

[디지털자산]

통화 훼손의 시대

하드머니(BTC) & 소프트머니(STC)







통화 훼손의 시대_BTC & Stable coin

미국 재정적자는 규모보다 구성이 문제다. 2026년 2분기 연율 기준 적자 1.78조 달러 가운데 1.25조 달러가 이자로, 지출 삭감의 대상이 아니다. 의회예산국도 2036년까지 공공 보유 부채 비율 120%를 전망하면서 긴축 전환은 반영하지 않았다. 긴축과 채무불이행, 부의 재분배가 모두 제약된 상황에서 화폐 발행이 남고, 그 비용은 채권 보유자가 부담한다.

반작용은 공급이 고정된 자산으로 향한다. 23년간 글로벌 M2가 4.6배 확대되는 동안 하드머니 바스켓은 16.2배 증가했고, 통화량 대비 비중은 위기 대응이 반복될 때마다 높아져 현재 29.0%다. 항등식에 대입하면 2029년 고점 10.9만~21.9만 달러, 2030년 저점 6.7만~14.2만 달러가 산출되며 현재가는 베이스 저점을 25% 하회한다. 전제가 무너지는 지점은 이번 사이클 바닥의 비트코인 비중이 직전 바닥 2.46%를 하회하는 경우다.

미국의 대응은 달러 사용 기반의 확장이다. GENIUS 법이 준비금을 만기 93일 이내 국채로 한정해 발행이 곧 단기국채 수요가 되는 구조를 만들었고, 이를 흡수해 온 연준 역레포는 사실상 소진됐다. 발행 증가는 비트코인 사이클과 2027년 1월 법 발효가 겹치는 내년부터 재개될 것으로 전망한다. RWA는 스테이블코인 잔액의 12% 수준이나 크립토 사이클과 무관하게 성장하고 있다.

두 흐름은 상충하지 않고 동시에 진행된다. 비트코인은 현재가가 다음 사이클 밴드의 하단부에 위치해 투자 매력이 높은 구간이며, 스테이블코인과 RWA는 단기물 수요를 지속적으로 뒷받침해야 하는 재정 구조상 시장 확대가 불가피하다. 다만 확대되는 시장을 사는 방법은 토큰이 아니다. 스테이블코인은 1달러에 고정돼 있고 토큰화 국채는 국채 금리를 지급할 뿐이며, 수익은 준비금 이자를 원천으로 하는 결제 레일과 이를 배분받는 유통 계층에 집중된다. 상장 접근이 가능한 구간 또한 동일해, 서클과 코인베이스가 해당 섹터의 핵심 투자 대상이다.



통화 훼손의 시대 _ BTC & Stable coin	05
문제는 국채시장에서 시작된다	06
화폐를 떠난다: Hard Money (Gold & Bitcoin)	08
화폐를 개선한다: Soft Money (Stable coin & RWA)	14
Stable coin & RWA 밸류체인 점검	18
Appendix: 참고지표	20
밸류에이션 지표	20
온체인 수급 지표	21
수익성 및 심리 지표	22
네트워크·채굴 지표	22
파생지표	24
사이클 & ETF 플로우 지표	25
매크로 지표	26
디지털자산 가격·스테이블코인·TVL 지표	28

디지털자산

통화 훼손의 시대 _ BTC & Stable coin



이환욱 미디어/엔터/디지털자산
hwanwook.lee@yuantakorea.com

문제는 국제시장에서 시작된다

미국 재정적자는 크기가 아니라 구성이 문제다. 2026년 2분기 연율 기준 적자 1.78조 달러 가운데 1.25조 달러가 이자로, 지출 삭감으로 줄일 수 있는 영역이 아니다. 의회예산국도 2036년까지 공공 보유 부채 비율이 120%까지 오를 것으로 전망하면서 긴축 전환은 반영하지 않았다. 결국 화폐 발행이 남고, 그 비용은 채권 보유자가 부담한다. 이에 두 흐름이 동시에 진행된다. 대외 자금은 화폐를 떠나 하드머니로 이동하고, 미국은 온체인 달러로 화폐의 사용 범위를 넓힌다.

화폐를 떠난다: Hard Money (Gold & Bitcoin)

지난 23년간 글로벌 M2가 4.6배 확대되는 동안 하드머니 바스켓은 16.2배 증가했다. 통화량 대비 하드머니 비중(H)도 65년 중앙값 20.9%에서 현재 29.0%로 올라, 2009년 이후 위기 대응이 반복될 때마다 단계적으로 상향돼 왔다. 비트코인 가격은 통화량과 하드머니 비중, 바스켓 내 비트코인 점유율, 공급량으로 구성된 항등식으로 추산되는데, 네 변수를 대입하면 2029년 고점은 10.9만~21.9만 달러, 2030년 저점은 6.7만~14.2만 달러로 산출된다. 현재가는 베이스 저점을 25% 하회해 다음 사이클 바닥 구간의 하단부에 위치한다.

화폐를 개선한다: Soft Money (Stable coin & RWA)

GENIUS 법이 스테이블코인 준비금을 만기 93일 이내 국채로 한정하면서, 발행 증가가 곧 단기국채 수요로 연결되는 구조가 만들어졌다. 단기국채 잔액은 2022년말 이후 3.55조 달러 증가했으나 이를 흡수해 온 연준 역레포가 사실상 소진되면서 신규 매수자의 중요성이 부각된 상황이다. 발행 증가세는 비트코인이 2028년 반감기를 향한 상승 국면에 진입하는 가운데 2027년 1월 GENIUS 법 발효로 인가 발행사에 은행과 기관 자금이 유입되는 내년부터 재개될 것으로 전망한다. RWA 역시 아직 스테이블코인 잔액의 12% 수준이나 크립토 사이클과 무관하게 성장하며 발행을 뒷받침한다.

Stable coin & RWA 밸류체인 점검

이자는 준비금 자산에서 발생해 발행사에 귀속될 뿐 예치자에게는 배분되지 않는다. 서클 매출의 95.2%가 준비금 이자이고 그중 58.8%가 유통과 거래 비용으로 지출돼 최대 수취처인 코인베이스에 배분되는데, 통화감독청이 제안한 리워드 금지 규칙이 확정될 경우 이 구조는 변경된다. 수익이 준비금 이자를 원천으로 하는 결제 레일에 집중되는 반면 운용과 토큰화, 검증 계층은 사업자 교체가 가능해 수익성이 제한적이며, 상장 접근이 가능한 구간 또한 결제 레일과 유통에 집중돼 있다.

문제는 국채시장에서 시작된다

30년물 금리가 7월 한 달 동안 30bp 올라 5.27%로 2007년 이후 최고 수준에 이르자, 재무부는 8월 19일 유동성 지원 바이백을 회당 20억 달러(약 2.8조원)에서 최소 40억 달러(약 5.5조원)로 확대한다고 발표했다. 대상은 10~30년 구간이다.

발표 직후 30년물 금리는 9bp 하락했다. 다만, 적자가 계속 늘어나는 한 금리의 궤적 자체를 바꾸지는 못한다는 평가가 우세하며, 주체가 중앙은행이 아니라 재무부라는 점에서 우선 통화정책이 아닌 부채관리 영역의 개입이라는 판단이다.

부채관리가 문제가 되는 이유는 부채의 크기 자체가 아니라 적자의 구성에 있다. 2026년 2분기 연율 기준 적자 1.78조 달러 가운데 1.25조 달러가 이자이고, 기초재정수지 적자는 0.54조 달러에 그친다. 이자는 부채 잔액과 금리의 곱이므로 지출 삭감의 사정권 밖에 있고, 적자가 부채를 늘리면 이자가 늘고 이자가 다시 적자를 늘린다.

‘레이 달리오’에 따르면, 부채 부담을 줄이는 수단을 긴축, 채무불이행, 부의 이전, 화폐 발행 네 가지로 구분한다. 다만 앞의 셋은 정치적 비용이 크고 긴축은 위에서 본 대로 물리적 여력도 좁다. 공식 전망치도 같은 방향을 가리키고 있다. 의회예산국(CBO)은 재정적자가 GDP 대비 2026년 5.8%에서 2036년 6.7%로 확대되고, 공공 보유 부채 비율은 101%에서 120%로 올라 1946년 최고치 106%를 넘어설 것으로 전망한다. 긴축으로의 전환은 전망에 반영돼 있지 않다. 결국 네 번째 수단인 화폐 발행이 진행될 여지가 높다는 판단이다. 이 경우 부채의 실질 부담은 축소되나 그 비용은 채권 보유자에게 전가되며, 반작용으로 공급을 임의로 늘릴 수 없는 자산, 즉 하드머니(금과 비트코인)에 수요가 집중될 것으로 본다.

미 재무부 바이백 내용

구분	내용
시행	2026.08.19 발표, 9.9~11.4 한시 적용 회당 20억 → 최소 40억 달러, 경과물 10~30년
방식	장기채 매입, 대금은 발행으로 조달 → 부채 총액 불변, 만기만 단축
효과	장기 금리 리스크를 정부가 흡수 → 장기금리 하락 압력 (이자비용 절감 효과는 없음)
시장 반응	발표 직후 30년물 9bp, 10년물 6bp 하락 금리 궤적은 바꾸지 못한다는 평가
해석	장기물 수요 약화에 대응한 조치라는 해석

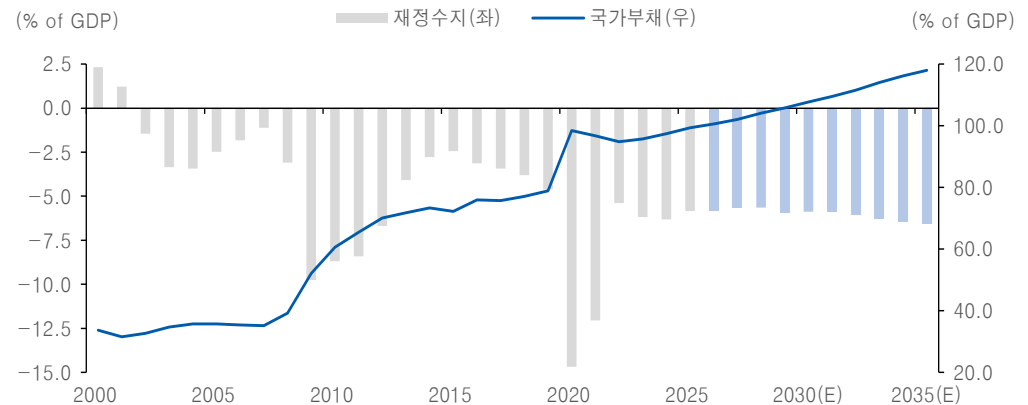
미 재정적자 구성

항목	실측치 (2026.2Q, 연율)
연방세입	5.98조 달러
연방지출	7.76조 달러
재정적자	1.78조 달러
- 재정적자 중 이자지급	1.25조 달러 (적자의 69.9%)
- 재정적자 중 이자 제외 (기초재정수지)	0.54조 달러
총 연방부채 (2026.9.3)	40.10조 달러

자료: 미 재무부, 유안타증권 리서치센터

자료: 미 상무부 경제분석국, 미 재무부, 유안타증권 리서치센터

미국 재정수지와 국가부채 추이 및 전망(FY2000~2035)



자료: CBO(미국의회예산처), 유안타증권 리서치센터

국채시장 안에서는 만기에 따라 정반대의 일이 벌어지고 있다. 장기물에서는 외국 공식기관이 입찰 참여는 유지하면서도 만기 도래분을 재투자하지 않는 방식으로 보유를 줄여왔다. 중국의 미 국채 보유는 2013년 11월 정점 1.32조 달러에서 2026년 6월 6,334억 달러로 51.9% 감소했고, 2025년 3월부터 일본과 영국에 밀려 3위로 내려섰다. 반면 신흥국 중앙은행의 금 보유량은 2019년 말 이후 20.3% 늘었다.

반대로 단기물에서는 새로운 매수자가 등장했다. GENIUS 법이 스테이블코인 준비금을 만기 93일 이내 국채로 제한하면서, 발행이 늘어날 때마다 단기 국채를 사야 하는 구조가 만들어졌다. 재무장관은 스테이블코인 시장이 2030년까지 10배 성장해 3조 달러에 이를 것으로 전망한 바 있다.

