한화투자증권

| 2026년 1월 19일 |

디지털자산
(Digital Asset)

# RWA 2026: '유통형 자산'으로의 수렴

RWA 시장은 스테이블코인이 시장의 약 89%를 차지하고 있고, 토큰화 채권, 사모 신용 중심의 제한적인 성장을 보이고 있습니다. RWA는 유통형 자산과 관리형 자산으로 구분할 수 있습니다. 유통형 자산은 글로벌 자본 유통과 디파이 컴포저빌리티를 가능하게 하는 반면, 관리형 자산은 플랫폼 내에 머물면서 운영 효율과 정산 자동화에 초점을 둡니다. 섹터별로는 토큰화 채권, 주식이 유통형 자산으로 진화하고 있고, 토큰화 원자재, 사모 신용은 관리형 자산의 성격이 강합니다. RWA시장의 미래는 자산이 어디에 구현되는지가 아니라 어디까지 유통되고 활용될 수 있는지에 달려 있습니다. **2026년 RWA 시장은 약 914억 달러에 달할 것으로 예상**되며, **유통형 자산으로의 수렴이 본격화되는 해로 전망**합니다.

디지털자산 최윤영 | yy.choy@hanwha.com | 3772-7402

## Contents


핵심 요약 ..... 03
주요 도표 ..... 05

I. RWA 시장은 무엇이 달라졌는가 ..... 07
1. RWA, 다시 주목받는 이유 ..... 08
2. 유통형 자산 vs. 관리형 자산 ..... 10

II. 유통형 자산 ..... 13
1. 토큰화 미 국채 ..... 14
2. 토큰화 기타 채권 ..... 18
3. 토큰화 주식 ..... 21

III. 관리형 자산 ..... 25
1. 토큰화 사모 신용 ..... 26
2. 토큰화 원자재 ..... 31

IV. RWA 시장 전망 ..... 37
1. 섹터별 전망 ..... 38
2. 종합 전망 및 결론 ..... 44

# 핵심 요약

RWA 시장, 토큰화 채권·사모 신용에 집중

RWA 시장은 초기 실험 단계를 넘어 실제 사용을 위한 기술적 기반과 인프라가 마련되기 시작했다. 숫자만 보면 거대한 RWA 붐처럼 보일 수 있지만, 실제로는 성장의 양상이 매우 편중되어 있다. 2025년 12월말 기준 전체 토큰화 자산 3,361억 달러 중 약 88%가 스테이블코인이고, 스테이블코인을 제외한 약 389억 달러 규모의 RWA 역시 토큰화 채권, 사모 신용에 집중돼 있다. 다시 말해, 지금의 토큰화는 "모든 자산의 동시 디지털화"가 아니라 현금성 자산·크레딧 위주로 기존 자본시장 레일을 옮기는, 선택적·부분적 전환에 가깝다.

RWA, 유통형 자산 및 관리형 자산으로 구분

RWA 시장을 이해할 때 핵심은 '토큰화 여부'가 아니라 '실질적인 온체인 활용 가능성'이다. 외부 지갑으로 이동·P2P 전송·디파이 컴포저빌리티(composability)가 가능한 유통형 자산은 24/7 거래·담보·레버리지에 활용되며 글로벌 자본 유통과 파생상품 생태계를 확장하는 데 기여한다. 반면, 특정 플랫폼이나 기관형 DLT 내부에 머무는 관리형 자산은 시스템 내 계정 이동에 그쳐 레거시 금융의 회계·정산·레코드 효율을 개선하는 역할에 가깝다.

1) 토큰화 채권, 유통형 자산으로 자리잡는 중

섹터별로 보면 토큰화 채권, 그 중에서도 토큰화 미 국채는 2025년말 기준 약 90억 달러 규모로 성장하며 RWA 시장의 핵심 자산군으로 자리잡았다. 이는 미 국채의 구조적 단순성, 명확한 규제 프레임, 그리고 온체인 담보·레포·머니마켓 등 다양한 금융 레이어에 삽입 가능한 범용 안전자산이라는 특성에 기인한다. BUIDL, USYC, OUSG/rOUSG, BENJI, WTGXX 등 주요 토큰들은 유통형 자산으로 시장의 무게 중심을 이동시키고 있다. 반면 토큰화 기타 채권(회사채·비달러 국채)은 2025년 말 기준 약 19억 달러 규모로, 미 국채 토큰 대비 제한적인 세그먼트에 머물러 있다. 일부 사례(EUTBL, bERNX, CETES)는 유통형 구조로 진화하고 있으나, 전반적으로는 규제·유동성·내러티브 측면에서 제약이 커 토큰화 미 국채 대비 활용도는 여전히 제한적이다.

2) 토큰화 주식, 유통형 자산을 지향하는 과도기적 단계

토큰화 주식은 2025년 말 기준 약 7억 달러 규모로 토큰화 국채 대비 여전히 작은 니치 시장에 머물러 있다. 특히 다수의 상품이 의결권·배당 등 주주 권리 행사가 제한된 노출형 구조로 설계되어, 토큰화 주식의 법적 성격과 권리 귀속 문제가 핵심 쟁점으로 제기되어 왔다. 2025년 12월 미국 SEC가 DTC에 노액션 레터를 발급하며 주식·ETF·국채의 온체인 토큰화 등록·이전 구조를 시험할 수 있는 규제적 여지가 마련되었고, 이를 통해 주주권 1:1 이전 가능성이 제시되는 전환점이 형성되었다. 토큰화 주식 시장은 SPYon·TSLAx·FWDI와 같은 유통형에 가까운 사례와 EXOD·SPXUX 등 관리형 구조가 병존하고 있으며, 전반적으로는 유통형 자산을 지향하면서도 규제·소유권 설계가 진행 중인 과도기적 단계로 평가된다.

3) 토큰화 사모 신용, 관리형 자산이 지배적

토큰화 사모 신용은 2025년 말 기준 약 201억 달러 규모로 성장하며 스테이블코인을 제외한 RWA 가운데 가장 큰 단일 카테고리로 부상했지만, 여전히 전통 사모 신용 시장(약 2조 달러)의 1% 정도인 초기 단계에 머물러 있다. 기초 자산이 비상장·비표준 대출인 만큼 유동성은 제한적이며, Reg D·Reg S 등 사모 발행 예외 규정과 오프체인 법적 구조에 의존하는 관리형 설계가 일반적이다. 실제로 Figure, Tradable, Pact, Intain 등 플랫폼의 대표 자산을 분석한 결과, 토큰이 온체인에서 정산되더라도 법적 소유권과 권리 집행은 오프체인에 남아 있어 전반적으로 관리형 자산에 가깝다고 평가된다.

4) 토큰화 원자재, 관리형 자산이 우세한 과도기적 시장

2025년 말 기준 토큰화 원자재 시장 규모는 약 41억 달러이며, 이 중 금이 약 88%를 차지해 사실상 토큰화 원자재 시장을 주도하고 있다. 다만 온체인 수요는 장기 보유보다는 차익거래·스프레드 트레이딩 등 단기 거래에 집중되어 있고, 제한적인 유동성으로 인해 온체인 가격 괴리로 인한 청산 리스크가 상존한다. XAUT와 PAXG는 퍼블릭 체인에서 유통 가능한 유통형 자산에 가깝지만 디파이 핵심 담보로 활용되기에는 아직 제한적이며, XAUm·JSOY_OIL·WTGOLD 등 다수의 상품은 관리형 구조에 가깝다. 종합하면 토큰화 원자재는 전반적으로 관리형 자산 성격이 우세한 과도기적 시장으로 평가된다.

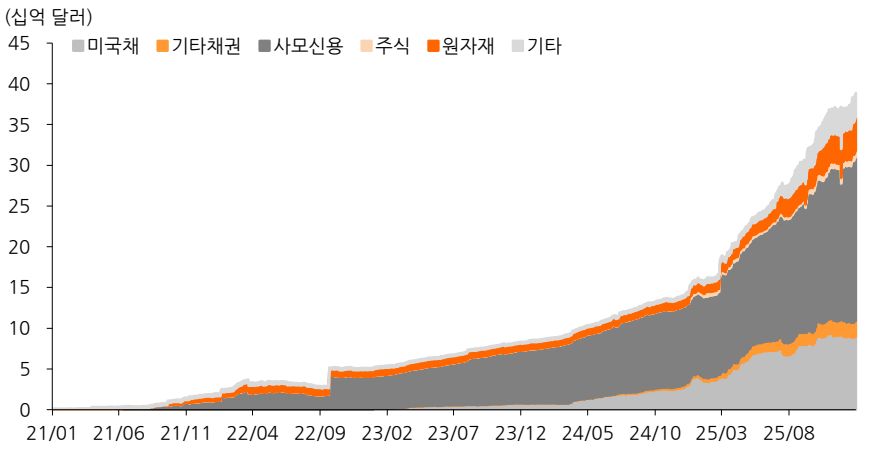
2026년 RWA 시장, 약 914억 달러 전망

2026년 RWA 시장은 토큰화 채권 401억 달러(미 국채 약 390억 달러, 기타 채권 약 11억 달러), 토큰화 주식 60억 달러, 토큰화 사모 신용 360억 달러, 토큰화 원자재 60억 달러를 중심으로 총 914억 달러 규모로 전망된다. 이 가운데 토큰화 채권은 미 국채 중심의 성장이 지속될 가능성이 높으며, 회사채·비달러 국채 등 기타 채권 자산은 상대적으로 제한적인 확장에 그칠 것으로 보인다. 토큰화 주식은 규제 친화적 인프라 구축과 제도 정비가 이행될 경우, 2026년을 기점으로 실질적인 채택 국면에 진입할 것으로 예상된다. 토큰화 사모 신용은 기존 사모 대출 및 대체신용 자산의 온체인 편입이 점진적으로 확대되며 안정적인 성장 경로를 형성할 가능성이 크다. 반면 토큰화 원자재는 금을 중심으로 한 제한적 수요에 기반해 약 60억 달러 수준의 비교적 작은 시장을 형성할 것으로 전망된다. 종합적으로 RWA 시장의 중장기 성과는 단순한 토큰 발행 규모가 아니라, 각 자산이 디파이 및 파생상품 생태계와 얼마나 유기적으로 결합되어 담보·거래·운용이 가능한 '유통형 자산'으로 깊이 편입되는지에 의해 좌우될 전망이다.

# 주요 도표

[그림1] RWA 시장 섹터별 성장 추이 (스테이블코인 제외)

RWA 시장,
토큰화 미 국채·사모 신용
성장 주도




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표1] RWA 각 섹터에 대한 판단 요약

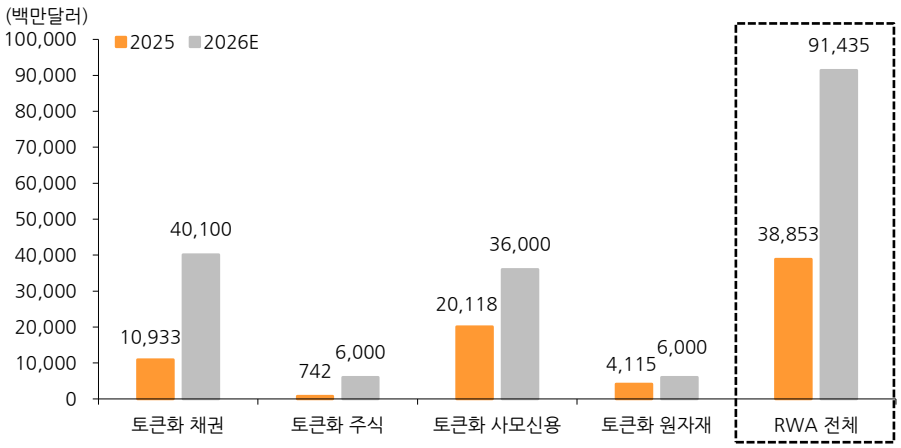
유통형 자산:
토큰화 채권·주식
관리형 자산:
토큰화 사모 신용·원자재

| RWA 섹터 | 대표 자산 | 유통형 / 관리형 자산 여부 |
|---|---|---|
| 토큰화<br>미 국채 | BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund(BUIDL)<br>Circle USYC(USYC)<br>Ondo Short-Term US Government Bond Fund(OUSG)<br>Franklin OnChain US Government Money Fund(BENJI)<br>WidomTree Government Money Market Digital Fund(WTGXX) | 유통형 자산 |
| 토큰화<br>기타 채권 | Spiko EU T-Bills Money Market Fund(EUTBL)<br>Backed ERNX € Ultrashort Bond(bERNX)<br>Etherfuse CETES(CETES) | 유통형 자산 |
| 토큰화<br>주식 | SPDR S&P 500 ETF(SPYon)<br>Tesla xStock(TSLAx)<br>Forward Industries(FWDI) | 유통형 자산 |
| 토큰화<br>사모 신용 | Figure 의 HELOC<br>Pact 의 신흥국 대출 포트폴리오(예: Pact BSFG-EM-1)<br>Intain 의 상업용 부동산·항공기 금융 등 대출 풀(예: PC0000031)<br>Tradable 의 렌트 파이낸싱 노트<br>(예: North America Rent Financing Platform Senior Secured Term Notes) | 관리형 자산 |
| 토큰화<br>원자재 | Matrixdock Gold(XAUm)<br>WisdomTree Gold Token(WTGOLD)<br>JSOY_OIL(JSOY_OIL) | 관리형 자산 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

2026년 RWA 시장,
약 914억 달러 전망

[그림2] RWA 시장 전망




자료: 한화투자증권 리서치센터

# I

# RWA 시장은 무엇이 달라졌는가

## 1. RWA, 다시 주목받는 이유

RWA, 전통금융자산과 실물자산 전반을 온체인 권리 구조로 확장

RWA(Real-World Assets)는 실물자산 또는 전통 금융자산에 대한 법적·경제적 권리를 블록체인 상의 토큰 형태로 디지털화한 것을 말한다. 기저 자산인 국채·회사채·부동산·원자재 등에 대한 소유권·수익청구권·담보권이 스마트컨트랙트 기반 토큰으로 표현되어 이 토큰이 실제 권리 행사와 정산의 매개가 될 수 있는 구조다. 토큰 증권(Security Token, ST)이 기존 증권으로 분류되는 자산을 온체인 형태로 구현한 것이라면, RWA는 전통 금융 자산 뿐 아니라 다양한 실물 자산까지 포괄하는 개념으로 ST를 포함하는 상위 범주에 해당한다.

[표2] RWA 의 주요 특징

| 특성 | 핵심 내용 |
|---|---|
| 소유권 세분화<br>(Fractinal Ownership) | - 기저 자산의 소유권을 토큰 단위로 나눌 수 있음<br>- 최소 투자 금액을 낮추고 소액 투자자도 참여 가능한 구조를 만들 수 있음 |
| 거래·정산 효율<br>(Settlement & Operational Efficiency) | - 지리적·시간적 제약을 크게 완화하면서 기존 정산 사이클이 단축.<br>- 발행·배정·결제·이자지급 등을 자동화하여 백오피스·대사 비용이 단축. |
| 프로그래밍 가능성<br>(Programmability) | - 배당·이자·원금상환·옵션 행사 등 현금 흐름을 프로그래밍을 통해 자동 실행<br>- 규칙을 온체인 로직으로 일원화 가능하나 기존 법체계와의 정합성 확보가 필수 과제 |
| 컴포저빌리티<br>(Composability) | - 디파이 담보, 유동성 풀, 파생·구조화 상품의 기초 자산 등으로 활용 가능.<br>- 새로운 수익·헤지·리스크 전가 구조를 설계하는 금융 레고 블록으로 작동. |

자료: 한화투자증권 리서치센터

RWA 실험, 규제 명확성, 온체인 수요의 진전

RWA는 한동안 "언젠가 필요해질 인프라"로 거론되어 왔고, 그 사이 여러 기관과 프로젝트가 다양한 실험을 이어왔다. 그러나 이 시기의 RWA는 기술적 가능성과 법적 구조의 실현 여부를 검증하는 데 초점이 맞춰져 있었을 뿐, 실제 자본이 대규모로 이동하거나 기존 금융 인프라를 대체하는 단계로까지는 나아가지 못했다. RWA가 다시 주목받게 된 배경에는 과거 대비 세 가지 변화가 존재한다.

