

PDAO REPORT

2025.11.03.

원화 스테이블코인, 피할 수 없는 선택



Written by

millco (박주환)
juhwani705@postech.ac.kr
X:@millco705

Seungjun (오승준)
seungjun@postech-dao.xyz
X:@seungjun_x



Index

Intro.

I. 스테이블코인의 발행 목적

- 국가의 입장에서 바라본 스테이블코인
- 발행기관의 입장에서 바라본 스테이블코인
- 사용자의 입장에서 바라본 스테이블코인

II. 달러 스테이블코인의 최신 동향

- Market: 스테이블코인 시장의 성장 (feat. Ethena)
- Policy: GENIUS ACT의 승인
- Technology: 발행기관의 자체 네이티브 네트워크 출시

III. 달러 스테이블코인에 대한 미국의 의도

- 너무 커진 발행규모
- 스테이블코인 발행기업의 미국行 유도
- 미국 국채 수요 증진
- 중국 CBDC (e-CNY) 견제
- 우호적인 미 국채 플레이어 확보

IV. 원화 스테이블코인의 등장배경

- 달러 외 스테이블코인의 발행
- 달러 스테이블코인 발행사의 국내시장 진입
- 국내 기업의 원화 스테이블코인 발행 사업 진출

V. 원화 스테이블코인의 발행환경

- 대한민국의 현재 금리상황
- 대한민국의 단기 국채시장 상황
- 원화 스테이블코인 수요예측
- 달러 스테이블코인 대비 Discount point

VI. 원화 스테이블코인 발행에 대한 제언 및 결론

- 미국과 동일하게 해서는 살아남을 수 없다
- 이자지급 조건부 허용 검토
- 지급준비금 운용 조건 완화
- 네이티브 네트워크+브릿지 형태 구축
- 원화 스테이블코인으로 통합된 금융 슈퍼앱 개발
- 원화 스테이블코인 활성화를 위한 플랫폼 사업 모델 제안

Outro.

Intro.

원화 스테이블코인을 둘러싼 국내 환경이 빠르게 변화하며 관련 논의에 속도가 붙고 있다. 정부와 금융권은 제도화를 준비하고 있고, 한국은행은 2025년 10월 27일, 원화 스테이블코인의 주요 이슈와 대응방안을 다루는 리포트를 발간하였다. 시장에서는 기대와 우려가 공존하는 상황이다.

국내 시중은행과 인터넷은행들은 미래 디지털 금융 시장의 주도권을 확보하기 위해 원화 스테이블코인 발행 준비에 속도를 내고 있다. 가장 대표적으로, 업비트의 운영사 두나무가 네이버의 자회사로 편입하는 것에 대하여 협의가 진행 중에 있다.¹⁾

하지만 한국은행은 민간이 발행하는 스테이블코인에 대해 신중한 입장을 취하고 있다. “디지털 시대의 화폐, 혁신과 신뢰의 조화: 원화 스테이블코인의 주요 이슈와 대응방안” 보고서를 통해 스테이블코인이 야기할 수 있는 리스크로 대규모 인출 사태(코인런), 자본 유출, 자금세탁 등 범죄 악용 가능성, 통화 정책 운영의 어려움을 지적했다.²⁾

따라서 본 아티클에서는 현재 원화 스테이블코인 발행환경에 대한 이해를 돋기 위해,
I 에서는 스테이블코인이 세 가지 이해관계자들에게 어떠한 효용을 주는지 알아본다.
II 에서는 달러 스테이블코인에 관한 최신 이슈들을 팔로업한다.
III 에서는 현 미 트럼프 2기 정부가 스테이블코인과 친화적인 모습을 보이는 이유에 대해 고찰한다.
IV 에서는 원화 스테이블코인이 등장하기 시작한 이유에 대해 해외 여러 사례들과, 국내 움직임들을 살펴본다.
V 에서는 원화 스테이블코인의 발행환경에 대해 분석하고, 달러 스테이블코인의 발행환경과 원화 스테이블코인의 발행환경의 차이를 분석한다.
VI 에서는 앞서 살펴본 모든 정보를 바탕으로, 원화 스테이블코인의 성공적인 발행 및 채택을 위해 어떠한 매력 포인트가 있어야 하는지를 정리하고, 그를 활용한 아이디어와 아이템 사례를 제시한다.

1)<https://www.yna.co.kr/view/AKR20250925095851017>

2)<https://www.bok.or.kr/portal/bbs/B0000232/view.do?nttId=10094188&searchCnd=1&searchKwd=&depth=201150&pageUnit=10&pageIndex=1&programType=newsData&menuNo=200706&oldMenuNo=201150>

I. 스테이블코인의 발행 목적

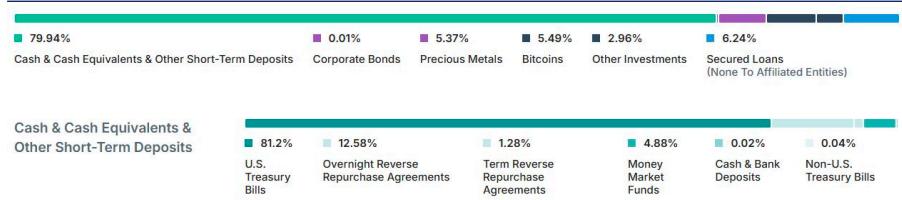
1

국가의 입장에서 바라본 스테이블코인

1. 국채 수요 창출효과

스테이블코인 발행은 부채비율과 국가채무가 계속해서 증가하는 입장에서, 국채 입찰에 지속적인 수요를 제공해 준다. 발행사 2위 Circle의 경우, 미국 국채 80%, 현금 20%로 준비금을 구성하고 있다. 블랙록(BlackRock)의 'Circle Reserve Fund (USDXX)'의 공개된 정보에 의하면, 만기 3개월 이하의 T-Bill Treasury가 Circle이 보유한 미국 국채의 대부분을 차지하고 있다. 또한 Tether 공식 투명성 보고서에 따르면, 2025년 6월 30일 기준으로 테더가 관리하는 자산은 약 1626억 달러이며, 이 중 75%인 1219억 달러를 미국 국채와 역레포에 투자했다. 실제로 테더의 직접 미국채 보유량은 1055억 달러로, 전세계 21위에 해당한다.¹⁾

그림 1. Tether의 준비금 포트폴리오

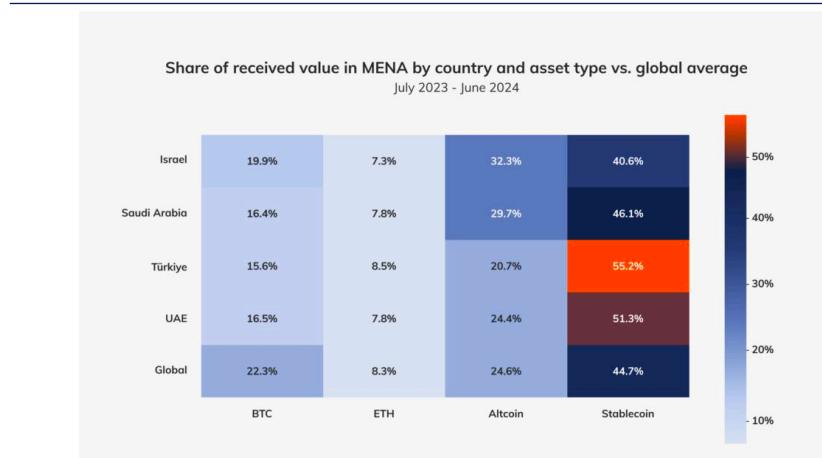


자료: Tether Transparency Report

2. 자국 화폐의 글로벌 장악력 강화 (헤게모니 강화)

최근 소비자 물가가 가파르게 상승하여 자국 통화를 신뢰하기 힘든 국가에서 달러 스테이블코인을 통한 소매 결제가 확산하고 있다. 전체 소매 결제에서 달러 스테이블코인의 비중을 취합한 통계는 찾기 힘들지만, IP를 기준으로 분류하였을 때 소비자물가지수가 가파르게 상승하는 터키에서 온체인 기준으로 전체 암호화폐 거래 중에서 스테이블코인이 차지하는 비율이 다른 지역에 비해 높은 것을 확인할 수 있다. 자국 화폐 가치가 급격하게 하락하는 국가의 국민들은, 기존에는 접근성이 낮아 결제 수단으로 사용하기 어려웠던 외국 통화 대신 스테이블코인을 결제 수단으로 활용하여 화폐 가치 하락 위험을 해지(Hedge) 하는 것이 가능해졌다.

그림 2. 중동과 북아프리카 국가의 자산별 입금 비율



자료: Chainalysis

발행기관의 입장에서 바라본 스테이블코인

1. 국채에 기반한 안정적인 수익 추구

스테이블코인 발행사의 핵심 수익원은 준비자산 운용 이자수익과 수수료 수익이다. 이 중 이자수익의 비중이 크다. USDC 발행사인 서클(Circle)은 공식 신고서에서, 2021~2024년 “매출 및 준비자산 이자 수익(revenue and reserve income)”이 2022년 7.72억 달러, 2023년 15억 달러, 2024년 17억 달러로 급증했음을 밝혔다. 이는 금리상승기에 준비자산 이자수익이 실적을 견인했다는 점을 보여준다.

USDT 발행사 테더(Tether)의 경우, 공식 투명성 보고서에 따르면 2025년 2분기 순이익이 약 49억 달러를 기록했다고 밝혔다. 해당 기간 동안에는 미국 국채 보유액이 회사 설립 이후 최대치라고 밝혔다. 이를 통해, 준비자산(특히 T-bill)에서 발생한 이자수익이 순이익의 큰 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다.

2. 타 업종 대비 매우 높은 매출/직원

스테이블코인 사업에는 필요한 인력과 설비가 영업규모에 비해 매우 적기 때문에, 영업비용(OpEx)이 상대적으로 작다. 실제로 다른 업종에 비해, 매출/직원(Revenue per Employee) 및 이익/직원(Profit per Employee) 수치가 매우 좋다는 것을 알 수 있다.

