

# KIWOOM Digital Asset Issue

키움증권 리서치센터 투자전략팀

| 디지털자산 김현정 hyun.k@kiwoom.com

## [#가상자산] 19. 변동성 장세, 탈중앙화 스테이블코인 주목

### • 추워진 가상자산 시장

- 가상자산 시장, 10월 대규모 포지션 청산 이후 금리 인하 기대감 약화, 기관 및 기업 자금 유입 둔화 등의 이유로 변동성 확대
- 이에 단기 변동성을 피하면서 수익을 확보할 수 있는 '탈중앙화 스테이블코인'에 대한 관심 필요

### • 탈중앙화 스테이블코인: 새로운 투자 대안

- 탈중앙화 스테이블코인은 중앙 발행기관 없이 이용자가 스마트컨트랙트를 통해 자산을 담보해 발행하는 형태이며, 대표 사례로 USDS와 USDe가 있음
- USDS는 약세장에서 가치 보전과 유동성 확보 측면의 매력이 부각된 반면, USDe는 강세장에서 추가 수익을 추구하려는 수요가 더 크게 나타남
- 탈중앙화 스테이블코인은 시장 환경을 반영하여 수익을 기대할 수 있는 투자 대안으로 역할 확장. 향후 담보자산 다변화, 규제 도입을 기반으로 안정성이 강화되며 시장 확대 전망

### 추워진 가상자산 시장

최근 가상자산 시장은 높은 변동성 속에서 약세 흐름을 보이고 있다. 실제로 비트코인과 이더리움은 각각 고점 대비 약 25%, 34% 하락하였으며, 가상자산 전체 시가총액 역시 20% 이상 감소한 모습이다. 이러한 시장 약세의 배경에는 지난 10월 10일 대규모 포지션 청산 이후 투자 심리가 급격히 위축된 것에서 찾을 수 있다.

2024년 트럼프 대통령 당선 이후 비트코인 등 가상자산 시장은 친화적인 규제 환경 조성 기대감에 힘입어 강한 모습을 보여왔다. 이에 선물 거래소 내 미결제약정이 높은 수준까지 쌓이면서 단기 변동성에 취약한 시장 환경이 조성되었다. 실제로 10월 10일 미·중 무역갈등이 다시 불어지면서 위험자산 선호 심리가 위축되며 비트코인이 하락하자 대규모 청산이 연이어 발생한 바 있다.

이후 변동성 확대, 시장의 신뢰성 약화 등이 대두된 가운데, 경제 불확실성도 가상자산 시장 하락에 촉매제로 작용했다. 특히 가상자산 시장은 미 연준의 금리인하에 따른 유동성 확대 기대감이 상승 재료로 작용해왔다. 그러나 미국 정부 섣다운 장기화에 따라 12월 금리 인하 가능성이 축소되며 시장 유동성 기대가 약화되었고 이는 가상자산 현물 ETF 등의 자금 유출로 이어졌다.

#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

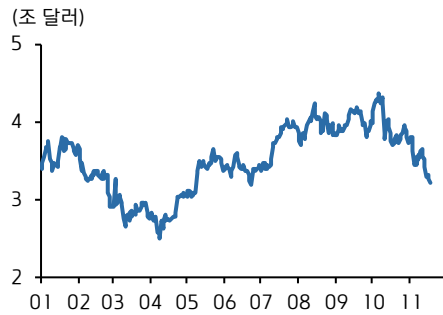
#### 고지사항

- 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.

더불어 최근 비트코인 및 이더리움 등 가상자산 현물을 대규모로 매입·보유하는 전략을 채택했던 기업들의 주가 약세도 이어지고 있다. 이로 인해 해당 기업들의 가상자산 매도 가능성이 높아지고 있다는 점도 부정적인 요소 중 하나이다

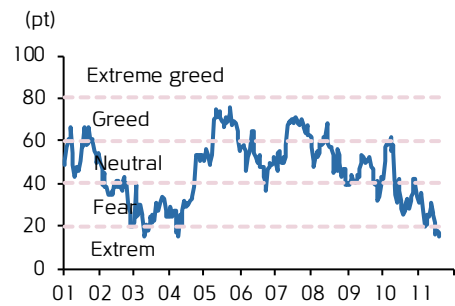
또한, 스테이블코인 법안인 GENIUS 통과 이후 투자 심리를 변화시킬 만한 뚜렷한 이벤트 역시 부재하다. 이러한 내용을 종합해볼 때, 한동안 가상자산 시장 내 변동성은 이어질 것으로 예상된다. 물론 미국을 중심으로 규제 명확화, 완화된 규제 마련 등 우호적인 환경 조성은 이어지고 있다는 점에서 관련 시장 자체를 부정적으로 바라보기는 어렵다. 그러므로 현 시점에서 시장 변동성 장세를 피하면서 일정 수익 창출 방법을 모색할 수 있는 '탈중앙화 스테이블코인'에 주목해볼 필요가 있다.