첫 번째 변화는 RWA가 가능성을 증명하는 실험에서 실제 활용을 전제로 한 인프라로 성격이 달라졌다. 블록체인 상의 토큰으로 구현된다는 것은 자산 소유권을 토큰 단위로 세분화할 수 있고, 거래와 정산의 시간·공간적 제약을 완화하며, 프로그래밍 가능한 권리 구조를 통해 효율성을 달성할 수 있음을 의미한다. 이러한 속성들은 과거에도 충분히 인식되어 있었고, 실제로 다양한 파일럿 사례에서 반복적으로 검증되었다. 2020년대 초 유럽투자은행(EIB)의 디지털 채권 시리즈나 싱가포르 통화청(MAS)의 Project Guardian에서 토큰화된 본드와 예금은, 기존 채권 대비 정산 효율성이나 운영 자동화의 가능성을 보여주는 데 초점이 맞춰져 있었다. 이들 사례는 블록체인을 기존 인프라를 대체하는 주 레일로 사용하기보다는, 병행 실험 또는 제한적 테스트로 기능했으며, 발행 규모 역시 시장 형성보다는 기술·법적 구조 검증에 의미를 두고 있었다.

2024년 이후부터는 토큰화 미 국채, 온체인 머니마켓펀드(MMF), 사모 신용 상품이 단발성 파일럿이 아니라 상시 운용을 전제로 설계되고 있으며, 실제 자산운용 규모와 정산·레코드 레이어가 블록체인 기반 인프라로 이전되는 사례가 늘어나고 있다. 과거에는

크립토 네이티브 프로젝트나 일부 선도적 자산운용사가 중심이었다면, 이제는 BlackRock, Circle, Figure 등 대형 자산운용사·은행·인프라 사업자가 본격적으로 참여하면서 RWA가 기술 데모 단계를 넘어 운영 구조 전환의 문제로 다뤄지기 시작했다.

두 번째 변화는 규제 명확성의 진전이다. 초기 RWA 논의에서 가장 큰 제약은 토큰으로 표현된 권리가 실제로 법적 효력을 가지는지, 그리고 발행·유통·보관 과정에서 어떤 규제를 적용받는지에 대한 불확실성이었다. 최근 주요국 규제 프레임워크는 이러한 불확실성을 줄이는 방향으로 진화하고 있다. EU의 MiCA는 자산연동토큰(ART)과 전자화폐토큰(EMT), 디지털자산 서비스 제공자(VASP)를 제도권에 편입해 온체인 결제와 수탁 인프라를 규제 가능한 범위로 끌어들였고, DLT Pilot Regime은 토큰화 주식·채권·펀드 지분을 DLT 기반에서 발행·거래·결제할 수 있는 실험적 인프라를 허용함으로써 전통 CSD·결제 시스템의 대체 가능성을 단계적으로 검증할 수 있게 했다. 미국에서도 변화의 조짐은 뚜렷하다. 스테이블코인을 둘러싼 연방 차원의 제도화 논의(GENIUS 법)는 1:1 준비금과 은행 수준의 규제를 전제로, 신뢰 가능한 온체인 달러 인프라를 구축하는 방향으로 진행되고 있다.

세 번째 변화는 온체인 수요의 구조적 전환이다. 초기 디파이 시장의 성장은 디지털자산을 활용한 레버리지와 차익거래에 크게 의존했다. 그러나 시장이 성숙하면서 온체인 생태계는 보다 안정적인 현금흐름과 예측 가능한 수익률, 그리고 담보 가치가 명확한 자산을 요구하기 시작했다. 이러한 수요 변화는 토큰화 미 국채와 같은 RWA를 단순한 투자 상품이 아니라, 디파이 전반의 담보 품질을 개선하고 온체인 금융 구조를 안정화하는 핵심 자산으로 부상시키고 있다.

[표3] 주요국 규제 프레임워크

| 관할 | 주요 규제 프레임워크 | RWA 관련 내용 |
|---|---|---|
| EU | MiCA | - ART, EMT, VASP를 규정하고 1:1 상환·준비금·공시·내부통제 요건 부과<br>- 영향: 토큰화 채권·펀드의 온체인 결제·담보 레이어 활용 |
| | DLT Pilot Regime | - 주식·채권·펀드의 DLT 상 발행·거래·결제 허용<br>- 영향: CSD·결제 시스템을 대체할 온체인 증권 인프라 모델 시험 가능 |
| 미국 | GENIUS 법 | - 준비금·발행자 요건을 엄격히 한 스테이블코인 연방 규율<br>- 영향: 달러 기반 스테이블코인을 RWA의 결제·담보 자산으로 제도화 |
| | CLARITY 법안 | - 디지털 자산의 증권·비증권 구분과 규제 관할을 명확히 하려는 입법<br>- 영향: 토큰 증권의 규제 경계를 명확히 해 발행·유통 리스크 감소 |
| 일본 | FIEA 개정· ST 규제 | - 토큰 증권·토큰화 부동산을 "전자기 유가증권"으로 보고 기존 증권 규제 적용<br>- 영향: 라이선스 보유 금융기관이 RWA를 기존 증권처럼 취급 가능 |
| 홍콩 | SFC ST·투자상품 가이드 | - 토큰 증권에 증권 규제를 적용하되, 스마트컨트랙트·커스터디 등 추가 요건 마련<br>- 영향: 펀드·채권의 토큰화 전환을 허용하면서 토큰화 특유의 리스크 통제 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 유통형 자산 vs. 관리형 자산

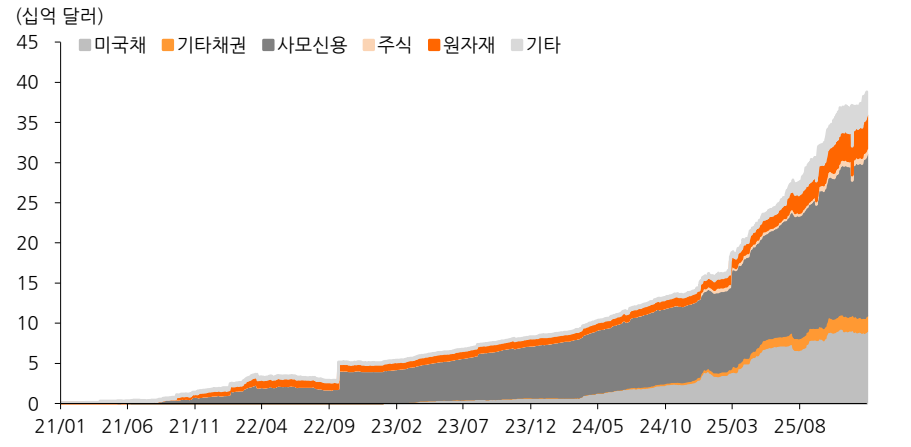
선택적 토큰화, 토큰화 사모 신용 및 채권 중심 확산

표면적으로 보면 RWA 시장은 지난 몇 년간 급격히 성장한 것처럼 보인다. 2019년 말 약 44억 달러 수준이던 RWA 시장은 2025년 말 약 3,361억 달러로 확대되었고, 토큰 보유 주체 수도 같은 기간 3,098개에서 594,673개로 약 192배 증가했다. 다만 이 수치의 대부분은 스테이블코인에 기인하며, 스테이블코인을 제외한 RWA 규모는 약 389억 달러 수준에 머물러 있다. 더욱 중요한 점은 이 성장 역시 자산군 전반에 고르게 나타난 것이 아니라, 소수 섹터에 집중되어 있다는 사실이다.

2025년 12월 말 기준 스테이블코인을 제외한 RWA 가운데 약 절반은 토큰화 사모 신용(private credit)이 차지하고 있으며, 약 28%는 미 국채(23%)와 기타 채권(5%) 등 토큰화 채권이 차지한다. 반면 원자재(11%)와 주식(2%) 등은 여전히 시장의 롱테일에 머물러 있다. 이는 RWA 시장이 '모든 자산의 동시 토큰화'라는 단순한 내러티브보다는, 현금성 자산과 채권, 크레딧처럼 규제·효율 측면에서 명분이 분명한 자산부터 선택적으로 인프라 이전이 이뤄지고 있음을 보여준다.

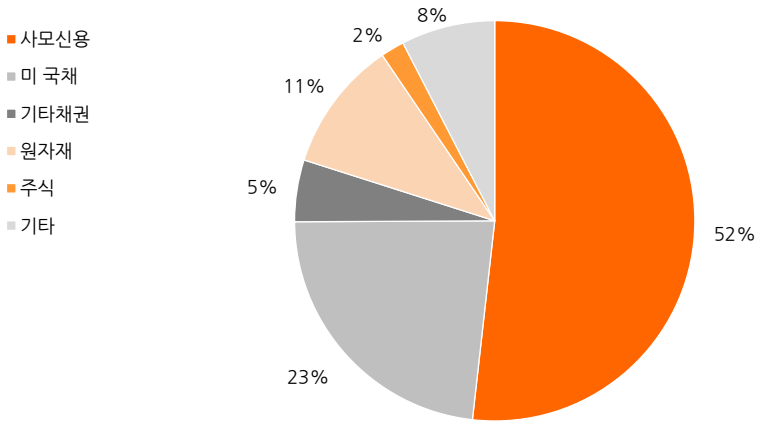
또한 RWA는 이더리움, 솔라나 같은 퍼블릭 체인 뿐만 아니라 Provenance, Canton 등 준(準)기관형 네트워크 상에도 배치되고 있다. 비록 아직까지는 유동성 및 컴포저빌리티 측면에서 우위를 가진 퍼블릭 체인 기반 RWA 비중이 현저히 높지만 규제·KYC 요건이 까다로운 대출·사모 신용 등이 준기관형 DLT에 일부 배치되고 있다.

[그림3] RWA 시장 섹터별 성장 추이 (스테이블코인 제외)




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] RWA 섹터별 비중 (스테이블코인 제외, 2025 년 12 월말 기준)




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 총 자산 가치 기준 RWA 상위 네트워크

| 구분 | 상위 네트워크 | 총 자산 가치 | 보유 주체 수 | 주요 섹터 |
|---|---|---|---|---|
| 준기관형 DLT | Canton | 2,478 억 달러 | - | 레포성(Repo) 단기 거래 |
| | Provenance | 144 억 달러 | - | 사모 신용 |
| 퍼블릭 체인 | Ethereum | 127 억 달러 | 142,772 | 미 국채, 원자재, 사모 신용 |
| | ZKsync Era | 26 억 달러 | 81 | 기관형 대체투자 상품 |
| | BNB Chain | 19 억 달러 | 9,456 | 미 국채, 주식, 원자재 |
| | Polygon | 10 억 달러 | 6,276 | 미 국채, 기타 채권, 주식 |
| | Aptos | 9.7 억 달러 | 2,439 | 미 국채, 기관형 대체투자 상품 |
| | Solana | 8.6 억 달러 | 127,701 | 미 국채, 주식, 기관형 대체투자 상품 |
| | Avalanche | 8.4 억 달러 | 7,888 | 기관형 대체투자 상품, 미 국채 |
| | Stellar | 7.9 억 달러 | 3,678 | 미 국채, 기타 채권, 주식 |

주: 2025년 12월말 기준. 총 자산 가치, 보유 주체 수는 네트워크 별 단순 합산 기준
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

### 온체인 유통·활용 가능성을 기준으로 RWA 시장 분석

RWA 시장을 이해하기 위해서는 기초 자산의 종류나 증권·비증권 여부와 같은 형식적 분류보다, 해당 자산이 온체인에서 실제로 어디까지 이동할 수 있고 어떤 방식으로 활용될 수 있는지를 기준으로 접근할 필요가 있다. 즉 RWA는 온체인 자본시장과의 연결성과 실제 활용 가능성에 따라 구분되어야 하며, 이러한 관점에서 RWA 시장은 유통형 자산과 관리형 자산으로 나누어 분석하는 것이 보다 적절하다.

유통형 자산은 블록체인 상에서 토큰 형태로 발행된 이후 플랫폼 외부 지갑으로 이전이 가능하고, 지갑 간 P2P 전송 및 온체인 프로토콜과의 결합이 가능한 RWA를 의미한다. 해당 자산은 화이트리스트나 투자자 적격성 요건과 같은 제한을 일부 포함할 수 있으나, 기본적으로 온체인 상에서 보유·이전·활용될 수 있다는 점에서 기존 계정 기반 자산과 구별된다. 유통형 자산에서 블록체인은 단순한 기록·정산 수단을 넘어 자산 유통과 자본 형성을 위한 인프라로 기능하며, 투자자는 24시간 거래, 글로벌 접근성, 디파이 컴포저빌리티를 확보하게 된다. 이로 인해 토큰화 미 국채, 단기 국채 기반 MMF, 일부 표준화된 채권과 같은 자산은 대출·파생상품·구조화 상품의 빌딩 블록으로 활용되며, 온체인 자본시장과 직접적으로 연결되는 RWA의 핵심 형태로 자리 잡고 있다.

관리형 자산은 토큰이 블록체인 상에 존재하더라도 실질적인 보유·이전·정산이 플랫폼 내부 계정 체계나 허가형 체인 안에서 이뤄지는 RWA를 의미한다. 투자자는 토큰화 주식·채권·펀드 등에 접근할 수 있지만, 해당 토큰을 외부 지갑으로 출금하거나 다른 온체인 프로토콜로 전송할 수 없고, 거래·보관·정산은 플랫폼의 내부 원장과 매칭 엔진을 통해 처리된다. 이 모델의 핵심 가치는 정산·회계·규제 보고의 자동화를 통한 오퍼레이션 효율과 규제 친화성에 있으며, 기존 증권 계좌·커스터디 구조를 DLT·토큰 포맷으로 재구성한 '관리 계정형 토큰화'에 가깝다. 중요한 점은 관리형 자산이 유통형 자산과 단절된 고정 카테고리가 아니라 연속선상의 단계라는 것으로, 많은 발행사와 인프라 제공자는 규제와 리스크를 통제하기 위해 관리형으로 출발한 뒤, 시장·제도·기술 여건이 성숙함에 따라 외부 지갑 개방과 퍼블릭 체인 확장, 디파이 통합을 단계적으로 검토하는 경로를 채택하고 있다.

[표5] 유통형 자산의 활용 사례

| 프로토콜 | 구분 | 구체적인 활용 사례 |
|---|---|---|
| Aave | 대출 담보 활용 | - 토큰화 미 국채(예: VanEck 의 VBILL) 등 RWA 를 담보로 사용하여 자금차입 |
| Pendle | 수익 토큰화<br>온체인 수익률 곡선<br>자동 리밸런싱 전략 | - 원금(Principal Token, PT)과 수익(Yield Token, YT)을 분리(tokenize)<br>- YT 의 가격 변동을 실시간 수익률에 반영하고 수익률 곡선을 업데이트<br>- PT 는 담보로 사용, YT 는 수익 창출을 지원해 자산 배분을 동적으로 조정 |
| Ondo Finance | 레버리지 포지션의 기초 자산 | - 토큰화 미 국채 OUSG 는 Flux Finance 등 디파이 대출 프로토콜에서 담보로 활용되어 OUSG 를 기초로 한 레버리지 포지션 구성이 가능<br>- Ondo Finance 는 USDC, PYUSD 를 활용해 적격투자자에게 OUSG 의 24/7 민트(mint)·상환을 제공 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 유통형 자산 vs. 관리형 자산

| 특성 | 유통형 자산 | 관리형 자산 |
|---|---|---|
| 자산 이동성 | 외부 지갑 이동 가능<br>P2P 전송도 가능 | 외부 지갑 이동 불가능<br>플랫폼 내부 계정에서 이동 |
| 디파이 활용 가능성 | 디파이 프로토콜에서 활용 가능 | 디파이 활용 제한적<br>플랫폼 내 거래로 제한 |
| 비허가성 여부 | 비허가성에 가까운 구조<br>퍼블릭 체인 상에서 이동 및 활용 가능 | 대부분 허가성 체인에서 관리 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

# II

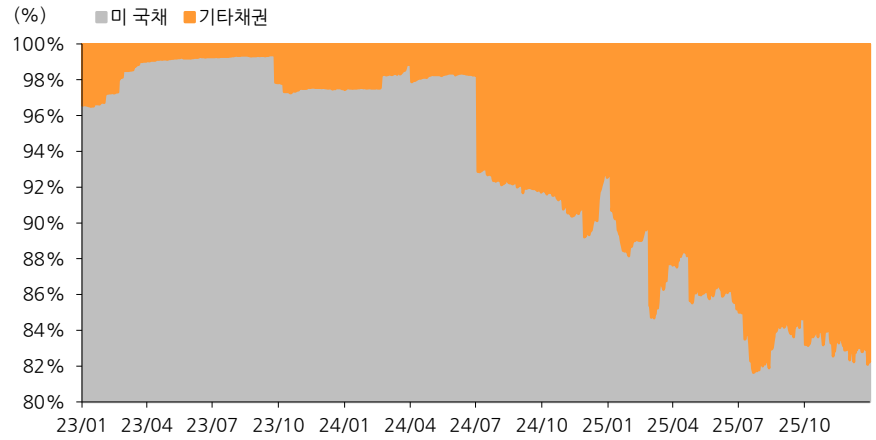
# 유통형 자산

## 1. 토큰화 미 국채

토큰화 미 국채, RWA 시장의 핵심 자산군

토큰화 미 국채(MMF 포함)는 이미 온체인 RWA 시장의 핵심 자산군으로 부상했다. 2025년 12월말 기준 토큰화 미 국채 규모는 약 90억 달러로 추산되며, 2024년 초 7.5억 달러 수준에서 약 12배 확대되었다. 또한 토큰화 미 국채는 회사채와 비달러 국채를 포함한 전체 토큰화 채권 시장(약 109억 달러) 가운데 약 82%를 차지하고 있어, 사실상 토큰화 채권 시장을 대표하는 핵심 자산으로 기능하고 있다.

