2025년 08월 06일 | 키움증권 리서치센터

온앤오프: 금융과 가상자산이 만나다

디지털자산/원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com
디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com
보험/증권 안영준 yj.ahn@kiwoom.com

키움증권

Contents

온앤오프: 금융과 가상자산이 만나다 2

I. 약화되는 경계, 혼합되는 시장 3
> 무너진 전통 금융과 가상자산의 경계 3
> 디지털자산 법제화, 한국의 현실과 다음 단계 8

II. 두 시장의 연결점 '자산토큰화' 12
> 무럭무럭 자라나는 '자산토큰화' 12
> 토큰화된 다양한 자산들 14
> 주식의 토큰화 22
> 자산토큰화 시장 성장의 열쇠는 무엇인가 25

III. 가상자산 도입, 금융 시스템 대전환 시대 27
> 블록체인 프로젝트, 미래 주요 과제로 부상 중 27
> 블록체인을 가장 먼저 도입한 금융업계, 효율성 향상 기대 28
> 기존 결제 기업도 스테이블코인 관련 사업 준비 중 31
> 스테이블코인과 기존 결제 인프라, 상호 보완적 관계로 성장할 것 32
> 자산 토큰화로 투자 슈퍼 앱 Everything Exchange의 탄생 34
> 기존 금융상품 거래 인프라 및 프로세스 전환 가능성 35
> 결론: 전통 금융과 가상자산의 융합은 불가피. 핵심은 시장 선점 37

기업분석 38
> 코인베이스 글로벌 (COIN.US) 39
> 로빈후 마케츠 (HOOD.US) 45
> 써클 인터넷 그룹 (CRCL.US) 50

Compliance Notice

- 당사는 08월 06일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- "코인베이스" 종목은 08월 04일 해외관심종목에 언급된 바 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

온앤오프: 금융과 가상자산이 만나다

>>> 약화되는 경계, 혼합되는 시장

2022년 크립토 윈터 이후, 디지털자산 시장의 핵심 관심사는 제도화로 옮겨졌다. 최근 미국 하원을 통과한 세 가지 디지털자산 관련 법안은 전통 금융과 가상자산 시장 간 경계를 허물며, 전통 금융기관의 시장 진입 가능성을 높이고 있다. 현재 국내 규제 당국도 점차 적극적인 태로 바뀌는 모습이다. 이에 국내 디지털자산 규제 동향을 바탕으로 국내 또한 가상자산과 전통 금융시장의 경계가 약화될 수 있는지 가늠해 볼 필요가 있다.

>>> 두 시장의 연결점 '자산토큰화'

전통금융과 가상자산 시장 모두 자산토큰화에 주목하고 있다. 이는 자산토큰화를 통해 24/7거래, 다양한 자산 취급 등 금융 시스템 효율성 개선을 기대볼 수 있기 때문이다. 이에 현재 금, 미국 국채 등이 토큰화 되어 거래되고 있으며, 주식 및 ETF 토큰화를 통한 기존 금융에 블록체인 인프라를 접목한 사례도 등장하였다.
이처럼 다양한 사례가 이어지고 있는 만큼 자산토큰화 시장의 성장을 전망한다. 그러므로 자산토큰화를 통한 전통금융과 가상자산 시장 간 융합, 미래 금융 인프라 변화 방향성 등에 지속적인 관심이 필요하다.

>>> 금융 시스템 대전환 시대 개막

전통 금융 시장과 가상자산의 구분은 이제 무의미해졌으며, 기업들은 새로운 기술을 통해 기존 금융 시스템을 혁신하고 있다. 블록체인 네트워크와 스테이블코인을 통해 새로운 방식의 결제 시스템을 도입하여 효율성을 높이고자 하며, 자산 토큰화를 통해 금융상품 거래의 패러다임을 바꾸고 있다.
지금은 전통 금융 시장과 가상자산이 막 융합되기 시작한 개화기이며, 이 과정에서 기업들은 합종연횡하며 새롭게 개화하는 시장을 준비하고 있다. 새 시대가 원하는 것을 빠르게 파악하고 시장을 선점하는 기업만이 다음 세대의 승자가 될 것이다.

I. 약화되는 경계, 혼합되는 시장

>>> 무너진 전통 금융과 가상자산의 경계

2022년 크립토 윈터가 남긴 것

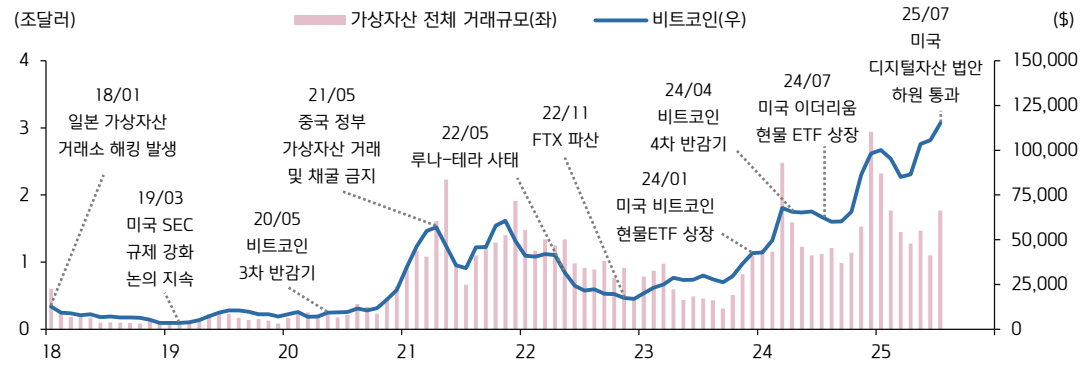
2022년 이후 국내외 디지털자산 시장의 주요 관심사는 '제도화'였다. 이는 주요국 금융당국의 규제가 마련되기 전 가상자산 시장이 주요 투자 수단으로 자리잡은 가운데, 2022년 발생한 루나-테라, FTX 사태로 투자자 피해가 발생한 데서 기인했다. 특히, 트럼프 행정부가 입법을 통한 디지털자산 규제를 추진하면서 디지털자산 제도화에 대한 관심은 더욱 강화되고 있다. 이는 바이든 행정부의 디지털자산 규제와는 상당히 차이를 보인다. 바이든 행정부 하에서 미국 증권거래위원회(SEC)는 대부분의 가상자산이 투자계약 증권에 해당된다고 주장했으며, 미등록 증권 청약 등을 이유로 여러 가상자산 발행자나 사업자를 기소했다. 이러한 SEC의 소송이 구체적인 가이드라인이나 새로운 입법을 근거로 진행되지 않았던 만큼, 미국 디지털자산 규제는 예측력이 떨어진다는 평가를 받아왔다.

불명확한 규제 환경 하에서도 미국의 주요 금융회사의 디지털 자산 접근은 지속되었다. 이들은 2021년부터 관련 업권에 대한 투자를 진행했고, 고액 자산가나 기관을 대상으로 제공하는 자산관리 서비스에 가상자산 투자를 포함하는 등의 서비스를 내놓기 시작했다. 이에 2022년 루나-테라, FTX 사태가 발생하며 가상자산 가격이 급락하자, 관련 시장의 위축이 전통 금융시장에 영향을 줄 수 있다는 우려가 높아지기도 했다. 물론, 2022년에도 전통 금융기관의 가상자산에 대한 노출도는 제한적이었던 만큼 2022년 크립토 윈터가 전통 금융시장에 미치는 영향은 거의 없었다. 그러나, 2018년의 크립토 윈터 당시에는 비트코인 등 디지털 자산의 가치 하락과 제도권 금융 시장을 완전하게 별개로 바라보고 있었다는 점을 고려하면, 2018년의 디지털 자산 시장과 2022년의 디지털 자산 시장은 차이가 있다는 점을 시사한다.

또한 크립토 시장의 약세는 2023년에도 이어졌지만, 전통 금융기관들의 관련 사업 진출에 변화가 없었다는 점도 과거와 차이를 보이는 부분이다. 2018년 골드만삭스는 크립토 트레이딩 데스크 설치를 발표했다가 비트코인 가격 급락 등으로 이를 취소했던 사례가 있으나, 2023년에는 크립토 관련 기업 인수 계획을 언급하는 등 관련 사업을 지속하는 모습을 보였다. 미국의 주요 자산운용사들은 비트코인과 이더리움 현물 ETF 출시를 위한 신청서를 제출했고, 찰스 슈왑 등 전통 금융회사들의 투자를 통해 EDX Markets (EDXM)이라는 기관 고객을 대상으로 하는 가상자산 거래소가 설립되기도 했다. 이는 디지털자산에 대한 투자 수요가 꾸준히 유입될 것이라는 전망에서 기인한 것으로 보인다.

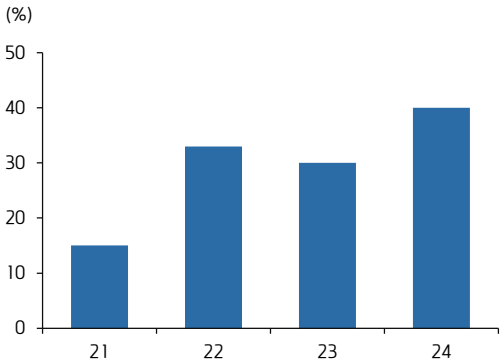
실제로 디지털자산 투자 수요는 빠르게 되살아났다. 미국 내 가상자산을 보유한 미국의 성인 비중은 2021년 약 15%에서 2024년 40%로 증가했다. 동기간 코인베이스 거래량에서 개인이 차지하는 비중은 32%에서 21%로 줄어드는 등 기관 투자 비중이 늘어나는 모습을 보였다. 견조한 투자 수요를 기반으로 2022년 말 16,000달러 선이었던 비트코인은 현재 110,000 달러 대에서 거래되고 있고, 동기간 가상자산의 전체 시가총액은 약 0.8조 달러에서 3.2조 달러로 늘어났다

비트코인 가격과 전체 가상자산 거래량 변화



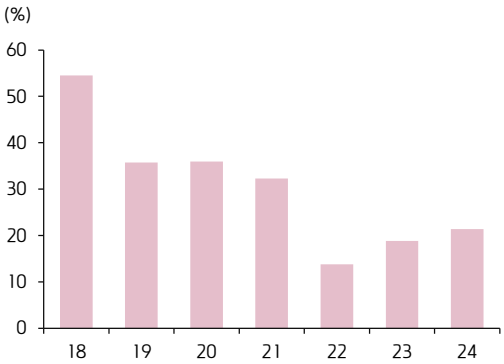
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

가상자산을 보유한 미국 성인의 비중



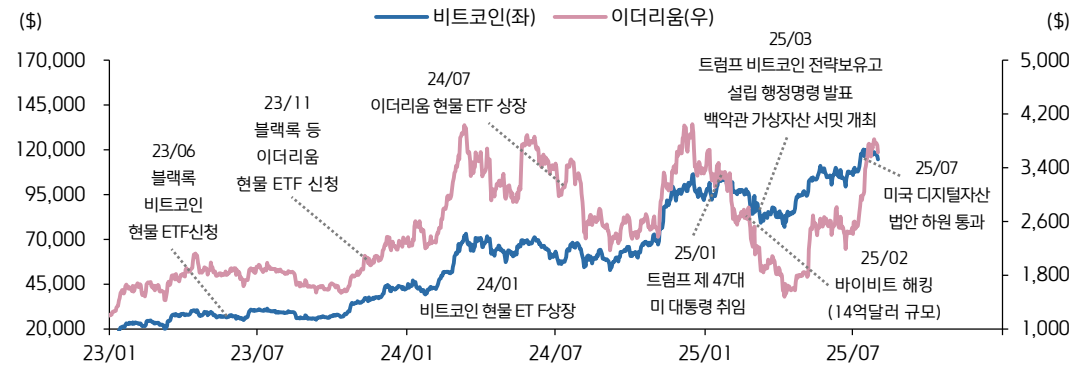
자료: Security.org, 키움증권 리서치센터

코인베이스 총거래량 내 리테일 비중



자료: The Block, 키움증권 리서치센터

비트코인과 이더리움 가격 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

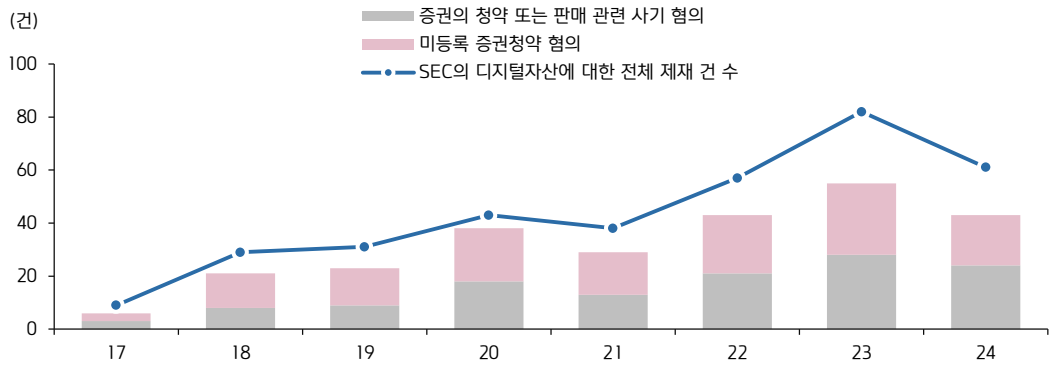
빠르게 추진되는 미국의 디지털자산 정책

디지털자산에 대한 개인의 투자 수요가 기관으로 확대되고 있고 현재 미국 정부의 우호적인 디지털자산 정책 기조를 고려했을 때 미국 내 전통 금융기관의 디지털자산 산업 진출은 빠르게 진행될 가능성이 높다. 주요 은행 등 제도권 금융기관은 규제 불확실성이 해소된다면, 적극적으로 시장에 진입할 의사를 보였기 때문이다.

최근 미국 내에서 진행되었던 주요 정책 변화를 살펴보면, 우선 트럼프 미 대통령은 취임과 은행 등 금융기관과 디지털자산 시장의 교류를 어렵게 만들었던 규제들을 철폐했다. 또한 7월 17일(현지시간) 세 가지 디지털자산 관련 법안이 하원을 통과했으며 세 가지 법안 중 스테이블코인과 관련된 GENIUS Act는 대통령 서명까지 마무리되었다. 디지털자산의 법적 성격과 감독권을 구분하는 Clarity Act는 추후 상원 논의가 필요하지만, 이전과 비교했을 때 디지털자산의 증권성 이슈가 어느정도 해소되었다고 볼 수 있다. 또한 최근 폴 앳킨스 SEC 위원장이 '프로젝트 크립토(Project Crypto)'의 출범을 발표하면서 대부분의 가상자산은 증권이 아니라는 의견을 보였다는 점도 이를 뒷받침 한다

트럼프 행정부 출범 이후 EXCM에서 거래가 가능한 가상자산이 늘어나고 있다는 점은 규제 불확실성이 완화되었다는 점을 보여주는 사례로 볼 수 있다. 2023년 6월 서비스가 처음 시작될 때 해당 거래소에서 거래를 지원한 가상자산은 비트코인, 이더리움 등 네 가지였으며, 이 가상자산의 공통점은 SEC와 증권성 논쟁이 없다는 점이었다. 이후 거래 가능 자산에 변화가 부재했지만, 2025년 2월, 3월 다양한 가상자산을 거래 지원 대상으로 추가한다고 공지했다. 이 외에도 JP모건은 코인베이스와 제휴를 통해 신용카드로 가상자산을 구매 할 수 있는 서비스를 제공한다고 발표하는 등 고객이 가상자산에 접근할 수 있는 방안을 내놓고 있다.

SEC의 가상자산관련 소송 건 수 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

최근 미국 하원을 통과한 디지털자산 관련 3대 법안

법안	내용
Clarity Act	**(디지털자산의 법적 성격 및 감독권 명확화)** - 디지털 상품과 증권형 토큰을 구분하고 각 유형별로 명확한 감독 권한 부여 - 디지털 상품은 상품선물거래위원회(CFTC), 증권형 토큰은 증권거래위원회(SEC), 허가된 스테이블코인은 지니어스법상 감독 기관이 감독 - 디지털 상품은 일정한 기술적·거버넌스 기준을 충족하는 '성숙한 블록체인 시스템*(mature blockchain system)' 상에서 운영되는 디지털 자산 * 성숙한 블록체인 시스템 요건: 탈중앙화, 분산거버넌스, 임의제한 불가성, 투명성, 오픈네트워크, 비집중적 소유구조 기술 인증 - 상세정보 사전 공개, 투자자보호조치 등 일정 요건을 충족하는 경우에 한하여 SEC 등록 없이 디지털 자산 발행 가능 (최초 발행일부터 연간 최대 7,500만 달러 상당). * 다만, 4년 이내 해당 네트워크가 '성숙한 블록체인 시스템'으로 인정받지 못할 경우 해당 디지털 자산은 증권법상 '투자계약'에 해당하는 자산으로 간주. 이에 과거에 적용되었던 등록 면제가 소급하여 철회될 수 있음
GENIUS Act	**(스테이블코인 발행 및 감독체계 수립)** - 발행인 인허가제 도입 및 발행인 자격 기준 마련 * 스테이블코인 발행인 유형: 1)연방예금보험이 적용되는 예금기관(은행 등)의 자회사로서 연방감독기관의 승인을 받은 자 2)통화감독청(OCC)의 인가를 받은 비은행 금융회사, 3)주(州) 정부의 인가를 받은 사업자로서, 연방예금보험이 적용되는 예금기관(또는 그 자회사)이 아니고, 총 발행 물량이 100억 달러 이하인 자 - 1:1 지급준비 의무 및 준비자산 요건(현금, 단기 국채 등 고유동성 자산) 제시 - 공시 및 외부감사, 자금세탁방지 준수 의무 - 통화감독청(OCC), 미 연준, 연방예금보험공사(FDIC) 등 연방 감독기관이 인허가 및 감독 권한 행사 - 스테이블코인 발행인의 업무 범위 제한: 예치이자 지급, 고수익·고위험 금융 활동 등을 영위할 수 없음 - 수탁 요건 및 소비자 보호 의무 - 시행 예정일 및 유예기간: 법 재정일(2025년 7월 18일)로부터 18개월 또는 주요 연방 스테이블코인 감독기관(연준, OCC, FDIC, OCC 등)이 하위 시행규정을 공포한 후 120일 중 빠른날 시행 발행인 요건을 충족하지 못한 스테이블코인의 판매 제한은 법 제정일로부터 3년 후(2028년 7월 18일)부터 적용
Anti-CBDC Act	**(미 연준의 CBDC 발행 및 운영 전면 금지)** - 미 연준의 직접·간접 CBDC 발행 금지 - CBDC 연구·시험 및 통화정책 사용 전면 금지 - 민간 스테이블코인에 대한 예외: '달러화로 표시되고, 개방형, 무허가형(Open, Permissionless) 구조를 가지며, 현금 수준의 프라이버시를 보장하는 디지털 화폐'에 대해서는 본 법이 적용되지 않음을 명시

자료: 법무법인 세종, 키움증권 리서치센터.

EDXM 내 거래 가능한 자산의 변화

날짜	내용
2023.06	- 비트코인, 이더리움, 라이트코인, 비트코인 캐시
2025.02	- 아베, 비트코인캐시*, 컴파운드, 체인링크, 페페, 솔라나, 유니스왑, USDC, 도그위햇, 리플, 도지, 시바이누 등
2025.03	- 카르다노, 아발란체, 트럼프 코인, 스텔라, 테조스, 이더리움 클래식 등

자료: 언론사 정리, EDXM, 키움증권 리서치센터.
*비트코인 캐시는 2023년 11월 거래지원을 종료하였으나 2025년 2월 재상장

한편, 7월 31일(현지시간) SEC위원장이 발표한 '프로젝트 크립토(Project Crypto)'도 미국 내 디지털자산 정책 기조 변화와 의지를 보여주는 사례이다. SEC 위원장은 친화적이고 명확한 규제 환경을 조성할 것이라는 입장을 밝혔으며, 미국의 시장이 온체인(On-Chain)으로 전환될 수 있도록 추진하기 위한 계획을 제시했다. 다양한 내용을 담고있지만, 이 중 가장 핵심이 되는 내용은 크게 두 가지로 보인다. 먼저 하나의 플랫폼에서 가상자산, 증권 등 다양한 서비스를 제공할 수 있도록 제도화하겠다는 부분이다. 또한 디파이 등 가상자산 업권에서 블록체인 기반으로 제공되던 금융 서비스를 미국의 증권시장으로 편입할 수 있도록 규제를 완화하겠다는 점도 중요한 변화로 보인다.

SEC의 이러한 정책기조 하에서 추후 전통 금융과 가상자산 업권의 사업 경계의 약화는 불가피해질 가능성이 높아질 것으로 예상한다. 이에 전통 금융업계와 가상자산 업권이 각자 가지고 있는 한계점을 극복하고자 할 가능성이 높다. 예를 들어 전통 금융업권은 제한되었던 가상자산 접근성을 적극적으로 높이기 위해 노력할 것으로 보이며, 가상자산 업권은 전통 금융기관 대비 낮은 신뢰성을 제고하기 위한 방안을 모색하기위한 방안을 찾을 것으로 예상한다.

