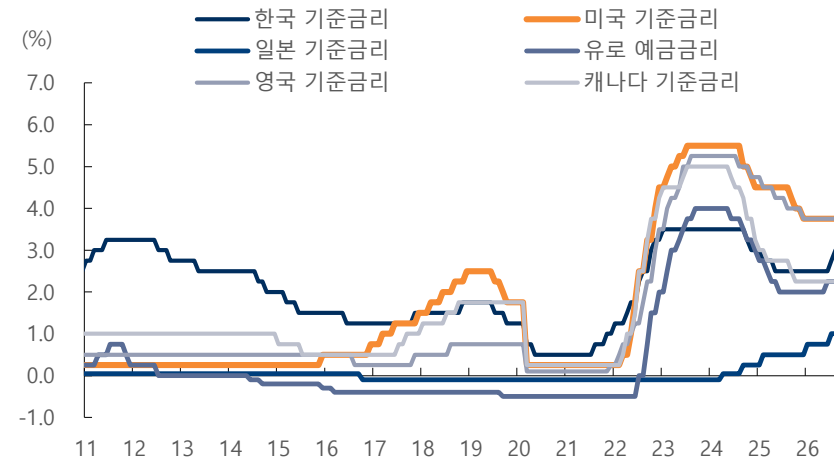
- 미국이 기준금리를 동결한 가운데 일본과 유럽 등 주요국에서는 금리 인상 가능성이 확대되면서 미국과 주요국 간 금리 차 축소 기대가 부각
- 스콧 베센트 재무장관의 국채 바이백 확대 발표 이후 미 국채 금리가 일시적으로 하락했으나, 재정적자와 국채 공급 부담 등 구조적 재정 리스크가 재부각되면서 장기금리 반등. 다만 금리 상승이 달러 강세로 이어지기보다 미국 재정 및 정책 신뢰 약화로 해석되면서 달러화는 약세 시현
- 달러화 약세와 미국 국채에 대한 신뢰 저하가 맞물리면서 금·은·비트코인 등 실물 및 대체자산 가격이 동반 상승하는 디베이스먼트 트레이드 재확산

스콧 베센트 재무장관 바이백 발표 이후 미 국채 금리 반락했으나 구조적 재정 리스크 우려 지속되며 미 국채 금리 반등. 달러화는 약세 시현



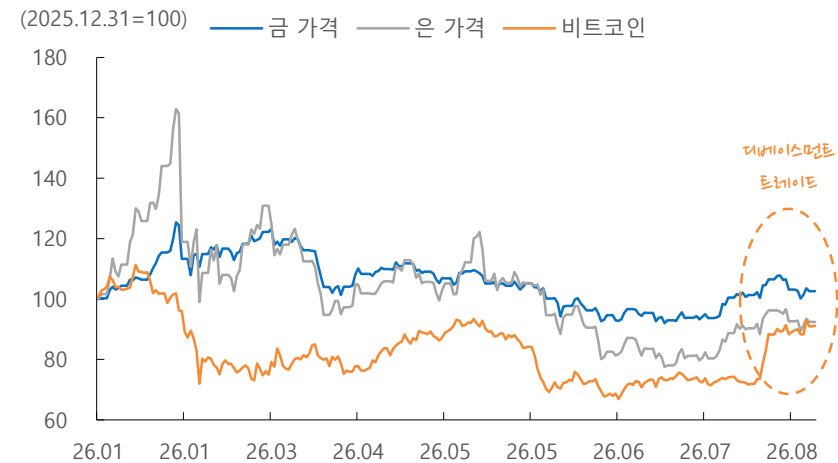
자료 : 연합뉴스, iM증권 리서치본부

주요국 기준금리 추이: 미국의 기준금리는 동결 지속되는 가운데 주요국 기준금리 인상 가능성 확대



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

달러화 약세 시현한 가운데 금, 은, 비트코인 가격 상승하며 디베이스먼트 트레이드 재차 확산

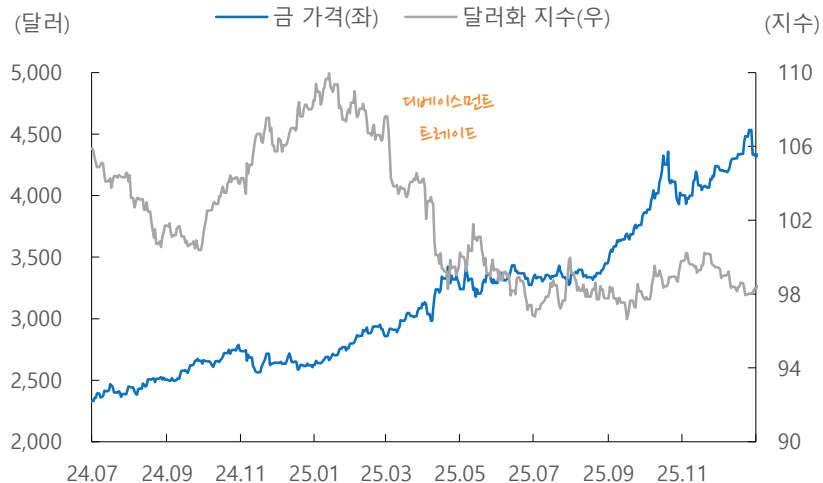


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드 국면-①25년 상반기

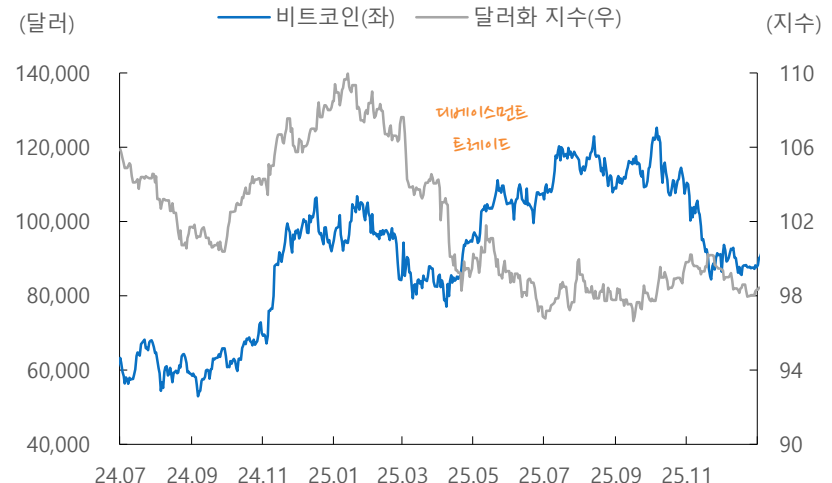
- 트럼프 2기 출범 이후 관세정책과 재정·정책 불확실성이 미국 자산에 대한 신뢰를 약화시키면서 25년 상반기 달러화지수는 -10.7% 하락
- 25년 상반기 금과 은은 각각 +25.9%, +24.9% 상승했으나 비트코인은 +14.8% 상승에 그침. 달러 가치 하락은 금과 비트코인 모두에 우호적으로 작용했지만, 관세 불확실성과 경기 둔화 우려로 안전자산 수요가 금에 집중되면서 금의 상승률이 비트코인을 상회

트럼프 2기 출범 이후 달러화 약세 시현하며 상반기 달러화 인덱스 -10.7% 대 하락한 반면 금은 +25.9% 상승



자료 : 연합뉴스, iM증권 리서치본부

25년 상반기 트럼프 당선 이후 달러화 약세 시현하며 상반기 달러화 인덱스 -10.7%대 하락한 반면 비트코인은 +14.8% 상승

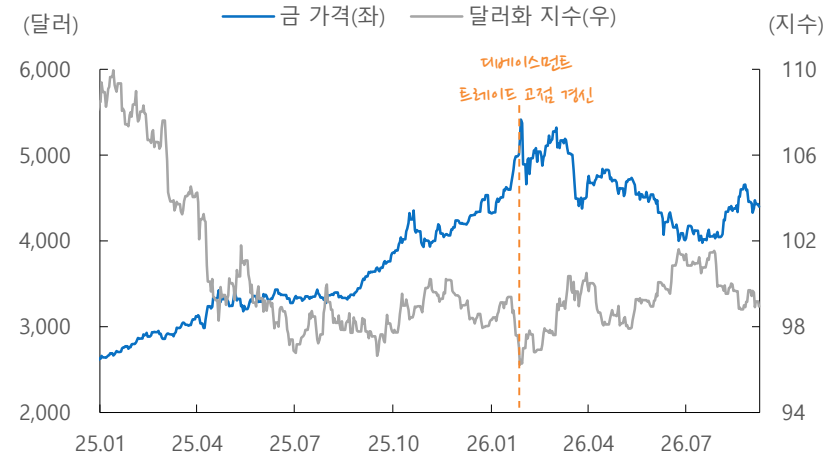


자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드 국면-②26년 1월

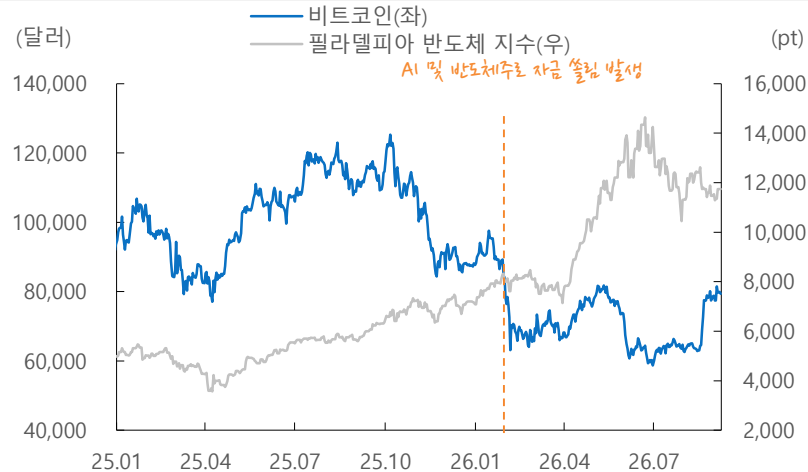
- 미국 기준금리 인하 기대감 및 정책 신뢰 약화로 2026년 1월 27일 달러화지수가 96.2pt까지 하락한 가운데, 안전자산 수요가 확대되며 금 가격은 1월 28일 온스당 5,417.2달러로 사상 최고치를 경신
- 반면 비트코인은 25년 10월 대규모 청산 이후 시장 유동성과 투자 심리가 충분히 회복되지 못한 데다, 위험선호 자금이 AI·반도체주에 집중되면서 상대적으로 소외. 이에 따라 달러 약세의 수혜는 금과 주식에 집중된 반면 비트코인의 가격 회복은 지연

1.27일 달러인덱스 96.2pt 저점 기록한 가운데 금 가격은 1.28일 5417.2달러 기록하며 고점 경신



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

'25.10월 대규모 청산으로 가상자산 유동성과 투심 훼손된 반면, AI·반도체주로 자금이 집중되면서 비트코인은 위험자산 내에서도 상대적으로 소외



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

이에 따라 달러 가치 하락의 수혜가 금과 주식에 집중되고 비트코인의 가격 회복은 지연



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드-가상자산과 금 수급 분석

금은 중앙은행의 구조적 매수세가 지속되고 있는 상황

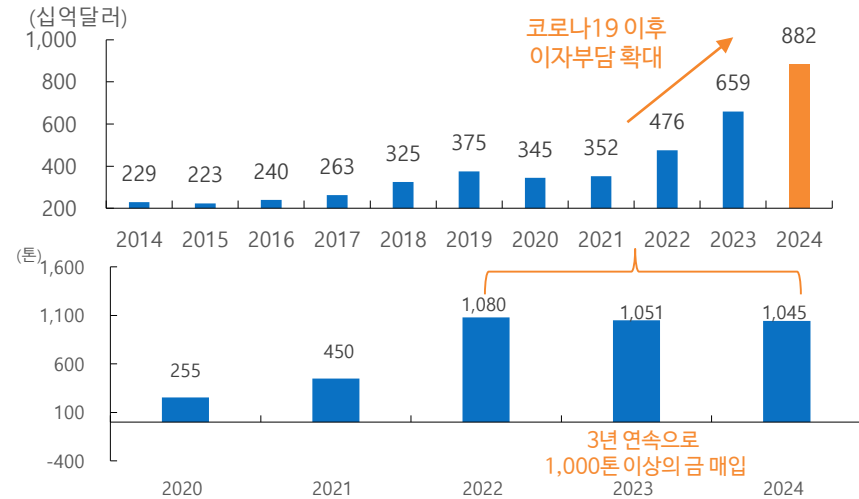
구분 (단위: 톤)	2022	2023	2024	2025	2026년 상반기
총수요(OTC 포함)	4,751.90	4,945.90	4,961.90	5,002.30	2,522.00
귀금속·장신구 제조	2,195.40	2,191.00	2,026.60	1,638.00	642.4
산업·기술용	308.7	305.2	326.2	322.8	162
투자용	1,113.00	945.5	1,185.40	2,175.30	801.4
↳ 금괴·금화 등	1,222.60	1,189.80	1,188.30	1,374.10	783.9
↳ 중국	218.2	279.5	336.2	431.7	314.1
↳ 인도	173.6	185.2	239.4	280.4	112.6
↳ 금 ETF 등	-109.5	-244.2	-2.9	801.2	17.6
중앙은행·공공기관	1,081.90	1,050.80	1,092.40	863.3	345.4
OTC·기타	52.8	453.4	331.3	2.9	570.8