[그림5] 토큰화 채권 시장 내 미 국채 비중 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

구조·규제·담보 측면의 우위

토큰화 미 국채가 RWA 시장의 출발점이 된 이유는 구조적 단순성과 규제 명확성, 온체인 담보로서의 적합성에 있다. 미 국채는 신용 리스크가 사실상 무위험 자산에 가까운 것으로 간주되고, 쿠폰·만기 구조가 표준화되어 있어 토큰화와 스마트컨트랙트 구현 시 복잡한 신용 이벤트나 구조화 로직을 최소화할 수 있다. 만기·쿠폰 구조가 단순하고 시장 내에서 벤치마크 금리로 활용될 만큼 유동성이 풍부하기 때문에 토큰으로 구현하기 용이한 편이며, 온체인 오라클 구축과 가격 산출 모델링도 상대적으로 단순하다. 그 결과 토큰화 국채는 프라이머리·세컨더리 마켓뿐 아니라 머니마켓, 레포, 담보 관리 등 다양한 금융 레이어에 공통적으로 삽입 가능한 범용 안전자산으로 작동할 수 있다.

규제 측면에서도 미 국채 및 이를 기초로 하는 MMF는 오랜 기간에 걸쳐 규제 체계가 정교하게 정립되어 있다는 점이 강점이다. 미국 내 국채 및 국채 기반 MMF는 미 SEC, 재무부, 연준 등 여러 규제기관의 감독 아래 있으며, 유동성, 만기, 신용 기준이 엄격하게 정의되어 있다. 실제로 토큰화 국채 상품의 상당수는 투자회사법(Investment Company Act of 1940)상 2a-7 MMF 구조를 그대로 유지한 채, 지분의 표현 수단만 토큰으로 치환하는 방식으로 설계된다. 따라서 법적·규제적 정합성이 상대적으로 명확해 규제 리스크에 민감한 기관 투자자나 글로벌 은행·운용사 입장에서 "규제 우산 아래에서 활용 가능한 온체인 수익형 상품"으로 받아들여질 수 있고, 이는 토큰화 국채가 제도권 자본을 온체인으로 견인하는 데 중요한 신뢰 기반을 제공한다.

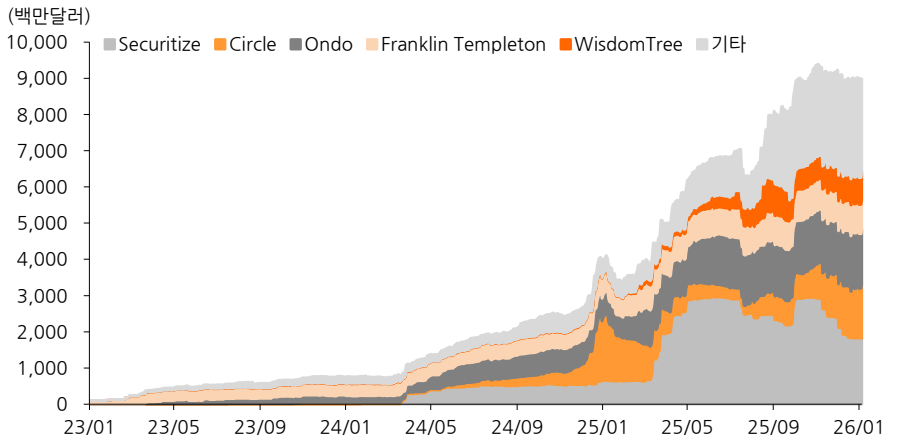
토큰화 미 국채 시장에서는 Securitize, Circle, Ondo, Franklin Templeton, WisdomTree 등이 핵심 인프라 제공자로 자리하고 있으며, 이들 플랫폼이 각각 발행·운영하는 BUIDL, USYC, OUSG, BENJI, WTGXX는 현재 토큰화 미 국채 시장에서 시총 기준으로 상위권을 형성하며 시장을 주도하고 있다.

[표7] 토큰화 미 국채 시장의 플랫폼들

| 플랫폼명 | 토큰화 국채 수 | 총 가치 | 시장 점유율 |
|---|---|---|---|
| Securitize | 3 | 18억 달러 | 20.29% |
| Circle | 1 | 15억 달러 | 16.93% |
| Ondo | 2 | 15억 달러 | 16.72% |
| Libeara | 5 | 8억 2,270만 달러 | 9.14% |
| Franklin Templeton | 1 | 8억 1,040만 달러 | 9.01% |
| WisdomTree | 7 | 7억 3,970만 달러 | 8.22% |

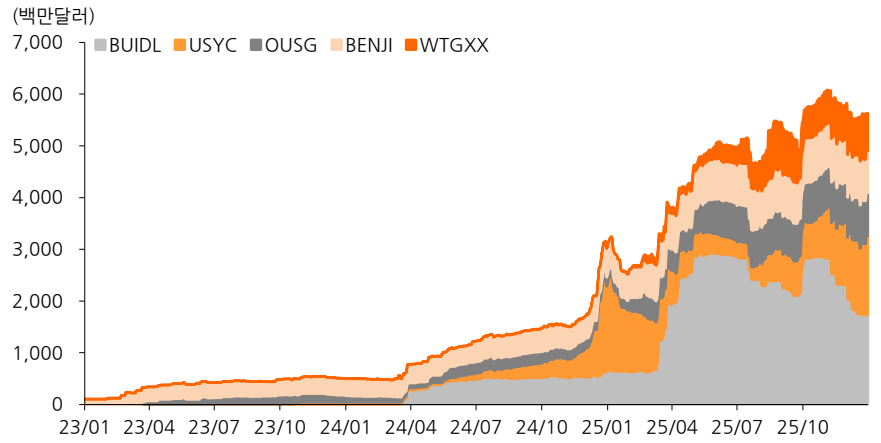
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 토큰화 미 국채 주요 플랫폼별 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 토큰화 미 국채 상위 5 개 자산 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

토큰화 미 국채 상위 5개 자산: BUIDL, USYC, OUSG, BENJI, WTGXX

Securitize(블랙록의 BUIDL 토큰화를 맡고 있는 규제 준수형 토큰화 플랫폼)의 USD Institutional Digital Liquidity Fund(BUIDL)는 단기 미 국채, 레포, 현금 등 단기 달러 자산에 투자하는 기관용 토큰화 MMF로, 1 BUIDL을 1달러에 페깅하고 수익은 온체인 배당 형태의 추가 토큰 지급으로 일간 발생·월간 분배하는 구조를 취한다. BUIDL은 이더리움에서 시작해 아발란체, 아비트럼, 옵티미즘, 폴리곤, 솔라나 등 멀티체인으로 확장하고 있으며, Wormhole 기반 크로스체인 전송을 통해 체인 간 유동성을 연결하고 있다.

스테이블코인 발행사 Circle이 2025년 Hashnote 인수와 함께 확보한 USYC는 미 국채·역레포 등에 투자하는 토큰화 MMF로, 축적형(accruing) 구조를 채택해 토큰 가격 상승을 통해 수익을 반영하며, 이더리움 중심에서 BNB Chain 등으로 확장하면서 기관형 담보 및 수익형 스테이블코인 인프라를 지향하고 있다.

Ondo Finance(온체인 트레저리, 크레딧 전략에 특화된 RWA 프로토콜)의 OUSG는 단기 미 국채 ETF 등에 투자하는 토큰화 트레저리 펀드로, NAV 축적형과 리베이스형(rebasing)을 결합한 구조를 채택, OUSG 가격 오라클을 기반으로 rOUSG가 리베이스되도록 설계함으로써, "1달러 근처 가격 + 수량 증가"라는 경험을 제공한다. Ondo는 이더리움 및 L2 전역에 유동성을 공급하고 여러 디파이 프로토콜과 연동함으로써, 토큰화 국채 시장에서 16~17%에 이르는 점유율을 차지하는 것으로 평가된다.

글로벌 자산운용사 Franklin Templeton의 BENJI는 Franklin OnChain U.S. Government Money Fund(FOBXX) 지분을 1:1로 토큰화한 것으로, 1달러 NAV를 지향하고 수익은 펀드 배당 구조로 반영되며, 폴리곤·아발란체·스텔라 등 퍼블릭 체인을 통해 투자·환매 및 P2P 전송이 지원된다.

글로벌 자산운용사 WisdomTree의 WTGXX는 정부 머니마켓 디지털 펀드로, 미 정부 증권·현금·레포에 99.5% 이상 투자하는 포트폴리오를 구성하고, 1달러 NAV와 미 단기 금리에 연동된 수익률을 제공하면서, WisdomTree Prime/Connect 지갑을 통해 온보딩된 투자자에게 온체인 지분 기록과 전송 기능을 제공한다.

[표8] 토큰화 미 국채 상위 5개 자산 개요

| 토큰명(티커) | 플랫폼 | 네트워크 | 최소 투자 금액 | 수익 반영 방식 |
|---|---|---|---|---|
| BlackRock USD Institutional Digital Liquity Fund (BUIDL) | Securitize | BNB 체인, 이더리움, 앱토스, 솔라나 등 | 5백만 USD | 1 BUIDL = 1 달러 NAV 유지. 수익은 온체인 배당 형태로 누적·정기 지급 |
| Circle USYC (USYC) | Circle | BNB 체인, 이더리움, 니어프로토콜 | 10만 USD | 축적형 구조. 리베이스 없이 토큰 NAV 상승을 통해 국채 수익 반영 |
| Ondo Short-Term US Government Bond Fund (OUSG) | Ondo | 이더리움, 솔라나, XRP 레저, 폴리곤 | 5천 USD | NAV 축적형 + 리베이스형 혼합. OUSG 가격 오라클 업데이트에 따라 rOUSG 수량 리베이스 |
| Franklin OnChain US Government Money Fund (BENJI) | Franklin Templeton | 스텔라, 베이스, 아비트럼, 이더리움 등 | 20 USD | 1 달러 NAV 지향, 수익은 펀드 배당 형태로 온체인 지분에 귀속. |
| WisdomTree Government Money Market Digital Fund(WTGXX) | WisdomTree | 이더리움, 아비트럼, 플룸 | 1 USD | 1 달러 NAV 유지, 미 단기 금리에 연동된 이자 수익을 온체인 지분에 반영 |

자료: 각사 홈페이지, rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

### 토큰화 미 국채, 유통형 자산

먼저 BUIDL은 출시 이후 누적 1억 달러 이상의 온체인 배당을 지급하며, 기초 자산(국채) 수익이 토큰 보유자에게 직접 분배되는 구조를 입증했다는 점이 중요하다. USYC, OUSG, WTGXX, BENJI 역시 기초 펀드 수익을 토큰 가치·수량·배당 형태로 온체인에 반영하면서, 준비금을 운용하는 발행사가 이자 수익을 독점하던 기존 (비수익형 스테이블코인) 모델과 달리 투자자에게 수익을 귀속시키는 방향을 택하고 있다.

또한 멀티체인·인터체인 유통 측면에서 BUIDL, BENJI, WTGXX 등은 이더리움 외 L2, 솔라나, 아발란체, 폴리곤, 스텔라 등 다수의 체인으로 확장하며 브리징과 크로스체인 전송을 통해 유동성을 온체인 전반에 분산시키고 있는데, 이는 단일 커스터디 플랫폼 안에 갇힌 폐쇄형 토큰 증권이 아니라 다양한 지갑과 커스터디, 프로토콜에서 활용되는 유통형 자산을 지향하고 있음을 의미한다.

디파이 및 스테이블코인 인프라와의 통합 측면에서도 변화는 뚜렷하다. USYC는 토큰화 MMF 기반 수익형 토큰으로서 온체인에서 담보·마진 자산으로 활용되는 사례가 확인되는 등 규제 준수형 수익 자산을 디지털 자본시장 인프라에 연결하는 구성요소로 자리잡고 있다. WTGXX는 Frax USD의 리저브 자산으로 편입하기 위한 거버넌스 제안이 공개되는 등 토큰화 MMF가 스테이블코인 준비자산 레이어로 확장되는 흐름을 보여준다. 또한 OUSG는 온체인 대출 프로토콜(예: Flux Finance)에서 담보 자산으로 활용되는 등 토큰화 국채가 대출·레버리지·담보 관리 레이어로 활용될 수 있음을 보여주고 있다. BUIDL 역시 주요 거래 플랫폼에서 담보(마진)로 수용되는 사례가 확인되면서, 전통 자산운용사의 토큰화 상품이 크립토 거래·파생 담보 레이어와 연결되는 접점이 확대되고 있음을 시사한다.

종합해 보면 OUSG/rOUSG와 BUIDL, USYC는 디파이 담보·레버리지·파생상품 등에 활용될 수 있는 유통형 자산에 가깝고, BENJI와 WTGXX도 멀티체인 전송과 온체인 활용성이 확대되면서 유통형 자산의 성격이 강해지고 있다. 상위 5개 토큰 모두가 정도의 차이는 있으나 유통형 자산에 가깝게 설계되고 있다는 점에서, 현재 토큰화 미 국채 시장의 무게 중심은 관리형 자산보다 유통형 자산 쪽으로 기울어 있다고 평가할 수 있다.

## 2. 토큰화 기타 채권

토큰화 기타 채권, 미 국채 대비 보완적·니치 자산에 가까운 포지션

토큰화 기타 채권(회사채, 비달러 국채) 시장은 2025년 12월말 기준 약 19억 달러 규모로 토큰화 미 국채 대비 아주 작은 세그먼트로 남아 있다. 이는 글로벌 달러 수요와 미 국채의 위상 때문에 자본이 우선적으로 미 국채 쪽으로 쏠리는 반면, 비달러 국채나 회사채는 투자자에게 직관적인 내러티브가 약하고 크레딧·통화 리스크도 상대적으로 크기 때문이다. 또한 토큰화 미 국채는 이미 디파이 담보·원장 자산으로 통합되어 가고 있는 반면, 토큰화 기타 채권은 TVL·홀더 수·거래량이 작아 마켓 메이킹과 차입·레포 등 2차 거래 구조가 충분히 형성되지 못했고, 회사채·역내 국채·펀드 지분 등은 각 관할권별 증권 규제와 공시·투자자 자격 요건이 까다로워 온체인 분산이 어렵다는 점도 성장 제약 요인으로 작용한다.