SEC가 발표한 프로젝트 크립토(Project Crypto) 내용

구분	내용
가상자산 온쇼어링 (Onshoring Crypto)	- 미국 내 명확한 규제 프레임워크를 마련하여 가상자산의 발행 및 유통 촉진 - 대부분의 가상자산은 증권이 아니며, 명확한 가이드라인을 통해 분류 가능하도록 추진 - 만약 가상자산이 증권으로 분류된다면, 맞춤형 공시, 예외 규정 등을 도입하여 미국 내에서 합법적으로 네트워크 보상 등이 합법적으로 진행될 수 있도록 지원
커스터디 및 거래소 선택권 확대 (Encing Freedom)	- 셀프 커스터디(Self-Custody) 권리 강화, SEC 등록 중개업자의 수탁 규제 완화를 통해 수탁 옵션 다양화 추진
슈퍼앱 허용 (Facilitating Super-Apps)	- 하나의 라이선스로 가상자산·증권·스테이킹·대출 등 다양한 서비스를 한 플렛폼에서 제공 가능하도록 제도화 - 비증권/증권형 토큰의 동시 거래가 가능한 환경 조성
온체인 소프트웨어 시스템 허용 (Unleashing U.S. Markets)	- 탈중앙화 금융(Defi: Decentralized Finance), 자동화 시장 조성자(AMM: Automatic Market Maker) 등의 온체인 시스템이 미국의 증권시장 안에서 운영될 수 있도록 규제 완화 - 토큰화 증권 의 온체인 거래를 위한 규제 개정 등을 검토
혁신 면제 추진 (Fostering Innovation)	- 기존의 규제 맞지 않는 신기술이나 서비스에 대해 최소한의 요건만 적용하는 등 새로운 사업 모델의 빠른 시장 출시를 허용하기 위한 방안 마련

자료: SEC, 키움증권 리서치센터.

>>> 디지털자산 법제화, 한국의 현실과 다음 단계

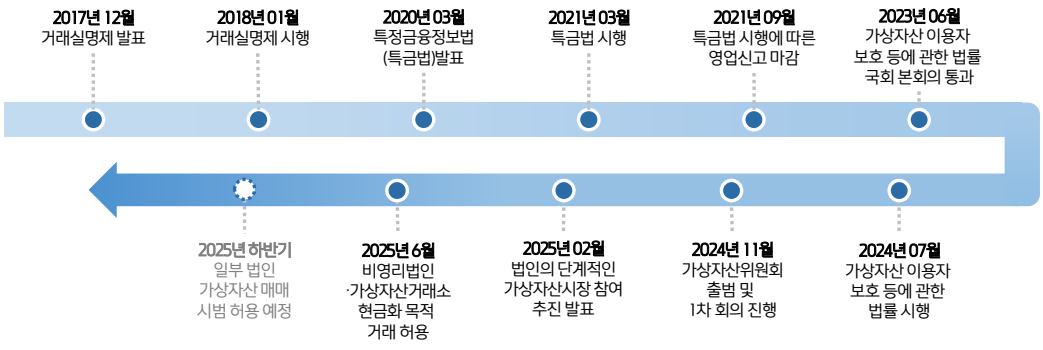
국내, 디지털자산 규제 공백 채우기

미국에서 추진중인 디지털자산 관련 법안은 그동안 미국 내 가상자산과 관련해 발생했던 규제 리스크가 대부분 해소될 것이라는 점을 시사한다. 전통 금융시장과 가상자산의 경계는 이를 기반으로 계속해서 약해질 것으로 예상한다. 사실 이러한 변화는 트럼프 행정부의 디지털자산 정책이 본격적으로 추진되기 전부터 진행되어 왔다. 2024년 초 승인된 미국에서 비트코인 현물 ETF와 가상자산 업권의 RWA(Real World Assets)라는 디파이 프로젝트가 이를 가장 단적으로 보여주는 사례이다.

물론 가상자산 투자를 선호하는 투자자는 여전히 가상자산 거래소 등을 통해 직접 거래하고 반대의 경우도 크게 다르지 않을 것이다. 그러나 가상자산 투자자는 RWA를 통해 전통 금융 자산에 대한 투자를 고려해 보는 계기가 될 수 있고, 투자의 접근이 전통 금융시장으로 한정된 투자자들이 제도권 하에서 가상자산에 대한 투자를 시도해 볼 수 있는 기회로 작용할 수 있다. 실제로, 비트코인 현물 ETF가 승인된 이후 미시간주 퇴직연금 제도, 위스콘신주 투자위원회가 비트코인 현물 ETF에 대한 투자를 진행하기도 했으며, 일부 가상자산 업권에서는 스테이블코인을 활용해서 미국 주식이나 채권 등에 투자할 수 있는 토큰화 서비스를 발표하고 있다.

글로벌 시장에서 가상자산과 기존 금융시장 간의 구분이 약화되는 동안 국내에서도 관련 시장에 대한 투자 수요는 꾸준히 늘어났다. 국내 원화 가상자산 거래소의 거래 가능 이용자 수는 2021년 말 558만 명에서 2024년 말 970만 명을 기록했고, 국내 투자자들은 스테이블코인 발행사 '서클 인터넷' 등 미국에 상장된 디지털자산 관련 기업에 대한 투자도 적극적으로 진행한 것으로 알려졌다. 높은 투자 수요에도 불구하고 국내 가상자산 투자와 관련한 규제나 환경에 큰 변화는 없었다. 2024년 7월 가상자산 이용자보호법이 시행되며 가상자산 제도화가 본격적으로 시작되긴 했지만, 국내 블록체인, 디지털자산 관련 산업을 추진하기 위해 필요한 규제가 준비되지는 않았다. 이에 여전히 국내에서는 모든 유형의 디지털토큰 발행이 불가능하고, 가상자산과 기존 금융시장 간의 경계도 명확하다.

정부의 가상자산 규제 변화



자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터.
*가상자산 거래 실명제: 가상자산 거래를 위해 은행 실명 계좌를 의무적으로 사용해야하는 법안
**특정금융정보법: 가상자산사업자에 자금세탁방지 의무 부과 목적. 이와 더불어 고객 예치금 분리 보관이나 거래정보 보관 등도 언급

그러나 국내에서 디지털자산 규제의 필요성을 언급하는 사람들이 많아지면서, 국내 규제당국도 진전을 보였다. 2024년 말 금융위원회는 가상자산위원회를 구성하여 관련 업계와 주기적으로 회의를 진행하기 시작했다. 이를 바탕으로 2025년 2월 법인 가상자산 거래 단계적 허용안을 발표했고, 6월에는 국회에서 디지털자산 기본법, 국내 가상자산 현물 ETF 도입을 위한 자본시장법 개정안 발의가 이어졌다. 이는 국내에서도 디지털자산 제도화가 본격적으로 진행될 것이라는 기대로 연결되었다. 이러한 분위기는 미국의 빠른 정책 추진 기조 하에서 이어질 것으로 보인다. 국내에서 디지털자산과 관련한 관심 주제는 크게 ①비트코인 등 가상자산 현물 ETF 허용, ②원화 기반 스테이블코인 발행, ③블록체인 등 분산원장 시스템의 금융시장 도입 등으로 나누어 볼 수 있다. 세 가지 모두 규제가 먼저 마련되어야 하는 만큼, 단기간 내 추진되기는 어려운 것이 사실이다. 다만, 최근 미국에서 디지털자산 규제 정비가 빠르게 흘러가고 있어, 국내에서도 법안이 속도감 있게 진행될 것이라는 기대가 높다. 이에 국내 금융시장에서 논의중인 내용을 바탕으로 국내 또한 가상자산과 전통 금융시장의 경계가 약화될 수 있는지 여부를 가늠해 보고자 한다

국내 가상자산 현물 ETF 출시, 기대와 현실의 갭

앞서 언급했듯이 미국의 가상자산 현물 ETF 출시는 상징적인 이슈였다. 이는 비트코인이 금융시장에서 하나의 투자자산으로 인정받았다는 것을 의미했고, 동시에 가상자산이 전통 금융에 편입되는 것을 보여주는 대표적인 사례였기 때문이다. 특히 국내의 경우 법인의 가상자산 거래가 허용되기 시작했지만, 현재 가능한 기관은 한정적이고 거래 또한 현금화를 위한 가상자산 매도만 가능하다. 향후 일반 법인의 가상자산 매매가 허용될 예정이지만, 가상자산위원회가 발표한 자료에 따르면 중장기 관점으로 접근하겠다는 입장을 표명했다. 이에 국내 가상자산 현물 ETF 기대는 법인의 비트코인 관련 투자 수요도 영향을 주고 있는 것으로 판단한다. 만약 가상자산 현물 ETF가 도입된다면 법인계좌 허용과 관계없이 가상자산 투자가 가능해지기 때문이다.

국내 비트코인 현물 ETF 도입 시 필요한 주요 법적 과제로 비트코인의 기초자산 인정, 수탁 인프라 구축, 헤지 수단등 다양한 요소들이 복합적으로 논의되어야 한다는 시각이 존재한다. 그러나, 가장 우선적으로 해결되어야 할 부분은 디지털자산에 대한 법적 정의와 가상자산의 기초자산 인정 여부로 보인다. 현재 비트코인 등 주요 가상자산에 대한 현물 ETF를 출시한 국가 중 디지털자산에 대한 규제가 정비되지 않은 국가는 없다. 미국의 경우 가상자산이 투자계약 증권에 해당되는지 여부를 두고 이견이 존재했지만, 비트코인과 이더리움에 대해서는 이러한 문제가 전혀 없었다.

따라서 국내의 경우 디지털자산의 정의가 포함된 디지털자산 기본법의 추진이 중요해 보이나, 6월 초 디지털자산 기본법이 발의된 후 아직 심사 안건으로 상정되지 않았다. 이에 법안 통과 시점을 가늠하기는 어렵다. 최근 일부 언론을 통해 금융위원회(금융위)가 올해 하반기 중 가상자산 현물 ETF 도입 방안을 마련할 계획이라는 소식이 보도된 상황이지만, 금융회사의 가상자산 취급과 관련해서 아직 새롭게 발표된 내용은 없다. 기존에 언급되어온 내용을 기준으로 생각해보면 금융기관의 가상자산 취급은 법인의 가상자산 참여가 3단계까지 진행된 후에나 논의될 가능성이 높다.

법인 가상자산시장 참여 로드맵

구분	내용
1단계	- 법집행기관(즉시), 비영리법인 및 가상자산거래소('25.2분기~)에 대해 현금화 목적 법인계좌 개설 우선 허용
2단계	- 금융회사를 제외한 전문투자자(상장법인, 전문투자자 등록 법인)의 가상자산 매매 허용('25.하반기~)
3단계	- 일반법인까지 전면 계좌 허용은 추후 외환·세제 등 관련제도 정비 등과 연계하여 중장기 검토 예정 - (2단계 입법) 투자권유 등 가상자산 사업자영업행위 규제, 스테이블코인 규율 체계 등을 포함한 2단계 가상자산법 마련 - (외국환거래법 정비) 국경간 가상자산 거래 모니터링 및 보고 체계 구축('26년) - (CARF 구축) OECD 회원국 간 가상자산 과세를 위한 거래정보 교환체계 마련(Crypto Asset Reporting Frame Work, '27년)

자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터.

실제 ETF 가 나오기까지는 시간이 소요될 가능성이 높아 보이나, 금융위가 하반기 중 법인의 가상자산 참여 로드맵에 변화를 주는지 여부에 관련 업계의 관심은 이어질 것으로 예상한다. 가상자산 현물 ETF 도입에 상당히 보수적이었던 일본 금융청이 비트코인 현물 ETF 출시를 위해 논의를 본격적으로 시작하고 있어 국내 금융당국의 정책 기조도 변화할 수 있다는 기대가 높아질 수 있다

그러나 일본 디지털자산의 제도적 여건은 국내와 큰 차이가 있다. 일본 금융당국은 2016 년부터 기존 법안의 수정을 통해 디지털자산 전반에 대한 규제를 이미 마련해두었다. 그럼에도 불구하고 미국의 비트코인 현물 ETF 출시 후에도 비트코인 현물 ETF 를 출시하지 않은 이유는 일본의 투자신탁법상 가상자산이 편입 자산에 포함되지 않기 때문이다. 실제로 일본은 비트코인 등의 가상자산을 자금결제수단으로 보고있고 이에 자금결제법으로 관리해왔다. 최근 일본 금융청의 비트코인 현물 ETF 출시 가능성이 언급되기 시작하면서 비트코인을 결제수단이 아닌 투자 대상으로 전환할 것이라는 전망이 나오기 시작했고, 최근에는 일본 내 가상자산 관련 제도 개정안도 공개되었다. 관련 내용을 간략하게 살펴보면, 자금결제법으로 규제하던 가상자산을 금융상품거래법 개정을 통해 관리하는 것을 검토중에 있다. 또한 가상자산을 유형 1 과 2 로 나누어 가상자산의 유형에 따라 필요한 규제를 달리 적용하겠다는 내용도 포함하고 있으며, 금융상품거래법 개정은 2026 년까지 논의를 거쳐서 진행될 예정이다.

글로벌 금융 시장의 추세가 디지털자산의 제도권 편입으로 흘러가고 있고, 미국이 이러한 기조를 더욱 강화시키고 있는 만큼, 국내에서도 관련된 논의는 계속해서 진행될 것으로 보인다. 또한 일본의 법안 개정도 분명 국내 금융 당국의 디지털자산 규제 추진에 영향을 줄 것으로 예상한다 그러나, 국내는 이제 규제 논의가 시작된 만큼 정리 되어야할 부분이 아직 많이 남아 있다. 더욱이 여전히 금융기관의 가상자산 접근에 대해서는 금기시하는 입장을 보이고 있다. 최근 일부 자산운용사가 비트코인 현물 ETF 출시를 위해 혁신금융서비스 신청을 했지만 이를 거절했다는 소식이 보도되기도 하고, 해외 가상자산 관련 기업을 과도하게 편입하지말라는 입장을 보이기도 했다. 따라서 장기적인 관점에서 국내 금융시장도 디지털자산과 관련된 규제를 도입하며 변화할 것으로 예상하지만, 실제 눈에 보이는 변화를 확인하는데 까지 시차는 존재할 것으로 전망한다.

일본의 가상자산에 대한 현행 법률 및 개정 내용

구분		자금결제법현행	금융상품거래법 개정안(검토 중)
가상자산 신규 발행	공모(IEO:Initial Exchange Offering)	- 발행업자·가상자산사업자 구분 없이, 투자자에게 판매 시 → 사업 등록 필요, 정보제공 의무 있음	- 발행업자: 공시 의무 있음 - 사업 등록 불필요
	사모(전문투자자/소수 대상)		- 발행업자: 공시 의무 없음 - 사업 등록 불필요
가상자산 사업자	최소 자본금 요건	- 1,000만 엔	- 상향 예정
	자기자본비율 규제	- 자율규제 기준 적용	- 법률상 비율 적용

자료: 보험연구원, 키움증권 리서치센터.

일본 금융상품거래법 개정안 관련 내용 중 암호화 자산의 유형별 정의

구분	정의
자금조달 · 사업활동형의 유형1 암호자산	- 자금조달 수단으로 발행되고 그 조달자금이 프로젝트, 이벤트, 커뮤니티활동 등에 이용되는 암호자산(예, 일부 유틸리티, 토큰)으로 규정 - 유형1 암호자산은 자본이득에 의한 금전적인 수익을 기대할 수 있는 것 외에 암호자산의 발행에 의한 자금조달에 의해 사업활동이 이루어지는 것으로 상정 - 암호자산의 신뢰성과 가치에 영향을 미치는 정보, 관계자 정보, 조달자금으로 수행되는 프로젝트 정보, 위험 관련 정보 등을 공시 및 제공하여야 함
비자금조달 · 비사업활동형의 유형2 암호자산	- 유형2는 유형1에 해당하지 않는 것(예, 비트코인, 이더리움 등)으로 비자금조달 · 사업활동형 암호자산. 유형1의 암호자산과 달리 발행자를 특정할 수 없어 발행자에 대한 정보공시 및 제공의무를 부과하는 것에 어려움이 있음 - 대신 암호자산을 취급하는 암호자산 교환업자에게 암호자산 관련 정보에 대한 설명의무를 부과하고, 가격변동에 중요한 영향을 미칠 수 있는 정보에 대해서 투자자가 정보제공을 요청할 수 있는 방안을 고려 - 암호화 자산이나 유가증권에 해당하지 않는 NFT(Non Fungible Token) 및 스테이블코인에 대해서는 현시점에서 투자대상으로서 규제의 대상으로 상정되고 있지는 않음

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터.

II. 두 시장의 연결점 '자산토큰화'

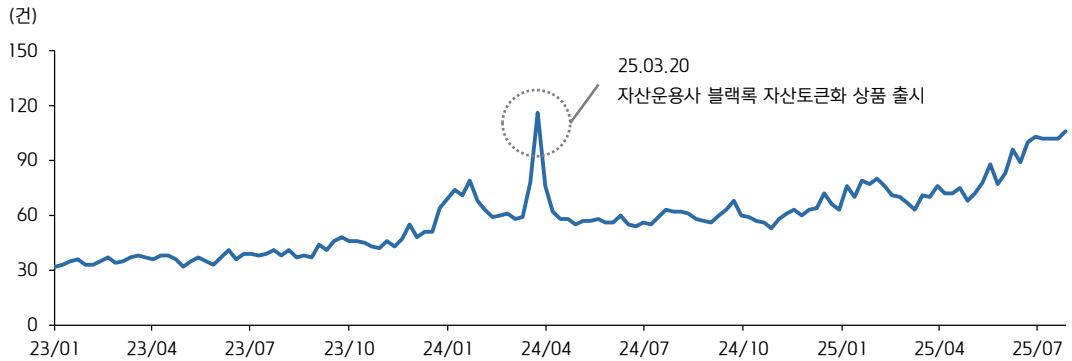
>>> 무럭무럭 자라나는 '자산토큰화'

가상자산 시장이 점차 제도권 안으로 편입되면서, 전통금융권에서도 이를 적극적으로 받아들이는 움직임이 확산되고 있다. 주요 금융기관들은 비트코인 등 가상자산 ETF 상품을 출시하거나 수탁 서비스를 제공하는 등 비즈니스 영역을 가상자산 범위까지 확장 중이다. 이로 인해 전통금융과 가상자산 시장 간의 접점은 강화되고 그 경계는 약화되어 가고 있다. 이러한 흐름 속에서 최근 전통금융과 가상자산 두 시장 모두 주목하고 있는 분야 중 하나가 바로 '자산토큰화'이다.

자산토큰화란 부동산, 주식 등의 현실 세계 자산의 가치를 블록체인 기술을 통해 디지털 토큰으로 전환하는 것을 의미하며, 시장에서는 흔히 'RWA'라고 표현한다. 여기서 RWA는 Real World Assets의 줄임말로 현실 세계의 자산을 취급한다는 특징에서 기인한 것으로 추측된다. 이러한 자산토큰화는 블록체인 기술 이용이 핵심으로 기존 투자 상품을 취급하면서도 전통 금융 시스템에서 구현이 어려웠던 24/7거래, 거래 수수료 및 시간 절감, 다양한 자산 취급 가능성 등의 효과를 기대할 수 있어 시장에서 긍정적으로 바라보고 있다.

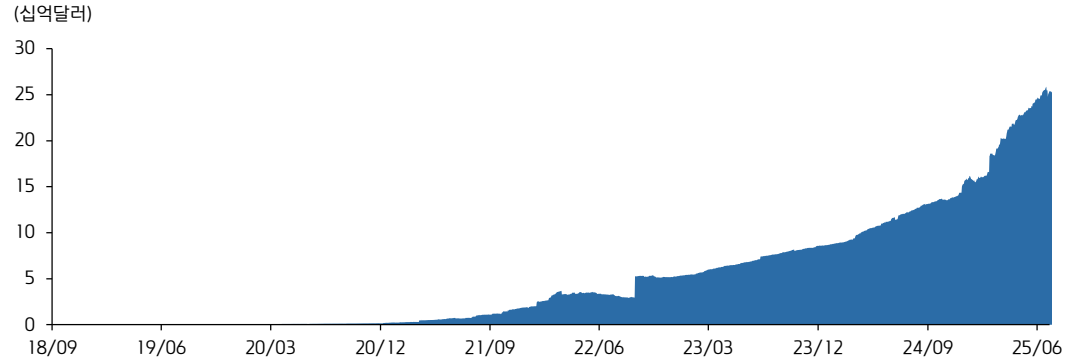
자산토큰화 시장은 빠르게 성장하는 모습을 보이고 있다. 2025년 8월 1일 기준, 자산토큰화 시장 전체 규모는 약 251억 달러(스테이블코인은 제외, 포함 시 약 2,820억 달러)이며 이는 2024년 8월 1일 대비 약 107% 성장한 수치이다. 이에 일부 기관에서는 자산토큰화 시장 성장에 대해 매우 긍정적으로 전망한다. 실제로 리플(Ripple)과 보스턴컨설팅그룹(BCG)은 'Approaching the Tokenization Tipping Point' 보고서에서 2033년 스테이블코인을 포함한 자산토큰화 규모가 약 18.9조 달러에 도달할 수 있다는 전망을 내놓기도 하였다.