자료 : WGC, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드-가상자산과 금 수급 분석

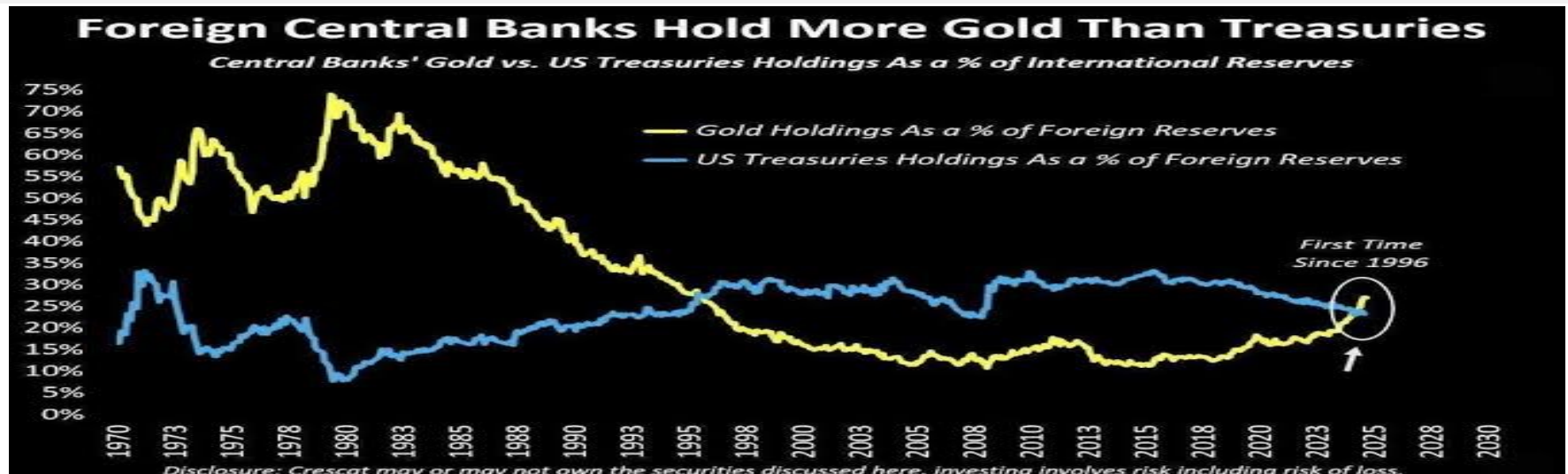
- 다만 단기적인 가격 반등과 별개로 비트코인의 중장기 수급에 대해서는 고민이 필요. 디베이스먼트 트레이드의 대표 자산인 금과 비트코인 사이에는 아직 결정적인 차이가 존재하기 때문. 바로 가격과 무관하게 지속적으로 자산을 매입하는 '구조적 매수 주체'의 존재 여부임.
- 금의 경우 '주요국 중앙은행'이라는 강력한 장기 매수 주체가 존재. 글로벌 금융위기 이후 신흥국을 중심으로 외환보유액 다변화와 달러 의존도 축소 움직임이 확대되면서 중앙은행의 금 매입은 구조적으로 증가했음. 특히 최근에는 글로벌 중앙은행의 외환보유액에서 금이 차지하는 비중이 미 국채 비중을 넘어서는 모습까지 나타나고 있음

미 국채 이자 부담 확대에 세계 중앙은행 금 수요 증가



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

주요국 중앙은행 미 국채보다 금 보유 비중이 높아지는 중



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드-가상자산과 금 수급 분석

- 단기적으로 디베이스먼트 트레이드는 지속될 수 있을 것으로 예상하나 금과 비트코인은 수요의 질에서는 상당한 차이가 존재. 금은 중앙은행이라는 비가격민감적(Price-insensitive) 장기 매수 주체가 가격 하단을 지지하는 반면, 비트코인은 ETF 자금과 DAT, 개인 및 기관투자자의 위험선호에 상대적으로 크게 의존
- 따라서 이번 비트코인의 급등을 금과 동일한 구조적 디베이스먼트 트레이드가 완성됐다는 신호로 해석하기보다는 디베이스먼트 내러티브가 가격 반등의 촉매를 제공하고, 가상자산 시장의 레버리지 구조가 상승폭을 증폭시킨 결과로 판단. 중장기적으로 비트코인이 금과 함께 대표적인 디베이스먼트 자산으로 자리 잡기 위해서는 ETF와 DAT를 넘어 가격과 시장 사이클에 상대적으로 덜 민감한 신규 장기 매수 주체가 얼마나 확대되는지가 중요할 전망

국가별 금 보유량(25년말 기준): 지정학적 리스크 대응, 외환보유액 다변화, 인플레이션 방어를 위해 금 매입 확대

순위	국가	금 보유량(톤)	외환보유액 대비 금 비중
1	미국	8,133.50	71.30%
2	독일	3,351.50	70.60%
3	이탈리아	2,451.80	67.50%
4	프랑스	2,437.00	68.60%
5	러시아	2,335.90	28.10%
6	중국	2,279.60	4.60%
7	스위스	1,040.00	8.00%
8	인도	876.2	9.00%
9	일본	846	4.70%
10	튀르키예	615	40.00%

자료 : WGC, iM증권 리서치본부

국가별 비트코인 보유량: 미국, 중국, 영국 등 주요국은 비트코인 직접 매입이 아닌 범죄자금 몰수로 보유 중

순위	국가	비트코인 보유량	비트코인 최대 발행량 2,100만 개 대비
1	미국	328,372 BTC	1.56%
2	중국	190,000 BTC	0.91%
3	영국	61,245 BTC	0.29%
4	우크라이나	46,351 BTC	0.22%
5	엘살바도르	7,752 BTC	0.04%
6	아랍에미리트	6,420 BTC	0.03%
7	부탄	4,973 BTC	0.02%
8	카자흐스탄	3,544 BTC	0.02%
9	북한	803 BTC	0.00%
10	베네수엘라	240 BTC	0.00%

자료 : Bitcointreasuriesnet, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드-가상자산과 금 수급 분석

- 미국 비트코인 현물 ETF 보유량은 약 124.7만 BTC, 상위 3개 상품인 IBIT·FBTC·GBTC의 비중은 86.3%에 달하는 등 소수 대형 상품으로 수요가 집중
- 비트코인 DAT 기업 상위 30개사의 보유량은 약 119.0만 BTC로 미국 현물 ETF와 유사한 규모. 이 가운데 Strategy가 84.5만 BTC를 보유해 상위 30개사 합산 보유량의 71.0%를 차지하는 등 특정 주체에 대한 편중도 높은 상황
- 미국 현물 ETF와 DAT 기업 합산 보유량은 약 243.7만 BTC로 최대 발행량의 약 11.6%에 해당하며 비트코인 핵심 수급 기반으로 자리매김. 보유잔액이 장기적으로 증가하고 있다는 점은 수급에 긍정적이지만, 자금이 소수 ETF와 Strategy에 집중되면서 개별 주체의 자금 흐름이 전체 시장에 미치는 영향도 확대

비트코인 ETF의 BTC 보유량

순위	ETF명	티커	BTC 보유량
1	iShares Bitcoin Trust	IBIT	771,640
2	Fidelity Wise Origin Bitcoin Fund	FBTC	173,308
3	Grayscale Bitcoin Trust	GBTC	131,528
4	Grayscale Bitcoin Mini Trust	BTC	60,555
5	Bitwise Bitcoin ETF	BITB	37,752
6	ARK 21Shares Bitcoin ETF	ARKB	35,026
7	VanEck Bitcoin Trust	HODL	15,400
8	CoinShares Valkyrie Bitcoin Fund	BRRR	6,410
9	Franklin Bitcoin ETF	EZBC	6,331
10	Invesco Galaxy Bitcoin ETF	BTCO	5,113
11	WisdomTree Bitcoin Fund	BTCW	3,746
합계			1,246,809

자료 : BitcoinTreasuries, iM증권 리서치본부

비트코인 보유 기업들 순위 및 보유량

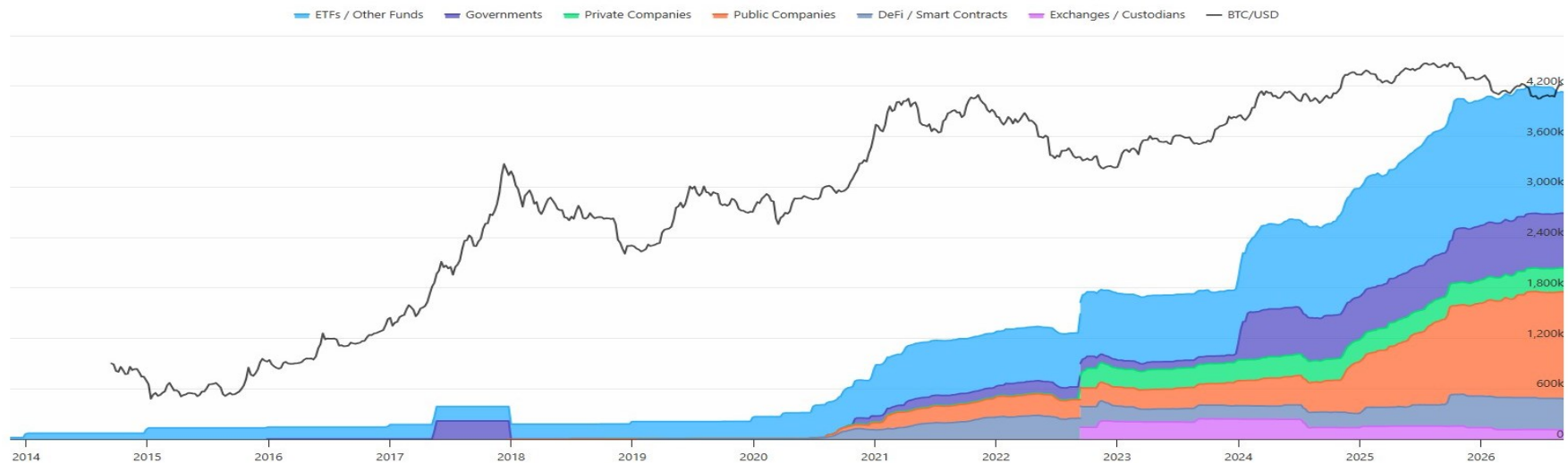
순위	기업명	국가	티커	BTC 보유량
1	Strategy	US	MSTR	845,050
2	Twenty One Capital	US	XXI	43,514
3	Metaplanet Inc.	JP	MPJPY	43,000
4	MARA Holdings, Inc.	US	MARA	35,577
5	Strive	US	ASST	23,156
6	Bullish	US	BLSH	22,000
7	SpaceX	US	SPCX	18,712
8	Coinbase Global, Inc.	US	COIN	17,311
9	CleanSpark, Inc.	US	CLSK	13,931
10	Trump Media & Technology Group Corp.	US	DJT	12,062
11	Tesla, Inc.	US	TSLA	11,509
12	Riot Platforms, Inc.	US	RIOT	11,380
13	Hut 8 Mining Corp	US	HUT	10,278
14	Block, Inc.	US	XYZ	9,117
15	American Bitcoin Corp	US	ABTC	8,300
16	GD Culture Group	US	GDC	7,500
17	Galaxy Digital Holdings Ltd	US	GLXY	6,894
18	Next Technology Holding Inc.	CN	NXTT	5,833
19	Gemini Space Station Inc	US	GEMI	5,528
20	ProCap Financial	US	BRR	5,305
21	Nakamoto Inc	US	NAKA	4,467
22	Boyya Interactive International Limited	HK	434	4,201
23	OranjeBTC	BR	OBTC3	3,950
24	Bitcoin Group SE	DE	ADE	3,605
25	H100 Group	SE	H100	3,506
26	Capital B	FR	ALCPB	3,145
27	DDC Enterprise Limited	US	DDC	2,899
28	Ionic Digital Inc.	US	IOND	2,882
29	The Smarter Web Company PLC	GB	SWC	2,747
30	DeFi Technologies	CA	DEFI	2,597