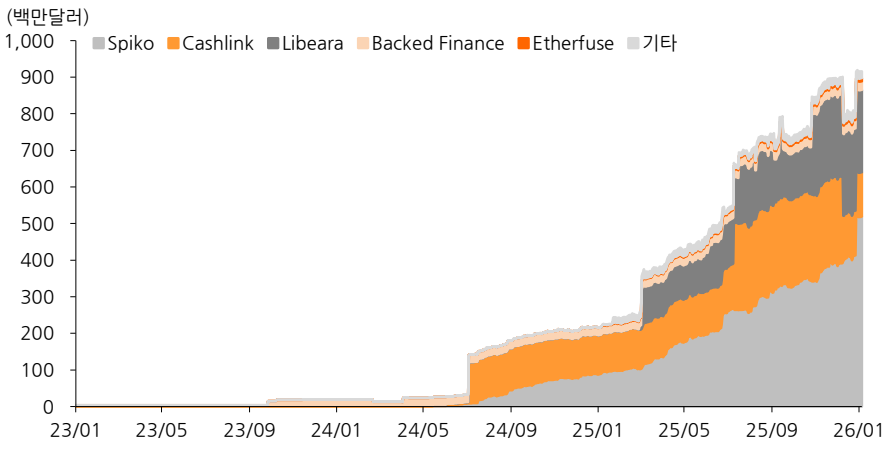
토큰화 기타 채권을 취급하는 플랫폼에는 Spiko, Cashlink, Libeara, Backed Finance (xStocks), Etherfuse가 있고, 해당 플랫폼이 발행·운영하는 토큰화 기타 채권은 EUTBL, NRW1, CAMMF, bERNX, CETES가 대표적이다.

[표9] 토큰화 기타 채권 시장의 플랫폼들

| 플랫폼명 | 토큰화 기타 채권 수 | 총 가치 | 시장 점유율 |
|---|---|---|---|
| Spiko | 2 | 5억 1,810만 달러 | 57.77% |
| Libeara | 8 | 2억 2,550만 달러 | 25.14% |
| Cashlink | 3 | 1억 2,150만 달러 | 13.55% |
| Backed Finance | 4 | 2,330만 달러 | 2.60% |
| Etherfuse | 4 | 840만 달러 | 0.94% |

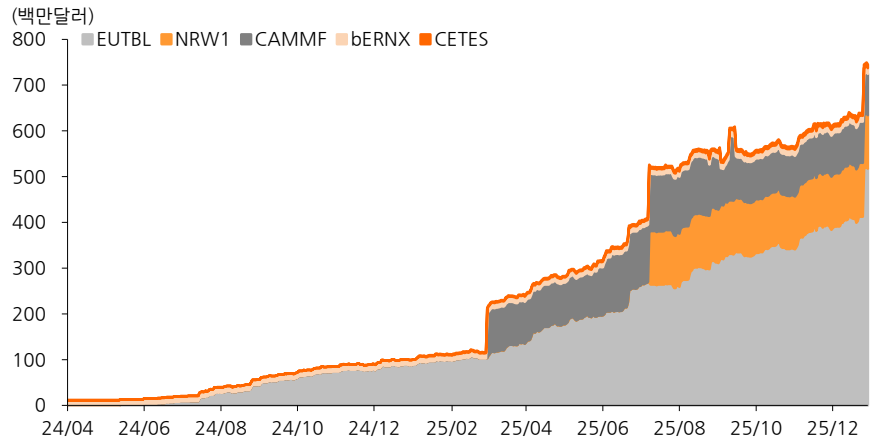
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 토큰화 기타 채권 주요 플랫폼별 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 토큰화 기타 채권 상위 5 개 자산 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

토큰화 기타 채권, 유통형 자산

먼저 Spiko(유럽 기반 온체인 머니마켓 인프라를 지향하는 RWA 플랫폼)의 EUTBL은 유럽 단기 국채(T-bills)와 레포 등으로 구성된 UCITS MMF 지분을 토큰화한 구조로, 규제된 펀드를 기초로 하지만 EVM 지갑 셀프 커스터디와 L2 머니마켓·담보용 통합을 전제로 설계되어 있어 디파이에서 활용할 수 있는 유통형 자산에 가깝다.

반면 Cashlink(독일 디지털 증권 인프라 제공사)가 인프라를 제공하고 NRW.BANK가 발행한 NRW1은 독일 전자증권법(eWpG)에 준한 "크립토 증권" 형태로 폴리곤 상에 존재하지만, 도이치방크·DZ BANK 등 기관투자자 위주의 규제형 디지털 채권에 가깝고 자유로운 퍼블릭 온체인 P2P 유통보다는 CSD 대체 및 포스트트레이드 효율화에 초점이 맞춰져 있으며 디파이 활용 사례도 확인되지 않아 관리형 자산으로 판단한다.

Libeara(싱가포르계 토큰화 인프라 스타트업)가 토큰화 인프라를 제공하는 CAMMF는 ChinaAMC가 홍콩에서 출시한 토큰화 MMF의 지분을 온체인화한 것으로, 단기 예금과 머니마켓 상품에 투자하는 펀드를 기반으로 한다. 토큰 전송 자체는 가능하지만 실제 활용은 규제된 펀드·수탁기관을 통한 온보딩·환매와 같은 펀드 운용 프로세스에 집중되어 있고, 디파이 담보나 P2P 거래로의 통합은 아직 제한적인 관리형 자산으로 평가된다.

Backed Finance(스위스·리히텐슈타인 규제 하에서 증권형 RWA 토큰을 발행하는 프로젝트)의 bERNX는 iShares € Ultrashort Bond UCITS ETF(ERNX)를 추종하는 트래커 증권을 ERC-20으로 발행한 형태로, 투자등급 유로화 초단기 회사채 ETF를 기초로 한 토큰화 증권이다. 화이트리스트 기반 KYC 주소에 한해 전송이 허용되는 세미 퍼미션드 구조이긴 하나, 디파이 담보·유동성 풀에 통합되고 있어, 실사용 관점에서는 유통형에 상당히 근접한 자산으로 볼 수 있다.

마지막으로 Etherfuse(멕시코, 라틴아메리카 국채 토큰화를 표방하는 인프라 제공사)의 CETES Stablebonds는 멕시코 연방정부가 발행하는 단기 국채(CETES)에 1:1로 연동된 토큰화 국채로, 멕시코 내 수탁기관을 통해 CETES를 보관하고 이에 상응하는 토큰을 솔라나 등에서 발행하는 구조를 취한다. 또한 Falcon Finance 등에서 담보로 쓰이도록

설계되어 있어, 로컬 국채라는 규제적 특수성이 있음에도 디파이 통합이 가능한 유통형 자산에 가깝다고 보여진다. 이처럼 토큰화 기타채권 섹터는 관리형 구조를 유지하는 사례(NRW1, CAMMF)도 존재하지만, EUTBL·bERNX·CETES처럼 디파이 연계를 전제로 한 구조가 점차 늘어나면서, 전체적으로는 유통형 자산에 더 가까운 자산군으로 정리할 수 있다. 다만 디파이 담보 규모·다양성 측면에서 보면 미 국채 기반 토큰(BUIDL, OUSG 등) 대비 활용도가 미미한 주변부 섹터에 머물러 있다고 보는 편이 정확하다.

[표10] 토큰화 기타 채권 상위 5 개 자산 개요

| 토큰명(티커) | 플랫폼 | 네트워크 | 최소 투자 금액 | 수익 반영 방식 |
|---|---|---|---|---|
| Spiko EU T-Bills Money Market Fund (EUTBL) | Spiko | 아비트럼, 스텔라, 폴리곤, 베이스, 이더리움 | 1,000 유로 | 유럽 단기 금리에 연동되는 이자 수익을 펀드 NAV와 토큰가격에 반영. |
| NRW1 (NRW1) | Cashlink | 폴리곤 | - | 연 2.16% 고정금리를 약정하고 매년 한번 쿠폰 지급일에 현금으로 오프체인 지급. |
| ChinaAMC HKD Digital Money Market Fund Class A HKD(CAMMF) | Libeara | 이더리움 | 1 홍콩달러 | 홍콩 단기 금리에 연동되는 이자 수익을 펀드 NAV와 토큰가격에 반영 |
| Backed ERNX € Ultrashort Bond(bERNX) | Backed Finance | 이더리움 | 5,000 유로 | 초단기 유로 회사채에 연동된 이자 수익을 펀드 NAV와 토큰가격에 반영. |
| Etherfuse CETES (CETES) | Etherfuse | 스텔라, 솔라나, 베이스, 폴리곤 | - | 멕시코 단기 국채에 연동된 수익을 리베이스 방식으로 토큰 보유 수익에 반영 |

자료: 각사 홈페이지, rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 토큰화 채권 시장에 대한 판단 요약

| 세부 섹터 | 유통형 자산 | 관리형 자산 |
|---|---|---|
| 토큰화 미 국채 | BUIDL, USYC, OUSG, BENJI, WTGXX | - |
| 토큰화 기타 채권 | EUTBL, bERNX, CETES | NRW1, CAMMF |
| **종합** | O | |

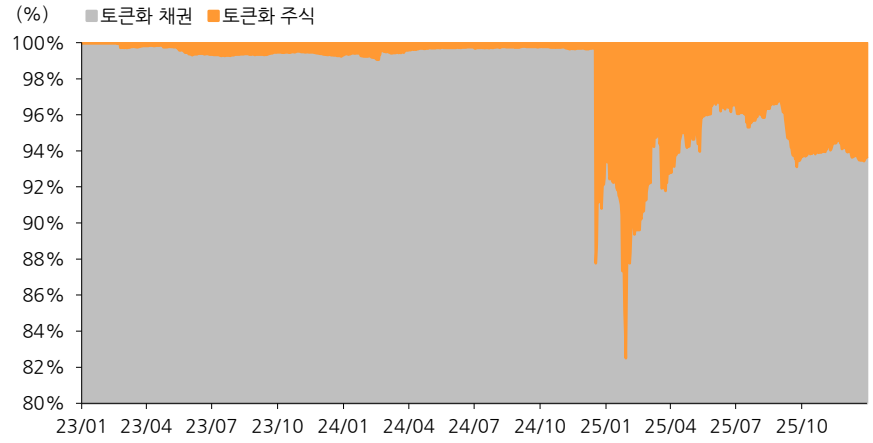
자료: 한화투자증권 리서치센터

## 3. 토큰화 주식

토큰화 주식, 기술적 효율성 대비 상업적 확산 속도 현저히 제한

토큰화 주식 시장은 2025년 말 기준 약 7억 달러 수준이며, 토큰화 국채 시장보다 약 12배 가량 작다. 토큰화가 가져올 잠재적 효율성에도 불구하고 규제 불확실성과 발행·상장에 필요한 인허가·중개 구조가 복잡해 성장 속도가 느린 섹터로 남아있으며, 일부 플랫폼과 제한적 투자자 대상의 니치 시장 단계에 머물러 있다.

[그림10] 토큰화 채권 대비 토큰화 주식 비중 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

현행 토큰화 주식, 기초 주식에 대한 법적 소유권이 아닌 가격 노출만 제공

토큰화 주식에서 제약 요소 중 하나는 규제 프레임워크다. 미국에서는 토큰화 주식이 1933년 증권법·1934년 증권거래법 체계 안에서 전통 주식과 동일한 증권 또는 투자계약으로 분류되며, 이를 취급하는 플랫폼은 국가 증권거래소나 ATS 등록, FINRA가 요구하는 KYC·AML 체계를 갖춰야 한다. 유럽·영국에서도 토큰화 주식은 MiCA가 아니라 MiFID II와 EU Prospectus Regulation이 적용되는 규제된 금융상품으로 간주되고, 공모 시 승인된 증권신고서 제출이 원칙이며, 공시 요건을 어길 경우 제재 위험이 크다. 트럼프 행정부 출범 이후 토큰 증권을 둘러싼 정책 환경에 일정 부분 유연성이 생길 것이라는 기대가 확산되고 있으나, 현행 기조는 디지털 자산을 별도의 자산군으로 구분하기보다는, 전통 증권과 동일한 규제 틀 내에서만 토큰화를 허용하는 방향에 가깝다.

두번째 쟁점은 토큰화된 주식의 의결권, 배당, 법적 소유권이 어디에 있느냐다. 로빈후드와 Backed Finance 사례를 보면 둘 다 기초 주식, ETF를 브로커·수탁기관 계좌에 보유하지만 토큰 투자자는 어디까지나 그 포지션에 대한 노출만 가질 뿐, 전통적 의미의 주주권리 행사(의결권, 배당 등)는 불가능하거나 제한적이다. Backed Finance의 xStocks는 기초 주식에 1:1로 연동된 채무증권(노트·ETN) 형태로 설계되어 투자자가 우선 채권(claim)을 보유하지만, 의결권·총회 참석·배당 의결 등의 권리는 SPV·수탁기관에 귀속된다. 로빈후드의 토큰 주식도 브로커가 실물 주식을 보유한 상태에서 고객에게 로빈후드 내부 장부상의 계약상 권리만 부여하는 구조라, 의결권·잔여재산 청구권·직접 배당 수령 등은 모두 로빈후드/브로커 측에 머문다. 이 때문에 "이 토큰이 진짜 주식이냐"는 의문이 제기되고, 토큰화 주식은 실물 기반 노트·계약형 파생상품에 가깝다는 평가를 받는다.

다만 2025년 12월 11일 미 SEC가 DTCC 산하 예탁기관인 DTC에 증권 자산 토큰화에 대한 노액션 레터를 발급하며, Russell 1000 구성 종목, 주요 ETF, 미국 국채 등 일부 전통 자산을 사전 승인된 블록체인에서 토큰화할 수 있는 시범 서비스를 운영할 수 있도록 허용한 것은, 제도권 내 토큰화 인프라 도입에 의미 있는 진전으로 평가된다. 이 파일럿에서 각 토큰은 기존 증권과 1:1로 대응되고, 토큰 보유자가 법적으로 투표권·배당금·잔여재산 청구권 등 기존 주주권을 온전히 행사하는 등 DTC의 기존 시스템과 온체인 원장이 실시간 동기화되는 구조가 제시되었기 때문이다. 이 프로그램은 3년간 운영 후 2026년 하반기부터 SEC가 승인한 특정 L1·L2에서 단계적 상용화를 목표로 하고 있어, 향후 토큰화 주식이 "의결권 없는 익스포저 토큰"을 넘어, 법적 소유권과 주주권을 그대로 옮겨오는 방향으로 진화할 수 있는 중요한 제도적 전환점으로 평가된다.

토큰화 주식 상위 플랫폼으로는 Ondo, Backed Finance, Securitize, WisdomTree, Superstate Opening Bell(토큰 증권의 발행·유통·정산을 위한 규제 준수형 인프라) 등이 있다. 2024년 11월까지는 Backed Finance가 토큰화 주식 시장을 주도해 왔으나, 12월 Securitize가 본격적으로 사업을 확대하며 시장 내 선도 지위가 재편되었다. 이후 Ondo, WisdomTree, Superstate 등 기존 금융기관 및 크립토 네이티브 플레이어들이 잇따라 참여하면서, 토큰화 주식 시장은 단일 사업자 중심의 초기 국면을 지나 경쟁 구도가 본격화되었다.