2024년 연간 기준으로, 테더(Tether)사의 경우 순이익은 130억 달러를 기록하였고, 직원수는 약 150명 수준이었기 때문에 직원 1인당 이익이 약 8,700만 달러에 해당한다. 서클(Circle)의 경우, 순이익은 1.56억 달러, 직원수는 약 900명 이므로 직원 1인당 매출은 약 190만 달러를 기록하고 있다. 비교를 위해 주요 빅테크의 매출/직원을 보면, 애플은 약 240만 달러, 알파벳(구글)은 약 190만 달러, 비자는 약 110만 달러를 기록하고 있다.

사용자의 입장에서 바라본 스테이블코인

1. 결제수단으로서의 효용

스테이블코인은 지불과 정산이 용이한 수단이다. 법정통화에 1:1로 연동되어 가치 변동성이 작기 때문에, 사용자는 결제 시점과 정산 시점 사이의 가격위험을 사실상 부담하지 않는다. 온체인 전송은 항상 가능되며 송금과 대금결제가 자연 없이 이루어진다. 동일 네트워크 내 전송은 거래 상대방의 신용위험을 크게 낮추고, 결제 실패율을 감소시킨다. 또한 지갑 주소만으로 소액 결제가 가능해져 창작자 보상, 인앱 결제, 구독형 과금 등 소액 다빈도 거래에 적합하다. 정산 관점에서는 프로그래머블 결제를 통해 조건부 결제, 분할 정산과 같은 업무 자동화가 가능하므로, 사용자는 수수료와 시간을 절약할 수 있다.

2. 투자수단으로서의 효용

스테이블코인은 투자 접근성을 높인다. 글로벌 거래소에서 '현금'처럼 사용되어, 사용자는 스테이블코인으로 다양한 자산을 즉시 매수, 매도할 수 있다. 더 나아가 파생상품, 현물 간 차익거래의 담보자산으로도 사용된다. 또한 Yield Farming(이자 농사), 온체인 예치, 대출 프로토콜 등에서 스테이블코인을 예치하여 이자, 토큰 보상을 얻을 수도 있다.

그림 3. Binance 메인 화면



자료: Binance

II. 달러 스테이블코인의 최신 동향

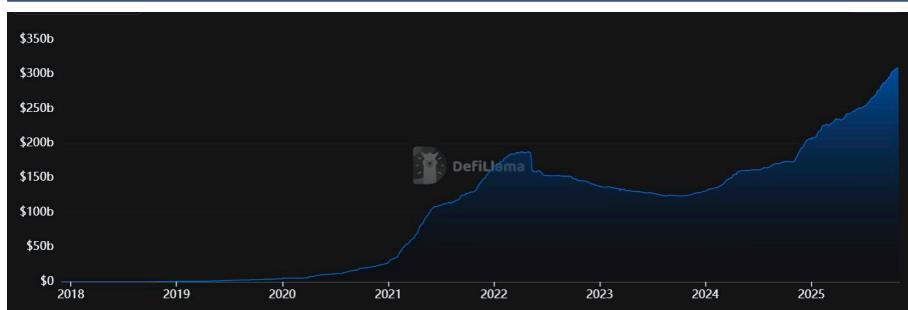
4

Market: 스테이블코인 시장의 성장 (feat. Ethena)

1. 스테이블코인 시장의 성장

2025년 10월 28일 기준으로, 스테이블코인의 총 발행량은 약 \$309B 규모이다. 이는 미국 M2 공급량과 비교할 시 약 1.4%에 해당하는 수준으로, 스테이블코인 시장의 규모가 거시경제 관점에서 유의미한 수준으로 커졌다는 것을 알 수 있다. 스테이블코인 시장은 2024년 말 \$205B 규모였던 것과 비교해 연초 대비(YTD) 약 51% 상승한 수치이며, 꾸준한 성장세를 보여주었다.

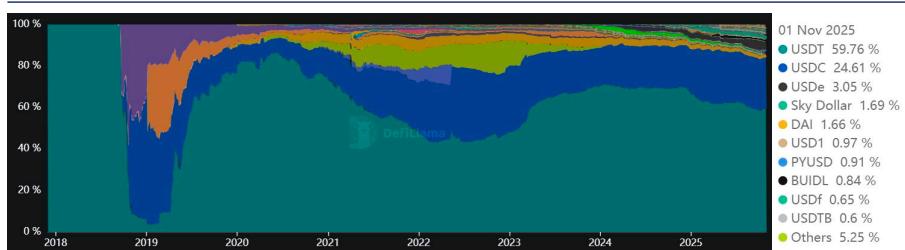
그림 4. 스테이블코인의 총 시가총액



자료: DefiLlama

스테이블코인의 역사를 돌아보면, 2014년 말 리얼 코인 사가 테더로 리브랜딩하며 시작이 되었고, 가상자산 거래소에서 활용되기 시작하며 그 규모가 급증했다. 이후 USDC, USDP(Paxos Dollar)가 등장하면서 경쟁 체제로 돌입하였다. 2020-2021년 코로나 기간을 거치며 가상자산 시장의 상승과 함께, 주요 거래소에서 페어로 활용되던 USDT, USDC를 중심으로 스테이블코인 시장이 급격히 성장하였다. 그 과정에서 UST, USDD와 같은 다양한 알고리즘 기반의 실험적인 스테이블코인들이 나타나기도 했다.

그림 5. 주요 스테이블코인의 시가총액 비율



자료: DefiLlama

최근 시장의 흐름은 다변화되는 양상이다. 이자를 지급하는 '수익 지급형 스테이블코인(Yield-Bearing Stablecoin)'이라는 새로운 모델이 등장했으며, 페이팔(PYUSD)과 같은 빅테크 기업의 시장 진입도 본격화되고 있다. 더 나아가 트럼프 일가와 연관된 WLF의 USD1 발행 사례처럼, 특정 커뮤니티나 목적을 기반으로 한 스테이블코인까지 생겨나면서 시장의 지형은 더욱 복잡하고 흥미롭게 변하고 있다.

2. Ethena의 부상

최근의 스테이블코인 산업에서는 Ethena USD(USDe)가 가장 주목을 받고 있다.

Ethena USD는 USDT, USDC와는 달리 지급준비금에 있어 다양한 가상자산들과 그 파생상품을 활용하여 고이율을 노리는 이자지급형 스테이블코인이다. 그 방식을 간략히 살펴보면, BTC, ETH와 같은 현물 가상자산과, 그에 대해 중립화*가 가능할 정도의 파생상품(숏 포지션)을 함께 보유하고, 파생상품으로부터 얻을 수 있는 프리미엄(펀딩비)을 분배하는 식이다.

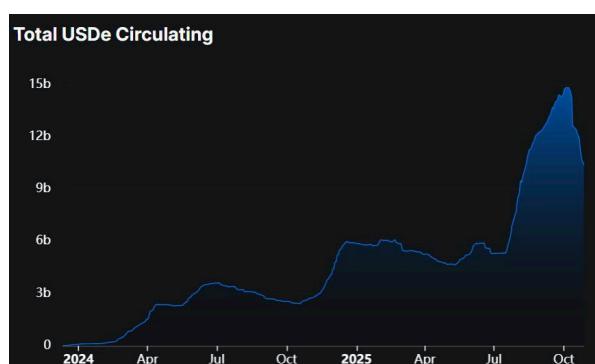
그림 6. Ethena 스테이블코인의 담보 구성



자료: DefiLlama

Ethena USD의 발행량은 2025년 9월기준 약 14B \$ 정도로 테더, 써클 다음 3위의 점유율을 가지고 있다(약 5%). 특히, 스테이블관련 미 법안인 GENIUS ACT가 승인된 시점으로부터 현재까지 발행량이 85% 이상 급격하게 상승하였다는 점이 주목되고 있다.

그림 7. Ethena 스테이블코인의 시가총액 변화



자료: DefiLlama

이는 현재 시장에서 기존 안정적인 안전자산 담보형 스테이블코인 이외에도 고위험·고수익의 스테이블코인에 대한 수요가 계속해서 존재하고, 증가하고 있음을 보여준다.

Policy: GENIUS ACT의 승인

미국 트럼프 2기 행정부의 주도 아래, 2025년은 암호화폐(크립토) 관련 규제안이 명확해지는 중요한 시기이다. 기존에는 스테이블코인을 포함한 다양한 가상자산이 미국 내에 유통되는 과정에서 명확한 법적 지위가 없었다. 이로 인해 증권법, 지급결제법 등 기존 법률에 기반한 간접적인 영향을 받아왔으며, 규제의 불분명함은 리플(XRP)을 비롯한 여러 가상자산 프로젝트가 소송에 휘말리는 결과를 낳았다. 이러한 법적 분쟁이 가상자산 시장 전체에 영향을 미치기도 했다.

이러한 상황 속에서, 미국 내 디지털 결제 규모 및 스테이블코인의 점유율 증가에 대응하기 위해 스테이블코인의 정의와 발행 자격을 명시한 「Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act」(약칭 GENIUS Act)가 통과되었다. 이 법안의 핵심은 스테이블코인의 법적 정의, 발행 조건, 그리고 감독 기관을 명확히 규정했다는 점이다.

그림 8. GENIUS Act 법률 제정 타임라인



자료: 미국 의회 (Congress.gov), PDAO

GENIUS Act는 결제형 스테이블코인을 가치가 고정되어 있고 발행자가 상환 의무를 지는 디지털 자산으로 정의하며, 기존 예금 및 증권과는 다른 상품임을 명시한다. 또한, 중앙은행 디지털화폐(CBDC)나 인터넷상에 존재하는 예금, 증권은 스테이블코인에 해당하지 않는다는 것을 분명히 했다.

스테이블코인의 발행 조건에 대해서는 예금 기관의 자회사이거나, 재무부·연준·FDIC 의장으로 구성된 '스테이블코인 인증 검토 위원회(Stablecoin Certification Review Committee)'의 전원 동의를 받아야 한다는 기준을 명시하였다.

또한 발행된 스테이블코인은 항상 달러, 예금, 또는 단기 미국채로 구성된 준비금을 통해 1:1 비율로 담보되어야 하며, 이 담보금의 구성 내역은 매월 공시되고 공인 회계법인의 감사를 받아야 한다. 발행사의 스테이블코인 운용에 관한 조건도 명확해졌다. 발행사가 보유자에게 직접 이자나 수익을 지급하는 행위를 금지하는 조항을 새로 추가하였다. 다만 거래소나 제휴사, DeFi 프로토콜과 같은 제3자가 스테이블코인 보유에 대해 이자나 보상을 제공하는 것은 금지하지 않았다.