이 흐름에 대응하는 정책은 공급과 수요 두 갈래로 정리된다. 공급 측면에서 재무부는 조달을 단기물 중심으로 옮기고 바이백으로 이미 발행된 장기물을 회수해 만기 구조를 짧게 가져갔다. 수요 측면에서는 GENIUS 법이 준비금 규제를 통해 단기물의 새로운 매수자를 만들었다. 법 서명은 2025년 7월, 바이백 확대는 2026년 8월로 시점이 달라 선후 인과로 엮을 수는 없으나 방향은 일관된다. 이어지는 「화폐를 떠난다」에서는 장기물에서 이탈한 자금이 향한 하드머니를, 「화폐를 개선한다」에서는 단기물 수요를 만들어낸 온체인 달러를 다룬다.

미 국채 장기물 & 단기물 흐름 비교

구분	장기물 (10~30년)	단기물 (T-Bill)
최근 흐름	기존 보유자 이탈 — 금으로 대체	신규 매수자 유입
근거	중국 보유 -51.9%(2013.11→2026.6), 신흥국 금 +20.3%(2019말 이후)	스테이블코인 준비금 의무, 테더 국채 1,410억 달러
정부 대응	바이백으로 직접 매입	단기 조달 비중 확대

자료: 유안타증권 리서치센터

화폐를 떠난다: Hard Money (Gold & Bitcoin)

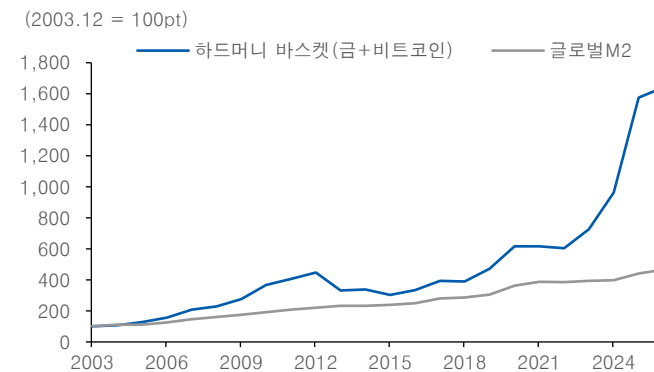
통화 훼손과 하드머니(금과 비트코인)는 장기 시계열에서 높은 정(+)의 상관관계를 보인다. 2003년 이후 23년간 글로벌 M2는 25.2조 달러에서 115.4조 달러로 4.6배 확대됐고, 같은 기간 하드머니 바스켓은 2.1조 달러에서 33.6조 달러로 16.2배 증가했다. 연평균 증가율은 통화량 5.8%, 하드머니 10.8%로 약 두 배의 격차가 유지됐다.

격차의 원인은 공급 구조에 있다. 통화량은 정책 변수로 완만하게 증가하는 반면, 하드머니는 통화 신뢰가 훼손될 때 수요가 유입되며 공급이 고정돼 있어 그 변화가 전량 가격에 반영된다.

최근 10개월만 놓고 보면 이 관계가 훼손된 것으로 해석될 여지가 있다. 2025년 10월 비트코인 사이클 고점 이후 금은 11.7% 상승한 반면 비트코인은 37.9% 하락했다. 다만 이를 금과 비트코인의 분화로 보기는 어렵다. 2026년 4월 이후로 기간을 좁히면 금 역시 6.1% 하락했고, 같은 기간 반도체 지수는 58.0% 상승했다. 하드머니 내부의 분화가 아니라 하드머니 전반에서 AI와 반도체로 자금이 이동한 결과다.

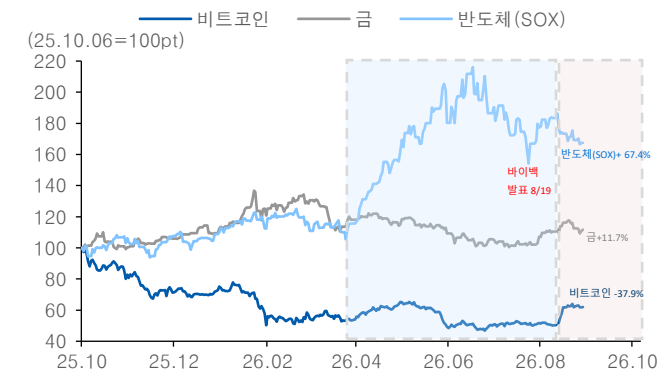
해당 이동은 이미 되돌아오고 있다. 8월 19일 재무부 바이백 발표 이후 10거래일간 금은 6.1%, 비트코인은 24.1% 상승한 반면 반도체지수는 0.9% 하락했다. 부채관리 이슈가 부각되며 자금이 성장주에서 하드머니로 회귀한 것으로, 앞선 이탈은 추세 훼손이 아니라 국면 요인이었을 가능성이 높다.

하드머니 바스켓 VS 글로벌 M2 추이(2003.12~2026.08)



자료: Bloomberg, WGC, WisdomTree, 유안타증권 리서치센터

비트코인/금/반도체 가격 추이(2025.10~2026.08)



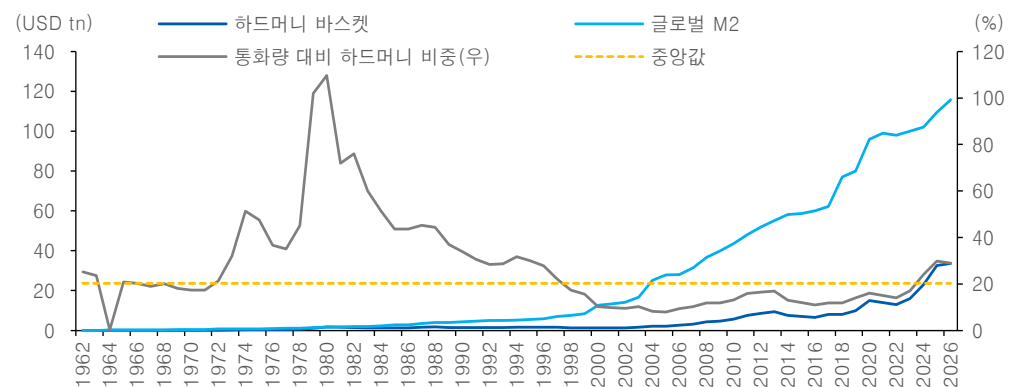
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

비중 측면에서 보면, 통화량 대비 하드머니 비중(H, 글로벌 M2 대비 금과 비트코인 시가총액 합계)은 1962년 이후 7.9%에서 109.7% 사이에서 등락했으며 65년 중앙값은 20.9%다.

다만 이 범위의 상단은 이례적인 국면에서 형성됐다. 1971년 금태환 정지로 온스당 35달러에 고정돼 있던 금 가격 통제가 해제됐고, 두 차례 오일쇼크로 실질금리가 마이너스로 전환되면서 H는 1971년 17.3%에서 1980년 109.7%로 6배 이상 상승했다. 금 태환이라는 제약이 소멸한 데 따른 일회성 재평가였던 만큼, 볼커의 금리 인상으로 실질금리가 플러스로 전환되자 5년 만에 43.7%로 되돌아왔다. 이후 20여 년간 완만한 하락이 이어져 2000년 10.2%, 2005년 7.9%로 65년 최저치를 기록했다.

방향이 바뀐 것은 2009년 금융위기 이후다. 대규모 양적완화가 시작되면서 2010년 13.1%로 상승했고, 2020년 팬데믹 대응을 거쳐 16.0%, 2024년 24.0%, 2025년 29.0%까지 확대됐다. 저점 대비 3.7배다. 1970년대와 달리 일시에 급등한 것이 아니라 위기 대응이 반복될 때마다 H의 레벨이 단계적으로 상향된 것이 지난 17년의 흐름이다. 현재 29.0%는 65년 중앙값을 상회하나 1980년의 109.7%는 크게 밑돈다.

하드머니(금, 비트코인)/ 소프트머니 비중 추이(1962.12~2026.08)

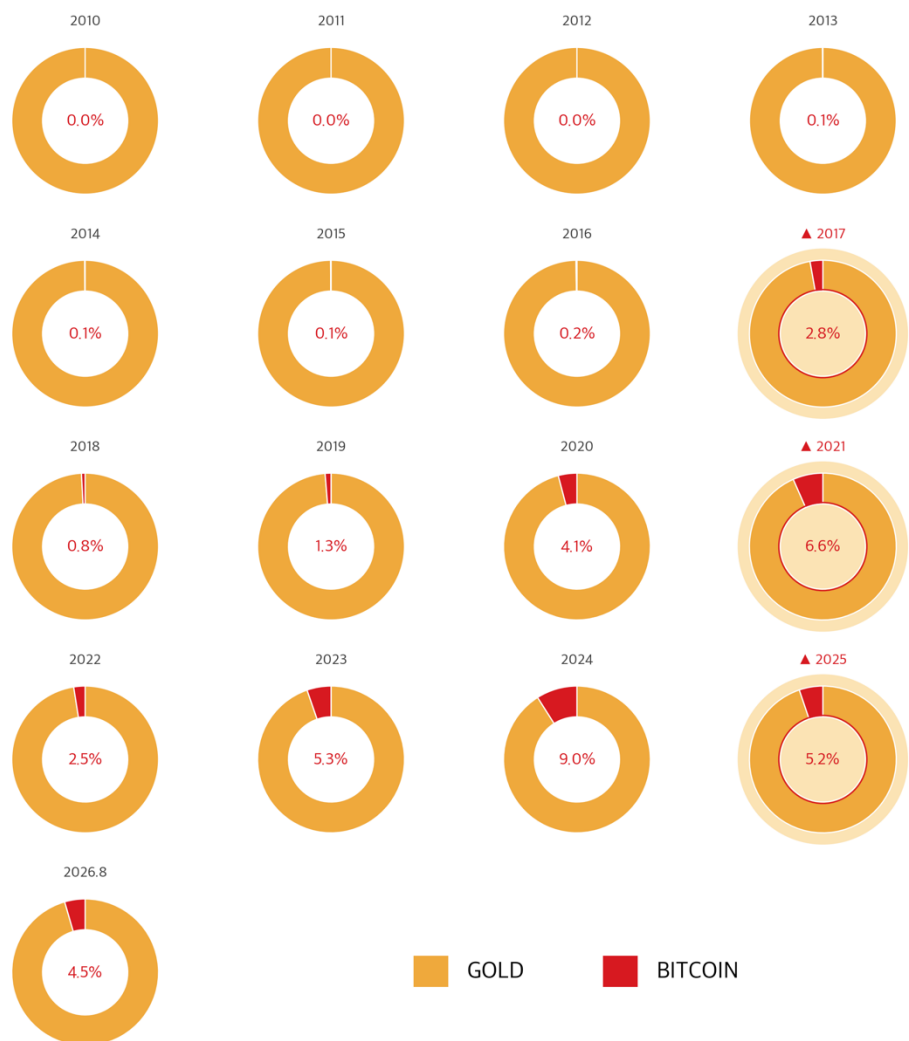


자료: Bloomberg, WGC, WisdomTree, 유안타증권 리서치센터

하드머니 내 비트코인 비중(B) 역시 장기적으로는 같은 방향이다. 2010년 사실상 0%에서 출발해 2017년 2.8%, 2021년 6.6%, 2024년 9.0%까지 상승했다(각 연도 말 기준). 15년에 걸쳐 금이 독점하던 영역의 일부를 확보한 것이나, 아직 두 자릿수를 기록한 적은 없다.

비트코인의 4년 공급 사이클 내에서 B는 확대와 축소를 반복한다. 상승기에는 하드머니 수요가 비트코인으로 집중되며 비중이 빠르게 확대되고, 하락기에는 해당 자금이 금으로 회귀하면서 비중이 축소된다. 실제로 지난 10개월간(2025.10.06~2026.08.28) 하드머니 바스켓 규모 자체는 확대됐으나 비트코인 비중(B)은 7.97%에서 4.5%로 3.47%p 하락했다.