[표12] Backed Finance(xStocks) vs. 로빈후드 토큰화 주식

| 구분 | Backed Finance(xStocks) | 로빈후드 |
|---|---|---|
| 기초자산 보유 | SPV·커스터디 계좌에서 보유 | 브로커·로빈후드 계정에서 보유 |
| 토큰 구조 | 기초 자산에 1:1 연동된 채무증권/노트 구조<br>토큰 보유자는 기초자산에 우선 채권 보유 | 내부 장부 상 포지션을 토큰으로 구현<br>토큰 보유자는 로빈후드 계정의 계약상 청구권 보유 |
| 권리 행사 | 토큰 보유자의 권리 행사 제한적 | 토큰 보유자의 권리 행사 제한적 |
| 온체인 활용 여부 | 일부 디파이, DEX 담보 사용 가능 | 로빈후드 내부 계정 간 이동만 가능 |
| 투자자 범위 | 주로 전문/고액 투자자 | 로빈후드 고객 대상 리테일 중심 |

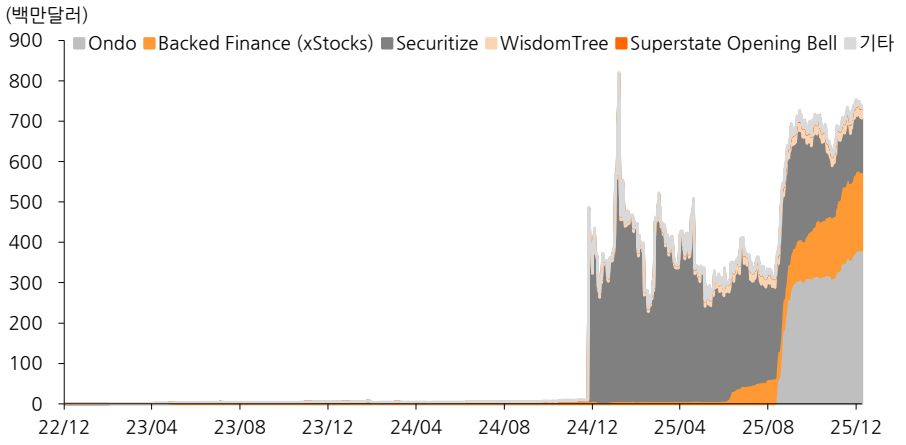
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 토큰화 주식 시장의 플랫폼들

| 플랫폼명 | 토큰화 주식 수 | 총 가치 | 시장 점유율 |
|---|---|---|---|
| Ondo | 103 | 3억 9,120만 달러 | 50.45% |
| Backed Finance | 77 | 1억 9,500만 달러 | 25.15% |
| Securitize | 1 | 1억 4,080만 달러 | 18.16% |
| WisdomTree | 5 | 2,290만 달러 | 2.95% |
| Superstate Opening Bell | 3 | 1,710만 달러 | 2.21% |

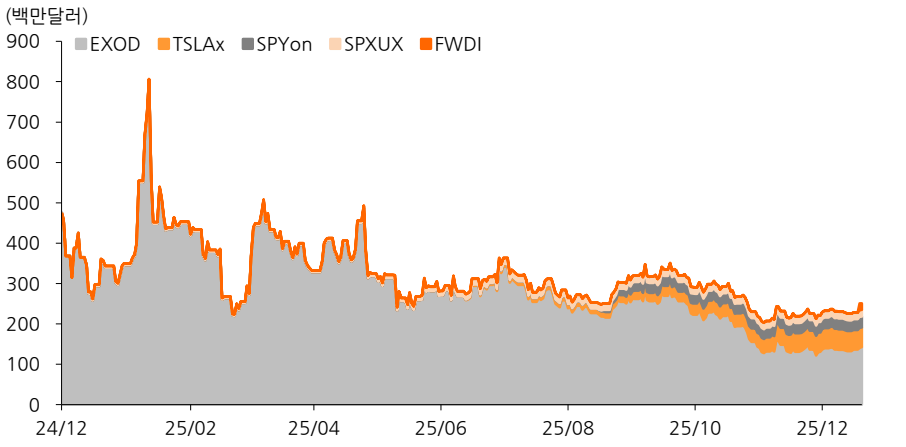
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 토큰화 주식 주요 플랫폼별 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 토큰화 주식 대표 자산 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

토큰화 주식, 유통형 주식을 지향하나 실제 구현은 플랫폼별 큰 편차를 보이는 '현재 진행형' 시장

Ondo의 SPYon은 SPDR S&P 500 ETF(SPY)를 기초로 한 ERC-20 토큰으로, 개인 지갑 보관이 가능하며 일부 CEX 및 온체인 디파이 프로토콜에 통합되어 있다. 가격 추종과 배당 재투자 효과를 제공하는 상품으로, 퍼블릭 체인 상에서 거래·담보 활용이 가능한 유통형 자산에 가깝다. Backed Finance의 TSLAx는 테슬라 보통주를 1:1 담보로 발행된 xStock ETN으로, 화이트리스트 기반이지만 개인 지갑 출금, P2P 전송, 디파이 담보 활용까지 가능해 유통형 자산으로 분류할 수 있다. Superstate Opening Bell의 FWDI는 Forward Industries 주식을 솔라나 상에서 토큰화한 것으로 현재는 KYC·적격성 심사를 거쳐 승인된 투자자 지갑(허가된 주소)에서만 보유·이체가 가능하지만, 설계상 개인 지갑 보관과 솔라나 디파이 프로토콜(예: Kamino)에서의 담보 활용까지 염두에 두고 있는 유통형 자산에 가깝다.

반면 Securitize의 EXOD는 Exodus Movement의 보통주를 토큰화한 것이지만, 거래와 보관이 Securitize ATS 및 허가된 지갑 환경에 한정되어 있다. 즉, EXOD 토큰은 Class A 보통주 수량을 표시하는 디지털 레코드에 가깝고 퍼블릭 디파이 풀이나 외부 지갑으로의 자유로운 이동은 제공되지 않아, 관리형 구조에 가깝다. WisdomTree의 SPXUX 역시 WisdomTree 500 Digital을 추종하도록 설계된 토큰이지만 거래·보유는 WisdomTree Prime/Connect와 같은 규제된 앱 및 화이트리스트 지갑 내부로 제한되며, 디파이 통합 사례는 확인되지 않는다. 종합해 보면 토큰화 주식은 유통형 자산에 속하지만 디파이통합과 자유로운 온체인 유통은 아직 완전히 구현된 것은 아니다. DTC의 온체인 파일럿이 이제 막 시작 단계인 점을 고려하면 토큰화 주식은 구조적으로는 유통형 자산을 지향하면서도 규제·법적 소유권 설계가 미완인 "현재 진행형"에 머물러 있다고 정리할 수 있다.

[표14] 토큰화 주식 상위 5 개 자산 개요

| 토큰명(티커) | 플랫폼 | 네트워크 | 기초 자산 | 주주권리 행사 여부 |
|---|---|---|---|---|
| Exodus Movement Inc.(EXOD) | Securitize | 알고랜드 | Exodus 보통주 | 토큰 보유자가 주주로 취급되지만 실제 권리 행사는 Exodus 가 정한대로 간접적으로 이루어짐 |
| Tesla xStock(TSLAx) | Backed Finance | 솔라나, 맨틀, 이더리움, BNB 체인, 아비트럼 | Tesla Inc. 보통주 (xStock ETN) | 불가 |
| SPDR S&P 500 ETF(SPYon) | Ondo | 솔라나, 이더리움, BNB 체인 | SPDR S&P 500 ETF | 불가 |
| WisdomTree 500 Digital Fund(SPXUX) | WisdomTree | 스텔라, 플룸, 옵티미즘, 이더리움, 베이스, 아발란체, 아비트럼 | WisdomTree 500 Index(미국 상위 500 개 상장사 구성) | 불가 |
| Forward Industries(FWDI) | Superstate Opening Bell | 솔라나 | Forward Industries 보통주 | 토큰 보유자가 주주로 취급되지만 실제 권리 행사는 Superstate 가 정한대로 간접적으로 이루어짐 |

자료: 각사 홈페이지, rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 토큰화 주식 시장에 대한 판단 요약

| 세부 섹터 | 유통형 자산 | 관리형 자산 |
|---|---|---|
| 대형지수/ETF 기반 | SPYon, | SPXUX |
| 개별 종목 기반 | TSLAx, FWDI | EXOD |
| **종합** | O | |

자료: 한화투자증권 리서치센터

# III

# 관리형 자산

## 1. 토큰화 사모 신용

토큰화 사모 신용, 2025년 가장 빠르게 성장한 섹터

토큰화 사모 신용은 2025년 RWA 가운데 가장 빠르게 성장한 섹터로, 중견기업·부동산·소비자 금융 등 비은행 대출을 기초로 하는 전통 사모 신용 자산을 온체인 인프라로 이전한 형태다. 기존 사모 신용은 맞춤형 비공개 계약과 만기 보유 중심 구조로 인해 세컨더리 거래가 제한적이고, 높은 최소 투자금액·정보 비대칭·가격 발견의 어려움을 수반해 왔으며, 투자자는 이러한 비유동성을 감내하는 대가로 레버리지 론이나 하이일드 채권 대비 높은 수익률을 요구해 왔다. 토큰화 사모 신용에서는 이러한 경제적 본질은 유지되지만, 오프체인 대출 주선기관이 실행한 대출 자산이나 현금흐름 청구권을 토큰 형태로 발행함으로써 대출의 기원·관리·정산 과정이 블록체인 레일 위에서 재구성된다. 이를 통해 자산의 세분화, 포트폴리오 단위 분산 투자, 운영·정산 효율 및 투명성이 개선되며, 토큰화는 사모 신용의 수익 구조를 바꾸기보다는 접근성과 인프라 효율을 높이는 역할을 수행한다.

[표16] 전통적 사모 신용 vs 토큰화 사모 신용

| 구분 | 전통적 사모 신용 | 토큰화 사모 신용 |
|---|---|---|
| 대출 구조 | 개별 협상 기반 맞춤형·비표준 | 맞춤형 구조 유지 가능 |
| 투자 단위 | 고액·펀드 단위 | 토큰 단위 세분화 가능 |
| 유동성 | 사실상 부재 | 제한적 세컨더리 유통 |
| 가격 형성 | 협상·평가모델 기반 | 온체인 잔액·거래 기준 |
| 데이터 접근성 | 분기 단위 보고 | 실시간 온체인 조회 가능 |
| 정산·분배 방식 | 오프체인 처리 | 스마트컨트랙트 자동화 |
| 투자자 범위 | 기관·적격 투자자 | 기관중심, 제한적 확장 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

온체인화 이후에도 해소되지 않는 유동성 이슈

2025년 12월말 기준 토큰화 사모 신용 규모는 약 201억 달러로 스테이블코인을 제외한 RWA 시장 가운데 가장 큰 단일 카테고리로 자리잡았다. 이는 토큰화 미 국채보다 큰 수치이지만, 상당 부분은 Figure의 대출 포트폴리오(144억 달러 규모)가 차지하고 있으며, 나머지는 아직 작은 규모다. 전통 시장에서 사모 신용이 2025년 기준 2조 달러 규모로 성장한 것을 비추어 보면 토큰화 사모 신용은 아직 전체의 1% 정도인 초기 단계로 볼 수 있다.

토큰화 사모 신용의 가장 큰 제약은 유동성 부족이다. 온체인으로 옮겨왔다고 해도 기초 자산이 비상장·비표준 대출인 만큼, 실시간 호가가 형성되는 오픈 마켓 대비 제한적인 투자자 풀이 참여하는 사모 구조와 제한적인 세컨더리 위주로 시장이 형성되고 있다. Figure의 HELOC 마켓플레이스 등에서 대출 재매각·BWIC를 지원하는 인프라가 등장하고 있지만 토큰화 국채·MMF에 비하면 거래 빈도·스프레드 측면에서 여전히 폐쇄적이다.

[표17] 토큰화 국채 vs 토큰화 사모 신용

| 구분 | 토큰화 국채 | 토큰화 사모 신용 |
|---|---|---|
| 기초 자산 | 상장·표준화 채권 | 비상장·비표준 대출 |
| 거래 구조 | 오픈 마켓 | 제한적 세컨더리 |
| 호가 | 실시간 | 비연속적 |
| 투자자 | 광범위 | 적격·기관 위주 |
| 평균 스프레드 | 낮음 | 높음 |
| 규제 구조 | 비교적 단순 | 증권·펀드 규제 중첩 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

규제 이슈, 기존 사모 신용의 증권성·법적 복잡성이 온체인에서 드러난 결과

규제 측면에서도 토큰화 사모 신용은 증권성 자산으로 분류될 소지가 있다. 다만 이는 토큰화로 인해 새롭게 발생한 규제 이슈라기보다는, 기존 사모 신용 투자 구조가 이미 증권 규제의 적용을 받아왔다는 점이 기술적으로 드러난 결과로 보인다. 기존 사모 신용 시장에서도 개별 대출(loan) 그 자체는 통상 증권으로 간주되지 않았으나, 투자자가 대출 포트폴리오에 간접적으로 참여하도록 설계된 펀드 지분, 노트(note), SPV 지분 등은 증권법상 투자 계약으로 분류되어 사모 발행 규제의 적용을 받아왔다.

이러한 규제 환경은 토큰화 사모 신용 프로토콜의 운영 방식에 제약을 가하고 있다. 대부분의 토큰화 사모 신용 상품이 미국 Reg D·Reg S·Reg A+와 같은 사모·소액 공모 예외 규정을 활용해 적격·기관 투자자에게만 제공되는 것도 이 때문이며, "토큰화를 통해 사모 신용을 대중화한다"는 내러티브와 실제 투자자 기반 사이에는 여전히 괴리가 존재한다. 예외 규정 하에서도 토큰의 자유로운 양도는 제한되어 KYC·적격 투자자 관리, 화이트리스트 지갑 기반의 거래 통제 등 기술적·운영상 장치가 필수적이며, 풀(pool) 구조의 경우 투자회사법 적용 가능성으로 증권 규제와 펀드 규제를 동시에 고려해야 하는 부담이 발생한다. 또 담보 실행, 파산 절차, 채권 회수 등 핵심적인 권리 행사도 여전히 각 관할권의 오프체인 법체계에 의존하기 때문에 토큰화 사모 신용에서는 온체인 기술 설계만큼이나 준거법, 디폴트 집행 절차, 담보권 구조 등 법률적 정합성이 핵심 리스크 요인으로 부각되고 있다.

토큰화 사모 신용 상위 플랫폼: Figure, Tradable, Pact, Intain, Maple

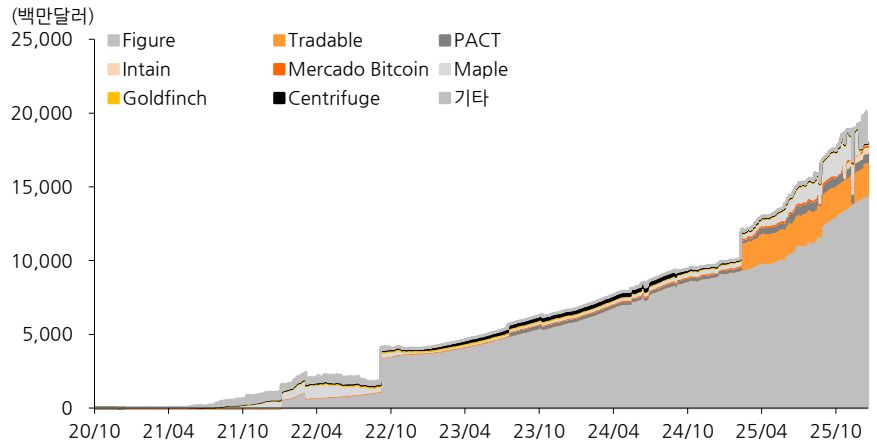
유효 대출(active loans) 기준으로 보면, 토큰화 사모 신용 시장의 주요 플랫폼으로는 Figure, Tradable, Maple, Pact, Intain 등이 꼽힌다.

[표18] 토큰화 사모 신용 시장의 플랫폼들

| 플랫폼명 | 허용 담보(자산) 유형 | 유효 대출 | 총 대출 |
|---|---|---|---|
| Figure | 주택·부동산 등 전통적 담보를 기반으로 한 실물 대출 자산(HELOC, 모기지, 소비자 신용 대출 등) | 143억 8,826만 달러 | 182억 392만 달러 |
| Tradable | 기업대출, ABS, 펀드 지분 등 오프체인 법적 권리가 명확한 기관 신용 자산 | 23억 261만 달러 | 52억 5,936만 달러 |
| Maple | 기관 크레딧 대출 포트폴리오(담보·신용 대출, 단기 채권·레포, 사모 신용 등) | 16억 2,847만 달러 | 70억 299만 달러 |
| Pact | 부동산·중소개업 채권 등 실물 자산을 담보로 한 대출·크레딧 익스포저 | 6억 102만 달러 | 19억 2,143만 달러 |
| Intain | 대출 풀, ABS·MBS 등 실물 대출·채권을 기초로 한 구조화 금융 상품의 수익권 | 4억 3,188만 달러 | 4억 3,188만 달러 |

자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 토큰화 사모 신용 플랫폼별 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

**토큰화 사모 신용 플랫폼, 규제 수용 방식에 따라 유통형·관리형 이원화**

먼저 Figure는 미국 각 주에서 요구되는 대출 및 브로커 라이선스를 취득해 전통 금융 규제 체계 내에서 운영되고 있다. 다만 2025년 9월, 온체인 상의 대출 잔액 데이터와 공식 공시 수치 간 괴리가 제기되며 데이터 정합성과 공시 투명성에 대한 우려가 일시적으로 부각된 바 있다.