자료 : BitcoinTreasuries.net, iM증권 리서치본부

디베이스먼트 트레이드-가상자산과 금 수급 분석

- 2020년 이후 ETF·정부·기업 등의 비트코인 보유량이 빠르게 증가하면서 비트코인이 개인 중심의 투기자산을 넘어 제도권 투자수단과 기업 재무자산으로 편입되는 흐름 강화. 특히 2024년 미국 비트코인 현물 ETF 도입 이후 ETF·기타 펀드의 보유량이 급증하며 증가세를 주도. 미국 현물 ETF는 약 124.7만 BTC를 보유하면서 비트코인의 가장 큰 구조적 수요 기반으로 부상. 2025년 이후에는 Strategy를 중심으로 비트코인을 재무자산으로 편입하는 기업이 늘어나면서 상장기업도 주요 매수 주체로 자리매김
- 비트코인 가격이 2025년 고점 이후 조정을 받는 과정에서도 ETF와 상장기업의 보유잔액은 증가세를 유지. 이는 가격 조정이 곧바로 대규모 보유자산 매각으로 이어지지 않았으며, ETF를 통한 투자 수요와 기업의 재무전략에 기반한 중·장기 수요가 유지되고 있음을 시사. 다만 ETF 신규 자금 유입과 DAT 기업의 추가 매수 여력은 비트코인 가격과 금융시장 여건에 민감하다는 점에서 향후 수요가 가격과 무관하게 지속된다고 단정하기는 어려운 상황
- 향후 ETF에서 대규모 환매가 발생하거나 DAT 기업의 주가 하락과 차입 부담 확대로 자본조달 여건이 악화될 경우, 신규 매수세가 약화되는 데 그치지 않고 보유자산 매각으로 이어질 가능성 존재. 이에 따라 비트코인 가격은 글로벌 유동성뿐만 아니라 ETF 자금 흐름, DAT 기업의 주가 및 자본조달 여건, 주식시장의 위험선호에도 더욱 민감해지는 구조. 특히 ETF 환매와 DAT 기업의 매도가 동시에 발생할 경우 현물시장의 하방 압력이 증폭될 수 있다는 구조적 취약성 상존

가상자산 수급 분석: ETF와 DAT 기업들이 주요 매수주체로 자리매김



자료 : BitcoinTreasuries.net, iM증권 리서치본부

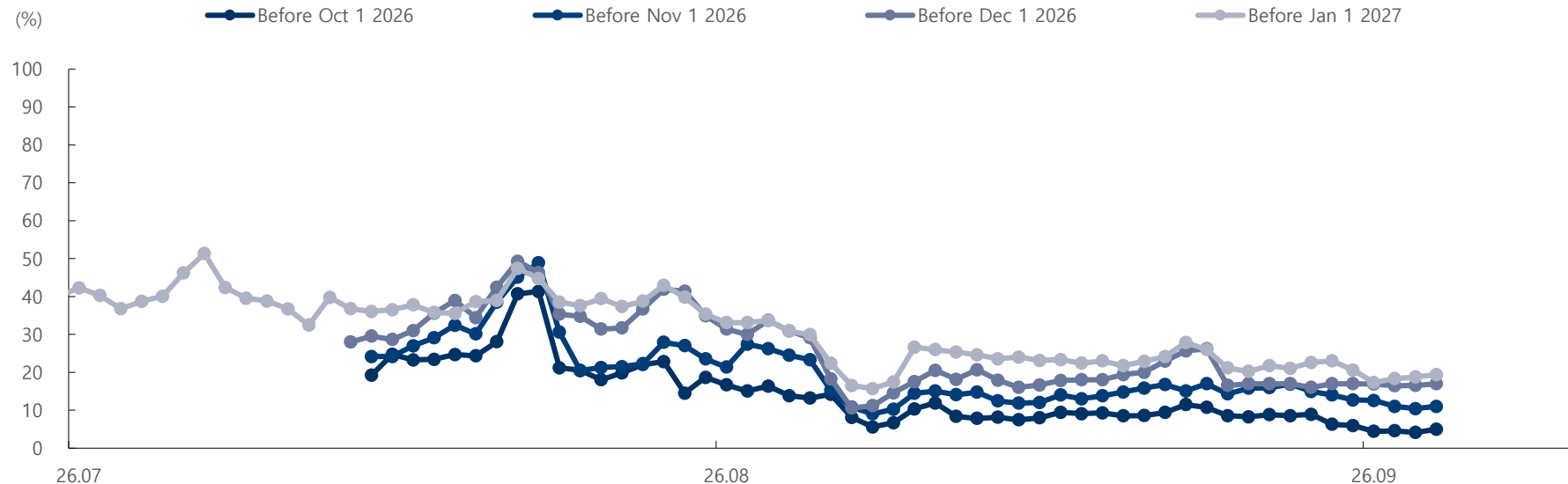
재무부 바이백 확대 & 트럼프 Clarity Act 촉구 → 가상자산 급등

- 작년 7.17일 미국 하원은 가상자산 3법(Genius Act, Clarity Act, Anti-CBDC Surveillance State Act)을 일괄 통과시킨 가운데 초당적 합의 하에 GENIUS Act(스테이블 코인 법안)는 미국 상원을 거쳐 대통령 서명을 통해 제정되었으나, 나머지 법안인 Clarity Act(가상자산 명확화 법안)와 Anti-CBDC Surveillance State Act(CBDC 발행 금지 법안)는 미 상원 본회의를 통과 하지 못한 채 현재 계류 중
- 올해 8.19일 트럼프 대통령 미국이 글로벌 디지털자산 시장의 주도권을 유지하기 위해 백악관에서 코인베이스, 리플(XRP) 등 가상자산 업계 CEO들과 만나 의회에 Clarity Act 조속한 처리 요구하며 가상자산 투심 회복

가상자산 3법 입법 현황, Clarity Act 입법 지연 지속		
법안	핵심 내용	입법 현황
GENIUS Act	발행액의 100%를 달러·단기 미 국채 등 고유동성 자산으로 준비, 월별 준비자산 공개, 발행인 허가제, AML·제재 준수, 파산 시 보유자 우선변제	25.7.18 제정 완료
CLARITY Act	디지털자산의 증권·상품 분류기준 마련, SEC와 CFTC의 관할권 구분, 비증권성 디지털상품 현물시장에 대한 CFTC 감독권 부여, 거래소·브로커 등록체계 구축	25.7.17 하원 통과 →상원 심의
Anti-CBDC Surveillance State Act	연준이 개인에게 직접 또는 금융기관을 통해 CBDC를 제공하는 것을 제한하고, CBDC를 통화정책·금융감시 수단으로 사용하는 것을 금지	25.7.17 하원 통과 →상원 계류

자료 : iM증권 리서치본부

Kalshi, Clarity Act 연내 통과 가능성 하락하고 있는 가운데 트럼프 대통령 Clarity Act 법안 통과 촉구



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

바이백 발표에 따른 가상자산 시장의 숏커버링

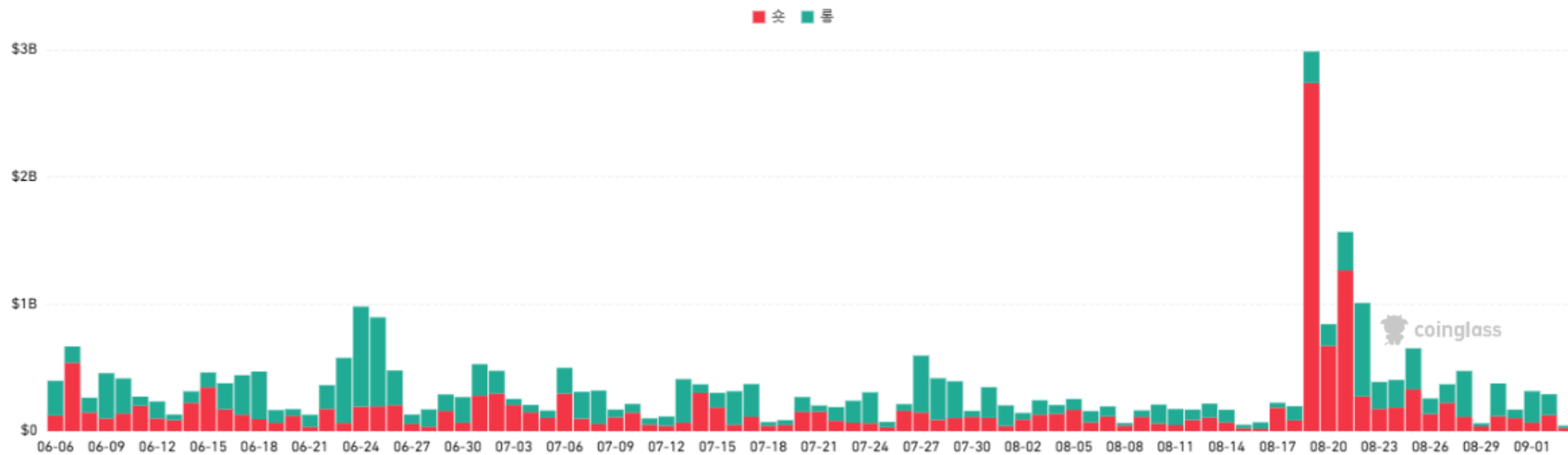
- 8.18일 美 재무부 바이백 발표 및 트럼프 대통령의 Clarity Act 통과 촉구 이후 가상자산 가격 반등. 장기간 약세를 이어오던 가상자산 시장은 선물시장에 누적되었던 숏 포지션이 빠르게 청산되면서 숏커버링 발생
- 美 재무부 바이백 발표 이후 8.19일 가상자산 시장 숏 청산(27.4억달러), 롱 청산(2.5억달러) 발생하며 총 29.9억달러 청산 발생. 美 재무부 바이백 발표 이후 발생한 청산은 Coinglass 청산 이력 중 역대 8위 청산 사건으로 분류될만큼 큰 규모라고 볼 수 있음

가상자산 역대 청산 규모 순위(바이백 발표에 따른 청산은 역대 8위 기록)

순위	날짜	청산액	주요 배경
1	2025-10-11	191.6억달러	미국의 대중국 관세 인상
2	2021-04-18	99.4억달러	자금세탁 단속설 및 중국 채굴 중단
3	2021-05-19	90.1억달러	테슬라 비트코인 결제방침 철회
4	2021-02-22	41.0억달러	과열된 암호화폐 시장의 급격한 조정
5	2021-09-07	36.5억달러	엘살바도르 비트코인 법정화폐 도입에 급락
6	2025-09-22	36.2억달러	과도하게 누적된 롱 포지션 청산
7	2021-02-23	31.5억달러	재닛 옐런 재무장관 비트코인 비판 발언
8	2026-08-19	29.9억달러	미 재무부 바이백 확대와 SEC 규제 완화 기대에 따른 숏 스퀴즈
9	2021-04-23	29.2억달러	미국 자본이득세 인상 계획
10	2021-04-16	27.7억달러	튀르키예의 암호화폐 결제 금지

자료 : Coinglass, iM증권 리서치본부

8.19일 가상자산 시장 숏 청산(27.4억달러), 롱 청산(2.5억달러) 발생하며 총 29.9억달러 청산 발생. 가상자산 시장이 장기간 약세를 이어오면서 선물시장에 누적되었던 숏 포지션이 가격 반등 과정에서 빠르게 청산됐고, 이에 따른 숏커버링 발생하며 가상자산 급등세 시현



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

Clarity Act 통과하기 위해 민주당의 지지 필요

- 현재 미 상원은 공화당 53석, 민주당 45석, 무소속 2석으로 구성. CLARITY Act의 최종 가결은 출석·투표 의원의 단순 과반으로 가능하지만, 본회의 심의 개시와 필리버스터 차단을 위해서는 클로처(cloture) 표결에서 60표 확보가 필요한 구조. 특히 **9.15일 예정된 표결은 법안 최종 표결이 아니라 법안 심의 개시 동의안(motion to proceed)에 대한 클로처 표결로**, 통과하더라도 수정안 심의와 추가 토론 종결 절차가 필요한 상황. 공화당 의원 53명이 전원 찬성하더라도 민주당 또는 무소속 의원 가운데 최소 7명의 추가 지지가 필요