하드머니 바스켓 내 비트코인 비중(2010~2026.08)



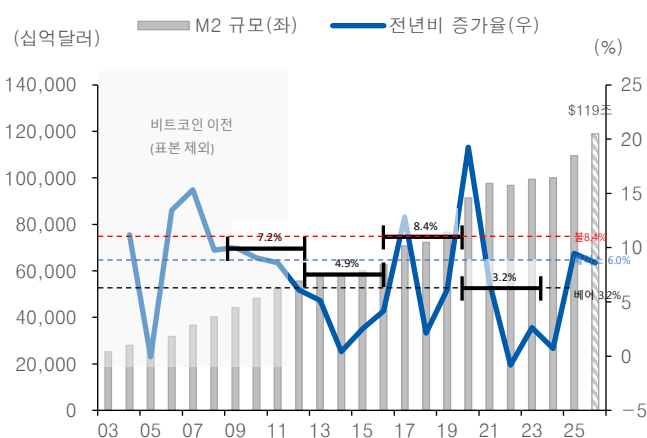
자료: Bloomberg, WGC, 유안타증권 리서치센터, 주1) ▲는 비트코인 사이클 꼭지연도

이러한 수치들을 활용해 비트코인 가격 전망도 심플하게 추산해 볼 수 있다. 가격은 비트코인 시가총액을 공급량으로 나눈 값이고, 시가총액은 통화량(M)에 하드머니 비중(H)과 바스켓 내 비트코인 점유율(B)을 곱한 값으로 $P=(M*H*B)/S$ 의 항등식이 성립된다.

통화량(M)은 금융위기 이후 QE(양적완화)가 상시 정책수단이 되었고 비트코인도 같은 해 설계됐으므로 표본은 2009년부터 실측치를 활용한다. 기간을 비트코인 공급 사이클 4년으로 구분한 각 구간별 M2 연평균 증가율은 7.2%, 4.9%, 8.4%, 3.2%로 확인되며, 최저 값 3.2%를 베어 케이스, 중앙값 6.0%를 베이스 케이스, 최고 값 8.4%를 불 케이스로 각각 확정한다.

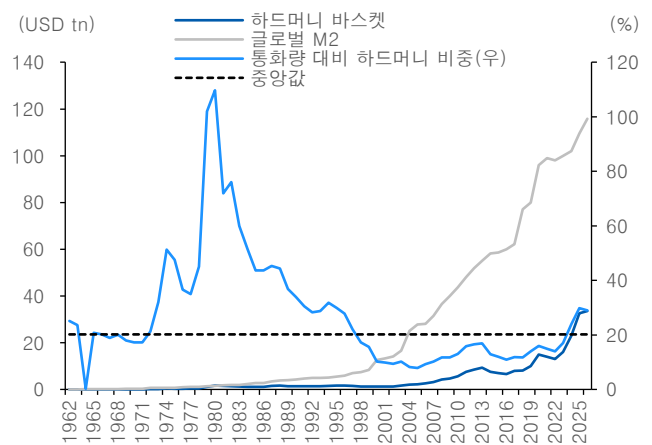
하드머니 비중(H)은 앞서 본 65년 하드머니 분포에서 착안한다. 중앙값 20.9%를 베어 케이스, 현 수준인 29.0%를 베이스 케이스로 두고, 불 케이스는 2009년 이후의 상승 속도를 연장했다. H는 2009년 11.8%에서 2026년 29.0%로 연평균 5.4%씩 올랐고, 이 속도가 이어지면 2029년 34.7%, 2030년 36.6%로 그 평균인 35.7%를 불 케이스로 확정한다. 현재 29.0%가 분포 상위 35%, 불 35.7%가 상위 23%로 세 값 모두 관측 범위 안에 있다. 10년 실질금리가 +2.38%로 플러스인 이상 1970년대 식 재평가를 가정할 근거는 없으므로, 1980년 정점 109.7%가 아니라 2009년 이후의 추세만 반영해 보수적으로 접근했다.

글로벌 M2 규모 및 전년대비 증가율 추이(2003~2026)



자료: 각 사 공시, DefiLlama, rwa.xyz, 유안타증권 리서치센터, 주)26 년은 추정치

통화량 대비 하드머니 비중 추이(1962.12~2026.08)



자료: Bloomberg, WGC, WisdomTree, 유안타증권 리서치센터

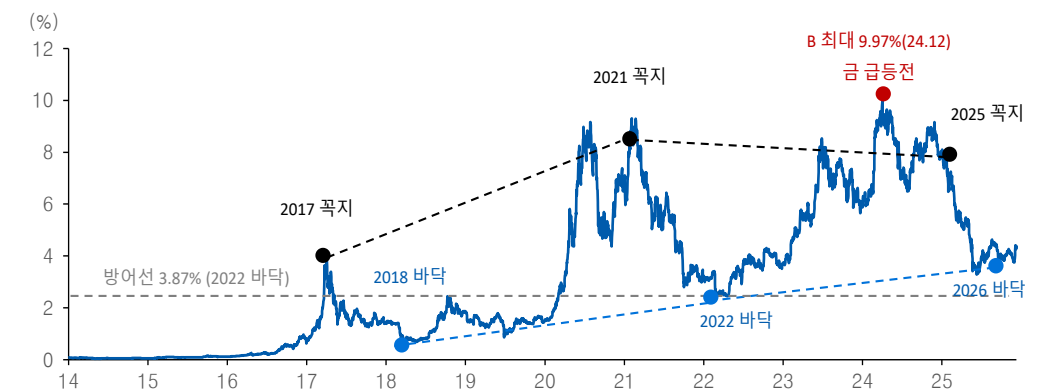
비트코인 비중(B)은 과거 4년 공급 사이클의 최고점과 최저점을 이번 사이클에 적용한다.

2029년으로 예상되는 최고점 시나리오는 8.0%로 확정한다. 최고점이 3차 사이클에서 처음 하락한 것은 비트코인의 부진이 아니라 금의 이례적 상승에 기인한 것으로 판단한다. 2차에서 3차 최고점까지 비트코인은 연 19.9%, 금은 연 23.6% 상승해 관측 이래 금이 비트코인을 상회한 첫 사이클이었으며, 금이 직전 사이클 속도인 연 12.5%로 상승했을 경우 3차 최고점 B는 11.09%로 사상 최고치를 기록했을 것이다. 다만 비트코인 자체의 성장 둔화 역시 실재하므로 해당 가정 수치는 적용하지 않고, 직전 최고점 수준을 유지하는 보수적 가정을 채택한다.

2030년으로 예상되는 최저점 시나리오는 4.8%로 확정한다. 최저점의 B는 0.70%에서 2.46%, 3.82%로 매 사이클 상승했고, 최고점 대비 하락률도 81.9%에서 72.3%, 52.1%로 축소됐다. 사이클 종료 후 잔존하는 저변이 확대되고 있음을 의미하며, 이 추세를 연장하면 4.8%로 현재 4.5%를 소폭 상회한다.

공급량(S)은 반감기 일정에 따라 이미 확정돼 있어 별도의 가정이 필요하지 않다. 현재 1,946만 개에서 2029년말 1,986만 개, 2030년말 1,995만 개로 증가하나, 2028년 반감기로 블록보상이 1.5625 BTC로 감소해 4년간 증가율은 2.5%에 그친다. 2030년말 기준 총 발행한도 2,100만 개의 95.0%가 발행 완료된다. 네 변수 가운데 관측이나 추정이 아니라 프로토콜이 값을 사전에 규정하는 유일한 변수다.

하드머니 내 비트코인 비중(B) — 꼭지선과 바닥선



자료: yfinance, World Gold Council, 유안타증권 리서치센터

네 가정을 항등식에 대입하면 2029년 4분기 최고점은 \$108,580 ~ \$219,426, 2030년 4분기 최저점은 \$66,929 ~ \$142,071로 추정된다. 목표 시점은 2028년 반감기로부터 17~18개월 뒤와 그로부터 약 1년 뒤로, 과거 세 사이클의 간격을 적용했다.

현재가 \$78,675는 베이스 바닥 \$104,534보다 25% 낮고, 밴드 하단인 베어 바닥 \$66,929보다는 18% 높다. 다음 사이클 바닥 구간에 이미 진입해 있으며 그 하단부에 위치한다. 전체가 깨지는 지점은 이번 사이클 바닥의 B가 직전 바닥 2.46%를 밑도는 경우로, 비트코인 약 \$42,600에 해당한다.

다음 사이클 비트코인 가격 밴드 (2029년 꼭지, 2030년 바닥)



자료: Blockchain.com, 유안타증권 리서치센터, 주) 꼭지는 2028년 반감기 후 17~18개월, 바닥은 꼭지 후 약 12개월 가정

비트코인 가격 밴드 산출 테이블

구분	베어	베이스	불	근거
M 통화량 증가율	3.2%	6.0%	8.4%	비트코인 시대 4년 블록 4개의 최저, 중앙값, 최고
H 하드머니 비중	20.9%	29.0%	35.7%	65년 중앙값 / 현 수준 / 2009년 이후 추세 연장
B 비트코인 비중	최고점 8.0%, 최저점 4.8% (세 케이스 공통)			최고점은 직전 꼭지 유지, 최저점은 바닥선 연장
S 공급량	1,986만 개(2029), 1,995만 개(2030)			반감기 일정으로 확정
2029.4Q 꼭지	\$108,580	\$165,106	\$219,426	현재가 대비 +38%, +110%, +179%
2030.4Q 바닥	\$66,929	\$104,534	\$142,071	현재가 대비 -15%, +33%, +81%

자료: Bloomberg, World Gold Council, yfinance, 유안타증권 리서치센터

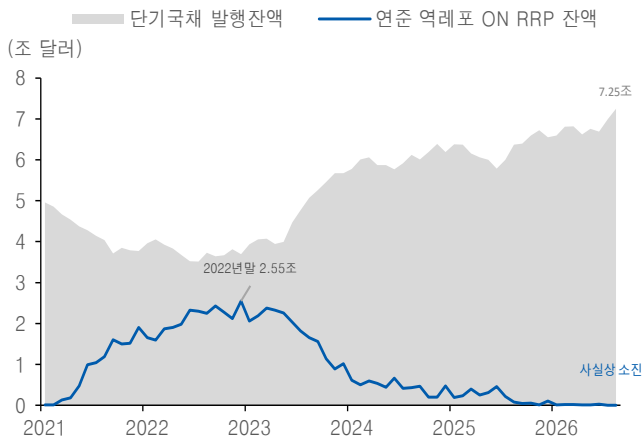
화폐를 개선한다: Soft Money (Stable coin & RWA)

지난해 7월 서명된 GENIUS 법은 스테이블코인 발행사가 발행액 전액을 준비금으로 보유하도록 하고, 그 대상을 현금, 연준 예치금, 만기 93일 이내 국채로 한정했다. 발행이 늘어날 때마다 단기 국채를 사야 하는 구조가 법으로 만들어졌다. 미 은행 계좌 없이도 달러를 쓸 수 있게 되면서 늘어난 수요가 준비금을 통해 자동으로 국채 수요로 바뀌는 것이며, 재무장관이 이를 달러 패권 확장으로 규정한 이유다.

특히 단기물 수요라는 점이 중요하다. 단기국채 잔액은 2022년말 3.70조 달러에서 2026년 8월 7.25조 달러로 3.55조 달러 늘었다. 이를 소화한 것은 MMF이며, 재원은 두 갈래였다. 총자산이 3.07조 달러 늘어난 신규 유입과, 연준 역레포에 대기하던 2.55조 달러다. 후자는 현재 10억 달러 수준으로 사실상 소진됐다. 앞으로의 단기물 발행은 신규 유입에만 기대야 하며, 그만큼 새로운 매수자의 의미가 커진다.