GENIUS Act는 미국 내 스테이블코인 발행사를 공식적인 금융기관으로 분류하고, 은행비밀보호법(BSA) 준수 의무를 부과하는 등 은행 규제 당국의 감독을 받도록 했다. 이 점에서 스테이블코인을 예금과 유사하게 다룬다는 것을 보여준다. 또한, 발행사는 연방 또는 주 단위 기관 중 규제 기관을 선택할 수 있으나, 발행 규모가 100억 달러 이상인 주요 사업자의 경우 의무적으로 연방 감사를 받도록 규정했다. 이는 미국 정부가 주요 스테이블코인 유통의 직접적인 관리·감독권을 행사하겠다는 의지를 명확히 드러낸 대목이다.

그림 9. GENIUS Act 법률 요약

결제형 스테이블코인의 정의	<ul style="list-style-type: none"> 가치가 고정되고 발행자가 상환 의무를 지는 디지털 자산으로 정의 기존 예금 및 증권과는 다른 상품으로 인정 CBDC, 인터넷 예금, 증권 등을 스테이블코인에서 제외
발행 조건	<ul style="list-style-type: none"> 예금 기관의 자회사 통화감독청의 규제를 받는 비은행 기관 주 정부 승인 발행자 단, 재무부·연준·FDIC 의장으로 구성된 '스테이블코인 인증 검토 위원회' 동의 필요
운용 규칙	<ul style="list-style-type: none"> (준비금) 달러, 예금, 단기 미국채로 1:1 비율 담보 의무화 (투명성) 담보금 구성 내역 월별 공시 및 공인 회계법인 감사 의무화 (이자 지급) 발행사의 직접적인 이자/수익 지급은 금지 <ul style="list-style-type: none"> 단, 제3자(거래소, DeFi 등)를 통한 보상 제공은 허용
발행사 감독	<ul style="list-style-type: none"> 공식 금융기관으로 분류하여 은행 규제 당국의 감독 적용 (예: 은행비밀보호법 준수) 연방 또는 주 단위 기관 중 규제 기관 선택 가능 (Dual Charter) 단, 발행 규모 100억 달러 이상 사업자는 의무적으로 연방 감독 적용

자료: PDAO

Technology: 발행기관의 자체 네이티브 네트워크 출시

기술적인 관점에서는 주요 스테이블코인에 관한 Layer-1 Chain의 등장이 화제이다.

기존의 USDT나 USDC와 같은 스테이블코인들은 발행사가 퍼블릭 블록체인에 토큰을 발행하고 있었다. 각 사의 공식 웹사이트 정보에 따르면 테더는 13개의 체인, 써클은 24개의 체인에서 사용이 가능하다.

그림 10. 써클의 USDC가 발행된 퍼블릭 블록체인 목록



자료: 써클 공식 홈페이지 ([Circle.com](https://circle.com))

실물경제 시장에서 스테이블코인에 관한 관심이 높아진 지금, 스테이블코인 발행사들은 자신들의 상품이 정부 규제를 올바르게 준수할 수 있도록 관리해야 한다. 그러나 기존 퍼블릭 블록체인 간 트랜잭션에 포함되는 정보의 차이, 관리 방식 등의 차이로 미 정부 규제 가이드라인에 대응하기 위한 복잡성이 증가하고 있다. 또한 블록체인의 활성 정도에 따라 송금 수수료가 계속하여 바뀌어 이를 예측할 수 없는 등 여러 문제가 존재한다.

이를 개선하기 위해 스테이블코인 발행규모 1, 2위에 해당하는 USDT와 USDC를 네이티브 토큰으로 쓰는 L1 블록체인인 Stable과 Arc가 출시될 예정이다. 해당 블록체인은 모두 스테이블코인 송금에 특화하여 만들어진 Purpose-Built Blockchain이다. Stable의 경우 테더사의 계열사인 Bitfinex가 메인넷 런칭을 주도하고, Arc의 경우 USDC 발행사인 써클이 출시를 직접 주도하고 있다.

그림 11. 스테이블코인 네이티브 블록체인: Arc와 Stable



자료: 써클 공식 홈페이지 ([Circle.com](https://circle.com)), Stable 공식 홈페이지 ([Stable.xyz](https://stable.xyz))

Stable과 Arc 모두 BFT 계열 합의 알고리즘을 사용하여 블록체인의 성능이 뛰어나며, EVM과 호환되어 기존에 Solidity로 만들어진 프로젝트를 재설계하지 않아도 해당 블록체인에 배포할 수 있다. 이를 통해 기존의 퍼블릭 블록체인에서 설계된 스테이블코인 활용 프로젝트들이 쉽게 마이그레이션 될 수 있다.

또한 양 체인 모두 달러 스테이블코인을 송금 수수료로 사용할 수 있으며, 예측 가능한 수수료로 송금을 보장한다. 필자는 이것이 사용자가 경험할 수 있는 가장 큰 개선점이 될 것이라 생각한다.

퍼블릭 블록체인에서의 스테이블코인 발행은 시장의 성장에 주요한 역할을 했다. 하지만 스테이블코인을 거래하기 위해, 이와 별개인 송금망(블록체인)의 자체 토큰을 수수료로 지불해야 했었다. 크립토 친화적인 투자자들은 어색함을 느끼기 어렵지만, 원화 거래를 할 때 달러나 금과 같은 다른 자산을 수수료로 내지 않기 때문에, 일상적인 금융 서비스의 입장에선 어색한 면이 있었다.

그림 12. 스테이블코인 송금 예시, USDC 전송에 수수료로 SOL이 사용된다.

② Transaction Actions

Legacy Mode

[View Tx Maps](#) | Show Token Account

Interact with instruction **TransferChecked** on **Token Program** ▾

Transfer from [63aefL...cCpwex](#) to [4a9Qpr...ypLfY6](#) for
99.661013 **\$99.66** **USDC** ▾

② Fee 0.000005 SOL (\$0.000939)

자료: solscan.io

III. 달러 스테이블코인에 대한 미국의 의도

7

너무 커진 발행규모

2025년 10월 기준, 현재 달러 스테이블코인의 총 발행량은 3090억 달러로, 한화로 약 432조원에 해당한다. 1년 전과 대비하여 약 1.8배 늘어난 수치이다. 이렇게 발행된 달러 스테이블코인은 암호화폐 거래소, DEX, 기타 Web3 마켓플레이스에서 마치 '현금'처럼 쓰이고 있다. 하지만 미 의회에서 GENIUS Act를 통과하기 전까지는 이러한 행위를 직접 감독하고 규제하는 장치가 없었다.

이는 마치 과거 1960~70년대 유로달러 본드(Eurodollar Bond)와 같은 유로채가 제도권에 진입하는 과정과 꽤를 같이 한다. 유로달러 본드는 미국 밖에서 달러로 발행되는 채권으로, 다국적 기업이나 외국 정부가 해외시장에서 달러를 조달할 때 쓰인다. 유로달러는 미국 밖 은행의 달러 예치로, 과거 1960~70년대 자본수출억제와 같은 연준의 직접 규제를 피하는 용도로 사용되었다. 1970년대에 유로달러의 수량이 급격히 늘어 1990년대엔 역외 시장이 사실상 정착되었다. 이에 미국은 글로벌 달러 수요 총족을 위해 역외 발행, 판매에 관한 안전지대인 Regulation S와 기관투자자 전용 144A 체계를 마련해 역외 달러채 발행을 사실상 허용하였다. 연준은 미국 은행의 해외지점과 미국 내 외국은행 지점의 국제거래와 달러조달을 감독하고, 미국 투자자 대상 유통 시에는 SEC 규제를 적용하는 방식으로 유로달러 본드를 감독하였다.

이와 같이 달러 스테이블코인 또한 발행규모가 점차 늘어남에 따라, 미국의 감독과 규제의 필요성이 커지게 되었다. 현 미 트럼프 2기 정부에서는 이미 글로벌 단위에서 의미있는 규모를 차지한 스테이블코인 분야를 완전히 제한 하는 것이 아닌, 자국에 이익이 되는 방향으로 작동할 수 있도록 적절한 규제안을 내는 방식으로 정착하는 방식을 취한 것으로 보인다.

스테이블코인 발행기업의 미국行 유도

미국은 GENIUS Act를 통해 결제형 스테이블코인에 대한 연방 차원의 명확한 규제를 제시했다. 핵심은 누가 발행할 수 있는지, 어떤 자산으로 어떻게 뒷받침해야 하는지, 어떤 감독기관이 관할하는지를 법률로 확정한 것이다. 연방 또는 주(state)의 허가 아래 발행, 유통되는 스테이블코인만이 합법적 결제자산으로 기능하도록 설계함으로써, 규제 불확실성을 해소하고 합법 시장 접근성을 제공한다. 이는 해외에 본사를 두고 있던 발행사들이 미국 내 법인 설립, 이전을 검토하도록 유인할 수 있다.

미국의 이익의 관점에서 GENIUS Act의 목표는 다음과 같다. 첫째, 조세 기반 확대이다. 미국 내에서 인가, 감독을 받는 발행사는 미국에 납세와 감사, 보고에 대한 의무를 가지게 되고, 준비자산 운용에 대한 이자소득과 서비스 수수료 수익에 대해 과세가 가능해진다. 둘째, 금융안정과 소비자보호 강화이다. 발행, 유통, 준비자산 관리 전 과정이 미국 규제권 내로 들어와 감사를 진행하고, 제재를 집행할 수 있다. 셋째, 달러의 디지털 확장이다. 합법적이고 제도화된 달러 스테이블코인의 글로벌 사용을 확대함으로써 달러 결제망 네트워크를 강화한다.