자산토큰화 및 RWA 구글 검색 트렌드



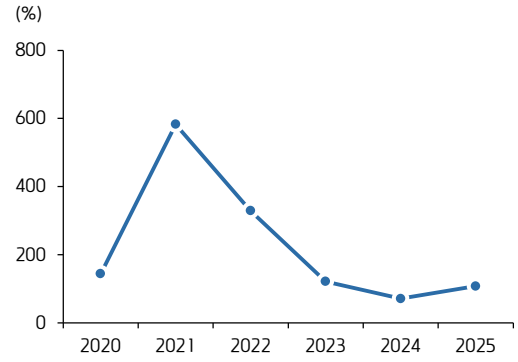
자료: 구글 트렌드, 키움증권 리서치센터

자산토큰화 전체 시장 규모



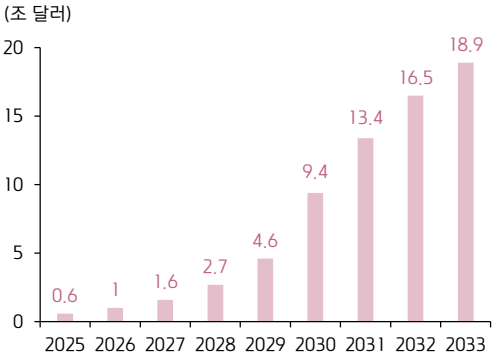
자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터
주의: 스테이블코인 제외

자산토큰화 시장 연간 성장률



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터
주의: 스테이블코인 제외

리플·BCG 자산토큰화 시장 성장 전망치



자료: 보스턴컨설팅그룹, 키움증권 리서치센터

자산토큰화에 대한 관심이 높아짐에 따라 미국 증권거래위원회(SEC)는 2025년 6월 JP모건 등 관련 기관 전문가들과 함께 자산토큰화를 주제로 라운드테이블을 개최하였다. 해당 회의에서는 자산토큰화를 통한 거래 효율성과 이를 위한 제도 도입이 주요 내용으로 다루어졌다.

뿐만 아니라 GENIUS Act 법안 통과 이후 SEC의 'Project Crypto'가 공식 출범되기도 하였다. 본 프로젝트는 블록체인을 기반으로 한 토큰화 증권 시장을 제도적으로 수용하는 등 규제 현대화 계획을 담고 있다. 관련하여 SEC 위원장 '폴 앳킨스(Paul Atkins)'는 디지털 기술을 통해 중개인이 필요하지 않는 시장이 가능하게 되었음을 강조하였으며, 적극 육성하기 위한 친화적인 규제 프레임워크를 구축하겠다고 언급하기도 하였다. 이처럼 자산토큰화는 규제 마련 등의 이슈와 맞물리면서 시장의 관심이 높아지고 있지만, 사실 관련 사례는 이전부터 꾸준히 쌓여왔다. 따라서 다음에서 과거 자산토큰화 사례를 정리해보고자 한다.

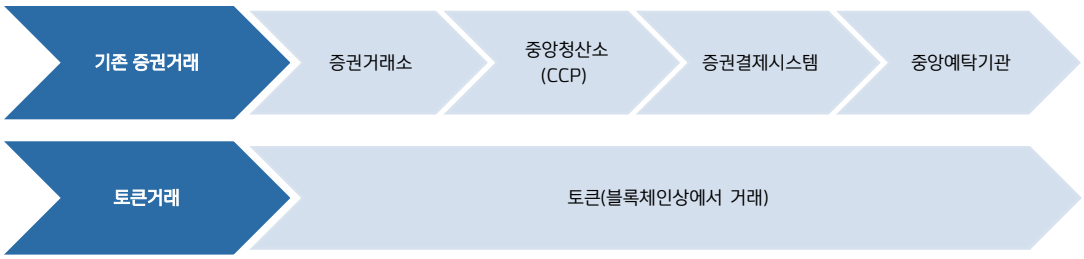
초기 자산토큰화는 부동산과 같이 분할 투자가 어려웠던 자산에서 블록체인 기술을 활용해 소액 단위로 다수가 참여할 수 있도록 함으로써 유동성 제고에 초점을 맞추었던 것으로 보인다. 반면, 근래에는 기존 금융 거래 시스템과 블록체인 인프라 결합에 시장의 관심이 집중되고 있다. 이에 상장 주식을 토큰화 하고 이를 스테이블코인 등 가상자산을 통해 결제할 수 있도록 하는 플랫폼도 등장하기 시작했다.

SEC의 자산토큰화 관련 라운드테이블 주요 내용

라운드테이블 명칭	토큰화 – 자산의 온체인 이전: 전통금융과 디파이의 만남 (Tokenization – Moving Assets Onchain: Where TradFi and DeFi Meet)	
주제	금융의 진화: 자본 시장 2.0 (Evolution of Finance: Capital Markets 2.0)	토큰화의 미래 (The Future of Tokenization)
주요내용	– 블록체인 기술이 담보물 관리, 24시간 거래, 결제·청산 리스크 저감, 비유동적인 자산 거래 가능 등 기존 자본시장 인프라 개선에 기여할 수 있음 – 금융시장과의 통합을 위하여 결합 방식과 수탁 등의 규칙(규제) 등에서 기존 규제 프레임워크 조정 과정 필요 – 명확한 규제 마련 필수 – 금융기관, 자산운용사, 기술 플랫폼, 규제기관 등 관련 업계의 협업 중요	– 토큰화는 기존 금융시장의 효율성을 창출하는 것을 목적으로 하는 기술 – 자산의 유동성 확보, 투자 접근성 확대, 운영 효율성 향상 기대 – 이미 블랙록 등의 자산운용사들이 참여하고 있으며, 기관 투자자 중심으로 시장이 구축되어가고 있음 – 다만, 상호운용성, 보안성 문제와 등록·공시 요건, 책임 소재 불분명 등의 관련 규제는 아직 미비

자료: DeltaStrategy Group, 언론사 재인용, 키움증권 리서치센터

기존 증권거래와 토큰거래 단계 비교



자료: BIS, 한국금융연구원, 키움증권 리서치센터

>>> 토큰화된 다양한 자산들

실물 금의 토큰화: 팍스골드(PAXG)

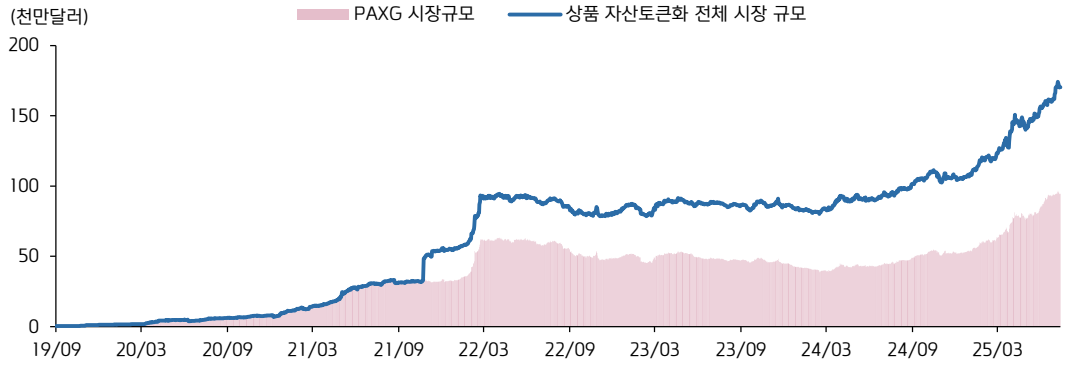
실물 금을 토큰 형태로 블록체인 네트워크 상에서 거래가 가능하도록 하는 금 토큰화의 대표적인 사례로 팍스골드(PAXG)가 있다. PAXG는 뉴욕주 금융서비스부의 규제를 받고 있는 Paxos Trust에서 발행한 토큰으로 순금 1온스와 1:1로 가치가 연동된다.

PAXG는 실제 금 가격과 연동 되어있으므로, Paxos Trust는 발행한 토큰과 동일한 양의 실물 금을 보유하고 그 내역을 공개함으로써 투자자의 신뢰성을 확보한다. 또한, PAXG는 18자리 소수점으로 분할이 가능하기 때문에 투자자들은 소액으로 실물 금 소유가 가능하다. 그리고 만일 투자자가 일정 양(430PAXG) 이상을 보유하고 있을 경우에 한하여 실물 골드바로의 교환 서비스도 제공한다.

물론, 기존 금융 시장에서도 ETF 등을 통해 금에 쉽게 투자할 수 있다고 생각할 수 있다. 그러나 이에 대해 Paxos Trust는 ETF는 금 가격에 대한 계약에 불과한 반면 PAXG는 실물 금의 소유권을 담보하므로 근본적인 차이가 있다고 설명한다. 다시 말해서 PAXG는 금 관련 투자 상품과 달리 토큰 보유자가 실물 금의 실제 소유권자로로서 취급된다는 것이 핵심이다.

이와 더불어 블록체인 기술을 기반으로 하기에 금융시장 시간에 구애 받지 않고 24시간 거래가 가능하고, 즉시 정산·이체가 이루어진다는 부분 역시 ETF 등의 전통 금융상품과의 분명한 차이점으로 언급된다. 이러한 이유로 금 토큰화 사례는 실물 금 시장의 근본적인 과제였던 보관과 분할 거래의 어려움을 해소하였다는 부분에서 긍정적으로 바라볼 수 있다.

PAXG 토큰 및 상품 자산토큰화 전체 시장 규모



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

PAXG vs. 금 ETF vs. 금 선물

구분	PAXG	주요 금 ETF	금 선물(Comex)
보관 수수료	없음	연 0.19% ~ 0.40%	해당 없음
최소 투자 단위	0.01 t oz (약 $20)	1주 (약 $200)	1계약 (100 t oz, 약 $200,000)
정산 시간	즉시 ** 일반적인 온체인 거래는 거의 즉시 정산. Paxos 플랫폼에서 PAXG를 생성할 경우 토큰은 일반적으로 같은 날 발행되어 전달되며, 일부 대규모 거래는 다음 영업일에 정산될 수 있음*	T+2일	만기일 기준
할당 여부	O	유동적(Variable)	X
실물 금 교환 가능 여부	O	조건 및 수수료 존재 가능	X
규제 기관	NYDFS(뉴욕금융서비스청)	SEC(증권거래위원회)	CFTC(상품선물거래위원회)

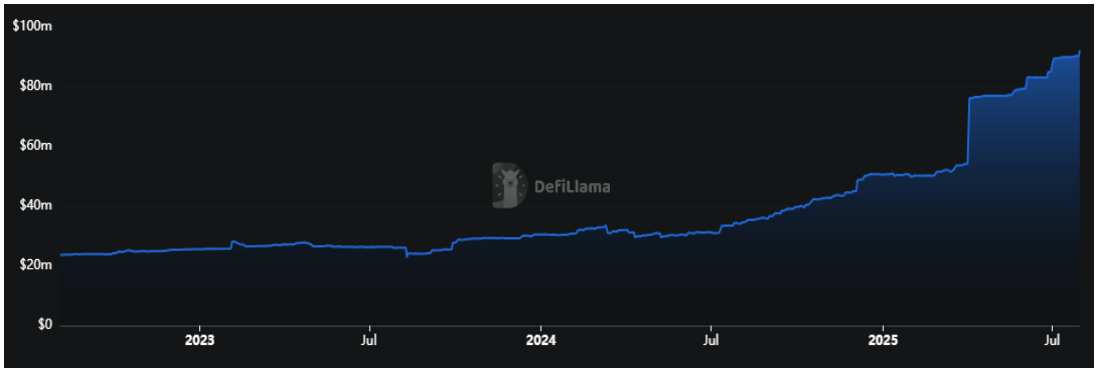
자료: Paxos, 키움증권 리서치센터

부동산 토큰화: 로프티(LOFTY)

직접 선택한 부동산에 소액으로 투자할 수 있도록 설계된 부동산 토큰화도 대표적인 자산토큰화 사례로 분류된다. 관련하여 로프티(LOFTY) 플랫폼을 살펴 볼 수 있으며, 해당 플랫폼은 블록체인의 스마트컨트랙트 기술을 통해 운영된다. 우선 플랫폼은 투자 대상 부동산의 소유 및 관리를 자율적이고 분산된 조직인 DAO LLC가 수행하도록 설계되어 있다. 여기서 DAO LLC는 유한책임회사(LLC)와 분산형 자율조직(DAO)의 특성을 결합한 구조로, 미국 내 일부 지역에서는 주법 상 실제 법인과 동등한 취급을 받는다.

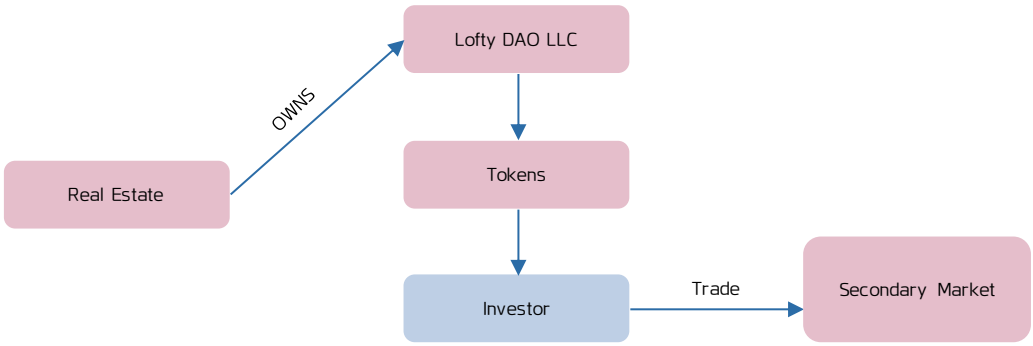
이러한 내용을 바탕으로 로프티의 토큰화 구조를 살펴보면, 각각의 부동산 별로 DAO LLC를 설립하고, 해당 법인의 지분을 토큰 형태로 발행한다. 즉, 로프티 토큰을 보유하고 있다는 것은 DAO LLC의 지분을 가지고 있는 것과 동일하며 이를 통해 해당 부동산에서 발생하는 임대 수익을 배당 받거나, 매각 시 발생한 차익을 지급 받는다. 이와 같은 부동산 토큰화 방식은 리츠(REITs) 등 기존의 간접 투자 상품과 달리, 투자자가 원하는 개별 부동산을 직접 선택할 수 있으며, 매각 등 주요 의사결정 과정에서 의견을 제시할 수 있다는 특징이 가장 큰 차이점으로 언급된다.

로프티(LOFTY) TVL *



자료: DeFiLlama
TVL: 블록체인 기반 플랫폼에 예치된 총 자산의 가치

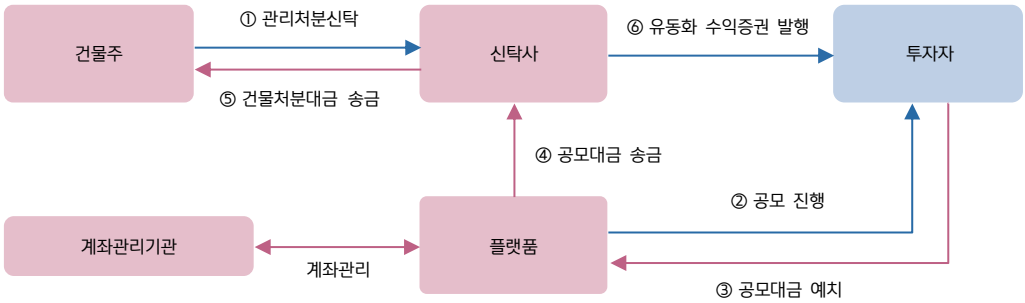
로프티(LOFTY)의 부동산 토큰화 프로세스



자료: 로프티, 키움증권 리서치센터

한편, 국내도 단일 부동산에 다수의 사람들이 투자할 수 있는 '부동산 조각투자' 시장이 구축되어 있다. 국내의 대표적인 부동산 조각투자 플랫폼으로는 카사, 소유, 펀블 등이 있으며, 이들 또한 임대료 등의 부동산 수익을 배당하고, 매각 시 발생한 차익을 투자자들에게 배분한다는 점에서 부동산 토큰화와 거의 유사하다. 다만, 국내 부동산 조각투자는 협력하는 신탁사가 부동산을 매입하고 수익에 대한 권리를 보장하는 수익증권을 발행하는 구조로 부동산 토큰화와 완전히 동일하지는 않다. 그래도 단일 부동산에 대한 투자 방식이 국내를 포함하여 다양한 형태로 등장하고 있어, 자산토큰화를 이용한 부동산 투자와 관련된 새로운 시장이 구축되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

부동산 조각투자 구조



자료: 한국주택금융공사, 키움증권 리서치센터

국내 부동산 조각투자 플랫폼 현황

플랫폼명	카사	소유	펀블
대표 상품	압구정커머스빌딩, 그레인바운더리빌딩, 부티크호텔 더 페이즈 등	안국 다운타우너, 수원행궁 뉴스뮤지엄, 신도림 핀포인트 타워 등	롯데월드타워 시그니엘 1호, 해운대 엘시티, 현대테라타워 DMC 1호
발행된 상품 수 (매각완료 상품)	10개(4개)	11개(1개)	4개(2개)
모집 총액	592.2억원	261.3억원	101.9억원
동향	- 공모 상품 10개 모두 청약율 100% - 투자중개업 라이선스 신청 - 혁신금융서비스 종료	- 3호 공모 상품, 대전 창업 스페이스 건물 매각 완료 - 투자중개업 라이선스 신청 - 공모 상품 모두 청약율 100% 기록	- 4호 공모 상품 더 코노셔 여의도 1호 6개월만에 매각 진행 - 투자중개업 라이선스 신청

자료: 각 사 홈페이지, 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

미국 국채 토큰화①: 프랭클린템플턴 – FBOXX

금과 부동산의 토큰화가 실물 자산에 대한 소유권을 디지털 토큰 형태로 전환하는 방식에 초점을 맞춘 것이라면, 전통 금융기관은 채권 등을 토큰화함으로써 기존 금융 상품의 거래 효율성 제고에 주목하는 모습이다. 이러한 흐름에 따라 자산운용사 등에서 미국 국채 기반 토큰화 상품을 출시하고 있어 관련 시장 규모는 빠르게 확대되고 있다.

미국 국채 토큰화 상품의 대표적인 사례로는 2021년 프랭클린템플턴이 미국 최초로 발행한 '온체인 미국 정부 머니마켓펀드(On-Chain U.S. Government Money Fund)', 즉 'FBOXX'가 있다. 이 펀드는 총 자산의 대부분을 미국 국채와 현금 등 안전 자산에 투자하고, 기관투자자뿐 아니라 개인 투자자 접근을 허용하는 상품이다.

FBOXX에 대해서 살펴보면, 우선 기관 혹은 개인 투자자가 해당 상품에 자금을 투자하면, 투자 금액에 상응하는 수량의 BENJI 토큰이 발행되어 지급된다. 또한 투자자는 펀드에서 발생한 수익 역시 배분받는데, 이때에도 BENJI 토큰으로 지급받는다. 이렇게 지급 받은 BENJI 토큰은 프랭클린템플턴의 BENJI Investment 앱을 통해 환매할 수 있으며, 추가로 매입도 가능하다.

FBOXX 와 BENJI 토큰은 전통 금융기관이 미국 국채를 규제 체계에서 토큰화할 수 있다는 가능성을 확인시켜주었다는 점에서 긍정적인 평가를 받았다. 이러한 배경에서 FBOXX 는 2024 년까지 미국 국채 토큰화 시장에서 가장 큰 비중을 차지하였다. 다만, 미국 최초의 사례였던 만큼 블록체인 인프라가 보조 수단으로 활용하는 것에 그쳤다는 부분이 한계점이다.

실제로 프랭클린템플턴은 FBOXX를 온체인 상품으로 소개하면서도, 거래 내역은 프라이빗 데이터베이스에 저장하고 운영 상 문제가 발생할 경우 중앙화 된 데이터베이스의 기록에 우선권을 부여한다고 명시하였다. 이러한 점에서 FBOXX는 블록체인 기술을 핵심 인프라로 활용하기 보다는 보조적인 수단으로서 활용한 것으로 평가받는다.

그래도 미 국채 기반 자산토큰화가 최근에 안정적으로 자리 잡기 시작하면서 FBOXX 역시 점진적인 변화가 나타나고 있다. 실제로 2024년 4월부터는 P2P 거래 기능을 도입하였으며, 2025년 6월에는 실시간 이자를 지급 기능도 추가되었다. 이러한 변화는 블록체인 인프라의 활용도를 높이려는 시도로 볼 수 있다. 따라서 FBOXX는 향후에는 보다 적극적인 블록체인 기반 자산 토큰화 사례로 자리매김할 수 있을 것으로 전망한다.

