

STRATEGY NOTE

성장하는 코인업체들

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com

샌프란시스코 연은은 스테이블코인 발행사들을 미 국채의 새로운 수요처로 지목. 최근 5년 동안 Tether·USDC 발행사의 국채 보유는 1,854억달러 늘어 같은 기간 중국 감소분의 43%를 상쇄. 이 추세가 이어지면 2030년 말 약 4,000억달러로 지금의 두 배 가까이 늘어날 것으로 추산. 다만 코인기업들이 집중적으로 매수하는 것은 단기물. 2030년 보유량 추정치도 현재 국채 잔액의 1.3%에 그쳐, 해외 투자자들의 장기물 수요 공백을 메우기에는 역부족

1. 나가는 외국인, 들어오는 코인

1) 떠나는 해외 투자자들

미국 국채에서 일반 보유분(debt held by the public, 연준 포함)이 차지하는 비중은 2006년 1분기 말 58.2%(4.9조달러)에서 2026년 2분기 말 80.3%(31.7조달러)로 증가. 시장이 보유하는 국채가 20년 새 약 6.5배로 늘어난 것. **국내외 수요가 모두 늘었지만 늘어난 물량을 주로 소화한 쪽은 국내 투자자.** 일반 부문에서 해외 투자자 비중은 2008년 56.5%를 정점으로 2026년 2분기 30.0%까지 하락(같은 기간 연준 보유분은 0.8조달러(9.1%) → 4.5조달러(11.5%))

해외 투자자 안에서도 비중에는 큰 변화가 나타났음. 외국 공적기관의 비중은 1973년 98.6%에서 2026년 2분기 41.1%로 낮아졌고, 빈자리는 금리에 더 민감한 민간 투자자가 채움. **미 국채의 투자매력이 감소하면 더 큰 보상을 요구하는 투자자가 늘었다는 뜻이며,** 미국이 누려 온 과도한 특권(exorbitant privilege)이 흔들릴 수 있다는 경고

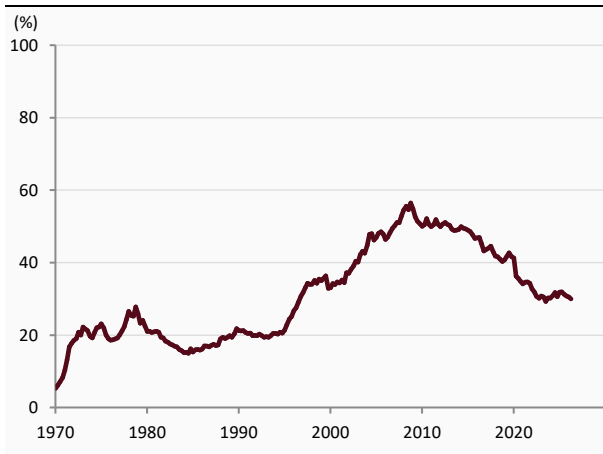
공적 부문 이탈의 중심은 일본 정부 다음가는 대형 보유 주체인 중국 정부. 2013년(11월 1조 3,167억달러) 정점 이후 보유를 절반 넘게 줄였고, 최근 5년(2021년 6월~2026년 6월) 동안은 1조 618억달러에서 6,334억달러로 4,285억달러 감소. 해외 투자자 수요의 감소 이유로 흔히 꼽히는 것은 더 넓은 글로벌 자산으로의 포트폴리오 분산(diversify its portfolio holdings). 특히, 장기물 보유량 축소 추세가 두드러짐. 해외 공적 부문의 장기물 보유량은 2021년 7월 3조 9,777억달러로 최고치를 기록한 뒤 현재(2026년 7월)는 5,589억달러(-14.1%) 감소한 3조 4,188억달러

2) 새로 진입하는 스테이블코인 업체들

외국인들의 빈자리 일부를 채운 투자자들은 스테이블코인 발행사. 코인업체들은 가격 변동이 큰 암호자산과 달리 달러와의 1대 1 교환(one-to-one convertibility to the U.S. dollar)을 약속해 안정적인 가치 저장 수단을 선호. 2026년 8월 중순 기준 스테이블코인 업체들 중 Tether와 USDC가 전체 시가총액의 80% 이상을 차지. 두 발행사의 국채 보유량(재정증권·RP)은 163억달러에서 2,016억달러(2021년 6월 ~ 2026년 6월)로 12배 늘었고, **증가분 1,854억달러는 같은 기간 중국 감소분의 43%에 해당**