현실적으로 대부분의 스테이블코인 발행사들이 미국 외부에서 사업을 영위하고 있다. 대표적으로 테더(Tether)는 오랜 기간 영국령 버진아일랜드에 본사가 위치해 있었고, 2025년에는 본사를 엘살바도르로 이전한다고 공식 발표했다. 이는 미국 규제 불확실성 회피, 해당 지역의 조세 혜택이 모두 적용한 결과이다. 하지만 USDC(서클), USDP-PYUSD(팍소스), GUSD(제미니)처럼 미국 내에서 운영되는 사례도 존재한다. GENIUS Act는 미국 내 결제형 스테이블코인을 제도권화하고 표준화 하여, 미국에서 사업을 영위하는 것이 더 유리하도록 만든다.

그림 13. 주요 스테이블코인 발행사의 관할

발행사/주체	스테이블코인 이름	주요 법인/인가 관할
Tether Holdings, Ltd.	USDT	<ul style="list-style-type: none"> 2025년 본사를 엘살바도르로 이전함 영국령 버진아일랜드, 홍콩 등 역외 구조를 이용해 왔음
Circle Internet Group, Inc.	USDC	<ul style="list-style-type: none"> 본사는 뉴욕에 위치함 여러 주(state)에 송금업 라이선스(MTL)를 취득함
Paxos Trust Company, LLC	USDP, PYUSD (PayPal USD)	<ul style="list-style-type: none"> 뉴욕 금융감독청(NYDFS)으로부터 한정목적 신탁회사 인가받음 미 연방 신탁인가 추진 중
Gemini Trust Co.	GUSD	<ul style="list-style-type: none"> 뉴욕 금융감독청(NYDFS)으로부터 한정목적 신탁회사 인가받음
First Digital Trust	FDUSD	<ul style="list-style-type: none"> 홍콩 신탁회사 관할

자료: PDAO

9

미국 국채 수요 증진

GENIUS Act는 결제형 스테이블코인의 준비자산을 현금(달러), 은행 또는 신용조합의 예금, 단기 미 국채(T-bill), T-bill 담보의 단기 레포와 역레포로 한정한다. 이 자산들은 고유동성, 저위험 자산들이라는 공통점이 있다. 발행 잔액 1달러당 1달러의 유동자산 보유를 의무화하고 있고, 지금 준비금 포트폴리오가 단기 미 국채 중심으로 설계되어 있다. 이는 스테이블코인 준비금으로 회사채, 부동산, 주식, 크립토 등의 위험자산을 활용하는 관행을 차단하고, 준비금이 미국 단기 채권시장으로 유입되도록 유도하는 장치이다. 미 정책당국은 국채 수요 진작과 차입비용 완화 효과를 명시적으로 기대하고 있다. 상원 통과 이후 법안 설명과 해설에서, 스테이블코인 규율이 T-bill 수요를 확대해 연방정부의 조달비용을 낮출 수 있다는 점이 강조되었다.

감독체계는 규모에 따라 차등화된다. 발행잔액 100억 달러 이하의 비은행 발행사는 주(state)의 감독을 선택할 수 있으나, 100억 달러를 초과하면 정해진 기간 내 연방 규제안으로 전환하거나 연방 당국의 면제 승인을 획득해야 한다. 따라서 대형 스테이블코인 발행사는 필연적으로 연방 차원의 감독, 감사 대상이 된다. 이 기준을 Ethena(USDe)에 적용하여 생각해 보면, 2025년 8월에서 10월 사이 USDe 유통량은 120억에서 150억 달러로 급증하여 GENIUS Act의 100억 달러 임계치를 상회하였다. 하지만 2025년 11월 1일 기준 현재 USDe의 유통량은 94.2억 달러를 기록하고 있어 향후 유통량 변화를 관찰해야 한다.

10

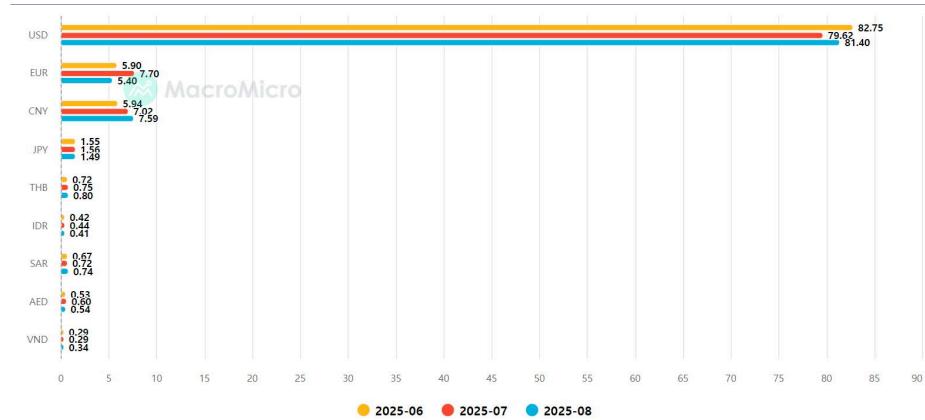
중국 CBDC (e-CNY) 견제

중국의 CBDC인 e-CNY는 2020년에 시범운영을 시작한 이후 세계 최대 규모의 CBDC 파일럿으로 성장했다. 2024년 6월 기준으로 누적 결제액은 약 7조 위안(약 9,860억 달러)에 달했으며, 이는 2023년 6월의 1.8조 위안 대비 약 4배 확대된 수치이다. e-CNY는 실물거래 정산 영역에서도 상징적 사례를 만들었다. 2023년 10월 페트로차이나가 상하이석유가스거래소(SHPGX)에서 원유 100만 배럴 거래를 e-CNY로 정산하며 국제 원유거래 최초의 디지털 위안 결제를 성사시켰다.

중국은 또한 다자간 CBDC 결제 플랫폼인 mBridge를 주도하며 홍콩, 태국, 아랍에미리트 등과 협력하고, 2024년에는 사우디아라비아가 정식 참여하면서 에너지·원자재 무역에서의 활용 가능성을 확장하였다. 2024년 중 mBridge는 최소기능제품(MVP) 단계에 도달했으며, 이는 향후 SWIFT 의존도를 낮춘 CBDC 기반 범국가 결제망의 실험이라는 점에서 미국의 결제망을 견제하려는 지정학적인 의미를 가지고 있다.

이러한 흐름 속에서 위안화의 '무역 금융(trade finance)' 시장 점유율도 상승하였다. SWIFT의 RMB 트래커에 따르면, 2023년 하반기 이후 위안화는 무역금융에서 유로화를 앞지르는 기간이 나타났고, 2024년 6월에는 5.99%로 유로(5.92%)를 상회하였다. 2025년 중반에도 위안화의 무역금융 비중은 약 5~7% 수준을 유지하며 유로와 비슷한 양상을 보이고 있다. 다만 전체 점유율에서는 위안화가 여전히 6위권(약 2.9%)에 머물고 있다.

그림 14. SWIFT를 통한 전 세계 무역 금융의 통화별 점유율



자료: MacroMicro

이와 같은 디지털 위안화의 확장과 탈달러 결제 인프라 구축은 미국의 금융제재에 영향을 미치는 기존의 달러(SWIFT) 체제의 우회 가능성을 키운다. GENIUS Act는 결제형 스테이블코인 준비자산을 현금, 예금, 단기 미 국채로 한정하고, 대형 발행사에 연방 차원의 감독, 감사를 의무화하며, 재무부의 후속 규정 제정을 통해 미 규제권 내 달러표시 토큰 결제의 안전성과 신뢰도를 확보한다. 이렇게 하면 달러 표시 디지털 결제 수단의 제도권 편입이 가속되어 역외에서 전개되는 디지털 위안화, mBridge의 대항마가 될 수 있다.

우호적인 미국 채 플레이어 확보

최근 3~4년간 지정학적 갈등이 심화되고 '탈달러화' 현상이 가속화되면서, 미국 국채 시장의 수요 기반에 구조적인 변화가 나타나고 있다. 과거 미국 국채의 가장 큰 손이었던 중국과 일부 신흥국 중앙은행들은 미국 국채 보유량을 꾸준히 줄여왔다. 중국의 미국 국채 보유량은 2022년 이후 1조 달러 아래로 떨어져 2009년 이후 최저 수준 균방에 머무르고 있다. 동시에 이들 중앙은행은 외환 보유고를 다변화하기 위해 기록적인 수준으로 금을 순매수하고 있다. 세계 금 협회(World Gold Council)에 따르면, 2022년과 2023년 전 세계 중앙은행의 연간 금 매입량은 2년 연속 1,000톤을 넘어서며 역사적 최고치를 경신했다.

이처럼 전통적이고 안정적인 수요처가 이탈하면서 생긴 공백은 새로운 수요 주체들이 메우고 있다. 미국 연방준비제도(Fed)의 가파른 금리 인상으로 미국 단기채 금리가 매력적인 수준까지 오르자, 미국 가계가 직접 국채 매입을 크게 늘렸으며, 머니마켓펀드(MMF) 역시 막대한 시중 자금을 흡수하여 단기채의 핵심 구매자로 부상했다. 또한 헤지펀드들은 현물 국채와 국채 선물 간의 가격 차이를 이용한 차익거래, 이른바 '베이시스 트레이드(Basis Trade)' 규모를 크게 늘렸는데, 이는 레버리지를 이용한 수요이기에 시장 안정성을 저해할 수 있다는 우려도 존재한다.

그림 15. 중국의 금 비축량



자료: World Gold Council

이 중에서도 핵심 우호 플레이어는 머니마켓펀드, 보험회사, 연기금, 대형 상업은행, 달러 스테이블코인 발행사가 있다. 특히 스테이블코인 규제가 정비되면, 발행사의 준비자산이 단기 미국채를 중심으로 구성되어, 상시적이고 기계적인 수요가 생긴다. 이는 채권 플레이어가 국가에서 민간 발행으로 이동하는 효과를 내어, 지정학적 변수에 덜 흔들리는 우호적 수요 기반을 확보한다. 동시에 재무부는 단기를 발행 확대와 유동성 관리 전략을 이용하여 우호 플레이어의 자금 순환이 미국 국채 쪽으로 돌아갈 수 있도록 만든다. 결과적으로 미 국채 수요의 중심축을 외국 정부에서 우호적이고 규율된 민간 발행 기관으로 재배치하여 조달비용 안정과 시장 충격 흡수력이 강화된다.