FBOXX 주요 특징

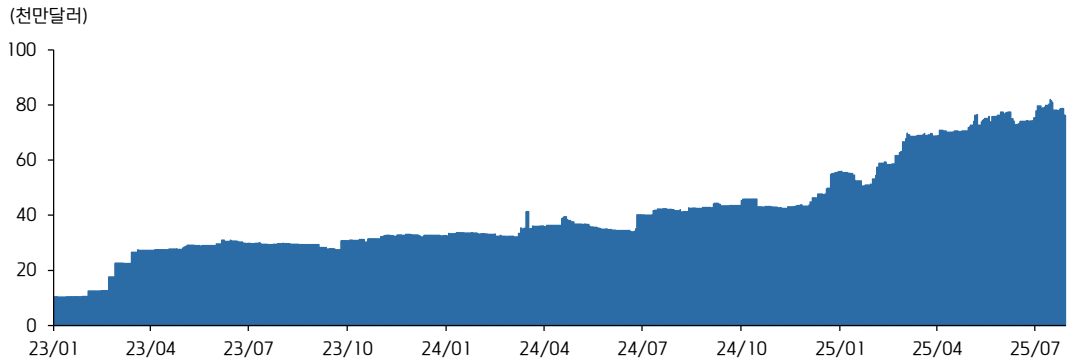
구분	내용
펀드 명	Franklin OnChain U.S. Government Money Fund
펀드 설명	총 자산의 최소 99.5%를 미국 정부 채권, 현금 및 미국 정부 채권이나 현금으로 전액 담보된 환매조건부채권에 투자
펀드 개시일	2021.06.04
투자자 유형	개인 및 기관투자자
펀드 목표	- 신용 위험이 최소한이라고 믿는 증권 매수 - 안정적 수익 및 유동성 확보
토큰화 방식	Benji Token을 통해 펀드 보유 내역을 토큰화
기반 블록체인	Stellar 및 Polygon 블록체인

자료: 프랭클린템플턴, 키움증권 리서치센터

BENJI Investment 앱 이미지

자료: 프랭클린템플턴

BENJI 토큰 시장 규모



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

미국 국채 토큰화②: 블랙록 – BUIDL

프랭클린템플턴에 이어 세계 최대 자산운용사인 블랙록도 2024년 3월 미국 단기국채, 현금 등의 자산에 투자한 머니마켓펀드를 토큰화한 상품인 'BUIDL'을 출시하였다. 대표적인 전통 금융기관으로 평가받는 블랙록이 자산토큰화 상품을 선보이자 시장의 반응은 즉각적이었다. 실제로 BUIDL은 출시 1주일 만에 약 6배에 달하는 성장을 기록했으며, 6주 후에는 프랭클린템플턴의 FBOXX의 시장 규모를 뛰어넘었다. 2025년 8월 1일 기준으로 BUIDL은 자산토큰화 시장 내에서 가장 큰 비중인 약 24억 달러 규모로 성장한 것을 확인할 수 있다.

BUIDL은 미국 국채 등을 기초자산으로 하는 머니마켓펀드를 토큰화 한 것인 만큼 기본적인 구조는 프랭클린템플턴의 FBOXX와 유사하다. 그럼에도 불구하고 BUIDL이 더 빠르게 시장을 확대할 수 있었던 이유는 가상자산 기업 에테나(Ethena)가 해당 토큰을 담보로 활용한 스테이블코인(USDtb)을 발행하였기 때문이다.

BUIDL 주요 특징

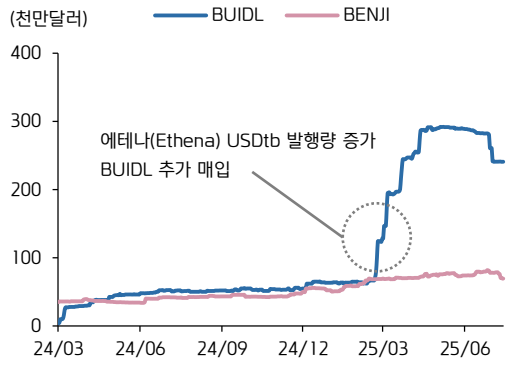
구분	내용
펀드 명	BlackRock USD Institutional Digital Liquidity Fund
펀드 설명	총 자산의 최소 99.5%를 미국 정부 채권, 현금 및 미국 정부 채권이나 현금으로 전액 담보된 환매조건부채권에 투자
펀드 개시일	2024.03.20
투자자 유형	적격투자자(Qualified Purchaser)
투자 최소 금액	$5M
토큰화 방식	– 실물 펀드 지분을 기반으로 1:1 토큰화 – 펀드 수익 자동 적립 및 온체인 전송 기능 – 스마트컨트랙트 이용
기반 블록체인	Ethereum, Aptos, Avalanche, Solana 등

자료: Securitize, 블랙록, 키움증권 리서치센터

Securitize 플랫폼 내 BUIDL 투자 설명 이미지

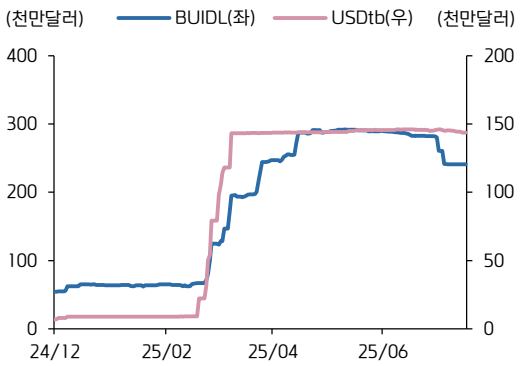
자료: Securitize

BUIDL • BENJI 시장 규모



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

BUIDL • USDtb 시장 규모



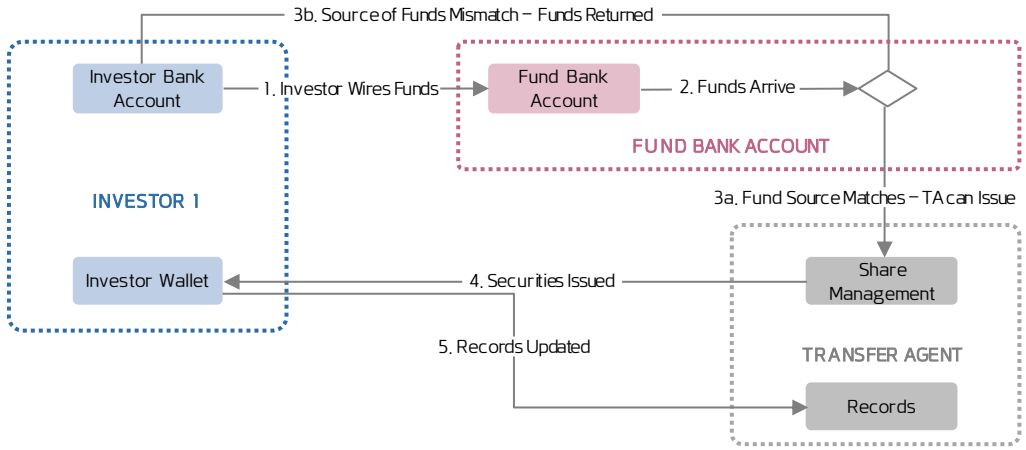
자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

그렇다면, BUIDL이 가상자산 업권에서 주목을 받았던 이유는 무엇이었을까? 다양한 이유가 있겠지만, 자산토큰화의 고유한 특성에서 보았을 때 블랙록이 블록체인 인프라를 보다 적극적으로 수용하였다는 점을 생각해 볼 수 있다.

구체적으로 살펴보면, 일단 블랙록은 BUIDL의 토큰 발행과 이자 지급 등 전반적인 운용 과정에서 블록체인을 활용한 디지털증권 발행 및 거래 플랫폼인 Securitize와 협력하고 있다. Securitize는 SEC의 규제를 충족한 플랫폼이다. 이로 인해 투자자는 Securitize 플랫폼을 통해 규제 리스크 없이 토큰을 직접 구매하거나 환매할 수 있고, 블랙록은 규제 요건을 충족하는 스마트컨트랙트 기술을 활용하여 펀드에서 발생한 이자 수익을 매일 자동으로 투자자에게 지급 등의 효율성을 누릴 수 있다.

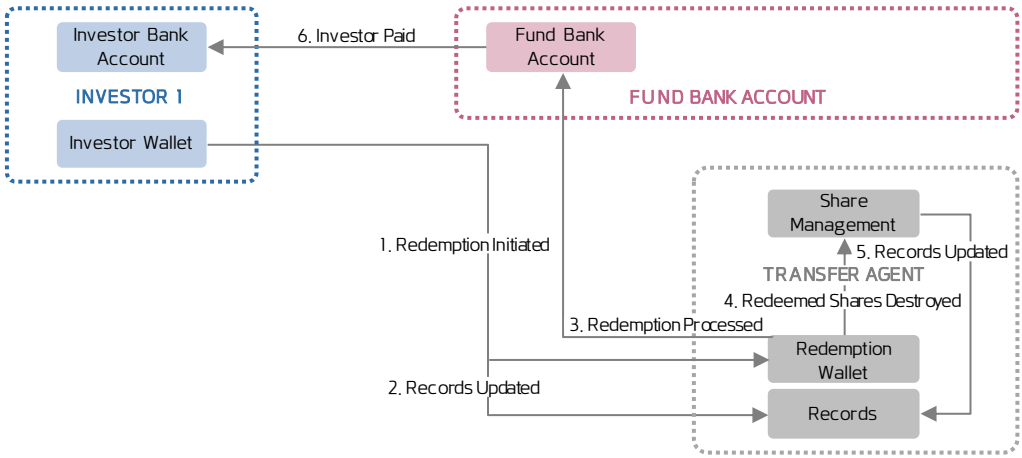
여기에서 더 나아가 블랙록은 출시 약 1달만에 USDC 발행사인 서클(Circle)과 협력하여 미국 달러 기반의 스테이블코인인 USDC를 이용한 환매 서비스를 시작하였다. 이에 따라 투자자는 시간과 장소에 구애 받지 않고 보유한 토큰을 서클를 통해 환매할 수 있으며, 블록체인 기반 스마트컨트랙트 기술을 통해 USDC로 즉시 지급을 보장받는다. 이를 위해 서클은 BUIDL 환매 전용으로 1억 달러 규모의 USDC 유동성 풀을 마련해 운용한다. 결국 BUIDL만의 이러한 특징들이 스테이블코인 발행 담보 자산으로 수용될 수 있었던 이유라고 생각해볼 수 있다.

USD를 이용한 BUIDL 투자 프로세스



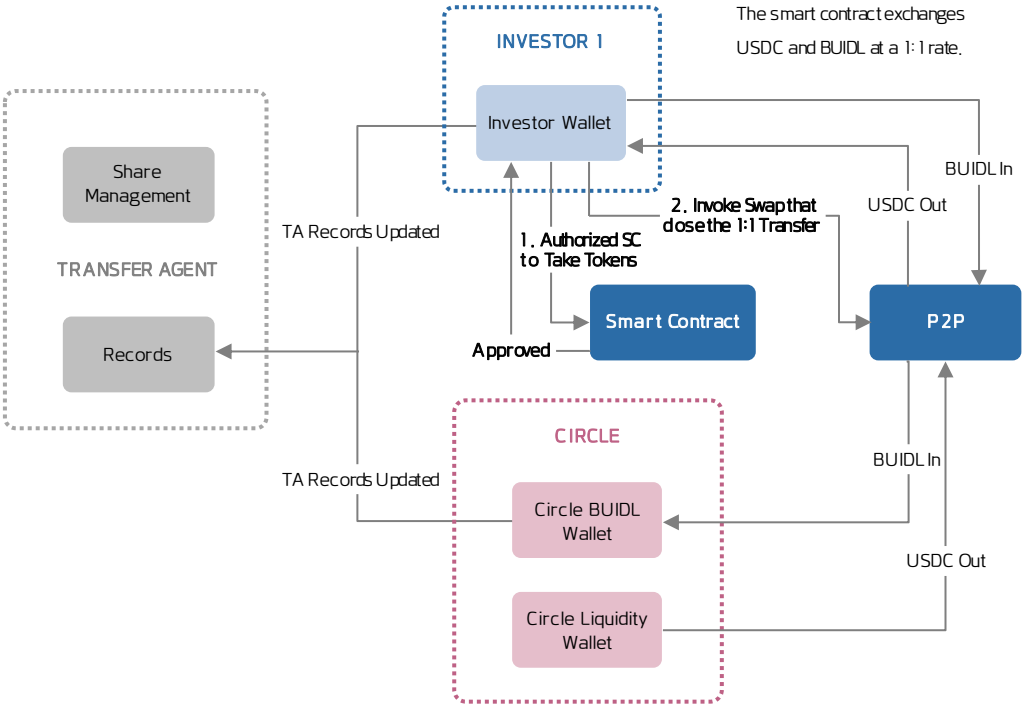
자료: Securitize, 키움증권 리서치센터

BUIDL 토큰 USD 환매 프로세스



자료: Securitize, 키움증권 리서치센터

USDC를 활용한 BUIDL Secondary Market 프로세스

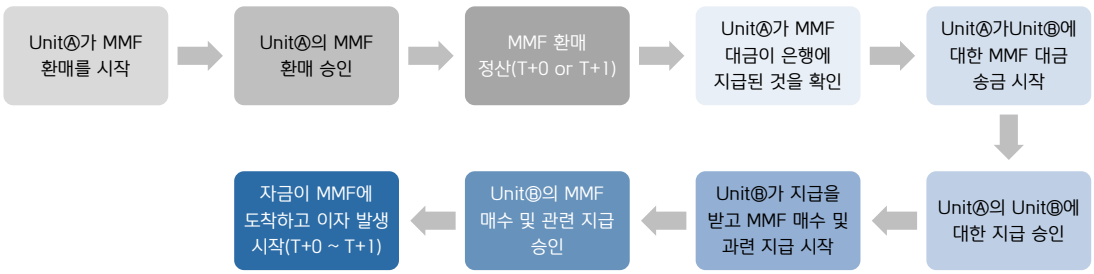


자료: Securitize, 키움증권 리서치센터

종합적으로 고려해 보았을 때, BUIDL 은 스마트컨트랙트 기술과 스테이블코인을 활용하여 기존 금융 인프라에 블록체인의 장점을 효과적으로 융합한 대표적인 자산 토큰화 사례로 바라볼 수 있다. 실제로 BUIDL 은 미국 국채를 기반으로 한 자산토큰화 상품 가운데 여전히 시장의 높은 관심을 받고 있으며, 향후 시장 규모의 지속적인 확대도 전망되고 있다.

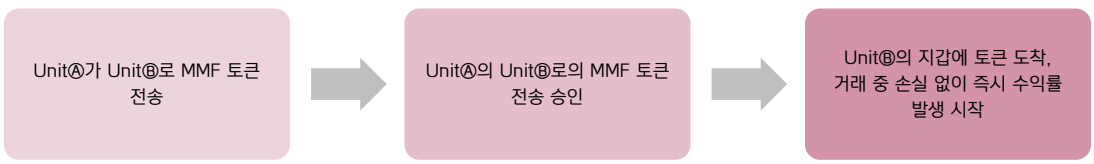
다만, 현재의 BUIDL은 적격투자자(Qualified investor)로 대상이 제한되어 있다는 점은 아쉬운 요소 중 하나이다. 그렇지만 블랙록의 CEO 래리핑크(Larry Fink)가 모든 자산이 토큰화될 수 있다고 언급하는 등 긍정적인 시각을 보여주고, 관련 제도가 정비되고 있다는 점을 생각해본다면, 향후 블랙록에서 다양한 자산토큰화 상품들이 출시될 수 있다고 판단한다.

전통적인 머니마켓펀드 거래 프로세스 예시



자료: 프랭클린템플턴, 키움증권 리서치센터

토큰화된 머니마켓펀드 거래 프로세스 예시



자료: 프랭클린템플턴, 키움증권 리서치센터

>>> 주식의 토큰화

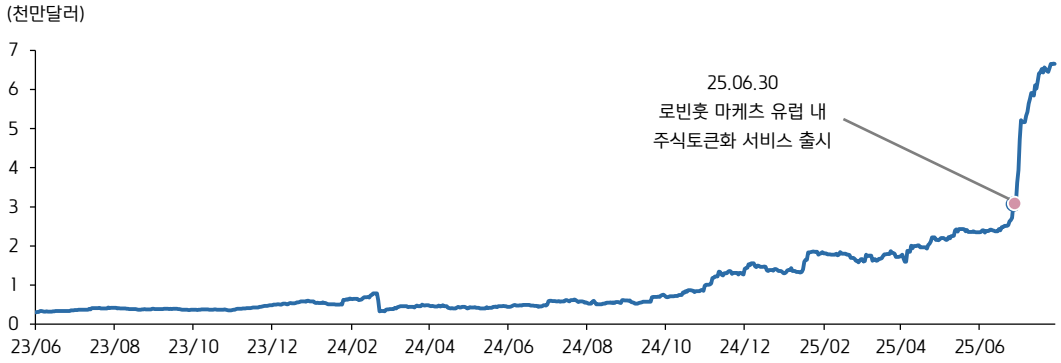
이렇듯 다양한 기관들이 자산토큰화를 통해 투자자들의 접근과 거래 효율성을 모색하고 있다. 그리고 이는 전통금융과 가상자산 시장 간의 경계가 약화되고 있음을 보여준다. 이러한 상황 속에서, 최근 시장에서는 주식 토큰화 등 전통적인 금융 거래 방식에 블록체인 인프라를 접목하여 거래 비용 및 시간 감소, 효율성 제고 등을 목적으로 주식토큰화 사례가 주목 받고 있다.

일례로 미국의 대표적인 핀테크 기업 '로빈훗 마케츠(Robinhood Markets)'는 2025년 6월 30일 유럽 지역 고객을 대상으로 미국 주식 토큰화 서비스를 공개 하였다. 발표에 따르면, 로빈훗 마케츠는 유럽 고객에게 미국 주식과 ETF는 물론 비상장 주식까지 토큰 형태로 제공하며, 환전 수수료 외 별도의 거래 비용 없이 주 5일 24시간 거래 서비스를 지원할 계획이다.

물론, 비상장 주식을 토큰화하여 제공하겠다는 서비스에 대해서는 일부 우려의 목소리도 제기되었다. 실제로 EU 규제 당국이 해당 서비스의 적절성과 법적 요건을 점검하기 위한 조사에 착수한 것으로 전해지면서 시장 내 불확실성이 커지는 양상을 보이기도 하였다. 따라서 로빈훗 마케츠가 향후 주식 토큰화 시장에서 주도권을 확보할 수 있을지는 좀 더 지켜볼 필요가 있다.

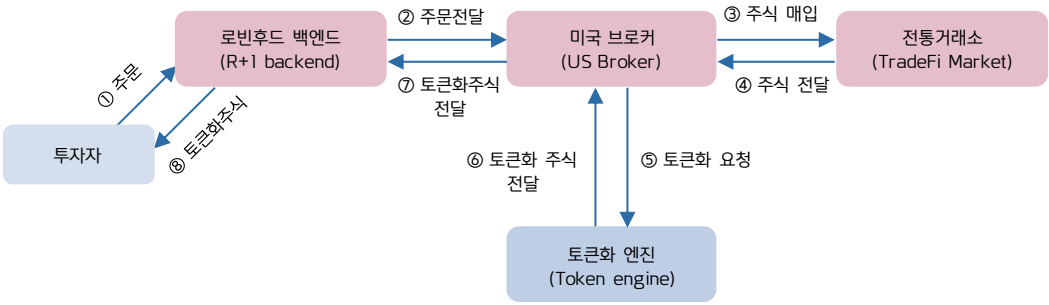
그럼에도 기존 주식 거래 플랫폼이 주식 토큰화 서비스에 본격적으로 진입한 사례라는 점에서 시장의 관심은 뜨겁다. 이에 유사한 서비스를 이미 제공하고 있었던 가상자산 기반 플랫폼들에 대한 시장의 시선도 이어지고 있다. 이와 관련된 대표적인 사례로는 미국의 규제 체계 안에서 운영되고 있는 '다나리(Dinari)' 플랫폼을 살펴볼 수 있다.

상장주식 토큰화 시장 규모



자료: rwa.xyz, 키움증권 리서치센터

로빈훗 마케츠의 주식토큰화 운영 프로세스



자료: 로빈훗마케츠, 키움증권 리서치센터

주식 토큰화 플랫폼: 디나리(Dinari)

디나리는 미국 증권거래위원회(SEC)로부터 양도대리인(Transfer Agent: 소유권 변경 기록, 발행사의 증권 보유자 기록 유지, 증서 취소 및 발행, 배당금 분배의 역할 수행) 라이선스를 취득한 플랫폼이다. 해당 플랫폼은 미국 상장 주식 및 ETF를 토큰화하여 미국 외 해외 투자자들이 보다 쉽게 미국 주식에 접근할 수 있도록 서비스를 제공하고 있다.

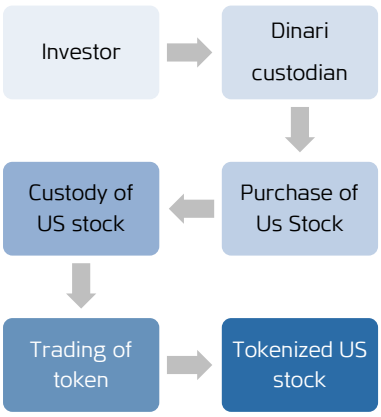
디나리에 따르면 토큰화된 미국 주식은 'dShares'라 표기하며, 이는 디나리가 실제로 매입한 미국 주식과 1:1비율로 담보된다. 이를 가능하게 하기 위하여 디나리는 블록체인의 스마트컨트랙트를 활용해 실시간으로 100% 담보 비율을 유지할 수 있도록 시스템을 설계하였다. 또한, 이에 대한 투자자 신뢰 확보를 위해 담보 주식의 보유 내역은 홈페이지에 투명하게 공개하고 있다.

dShares는 실물 주식에 담보되므로, 토큰 보유자는 해당 주식에서 발생하는 배당금 등을 지급받으며 간접적으로 미국 주식에 투자한 효과를 누릴 수 있다. 다만, 주식의 실질 보유자는 디나리 플랫폼이며 토큰 보유자에게는 주주의결권이 부여되지 않는다. 이와 관련하여 디나리는 주주의결권을 보장하기 위해서는 신원확인절차(KYC), 투자자 등록 등의 복잡한 규제 요건이 수반되기 때문이라고 설명하고 있다.