2025년 가상자산 전체 시가총액 변화



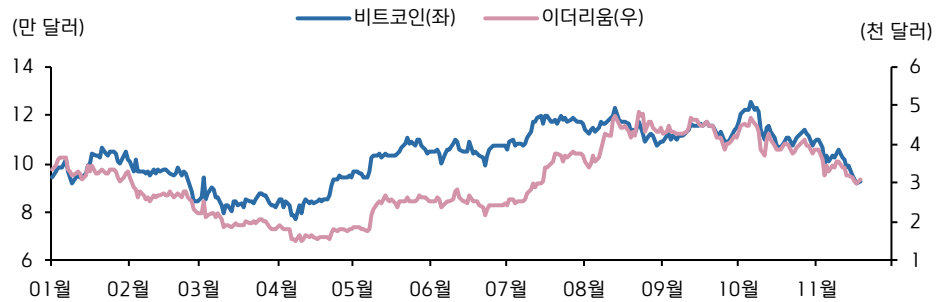
자료: Coingecko, 키움증권 리서치센터

가상자산 Fear & Greed 지표 변화



자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터

2025년 비트코인 및 이더리움 가격 변화



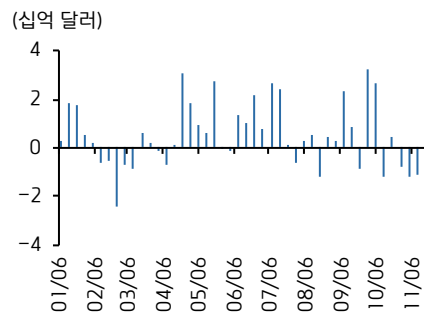
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 비트코인 가격 및 미결제약정 추이



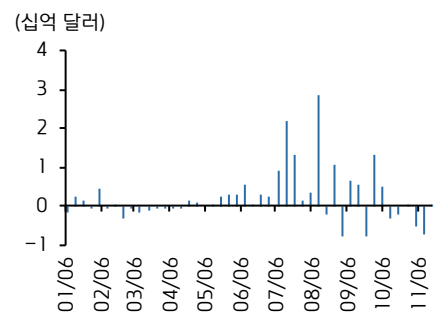
자료: Cryptoquant

### 2025년 비트코인 ETF 자금 유출입 변화



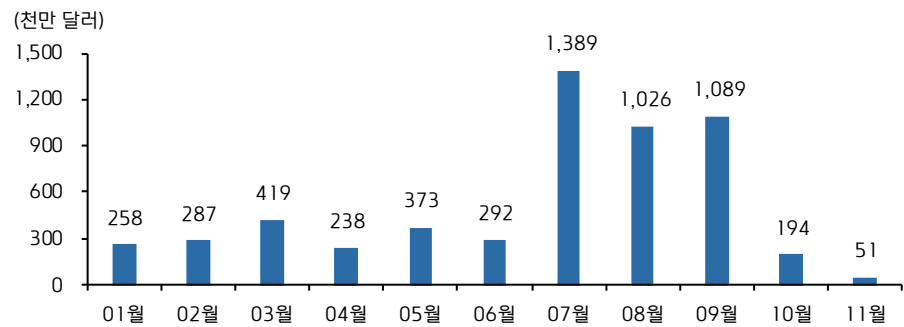
자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터

### 2025년 이더리움 ETF 자금 유출입 변화



자료: Coinmarketcap, 키움증권 리서치센터

### 2025년 가상자산 시장 내 기업들의 자금 유입 변화



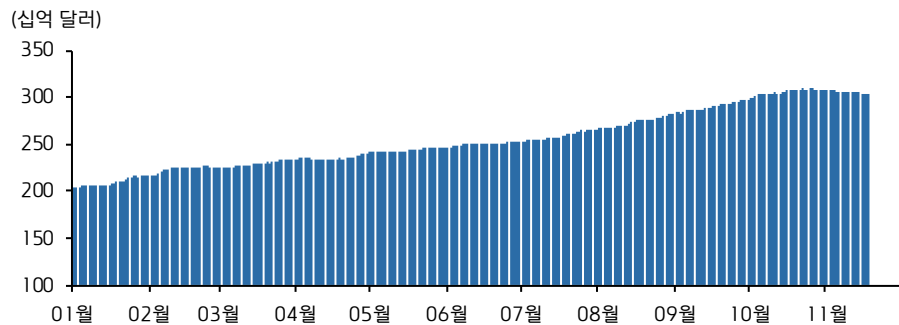
자료: DeFiLlama, 키움증권 리서치센터

### 탈중앙화 스테이블코인: 새로운 투자 대안

자산을 담보로 발행되는 스테이블코인은 발행 주체 존재 여부에 따라 중앙화 스테이블코인과 탈중앙화 스테이블코인으로 구분된다. 우선 중앙화 스테이블코인은 기업이 현금, 예금, 국채 등 현금성 자산을 담보로 발행하는 형태로 USDT와 USDC가 대표적인 사례이다. 반면 탈중앙화 스테이블코인은 중앙 발행기관 없이 이용자가 스마트컨트랙트를 통해 자산을 담보해 발행하는 구조이다. 이러한 특성으로 주로 디파이(DeFi) 내에서 유통되며 대표적인 사례로는 USDS와 USDe가 있다.