IV. 원화 스테이블코인의 등장배경

12

달러 외 스테이블코인 (EUR, JPY, GBP)의 발행

미국 외 다른 법정화폐를 기반으로 한 스테이블코인 발행 시도가 활발해짐에 따라, 글로벌 결제 시장의 흐름에 뒤처지지 않기 위해 원화 스테이블코인의 필요성이 부각되고 있다.

글로벌 스테이블코인 시장은 미국 달러(USD) 기반 자산이 지배적이다. 하지만 Tether와 Circle 같은 주요 발행사들은 소규모로나마 달러 외 법정화폐 기반 스테이블코인도 지원하고 있다. 일례로, Circle은 유로(EUR)에 연동되는 유로코인(EURC)을 발행했으며, 현재 유통량은 약 2억 450만 유로 규모이다. 시장 점유율 1위 Tether 또한 유로(EURT), 중국 역외 위안화(CNHT), 멕시코 페소(MXNT) 등 다양한 법정화폐 기반 스테이블코인을 발행하며 지원범위를 넓히고 있다.

그림 16. Tether와 Circle의 스테이블코인 발행 규모



자료: Tether.to, Circle.com

기존의 주요 스테이블코인 발행사들 외에도, 각 나라에서 자국 법정화폐 기반 스테이블코인을 발행하려는 시도가 이어져 왔다. 유로존에서는 앞서 언급된 Circle의 EURC 외에도 약 1억 4,390만 달러 규모의 스타시스 유로(EURS), 프랑스 금융그룹 소시에테제네랄(Société Générale) 산하 SG-Forge가 발행한 EURCV 등이 유통 중이다. 다만, 현재 전체 스테이블코인 시장에서 유로 연동 자산이 차지하는 비중은 0.2% 수준에 머물러 있어 아직은 실험적인 사업으로 볼 수 있다. 한편 영국에서는 맨섬 금융서비스위원회의 규제를 받는 파운드토큰(GBPT)과 영국 금융감독청(FCA)의 규제 샌드박스 프로그램을 완료한 토큰화된 GBP(tGBP)가 출시되었다. 여기에 Tether사 역시 파운드화 기반 스테이블코인 출시 계획을 발표하며 영국 시장 진출 가능성을 시사했다.

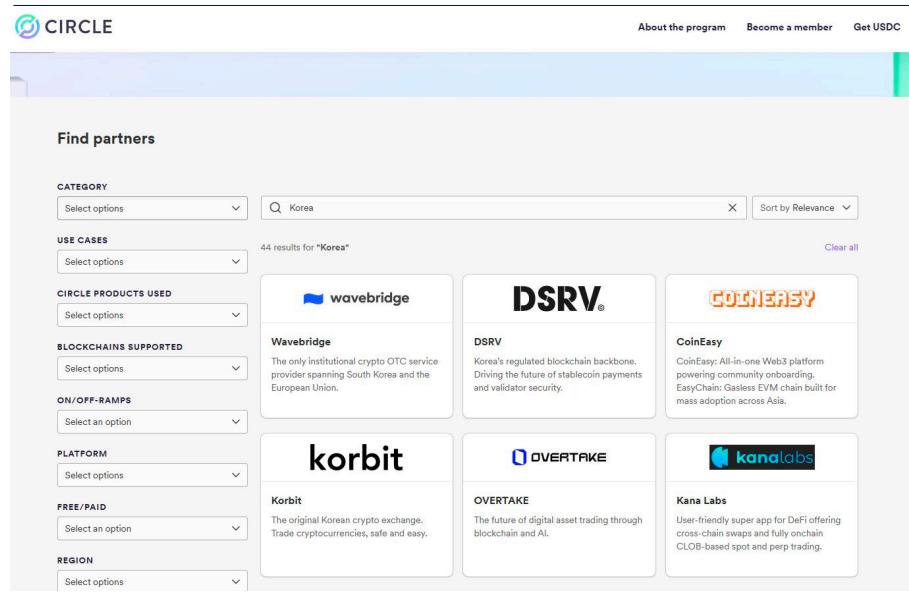
한국이 포함되는 아시아 태평양 지역에서는 각국 정부 및 금융기관이 스테이블코인 도입을 주도하는 경향을 보인다. 일본은 2023년 개정 자금결제법을 시행하여 발행 주체를 은행, 신탁회사 등으로 한정하며 명확한 제도적 기반을 구축했다. 이를 바탕으로 핀테크 기업 JPYC가 발행한 JPYC는 일본 금융청의 승인을 획득한 최초의 엔화(JPY) 기반 스테이블코인으로 기록되었다. 호주에서는 중앙은행(RBA)이 '아카시아 프로젝트(Project Acacia)'를 통해 관련 연구를 수행하는 등 신중한 태도를 유지하는 가운데, ANZ 은행이 A\$DC를 발행하는 등 민간 금융기관의 시도도 이루어지고 있다.

달러 스테이블코인 발행사의 국내시장 진입

이러한 흐름 속에서 글로벌 스테이블코인 기업들이 국내 시장의 문을 꾸준히 두드리고 있다. KB, 신한, 하나, 우리 등 국내 4대 금융그룹은 USDC 발행사 서클(Circle)의 경영진과 잇달아 만나 협력 방안을 논의하였다. 논의 안건에는 USDC의 국내 유통, 이를 활용한 해외 송금 서비스, 나아가 원화 스테이블코인 발행을 위한 잠재적 파트너십 등이 포함된 것으로 알려졌다. 이는 국내 은행들이 달러 스테이블코인 생태계와 연계하여 국내 시장을 활성화하고 신사업을 확장하려는 전략을 모색하고 있음을 보여준다.

단순한 논의를 넘어, 서클이 USDC 기반 금융 시스템 확산을 위해 운영하는 '서클 얼라이언스 프로그램'에 국내 여러 기업이 참여하며 구체적인 협력 관계를 맺고 있다. 서클 공식 웹사이트에 따르면, 이 프로그램에는 전 세계적으로 886개의 기업이 참여하고 있으며, 이 중 한국에서 사업을 영위하는 기업은 45개에 달한다. 이 프로그램의 참여 기업 목록에는 국내 가상자산 거래소 코빗, 블록체인 기술 기업 DSRV, 기관용 OTC 플랫폼 기업 웨이브릿지 등이 포함되어 있는 것으로 파악된다.

그림 17. Circle Alliance Program에 소속된 한국 기업



The screenshot shows a search interface for the Circle Alliance Program. A search bar at the top contains the text "Korea". Below it, a section titled "Find partners" displays a grid of logos and names for various companies. The companies listed are:

- wavebridge
- DSRV
- CoinEasy
- korbit
- OVERTAKE
- Kana Labs

Each company entry includes a small logo, the company name, and a brief description. The "wavebridge" entry notes it is "The only institutional crypto OTC service provider spanning South Korea and the European Union." The "DSRV" entry notes it is "Korea's regulated blockchain backbone. Driving the future of stablecoin payments and validator security." The "CoinEasy" entry notes it is "All-in-one Web3 platform powering community onboarding. EasyChain: Gasless EVM chain built for mass adoption across Asia." The "korbit" entry notes it is "The original Korean crypto exchange. Trade cryptocurrencies, safe and easy." The "OVERTAKE" entry notes it is "The future of digital asset trading through blockchain and AI." The "Kana Labs" entry notes it is "User-friendly super app for DeFi offering cross-chain swaps and fully onchain CLOB-based spot and perp trading."

자료: Circle.com

국내 기업의 원화 스테이블코인 발행 사업 진출

원화 스테이블코인 발행과 사업 활성화를 위한 국내 기업들의 움직임도 활발하다. 특히, 기존 Web2 사업을 영위하던 기업들이 가상자산 관련 기업과 손을 잡고 스테이블코인 사업에 진출하려는 경향이 두드러진다.

네이버페이는 자사가 보유한 막대한 사용자 기반과 결제 인프라를 바탕으로 가상자산 거래소 업비트와 협력을 논의하고 있다. 토스 역시 가상자산 거래소 빗썸과 협업을 논의 중이다.

이처럼 Web2 기업과 가상자산 거래소 간의 협력이 논의되는 이유는 스테이블코인 사업 활성화에 거래소의 역할이 주요하기 때문이다. 이는 과거 USDT가 달러 스테이블코인 시장 경쟁에서 승리하는 데 Bitfinex, Binance와 같은 주요 거래소의 핵심 거래 쌍(trading pair)으로 활용된 점이 결정적인 영향을 미쳤다는 사실을 반영하는 것으로 해석된다.

그림 18. Binance 거래쌍 등록 이후 테더 발행량 비교



자료: CoinMarketCap, PDAO

스테이블코인 관련 협의체들도 잇따라 등장하고 있다. 한국핀테크산업협회는 2025년 2월 '스테이블코인 협의회'를 출범했으며, 블록체인 인프라 및 벨리데이팅 기업 DSRV가 초대 의장사를 맡아 스테이블코인 관련 규제 도입과 해외 협력을 목표로 활동하고 있다.

전통 금융권에서는 KB국민은행, 신한은행 등 8개 은행이 참여하는 컨소시엄을 중심으로, 오픈블록체인-DID협회 내에 '스테이블코인 분과'를 신설하고 개념증명(PoC)을 진행 중이다. 레이어제로(LayerZero), 포필러스(4Pillars)와 같은 Web3 기반 기업들은 2025년 6월 '아시아 스테이블코인 얼라이언스'를 결성했다. 이 단체는 심도 깊은 리서치를 기반으로 아시아 전역의 스테이블코인 도입과 채택을 촉진하는 것을 목표로 한다.