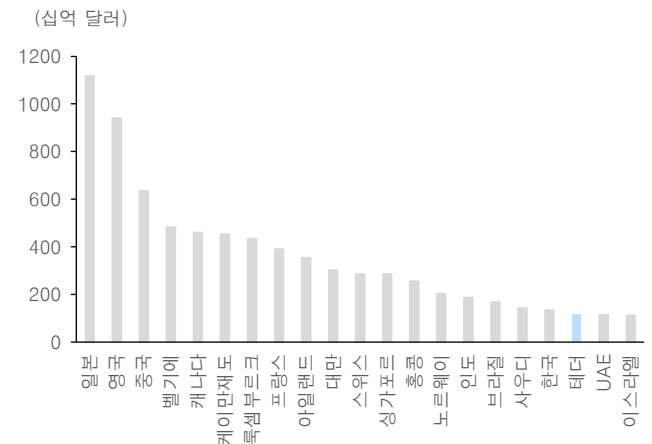
스테이블코인이 후보로 지목되는 매력적인 이유는 성격에 있다. MMF가 금리를 비교해 움직이는 것과 달리 스테이블 코인 준비금은 법에 따라 국채를 사야 한다. 물론 성격만으로는 부족하고 규모도 따라와야 한다. 재무장관은 2030년까지 시장이 10배 커질 것이라고 전망한 바 있다. 다만, 현재 발행잔액 3,100억 달러는 MMF 총자산 8.29조 달러의 27분의 1에 그친 수준이고, 최근 8개월간 발행 잔액은 0.8% 증가에 그쳤다. 참고로 시장 MS 1위 업체 테더의 미 국채 노출이 1,150억 달러로 한국(1,347억)과 아랍에미리트(1,148억) 사이 국가로 치면 19위에 위치해 있다.

단기국채 발행잔액과 연준 역레포 잔액



자료: 미 재무부 MSPD, FRED, 유안타증권 리서치센터

미 국채 보유 상위국과 테더 (2026년 6월말)



자료: 미 재무부 TIC, Tether, 유안타증권 리서치센터

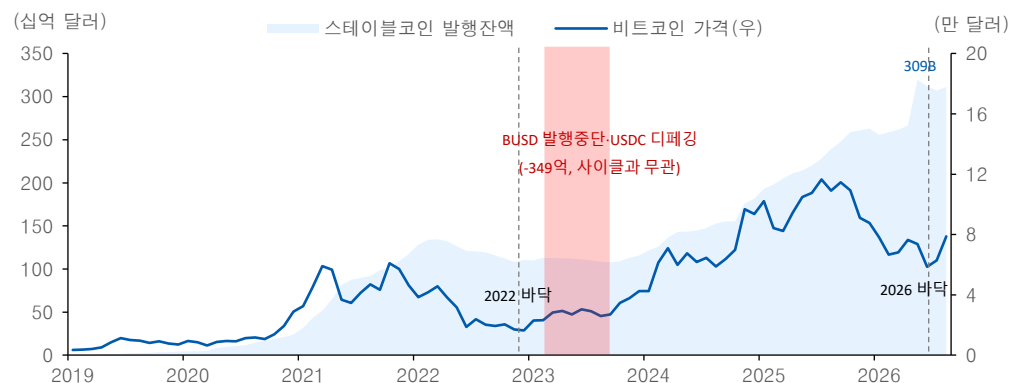
달러 스테이블코인 발행 증가세는 내년에 재개될 것으로 전망한다. 방향이 같은 두 변화가 겹치기 때문이다. 1) 비트코인이 2026년 바닥을 지나 2028년 반감기로 향하는 상승 국면에 들어선다. 2) GENIUS 법이 2027년 1월 18일 발효돼 면허 없는 발행을 금지한다. 인가받은 발행사로 창구가 좁혀지면서 은행과 기관 자금이 들어올 통로가 열린다. 비트코인 공급 사이클이 먼저 견인하고 제도가 뒤를 떠받치는 국면이란 판단이다.

1) 비트코인 사이클이 발행량을 움직이는 이유는 온체인 달러의 주된 용처가 현재까지 크립토 거래이기 때문으로 해석되는데, 펀딩비 수익에 기반한 USDe가 전년비 65.7% 급감한 반면 결제와 보관이 섞인 USDT는 8.6% 늘어난 것이 확인된다. 최근 흐름도 이를 증명하고 있다. 비트코인은 6월 말 저점 이후 8월까지 34.1% 반등했고, 스테이블코인 잔액도 7월 3,070억 달러에서 8월 3,105억 달러로 돌아섰다.

스테이블코인 잔액은 매수 규모가 아니라 온체인에 유입된 뒤 아직 인출되지 않은 달러의 총량이다. USDT로 비트코인을 매수하더라도 잔액은 변하지 않으며, 발행이나 상환이 일어날 때 비로소 움직인다. 비트코인 상승기에 발행이 뚜렷하게 늘고 하락기에는 증가세가 둔화되며 계단식 상승을 이어온 배경이다.

잔액이 감소한 전례는 있으나 원인은 달랐다. 2022년 3월부터 2023년 9월까지의 349억 달러 감소는 USDC(-214억 달러)와 BUSD(-152억 달러)에서 발생했으며, 같은 기간 USDT 잔액은 오히려 증가했다. 감소의 원인은 각각 뉴욕 금융감독청의 BUSD 신규 발행 중단 명령과 실리콘밸리 은행 파산에 따른 USDC 디페깅이었다. 사이클이 아니라 규제와 신용 사고에 기인한 감소였으며, GENIUS 법이 준비금 대상을 한정하고 인가 체계를 도입하면서 두 경로의 재발 가능성은 크게 낮아진 상황이다.

가격과 동행하는 달러 스테이블 코인 발행량



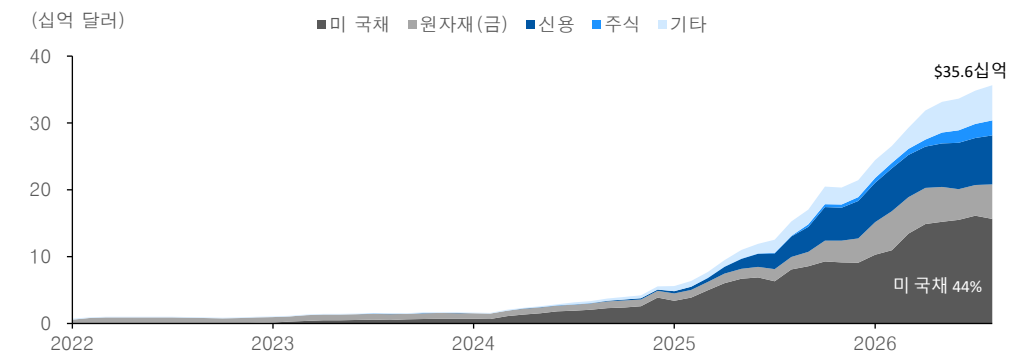
자료: DefiLlama, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

2) RWA 시장의 확대도 발행을 늘리는 방향으로 작용하는데, 토큰화 상품의 청약과 환매가 상당 부분 온체인 달러로 이뤄지기 때문이다. 서클 'USYC'는 서클이 지난해 해시노트를 인수해 확보한 토큰화 MMF로 USDC로 청약하고 같은 날 USDC로 환매 받으며, 블랙록 'BUIDL'은 달러 송금이 기본이나 서클이 운영하는 스마트 컨트랙트를 통해 24시간 USDC로 전환되고 제로해서 연동으로 USDC 청약도 가능하다. 자금이 은행으로 빠져나가지 않고 온체인에 남아 다시 잔액으로 계상되므로, RWA 시장이 확대될수록 온체인 달러의 사용처와 발행 유인이 함께 증가한다.

다만 현재 RWA 시가 총액은 스테이블코인 3,105 억 달러의 12% 수준에 그친다. 두 잔액의 월간 증감 상관계수도 +0.18 에 머물러 대체 관계가 아니라 동반 증가에 가깝다. 지금의 규모만 놓고 보면 RWA 가 온체인 달러의 체류를 좌우한다고 말하기는 이르다. 그럼에도 규모보다 성장의 성격을 봐야 하는데, RWA 잔액은 비트코인이 44.5% 하락한 구간에도 64.0% 증가했다. 기관 자금이 달러 송금으로 직접 청약하는 경로가 함께 열려 있어, 크립토 자금의 유출입과 무관하게 늘어날 수 있기 때문이다.

RWA의 다음 단계는 증권사와 은행이 토큰화 증권을 직접 취급하는 것이다. 이를 열어줄 미 증권거래 위원회(SEC)의 면제 규칙은 클래리티 법(디지털자산 시장구조법) 표결에 밀려 8월 무기한 보류된 상황이나, 법이 가결되면 관할 경계가 법으로 정리되고, 부결되면 SEC가 면제를 다시 꺼낼 명분이 생긴다. 9월 15일 상원 표결이 시점을 가를 뿐 방향은 같으며, 청약과 유통이 온체인으로 옮겨갈수록 스테이블 코인 발행량 증가로 이어진다.

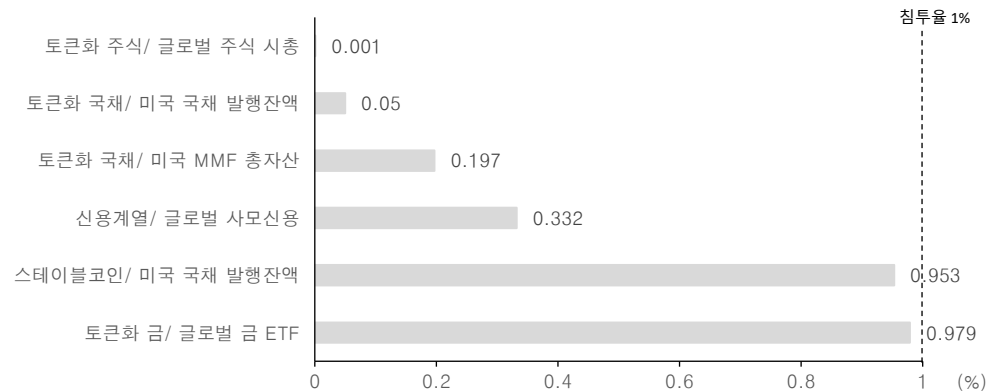
RWA 자산군별 시가총액 추이



자료: rwa.xyz, 유안타증권 리서치센터

마지막으로 성장 여지는 침투율에서도 확인된다. 금과 스테이블코인은 이미 대응 시장의 1%에 도달해 쉬운 구간이 아니라고 해석될 수 있으나, 국채는 1% 도달까지 5.1배, 주식은 676배가 남아 있다. 온체인에 들어온 달러는 밖으로 나가지 않고 준비금을 통해 단기 국채 수요로 계속 작동하며, RWA가 커질수록 그 수요는 안정적이 된다.

자산군별 RWA 침투율 현황



자료: rwa.xyz, DefiLlama, World Gold Council, 유안타증권 리서치센터

‘비트코인’과 ‘스테이블코인’은 동일한 원인에서 파생된 상반된 대응이다. 부채 부담이 임계 수준에 이르자 대외 자금은 달러 자산 비중을 축소했고, 미국은 달러 사용 기반의 확장으로 대응했다. 신흥국 중앙은행이 달러 표시 자산을 줄여 하드머니로 이전하는 동안 미국은 스테이블코인을 통해 달러의 사용처를 넓혔으며, 국채 시장에서도 장기물 이탈과 단기물 유입으로 대비된다.

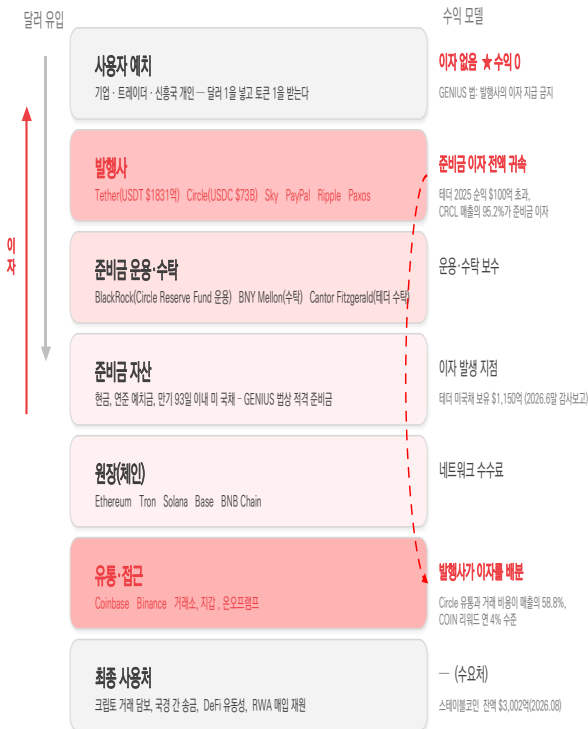
비트코인은 달러의 구매력에, 스테이블코인은 달러의 사용 범위에 반응하므로 양자는 방향이 반대여도 상충하지 않는다. 스테이블코인 발행은 기존 달러를 토큰으로 전환할 뿐 통화량을 증감시키지 않는다. 두 대응은 상호 잠식 관계가 아니며, 앞서 확인한 발행량과 가격의 동행성이 이를 뒷받침한다.