Figure의 대표 상품인 HELOC은 차입자의 주거용 부동산을 담보로 설정하는 구조로, 담보 설정 및 권리 집행은 온체인이 아닌 오프체인 실물 자산과 법적 계약에 기반해 이루어진다. 또한 대출의 기원(originations), 서비스, 유통은 대부분 Provenance 체인과 Figure 자체 마켓플레이스 내부에서 이루어지며, 외부 퍼블릭 체인이나 디파이 프로토콜과의 연계는 제한적인 수준에 머물러 있기 때문에 관리형 자산에 가까운 특성을 지닌다.

둘째, Tradable은 기관투자자 대상 사모 신용을 토큰화하는 데 특화된 인프라형 플랫폼으로, 기업 대출, 자산유동화증권(ABS), 펀드 지분 등 기존 크레딧 자산을 온체인에서 거래 가능한 형태로 전환하는 것을 목표로 한다. 2025년까지 Tradable은 약 45개의 사모 신용 포지션(총 약 23억 달러 규모)을 토큰화했으며, '기관급' 사모 신용을 온체인화하는 데 주력하고 있다.

Tradable은 North America Rent Financing Platform Senior Secured Term Notes (PC0000031)와 같은 토큰화 노트를 제공하며, 해당 상품은 Victory Park Capital이 발행한 렌트 파이낸싱 노트에 대한 개별 익스포저를 토큰 형태로 온체인화한 것이다. Tradable의 토큰화 사모 신용 상품들은 온체인 이동과 가격 발견을 지원하긴 하지만, 실제 운용 측면에서는 관리형 자산에 더 가깝다고 보는 편이 타당하다. Tradable은 ZK Rollup 기반 인프라 위에서 토큰을 발행하고 외부 지갑 이전, 온체인 호가 형성 등이 가능하도록 설계되어 있어 표면적으로는 디파이 통합과 2차 유통을 지원하는 구조를 갖추고 있다. 그러나 플랫폼 전반이 허가형 구조를 전제로 하며, 모든 투자자에 대해 KYC·AML과 화이트리스트 기반 접근 통제가 필수이고, 투자자 범위도 기관·적격투자자로 제한된다. 이 때문에 토큰 이동은 승인된 지갑들 사이에서만 이뤄질 수 있고, 완전히 개방된 퍼블릭 환경에서 자유롭게 구성·레버리지되는 형태와는 거리가 있다.

Maple Finance는 기관 차입자와 온체인 유동성을 연결하는 디파이 대출 플랫폼으로, 풀(pool) 단위로 자본을 모아 특정 차입자·전략에 공급하는 구조를 취한다. 이때 예치자(유동성 공급자)는 온체인에서 USDC를 풀에 입금하고 수익을 받는 형태라, 인터페이스와 참여 구조만 보면 일반 디파이 머니마켓과 유사한 "유통형" UX를 제공한다. 대표 상품인 Syrup USDC 풀의 경우, 누구나 USDC를 예치해 이자를 받을 수 있고, 예치 지분은 온체인 스마트컨트랙트 상에서 전송·활용이 가능해 유통형 자산에 가깝다고 볼 수 있다. 다만 대출자 측은 Maple의 KYC·실사 과정을 거친 기관만 참여할 수 있으며, 풀 자체도 SPV·파산격리 구조 위에서 운영되는 규제 친화적 설계이기 때문에 결국 "관리형 크레딧(오프체인 법적 구조) 위에 비허가성 UX를 얹은 모델"로 이해하는 것이 적절하다.

넷째, Pact는 Aptos 기반의 온체인 구조화 크레딧 인프라로, 라이선스를 보유한 대출기관이 온체인에서 직접 대출 기원·증권화·서비스를 수행할 수 있도록 설계된 프로토콜이다. Pact는 이미 10억 달러 이상 대출을 온체인에서 처리하며 신흥국 대출기관 대상 온체인 인프라로 포지셔닝되어 있고, Berkeley Square Emerging Markets Portfolio 1(BSFG-EM-1)과 같은 포트폴리오형 상품을 통해 다수의 대출을 하나의 구조화 풀로 묶어 투자자에게 제공한다. 투자자가 Pact UI에서 KYC 후 USDC/USDT 등으로 구독하고 원리금을 지급받는 구조이며, 고금리(연 60%대) 신용 포지션 특성상 화이트리스트·허가형 온보딩을 전제로 하는 관리형 자산에 가깝다.

Intain은 구조화 금융·ABS 워크플로우를 디지털화해 온체인으로 이전하는 데 특화된 플랫폼으로, 2025년에는 FIS(Fidelity National Information Services)와 함께 아발란체 기반의 'Digital Liquidity Gateway'를 론칭해 미국 지역·커뮤니티 은행이 대출 포트폴리오를 증권화해 기관투자자에게 직접 판매할 수 있는 마켓플레이스를 제공하고 있다. 이 플랫폼은 각 대출을 온체인 NFT로 토큰화하고, FIS 코어뱅킹 시스템에서 가져온 대출 데이터와 관련 문서를 Intain의 AI 엔진을 통해 검증한 뒤 해당 정보를 NFT에 결합한다. 온체인에서는 투명성과 자동화가 제공되지만, 투자자 온보딩과 거래는 허가형 환경과 FIS 고객 네트워크 내에서 이뤄진다는 점에서 전반적으로 관리형 자산에 가까운 모델로 평가된다.

[표19] 토큰화 사모 신용 대표 상품 개요

| 플랫폼 | 상품 예시 | 네트워크 | 풀 vs 개별 |
|---|---|---|---|
| Figure | HELOC | Provenance | Pool 기반 |
| Tradable | North America Rent Financing Platform Senior Secured Term Notes(PC0000031) | ZKSync Era | 개별 프로젝트 단위 |
| Pact | Berkeley Square Emerging Markets Portfolio 1(BSFG-EM-1) 같은 신흥국 대출 포트폴리오 | 앱토스 | Pool 기반 |
| Intain | FIS-FLB1-Aviation2025-1 같은 상업용 부동산·항공기 대출 풀 | 아발란체, Intain | Pool 기반 |
| Maple | SyrupUSDC 같은 리테일 유동성 풀 및 기관 전용 대출 풀 | 이더리움 | Pool 기반 |

자료: 각사 홈페이지, rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

### 토큰화 사모 신용, 관리형 자산

종합해 보면 현재 토큰화 사모 신용 시장에서 유통되는 토큰은 대부분 관리형 자산에 머물러 있다. 대부분의 거래는 오프체인 SPV·신탁 구조 및 법률 계약을 기반으로 하며, 토큰은 해당 계약상의 권리나 지분을 대표(represent)하는 역할을 수행할 뿐이다. 체인 상 토큰의 이전만으로 법적 소유권이 완전히 이전되거나 집행되는 단계에는 아직 도달하지 못했다. 이로 인해 온체인은 데이터 관리·정산·분배를 담당하는 기술 인프라로 기능하고, 최종적인 소유권 귀속·권리 집행·규제 준수는 여전히 전통 법제와 중앙화된 서비스 제공자에게 의존하는 과도기적 구조가 유지되고 있다.

[표20] 토큰화 사모 신용 시장에 대한 판단 요약

| 포트폴리오 구조 | 유통형 자산 | 관리형 자산 |
|---|---|---|
| 풀 기반 | - | Figure 의 HELOC<br>Pact 의 신흥국 대출 포트폴리오(Pact BSFG-EM-1)<br>Intain 의 상업용 부동산·항공기 금융 등 대출 풀(PC0000031) |
| 개별 대출 기반 | Maple 의 Syrup USDC | Tradable 의 렌트 파이낸싱 노트<br>(North America Rent Financing Platform Senior Secured Term Notes) |
| **종합** | | O |

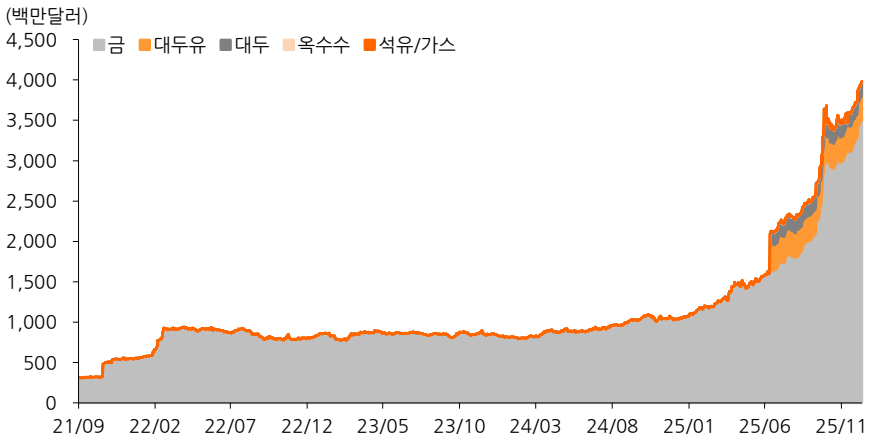
자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 토큰화 원자재

토큰화 원자재, 실물 자산 관리·보관 인프라를 온체인으로 확장

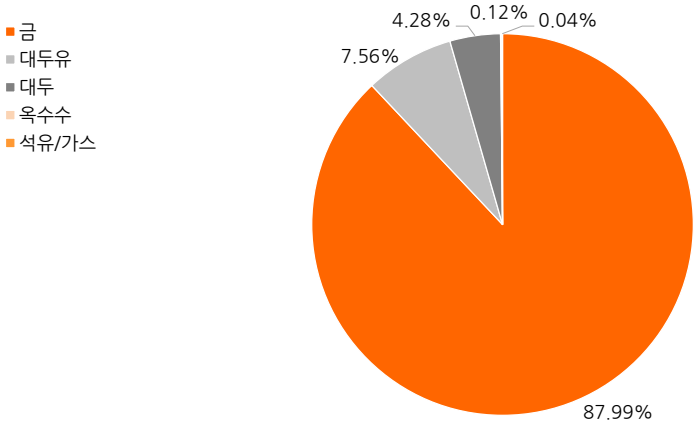
토큰화 원자재 시장은 2025년 말 기준으로 약 41억 달러 규모까지 성장했으며, 이 중 금이 약 88%를 차지하며 주도 섹터로 자리 잡았다. PAX Gold(PAXG)와 Tether Gold(XAUT)가 토큰화 금 시장의 양대 축으로, 전체 토큰화 금 시장의 대부분을 차지하면서 사실상 토큰화 원자재 섹터의 성장을 이끌고 있다.

[그림14] 주요 원자재별 토큰화 추이



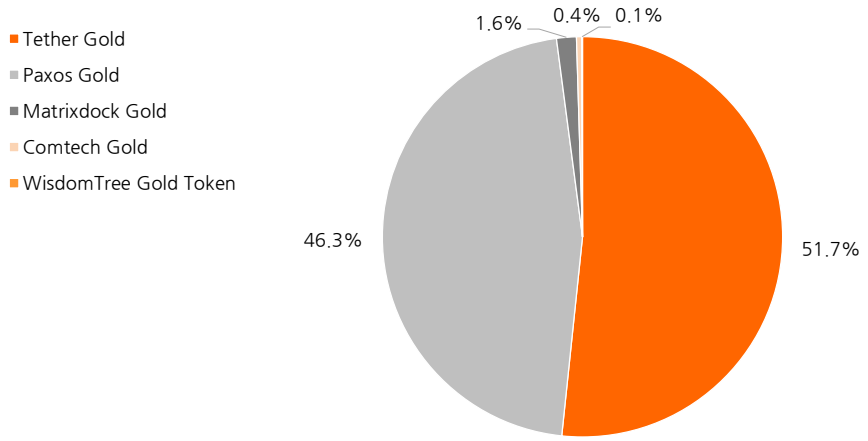

자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 토큰화 원자재 기초자산 비중




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 토큰화 금 시장 점유율




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

토큰화 원자재 상위 플랫폼: Tether, Paxos, Justoken, Matrixdock, WisdomTree

이 시장에서 공통적으로 관찰되는 수요 패턴은 실물 금의 장기 보유보다는 레버리지 활용과 단기 거래에 대한 선호다. 금은 전 세계에서 가장 거래량이 많은 자산 중 하나지만, 온체인 환경에서는 디파이 담보 활용이나 장기 보유보다는 거래소 중심의 차익거래와 스프레드 트레이딩에 더 많이 사용되는 경향이 있다. 특히 변동성이 확대되는 국면에서는 현물 금 가격 대비 가격 괴리가 발생하기도 하며, 얕은 오더북과 제한적인 온체인 유동성으로 인해 이러한 괴리가 단기간에 해소되지 못할 경우 오라클 오류나 청산 리스크가 확대될 수 있다. 그럼에도 불구하고 개별 금 바를 단위별로 추적할 수 있는 소유권 투명성, 24시간 글로벌 거래 가능성, 그리고 원자재가 증권 대비 상대적으로 유연한 규제 프레임에 놓여 있다는 점은 향후 유동성 인프라와 오라클·상환 메커니즘이 개선될 경우 토큰화 금을 포함한 온체인 원자재 시장이 한 단계 확장될 수 있음을 시사한다.

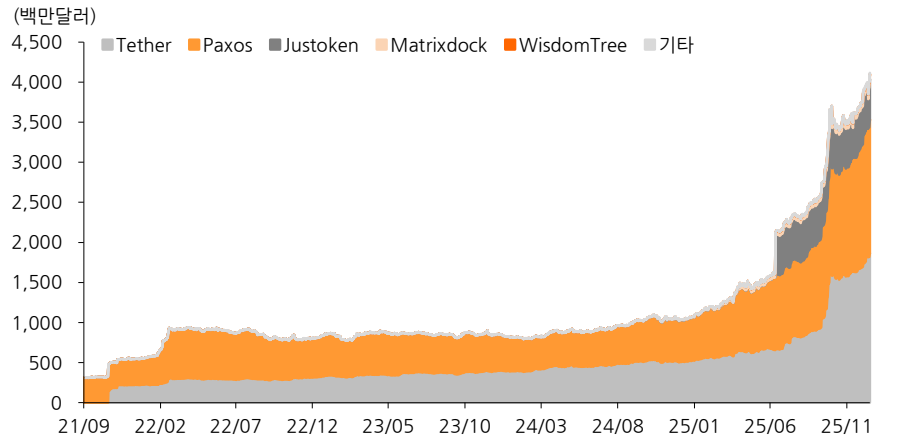
토큰화 원자재 상위 플랫폼은 Tether, Paxos, Justoken, Matrixdock, WisdomTree가 있다.