주주의결권은 보장되지 않지만, 디나리 플랫폼을 이용할 경우 증권 계좌 없이도 블록체인 지갑(Wallet)과 스테이블코인을 통해 주식 거래가 가능하다. 따라서 디나리는 주식 계좌를 개설하기 어려웠던 해외 투자자들에게 미국 주식 투자에 대한 새로운 수단으로 기능할 수 있다는 강점을 가지고 있다고 볼 수 있다.

한편, 디나리는 2025년 6월 주식 등의 금융상품 토큰화 플랫폼 중 최초로 SEC로부터 브로커-딜러(Broker-Dealer: 증권·파생상품 등 금융 투자 상품 거래를 중개하거나 매매하는 사업자가 금융당국으로부터 취득해야 하는 면허) 라이선스를 취득하였다고 발표했다. 이를 통해 동사는 미국 고객을 대상으로 금융투자상품의 거래 지원이 가능해졌다고 밝히며, 새로운 디지털 중개 서비스 구축을 추진 중이라고 설명하였다. 물론 구체적인 내용이 공개되지는 않았지만, 2025년 3분기 중 출시를 예정하고 있다. 따라서 연내 미국 고객을 대상으로 블록체인 기반의 새로운 주식 투자 방식이 본격화될 것으로 전망된다.

디나리 주식토큰화 프로세스



자료: 디나리, 키움증권 리서치센터

디나리에서 바라본 자산토큰화 장점

자산토큰화 장점	내용
유동성·접근성 향상	- 부동산, 예술품 등의 자산의 유동성 증진으로 다양한 투자자 참여
거래의 투명성과 보안	- 투명성과 보안성이 높은 블록체인 기술 활용 가능 - 원장시스템으로 모든 매수, 매도 및 이체 추적과 공개적 접근으로 투명성 제공
분할형 금융서비스 접근성	- 소수점 투자 등 분할형 금융 서비스 접근성 향상
블록체인을 활용한 소유권 및 출처관리	- 자산 관리가 용이해짐에 따라 진위 여부, 소유권 이전 과정 간소화
공급망 관리의 효율성	- 자산 이동의 모든 단계 축적 및 검증 시 비용 및 시간 절감

자료: 디나리, 키움증권 리서치센터

>>> 자산토큰화 시장 성장의 열쇠는 무엇인가

자산토큰화는 블록체인을 기반으로 다양한 실물 자산과 금융 상품을 디지털 토큰 형태로 전환함으로써 금융 시장 전반의 혁신을 이끄는 핵심 주제로 주목받고 있다. 특히 부동산, 금, 채권, 주식 등 다양한 자산들이 실제로 토큰화 되어 거래되면서 투자 접근성 향상, 유동성 확대, 거래 효율성 제고 등의 긍정적인 요소들이 확인되었다. 이에 전통 금융기관들이 해당 시장에 본격적으로 참여하기 시작하였고, 자산토큰화는 제도권 금융과 디지털자산 시장 간의 연결을 강화하는 시작점으로 기능하고 있다.

결국, 이러한 흐름이 장기적 이어진다면 기존 금융 시스템 체계에 다양한 변화가 나타날 것으로 보인다. 예컨대 실시간 결제 및 청산, 블록체인의 스마트컨트랙트 통한 자동화된 배당 지급 등은 기존 금융 인프라의 비효율성을 개선하는 데 기여할 가능성이 높다. 더 나아가 법정화폐 기반 스테이블코인과 결합될 경우, 국가 간 자본 이동 및 국제결제 측면에서도 혁신적인 변화를 기대해볼 수 있다.

다만, 자산토큰화가 안정적으로 자리잡기 위해서는 몇몇 과제들이 우선적으로 해결되어야 한다. 첫째, 자산토큰화는 블록체인 기반으로 전 세계 투자자를 대상으로 한다는 특성을 갖고 있는 만큼 글로벌 공통 규제 체계의 확립이 필요하다. 두번째로는 해킹, 스마트컨트랙트 오류 등 기술적 위험에 대한 대응 방안을 통해 투자 신뢰성도 확보해야 한다. 이 외에도 실물 자산과 디지털 토큰 간의 법적 연계성 확보 역시 중요한 선결 과제 중 하나이다.

다행히 최근 미국을 비롯한 주요 국가에서 관련 규제 환경을 정비하며 과제를 해결해 가는 모습을 보여주고 있다. 이에 따라 주요 금융기관들도 자산토큰화 및 가상자산을 본격적으로 받아드리고 있는 상황으로 자산토큰화 시장 성장이 전망된다. 실제로 골드만삭스는 토큰화가 되돌릴 수 없는 금융시장의 흐름이라고 평가하며 머니마켓펀드 토큰화 사업에 참여할 계획임을 밝혔다. 아울러 JP모건은 가상자산 담보대출 출시와 스테이블코인 도입, 가상자산거래소 코인베이스와의 협력 등의 사업을 추진하고 있다.

한편, 가상자산 시장에서도 전통 금융 영역으로의 확장 움직임이 이어지고 있다. 대표적으로 USDC 발행사인 서클이 미국 통화청감독청(OCC)에 신탁은행 라이선스를 신청하며 자산을 직접 수탁하는 사업을 계획하고 있는 것으로 보인다. 더불어 리플(XRP) 발행사 리플랩스도 신탁은행을 신청한 것으로 알려졌다. 이 외에도 미국의 대표적인 가상자산 거래소 코인베이스 역시 미국 은행업 진출을 고려하고 있다는 소식과 주식 등 금융상품의 토큰화 서비스 출시를 준비하고 있다는 소식이 전달되었다. 비록 현재까지 가상자산 기업의 은행 라이선스 신청과 관련하여 미국 규제 당국의 공식적인 입장은 확인되지 않았다. 그래도 만일 승인될 경우 토큰화된 준비자산의 자체 보관 및 운용이 가능해질 것으로 예상되며, 이는 가상자산 시장에서의 자산토큰화 시장 규모 확대로 이어질 것으로 보인다.

이처럼 자사토큰화를 매개로 전통 금융시장과 가상자산 시장이 각자의 고유한 경계를 벗어나 서로의 영역으로 진입하는 흐름은 이미 현실화되고 있다. 이에 따라 두 시장은 서로 융합 되며 서로 간의 경계는 의미가 없어질 것으로 예상된다. 결론적으로 자산토큰화 시장을 주목하기 시작한 현재는 두 시장의 연결이 시작된 과도기적 단계이다. 따라서, 현 시점에서는 자산토큰화의 성장과 다양한 사례 그리고 이에 따른 미래 금융 인프라의 변화 방향성에 관심을 둘 필요가 있다고 판단한다.

전통금융시장과 가상자산 시장 간 사업 추진 현황

분류	기관	내용
전통 금융기관	JP 모건	- JP모건체이스, 블록체인 기반 자산의 거래·교환·이전·결제 서비스 출시 준비 과정에서 JPMD 이름의 상표 출원 - 미국 증권거래위원회(SEC)의 자산토큰화(RWA) 규제 대응 라운드테이블 참석 - 2026년 가상자산 담보 대출 서비스 출시 예정 - 홍콩 가상자산 거래·자문 서비스 라이선스 신청 - 코인베이스와 함께 체이스포인트 ⇨ USDC 전환 검토 - 코인베이스와 파트너십을 체결하고, 하반기부터 체이스 은행에서 발급한 신용카드로 코인베이스에서 가상자산 구입할 수 있는 서비스(은행-지갑 직결 시스템) 출시 준비
	골드만삭스	- BNY멜론과 함께 머니마켓펀드 토큰화 출시 준비
	Citi 그룹	- 스테이블코인 발행 검토 언급
	뱅크오브아메리카	- 고객 자산 이동에 스테이블코인 활용성 검토 - 실물자산 토큰화가 전통 금융 시스템의 한계를 극복할 수 있는 수단이라고 평가
	찰스슈왑	- 가상자산 현물 거래 서비스 출시 준비
	로빈훗 마케츠	- 유럽 사용자를 위한 미국 주식 및 ETF 토큰화 서비스 출시 - 블록체인의 스마트컨트랙트 기술을 이용하여 24/7거래 지원 준비
가상자산 관련 기관	디나리	- 브로커-딜러 라이선스 취득 - 3분기 중 미국 고객을 대상으로 금융상품 거래 지원 준비
	서클	- 신탁 은행업 라이선스 신청서 제출
	리플랩스	- 신탁 은행업 라이선스 신청서 제출
	코인베이스	- 미국 내 은행업 진출 검토 중 - 실물자산 토큰화, 주식 등 금융상품 토큰 판매 등의 내용이 담긴 전통 금융을 블록체인으로 통합하는 '에브리싱 익스체인지' 계획 공개
	비트고	- 미국 IPO 추진
	BNB 체인	- 온도파이낸스와 협력하여 미국 주식, ETF, 펀드를 토큰화해 직접 투자할 수 있는 서비스 제공 예정

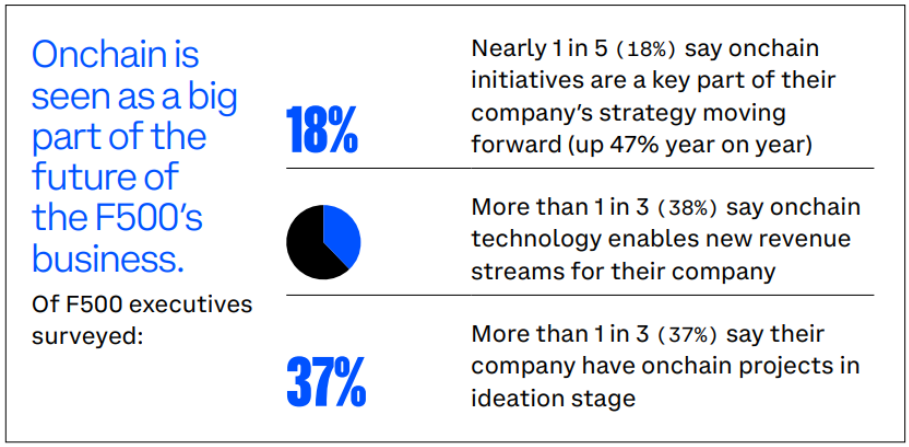
자료: 언론사 정리, 키움증권 리서치센터

III. 가상자산 도입, 금융 시스템 대전환 시대

>>> 블록체인 프로젝트, 미래 주요 과제로 부상 중

블록체인 기술과 가상자산 도입이 활성화되면서 기존 시스템을 대체하는 움직임도 점차 나타나고 있다. 포춘 500대 기업의 경영진 중 18%가 온체인 이니셔티브(블록체인 기반 프로젝트)가 기업 미래 전략에 중요한 부분을 담당한다고 답했는데, 이는 전년대비 47% 증가한 수치이다. 또한, 38%의 응답자는 온체인 이니셔티브가 새로운 수익원이 될 수 있다고 답했으며, 37%는 온체인 프로젝트를 구상하는 단계에 있다고 밝혔다.
온체인 이니셔티브의 예상되는 잠재적인 사용처로는 지급결제(Payment/Settlement)가 1순위로 선정되었으며, 뒤이어 데이터 수집 관리(Data Collecting Management, 사용자 인증(Identity Management) 등의 순이었다.

포춘500대 기업 대상 온체인 이니셔티브 활용도에 대한 설문조사



자료: 코인베이스, GLG Research, 키움증권 리서치센터

포춘500대 기업 대상 온체인 이니셔티브 활용도에 대한 설문조사

	Top types of onchain initiatives in progress	Areas of fastest growth year on year	Potential use cases
①	Payments/ settlement (47%)	Cross border transfers (31%)	Payments/ settlement (52%)
②	Supply chain management (44%)	Corporate treasury (21%)	Data collection management (38%)
③	Blockchain infrastructure (40%)	Crypto investment product development (19%)	Identity management (36%)

자료: 코인베이스, GLG Research, 키움증권 리서치센터

>>> 블록체인을 가장 먼저 도입한 금융업계, 효율성 향상 기대

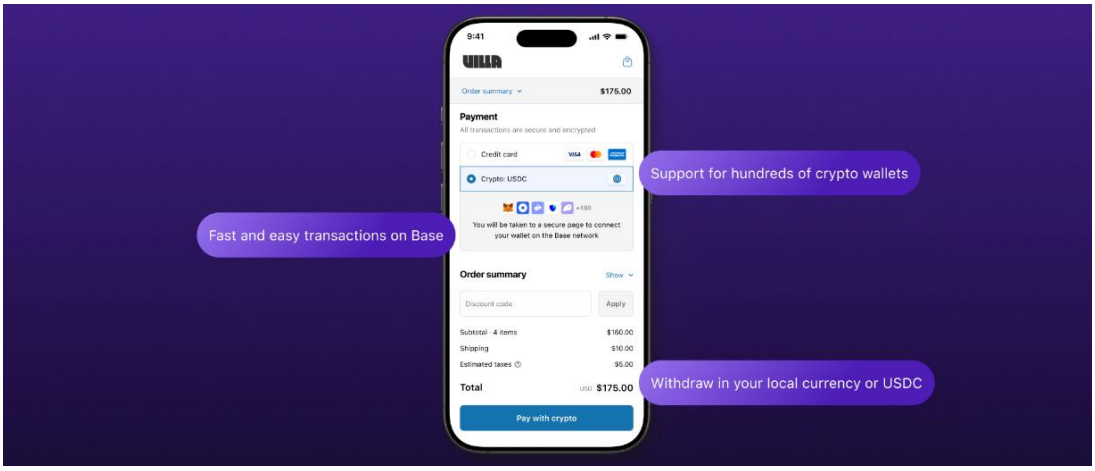
블록체인 기술은 공급망 관리나 데이터 인증 등 다양한 영역에서 사용되고 있으나, 가장 활발하게 사용되고 있는 곳은 금융 업계이다. 금융업은 상대적으로 높은 보안성과 네트워크의 효율성이 요구되는데, 이러한 특성으로 블록체인 기술의 도입 시의 효용도 타 산업보다 더 크기 때문이다. 블록체인 기술을 활용한 사업은 대부분 가상자산에 집중된 모습이었으나, 최근에는 기존 금융 시스템 및 인프라를 대체하고자 하는 움직임도 두드러지고 있다.

블록체인 기술 도입의 진척도가 가장 높은 영역은 지급결제이다. 과거 가상자산을 활용한 결제는 높은 편의성에도 불구하고 가격 변동성이 크다는 이유로 주목받지 못하였지만, 최근에는 스테이블코인의 활용도가 대두되면서 가상자산을 이용한 결제 시장이 빠르게 커지고 있다.

가상자산 결제 시장의 대표주자는 코인베이스다. 코인베이스는 서클이 발행한 달러 스테이블코인인 USDC를 활용한 결제 솔루션 Coinbase Payments를 구축하였으며, 전자상거래 플랫폼 Shopify와의 제휴를 통해 USDC 결제 서비스를 제공 중이다. Coinbase Payments는 블록체인 기술을 활용하여 기존 결제 시스템의 비효율성을 상당 부분 해결할 수 있다고 설명한다.

파트너사 Shopify 역시 USDC 결제 서비스 도입에 적극적인 모습이다. Shopify는 스테이블코인 USDC 결제를 도입한 판매자에게 USDC 주문액의 최대 0.5%의 리베이트를 돌려준다. 기존 결제 시스템보다 중개수수료 비용을 절감할 수 있기 때문에, 이를 사용자에게 돌려주면서 시장 점유율을 빠르게 확보하려는 움직임으로 보인다.

Shopify의 USDC 결제 화면



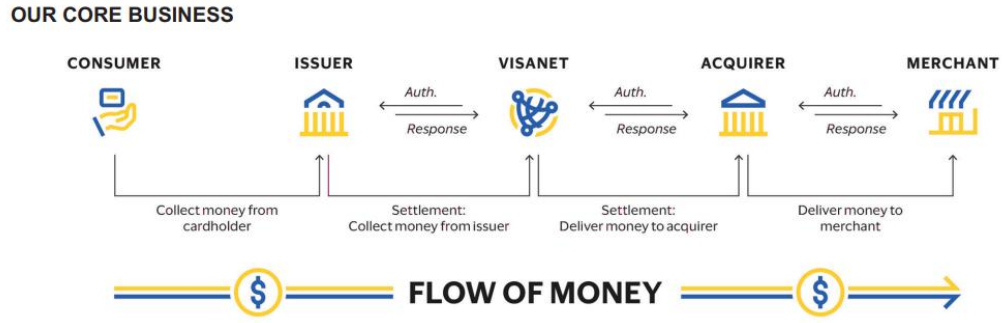
자료: Shopify, 키움증권 리서치센터

블록체인 기술을 활용한 Coinbase Payments 는 기존 결제 시스템보다 프로세스 참여자가 적고, 이에 따라 비용 절감이 가능하다는 것이다. 다자간 인증으로 여러 단계에 걸쳐 진행되었던 결제 프로세스가 간소화되면서 보안 취약점이 적어지는 것은 물론 중개수수료가 절감된다.

미국의 경우, 비자와 마스터카드 등 주요 업체들은 결제 시스템에 4 자 모델을 채택하고 있다. 4 자 모델은 구매자/판매자/발행은행/매입은행 등이 주요 참여자로 분류되며, 카드 네트워크 등 인프라를 제공하는 주체 역시 강력한 협상력을 가지고 있다. 결과적으로 기존 결제 프로세스에서 구매자와 판매자는 송금 과정을 중개하는 발행은행/매입은행/카드네트워크 등에 제반 비용을 부담해야 한다.

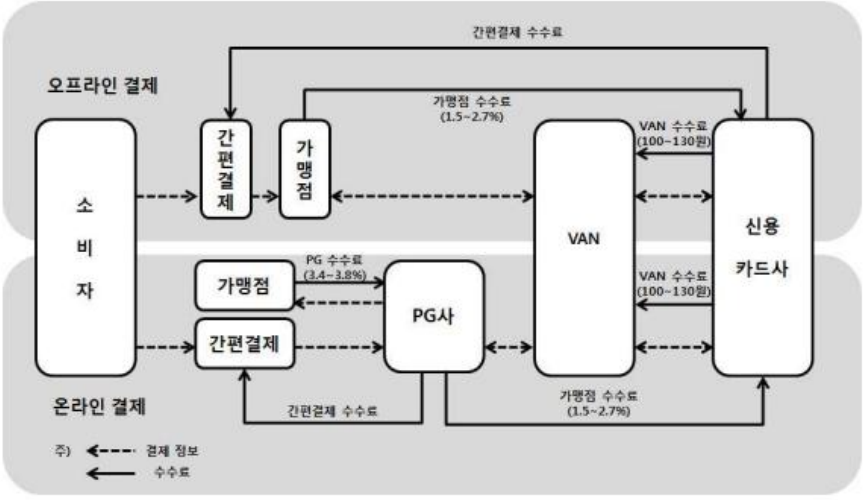
글로벌 결제 시에는 외환 취급 은행이 추가되어야 하며, 우리나라 전자상거래의 경우에는 VAN 사와 PG 사 등도 중간 과정의 일정 부분을 담당한다. 신용 거래가 아닌 현금 결제로 중개 업체가 필요하지 않더라도 자체적인 가맹점 네트워크 기반의 결제만 가능해 확장성이 제한된다는 단점이 있다.

VISA의 결제 시스템 예시 도식화



자료: VISA, 키움증권 리서치센터

모바일 신용카드 간편결제 구조 도식화

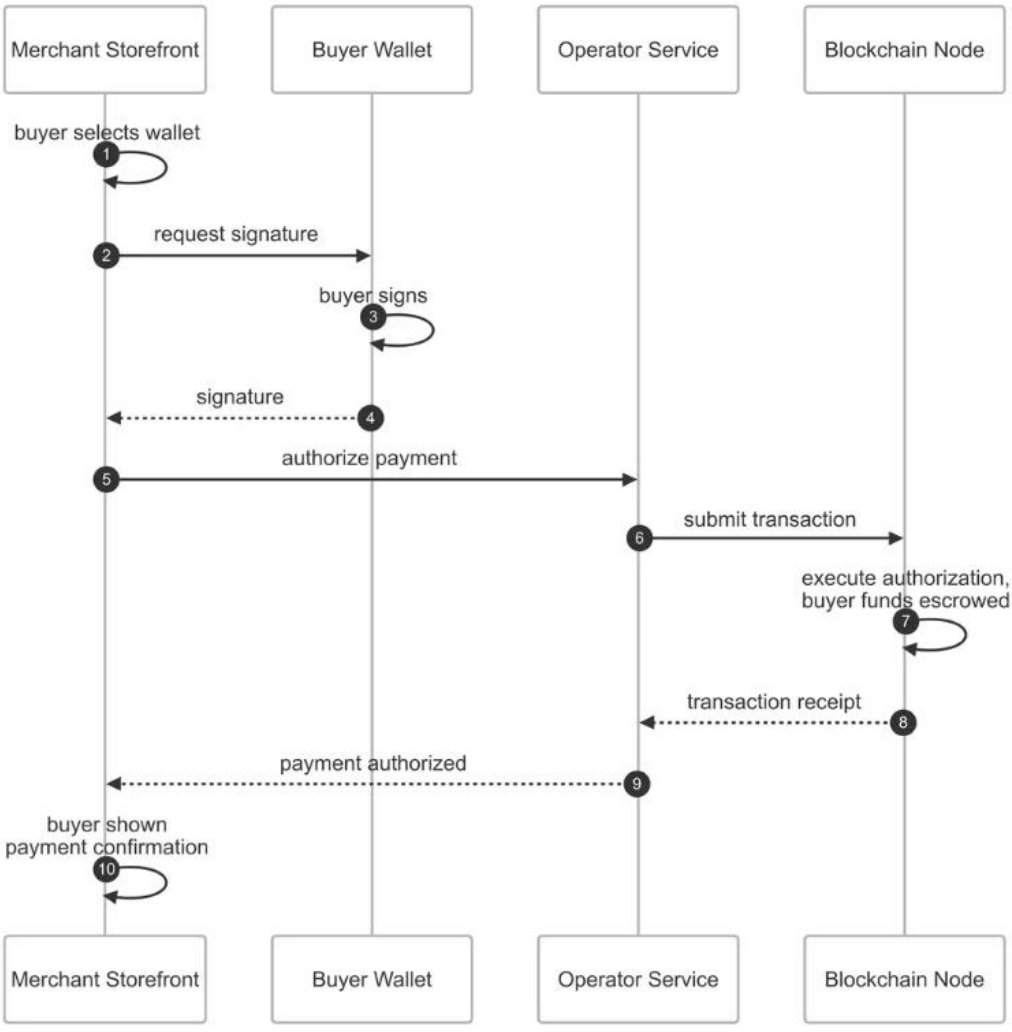


자료: BNK금융연구소 "모바일 결제의 발전이 신용카드업에 미치는 영향", 키움증권 리서치센터

반면 Coinbase Payments 는 여러 중개자를 거치지 않고 블록체인 네트워크만을 통해서 결제가 이루어진다. 구매자의 USDC 가 네트워크 상 에스크로 계좌를 거쳐 판매자의 암호화폐 지갑으로 입금되는 구조이며, 발행은행과 매입은행 등이 아닌 Operator Service 라는 주체가 판매자/구매자를 블록체인 노드(네트워크)를 연결 및 관리하는 역할을 한다. 해당 과정에서 Operator Service 의 주체와 Blockchain Node 는 코인베이스와 Base 체인의 사용자들이므로, 사실상 코인베이스가 독자적으로 결제 시스템 인프라를 형성한다고 볼 수 있다.