Stable coin & RWA 밸류체인 점검

마지막으로 온체인 금융의 밸류체인을 점검한다. 스테이블코인 생태계에서 이자는 준비금 자산에서 발생해 발행사에 귀속되며 예치자에게는 배분되지 않는다. GENIUS 법이 발행사의 이자 지급을 금지한 데 따른 것으로, 서클 매출의 95.2%가 준비금 이자라는 점에서 해당 구조가 확인된다. 다만 발행사가 잔액을 보유하지는 않는다. 서클은 유통과 거래 비용으로 매출의 58.8%를 지출하며, 최대 수취처인 코인베이스는 이를 재원으로 USDC 보유자에게 리워드를 지급한다. 통화감독청(OCC)이 2026년 2월 해당 리워드도 금지 대상으로 추정하는 규칙을 제안한 만큼, 확정될 경우 발행사와 유통사 간 수익 배분은 변경된다.

이자 수요는 RWA로 이전된다. 스테이블코인은 지급수단이므로 이자를 지급할 수 없는 반면, 토큰화 MMF는 증권에 해당해 국채 금리 수준의 수익을 지급할 수 있기 때문이다. 서클이 USYC를 보유해 해당 수요를 자체 상품으로 흡수하는 것도 같은 이유다. 다만 RWA로의 자금 이전이 곧 투자수익으로 연결되는 것은 아니다. 토큰화 MMF 매수자가 수취하는 것은 국채 금리뿐이며, 수익은 계층별 수수료로 배분된다. 규모가 가장 큰 계층은 준비금 이자를 원천으로 하는 결제 레일이다. 운용과 토큰화, 검증 계층은 사업자 교체가 가능해 수익성이 제한적이다. 상장 접근이 가능한 구간 또한 결제 레일과 유통에 집중돼 있다.

스테이블코인 밸류체인-예치자는 이자를 받지 못한다



자료: Glassnode, Tether, Circle, GovInfo, OCC, 유안타증권 리서치센터

RWA 밸류체인-누가 편을 잡고 누가 돈을 버는가



자료: rwa.xyz, 각 사 공시, DefiLlama, DTCC, 유안타증권 리서치센터

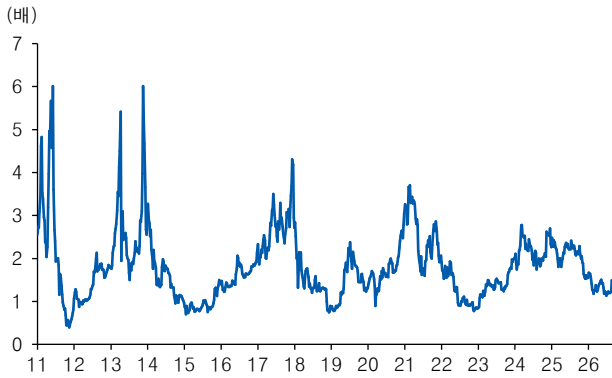
보고서에서 다른 계층별로 상장 접근이 가능한 종목을 정리하면 아래와 같다. 연결 강도는 해당 사업이 실적에 직접 반영되는지를 기준으로 구분했다.

STABLE COIN & RWA 밸류체인				(단위: 억원)
구분	기업 (티커)	밸류체인	연결 근거	연결
해외 발행	Circle (CRCL)	결제 레일	USDC 발행. 매출의 95.2%가 준비금 이자	직접
해외 유통	Coinbase (COIN)	유통	서클 준비금 이자의 최대 수취자. 매출 비중 23.9%	직접
해외 유통	Robinhood (HOOD)	유통	암호자산 매출 비중 7.6%	간접
해외 발행	PayPal (PYPL)	결제 레일	PYUSD 발행	간접
해외 토큰화	Securitize (SECZ)	토큰화	BUIDL 명의개서 대리인. 2026년 7월 NYSE 상장	직접
해외 운용	BlackRock (BLK)	운용	BUIDL 운용, Circle Reserve Fund 운용	간접
해외 운용	Franklin Resources (BEN)	운용	BENJI 운용	간접
해외 운용	WisdomTree (WT), Invesco (IVZ), Janus Henderson (JHG)	운용	토큰화 MMF 펀드 운용	간접
해외 수탁	BNY Mellon (BK)	준비금 수탁	Circle Reserve Fund 수탁	간접
해외 하드머니	MicroStrategy (MSTR), Marathon (MARA), Riot (RIOT)	기초자산	비트코인 보유 채굴	직접
해외 하드머니	Newmont (NEM), Agnico Eagle (AEM)	기초자산	금 생산	직접
국내 거래소	NAVER (035420)	유통	네이버파이낸셜이 두나무 100% 자회사 편입 추진. 주식교환 예정일 2026.9.30	간접
국내 거래소	한화투자증권 (003530)	유통	두나무 지분 9.84%, 3대 주주	간접
국내 거래소	하나금융지주 (086790)	유통	하나은행이 두나무 지분 6.55% 보유	간접
국내 거래소	우리기술투자 (041190)	유통	두나무 지분 약 7.6% 보유	간접
국내 거래소	삼성증권 (016360), 삼성카드 (029780), 삼성 SDS (018260)	유통	2026년 5월 두나무 지분 취득	간접
국내 거래소	컴투스홀딩스 (063080)	유통	자회사를 통해 코인원 지분 38.42% 보유	간접
국내 거래소	티사이언티픽 (057680)	유통	빗썸코리아 지분 약 7.17% 보유	간접

자료: 각 사 공시, DART, 언론보도, 유안타증권 리서치센터

밸류에이션 지표

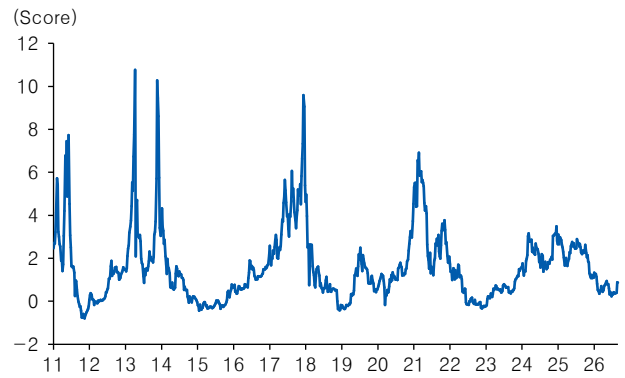
비트코인 MVRV(시가총액/실현 시가총액) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: >3.5 과열, 1 부근 적정, <1 원가 하회(저평가)

비트코인 MVRV-Z(Z 스코어) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: >7 사이클 고점 위험, <0.1 역사적 바닥

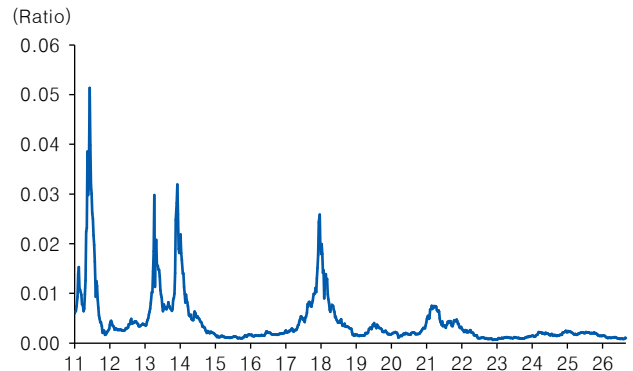
비트코인 NUPL(미실현 순손익 비율) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: >0.75 과열, 0.5~0.75 신뢰, 0.25~0.5 낙관, <0 항복(바닥)

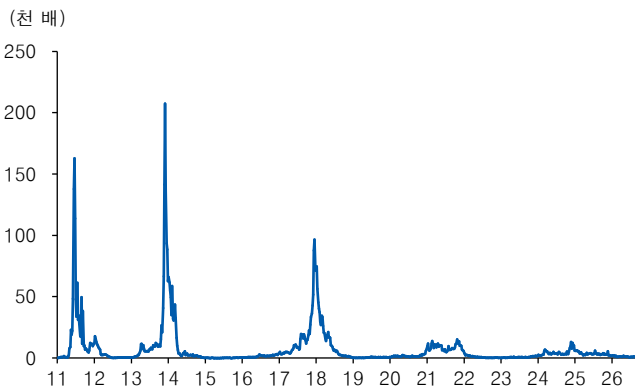
비트코인 Reserve Risk 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 가격 대비 장기보유자 비율, 지표 하단 구간은 매수 매력 확대, 상단은 고평가 부담

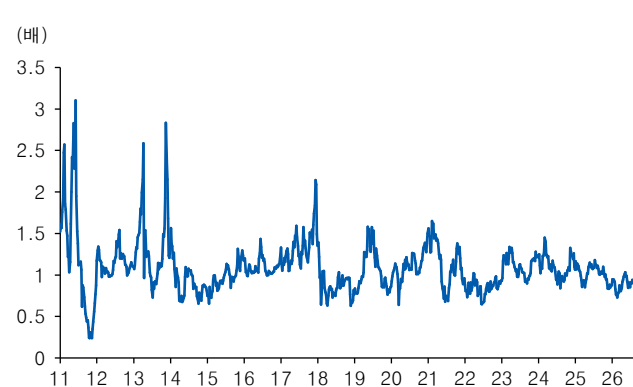
비트코인 RHODL 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 1 주 Vs 1~2 년 실현시총 밴드비율, 상단 = 사이클 고점, 하단 = 바닥권

비트코인 MVRV(장기) 추이

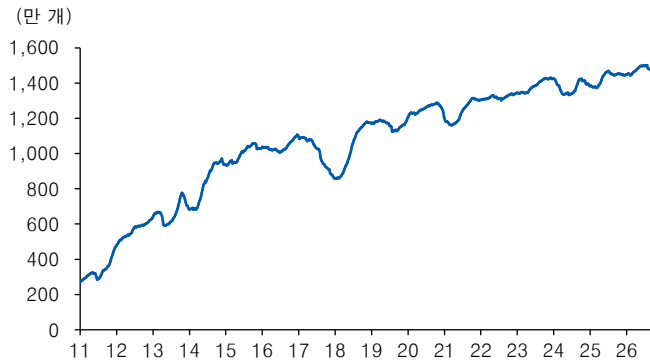


자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 장기보유자 수익성, 고점에서 급등시 분산 압력

온체인 수급 지표

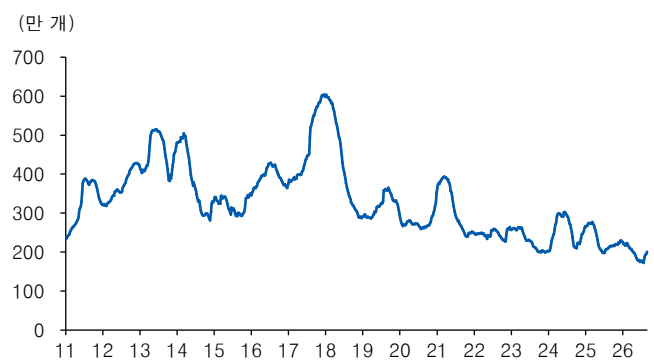
비트코인 장기보유자 공급 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 155 일 이상 보유 물량(BTC), 증가=매집(강세 축적), 감소=매물 출회