민주당, CLARITY Act 반대 및 보완 요구 사항 정리		
구분	반대 및 보완 요구 사항	내용
증권법 적용 축소	SEC 관할 및 증권법상 보호 약화	가상자산을 '디지털 상품'으로 분류하면 공시·등록·법적 책임 등 증권시장 수준의 투자자 보호를 피할 수 있다는 우려
자산 분류 기준의 모호성	탈중앙화·성숙 블록체인 기준 모호	실질적으로 소수 주체가 통제하더라도 형식적 요건이나 향후 탈중앙화 의도만으로 증권규제를 벗어날 가능성이 있다는 주장
시장조작·이해상충 위험	거래소의 상장·투자·거래 기능 분리 미흡	거래소나 계열 벤처캐피털이 투자한 토큰을 직접 상장하는 등 이해상충과 시세조종 위험이 남는다는 우려
DeFi 규제 공백	탈중앙화금융 관련 면제 범위가 과도함	실제 운영주체나 법인이 있는 서비스도 'DeFi'로 분류해 SEC-CFTC 규제와 법적 책임을 회피할 수 있다는 주장
감독기관의 역량 부족	CFTC, SEC에 비해 업무·예산·인력이 부족함	대규모 가상자산 현물시장 감독을 새로 맡기면서 안정적인 자원과 집행 인력이 충분히 보장되지 않았다는 지적
은행·금융안정 위험	가상자산 위험의 전통 금융권 전이 가능성	은행의 가상자산 업무 확대와 자본규제 제한이 거래소 부실·수탁 위험을 은행 시스템으로 확산시킬 수 있다는 우려
스테이블코인 이자 지급	예금과 유사한 수익상품에 대한 규제 차익	거래소 등이 스테이블코인 단순 보유자에게 이자·수익을 지급하면 예금보험이나 은행 건전성 규제 없이 사실상 예금상품을 제공하게 되고, 은행예금 이탈과 지역은행 대출 감소를 초래할 수 있다는 주장
불법금융·국가안보	자금세탁·제재 회피 대응이 불충분함	해외 거래소, DeFi, 익명 지갑 등을 통한 불법자금·테러자금·제재 회피를 충분히 통제하지 못할 수 있다는 우려
공직자 이해상충	대통령·고위공직자의 가상자산 사업 제한 부재	현직 대통령과 가족이 가상자산 사업에 이해관계를 가진 상태에서 관련 규제법을 제정하면 사익 추구와 외국자금 유입 위험이 있다는 주장

자료: iM증권 리서치본부

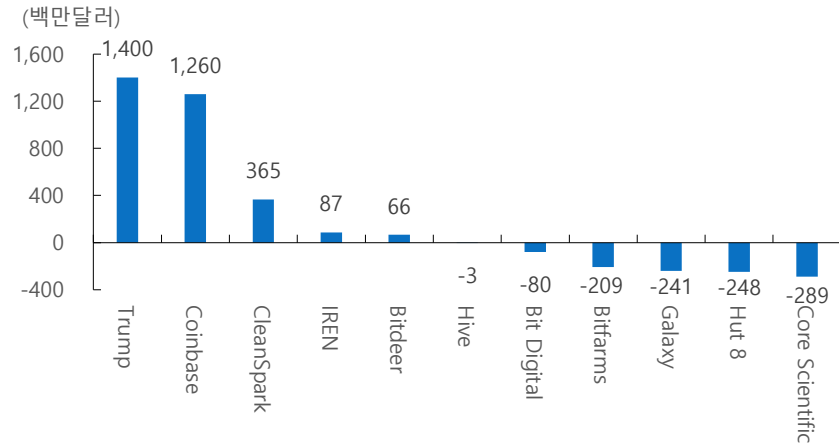
Clarity Act, 트럼프 이해상충 방지 관련 논란

- 6.30일 미국 정부윤리국에 따르면, 트럼프 대통령 가상자산 사업을 통해 최소 14억달러 이상의 수익 확보. World LibertyFinancial(WLF) 관련 수익 약 5.94억달러, \$TRUMP 밈코인 관련 수익 약 6.36억달러, 스테이블코인 기업 지분 매각수익 약 1.97억달러 등으로 가상자산 사업이 트럼프 대통령 가문의 주요 수익원으로 자리 잡은 모습
- 트럼프 대통령이 취임 직전 발행한 밈코인 '오피셜트럼프(Official Trump·\$TRUMP)'의 가격은 현재 고점(종가 기준)인 44.28달러 대비 94.6% 이상 하락하면서 투자자들의 손실이 확대되었다는 비판 존재. 이에 민주당이 CLARITY Act에 대통령 및 고위 공직자의 가상자산 보유·사업 참여를 제한하는 이해상충 방지 장치를 포함할 유인은 더욱 높아진 것으로 판단

트럼프 대통령의 2025년 가상자산 관련 수입 세부 내역		
구분	주요 내용	수입 (비중)
월드 리버티 파이낸셜 (WLF)	트럼프 대통령의 두 아들 등 가족이 공동 설립한 가상 자산 프로젝트에서 발생한 수입. 자체 토큰 판매, 프로젝트 지분 보유 및 관련 사업 수익 등이 포함	5.94억 달러 (41.60%)
밈코인 사업	트럼프 이름과 브랜드를 활용한 밈코인 발행·판매에서 발생한 수입	6.36억 달러 (44.60%)
스테이블 코인 기업 지분 매각	스테이블코인 관련 사업을 영위하는 지주회사 지분 일부를 매각하면서 확보한 일회성 수입	1.97억 달러 (13.80%)

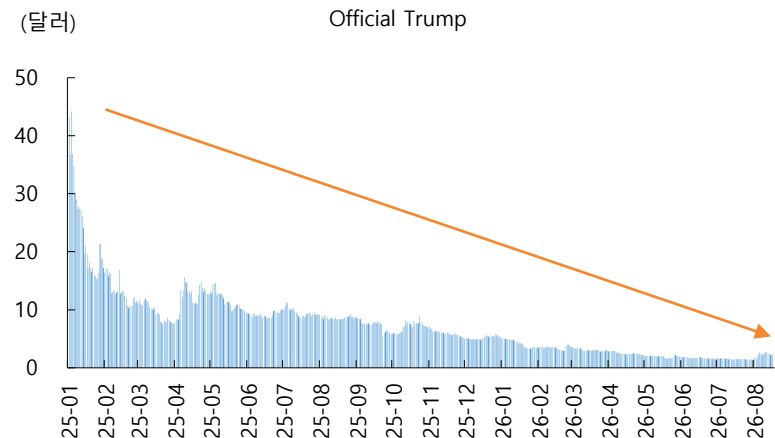
자료 : iM증권 리서치본부

트럼프 대통령 25년 가상자산 사업 통해 14억달러 수익 확보. Coinbase, CleanSpark 등 미국 주요 가상자산 기업 연간 순이익 상회하는 규모임



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Trump 밈 코인 9.3일 기준 2.38달러에서 거래. 고점(종가 기준) 44.28달러 대비 -94.6% 하락하며 투자자 손실 확대



자료 : Coingecko, iM증권 리서치본부

Clarity Act 입법 불발 영향은 제한적일 것

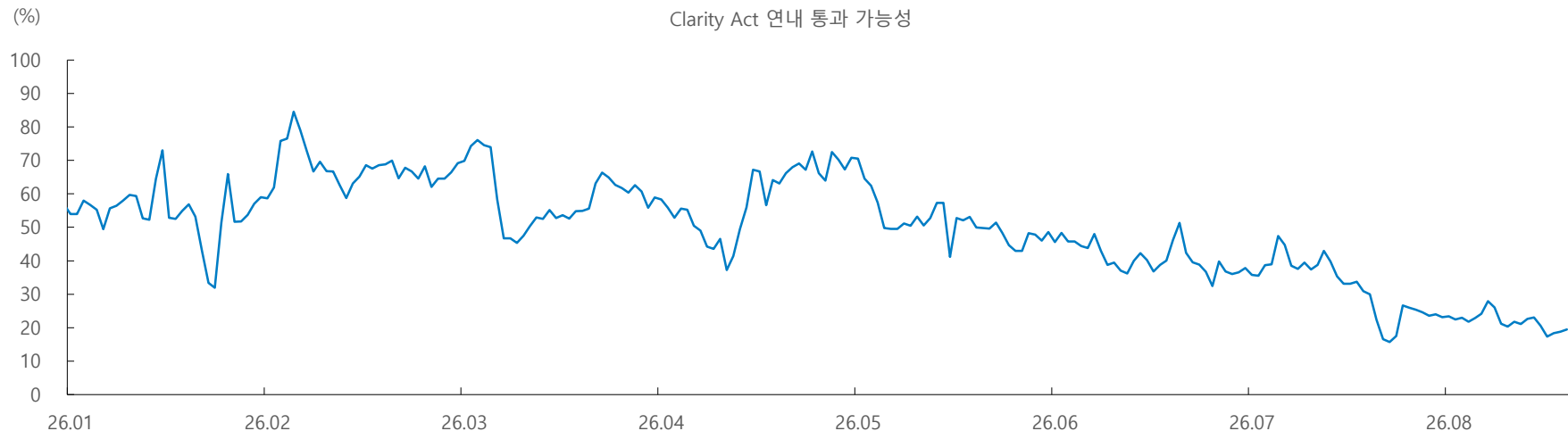
- CLARITY Act의 연내 통과 가능성은 낮아졌지만, 시장 충격은 제한적. 연내 불발 가능성이 이미 상당 부분 가상자산 시장에 반영된 데다 GENIUS Act 시행과 SEC·CFTC의 규제 명확화가 입법 공백을 일부 대체하고 있기 때문임
- 다만 법안의 장기 지연은 미국 내 알트코인 발행과 DeFi·토큰화 사업의 제도적 확장성을 제약할 수 있으며, 스테이블코인 리워드 조항은 Coinbase와 Circle 등 개별 기업의 수익성에 직접적인 영향을 미칠 전망

Clarity Act 주요 일정 및 일정별 통과 가능성

시기	주요 일정 및 통과 가능성
9.4일~9.14일	상원 휴회 기간으로 본회의 처리는 불가능한 상황. 다만 공화당 지도부와 민주당 간 수정안 협상 지속 예상.
9.15일	CLARITY Act 본회의 심의 개시 위한 클로처 표결 예정. 가결에는 60표 필요, 공화당 53명이 전원 찬성하더라도 최소 7명 민주당·무소속 의원 지지가 필요한 상황.
9.16일~10.2일	클로처 통과 시 본회의 토론·수정안 표결·최종 표결 진행 가능. 상원 수정안이 가결되면 하원이 동일 문안을 다시 승인해야 하므로 시간 촉박하나, 제정을 위한 가장 현실적인 구간
10.5일~11.6일	중간선거 앞둔 지역구 활동 기간으로 상원 본회의가 사실상 중단. 선거운동과 정치적 부담으로 초당적 합의 가능성 약화
11.9일~12.18일	중간선거 이후 레임덕 회기에서 재추진 가능. 다만 예산안·국방수권법·인준 등 필수 법안이 우선 처리될 가능성이 높아 CLARITY Act의 독립 처리 여력 제한.
12.19일~27.1.3일	상원의 목표 폐회일은 12.18일이며, 이후 실질적 입법 가능성 제한적. 27.1.3일 제119대 의회 종료 전 양원 동일 문안 통과와 대통령 서명까지 완료하지 못하면 법안 폐기

자료 : iM증권 리서치본부

Clarity Act 연내 통과 가능성 점차 하락하며 고점인 84.56%에서 20% 이하로 하락



자료 : Kalshi, iM증권 리서치본부



[PART II]

2. 스테이블 코인 발행사, 미 국채 큰 손으로 부상

GENIUS Act 통과, 스테이블코인 발행사 미 국채 매수 주체로 부상

- 2025.7.18일, 결제용 스테이블코인을 제도권 금융에 편입하고 규율하기 위한 GENIUS Act 제정. 발행사 인가제, 발행잔액 대비 1:1 준비자산 보유, 정기 감사·공시 및 자금세탁방지(AML)·고객확인(KYC) 의무 등을 규정
- 이에 따라 스테이블 코인 발행사는 스테이블코인 발행잔액 이상의 준비자산을 현금·요구불예금·만기 또는 잔존만기 93일 이하 미 국채·국채 담보 Repo·정부형 MMF 등 고유동성 안전자산으로 유지해야 함.