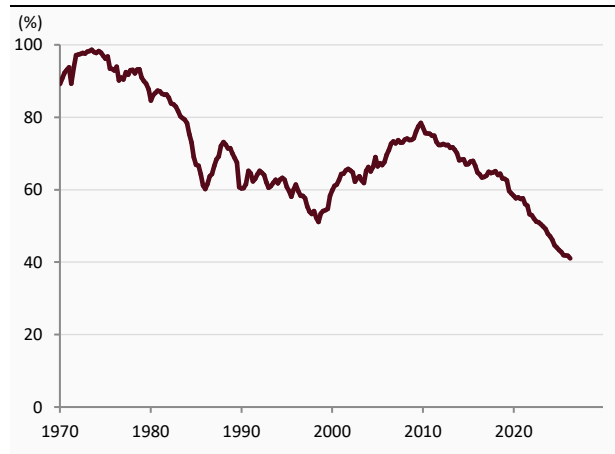
이들의 미 국채 보유량 증가는 구조적 요인에 기인. 코인-달러 1대 1 교환 약속은 고정환율제와 같아, 액면 상환에 의심이 생기면 인출 사태(runs)로 확산될 가능성이 높음. 따라서 **예금 인출에 대비해 유동성을 쌓는 은행처럼 안전하고 유동성 높은 자산을 보유하려는 것**. 2025년 제정된 GENIUS Act는 승인 발행사에 발행액 전액을 재정증권 같은 고유동성 자산으로 뒷받침하도록 요구해, 단기 국채 수요가 제도적으로 굳어지는 셈

[그림1] 해외 투자자의 미 국채 보유 비중



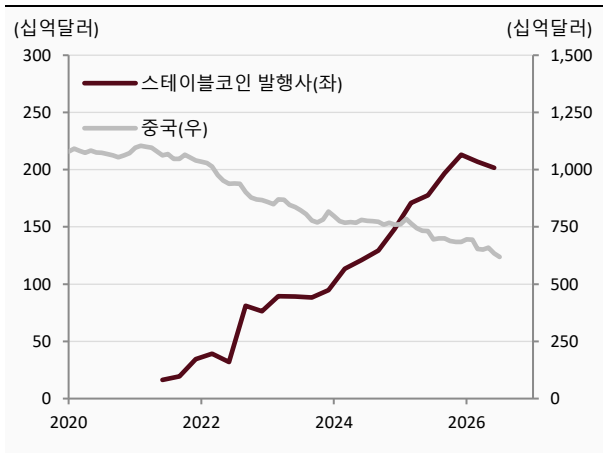
자료: San Francisco Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 해외 투자자 보유분 중 외국 공적기관 비중



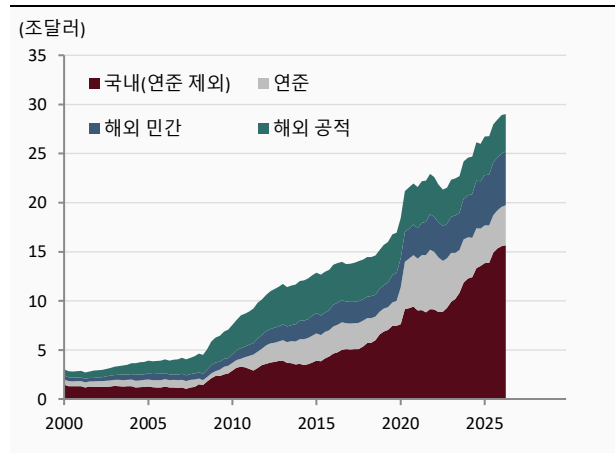
자료: San Francisco Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 스테이블코인 발행사와 중국의 미 국채 보유액 추이