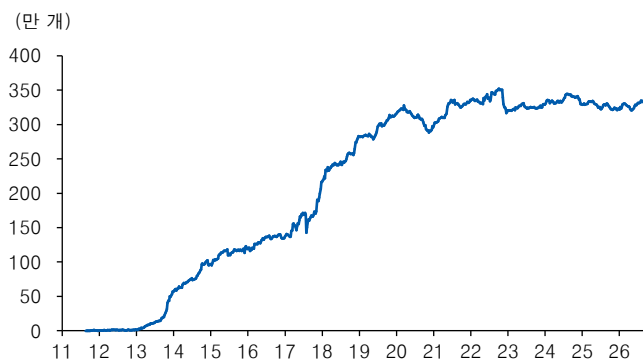
비트코인 단기보유자 공급 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 155 일 미만 보유 물량 (BTC), 신규 수요 · 투기 유입, 고점에서 평창

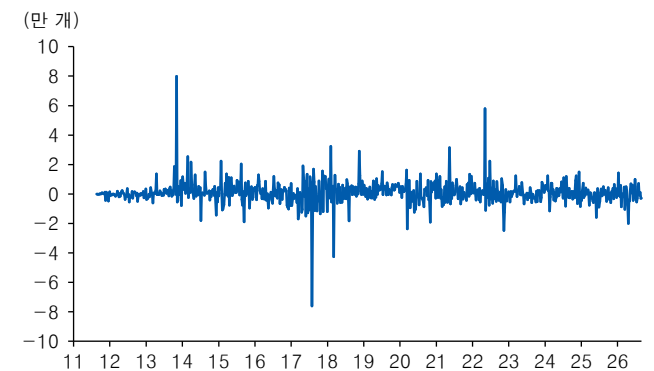
비트코인 거래소 보유량 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 감소=매도 대기물량 축소(강세), 증가=매도압력 증가

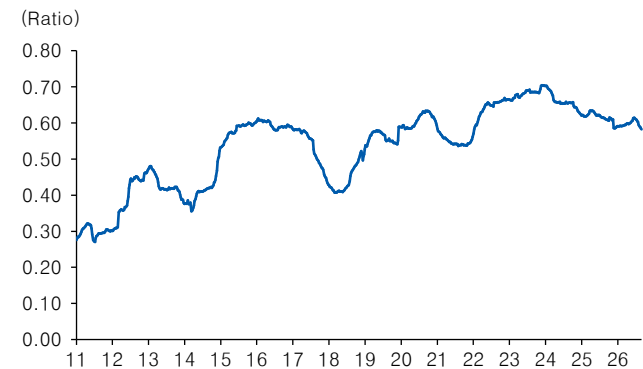
비트코인 거래소 순유출입 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: - 유출 = 축적(강세), + 유입 = 매도압력 증가

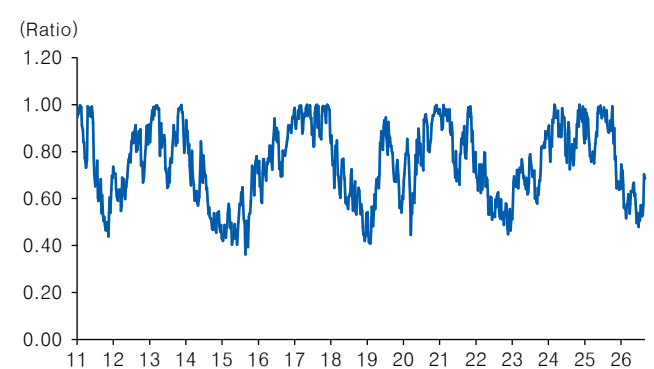
비트코인 장기(1년 이상) 미이동 비율 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 장기보유 확대(공급 경색), 고점서 하락 전환

비트코인 이익 공급 비율 추이

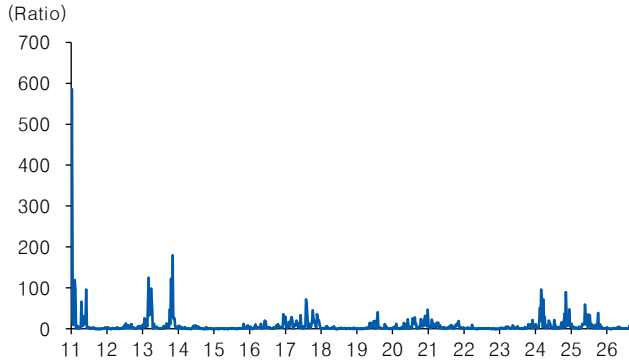


자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: >0.95 과열 경계, <0.5 항복권

수익성 및 심리 지표

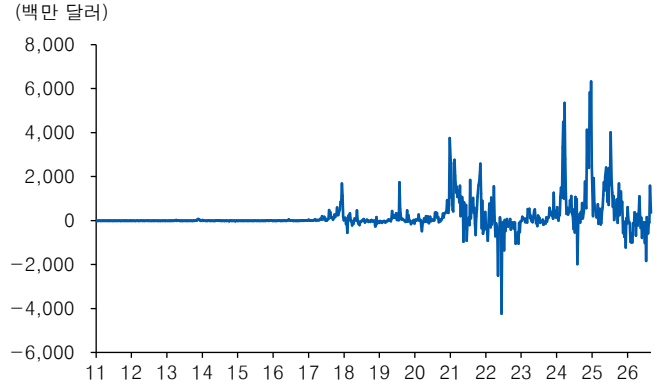
비트코인 실현손익비(실현이익/실현손실) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 지표 상단 구간에서 이익 우세(고점 경계), 하단구간에서 손실 우세(바닥)

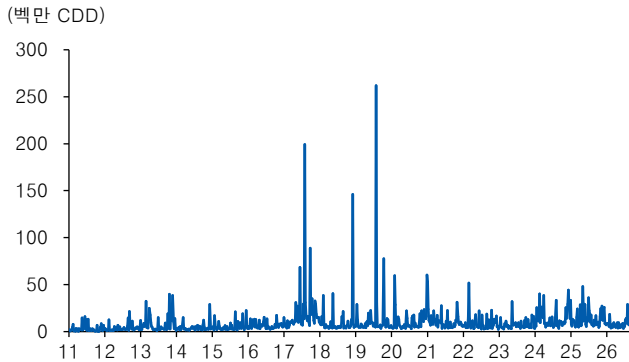
비트코인 순실현손익 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 양(+) 극단값은 고점 차익실현, 음(-) 극단값은 항복성 손절

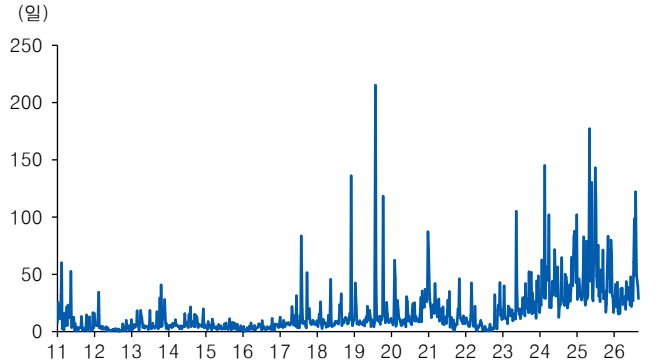
비트코인 CDD(이동 코인 X 보유일수) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 급증 = 장기 물량 이동(고점·분산 경계)

비트코인 평균휴면일(이동 코인당 평균 휴면일) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 상승=장기 보유 코인 매도, 하락=신규 활동 우위

네트워크·채굴 지표

일 활성 주소 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 네트워크 사용량, 가격과 동행 경향

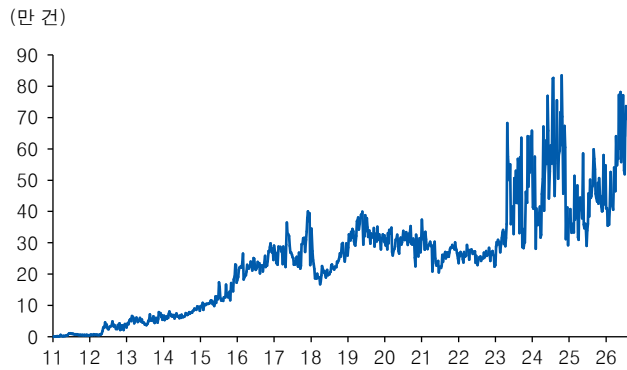
신규 주소 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 신규 채택·수요 유입 대리지표

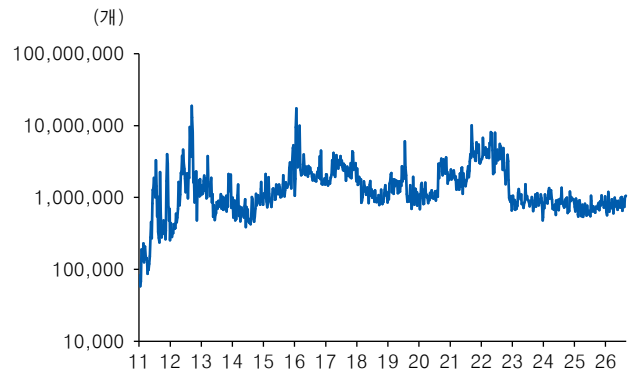
일 거래 건수 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 온체인 활동량 지표

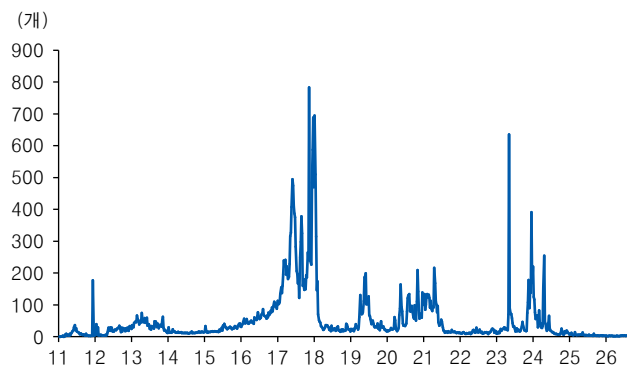
일 비트코인 전송량 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터, 주 1) Y 축은 로그 스케일 적용

주 2)해석포인트: 온체인 결제 규모 지표

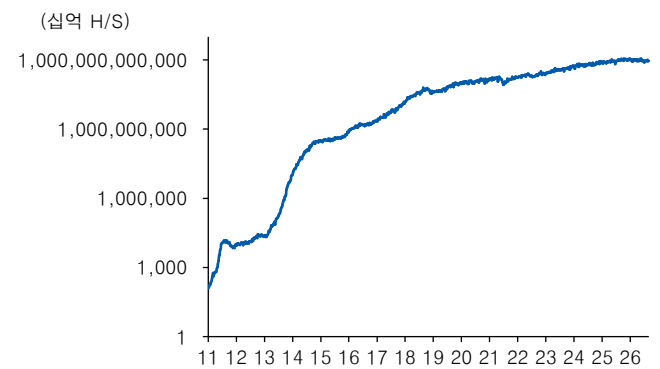
비트코인 일간 총 수수료 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: 블록공간 수요 · 혼잡도 지표

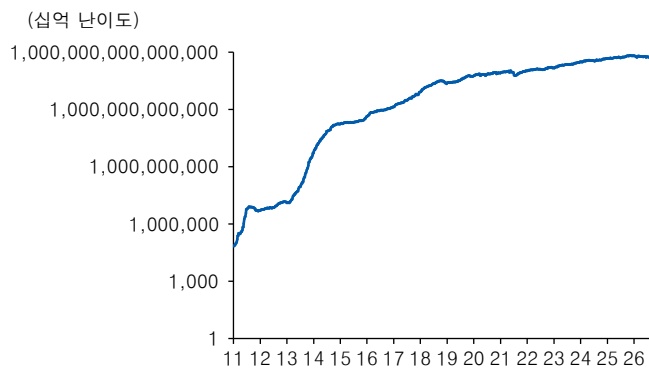
해시레이트(채굴 연산력, H/S) 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터, 주 1) Y 축은 로그 스케일 적용