가상자산 3법(GENIUS Act, Clarity Act, Anti-CBDC Surveillance State Act) 입법 현황		
법안	핵심 내용	입법 현황
GENIUS Act	발행액의 100%를 달러·단기 미 국채 등 고유동성 자산으로 준비, 월별 준비자산 공개, 발행인 허가제, AML·제재 준수, 파산 시 보유자 우선변제	25.7.18 제정 완료
CLARITY Act	디지털자산의 증권·상품 분류기준 마련, SEC와 CFTC의 관할권 구분, 비증권성 디지털상품 현물시장에 대한 CFTC 감독권 부여, 거래소·브로커 등록체계 구축	25.7.17 하원 통과 →상원 심의
Anti-CBDC Surveillance State Act	연준이 개인에게 직접 또는 금융기관을 통해 CBDC를 제공하는 것을 제한하고, CBDC를 통화정책·금융감시 수단으로 사용하는 것을 금지	25.7.17 하원 통과 →상원 계류

자료 : iM증권 리서치본부

GENIUS Act의 주요 내용

구분	내용
지급 스테이블코인 Payment Stablecoin	지급 스테이블코인은 ① 결제 및 정산 수단으로 사용되거나 사용되도록 설계된 (A) 디지털 자산으로서 (B) 그 발행자가 요건 ②와 ③, 또는 ④를 충족하는 경우를 의미 ① 발행자는 스테이블코인을 고정된 양의 미국 통화 또는 미국 통화 표시 예금(monetary value)으로 전환, 상환 또는 환매할 의무 ② 미국 통화 및 예금에 대해 안정적인 가치를 유지할 것임을 명시(represent)하거나, 유지할 것이라 합리적 기대를 형성 ③ 본 법의 승인 요건을 준수 (B) 국가 통화, 예금(자산원장기술을 활용해 기록한 예금 포함), 투자회사 발행 유가증권은 제외, 수익 및 이자는 미제금
허가된 발행자	허가된 발행자는 미국 내 법적 주체로서 (A) 부보예금기관의 자회사, (B) 연방 자격 비은행 스테이블코인 발행자 (C) 주 자격 스테이블코인 발행자를 의미 - 허가된 발행자가 아닌 경우, 미국에서 지급 스테이블코인 발행은 불법(unklawful)
준비자산(reserves)	(A) 허가된 발행자는 지급 스테이블코인 발행 잔액에 대해 최소 1:1 비율로 준비자산(①~④으로 구성)을 유지할 의무 ① 미국 동전 및 화폐(연은 지폐 포함) 또는 중앙은행 예치금 ② 익익물 역레포 매수 ; 미 국채 담보 등의 요건 ③ 부보예금기관 등이 요구불예금(또는 수시 인출금)이 가능한 ④ ①~④항'에 해당하는 기초자산에만 투자되는 MMF 기타 예금) 형태로 보유하는 자금 또는 부보예금기관의 출자금 ⑤ 그 외 소관 규제기관이 승인한 정부 발행 유동자산 ⑥ 잔여 만기 93일 이내의 미국 국채(당/장기채) ⑦ ①~④'에 해당하는 준비자산의 토론회된 형태; 관련 법 및 ⑧ 익익물 레포 매도 ; 만기 93일 이내 미 국채 담보 규정을 모두 준수하는 경우 (B) 상환정책 (C) 발행 잔액의 적시 상환을 위한 절차 수립 및 (D) 웹사이트에 월별 준비자산 구성 공시 의무
재담보화 금지	준비자산은 스테이블코인 상환 요청에 대한 합리적 기대를 충족시키기 위한 유동성 확보 목적을 제외하고, 담보pledge, 재담보rehypothecate 또는 재사용reuse 금지 * 국채 형태의 준비자산은 90일 이내 만기의 레포 거래에 대한 담보로 설정 가능
스테이블코인 활동	지급 스테이블코인과 관련해서는 ① 발행 ② 상환 ③ 준비자산 관리(매입 및 보유) ④ 수탁 및 보관 서비스 제공 ⑤ 발행 및 상환 업무를 직접 지원하기 위한 기타 기능만을 제한적으로 수행 가능
자본, 유동성 및 리스크 관리	연방 및 주 규제당국은 허가된 발행자에 적용할 수 있는 ① 자본 요건 ② 유동성 및 금리 리스크 관리 기준 ③ 적절한 운영 리스크, 컴플라이언스 및 정보기술 리스크 관리 표준을 발표할 의무
은행비밀보장법 적용	허가된 발행자는 은행비밀보장법(Bank Secrecy Act) 목적상 금융기관으로 간주되어 자금세탁 방지, 금융범죄 규제 등을 준수할 의무
이중적 규제 체계 (연방/주 규제)	① 총 시가총액이 \$100억 이하의 스테이블코인 발행자 주 수준의 규제 체계가 연방 수준의 규제 체계와 ① 실질적으로 유사한 경우, 주 수준의 규제를 선택 가능 ② 아닌 경우, 시가총액과 관계 없이 연방 규제 준수 ③ 총 시가총액이 \$100억을 넘는 발행자 ① 시가총액이 \$100억에 도달한 후 늦어도 360일 이내에 연방 규제로 전환(①채금 기관은 연준 ②그외 기관은 통화감독청) 또는 ② 시가총액이 다시 \$100억을 하회할 때까지 신규 발행 중단

자료 : 국제금융센터, iM증권 리서치본부

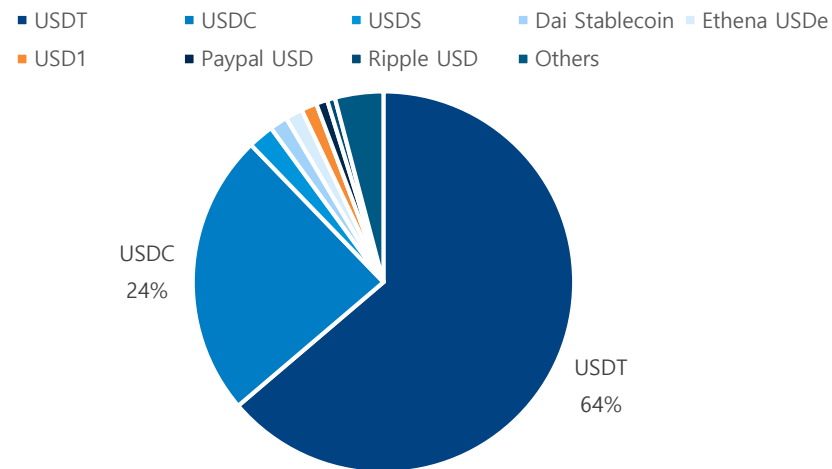
스테이블코인 발행사, 미 국채 매수 중

- 달러 스테이블코인은 발행액에 상응하는 준비자산을 보유해야 하며, 주요 발행사는 준비자산 상당 부분을 T-bill과 국채담보 Repo로 운용. 따라서 스테이블코인 시장이 성장할수록 준비자산 증가가 자연스럽게 미국 단기국채 수요 확대로 연결되는 구조
- 스테이블 코인 시가총액 3,000억달러 상회하는 가운데 시장점유율 64%를 차지하고 있는 USDT(발행사 Tether), 시장점유율 24% 차지하고 있는 USDC(발행사 Circle)는 미 국채 시장의 의미 있는 수요처로 부상
- Tether의 담보자산은 T-bill, Reverse Repo, 귀금속, 비트코인, 주식 등으로 다양하게 구성되어 있으며 Circle의 담보자산은 T-bill, Reverse Repo, 예금 등으로 유동성 자산으로 구성되어 있는 상황

자산 구분	금액(억달러)	총자산 비중
T-bill	1,150억달러	59.5%
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	5.4%
합계	1,930억달러	100%

자료 : Tether, iM증권 리서치본부

스테이블코인 시장 점유율, USDT(64%), USDC(24%) 차지



자료 : Rwa.xyz, iM증권 리서치본부

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

자료 : Circle, iM증권 리서치본부

스테이블코인 발행사 및 주요국의 미 국채 보유액

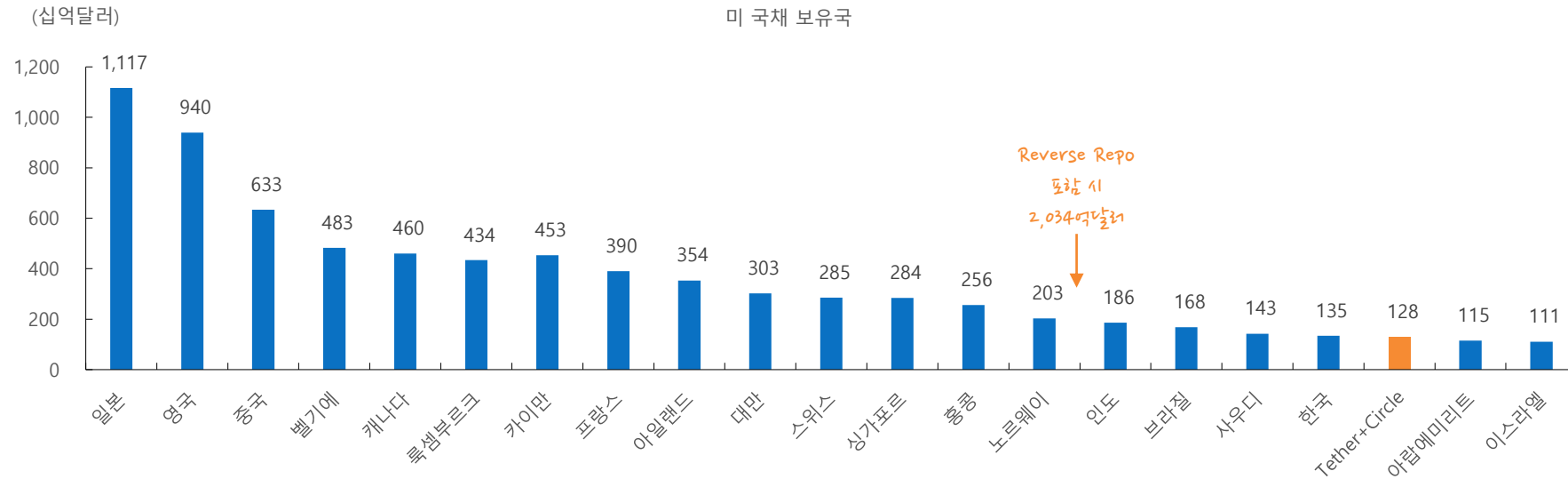
- 테더와 써클의 T-bill 직접 보유액은 총 1,282억달러로, 주요국과 비교할 경우 한국 다음이자 UAE·이스라엘을 상회하는 수준. Reverse Repo 등 간접 익스포저를 포함한 미 국채 연계자산은 2,034억달러로 인도 및 브라질 상회하고 노르웨이와 유사
- 미 국채가 구조적으로 증가하는 가운데 스테이블코인 시장의 성장에 따른 T-bill 수요처로서의 중요성 확대

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

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

자료 : Tether, Circle, iM증권 리서치본부

현재 Tether와 Circle의 미 국채 보유액은 1,282억달러로 19위 기록

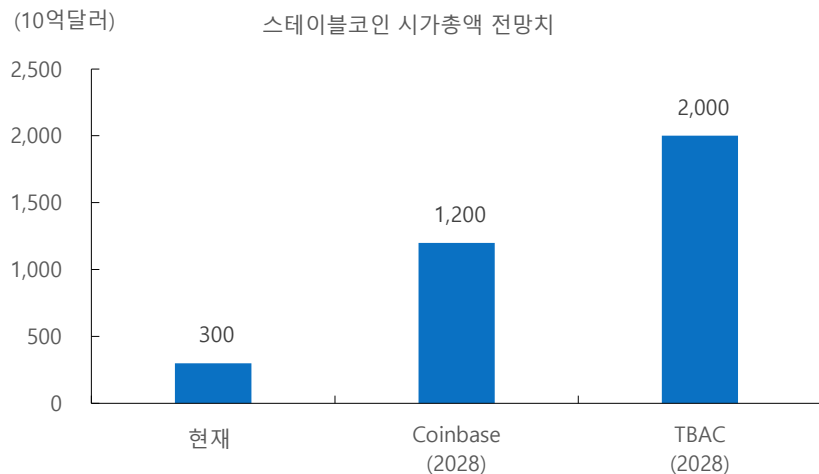


자료: 각사, iM증권 리서치본부

스테이블코인 성장 시 미 국채 수요 증가할 것으로 전망

- 현재 스테이블코인 시가총액은 3,000억달러인 가운데 Coinbase는 2028년에 스테이블코인 시가총액을 1조 2,000억달러로 전망한 바 있으며 TBAC는 2조달러로 전망함
- 향후 스테이블코인이 Coinbase가 제시한 2028년 1.2조달러까지 성장하면 향후 T-bill 직접 보유액은 약 5,130억달러로 성장할 것으로 전망. Repo 포함하면 약 8,140억달러로 성장할 것으로 전망
- Coinbase보다 공격적인 전망치인 TBAC의 전망치인 2.0조달러로 성장할 경우 향후 T-bill 직접 보유액은 약 8,550억달러로 성장할 것으로 전망. Repo 포함하면 약 1.36조달러로 성장할 것으로 전망

2028년 스테이블코인 시가총액 전망치(Coinbase, TBAC)