[표21] 토큰화 원자재 시장의 플랫폼들

| 플랫폼명 | 토큰화 원자재 수 | 총 가치 | 시장 점유율 |
|---|---|---|---|
| Tether | 1 | 19억 달러 | 45.47% |
| Paxos | 1 | 17억 달러 | 40.72% |
| Justoken | 4 | 5억 480만 달러 | 12.31% |
| Matrixdock | 1 | 5,780만 달러 | 1.41% |
| WisdomTree Digital Management | 1 | 210만 달러 | 0.05% |

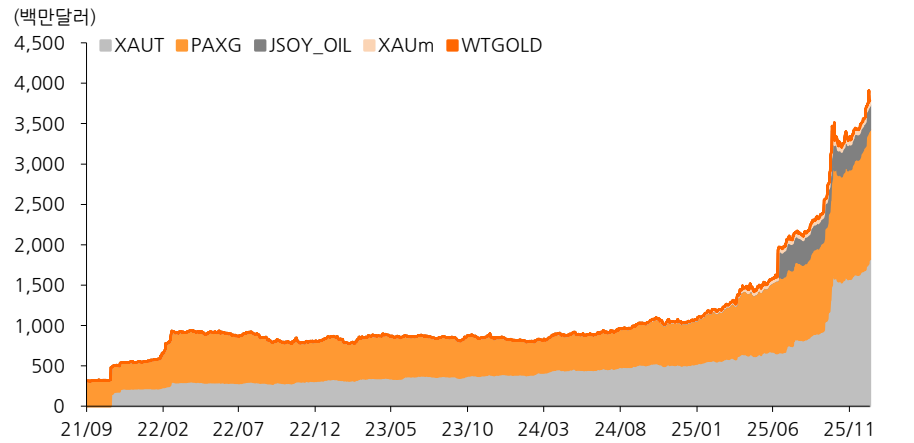
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 토큰화 원자재 주요 플랫폼별 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 토큰화 원자재 상위 5 개 자산 추이




자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

**토큰화 원자재, 관리형 자산**

Tether와 Paxos는 스테이블코인·금 토큰을 통해 가장 큰 트랙 레코드를 쌓은 사업자이고, Justoken과 Matrixdock은 원자재·금 기반 RWA에 특화된 아시아/글로벌 플랫폼, WisdomTree Digital Management는 WisdomTree의 디지털 자산 자회사로서 토큰화 ETF·원자재 등을 제공하는 플레이어다. 2025년 들어서는 Tether의 토큰화 금 공급이 확대되면서 한때 1위였던 Paxos 대신 Tether가 토큰화 금 시장 시가총액 기준 선두로 올라섰다는 점도 특징적이다. 이들 플랫폼은 모두 규제·수탁 구조는 다르지만 "온체인에서 실물 또는 실물 연동 포지션에 대한 권리"를 제공한다는 점에서 공통된 문제의식을 공유한다.

Tether의 XAUT는 스위스 등 지정 금고에 보관된 런던 굿딜리버리(LBMA) 표준 금괴(통상 약 400온스 바)를 기초로, 각 토큰이 특정 금괴의 일부에 대응하는 구조를 갖는다. 토큰 보유자는 해당 금에 대한 보관·상환 청구권을 보유하며, 실물 상환이 가능한 점이 특징이다. Paxos의 PAXG 역시 1토큰당 금 1트로이온스를 대표하는 구조로,

Brink's 등 규제 수탁기관에 보관된 금괴의 일련번호와 보관 위치를 웹 인터페이스를 통해 조회할 수 있도록 설계돼 있다.

반면 Justoken의 JSOY_OIL은 실물 원유 자체보다는 원유 가격에 연동된 지수·선물 또는 구조화 포지션을 기초로 한 토큰화 상품으로, 원유 가격 변동에 따른 손익을 온체인에서 거래할 수 있게 하는 데 초점을 둔다. Matrixdock의 XAUm은 스위스 규제 환경 하 수탁기관에 보관된 금 또는 이에 상응하는 포지션을 1:1로 반영하는 디지털 금 토큰으로, 실물 금 익스포저를 온체인에서 표현하는 구조를 취한다. 한편 WisdomTree Digital Management가 제공하는 WTGOLD는 WisdomTree가 운용하는 금 투자 상품이나 지수와 연계된 토큰화 금 익스포저로, 실물 금 보관형 토큰이라기보다는 규제된 펀드·신탁 구조 위에 디지털 증권 형식으로 투자 지분을 얹은 모델에 가깝다.

이들 대표 상품의 유통 구조를 보면, XAUT와 PAXG는 퍼블릭 체인 상에서 개인 지갑으로의 출금·P2P 전송이 가능하고, 일부 거래소·디파이 프로토콜에 상장·통합되어 있어 유통형 자산 성격이 강하다. 다만 두 토큰 모두 디파이의 핵심 담보 인프라라기보다는 아직은 보조적 자산에 가깝다. 예컨대 PAXG는 MakerDAO, Aave V2/V3 상의 담보 자산으로 편입되어 왔으나, 전체 PAXG 공급 대비 디파이 프로토콜에 예치된 물량은 1% 수준에 그친다. XAUT 역시 Falcon Finance 등 일부 프로토콜에서 XAUT 담보 기반 예치·대출, 레버리지 금 포지션 상품이 출시되었으나 디파이 활용이 아직 실험 단계에 머물러 있다고 보는 것이 타당하다.

XAUm, JSOY_OIL, WTGOLD는 관리형 자산에 가깝다. 먼저 XAUm은 온체인에서 홀딩·전송·2차 거래가 비허가성으로 설계되어 있으나 1차 발행/상환은 Matrixdock와의 직접 거래에 한정되고 KYC가 필수이며, 골드 NFT 등 실물 청구권과 연결되는 계층은 규제된 수탁·KYC 파이프 안에 갇혀 있어, 실제 상환·실물 접근 관점에서는 관리형 자산으로 보는 것이 타당하다. JSOY_OIL은 온체인 홀더·전송 데이터 등이 허가성 환경에서만 열람 가능하고, 실제 유통은 발행사·연계 플랫폼 계정 체계 안에서 이뤄지는 구조다. 디파이 통합이나 DEX 유동성도 제한적이어서, 실질적으로는 허가된 참여자 중심의 관리형 토큰에 가깝다. WTGOLD는 발행·보유·상환이 WisdomTree Prime 등 규제 앱·화이트리스트 계정에 의존한다. 온체인 전송 자체가 가능하더라도, 실물 금·신탁 지분에 대한 법적 청구와 상환·규모 있는 거래는 규제된 플랫폼 내부에서만 처리되는 전형적인 관리형 구조다. 종합해 보면 토큰화 원자재는 관리형 자산에 가깝다.

[표22] 토큰화 원자재 상위 5 개 자산 개요

| 토큰명(티커) | 플랫폼 | 네트워크 | 기반 자산 | 상환 방식 |
|---|---|---|---|---|
| Tether Gold(XAUT) | Tether | 이더리움, 아발란체 | 금 | TG Commodities Limited 에 계정 등록 및 인증 필요. 최소 430 XAUT 이상 보유 시 실물 금 인도 요청 가능. 실물 인도 대신 현금 정산 선택도 가능 |
| Paxos Gold(PAXG) | Paxos | 이더리움 | 금 | 인증된 사용자는 최소 430 PAXG 이상에 대해 실물 금 상환 가능, 상환 요청 후 런던 굿 딜리버리 기준 인도 일정 설정 |
| JSOY_OIL(JSOY_OIL) | Justoken | 폴리곤 | 대두유 | 온체인 상에서 현금 정산 및 결제 용도로 활용. 별도 실물 상환 옵션은 미제공 |
| Matrixdock Gold(XAUm) | Matrixdock | 수이, 플룸, 이더리움, BNB 체인 | 금 | Maca Amit Vaults 등에 보관된 금 기준 최소 약 1kg(약 32 XAUm) 단위 실물 금 상환 가능. KYC 완료 후 지정된 장소 수령 또는 배송 가능. |
| WisdomTree Gold Token(WTGOLD) | WistomTree Digital Management | 스텔라 | 금 | WisdomTree 의 금 ETP(SGBS, WGLD 등)를 통한 상환 구조 중심 설계. 토큰 자체에 대한 실물 상환 옵션은 미제공. |

자료: 각사 홈페이지, rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[표23] 토큰화 원자재 시장에 대한 판단 요약

| 세부 섹터 | 유통형 자산 | 관리형 자산 |
|---|---|---|
| 토큰화 금 | XAUT, PAXG | XAUm, WTGOLD |
| 토큰화 기타 원자재 | - | JSOY_OIL |
| **종합** | | O |

자료: 한화투자증권 리서치센터

www.hanwhawm.com
본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

# IV

# RWA 시장 전망

## 1. 섹터별 전망

토큰화 채권,
약 401억 달러 규모로 성장

토큰화 채권 시장은 미 국채를 중심으로 성장이 지속될 가능성이 높으며, 회사채나 비달러 국채로의 확장은 점진적으로 진행될 전망이다. 미 국채의 특성상 시장 초기 단계에서는 해당 수요가 우선적으로 충족될 수밖에 없는 반면 회사채 및 비달러 국채는 신용 및 환율 리스크가 상대적으로 높다고 볼 수 있기 때문에 토큰화 과정에서도 보수적인 접근이 불가피하다.

기관 투자자와 주요 디파이 프로토콜 역시 미 국채 및 MMF를 표준 담보 자산으로 우선 채택한 이후에 성과와 리스크가 충분히 검증된 범위 내에서 점진적으로 비달러 자산으로 확장하는 경향을 보여 왔다. 이러한 단계적 채택 구조를 감안하면, 토큰화 채권 시장 역시 미 국채 중심의 성장 국면을 거친 뒤, 중장기적으로 회사채와 비달러 국채로 확장되는 경로를 따를 가능성이 높다.

향후 토큰화 미 국채 시장의 핵심 성장 동력은 스테이블코인 보유로 발생하는 수익 공백에 대한 수요다. 스테이블코인 시장이 약 2,972억 달러 규모로 추정되는 가운데 미 단기 금리가 3.5~3.7%를 유지하는 상황에서 준비금을 미 국채·역레포로 운용할 경우 연간 약 105억~110억 달러 규모의 이자 수익이 발생한다. 운영비와 스프레드를 약 25% 정도로 가정하면 순이자 수익은 연간 약 80억 달러 수준으로 추산되며, 이는 비수익형 스테이블코인(예: USDC, USDT)을 보유한 투자자가 사실상 포기하고 있는 기회비용에 해당한다.

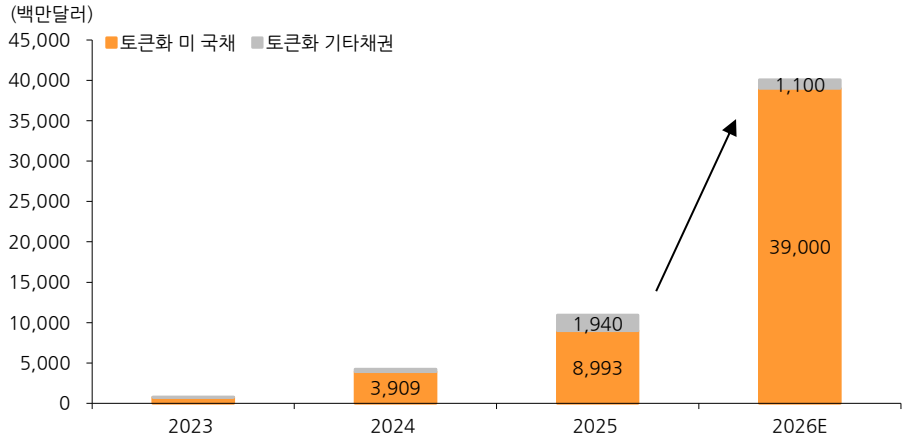
현재 온체인에 유통 중인 토큰화 미 국채 상품 규모는 약 90억 달러로 전체 스테이블코인 시장 대비 약 3%에 불과하다. 이는 토큰화 국채의 시장 침투율이 여전히 초기 단계에 머물러 있음을 의미하는 동시에 향후 성장 잠재력도 크다는 점을 시사한다. 글로벌 MMF 보유 자산이 7조 달러를 상회하는 상황에서 토큰화 국채가 이 자산군의 일부만 흡수하더라도 현재 규모를 상회하는 확장이 가능하다.

스테이블코인 보유자는 이미 온체인 환경에서 결제·거래·커스터디에 익숙한 집단이기 때문에 유사한 사용자 경험을 유지하면서도 안정적인 온체인 수익을 제공하는 토큰화 국채나 수익형 스테이블코인은 합리적인 대체 수단이 될 수 있다. 동시에 발행사 중심이었던 이자 수익 구조가 점차 투자자에게 귀속되는 방향으로 이동하면서 토큰화 국채는 '잃어버린 수익'을 회복하는 수단으로 인식될 수 있다.

2026년 토큰화 미 국채가 스테이블코인 시장의 약 10% 수준까지 침투할 경우, 토큰화 미 국채 시장 규모는 약 390억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. 이는 전통 자산운용사의 토큰화 전략 가속화, 주요 디파이 프로토콜 내 핵심 담보 자산으로의 채택 확대, 그리고 규제 환경의 명확화가 동시에 진전되는 시나리오를 전제로 한 추정치다. 한편, 토큰화 회사채 및 비달러 국채 등 토큰화 기타 채권은 미 국채 중심의 성장 구도 속에서 상대적으로 제한적인 비중을 유지할 가능성이 높다. 다만 크레딧 및 통화 다각화 수요를 보완하는 보조 축으로서 점진적인 확산이 예상되며, 해당 시장 규모는 약 11억 달러 수준까지 확대될 수 있을 것으로 판단된다. 이를 종합할 경우, 2026년 기준 전체 토큰화 채권(미 국채 및 기타 채권) 시장 규모는 약 401억 달러 내외에서 형성될 가능성이 높다.

중장기적으로 토큰화 국채는 글로벌 온체인 유동성 관리 수단이자 디지털 담보 자산, 그리고 온체인 머니마켓의 핵심 자산으로 자리매김할 전망이다. 국경을 초월한 24시간 유동성과 달러 금리에 연동된 수익 구조를 제공하는 디지털 T-bill 레이어로 기능하며, 레버리지 거래, 파생상품, 레포, 스테이블코인 준비금의 공통 담보 자산으로 활용되는 구조가 점차 정착될 것으로 예상된다. 반면 토큰화 회사채 및 비달러 국채 시장은 미 국채 대비 규모와 활용 범위는 제한적일 것으로 보이나, 중장기적으로 크레딧 및 통화 노출을 보완하는 수단으로서 점진적인 성장을 이어갈 가능성이 유효한 것으로 판단된다.

[그림19] 토큰화 채권시장 전망




자료: 한화투자증권 리서치센터

토큰화 주식, 약 60억 달러로 성장

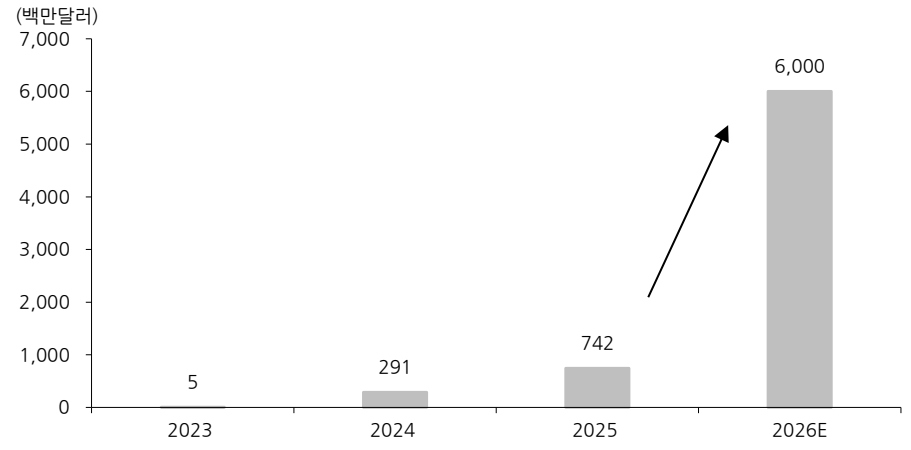
토큰화 주식은 규제 명확성에 대한 논의가 진전되고 있음에도 불구하고, 실제 시장 채택 속도는 기대에 미치지 못했다. 토큰화 국채가 비교적 빠르게 투자자 기반을 확대해 온 것과 달리, 토큰화 주식은 참여 가능한 투자자 풀이 제한되었고 유통과 거래 활성도도 미미한 수준에 머물러 왔다.

다만 최근 들어 토큰화 주식의 성장 환경이 점차 개선되고 있는 것으로 판단된다. 미국 내에서는 SEC와 CFTC가 디지털 자산을 기존 증권·파생상품 규율 체계 안으로 포섭하기 위한 제도 정비를 추진하고 있으며, 단일 라이선스 하에서 전통 증권과 토큰화 증권, 비증권형 디지털 자산 서비스를 통합 제공할 수 있는 브로커·딜러 구조도 논의되고 있다. 동시에 SEC가 DTC의 토큰화 파일럿 프로그램에 대해 한시적 집행유예를 부여함으로써, 예탁 증권에 대한 권리를 공인 블록체인 상의 토큰으로 병행 기록하는 실험을 허용한 점은 토큰이 주식 및 채권에 대한 법적 권리를 표현하는 매체로 기능할 수 있는 제도적 경로를 열었다는 점에서 의미가 있다.