주)해석포인트: 네트워크 보안 · 채굴자 확산, 추세 우상향

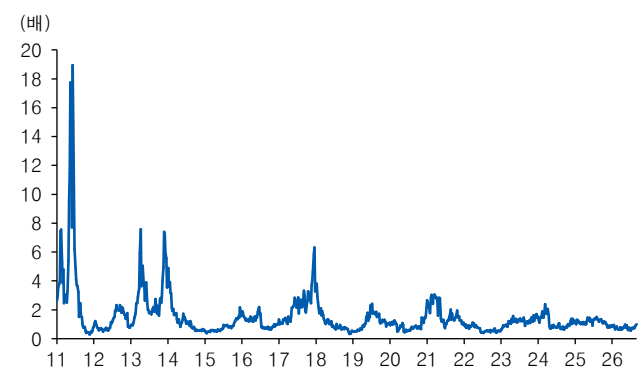
채굴 난이도 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터, 주 1) Y 축은 로그 스케일 적용

주 2)해석포인트: 해시레이트 추증, 채굴 경쟁 강도

푸엘 멀티플(채굴자 수익/ 365) 추이

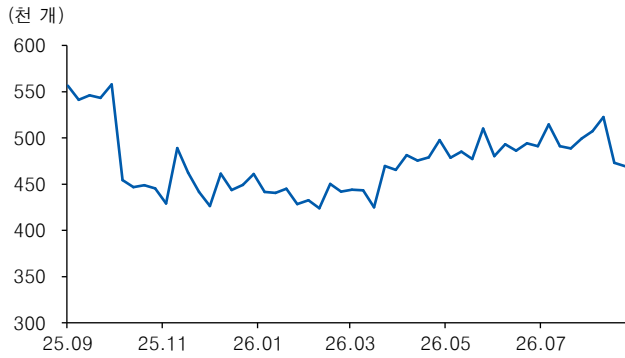


자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

주)해석포인트: >4 고점권, <0.5 채굴자 행복(바닥)

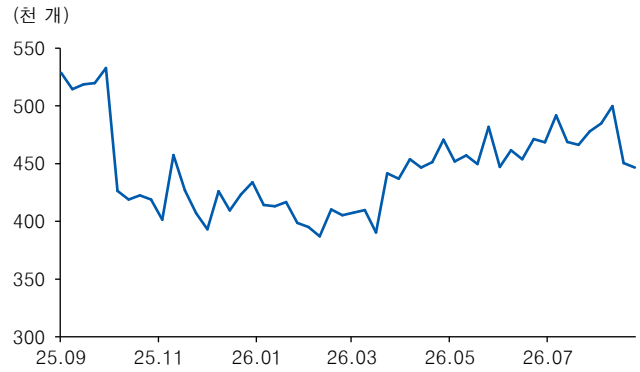
파생 지표

비트코인 선물 미결제 추이



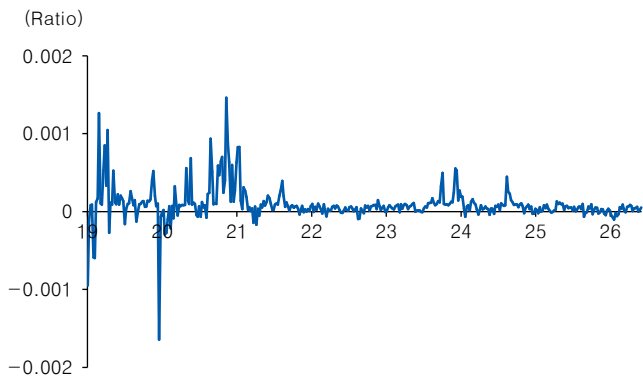
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 무기한 선물 미결제 추이



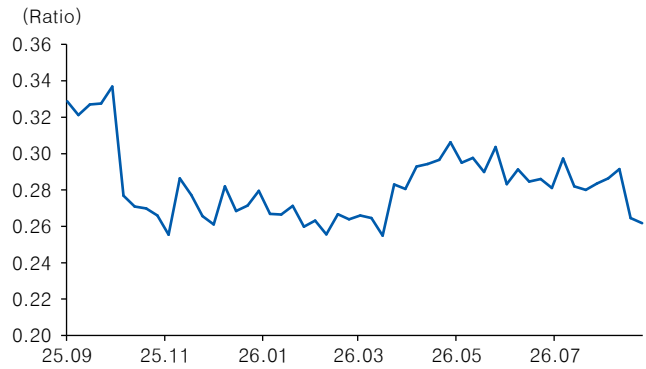
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

무기한 펀딩비율 추이



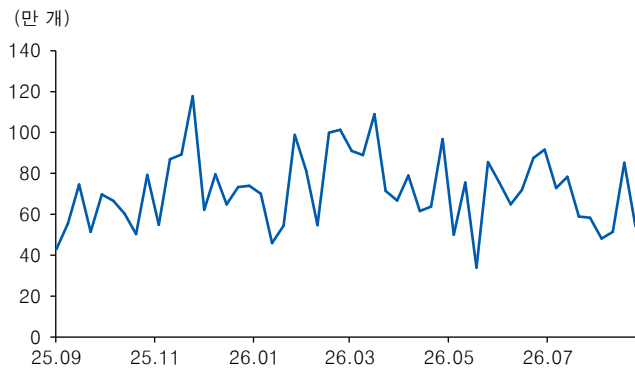
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

추정 레버리지비율(OI/거래소 잔고) 추이



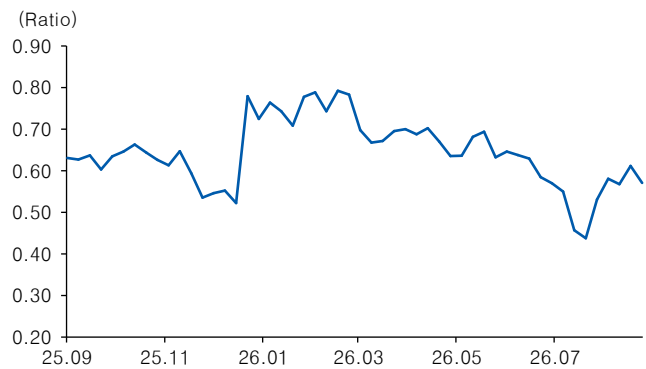
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 선물 거래량 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

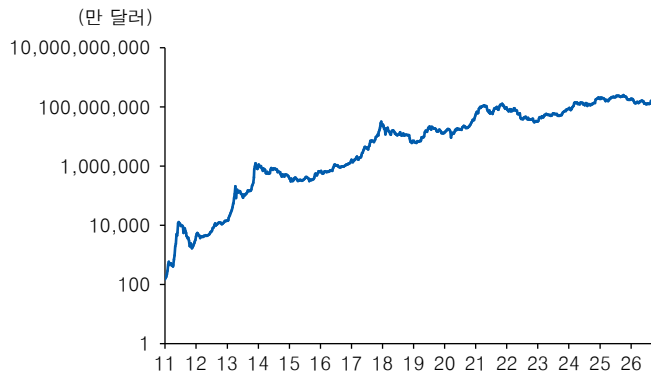
옵션 풋/콜 비율



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

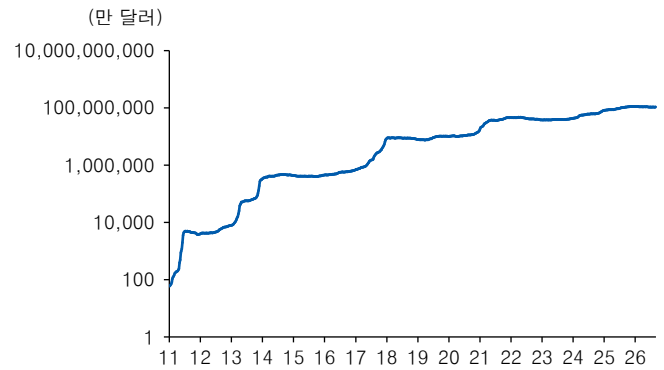
사이클 & ETF 플로우 지표

비트코인 시가총액 추이



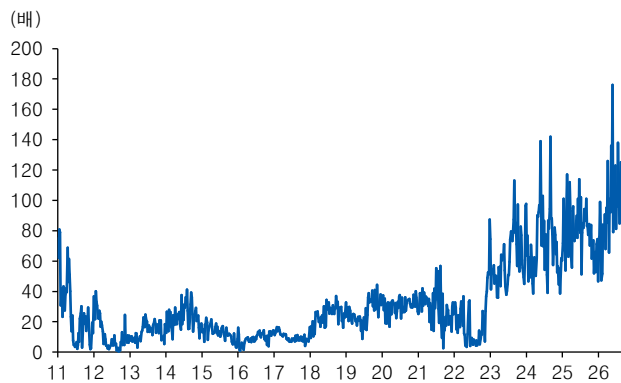
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 실현 시가총액 추이



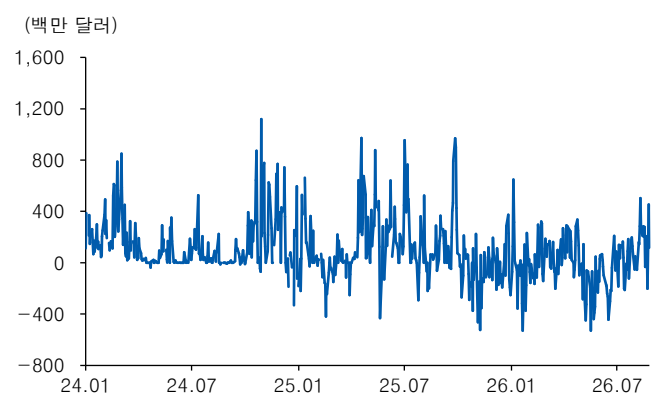
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 NVT(시가총액/온체인 거래규모) 추이



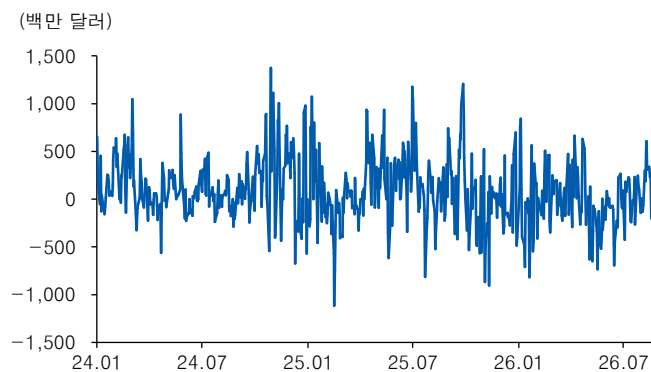
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

IBIT 일간 순유입 추이



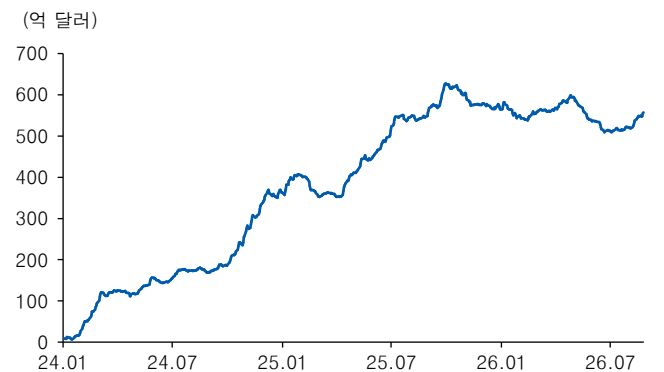
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 현물 ETF 순유입 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