자료 : Coinbase, TBAC, iM증권 리서치본부

스테이블코인 성장 시 미 국채 수요 전망

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

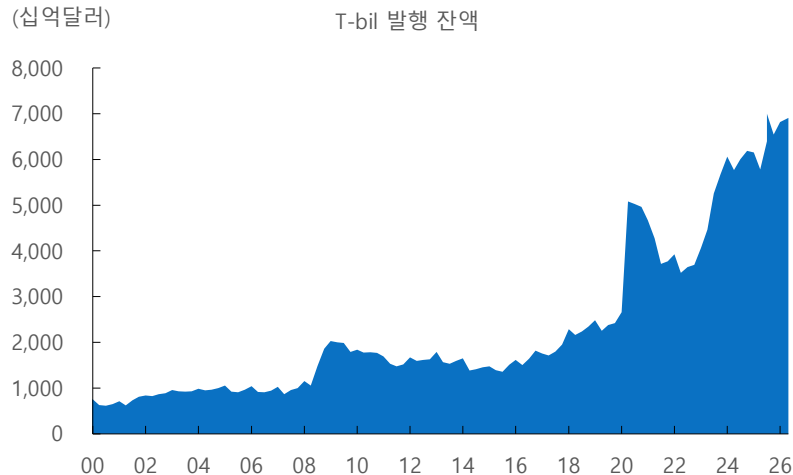
자료: iM증권 리서치본부

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

스테이블코인 발행사 T-bill 잔액의 7~12% 보유 주체로 성장 전망

- 미 정부부채 약 40조 달러 가운데 시장성 국채는 약 31.5조달러이며, 이 중 T-bill의 잔액은 7.0조 달러인 상황. 스테이블코인 시장 성장 시 스테이블코인 발행사는 현재 T-bill 잔액의 7~12%에 해당하는 보유 주체로 성장할 가능성 존재.
- 재무부가 장기채 대신 T-bill 발행을 확대하는 Treasury Twist(미국 재무부가 단기국채 발행을 늘려 조달한 자금으로 장기국채를 매입(바이백)하여 장기 금리를 안정시키려는 통화·재정 정책)를 추진할 경우 새로운 구조적 매수 기반으로 활용 가능

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



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

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

구분	Coinbase 기준	TBAC 기준
스테이블 코인 (2028년)	1.2조 달러	2.0조 달러
T-bill 직접 보유액 (2028년)	약 5,130억 달러	약 8,550억 달러
현재 T-bill 7조 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 Twist를 추진할 경우 새로운 구조적 매수 기반으로 활용 가능

자료 : iM증권 리서치본부

다만, TBAC의 T-bill 발행권고 기준은 15~20%

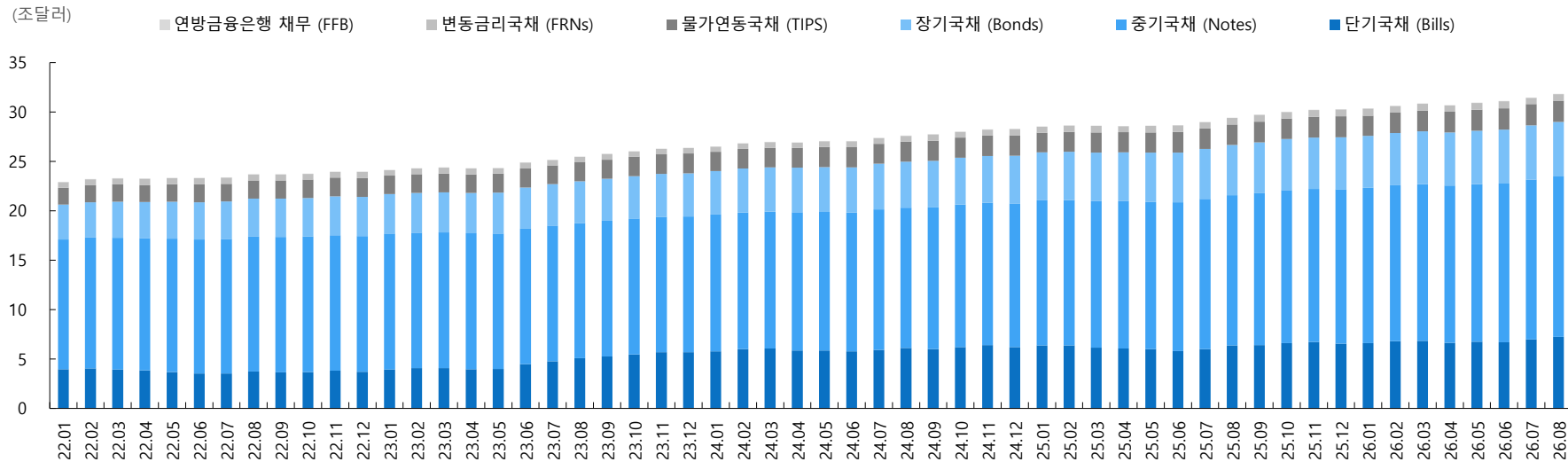
- 미국의 T-bill 잔액은 약 7.2조달러로 시장성 국채의 22.6%를 차지하며, TBAC가 제시한 장기 적정 비중 15~20%의 상단을 이미 상회하는 상황. 다만 TBAC의 20%는 엄격한 발행 한도가 아니라 조달비용과 차환위험 사이의 균형을 고려한 장기 운용 기준
- 다만 미 국채 평균만기는 약 70개월로 글로벌 금융위기 이전과 비교하면 여전히 높은 수준을 유지하고 있어, 단기채 비중 상승이 전체 만기구조의 급격한 단축으로 이어진 상황은 아닌 것으로 판단

미 국채 평균만기가 약 70개월로 비교적 높은 수준을 유지하고 있어 단기채 발행의 완충 여력은 존재



자료 : Treasury, iM증권 리서치본부

미국 정부부채 약 40조 달러 가운데 시장성 국채는 약 31.8조달러이며, 이 중 T-bill 잔액은 약 7.2조 달러에 달하는 상황. 미국의 T-bill 잔액은 약 7.2조달러로 시장성 국채의 22.6%를 차지

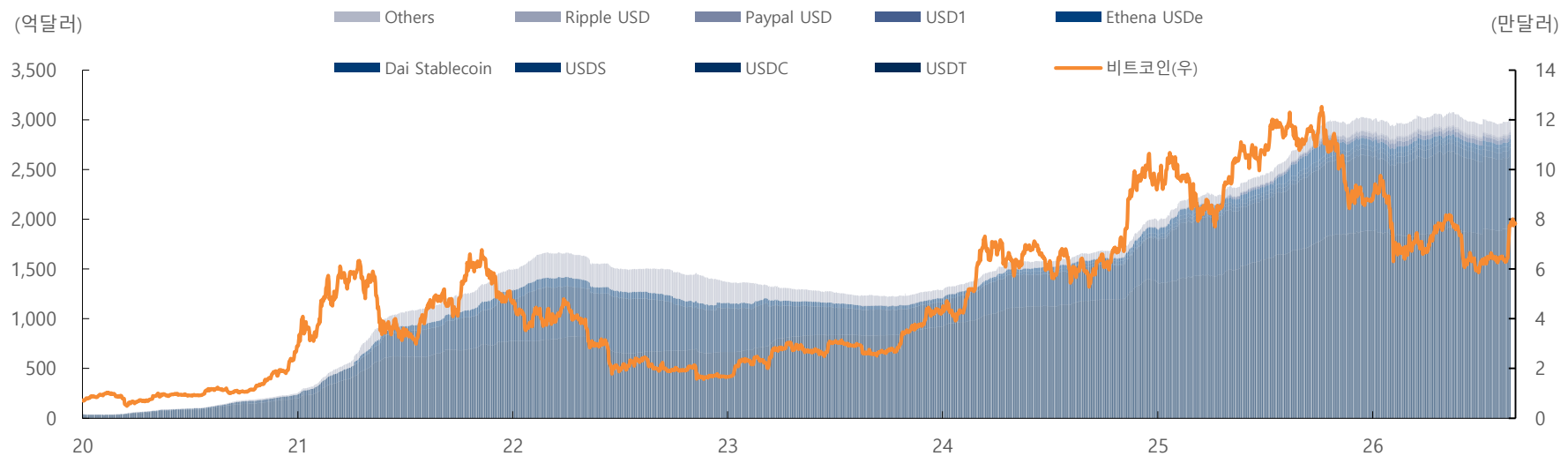


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

스테이블 코인 시장 성장을 위한 전제조건

- 다만 2조달러 성장은 전제가 필요한 시나리오임. 최근 가상자산 가격이 부진한 가운데 스테이블코인 시가총액 역시 성장 속도가 둔화되고 있어, 가상자산 거래 수요만으로 2028년 1.2~2조달러 시장을 달성하기에는 한계 존재
- 향후 결제·송금, RWA 토큰화, 기관 금융시장 등 비(非)가상자산 영역으로 사용처가 얼마나 빠르게 확산되는지가 핵심 변수가 될 전망. 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 지적한 바 있음

가상자산 시장 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: Bloomberg, iM증권 리서치본부



[PART III]

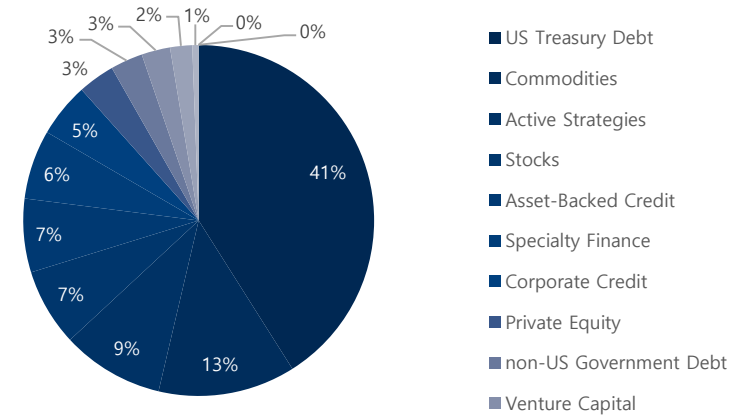
3. 스테이블코인 시장 성장 전제 조건

스테이블코인 시장 성장 전제조건-

①RWA 시장 성장

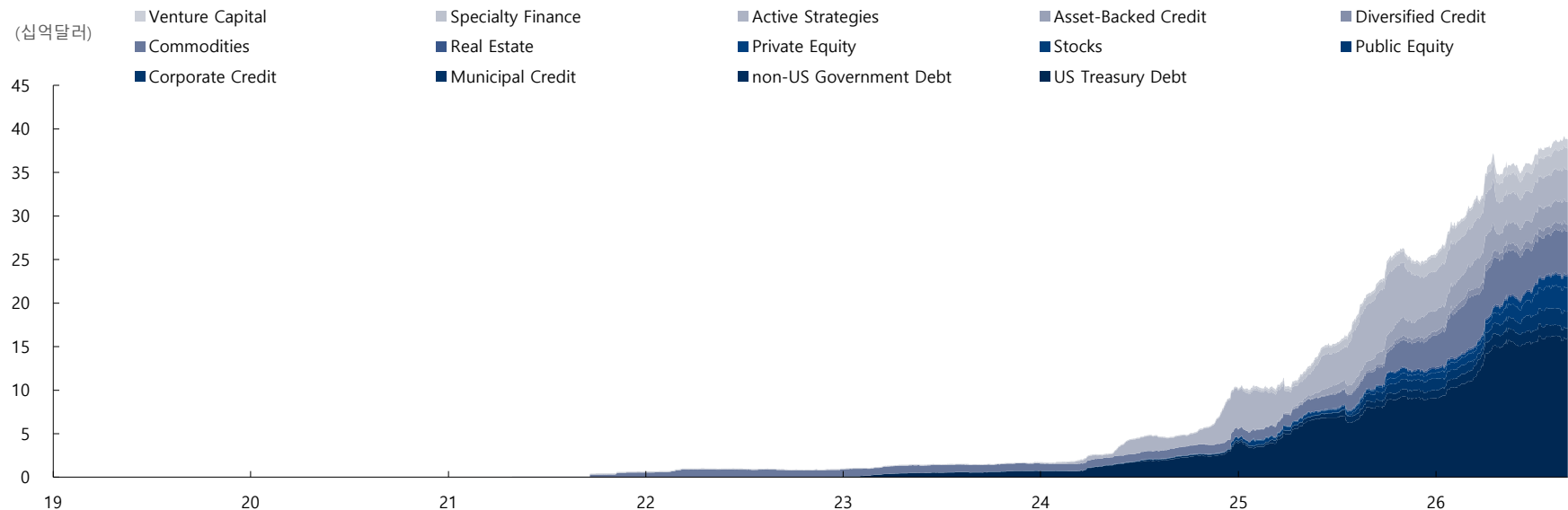
- 글로벌 RWA(Real World Asset, 실물자산 토큰화) 시장은 현재 391억달러로 국채·신용자산을 중심으로 빠르게 성장한 이후 원자재와 주식으로 확산.
- 현재 RWA 시장의 자산은 미 국채(41.0%), 원자재(12.6%), 액티브 전략(9.4%), 주식(7.1%) 등으로 구성되어 있으며, 미 국채와 원자재가 전체 시장의 53.7%를 차지하는 등 유동성과 담보가치가 높은 자산을 중심으로 토큰화가 진행 중