즉, 기존 결제 시스템에서 다양한 중개자들로 인해 발생했던 비효율성을 해소할 수 있는 것이다.

Coinbase Payments의 결제 시스템 예시 도식화



자료: 코인베이스, 키움증권 리서치센터

>>> 기존 결제 기업도 스테이블코인 관련 사업 준비 중

기존 결제 서비스 기업들도 스테이블코인 관련 사업을 다수 진행 중이다. 대표적 글로벌 결제 사업자인 비자 역시 스테이블코인을 활용한 결제의 잠재력을 확인하고 관련 사업을 준비 중이다. 준비 중인 주요 사업으로는 1) 결제 인프라의 현대화, 2) 국경 간 자금 이동 강화, 3) 프로그래밍 가능한 디지털 화폐 활성화, 4) 카드 시스템에서의 스테이블코인-법정화폐 전환 서비스 구축 등이다

결제 인프라의 현대화는 기존 결제 네트워크에서 스테이블코인을 활용한 결제가 가능하도록 하는 것을 의미한다. 비자는 2021년부터 USDC의 결제 플랫폼 도입을 시범 운영해왔으며, 최근까지 약 2.3억달러 이상의 USDC 결제를 처리해왔다. 향후 비자는 스테이블코인 결제 기능을 확대하여 주 7일 결제를 가능케 하고, 결제 인프라에 추가적인 스테이블코인과 블록체인 네트워크를 도입할 계획이다.

국경 간 자금 이동 강화는 비자의 자체 글로벌 송금 시스템인 비자 다이렉트의 인프라에 스테이블코인을 통합한다는 것이다. 비자 다이렉트는 여러 은행을 거치는 기존 외환 결제 시스템인 SWIFT와 달리 비자의 자체 결제망을 통해 카드 번호만으로 송금을 가능하게 하는 서비스이다. 비자는 비자 다이렉트 시스템에 스테이블코인을 도입해 결제 속도를 높이고 유동성을 확대시킨다는 계획이다.

프로그래밍 가능한 디지털 화폐 활성화란 블록체인 기술의 스마트 컨트랙트 기능을 통해 자동화된 금융 상품을 구축하는 것이다. 스마트 컨트랙트란 특정 조건이 충족되면 자동으로 실행되는 프로그램을 의미하는데, 특정 중개인 없이 거래 성립을 가능하게 해주는 블록체인의 핵심 기술 중 하나이다. 비자는 대출 자동화 등 새로운 금융 상품을 위한 인프라 구축을 준비 중이며, 이에 대한 일환으로 2024년 10월 은행의 법정화폐 기반 토큰 발행을 지원하는 비자 토큰화 자산 플랫폼(VTAP)을 출시하기도 했다.

스테이블코인-법정화폐 전환 서비스(On/off-ramp)는 스테이블코인 연계 카드를 통해 법정화폐/스테이블코인에 관계 없이 결제할 수 있도록 하는 것이다. 브릿지(Bridge)/반스(Baanx)/레인(Rain) 등 스테이블코인 결제 카드 발급 기업들과 연계하여 비자 카드로 결제한 것을 보유한 스테이블코인으로 정산이 가능하도록 하고 있다.

VISA의 스테이블코인 관련 사업 전략

주요 전략	주요 내용
결제 인프라 현대화 (Modernizing settlement infrastructure)	결제 인프라에 스테이블코인 결제 및 블록체인 네트워크 추가
국경 간 자금 이동 강화 (Enhancing cross border money movement)	국제 자금 이동 인프라이 스테이블코인 통합으로 송금 효율성 향상
프로그래밍 가능한 디지털 화폐 활성화 (Enabling programmable digital money)	스마트 컨트랙트를 통한 자동화된 금융 상품을 위한 인프라 구축
카드 시스템에서의 스테이블코인-법정화폐 전환서비스 구축 (Creating on and off ramps for cards)	결제 시스템에서 법정화폐와 스테이블코인의 상호 자동 전환 지원

자료: VISA, 키움증권 리서치센터

>>> 스테이블코인과 기존 결제 인프라, 상호 보완적 관계로 성장할 것

상술한 것처럼 블록체인 기술을 활용한 결제/송금 시스템은 중개자 수가 적어 기존 결제 시스템보다 효율적이다. 다만 현 시점에서는 블록체인 결제가 기존 결제 인프라를 완전히 대체할 것이라고 예상하기는 어렵다. 그 이유는 1) 블록체인 기술의 확장성 및 처리 속도 등 구조적 한계, 2) 사용자 경험 및 접근성 부족, 3) 결제 시스템 전환에 대한 인센티브 부족 등이다.

블록체인 기술은 블록체인 트릴레마라는 구조적 한계가 있다. 블록체인 트릴레마는 탈중앙화/보안/확장성을 동시에 모두 달성하기 어렵다는 것을 의미한다. 비트코인이나 이더리움 등 주요 블록체인은 다양한 참여자들이 트랜잭션을 검증하면서 탈중앙성과 보안성을 확보했지만, 처리 속도가 느리다는 명확한 한계점을 지니게 되었다. 비자 네트워크의 초당 거래 처리량(TPS)는 24,000건에 달하는 반면 비트코인/이더리움/엑스알피(리플)은 각각 7건/20건/1,000건에 불과하다. 최근 이러한 확장성 문제를 해결하기 위해 레이어2 등 다양한 기술이 도입되고 있지만, Coinbase payments의 TPS 역시 약 1,000건 수준으로 알려져 아직 확장성 측면에서 기존 결제 시스템을 대체할 것이라고 보기 어렵다.

VISA의 결제 시스템 유형별 초당 거래 속도

결제 시스템 유형	초당 거래 속도(Transactions Per Second)
VISA Network	24,000
Coinbase Payments (Base network, ETH L2)	1,000
Bitcoin	7
Ethereum	20
XRP(Ripple)	1,500

자료: VISA, 키움증권 리서치센터

사용자 경험 측면에서 진입장벽이 높다는 점도 극복해야 할 과제이다. 스테이블코인 결제는 사용자가 스스로 디지털 지갑을 설정하고 개인 키(Private key)를 안전하게 관리해야 하는데, 중앙 관리자가 없다는 특성상 이를 분실할 경우 자산을 되찾기 어렵다. 기존 결제 시스템은 카드사나 은행 등 중앙 관리자를 통해 카드나 비밀번호를 분실하더라도 재발급 등 해결 방안이 있다는 점과 대조적이다. 스테이블코인 결제가 비용 측면에서 효율적이지만, 사용자 입장에서는 새로운 방식을 익혀야 하는 동시에 위험을 떠안아야 한다는 점은 부담으로 작용할 수 있다.

결제 시스템 전환에 대한 인센티브가 크지 않다는 점도 사용자들의 빠른 결제 수단 변경을 기대하기 어려운 이유 중 하나이다. 카드 결제 시스템은 약 2~3%의 가맹점 수수료가 부과되지만 할인이나 할부 등 그에 상응하는 인센티브가 있으며 높은 수준의 신뢰도와 서비스를 제공한다. 스테이블코인 결제는 낮은 수수료를 기반으로 사용자에게 리베이트 등 인센티브를 지급하고 있으나, 초기 도입 비용과 낮은 신뢰도 등을 고려하면 그 유인이 아직까지는 충분하지 않다.

향후 스테이블코인은 기존 결제 시스템을 대체하기보다는 법정화폐와의 호환성을 확대시키면서 상호 보완적인 관계로 성장할 가능성이 높다. 블록체인 기술을 기반으로 한 결제 시스템은 보다 효율적인 송금이 가능할 지 모르나, 스테이블코인 시장 선점을 위해서는 기존 결제 인프라 시스템과의 연계가 가장 효과적인 방법이다. 또한, 기존 결제 사업자 역시 스테이블코인과의 연계를 통해 그 효용을 공유받을 수 있을 것이다.

VISA의 결제 시스템 예시 도식화

자료: VISA, 키움증권 리서치센터

코인베이스는 기존 결제 인프라를 대체하는 것이 아닌 USDC의 생태계를 확장시키는 것을 목표 중이다. 코인베이스의 CEO 브라이언 암스트롱은 기존 결제 서비스 업체를 경쟁자가 아니라 산업의 파트너로 생각한다고 언급한 바 있으며, 특히 비자와 연계하여 실물 카드 발급 및 스테이블코인 결제 서비스를 제공 중이다. 코인베이스 카드는 블록체인 네트워크가 아닌 비자의 네트워크를 사용하여 신기술의 이점을 누릴 수 없다. 그럼에도 코인베이스는 비자의 글로벌 가맹점 네트워크와 높은 신뢰도를 기반으로 USDC의 생태계를 확장하며, 이를 통해 글로벌 스테이블코인 사업자로서 우위를 점할 수 있게 된다.

비자의 목표는 블록체인 기술을 자체 네트워크에 통합하여 효율성을 향상시키는 동시에 스테이블코인과 전통 금융과의 가교 역할을 수행하는 것이다. 스테이블코인은 네트워크상에서는 효율적일지 몰라도 최종 사용자는 결국 법정화폐로 전환해야 한다는 라스트 마일 딜레마가 존재한다. 비자는 해당 시장을 선점하기 위해 다양한 스테이블코인 사업자와 연계하고 있는 것으로 보이며, 이에 따라 스테이블코인 생태계가 확장될수록 시장이 확대되는 효과를 누릴 수 있다.

결과적으로 블록체인 기술 기반 네트워크는 효율성이 높은 장점이 있지만 독자적으로 빠르게 확장하기는 어렵다는 단점이 있기에 기존 결제 시스템과 보완적인 관계로 성장할 것이다. 스테이블코인 사업자와 기존 결제 사업자 모두 스테이블코인 생태계 확장에 대한 공감대가 형성된 바 다자간의 전략적 제휴는 더욱 심화될 것이며, 이에 따라 스테이블코인 시장의 급격한 성장 및 시장 선점에 대한 경쟁 심화가 예상된다.

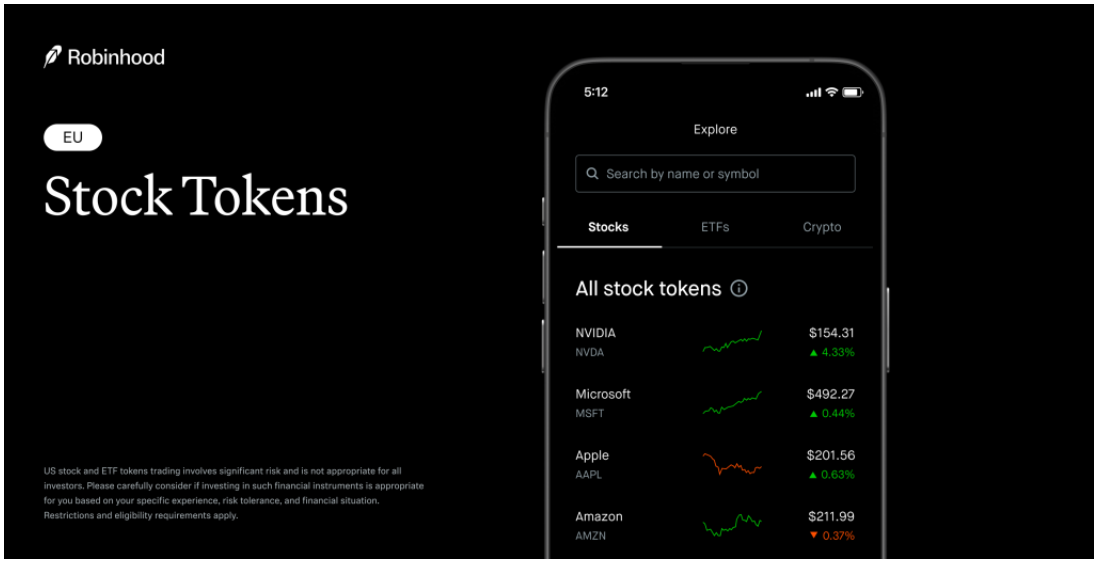
>>> 자산 토큰화로 투자 슈퍼 앱 Everything Exchange의 탄생

Everything Exchange는 코인베이스가 제시한 개념으로, 다양한 자산군을 하나의 블록체인 기반 네트워크에서 모두 거래할 수 있는 종합 금융 플랫폼을 의미한다. 코인베이스는 기존 암호화폐 거래소로 출발했으나, 최근에는 주식과 파생상품 등 실제 자산(RWA, real world asset)은 물론 예측시장 등에도 토큰화를 통해 진출하겠다고 선언했다. 블록체인 기술을 기반으로 모든 자산을 토큰화하는 것이 가능해졌으며, 이에 따라 투자의 슈퍼 앱이 되는 것을 목표 중이다.

주식 거래 플랫폼으로 유명한 로빈훗도 비슷한 목표를 가지고 있다. 주식 거래수수료 무료를 내세우며 '투자의 민주화'를 표방했던 로빈훗은 암호화폐 거래 서비스도 제공하고 있으며 최근에는 유럽 투자자를 대상으로 24시간 미국주식 토큰 거래 서비스를 런칭했다. 특히 토큰화 기술을 기반으로 SpaceX, OpenAI 등 비상장주식에 대한 토큰을 일부 투자자에게 지급하기도 하였으며, 향후 거래가 가능하도록 준비 중이다.

하나의 플랫폼을 통해 전통 금융 상품인 주식과 새로운 자산인 암호화폐 모두 거래가 가능하게 된 이유는 암호화폐에 대한 규제가 이전보다 크게 완화되었기 때문이다. 과거 미국 증권거래위원회(SEC)는 암호화폐는 증권으로 분류되며, 암호화폐와 거래소 등이 미국 증권법의 규제를 받아야 한다고 주장했다. 그러나 최근 SEC는 암호화폐가 증권이 아니라는 의견에 동의했으며 암호화폐 기업에 대한 소송을 철회하는 등 법적 다툼이 마무리되고 있다. 이후 미국 행정부의 친 암호화폐 기조가 이어지고 있는 바 코인베이스와 로빈훗 등의 기업들은 자산 토큰화 등 암호화폐 관련 사업을 확장하면서 이를 기반으로 모든 자산에 대한 거래가 가능한 플랫폼이 되겠다는 새로운 사업 전략을 구축한 것이다.

로빈훗의 유럽 투자자 대상 미국주식 토큰 거래 서비스 공개

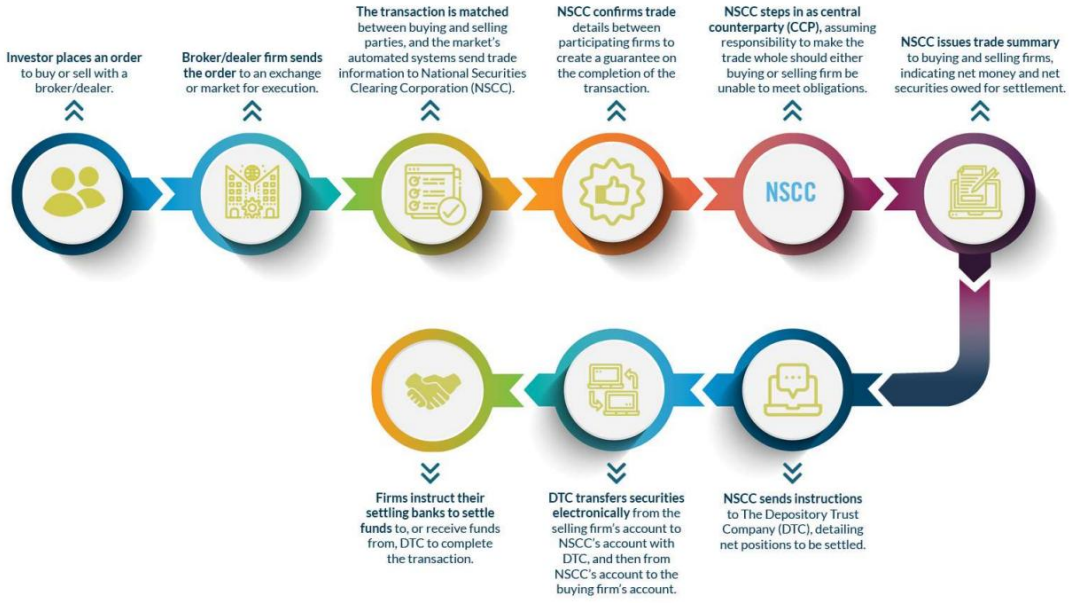


자료: Robinhood, 키움증권 리서치센터

>>> 기존 금융상품 거래 인프라 및 프로세스 전환 가능성

미국의 금융 상품 거래 프로세스는 거래 실행(Trade Execution) – 거래 청산(Trade Clearing) – 거래 결제(Trade Settlement) 순으로 이루어진다. 거래 실행 단계에서는 투자자가 증권사(Broker-Dealer)를 통해 주문을 제출하여 거래소 등의 시스템에서 매매가 이루어지는 과정을 의미한다. 거래가 정상적으로 시행되었다면 청산 및 결제 단계로 넘어가는데, 이 때 청산소(Clearing House)는 중앙 거래 상대방(CCP, Central Counterparty)의 역할을 하여 계약 불위행 위험을 제거하여 시장 신뢰도를 높이는 역할을 한다. 미국의 경우 NSCC(National Securities Clearing Corporation)가 해당 역할을 수행한다. 이후 순액화(netting) 과정을 거쳐 증권 예탁기관(DTC, the Depository Trust Company)에서 최종 거래 결제가 실행되며 거래 프로세스가 마무리된다. 위와 같은 결제 과정의 복잡성과 리스크 관리 등을 위해 거래 실행과 결제 간의 일정 기간(T+1일)의 간격을 두고 있다.

미국 금융 상품 결제 프로세스



자료: DTCC, 키움증권 리서치센터

규제가 적용되는 전통적인 금융 상품은 위와 같은 프로세스를 거치면서 거래가 이루어지지만, 암호화폐의 거래 및 결제 프로세스는 청산소나 예탁기관 등을 거치지 않는다. 중앙화된 암호화폐 거래소(CEX, Centralized Exchange) 내에서의 거래는 블록체인 네트워크를 거치지 않는 오프체인(Off-chain) 거래 방식을 사용하는데, 이는 거래가 이루어지더라도 투자자의 지갑으로 실제로 해당 자산을 전송하는 대신 투자자의 거래소 계좌 잔고 숫자만 변경하는 방식이다. 거래의 청산 및 결제는 자체적인 내부 시스템을 통해 계좌에 즉각적으로 반영되어 결제 주기가 없어 바로 출금이 가능하다. 오프체인 거래 방식으로 투자자의 계좌에 실제 암호화폐를 보유하고 있는 것은 아니지만, 출금을 요청할 경우에는 해당 암호화폐 지갑 주소로 거래소가 출금을 진행하는 방식이다.