비트코인 현물 ETF 누적 순유입 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

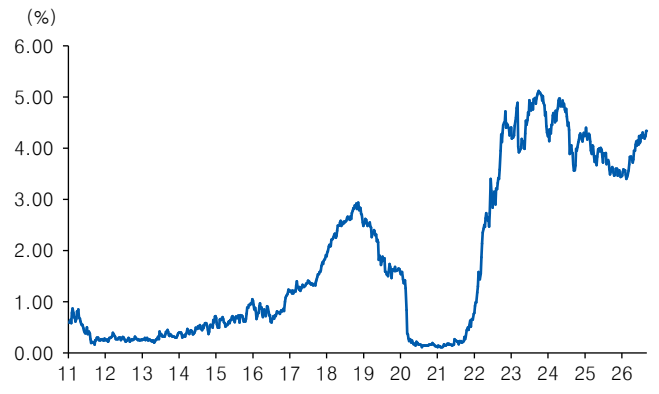
매크로 지표

美 국채 10년물 금리 추이



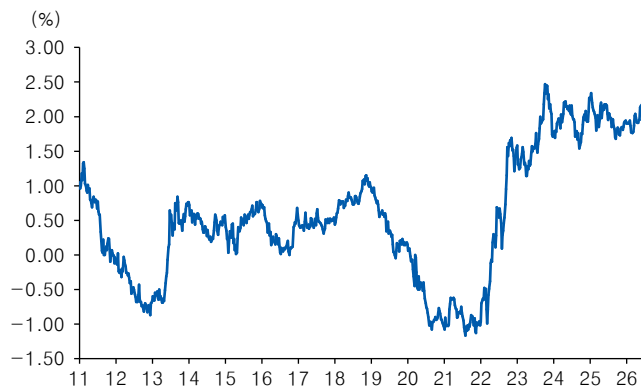
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 국채 2년물 금리 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 10년물 실질금리(TIPS) 추이



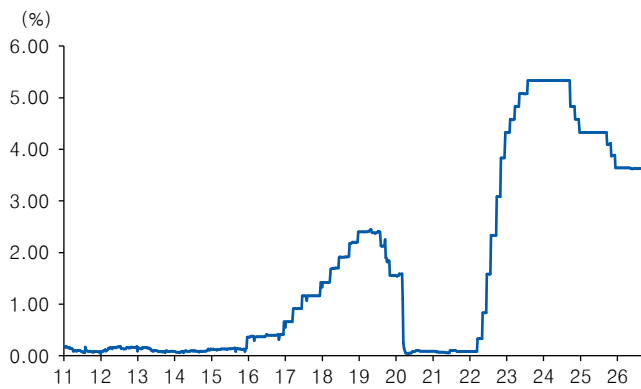
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 10년 기대인플레이션율 추이



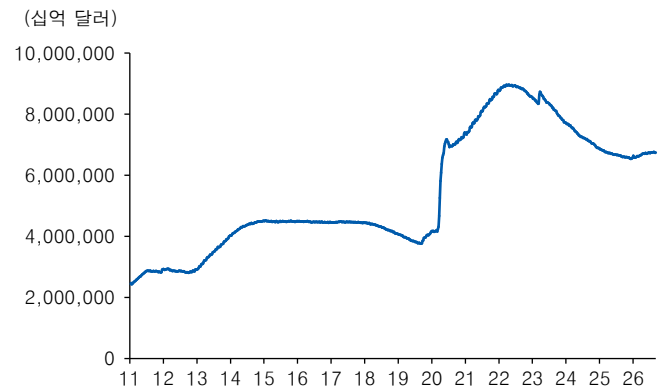
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 실효 연방기금금리 추이



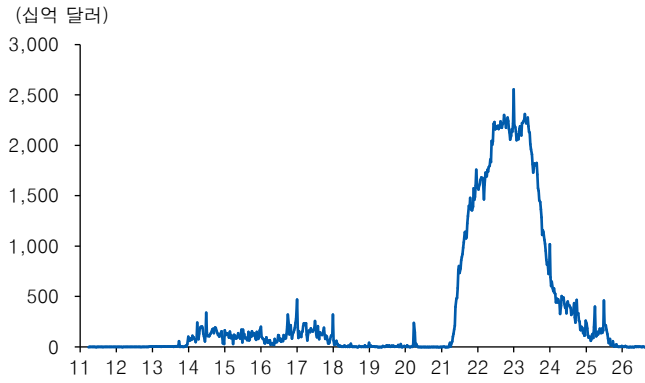
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

Fed 대차대조표



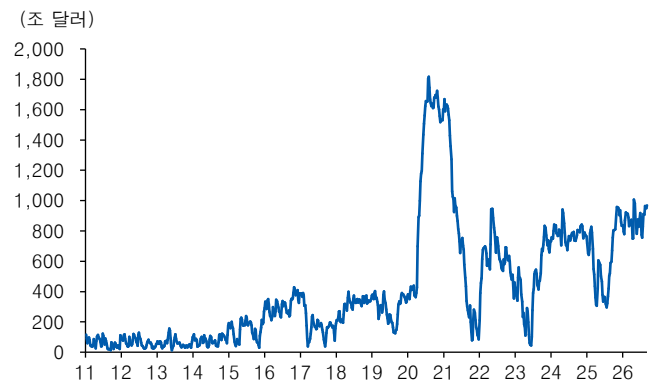
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 역레포 잔액 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 재무부 일반계정 잔고 추이



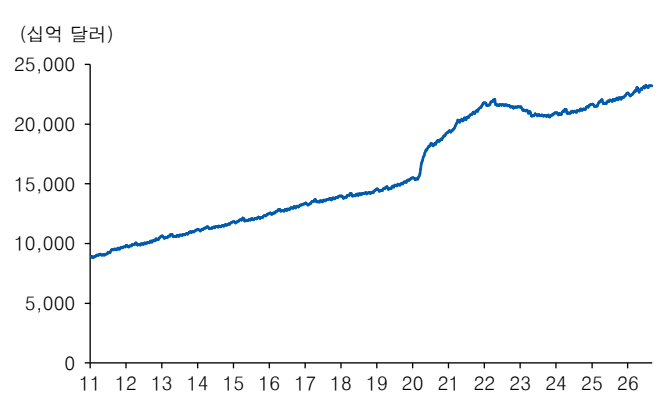
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 순유동성 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 M2 통화량 추이



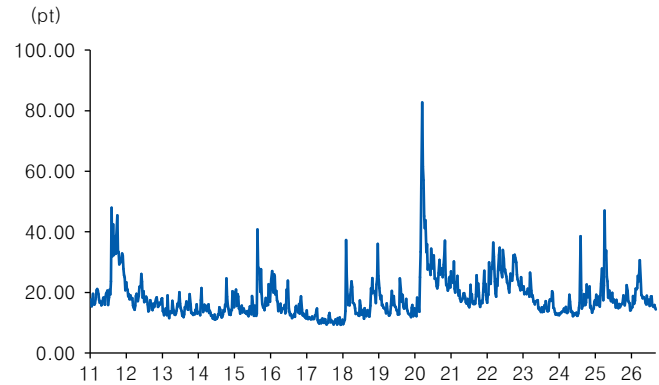
자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

美 달러지수 (광의)



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

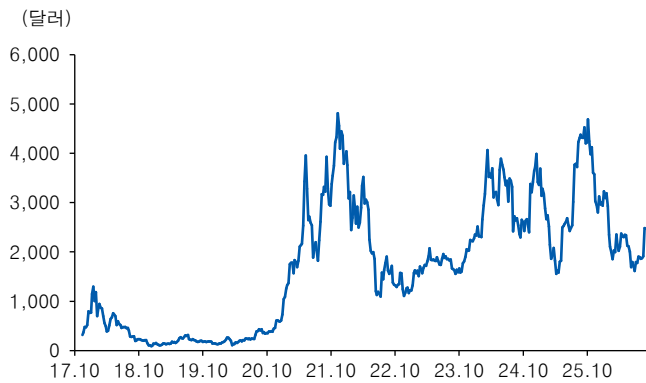
VIX 변동성지수 추이



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

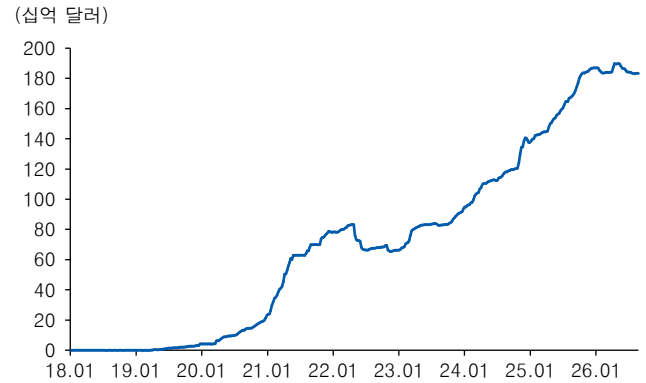
디지털자산 가격·스테이블코인·TVL 지표

이더리움 가격 추이



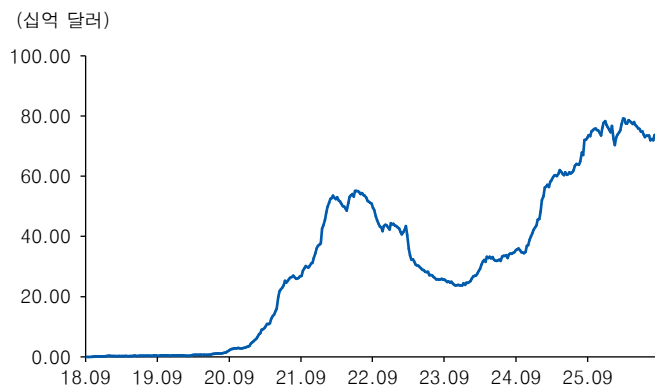
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

USDT 시가총액 추이



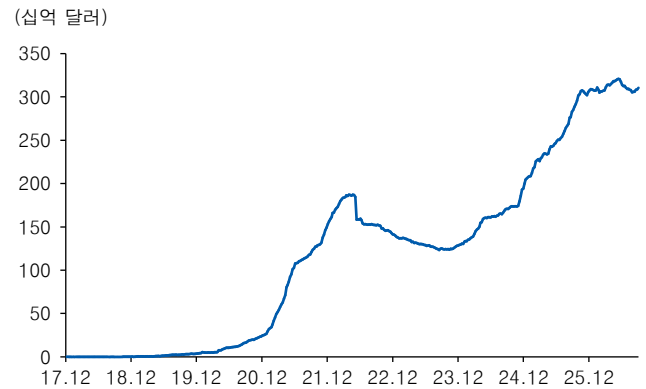
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

USDC 시가총액 추이



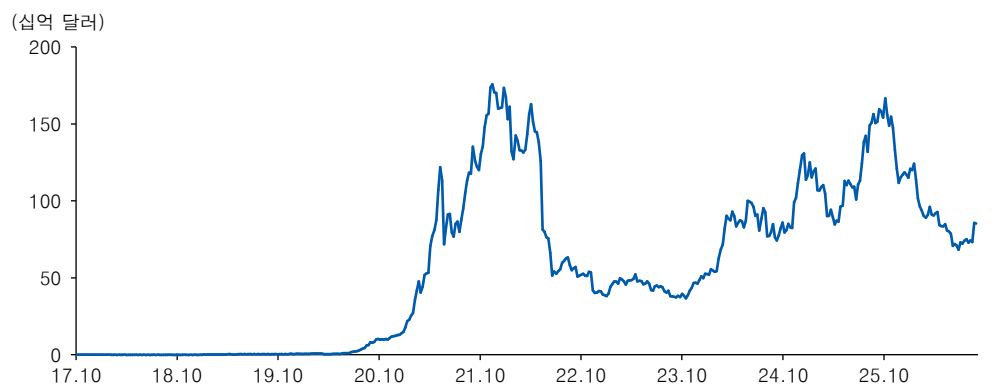
자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

전체 스테이블코인 시가총액 추이



자료: Glassnode, 유안타증권 리서치센터

디파이 예치총액 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **이환욱**)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Head of Research Center **최현재**
 3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
 3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

팀장 Strategist	김용구	3770-3521	yg.kim@yuantakorea.com			
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634 hyunyong.shin@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Market Analyst	이재원	5719 jaewon2.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	임지운	3527 jiyeon.lim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526 hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646 sebin2.kim@yuantakorea.com

기업분석

팀장 2차전지/신에너지	이안나	3770-5599	anna.lee@yuantakorea.com			
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649 koeun2.kim@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643 jongsung.bae@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	신승우	5594 sungwoo.shin@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김영민	5602 yeongmin.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조계철	2665 gyecheol.jo@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com			
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com			
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com			
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com			
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com			
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com			
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com			
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com			
방산/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com			
운송	최지운	3640	jiyun.choi@yuantakorea.com			
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com			
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com			
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com			
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com			