현재 RWA 자산 구성 비율



자료 : Rwa.xyz, iM증권 리서치본부

글로벌 RWA 시장은 빠른 속도로 성장 중

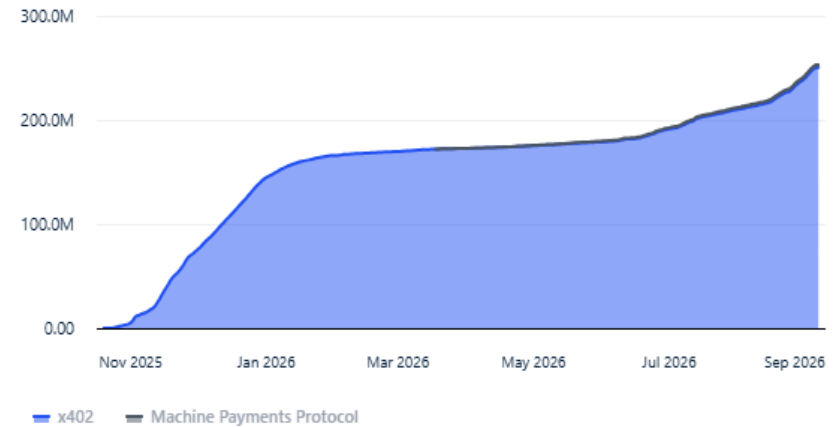


자료: Rwa.xyz, iM증권 리서치본부

스테이블코인 시장 성장 전제조건- ②Agentic AI 결제

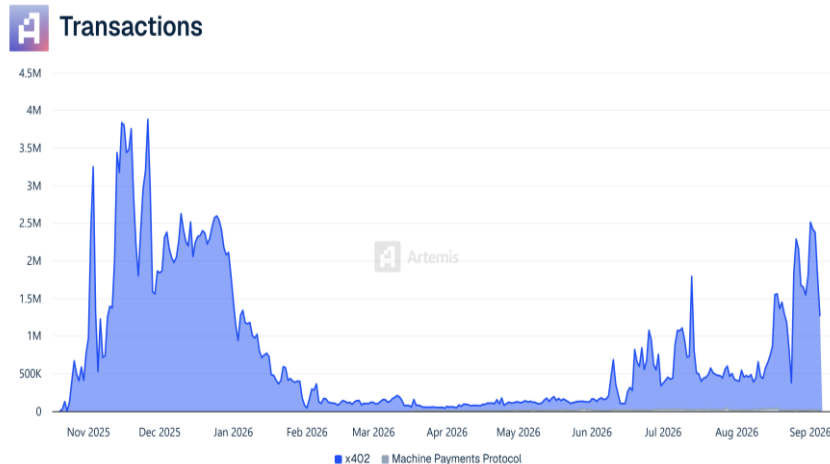
- 에이전틱 페이먼트의 누적 거래 건수는 '26년 9월 약 2.5억건까지 증가, 대부분을 x402 프로토콜이 차지. 다만 결제금액과 실제 이용자·가맹점의 분산 정도를 고려하면 아직 상용화 초기 단계로 판단
- '25년 말 거래 건수가 급증했으나 상당 부분은 밌코인의 반복 민팅과 테스트 활동에서 발생. '26년 들어 거래가 한동안 감소했지만 최근 일평균 거래 건수는 다시 200만건을 상회
- 거래 건수에 비해 실질 결제금액 증가가 제한적이라는 점에서, 현재는 고액 상품의 결제시장 확대(Agentic Commerce)보다 기계 간 결제(A2A, Agent-to-Agent) 인프라의 사용 빈도가 먼저 증가하는 국면으로 해석

에이전틱 페이먼트(Agentic Payments) 누적 건수: '26.9월 2.5억건까지 증가



자료 :Artemis, iM증권 리서치본부

전체 결제 건수(Transaction)

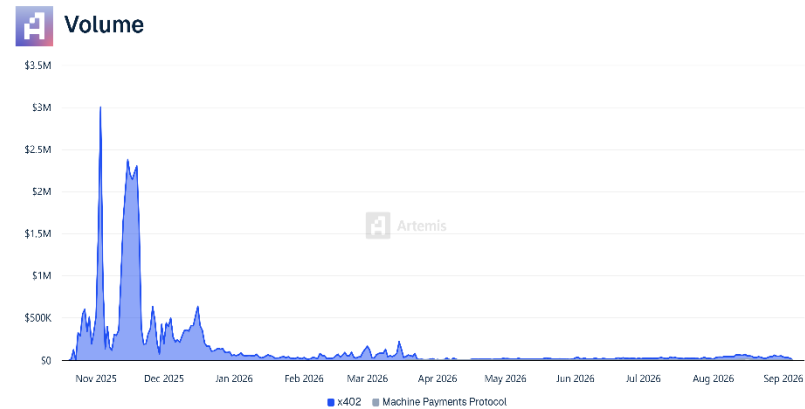


Source: Artemis - As of Sep 7, 2026

@hkkh4472_32ca72 ARTEMIS

자료 :Artemis, iM증권 리서치본부

전체 결제 금액(Volume)



Source: Artemis - As of Sep 7, 2026

@hkkh4472_32ca72 ARTEMIS

자료 :Artemis, iM증권 리서치본부

스테이블코인 시장 성장 전제조건- ②Agentic AI 결제

- 에이전틱 결제 시장에서 코인베이스가 개발한 x402 프로토콜과 Base 네트워크의 비중이 높은 가운데, x402의 주요 결제수단인 USDC가 전체 결제 통화의 약 99%를 차지
- 최근 x402 거래 증가는 고액 상품 구매보다 AI 모델 추론, 컴퓨팅, 코드 실행 및 블록체인 RPC 등 디지털 인프라 이용료를 호출 단위로 지급하는 초소액·고빈도 결제가 주도

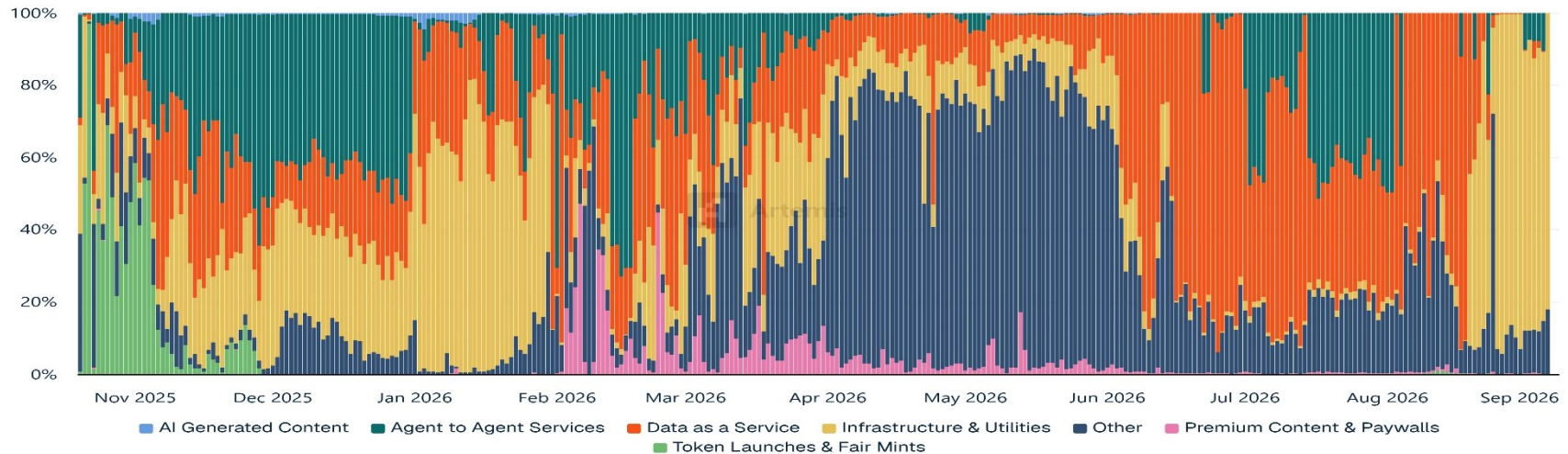
Agentic 결제 통화: x402프로토콜 기반으로 USDC 99% 차지



■ USDC ■ Other

자료 :Artemis, iM증권 리서치본부

최근 x402 거래 증가는 고액 상품 구매보다 AI 모델 추론, 컴퓨팅, 코드 실행 및 블록체인 RPC 등 디지털 인프라 이용료를 호출 단위로 지급하는 초소액·고빈도 결제가 주도

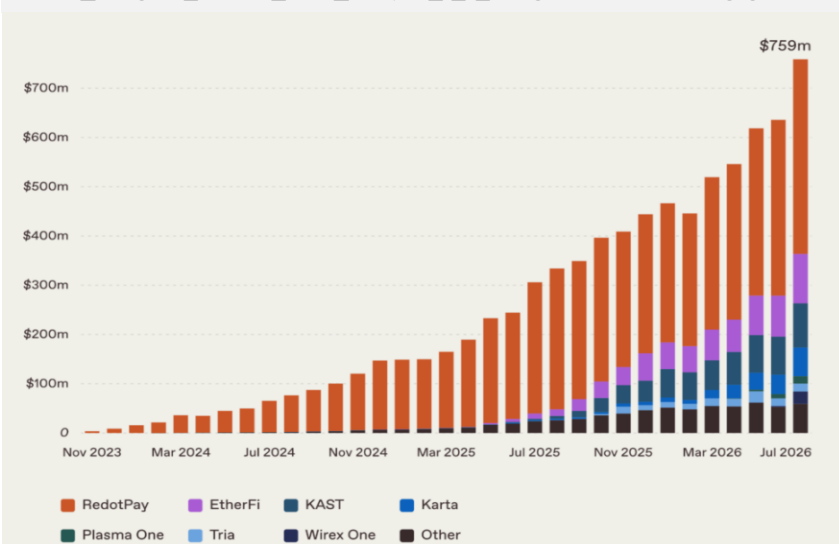


자료 :Artemis, iM증권 리서치본부

스테이블코인 시장 성장 전제조건-③결제 및 송금

- 26년 7월 월간 가상자산 카드 결제액은 7억 5,900만달러로, 전년 동월의 3억600만달러 대비 약 2.5배로 확대. PaymentScan이 집계를 시작한 23년 10월에는 100만달러 미만이었던 점을 고려하면 가상자산 기반 카드 결제가 빠르게 성장하고 있는 것으로 평가
- 다만, Nilson Report에 따르면 2025년 전세계 6대 카드 브랜드의 신용카드(체크 및 선불카드 제외) 구매액만 연간 18.8조달러로, 월평균 약 1.57조달러임. 가상자산 카드 결제액이 전년 대비 약 2.5배 증가했으나 글로벌 카드시장 대비 비중은 0.05%에도 미치지 못하고 있는 상황. 높은 성장률은 확인되었지만 절대적인 규모는 아직 미미한 상황
- 현재는 스테이블 코인이 카드시장을 완전히 대체했다기 보다는 스테이블 코인이 기존 카드망에 연결되며 실생활 결제 가능성 검증하는 초기단계로 이해하는 것이 적절

26.7월 가상자산 카드 결제: 월 7억 5천만달러 상회 하며 빠르게 성장



자료 : a16zcrypto, iM증권 리서치본부

가상자산 카드 결제 이해

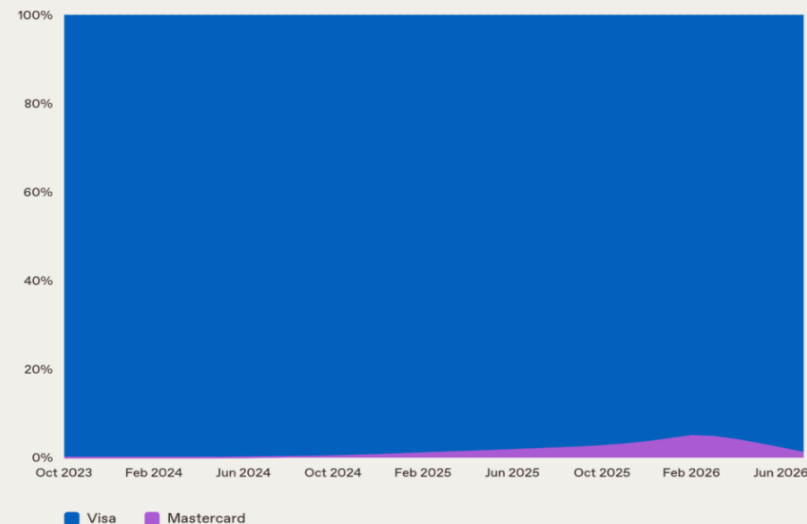
구분	내용
개념	USDC-USDT 등 스테이블코인 잔액을 이용해 일반 가맹점에서 결제할 수 있는 카드
결제 구조	이용자가 스테이블코인으로 결제하면 카드사가 이를 현지 법정통화로 전환해 가맹점에 지급
카드 성격	대부분 Visa-Mastercard 결제망을 이용하는 선불-체크카드 형태
가맹점 수취 자산	원화-달러 등 현지 법정통화. 가맹점이 스테이블코인을 직접 보유할 필요 없음
주요 이용자	스테이블코인 보유자, 해외소득 수취자, 프리랜서, 디지털자산 이용자, 달러 접근성이 낮은 신흥국 소비자
주요 이용처	식료품, 음식배달, 차량호출, 온라인 쇼핑, 구독 서비스, 여행-숙박 등
주요 결제 자원	USDC-USDT 등 달러 기반 스테이블코인
주요 사업자	RedotPay, Ether.fi, KAST, Gnosis Pay, MetaMask 등
주요 결제망	Visa 중심이며 Mastercard도 관련 서비스를 확대하는 중