이러한 흐름은 토큰화 주식이 2023년 토큰화 국채 시장의 초기 확산 국면과 유사한 구조적 전환 단계에 위치해 있음을 보여준다. 주식 시장은 국채 대비 자산군의 규모와 활용 범위가 훨씬 크다는 점에서 규제 명확성과 접근성이 동시에 개선될 경우 잠재적 성장 폭은 더욱 클 수 있다. 디파이 컴포저빌리티 강화, 레버리지 및 파생상품과의 결합, 규제 환경의 점진적 완화가 병행된다면 토큰화 주식 시장의 성장 경로는 비선형적(exponential)으로 가속화될 가능성이 존재한다.

이를 종합적으로 고려할 때, 2026년 토큰화 주식 시장 규모는 약 60억 달러 수준에 도달할 것으로 예상된다. 이는 주식의 토큰화 및 거래가 제도권 규율 하에서 허용되고, 접근성 개선과 디파이 컴포저빌리티 확대, 규제 환경의 점진적 정비가 맞물리며 글로벌 리테일 자금과 기관 수요가 유입되는 시나리오를 전제로 한 추정치다.

[그림20] 토큰화 주식 시장 전망

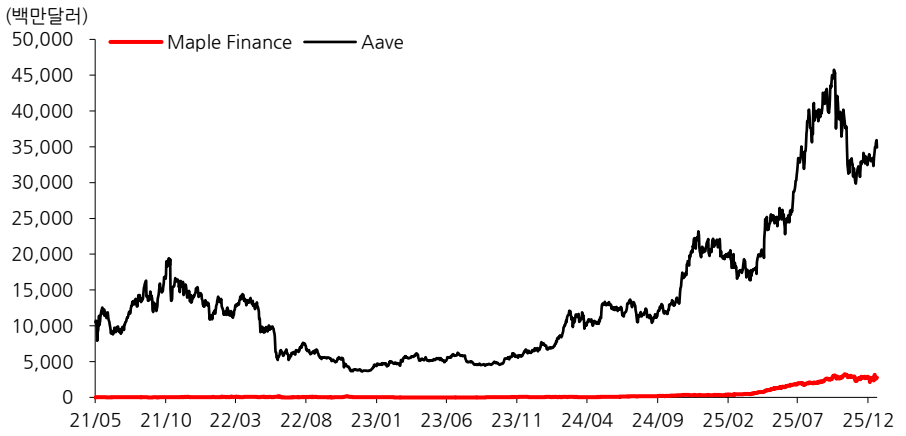



자료: 한화투자증권 리서치센터

**토큰화 사모 신용, 360억 달러로 성장**

향후 토큰화 사모 신용 섹터의 주요 성장 동력은 전통 금융 자본과 대출 인프라가 온체인 구조로 편입되는 과정에서 나타날 가능성이 크다. 실제로 온체인 사모 신용 시장의 상당 부분은 Figure처럼 기존 금융권의 대출 익스포저를 블록체인 기반 구조로 재현한 사례에서 형성되고 있으며, 이는 해당 시장이 단순한 디파이 니치 영역을 넘어 오프체인 신용 자산과 블록체인을 연결하는 접점으로 확장되고 있음을 보여준다. 반면, Maple Finance와 같은 온체인 네이티브 대출 풀은 주요 디파이 머니마켓 대비 높은 수익률을 제시하고 있음에도 불구하고 TVL 규모는 여전히 제한적이다. 이는 디파이 네이티브 구조만으로는 대규모 자본 유입에 한계가 있음을 보여주는 동시에 토큰화 사모 신용 시장이 본격적으로 확대되기 위해서는 신용 평가·리스크 관리·회수 메커니즘에 대한 제도권 수준의 신뢰 축적이 선행돼야 함을 시사한다.

[그림21] Aave 와 Maple Finance TVL 비교



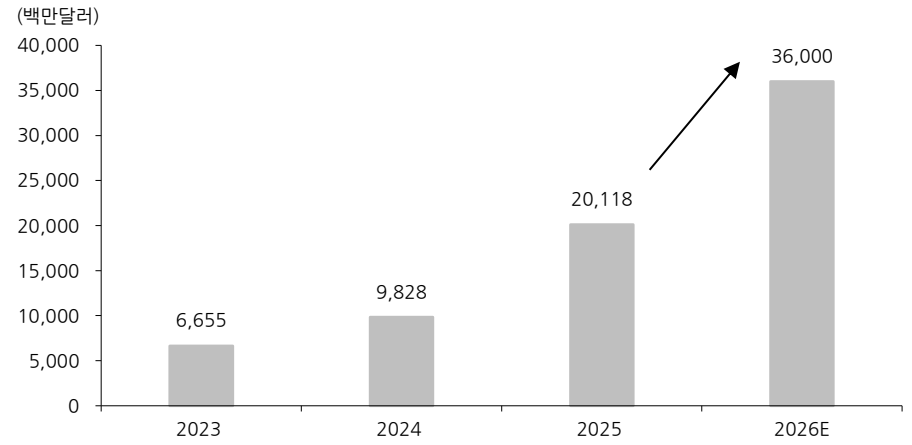

자료: DefiLlama, 한화투자증권 리서치센터

규제 및 법제 측면에서의 핵심 쟁점은 토큰화가 기존 규제의 연장선에서 해석되고 있다는 점이다. 토큰화 사모 신용의 기초 자산이 되는 대출, 노트, SPV 지분은 본래 사모 발행 규제(Reg D, Reg S, Reg A+) 및 투자회사법의 적용을 받아온 증권성 자산이며, 토큰화 이후에도 해당 규율은 그대로 유지된다. 이로 인해 대부분의 상품은 적격 투자자 또는 기관 투자자로 참여가 제한되고, 화이트리스트·KYC·적격성 검증을 통한 토큰 양도 제한이 필수적으로 수반된다. 또한 풀 구조의 경우 펀드 등록 및 공시 의무가 추가적으로 검토되어야 하는 등 이중 규제 부담이 시장 확장의 제약 요인으로 작용하고 있다.

다만 이러한 규제 이슈는 새로운 위험 요인이라기보다는 기존 사모 신용 구조에 이미 내재돼 있던 법적·규제적 요구사항이 토큰화를 통해 드러난 것으로 해석할 수 있다. Reg D·Reg S 등 기존 사모 발행 규제에 맞춘 발행 구조, 등록된 전송 에이전트와 브로커-딜러를 활용한 유통 방식, 펀드 등록 필요 여부에 대한 판단 기준 등이 점차 정형화되면서 실무적으로 느껴졌던 불확실성은 점진적으로 완화되고 있다. 감독당국 역시 토큰화가 기존 증권 규제를 회피하는 수단이 될 수 없다는 원칙을 재확인하는 한편, 허용 가능한 구조에 대한 사례가 축적되고 있어, 향후 규제 환경은 예측 가능성과 관리 가능성이 높아지는 방향으로 진화할 가능성이 크다.

이를 종합하면, 토큰화 사모 신용 시장은 급격한 확산보다는 점진적인 성장 경로를 따를 것으로 예상된다. 2026년 기준 시장 규모는 약 360억 달러로 추정되며, 전통 대출 자산의 온체인 유입이 확대되는 과정에서 Maple Finance와 같은 온체인 네이티브 플랫폼은 이러한 자본을 흡수·운용하는 핵심 실행 레이어로서 스케일업을 달성하며 섹터 성장을 뒷받침하는 역할을 할 가능성이 높다.

[그림22] 토큰화 사모 신용 시장 전망




자료: 한화투자증권 리서치센터

토큰화 원자재, 60억 달러로 성장

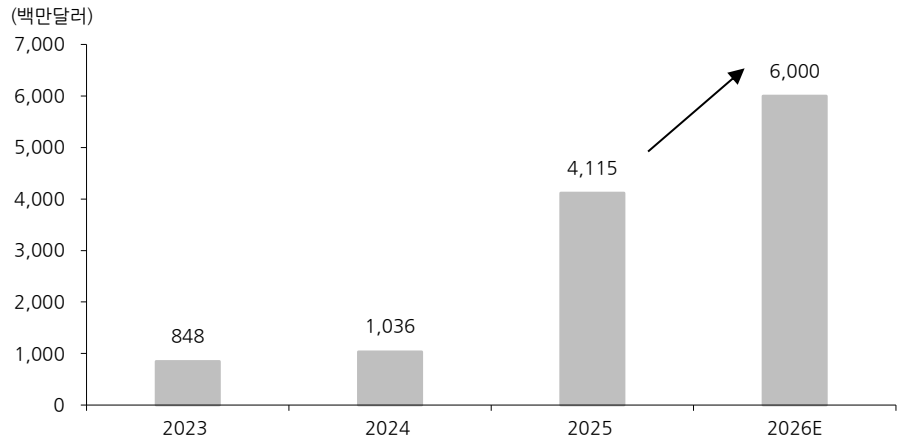
토큰화 원자재는 디지털 자산 시장 내에서 아직 본격적인 확산 국면에 진입하지 못한 섹터로 평가된다. 현재까지는 금 연동 토큰인 PAXG와 XAUT 등이 대표적인 사례로 언급되고 있으나, 전체 시장 규모와 거래 활성도는 여전히 제한적인 수준에 머물러 있다. 토큰화 국채나 주식 등 일부 자산군에서 초기 리테일 수요가 관찰된 것과 달리, 토큰화 원자재에 대해서는 뚜렷한 시장 관심이 형성되지 않은 상황이다.

중장기적으로도 토큰화 원자재 시장의 성장 경로는 제한적인 범위에 머물 가능성이 높다. 금을 넘어 원유, 산업금속, 농산물 등 다양한 상품군으로 토큰화가 본격 확산되거나, 시장 구조를 근본적으로 변화시킬 촉매가 등장하지 않는 한, 시장은 완만한 성장 또는 정체 국면을 지속할 것으로 판단된다. 기존 원자재 시장은 이미 기관 투자자 중심의 유동성과 고도화된 거래·청산 인프라를 기반으로 운영되고 있으며, 이들 기관 투자자 입장에서도 토큰화 구조로 전환할 유인은 크지 않다. 또한 디지털 자산 리테일 투자자 역시 장기적인 가치 저장 수단으로 비트코인을 선호하는 경향이 뚜렷해, 원자재 토큰을 전략적 보유 자산으로 인식하는 수요는 제한적인 상황이다. 이러한 수요 구조와 토큰화 인프라의 미성숙함 사이에는 유의미한 간극이 존재한다.

그럼에도 불구하고, 향후 시장 성장을 뒷받침할 수 있는 방향성은 크게 두 가지로 정리된다. 첫째는 실물 연동 토큰의 상환 구조 고도화다. 상환 수수료 인하, 보험 연계, 물류 및 보관 절차의 간소화가 병행될 경우, PAXG와 같은 금 연동 토큰은 비법정화폐 기반의 안정적인 가치 저장 수단을 모색하는 수요층에게 점진적으로 매력도를 높일 수 있을 것으로 판단된다. 둘째는 실물 인도 없이 가격 변동에 노출되는 합성 파생상품 모델이다. 해당 구조는 CFD(차액결제거래)에 유사한 거래 경험을 제공하며, 금을 넘어 원유, 구리 등 다양한 상품으로 확장이 가능하다는 점에서 온체인 상품 거래를 물리적 소유 중심의 정적인 구조에서 레버리지 기반의 보다 역동적인 시장으로 전환시킬 잠재력을 보유하고 있다. 현재까지 합성 파생상품 기반 거래 역시 다른 디파이 섹터에 비견할 만한 수요를 창출하지는 못하고 있으나, 레버리지 거래와 24시간 글로벌 시장이라는 디파이의 핵심 특성과 결합될 경우 실물 인도 여부와 무관한 독자적 틈새 시장을 점진적으로 형성할 가능성은 유효한 것으로 판단된다.

이러한 조건을 전제로 할 때, PAXG를 중심으로 한 신규 상품 출시, 디파이 내 활용도 확대, 효과적인 유동성 및 사용자 인센티브 설계가 병행될 경우 2026년 토큰화 원자재 시장 규모는 약 60억 달러 수준까지 성장할 가능성을 상정할 수 있다. 이는 절대적인 시장 규모 측면에서는 여전히 제한적이지만, 온체인 상품 시장이라는 특수한 영역 내에서는 현실적인 중기 목표로 평가된다.

[그림23] 토큰화 원자재 시장 전망




자료: 한화투자증권 리서치센터

## 2. 종합 전망 및 결론

RWA 시장, 914억 달러 전망

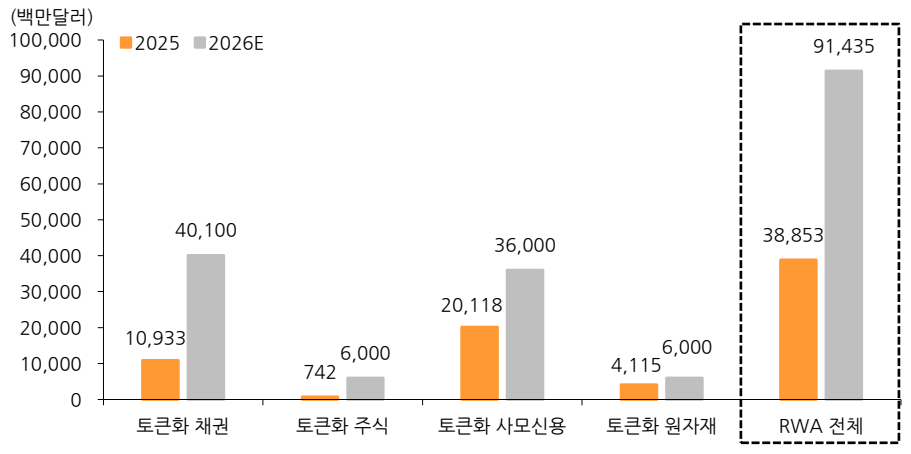
2026년 RWA 시장은 약 914억 달러 수준까지 성장할 것으로 전망된다. 해당 수치는 토큰화 채권 401억 달러, 토큰화 주식 60억 달러, 토큰화 사모 신용 360억 달러, 토큰화 원자재 60억 달러 등 주요 섹터별 전망치를 합산하고, 기타 섹터(2025년말 기준 약 30억 달러에서 10% 성장 가정)를 반영해 산출한 추정치다. 절대 규모 측면에서는 전통 금융 시장 대비 여전히 제한적이나, 온체인 자산 시장 내에서는 의미 있는 확장 국면에 진입하는 것으로 평가된다.

RWA 시장의 중장기 성과를 좌우하는 핵심 요인은 자산이 '어디에 기록되었는가'보다는 '어디까지 이동할 수 있는가'에 있다. 단순히 자산을 온체인 원장에 기록하는 것만으로는 투자자 경험이나 시장 구조의 본질적인 변화로 이어지기 어렵다. 오히려 해당 자산이 다양한 프로토콜, 지갑, 국가, 플랫폼을 가로질러 이동하며 담보, 결제, 레버리지, 파생상품 등으로 재사용될 수 있는지 여부가 실질적인 가치 창출의 핵심 요인으로 작용한다.

이러한 관점에서 2026년은 토큰화 자산이 관리형 자산 단계를 넘어, 스테이블코인, 디파이 머니마켓, 레포, 파생상품 인프라와 유기적으로 연결되는 '유통형 자산'으로 수렴해 가는 전환점의 해로 평가할 수 있다. 국채, 머니마켓, 주식, 원자재 등 각 섹터의 토큰화는 점차 '토큰 발행 여부'가 아니라, 온체인 유통망에 얼마나 깊이 편입되고 있는지를 기준으로 평가될 가능성이 높다. 장기적으로는 유통형 자산으로의 진화에 성공해야 지만 네트워크 효과와 구조적 프리미엄을 확보할 수 있을 것으로 판단된다.

2026년 RWA 시장, 약 914억 달러 전망

[그림24] RWA 시장 전망




자료: 한화투자증권 리서치센터

**[ Compliance Notice ]** (공표일: 2026 년 1 월 16 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최윤영)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

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.

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

**[ 산업 투자의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

**[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]** (기준일: 2025 년 12 월 31 일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비중 | 87.0% | 13.0% | 0.0% | 100.0% |