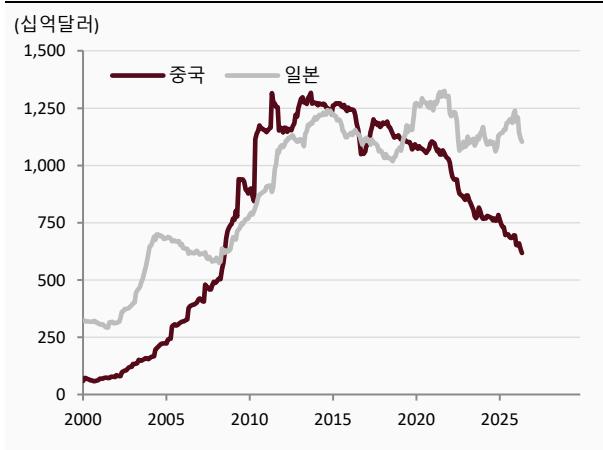
주: 스테이블코인은 Tether-USDC 발행사의 재정증권·RP(분기 말) 보유량
자료: US Treasury, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 보유 주체별 미 국채 보유액 추이



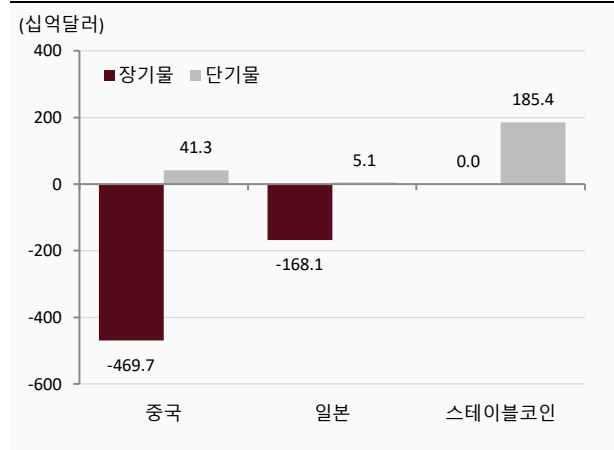
자료: the Fed, FRED, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 중국과 일본의 미 국채 보유액 추이



주: 스테이블코인은 Tether-USDC 발행사의 재정증권·RP(분기 말) 보유량
 자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 최근 5년간 만기별 미 국채 보유 증감



주1: 2021년 6월 말 대비 2026년 6월 말, 중국·일본은 TIC 기준 거주자 전체
 주2: 스테이블코인은 Tether-USDC 발행사의 재정증권·RP로 단기물에 포함
 자료: US Treasury, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

2. 스테이블코인 수요, 얼마나 강해질까?

1) 단기물에 집중된 수요, 공급량 메꾸기에는 부족

스테이블코인 업체들의 수요는 단기물에 집중. 2022년 말부터 2026년 6월까지 스테이블코인 발행사의 단기 국채(재정증권·RP) 보유금액은 764억달러에서 2,016억달러로 1,252억달러 증가, 최대 미 국채 보유국인 일본(재정증권: 802억달러 → 705억달러(1분기 보유량은 1,518억달러))을 상회. 스테이블코인 발행사의 재정증권 수요는 2023년 이후 외국 공적기관의 재정증권 수요 반등(2022년 말 2,387억달러 → 2026년 4월 말 4,573억달러)과 맞물려 단기물 수요를 키운 요인으로 판단. 국제결제은행(BIS)도 연차보고서를 통해 스테이블코인 기업들의 수요가 이미 단기 국채 금리에 유의미한 영향(measurable impact)을 줄 만큼 커졌다고 분석

최근 5년의 스테이블코인 업체 단기국채 보유량 증가 추세가 향후 5년 간 지속된다고 가정할 경우, **2030년 말 보유액은 약 4,000억달러로 현재의 두 배 가까이 늘어날 것으로 추정.** 실제로 우리가 추산한 수치(2021년 2분기~2026년 2분기 21개 분기 보유액에 최소자승법으로 선형 추세를 추정)로도 코인 기업들의 보유량은 연 410억달러씩 늘어 2030년 말 3,983억달러로, 샌프란시스코 연은 수치와 유사. 다른 연구들은 이보다 더 빠른 증가를 예상