자료 : iM증권 리서치본부

스테이블코인 시장 성장 전제조건-③결제 및 송금

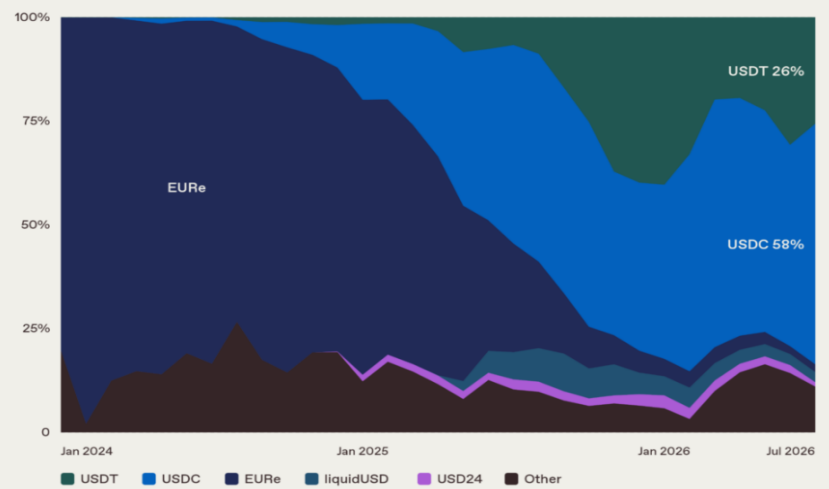
- 26년 7월 PaymentScan이 추적한 가상자산 카드 결제의 90% 이상이 Visa망을 통해 처리되고 있으며, Mastercard가 나머지 대부분을 차지. 이는 가상자산 카드가 독자적인 결제망을 구축하기보다 기존 글로벌 카드망에 연계되는 방식으로 확산되고 있음을 의미
- 결제 통화별로 USDC 58%, USDT 26%로 달러 기반 스테이블코인이 전체 가상자산 카드 결제액의 약 84%를 차지. 전년 동월의 약 55%(USDC 48%·USDT 7%)에서 크게 상승하면서 스테이블코인이 가상자산 카드의 핵심 결제 재원으로 자리 잡는 모습

현재 가상자산 카드 결제 비중은 Visa가 90% 이상 차지



자료 : a16zcrypto, iM증권 리서치본부

가상자산 결제 카드는 USDC(58%), USDT(26%) 차지하며 달러형 스테이블 코인 비중 확대 중



자료 : a16zcrypto, iM증권 리서치본부



[PART IV]

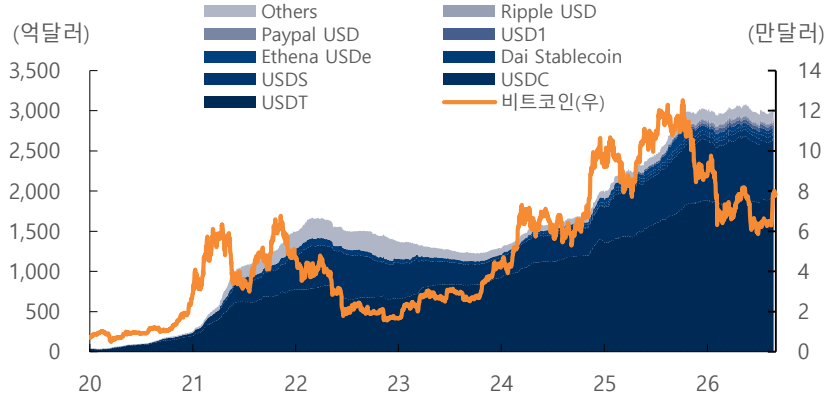
4. 결론(Conclusion)

Conclusion_ 흔들리는 달러, 확장되는 달러

달러화 약세에 따른 디베이스먼트 트레이드



가상자산 약세에 스테이블 코인 시가총액은 홍보 국면



- 미국 재정과 달러 가치에 대한 신뢰 약화가 지속되는 만큼 디베이스먼트 트레이드는 중·장기적으로 유효할 전망이다. 실제 25년 상반기 금은 +25.9% 상승해 비트코인 상승률 +14.8%를 상회했으며, 2026년 초 디베이스먼트 국면에서도 금은 5,417.2달러로 사상 최고치를 경신한 반면 비트코인의 회복은 상대적으로 지연. 이는 금은 중앙은행이라는 비가격민감적 장기 매수 주체가 가격 하단을 지지하는 반면, 비트코인은 ETF 자금 흐름과 DAT 기업의 자본조달 여건, 금융시장의 위험신호에 상대적으로 크게 의존하기 때문
- 이에 따라 디베이스먼트 자산 내에서는 금을 핵심 보유자산으로 유지하고, 비트코인은 ETF 순유입 전환과 하락 추세 종료를 확인하면서 조정 시 분할매수하는 전술적 접근이 적절. 비트코인 DAT 기업은 BTC 가격 변동에 기업의 차입·증자 위험까지 더해지는 만큼 현물 ETF보다 높은 변동성에 유의할 필요
- 디베이스먼트 트레이드의 지속 여부를 판단하기 위해서는 달러화지수, 미국 정부부채와 재정적자, 미 국채 장기금리 및 기간프리미엄 등의 지표를 함께 확인할 필요. 특히 정부부채와 장기금리가 상승하는 가운데 달러화가 약세를 보일 경우, 금리 상승이 경기 개선보다 미국 재정과 정책 신뢰 약화에서 비롯됐다는 신호로 해석할 수 있어 금을 중심으로 한 디베이스먼트 자산에 우호적. 반면 달러 강세와 실질금리 상승이 동시에 나타날 경우 금과 비트코인 모두 단기적인 가격 조정 가능성에 유의
- 스테이블코인은 가격 상승을 추구하는 투자자산보다 달러 결제·정산 인프라에 가까운 만큼 스테이블코인 자체보다는 발행·유통·결제망 및 RWA 토큰화 관련 기업을 중심으로 접근할 필요. 특히 RWA·국제송금·가상자산 카드·에이전틱 결제의 확산이 실질적인 거래금액 증가로 연결되는지 여부 가 중·장기 투자 판단의 핵심



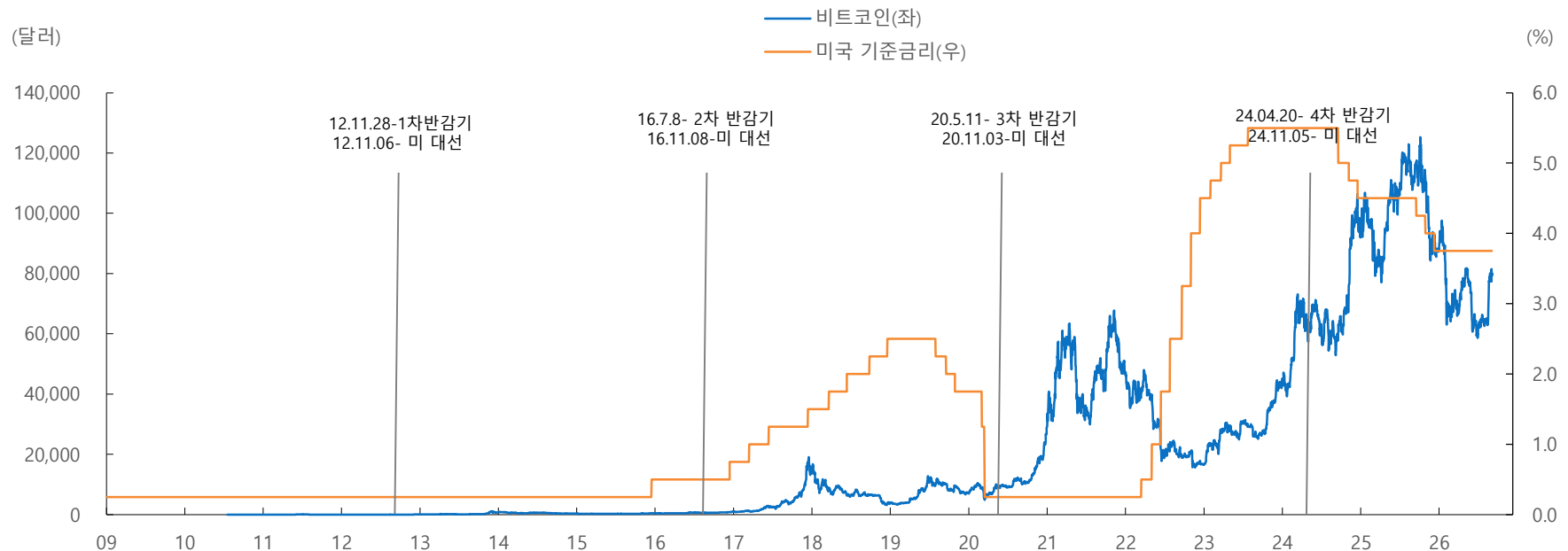
[PART V]

5. Appendix

비트코인 반감기 사이클상 조정 후반부에 근접

- 비트코인 반감기 사이클 측면에서 '조정 국면 진입에 대한 내려티브' 또한 확산되고 있음. 가상자산은 통상 비트코인 반감기 이후 1년~1년 6개월 사이에 최고점을 경신하고 조정국면에 진입하는 모습이 나타남. 이는 1차 반감기, 2차 반감기 그리고 3차 반감기 모두 동일하게 나타난 현상임
- 현재 비트코인은 4차 반감기 이후 약 870일, 2025년 10월 고점 이후 약 11개월이 경과해 과거 반감기 사이클상 조정 후반부 또는 저점 형성 구간에 근접한 것으로 판단. 다만 최근 반등에도 고점 대비 하락 추세가 완전히 해소되지 않아 본격적인 상승 사이클 전환 여부는 추가 확인이 필요

비트코인 반감기와 미 대선 일정, 반감기 사이클상 조정 후반부에 근접



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

1차 반감기 비트코인 가격 상승률



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

2차 반감기 비트코인 가격 상승률



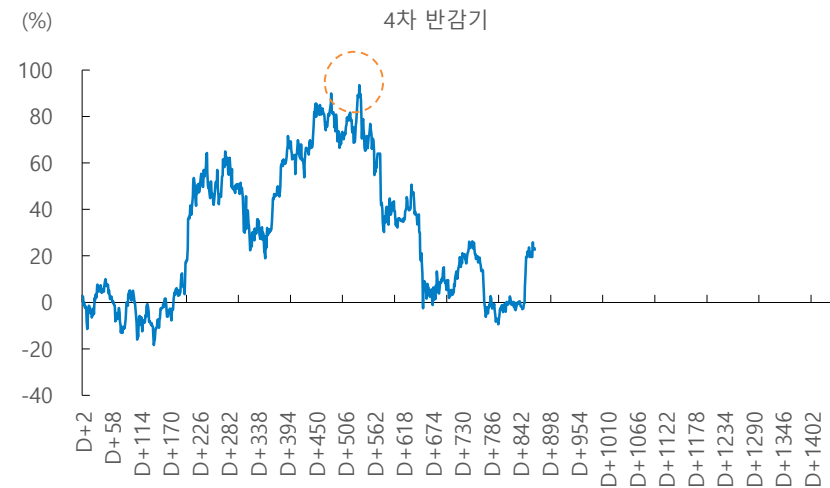
자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

3차 반감기 비트코인 가격 상승률



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

4차 반감기 비트코인 가격 상승률



자료 : Bloomberg, iM증권 리서치본부

Compliance Notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 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.