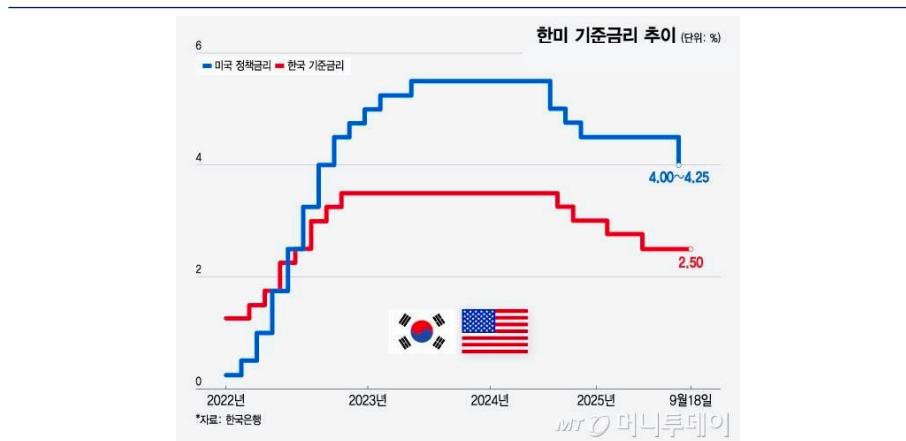
V. 원화 스테이블코인의 발행환경

15

대한민국의 현재 금리상황

한국은행은 10월 금융통화위원회에서 기준금리를 2.5%로 동결했다. 비록 전년 대비 소비지불가지수 (CPI) 상승률이 10월 기준 2.1%로 안정을 되찾았고, 경제성장을 전망치가 0%대로 예측되면서 금리 인하 목소리가 있었지만, 수도권 아파트값의 뚜렷한 상승세와 7월의 대출규제에도 불구하고 가계부채가 증가세로 돌아선 점을 고려했다. 또한 미국과의 금리차이도 동결의 주요 원인으로 지목되었다. 현재 미국의 기준금리는 연 4.00~4.25%로 높은 수준에서 유지되고 있기 때문이다.

그림 1. 한미 기준금리 추이



자료: MT 머니투데이

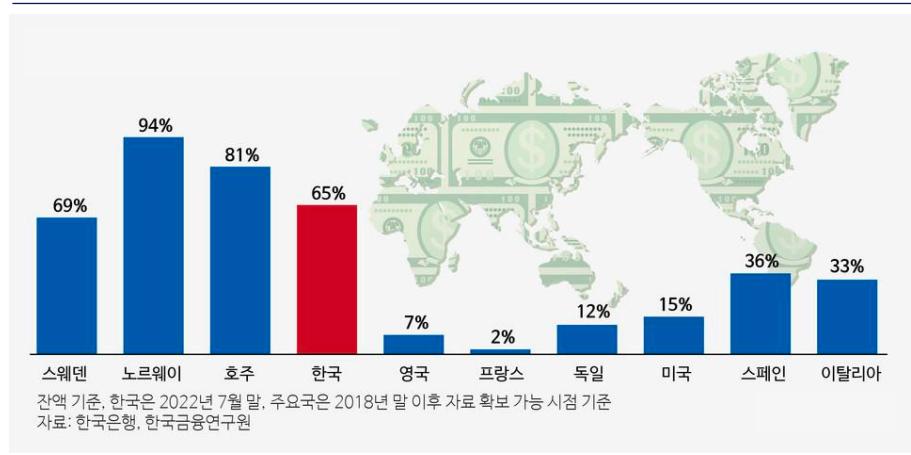
만약 기준금리를 선부르게 인하하면, 수도권 아파트값 상승세를 억제하기 힘들고 미국과의 금리 차 확대로 인해 환율이 급등할 위험이 있다. 반면, 기준금리를 인상하거나 높은 수준으로 유지하면, 높은 가계부채로 인한 이자 부담이 증가한다. 기준금리가 인상되면 부동산 대출금리가 오르게 되고, 가계의 이자 부담이 커져 가처분소득이 감소한다. 결국, 한국은 환율을 예의주시하며 미국보다 약 2% 가량 낮은 기준금리를 고수하고 있다. 이러한 노력에도 불구하고, 2025년 10월 28일 기준, 원 달러 환율은 1429.7원을 기록했다. 2025년 초 대비 달러인덱스가 폭락한 것을 감안하면, 이는 2024년 말 폭락했던 원화가치가 현재까지 회복되지 못했음을 시사한다.

그림 19. 원-달러 환율(왼쪽), 달러 인덱스(오른쪽)



자료: Tradingview

그림 20. 주요국의 주택담보대출 변동금리 비중



자료: 대한데일리

이러한 환경은 원화 스테이블코인을 발행 환경이 달리 스테이블코인보다 불리한 환경이라는 점을 시사 한다. 근본적으로 발행사의 수익은 이자 수익에서 발생하는데, 통화 가치가 약세임에도 불구하고 금리가 상대적으로 낮은 상황이 지속되고 있기 때문이다.

16

대한민국의 단기 국채시장 상황

대한민국은 미국과 달리 국채의 기준 만기 구조가 3, 5, 10, 20, 30, 50년 등 중장기 위주로 형성되어 있다. 정부 부문에서는 국고채와 더불어 국고금 단기 운용을 위한 채권이 존재하지만, 한국의 T-Bill 시장 규모와 정책적 위상은 미국에 비해 제한적이다. 따라서 1년 이하 만기의 전통적 의미의 'T-Bill' 비중은 미국 대비 작으며, 현금성 공공채권의 핵심 역할은 한국은행이 발행하는 통화안정증권(MSB)이 담당한다. 통화안정증권은 공개시장운영을 위한 중앙은행 증권으로, 만기 1년 내외의 단기물이 일정하게 발행되고 유통되며, 시중 유동성을 흡수하거나 공급하는 조절 기능을 한다.

한국에서도 미국의 GENIUS Act 유사한 결제형 스테이블코인 준비자산 규제가 도입될 경우, 원화 스테이블코인 준비자산을 현금, 예금, 단기 공공채권(MSB, 국고 T-Bill, 우량 지방채)로 제한하는 시나리오가 매우 유력하다. 이러한 규제가 시행될 경우, 준비자산의 1차 흡수원은 통안증권과 국고 단기물로 수렴될 가능성이 높다. 이는 스테이블코인의 유동성, 안정성을 향상시키고, 단기 공공채권 수요처를 확대하여 국채 시장의 시장 깊이(Market Depth)를 개선하는 효과를 가져올 것이다. 다만 준비자산으로 지방채를 편입하는 것은 시장 깊이와 신용도 평가를 거쳐 한정적으로 허용하는 것이 바람직하다.

대한민국 스테이블코인 수요예측

원화 스테이블코인 사업이 성장한다면 그 규모는 어느 정도로 예상할 수 있을까? 이미 스테이블코인이 출시된 유로존의 사례를 벤치마킹하여 분석해 볼 수 있다. 유로(EUR) 연동 스테이블코인 시장은 서클이 발행하는 EURC과 EURS가 대부분을 차지하고 있다. EURC의 시가총액은 약 2억 3,800만 달러, EURS는 약 1억 4,500만 달러로, 두 주요 스테이블코인의 합산 시가총액은 약 3억 8,300만 달러 규모이다. 2025년 1분기 말 기준, 유로존의 일반정부 총 부채 규모는 13조 4,750억 유로(역내 GDP의 88.0%)이며, 2025년 연간 국채 발행 예상액은 약 1조 2,500억 유로이다.

이 수치들을 비교하면, 전체 국채 시장에 비해 스테이블코인의 시가총액이 매우 낮은 수준임을 확인할 수 있다. 계산해 보면, 유로 스테이블코인의 총 시가총액은 유로존 전체 정부 부채의 약 0.0028%, 연간 국채 발행액의 약 0.028%에 불과하다. 이렇게 계산된 비율을 현재 한국 시장에 적용하면, 2024년 국가채무 총 잔액인 1,175조 2,000억원의 0.0028%에 해당하는 약 330억원이 원화 스테이블코인의 예상 시가총액으로 계산된다. 유로는 세계 주요 통화임에도 불구하고 스테이블코인 시장의 침투율이 아직 초기 단계에 머물러 있어, 예상 시가총액이 매우 낮게 산출되었다고 해석할 수 있다.

하지만 달러 스테이블코인을 견제하기 위해 CBDC를 추진하고 있는 유로존과 달리, 한국은 한국은행의 CBDC 사업 재개 이력과 법조계의 원화 스테이블코인 추진 움직임이 맞물려 있어, 이러한 계산 방식은 실제 잠재 성장치보다 과소평가되었을 가능성이 높다.

따라서 미국 달러 스테이블코인의 사례를 벤치마킹하여, 국내 원화 스테이블코인 발행량의 이론적인 최대 규모를 알아볼 수 있다. 2025년 기준, USD 스테이블코인의 총 시가총액은 약 2,600억 달러 규모이며, 미국의 총 공공 부채는 2025년 8월 기준 약 37조 달러에 달한다. 이를 바탕으로 계산한 미국 국채 시장 대비 스테이블코인 시장의 침투율은 약 0.70%에 달한다. 1,175조 2,000억원에 0.70%를 곱하면 약 8조 2600억원이 추산된다. 정부가 금융 혁신 위주의 제도를 조성하고, 카카오, 네이버 같은 대형 플랫폼 앱들이 자사 앱의 생태계에 통합된 스테이블코인을 적극 추진한 상황에서는 이러한 시가총액이 충분히 가능하다.

달러 스테이블코인 대비 Discount point

1. 해외 원화 수요 창출 효과

해외 원화 수요 창출 효과는 제한적일 것으로 보인다. 해외에서 달러 스테이블코인을 사용하는 주된 이유는, 자국의 화폐가 구매력을 빠르게 잃고 있기 때문에 이 위험을 헛지하기 위함이거나, 기존의 은행망을 거치지 않고 자금을 국제적으로 전송하기 위해서이다. 그러나 해외에서 원화 스테이블코인을 사용할 수 있는 거의 모든 환경에서 달러 스테이블코인도 사용 가능하다. 달러는 기축 통화의 지위를 가지고 있고, 달러 스테이블코인의 발행량과 유동성이 다른 어느 화폐보다 압도적으로 크다. 이러한 상황에서 해외의 원화 수요를 창출하기 위한 가장 유력한 방법은, 국내에 RWA(실물자산 토큰화), STO(토큰 증권 발행)와 같은 원화 기반의 블록체인 생태계를 만들고, 그 생태계가 글로벌 런칭을 통해 원화 스테이블코인의 수요처가 되도록 하는 것이다.