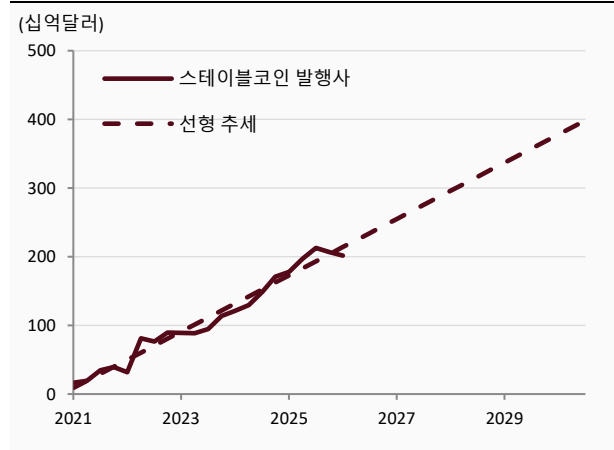
코인업체들의 단기국채 수요가 급격하게 강해지고 있음에도 **절대적인 보유 규모는 아직 작은 편.** 현재 이들의 단기국채 보유액(2,016억달러)은 시장성 국채 잔액(31.1조달러)의 0.6%, 재정증권 잔액(6.7조달러)으로 좁혀도 3.0%. 2030년 추정치(3,983억달러)도 현재 잔액 대비 각각 1.3%, 6.0%에 불과. 연 410억달러 안팎의 증가 속도는 CBO가 전망한 연간 국채 순발행(2027~2030 회계연도 1.9조~2.2조달러)의 2% 수준이고, 재정증권 비중 22.8% 유지를 가정한 재정증권 순발행(연 4,400억~5,000억달러)과 견주어도 10% 안팎. 아직 **국채 공급 속도와 스테이블코인 업체들의 수요증가 속도를 견줄 정도는 아니라는 판단**

[그림7] 외국 공적기관의 미 재정증권 보유액



자료: US Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 스테이블코인 발행사의 미 국채 보유 추정



주1: Tether-USD Coin 발행사의 재정증권·RP

주2: 점선은 2021.2Q~2026.2Q 선형 추세 연장(2030년 말 3,983억달러)

자료: Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

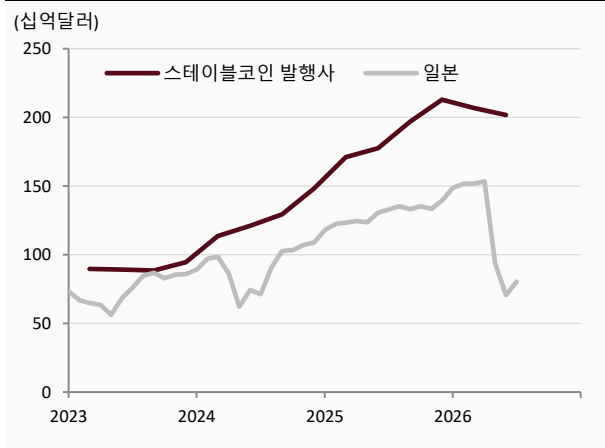
2) 향후 수요에 변화를 줄 수 있는 요인들

미래 스테이블코인 기업들의 수요는 1) 스테이블코인 보급 속도와 2) 유입 자금의 출처 등 크게 두 가지가 좌우할 전망이다. 스테이블코인에 들어오는 돈이 국채 밖에 있던 자금(신흥국 통화, 암호자산 등)이면 발행사가 그만큼 재정증권을 새로 사들여 순수요가 증가. 반면 재정증권이나 MMF에 있던 자금이 옮겨 오는 경우라면 투자자가 판 재정증권을 발행사가 되사는 데 그쳐, 보유 주체만 바뀌고 순수요는 불변

스테이블코인 보급 여건은 우호적. IMF 보고서에 따르면 국외 결제용 스테이블코인 수요가 증가 중. 특히, GDP 대비 거래 규모는 아프리카·중동·중남미에서 높으며 이들 거래 대부분이 국제 거래. 2024년 스테이블코인 거래는 약 2조달러. 금액은 북미(6,330억달러)와 아시아·태평양(5,190억달러)이 크지만 GDP 대비로는 중남미(7.7%)와 아프리카·중동(6.7%)이 높은 편. 두 지역의 역내 거래 비중은 12~14%(북미 34%)에 그쳐 대부분이 국제 거래라는 특징이 있음. 연준 Waller 이사는 **스테이블코인이 송금을 포함한 국경 간 거래 비용을 낮추고, 자국 통화가치가 안정적이지 않은 국민들에게 더 안전한 가치 저장 수단**이 될 수 있다는 점(Waller 2025)이 보급 확대를 뒷받침할 수 있다고 언급