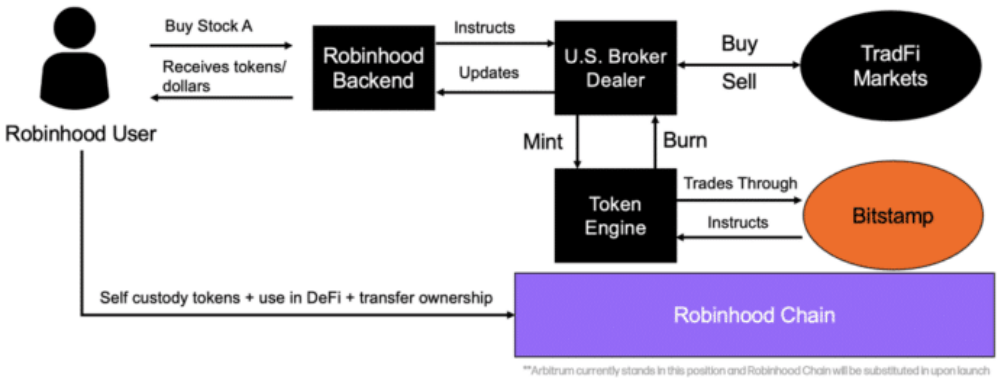
온체인 거래와 오프체인 거래의 비교

구분	온체인(On-Chain)	오프체인(Off-Chain)
데이터 저장 위치	블록체인 네트워크	자체 네트워크
보안성	높음	낮음
처리 속도	느림	빠름
비용	높음	낮음
활용 사례	암호화폐 전송, 스마트 컨트랙트, 거래소 전송, 결제 등	중앙화 거래소

자료: 코인미디어, 키움증권 리서치센터

블록체인 기술을 기반으로 자산 토큰화를 통해 전 자산군에 대한 거래가 가능한 Everything Exchange가 등장한다면 해당 거래소의 오프체인 거래 영역이 급격히 확장되어 청산소 등 기존 금융 상품 거래 인프라의 의미가 줄어들 가능성이 있다. 미국주식 토큰화 거래 서비스를 런칭한 로빈후의 경우, 투자자가 미국주식 토큰 매수 시 로빈후은 실제 주식을 매수하고 이를 기반으로 토큰을 발행하여 투자자에게 지급하는 방식이라고 설명한다. 다만 토큰 거래는 24시간 연중무휴로 진행되어 실제 주식 시장이 휴장하는 경우 매매 시점의 차이가 발생하게 되며, 이 때는 오프체인 거래로 진행될 수 밖에 없다. 결과적으로 주식 토큰 거래 중 실제로 전통 거래소와 청산소에 전달되는 주문은 매우 적을 것으로 예상되며, 이에 따라 전통 금융 인프라의 유동성은 감소하는 반면 로빈후드의 유동성 및 경쟁력은 크게 증가할 것으로 전망해볼 수 있다.

로빈훗의 주식 토큰화 프로세스



자료: Galaxy Research, 키움증권 리서치센터

>>> 결론: 전통 금융과 가상자산의 융합은 불가피. 핵심은 시장 선점

상술한 스테이블코인 결제 서비스 및 주식 토큰화 거래 등에서 볼 수 있듯이 가상자산은 블록체인 기술의 효율성과 확장성을 바탕으로 전통 금융 시스템에 빠르게 침투하고 있다. 전통 금융사들은 가상자산 관련 사업을 주요 성장 동력으로 선정하여 관련 사업을 준비 중이며, 가상자산 관련 기업으로 분류되던 업체들은 전통 금융사들의 사업 영역을 재해석하며 새로운 기회를 찾고 있다. 특히 그동안 가상자산 관련 사업 확장을 저해하는 요인이었던 당국의 규제도 점차 완화되고 있어 이러한 기조는 향후 더욱 급격히 전개될 것으로 예상된다.

새로 펼쳐지는 전통 금융과 가상자산이 융합되는 시장에서 가장 중요한 요인은 시장을 선점하는 것이라고 판단되는데, 금융업은 어떤 산업보다도 네트워크 효과가 크게 작용하기 때문이다. 금융업의 사업 모델은 거래의 매개체를 기반으로 하는 만큼 동일한 매개체를 사용하는 사람이 많을수록 유동성 확보가 용이하고 거래 가능 대상 증가에 따른 사용자 효용이 기하급수적으로 늘어난다. 이러한 특성으로 초기 시장에서 우위를 점한 사업자가 선도적인 지위를 이어나갈 가능성이 높다. 가상자산 시장은 규제 완화 스탠스에 힘입어 미국이 선도하고 있는 상황이지만 곧 국가간 경쟁으로 이어질 것으로 예상되며 시장 선점을 위해서는 국가와 기업 차원에서 전향적인 노력이 필요할 것이다.

미국 주요 기업들의 가상자산 관련 사업 전략

기업	가상자산 관련 주요 사업 전략
JP Morgan Chase	- 블록체인 사업부 Kinexys(구 Onyx) 운영 중 - 자체 스테이블코인 JPMD 발행 및 블록체인 예금 계좌 서비스 등 제공 - 탄소 배출권 등 실물자산 토큰화(RWA) 사업 준비 중
Goldman Sachs	- 기관 고객 대상 비트코인/이더리움 선물옵션 거래 서비스 제공 및 시장 조성자 역할 수행 - BNY Mellon 과 협업하여 MMF 의 토큰화 추진
Coinbase	- 토큰 주식 거래 서비스 런칭 및 RWA 시장 적극 진출 예정 - USDC 및 자체 블록체인 네트워크인 Base 활성화 계획
Robinhood	- 유럽에서 미국의 주식/비상장주식/ETF 등 다양한 금융상품의 토큰화 거래 서비스 제공 중 - 향후 토큰 거래, 대출, 스테이킹 등 다양한 암호화폐 기반 금융 서비스 제공 계획
VISA	- 서클의 USDC, 페이팔의 PYUSD 등 스테이블코인을 자체 결제 시스템에 통합할 계획 - 코인베이스, 로빈훗 등 암호화폐 기업과의 제휴 및 스테이블코인 결제 카드 발급
Mastercard	- 스테이블코인과 기존 결제 시스템 통합 - 복잡한 블록체인 지갑 주소를 간소화하는 Mastercard Crypto Credential 서비스 제공

자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

기업분석

코인베이스 글로벌 (COIN.US)
Not Rated
EVERYTHING EXCHANGE, all at once

로빈후 마케츠 (HOOD.US)
Not Rated
자산 토큰화 시장에서 가장 앞서있는 사업자

써클 인터넷 그룹 (CRCL.US)
Not Rated
USDC 발행량 증가에 따른 성장 기대

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

코인베이스 글로벌 (COIN.US)

EVERYTHING EXCHANGE, all at once

- 미국 내 가장 높은 점유율을 기록 중인 암호화폐 플랫폼
- 미국 정부가 주도하는 스테이블코인 시장에서 가장 주요한 사업자로 자리매김 중
- 암호화폐 외에도 주식, 파생상품 등 실물 자산 토큰화 거래 서비스 런칭 계획

SEC 의 Project Crypto, 암호화폐의 본격 제도권 진입

미국 증권거래위원회(SEC) 위원장 폴 앳킨스는 최근 연설에서 미국을 세계 암호화폐 수도로 만들겠다는 의지를 재차 표명했으며, “Project Crypto”의 출범을 알렸다. Project Crypto 는 미국 금융 시장이 온체인으로 전환될 수 있도록 관련 규정을 현대화한다는 내용이 담겨있으며, 암호화폐가 증권이 아니라는 것도 명확히했다. 특히 전통적인 증권과 암호화폐 관련 상품을 동시에 거래할 수 있는 “슈퍼 앱”의 등장을 돕겠다고도 언급했다.

코인베이스의 목표는 EVERYTHING EXCHANGE

Project Crypto 가 발표된 이후 코인베이스는 곧바로 Everything Exchange 전략을 공개했다. 암호화폐 이외에도 주식, 파생상품, 예측시장 등을 토큰화하여 거래 서비스를 제공한다는 계획인데, 수 개월 내 미국에서 먼저 출시한 이후 점진적으로 글로벌 시장을 대상으로 확대해나갈 계획이다.

가장 강력한 무기는 USDC

코인베이스는 써클이 발행한 달러 스테이블코인 USDC 의 이자수익도 분배받고 있는데, 코인베이스 거래소 플랫폼 내 USDC 에서 발생하는 수익은 전부 가져가며 다른 거래소나 개인 지갑 등에서 발생하는 수익에 대해서는 써클과 5:5 로 배분한다. 코인베이스가 향후 모든 자산군에 대한 거래가 가능한 슈퍼 앱이 될 경우 그 기축통화는 USDC 가 될 가능성이 높으며, 코인베이스의 USDC 보유량이 많아질수록 자연스레 대규모 이자수익도 추가로 인식할 수 있는 구조이다. 향후 슈퍼 앱으로 성장 → USDC 보유량 확대 → 거래수수료 + 이자수익 극대화로 이어질 것으로 기대해볼 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.5): $297.99
목표주가 컨센서스: $369.36

▶ 투자의견 컨센서스

Stock Data

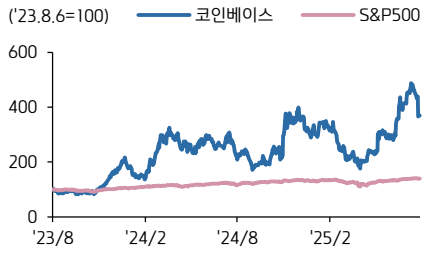
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500	6,299.19
현재주가/목표주가	297.99 / 369.36
52주 최고/최저 ($)	444.65 / 142.58
시가총액 (백만$)	76,565
유통주식 수 (백만)	211
일평균거래량 (3M)	15,033,563

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
순영업수익	3,108	6,564	7,353	8,244
영업이익	-162	2,307	2,030	2,966
순이익	95	2,591	1,788	2,212
EPS	0.4	9.5	5.8	7.4
증가율(%)	흑전	2,462.2	-39.0	28.7
PER(배)	433.5	26.3	51.5	40.0
PBR(배)	6.7	6.1	6.3	5.6
ROE(%)	6.5	31.3	17.3	16.7
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	28.1	-10.6	13.5	55.6
S&P Index	7.6	0.8	4.8	18.4



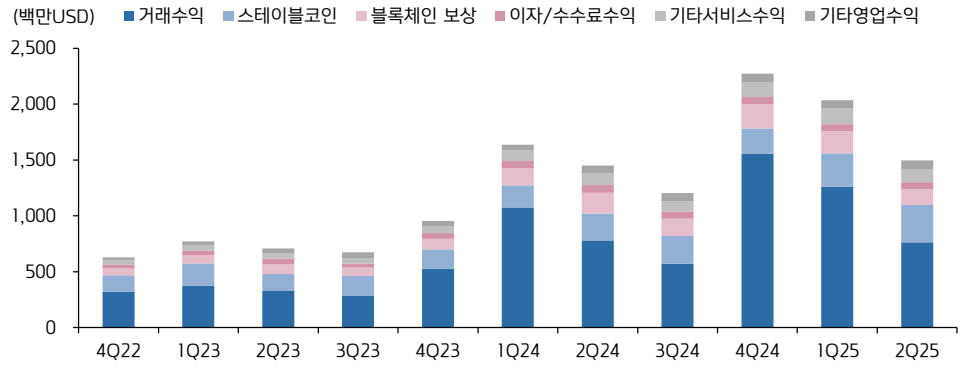
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

코인베이스 글로벌의 상세 실적

(백만 USD)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
영업수익	1,449.6	2,034.3	1,497.2	3.3	(26.4)
순영업수익	1,379.9	1,960.3	1,420.1	2.9	(27.6)
거래수익	780.9	1,262.2	764.3	(2.1)	(39.4)
개인	664.8	1,095.5	649.9	(2.2)	(40.7)
기관	63.6	98.9	60.8	(4.4)	(38.5)
기타	52.5	67.8	53.5	1.9	(21.1)
구독/서비스수익	599.0	698.1	655.8	9.5	(6.1)
스테이블코인	240.4	297.5	332.5	38.3	11.8
블록체인 보상	185.1	196.6	144.5	(21.9)	(26.5)
이자/수수료수익	69.4	63.1	59.3	(14.6)	(6.0)
기타	104.1	140.9	119.5	14.8	(15.2)
기타영업수익	69.7	74.0	77.1	10.6	4.2
영업비용	1,106.5	1,328.5	1,521.9	37.5	14.6
거래비용	191.5	303.0	245.3	28.1	(19.1)
기술개발	364.3	355.4	387.3	6.3	9.0
판매/마케팅비	165.3	247.3	236.2	42.9	(4.5)
일반관리비	320.1	394.3	353.7	10.5	(10.3)
암호화폐관련손익(비용)	31.0	34.4	(8.7)	적전	적전
구조조정	0.0	0.0	0.0	흑전	흑전
기타	34.4	(5.9)	308.0	795.4	흑전
영업이익	343.1	705.8	(24.6)	적전	적전
이자비용	20.5	20.5	20.5	0.1	0.1
투자암호화폐평가손익	(319.0)	(596.7)	362.1	흑전	흑전
기타비용	63.8	6.2	(1,506.9)	적전	적전
세전이익	(60.2)	82.5	1,823.8	흑전	2,111.8
법인세비용	(96.4)	16.8	394.9	흑전	2,243.7
순이익	36.2	65.6	1,432.5	3,862.7	2,083.4

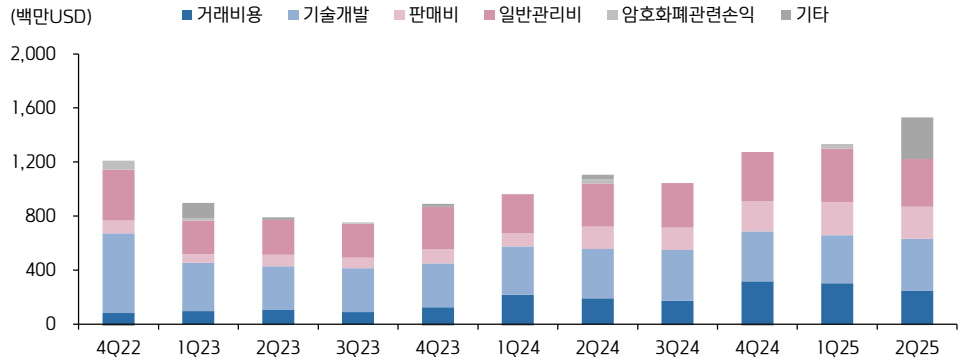
자료: Coinbase, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

코인베이스 글로벌의 영업수익 구성



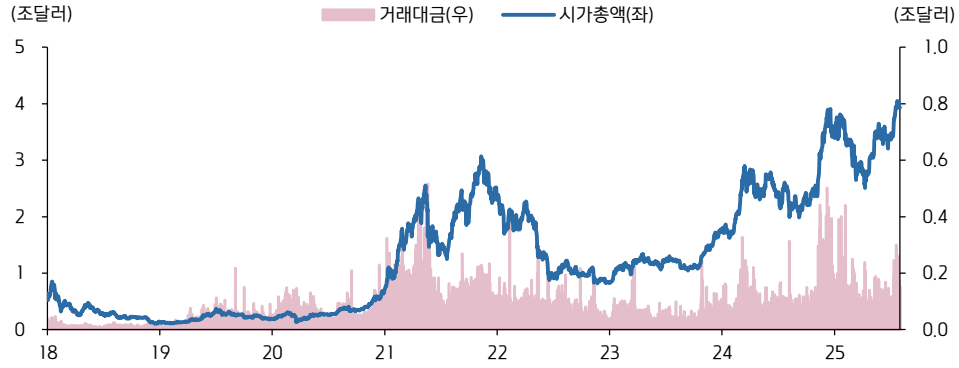
자료: Coinbase, 키움증권 리서치

코인베이스 글로벌의 영업비용 구성



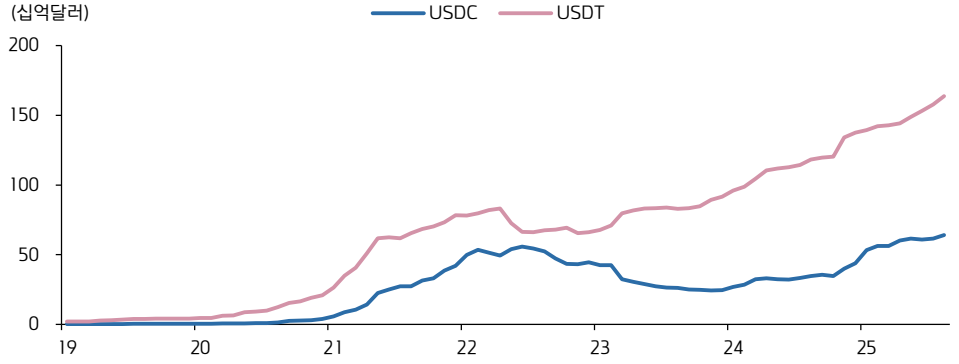
자료: Coinbase, 키움증권 리서치

암호화폐 시가총액 및 거래대금 추이



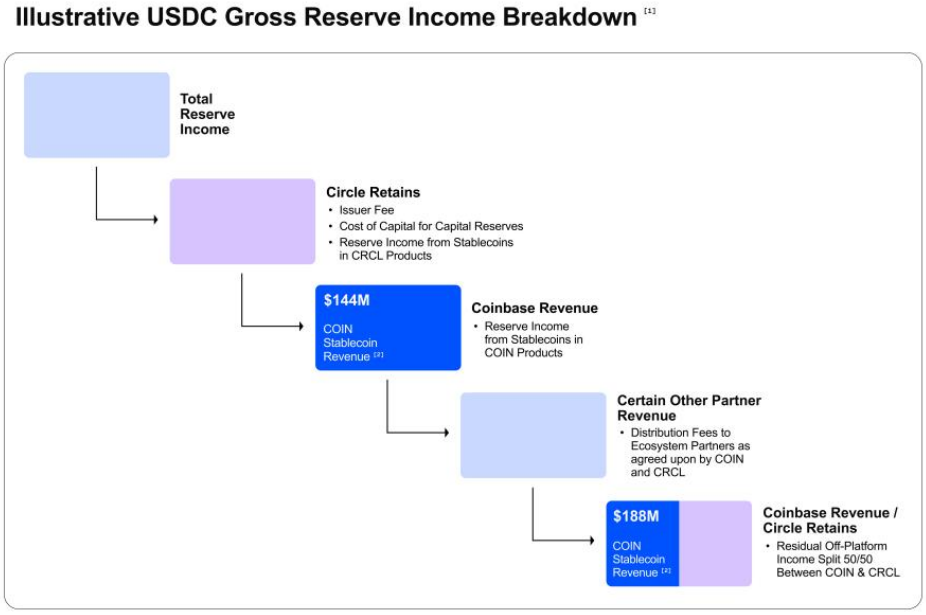
자료: Coingecko, 키움증권 리서치

USDC와 USDT 시가총액 추이



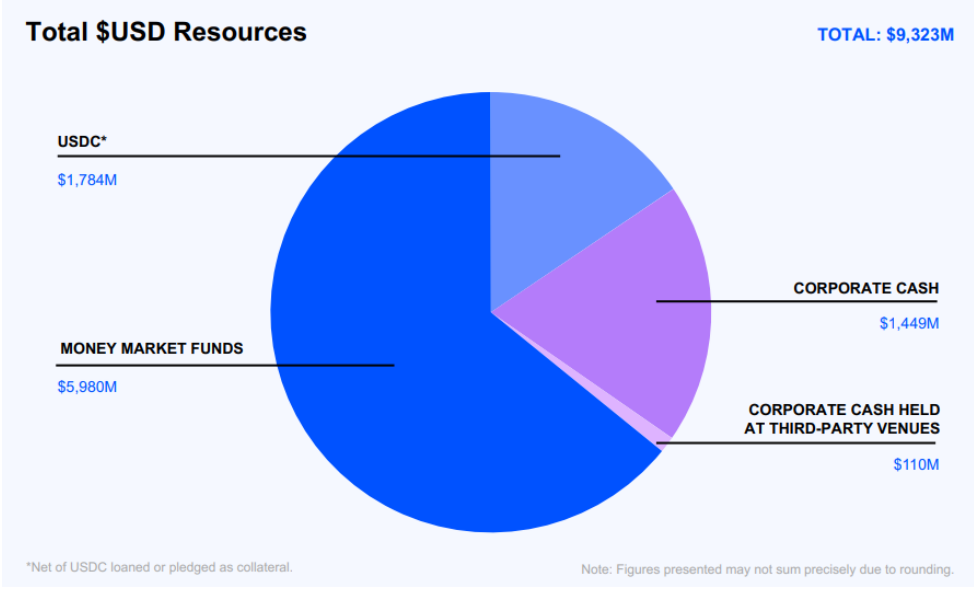
자료: CoinMarketCap, 키움증권 리서치

코인베이스와 서클의 USDC 관련 수익 도식화



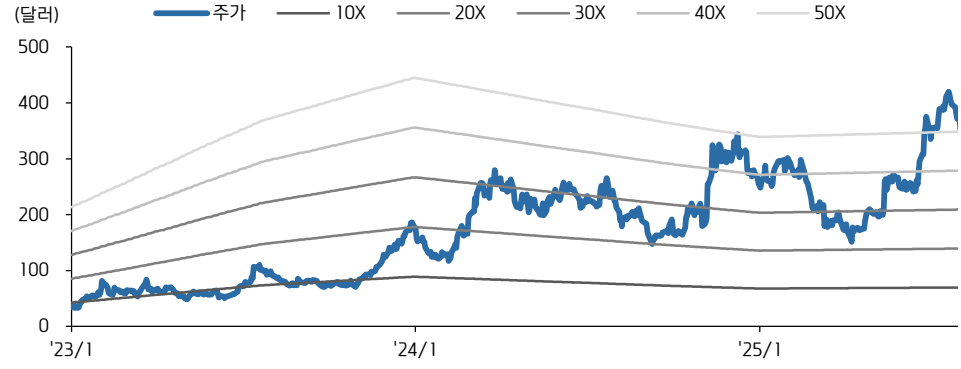
자료: Coinbase, 키움증권 리서치

코인베이스의 현금성자산 보유 구성 현황



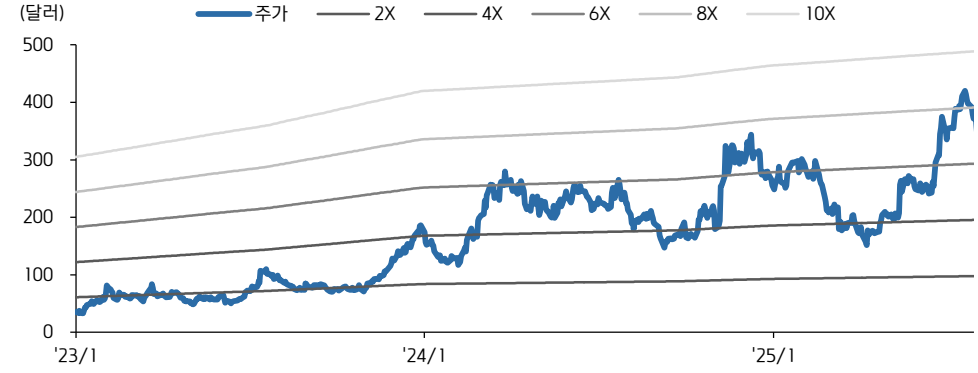
자료: Coinbase, 키움증권 리서치

코인베이스 글로벌의 12M forward PER 밴드차트



자료: Coinbase, 키움증권 리서치

코인베이스 글로벌의 12M forward PBR 밴드차트



자료: Coinbase, 키움증권 리서치

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

로빈후 마케츠 (HOOD.US)

자산 토큰화 시장에서 가장 앞서있는 사업자

- 거래수수료 무료를 표방하는 대표적인 리테일 브로커리지 플랫폼 기업
- 유럽 투자자를 대상으로 미국주식 토큰 거래 서비스 런칭
- 당국 규제 완화 스탠스에 힘입어 빠른 사업 확장 기대

유럽 투자자 대상 미국주식 토큰 거래 서비스 제공 중

지난 6 월 유럽 진출을 선언하면서 유럽 투자자를 대상으로 미국주식 토큰 거래 서비스를 시작했다. 미국 주식과 ETF 등 수백 가지 종목의 주 5 일 24 시간 토큰 거래가 가능하며, 투자자는 별도의 수수료 없이 0.1%의 환전수수료만 부담한다. OpenAI 와 SpaceX 등의 토큰도 공개하면서 향후 비상장주식에 대한 투자도 지원할 계획임을 밝혔다. 아직까지는 비상장주식의 실제 소유권과 거래에 대한 적법성 등의 논란이 있는 상황인데, 규제 관련 추이를 지켜볼 필요가 있다.