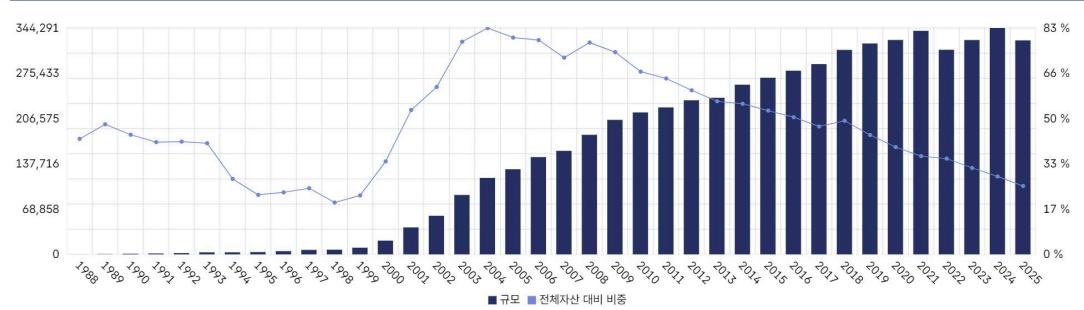
2. 기업의 운용수익

스테이블코인 발행사의 핵심 수익 모델은 고객이 맡긴 돈(지급준비금)을 미국 단기 국채와 같은 안전자산에 투자하여 이자 수익을 얻는 것이다. 하지만 이 모델을 원화 스테이블코인에 적용할 경우, 한국 시장의 특수한 변수인 국민연금을 마주하게 된다.

국민연금은 2024년말 기준 1,212조원의 기금을 운용하는 국내 채권 시장의 '큰 손'이다. 이 중 약 12.3%에 달하는 149.5조 원을 국내 채권에 투자하고 있고, 이는 전체 국채 1175조원 중에서 약 12.7%를 차지하고 있다. 국민연금은 단순한 수익 추구를 넘어 국내 금융 시장 안정화라는 목적도 가지고 있다. 문제는 국민연금의 막대한 자금이 지속적으로 유입되면서 한국 국채 가격이 본질적 가치보다 높게 형성(고평가)되는 경향이 나타난다는 점이다. 채권 가격이 높다는 것은 반대로 수익률이 낮다는 것을 의미하기 때문이다.

따라서 원화 스테이블코인 발행사가 지급준비금을 운용하기 위해 한국 단기 국채나 통화안정증권을 매입할 경우, 이미 고평가된 채권을 비싸게 사야만 하는 문제점이 발생한다. 이는 결국 기대했던 것보다 낮은 운용 수익으로 이어져, 스테이블코인의 장기적인 사업 안정성을 저해하는 요인이 된다.

그림 21. 국민연금공단 포트폴리오 중 국내 채권 비중과 투자 규모



자료: 국민연금기금운용본부 (fund.nps.or.kr)

그림 22. 국민연금공단이 보유한 국내 채권 중 국채 투자 비율



자료: 국민연금기금운용본부 (fund.nps.or.kr)

국내 디지털 결제, 송금 시장은 사용자 체감 수수료가 '0원'에 수렴하는 구조가 정착되어 있다. 소액 C2C 송금은 이제 수수료 면제 관행과 대형 빅테크의 고객유치 정책으로 인해, 이용자가 수수료를 인지하지 못하는 경험을 제공받아 왔다. C2C 기반 스테이블코인 결제, 송금 서비스는 기존의 계좌이체와 간편결제 서비스 이용과 비교하여 경쟁력이 있지 않으므로, 이용자 과금만으로는 실질적인 매출을 확보하기 어렵다고 판단된다. 따라서 수익원 중심축을 C2C에서 B2B, B2C로 이행하는 전략이 필요하다.

VI. 원화 스테이블코인 발행에 대한 제언 및 결론

19

미국과 동일하게 해서는 살아남을 수 없다

원화 스테이블코인의 성공 전략을 수립하기에 앞서, 미국 달러 스테이블코인의 성공 방식을 그대로 따르는 것은 실패를 피할 수 없는 전략임을 명확히 인식해야 한다. 달러 스테이블코인은 상대적으로 높은 기준금리 환경 덕분에 지급준비금 운용만으로도 발행사에게 막대한 수익을 안겨주어 자체적인 지속 가능성 확보했다. 또한, 달러의 기축 통화 지위를 기반으로 글로벌 시장에서 가치 저장 및 송금 수단으로서 강력한 수요를 창출했다.

그러나 한국의 상황은 이와 대조적이다. 한국은 미국 대비 낮은 기준금리를 유지하고 있어 준비금 운용 수익률이 구조적으로 낮다. 따라서 기존의 수익 모델을 원화 스테이블코인 발행에 담습할 경우, 발행사가 충분한 영업 이익을 확보하기 어려워 발행사 리스크로 인한 코인의 지속 가능성 훼손이 우려된다. 더구나 국내 개인 간 송금 시장은 이미 카카오페이, 토스 등 빅테크 플랫폼들이 '수수료 제로' 모델을 완벽하게 구축하고 장악하고 있다. 이에 따라 단순히 결제 수단으로서의 가치만으로는 원화 스테이블코인으로의 전환을 유도하기 어렵다. 결론적으로, 원화 스테이블코인은 단순 결제 수단이라는 한계를 넘어, 한국 시장의 특수성에 맞는 새로운 가치 제안을 찾아야만 생존과 성장을 도모할 수 있다.

20

이자지급 조건부 허용 검토

지급준비금 운용 조건 완화를 통해 발행사의 수익성을 개선하는 것과 동시에, 사용자 측면에서의 강력한 유인책을 마련해야 한다.

지난 10월 20일 이억원 금융위원장은 국회 정무위원회에서 스테이블코인의 이자지급에 대해 원칙적으로 허용하지 않겠다고 밝혔다. 하지만 이에 대해 원칙적 불허가 아닌, 조건부 허용 방안을 제안하는 바이다.

만약 거래소 사업을 영위하는 기업이, 거래 수단으로 원화 자체를 사용하는지 원화 스테이블코인을 사용하는지에 따라 이자 지급 여부가 달라진다면, 플랫폼 이용자는 동일한 행위에 대해 상이한 결과를 받아들이게 된다. 이러한 형평성 문제 등을 고려하여, 이자 지급의 조건부 허용을 고려해야 한다.

그림 23. 업비트의 예치금 지급 안내



예치금 이용료 지급 관련 안내

당사는 2024년 7월 19일 이후부터 회원의 예치금에 대하여 예치금 이용료를 지급해 드릴 예정입니다.
예치금 이용료는 유효한 고객확인정보가 있는 국내 거주 회원들을 대상으로, 매 3개월마다 업비트 계정을 통해 지급해 드립니다.

자료: Upbit

이는 미국의 「GENIUS Act」가 발행사의 직접적인 이자 지급을 금지한 것과는 차별화되는 한국 시장 맞춤형 전략이 될 수 있다. 이자 지급은 원화 스테이블코인을 결제 수단의 역할뿐만 아니라 투자 상품으로서의 매력도를 높여 자산 전체의 매력을 높일 수 있는 방안이다.

지급준비금 운용에 대한 완화를 함께 제시하여 이에 대한 trade-off로써 발생한 추가 수익의 일부를 사용자에게 환원하는 방식으로 이자지급을 시행할 수 있다. 이는 발행사의 수익성을 보장하는 동시에 스테이블코인에 대한 시장 수요를 폭발적으로 증가시킬 수 있는 선순환을 창출할 것이다.

21

지급준비금 운용 조건 완화

원화 스테이블코인 사업 모델의 가장 큰 난관은 수익성 확보다. 앞서 언급했듯 낮은 기준금리와 더불어, 한국은 미국 T-bill과 같이 유동성이 풍부한 단기 국채 시장이 발달하지 않아 통화안정증권 등에 의존해야 하는 구조적 한계를 안고 있다. 단기 안전자산 운용만으로는 발행사가 사업을 지속할 동기를 부여하기 어려운 것이 현실이다.

이에 대한 해결책으로 지급준비금 운용 조건의 유연한 완화를 제안한다. 준비금의 100%를 단기 채권으로 한정하는 경직된 규제에서 벗어나, 손실을 한정할 수 있으며 일정 비율 내에서 고수익을 추구할 수 있는 증권 및 파생상품의 편입을 허용하는 것이다. 이러한 아이디어는 국내의 원금보장형 상품 중 파생상품을 활용하여 운용되는 주가연계예금(ELD)이나 주가연계파생결합사채(ELB)와 같은 상품으로부터 얻었다. 한정된 범위 내에서 고위험-고수익 상품들을 포트폴리오에 편입할 수 있도록 허용한다면, 발행사는 저금리 환경의 한계를 극복하고 안정적인 사업 운영에 필요한 최소한의 수익을 확보할 수 있는 발판을 마련하게 될 것이다.

그림 24. 주가연계예금(ELD)과 주가연계파생결합사채(ELB)에 대한 개요

주가연계예금 (ELD)	<ul style="list-style-type: none"> 은행에서 발행하는 상품으로, 연동된 지수(주가)에 따라 이자율이 결정되는 예금 원금보장형으로 예금자보호 대상 상품 원금을 제외한 이자지급예정액에 대해 파생상품 투자를 통한 초과수익 실현 시도
주가연계파생결합사채 (ELB)	<ul style="list-style-type: none"> 증권사/금융투자회사가 발행하는 채권 상품 구조에 따라 원금보장형, 부분보장형, 비보장형 존재 ELD와 전반적으로 유사하나 구성하는 상품/연동 지수(주가) 등에 다양성이 더 큼

자료: PDAO

22

네이티브 네트워크+브릿지 형태 구축

원화 스테이블코인의 활용성을 극대화하기 위해서는 기술적 구조 설계가 매우 중요하다. 특정 플랫폼이나 폐쇄적인 네트워크 안에서만 사용되는 고립된 디지털 자산은 확장성에 명백한 한계를 가질 수밖에 없다. 따라서 원화 스테이블코인은 자체적인 '네이티브 네트워크'를 기반으로 운영되면서도, 동시에 주요 퍼블릭 블록체인들과 연결되는 '브릿지(Bridge)'를 적극적으로 활용하는 하이브리드 형태를 지향해야 한다. 이는 현재 USDT의 스테이블, USDC의 Arc가 추구하는 방향과 일치한다.