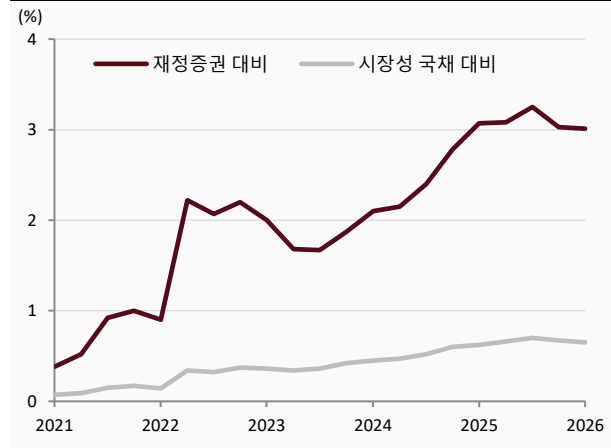
물론, 1) 각국의 규제, 2) 경쟁 상품의 등장, 3) 은행의 국경 간 디지털 결제 기술 도입 등 불확실성이 큰 상황임은 부인할 수 없음. 샌프란시스코 연은도 상기한 수요 강화 요인들이 단순 추정(simple projection)에 기반한 내용임을 명시

[그림9] 스테이블코인 업체와 일본의 단기 국채 보유액 추이



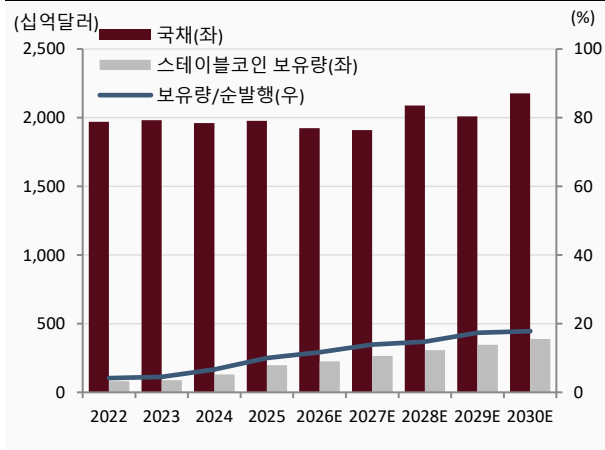
주1: 스테이블코인은 Tether·USDC 발행사의 재정증권·RP(분기 말) 보유량
 주2: 일본은 거주자 전체의 재정증권(월말)
 자료: US Treasury, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 재정증권 잔액 대비 스테이블코인 보유 비중 추이



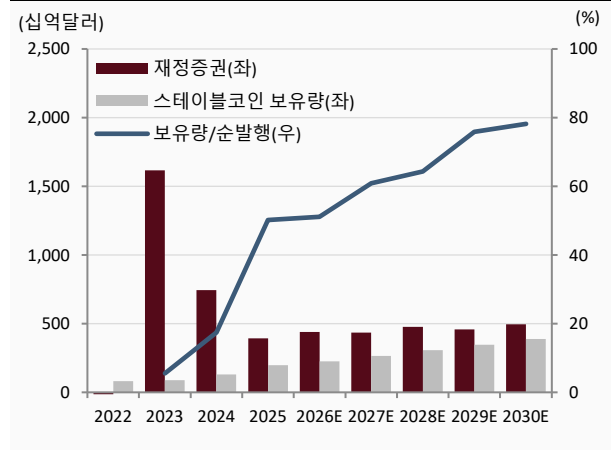
주1: Tether·USDC 발행사의 재정증권·RP 보유액 ÷ 분기 말 잔액
 자료: US Treasury, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 미 국채 순발행과 스테이블코인 보유량 추이



주1: 회계연도(전년 10월~9월), 순발행은 일반 보유 연방부채 증감 기준
 주2: 스테이블코인은 Tether·USDC 발행사의 재정증권·RP(9월 말), 2026년부터 선형 추세 연장
 자료: CBO, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 재정증권 순발행과 스테이블코인 보유량 추이



주1: 회계연도(전년 10월~9월), 재정증권 순발행은 2026년부터 CBO 순차입 전망 × 재정증권 비중(22.8%) 기준, 2022년은 순상환이라 비율 생략
 주2: 스테이블코인은 Tether·USDC 발행사의 재정증권·RP(9월 말), 2026년부터 선형 추세 연장
 자료: CBO, Tether, Circle, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].