



RWA

서클 vs. 블랙록: 토큰화 미 국채 시장의 주도권 이동

▶ Analyst 최윤영 yy.choy@hanwha.com 3772-7402

서클의 USYC가 2026년 1월 21일 기준 시총 169.3억 달러를 기록하며 블랙록의 BUIDL을 상회, 토큰화 미 국채 시장 1위 상품으로 부상했습니다. 이는 USYC가 파생 상품 및 프라이빗로커리지 등 핵심 담보 인프라에 조기 통합된 반면, BUIDL은 후행적으로 담보 옵션에 편입된 것에 기인합니다. 또한 BUIDL이 배당형 구조인 반면, USYC는 축적형 구조로 담보 가치 산정 및 마진 관리 측면에서 운영 효율성이 높습니다. 결과적으로 담보 워크플로우 정합성과 투자자 접근성을 중심으로 설계된 USYC가 보다 넓은 시장 수요를 흡수하며 경쟁 우위를 확보하고 있는 것으로 판단됩니다.

서클의 USYC, 토큰화 미 국채 시장 1위로 부상

서클의 USYC가 2026년 1월 21일 시총 169.3억 달러를 기록하며 블랙록의 BUIDL(168.4억 달러)을 상회했다. 2024년 3월 20일 이후 약 22개월 만의 역전이다. 지난 30일 기준 USYC 시총은 약 11% 증가한 반면, BUIDL은 약 3% 감소해 양 상품 간 자금 유입 흐름이 뚜렷하게 갈렸다. 이는 담보 및 결제 워크플로우 설계, 투자자 접근성에서의 차이에서 기인한다.

먼저 USYC는 파생상품 및 프라이빗로커리지 레이어에 자연스럽게 통합된 반면, BUIDL은 담보 자산으로서의 활용이 후행적으로 추가되었다. 2025년 7월 바이낸스는 기관 고객이 USYC를 오프거래소(OTC) 담보로 예치하고 필요시 USDC로 즉시 전환할 수 있는 구조를 도입했다. 해당 구조는 은행 삼자계약 또는 Ceffu 커스터디를 활용해 파생상품 및 마진 거래 담보 관리를 자동화하는데 최적화돼 있다. 반면 BUIDL은 USYC보다 약 4개월 늦은 2025년 11월에야 담보 자산 리스트에 편입되며 초기 담보 스택 선점 경쟁에서 다소 불리한 위치에 놓이게 되었다.

수익 반영 방식에서도 양 상품 간 차이가 존재한다. USYC는 토큰 수량을 고정된 채 이자 수익을 가격(NAV) 상승으로 반영하는 축적형 구조이고, BUIDL은 토큰 가격은 고정하되 이자를 별도 분배하는 배당형 구조에 가깝다. 축적형은 담보 가치와 마진 계산이 단순히 자동화된 담보 및 레포 인프라와의 호환성이 높지만, 배당형은 배당 처리, 재투자, 세무 등의 추가 오퍼레이션이 필요해 동일한 담보 레일에 통합될 때 상대적으로 마찰이 크다.

투자자 접근성 측면에서도 차이가 있다. BUIDL은 미국 적격 투자자를 대상으로 최소 500만 달러 상당의 USDC 투자를 요구하고 있어 다수의 크립토 네이티브 펀드의 접근이 제한된다. 반면 USYC는 미국 외 투자자를 대상으로 최소 투자금액을 약 10만 달러 수준으로 설정해 역외 기관, 패밀리오피스, 중소형 트레이딩 회사까지 폭넓은 투자자 기반을 확보하고 있다. 온체인 담보 수요가 미국 외 기관과 중소형 플레이어에 집중돼 있다는 점을 감안할 때, USYC는 상대적으로 더 넓은 수요 풀을 확보한 것으로 판단된다.