23

원화 스테이블코인으로 통용되는 슈퍼앱 개발

기존의 은행업, 간편결제, 증권업 등 전통적 금융의 사용자 경험(UX)과, 암호화폐 거래, 국제 송금, NFT(대체 불가 토큰), DEX(탈중앙화 거래소), RWA(실물자산 토크나), STO(증권형 토큰)와 같은 블록체인 금융의 유저 경험(UX)을 통합하는 '슈퍼앱'을 구축하여, 전통적 금융과 탈중앙화 금융(DeFi) 사이의 자유로운 전환을 원화 스테이블코인으로 구현한다.

국내 사용자에게는 전통적 금융의 기능을 강조하여 새로운 형태의 블록체인 금융으로 유인하고, 해외 사용자들에게는 한국의 브랜드 및 아이덴티티와 결합된 형태의 상품 및 서비스를 블록체인 금융에 출시함으로써 물리적 제약을 극복하고 해외로부터 진정한 원화 수요를 이끌어낼 수 있다.

원화 스테이블코인의 낮은 수익성을 플랫폼 사업의 수익으로 보완하고, 기존의 파편화된 사용자 경험을 하나로 통합하여 타사 서비스 대비 경쟁 우위를 확보할 수 있다. 만약 전통적 금융업을 영위하는 회사와 블록체인 특화된 서비스를 운영하는 회사가 연합하여 슈퍼앱을 구축한다면, 각 분야의 전문성을 확보하면서도 동시에 두 사업을 더 긴밀히 연결하여 시너지를 극대화할 수 있다.

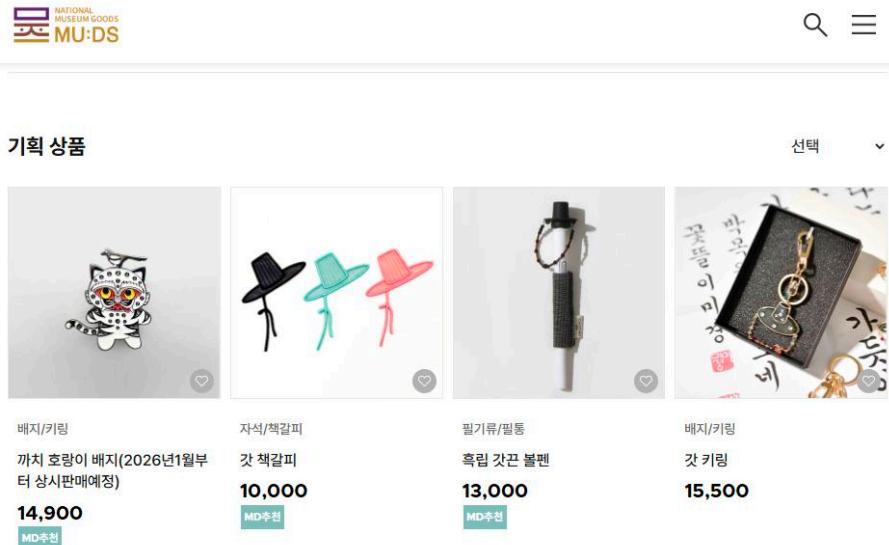
원화 스테이블코인 활성화를 위한 플랫폼 사업 모델 제안

궁극적으로 원화 스테이블코인이 성공하기 위해서는 '사용처', 즉 명확한 수요처를 반드시 확보해야 한다. 단순히 발행만으로는 시장의 선택을 받지 못해 거래가 되지 않는 자산이 될 수 있다. USDT가 Bitfinex와 같은 거래소에서 핵심 거래 페어로 사용되며 폭발적으로 성장했던 사례에서 교훈을 얻어야 한다. 따라서 행사가 원화 스테이블코인을 기축 통화처럼 사용할 수 있는 매력적인 플랫폼 사업을 직접 운영할 수 있도록 허용하는 전향적인 정책이 필요하다.

가장 유망한 모델은 '한국형 실물자산(RWA) 마켓플레이스' 구축이다. 2025년 현재 한국의 여러 요소들이 세계의 주목을 받고 있다. 과거부터 꾸준히 흥행해온 음악 산업뿐만 아니라, 최근에는 애니메이션 '케이팝 데몬 헌터스'의 흥행으로 국립중앙박물관의 굿즈샵 매출이 올해 역대 최대 기록인 300억 원을 넘어설 것으로 전망된다. 국내 기업에 대한 투자 관심도도 높아져, 글로벌 칩 전쟁 및 AI 전쟁의 핵심 기업인 삼성전자, SK하이닉스 등이 주목받고 있다.

이처럼 해외의 주목도가 높은 국내 각종 IP(지식재산권)나 투자 가치가 높은 실물 자산을 토큰화하여 거래하는 플랫폼을 구축하고, 모든 거래의 결제 수단을 원화 스테이블코인으로 지정하는 전략이 필요하다. 예를 들어, 원화 스테이블코인을 거래 자산으로 사용하는 NFT 마켓플레이스를 구축하고, 홀더들에게 국립중앙박물관의 굿즈를 매 반기 단위로 제공하는 NFT를 발행하여 이를 거래할 수 있도록 하는 것이다. 코스피 200 상품을 토큰화하여 24/7 구동되는 원화 스테이블코인 기반 영구 스왑 탈중앙화 거래소(perpDEX)를 구현하는 것 역시 또 다른 좋은 예시가 될 수 있다.

그림 25. 국립중앙박물관 굿즈 판매 홈페이지



자료: 국립중앙박물관

Outro.

본 리포트에서는 글로벌 스테이블코인 시장의 현황과 각종 주요 이벤트들을 정리하고, 원화 스테이블코인 발행과 관련된 여러 환경을 분석한 뒤, 성공적인 원화 스테이블코인 발행을 위한 아이디어들을 제시하였다.

가장 주요하게 전달하고자 하는 메시지는 다음 두 가지이다. 첫째는 달러 스테이블코인의 성공 방식을 그대로 답습하는 것은 성공적일 수 없다는 점을 명확하게 인식해야 한다는 점이다. 둘째는, 이러한 환경에도 불구하고 발행을 포기하는 것이 아니라 사용자 경험에 더 큰 매력을 제공할 수 있는 장치를 마련하여 스테이블코인 시장에 적극적으로 뛰어들어야 한다는 메세지이다.

지난 9월 구글이 AI 에이전트 결제 표준 AP2(Agent Protocol 2)를 발표했다. 이 프로젝트에는 마스터카드 등 전통 결제사뿐 아니라 자체 스테이블코인을 보유한 페이팔, 코인베이스, 이더리움 재단과 같은 크립토 기업도 합류했다. 함께 거론되는 코인베이스 주도의 HTTP 네이티브 결제 표준 x402는 USDC 같은 스테이블 코인과 결합해 인터넷 네이티브 결제 계층을 구축하려 하고 있다. 글로벌 기업들의 이 같은 행보는 AI 에이전트 결제에서 블록체인 네트워크에 기반한 크립토 결제가 주류가 될 가능성을 시사하고 있다.

이러한 흐름 속에서, 원화 스테이블코인 발행은 더 미룰 수 없는 필연적인 요소이다. 현재 스테이블코인 시장은 기존의 결제시장의 조그마한 수준이지만 시장의 일부를 대체하기 시작했다. 어쩌면 이미 늦었을 수도 있지만, 지금 전 세계에서 AI 에이전트 붐이 일어나고 있는 지금, 앞으로의 AI 에이전트 결제 시스템에서 원화가 진입하지 못한다면 그때는 되돌릴 수 없는 결과를 초래할지도 모른다.

각국의 중앙은행들은 지금까지 화폐의 물리적 제약으로 인해 발권력의 하방을 보장받을 수 있었다. 하지만 달러 스테이블코인으로 인해 법정화폐의 디지털화에 압력이 발생하게 되면, 법정화폐의 물리적 제약이 사실상 사라지게 되어 법정화폐 간의 완전경쟁이 일어날 가능성이 매우 높아진다. 이러한 흐름이 이어지면 주요국 통화를 제외한 나머지 130여 종의 통화의 존폐가 위협받을 것이다.

이러한 상황에서 원화는 과연 어떤 '피할 수 없는 선택'을 해야 하는가? 그 해답은 대한민국의 고유한 브랜드와 아이덴티티로부터 알아내야 한다.

PDAO

PDAO는 POSTECH(Pohang University of Science and Technology)을 거점으로 한 크립토-블록체인 커뮤니티입니다.

PDAO는 2022년 초 POSTECH의 크립토 커뮤니티이자 오픈소스 개발 그룹으로 시작되어, “DAO를 개발하는 DAO”라는 정체성을 바탕으로, 탈중앙화 DAO 프로토콜인 Simperby를 개발하며 이를 통해 스스로를 호스팅해왔습니다. 이외에도 멤버들의 각종 해커톤 참여 및 2023년 과기부 산하 오픈소스 컨트리뷰션 프로젝트 등 개발조직으로써 블록체인 산업에 기여해왔습니다.

2025년 현재 PDAO는 누구나 자유롭게 참여할 수 있는 커뮤니티로써, 블록체인 생태계에 관심있는 사람들이 자유롭게 이 산업에 기여할 수 있는 여러 활동들을 기획하고 참여할 수 있는 단체로 운영되고 있습니다. 이에 2025년 상반기 Superteam KR Guild Lead, Monad Blitz Seoul Supporters 활동 등 각종 재단 및 기업과 각종 프로젝트를 기획, 운영, 참여하고 있습니다.

Official Website : <https://dao.postech.ac.kr>

X : @postech_dao

Written by

millco (박주환)

juhwan705@postech.ac.kr

X : @millco705

Director, PDAO (2025)

BS Program, POSTECH CSE (2023 -)

seungjun (오승준)

seungjun@postech-dao.xyz

X : @seungjun_x

Organizer (Head), PDAO (2025)

Researcher, Bithumb (2022-2023)

Disclaimer

- 투자에 관한 모든 결정과 책임은 투자자 본인에게 있습니다.
- 본 리포트는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 리포트는 신뢰할 만한 자료 및 정보를 토대로 작성되었으나 그 정확성에 대해 보장하지 않습니다.
- 본 자료의 저작권은 PDAO에 있으며, 출처 표기 하에 자료의 일부의 배포를 허용합니다.
- 단, 어떠한 경우에도 조직의 동의 없이 자료의 전체를 복제 및 재배포 할 수 없습니다.