RWA 에 최적화된 자체 블록체인 네트워크 구축 준비 중

이더리움 레이어 2 솔루션인 아비트럼 네트워크를 기반으로 로빈후드의 자체 블록체인 네트워크를 구축할 계획이다. RWA 토큰화 및 거래에 최적화된 탈중앙화 네트워크 구축을 목표 중이며, 사모 금융 상품은 물론 글로벌 실재하는 모든 자산군이 토큰화될 것을 암시하고 있다.

당국의 규제 완화 스탠스로 빠른 사업 확장 기대

과거 암호화폐의 증권성 여부에 대한 논란으로 SEC 로부터 기소를 받기도 했으나 법적 제재 없이 마무리되었으며 5 월에는 SEC 에 RWA 토큰화 규제안을 제안하기도 했다. 해당 규제안에는 규제를 충족시키는 로빈후드의 RWA 거래소 RRE(Robinhood RWA Exchange)에 대한 내용도 담긴 것으로 알려졌다. 최근 SEC 의 "Project Crypto" 발표 등 당국의 우호적인 기조가 이어지고 있는데, 준비 중인 규제를 충족하는 RWA 거래소 사업의 빠른 확장을 기대해볼 수 있다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.5): $105.46
목표주가 컨센서스: $112.40

▶ 투자의견 컨센서스

Stock Data

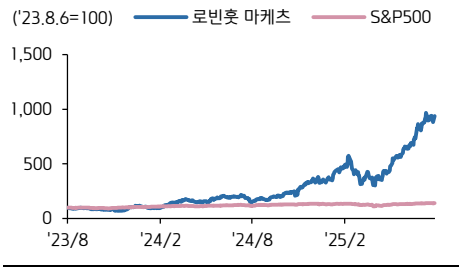
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500	6,299.19
현재주가/목표주가	105.46 / 112.4
52주 최고/최저 ($)	113.44 / 13.98
시가총액 (백만$)	93,720
유통주식 수 (백만)	766
일평균거래량 (3M)	44,226,941

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	1,865	2,951	4,018	4,803
영업이익	-536	1,054	1,733	2,317
순이익	-541	1,411	1,464	1,805
EPS	-0.6	1.6	1.6	2.0
증가율(%)	적지	흑전	2.6	24.5
PER(배)	NULL	24.6	65.9	52.9
PBR(배)	1.7	4.1	10.6	8.9
ROE(%)	-	19.2	27.0	21.6
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	185.5	12.7	102.3	494.9
S&P Index	7.6	0.8	4.8	18.4



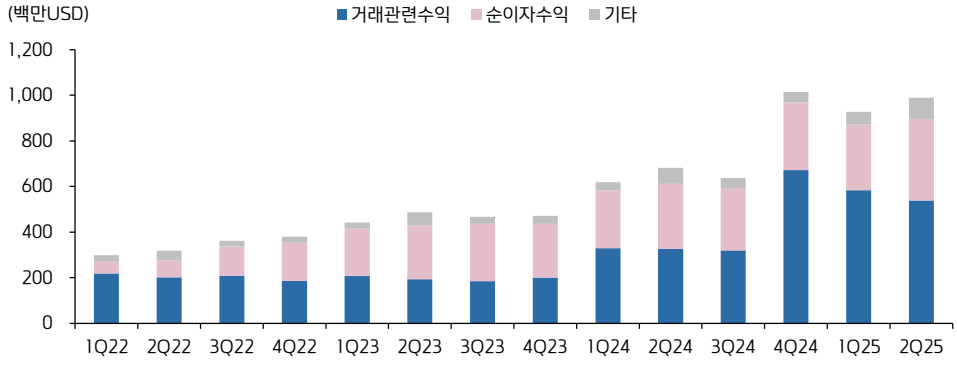
자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 상세 실적

(백만 USD)	FY2Q24	FY1Q25	FY2Q25	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
영업수익	682	927	989	45	7
거래관련수익	327	583	539	65	-8
옵션	182	240	265	46	10
주식	40	56	66	65	18
암호화폐	81	252	160	98	-37
기타	24	35	48	100	37
순이자수익	285	290	357	25	23
기타	70	54	93	33	72
영업비용	493	557	550	12	-1
영업이익	189	370	439	132	19
영업외손익	2	1	3	50	200
세전이익	191	371	442	131	19
순이익	188	336	386	105	15

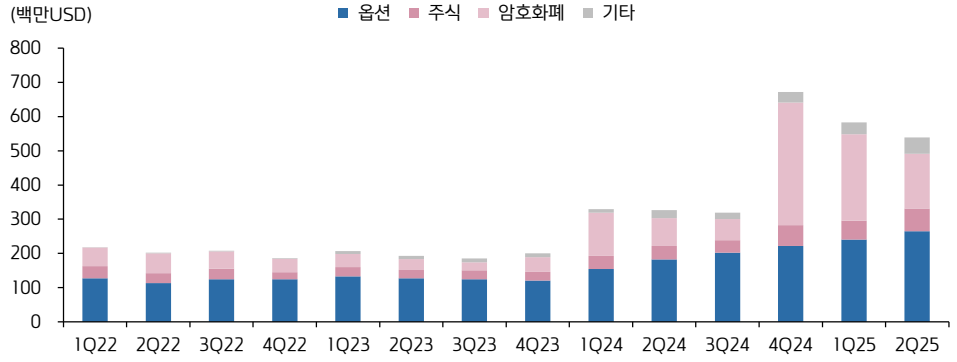
자료: Robinhood, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

로빈훗 마케츠의 부문별 순영업수익 추이



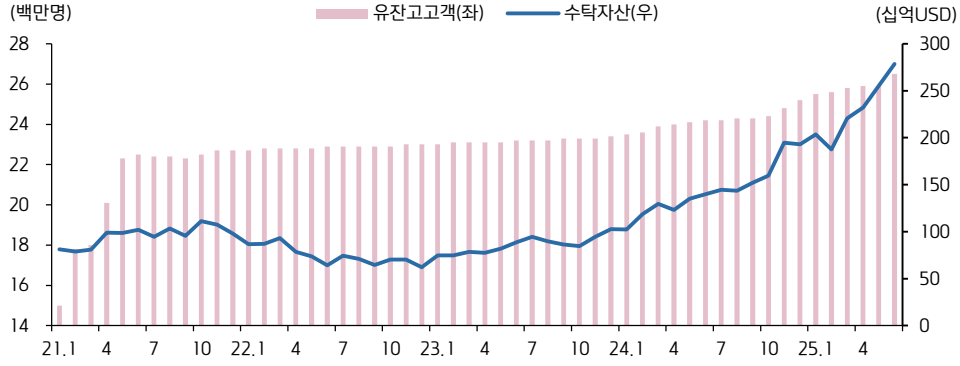
자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 상품별 거래관련수익 추이



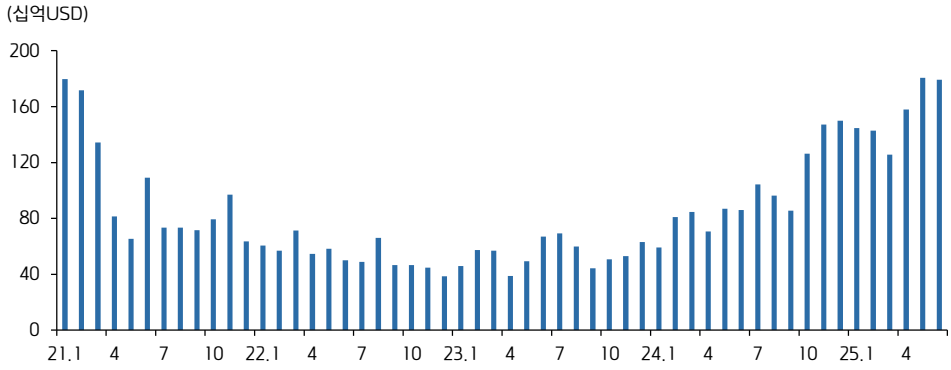
자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 월간 유잔고고객 및 수탁자산 추이



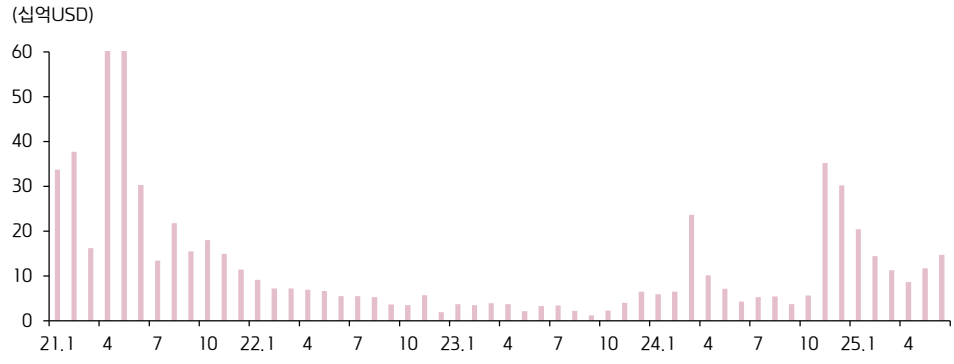
자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 주식 거래대금 추이



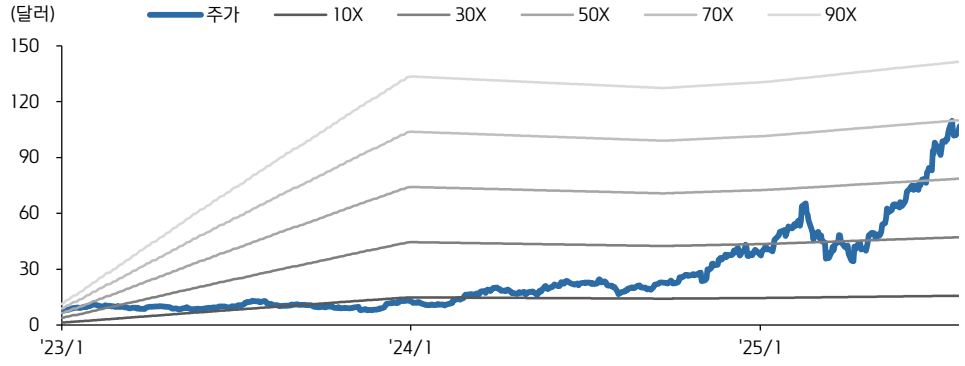
자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 암호화폐 거래대금 추이



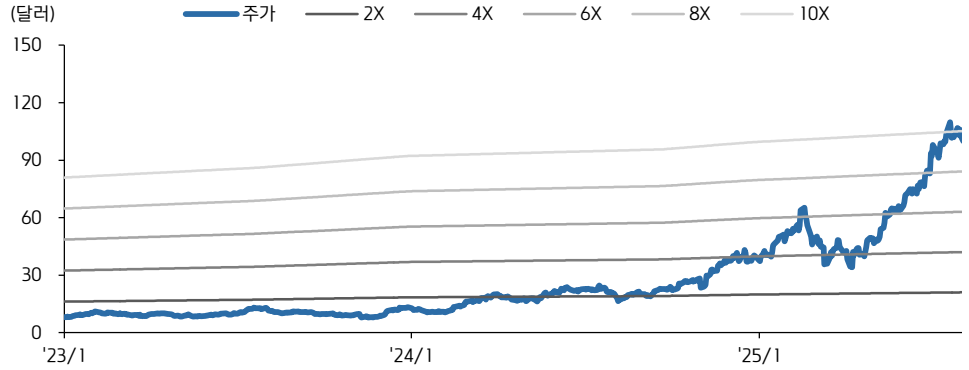
자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 12M forward PER 밴드차트



자료: Robinhood, 키움증권 리서치

로빈훗 마케츠의 12M forward PBR 밴드차트



자료: Robinhood, 키움증권 리서치

보험/증권 Analyst 안영준
yj.ahn@kiwoom.com

써클 인터넷 그룹 (CRCL.US)

USDC 발행량 증가에 따른 성장 기대

- 달러 스테이블코인 글로벌 점유율 2위인 USDC의 발행사
- 수익의 대부분은 USDC 발행 및 준비금 운용을 통한 이자수익
- 공식 규제를 충족하는 스테이블코인으로 향후 암호화폐 시장 확대에 따른 수혜 전망

USDC 의 발행 및 관리 담당

써클은 달러 스테이블코인 USDC 의 발행사로, 주요 수익원은 달러 준비금을 운용하면서 발생하는 이자수익이다. USDC 는 테더(USDT)에 이어 글로벌 달러 스테이블코인 점유율 2 위를 기록 중이며, 총 발행량(USDC 시가총액)은 약 650 억달러에 달한다.

USDC 발행량 증가에 힘입어 빠르게 외형 성장 중

2024 년 연간 준비금 수익은 16.6 억달러로 전년대비 16% 증가했는데, 연평균 USDC 시가총액이 2023 년 296 억달러에서 2024 년 340 억달러로 15% 증가했기 때문이다. 올해에도 USDC 발행량이 증가한 바 무난한 외형 성장이 기대된다. 다만 네트워크/파트너 수수료 등 매출원가율이 높아지고 있다는 점은 다소 부담인데, 2023 년 51%에서 2024 년 61%로 상승한 모습이다. 향후 이익의 빠른 성장을 위해서는 비용 통제과 관건일 것으로 예상된다.

RWA 시장 개화 시 USDC 큰 폭의 성장 기대

미국 정부는 “Project Crypto”를 발표하며 미국을 암호화폐의 수도로 만들겠다는 의지를 밝혔으며 이에 따라 자국 암호화폐 기업에 대한 지원이 기대된다. 당국의 지원에 힘입어 미국 내 RWA 시장이 성장할 경우 스테이블코인의 수요가 크게 증가할 것으로 예상되며, 특히 거래소들은 규제를 충족하는 USDC 를 채택할 가능성이 높은 바 이에 따른 써클의 수혜가 기대된다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('25.8.5): $153.93
목표주가 컨센서스: $203.56

Stock Data

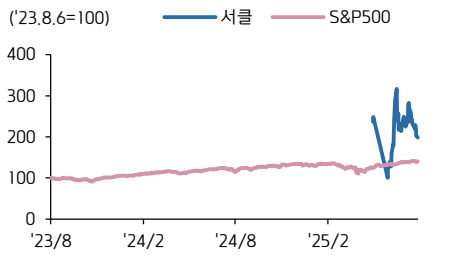
산업분류	소프트웨어
S&P 500	6,299.19
현재주가/목표주가	153.93 / 203.56
52주 최고/최저 ($)	298.99 / 64
시가총액 (백만$)	34,256
유통주식 수 (백만)	198
일평균거래량 (3M)	30,892,909

Earnings & Valuation

(백만 $)	FY23	FY24	FY25E	FY26E
매출액	-	-	2,562	2,938
영업이익	-	-	178	467
순이익	-	-	-17	340
EPS	-	-	0.0	1.3
증가율(%)	-	-	-	흑전
PER(배)	-	-	-	127.1
PBR(배)	-	-	38.0	30.6
ROE(%)	-	-	-	15.5
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-	-18.5	-	-
S&P Index	7.6	0.8	4.8	18.4



자료: 데이터 스트림 컨센서스, 키움증권 리서치

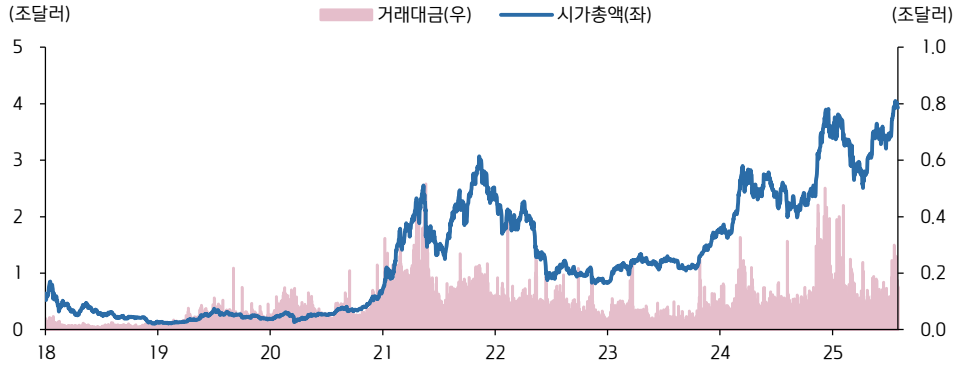
키움증권

써클 인터넷 그룹의 상세 실적

(백만 USD)	2022	2023	2024	2025.1Q
[GAAP]				
영업수익	772.1	1,450.5	1,676.3	578.6
준비금 운용 수익	735.9	1,430.6	1,661.1	557.9
기타	36.2	19.9	15.2	20.7
유통 및 거래 비용	309.4	727.7	1,017.4	347.6
영업비용	500.8	453.2	491.7	138.0
보상비용	213.0	296.1	263.4	75.6
판관비	82.3	100.1	137.3	30.7
감가상각비	13.3	34.9	50.9	13.9
IT 인프라 구축 비용	11.8	20.7	27.1	7.7
마케팅비용	78.8	36.5	17.3	3.9
가상자산 손상비용	57.4	(13.5)	(4.3)	6.3
영업이익	(38.1)	269.5	167.2	92.9
영업외손익	(720.4)	49.4	54.4	(3.1)
세전이익	(758.5)	318.9	221.6	89.8
법인세비용	3.3	47.4	64.6	25.0
순이익	(761.8)	271.5	157.0	64.8

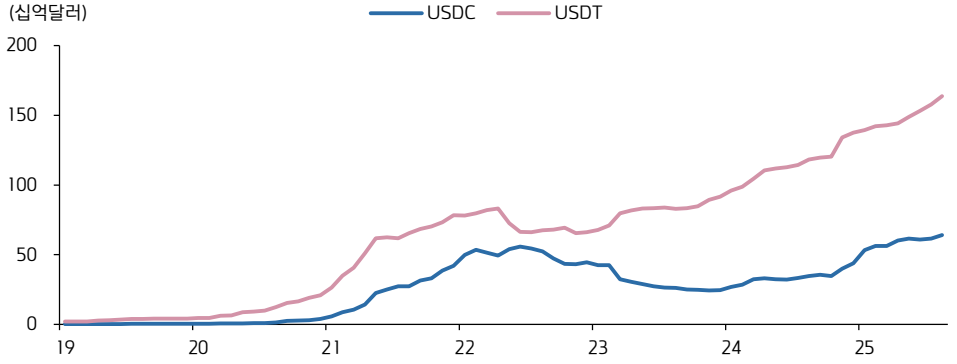
자료: Circle, 키움증권 리서치센터

암호화폐 시가총액 및 거래대금 추이



자료: Coingecko, 키움증권 리서치

USDC와 USDT 시가총액 추이



자료: CoinMarketCap, 키움증권 리서치

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민•형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%