담보 워크플로우 설계의 중요성

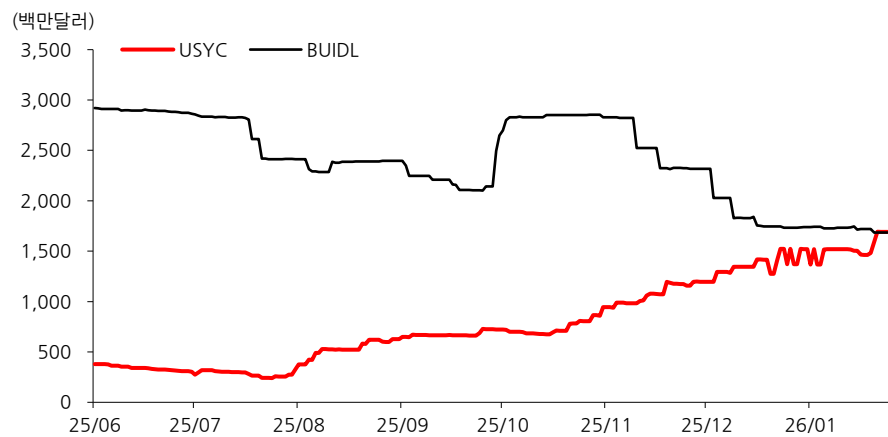
USYC의 역전은 RWA 시장에서 경쟁력을 결정하는 핵심 요인이 파생, 마진 등 담보 인프라에 대한 선제적 통합 여부에 있음을 시사한다. 수익 분배 구조, 최소 투자금, 투자자 자격과 같은 상품 설계상의 요소는 실제 자금 유입과 기관 수요 형성에 직접적인 영향을 미치는 것으로 판단된다. 향후 RWA 상품 설계에 있어 담보·마진·레포 워크플로우와의 정합성, 온체인 결제 및 커스터디 인프라와의 연동 용이성이 핵심 경쟁 변수로 부각될 전망이다.

[표 1] USYC vs BUIDL 비교

티커	BUIDL	USYC
플랫폼	Securitize	Circle
네트워크	솔라나, 폴리곤, 옵티미즘, 이더리움, BNB 체인 등	솔라나, 이더리움, BNB 체인
최소 투자금액	5백만 USD	10 만 USD
수익 반영 방식	배당형. 가격은 1 달러 유지, 이자 는 온체인 배당 토큰으로 지급	축적형. 토큰 수량 고정, 토큰 가격(NAV) 상승으로 수익 누적

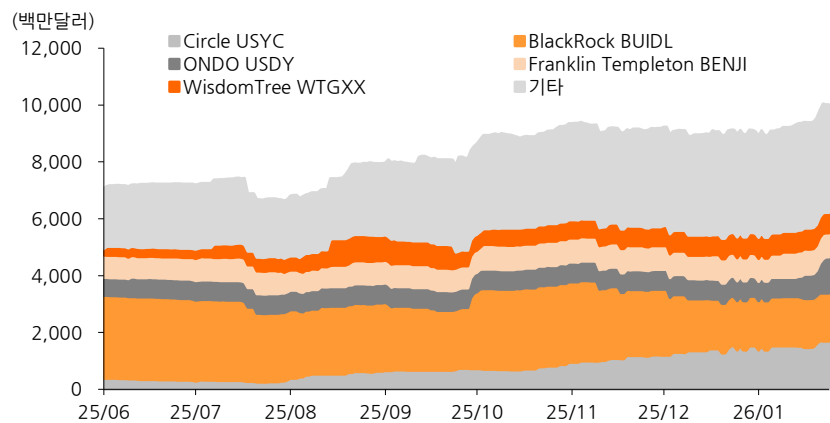
자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림 1] USYC vs BUIDL 총 가치 추이



자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[그림 2] 토큰화 미 국채 주요 상품별 추이



자료: rwa.xyz, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2026년 1월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (최윤영)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 12월 31일)

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