최근 USDT·USDC 등 중앙화 스테이블코인은 GENIUS Act 등 규제 도입에 따른 신뢰성 확보로 안정적인 성장세를 이어가고 있다. 한편 탈중앙화 스테이블코인은 담보 자산 운용 방식과 헤지 구조 등 메커니즘의 차이에 따라 흐름이 엇갈리고 있다. 실제로 10월 이후 USDS의 발행량은 증가하였지만 USDe의 발행량은 감소한 모습을 보였다.

2025년 스테이블코인 전체 발행량 변화



자료: DeFiLlama, 키움증권 리서치센터

#### 중앙화(Centralized) 스테이블코인 vs 탈중앙화(Decentralized) 스테이블코인

구분	중앙화 스테이블코인	탈중앙화 스테이블코인
운영 주체	특정 기업 또는 발행기관	스마트컨트랙트·탈중앙화 거버넌스
담보 방식	현금·예금·단기 국채 등	가상자산 과담보, 파생상품 헤지 등
페그 유지 방식	발행기관의 준비금 관리 및 환매 보증	자동 청산·선물 헤지 알고리즘 등
규제 적용	GENIUS, MiCA 등 각국의 규제 적용	규제 미비, 자율성 높음
수익구조	발행사가 준비금 운용으로 수익 취득, 이용자에게 직접 배분은 제한적	담보·헤지 전략에서 발생한 수익을 이용자에게 배분
대표 사례	USDT, USDC	USDS, USDe

자료: 키움증권 리서치센터

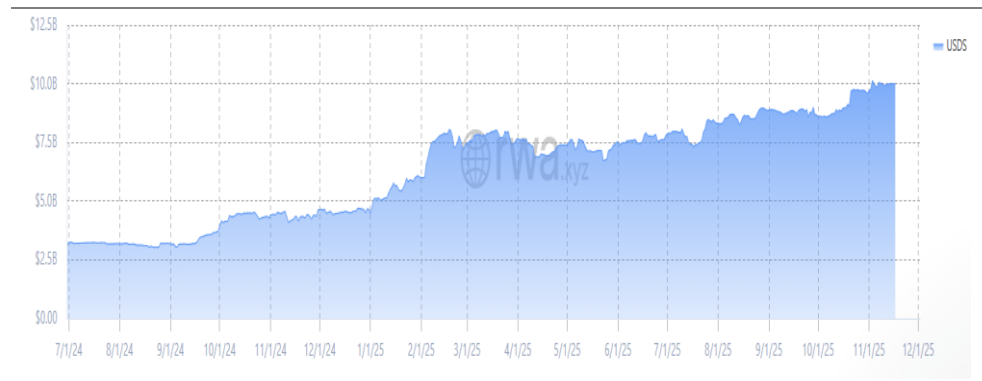
우선 USDS는 SKY 프로토콜의 달러 가치 연동 스테이블코인이다. 여기서 SKY 프로토콜은 기존 Maker DAO의 리브랜딩된 버전이며 USDS는 DAI의 업그레이드 형태로 이해할 수 있다.

USDS는 1달러 가치를 유지하기 위한 목적으로 이용자에게 초과 담보를 요구한다. 예를 들어 1,000달러 상당의 USDS를 발행하기 위해서 이용자는 1,500달러 상당의 이더리움을 담보해야 한다. 그리고 만일 이더리움 가격이 하락하여 설정해둔 초과 담보 비율보다 하회할 경우 담보 자산은 강제 청산된다. 이때 청산 금액은 USDS 발행 금액에 청산 수수료를 합산하여 계산되며, 청산 이후 남은 담보 자산은 이용자에게 반환된다.

이처럼 초과담보 구조와 청산 리스크가 존재함에도 불구하고 USDS가 주목받는 이유는 유동성 확보와 수익 기대감에 있다. 이용자는 보유한 가상자산을 매각하지 않고 디파이 시장에서 활용 가능한 스테이블코인을 발행할 수 있으며, 이를 다시 상품 투자에 사용할 수 있다. 또한 USDS를 예치할 경우 대출 이자에 기반한 SSR(Sky Saving Rate) 수익이나 담보 자산 운용 수익을 배분받을 수 있다는 점도 매력 요소로 작용한다.

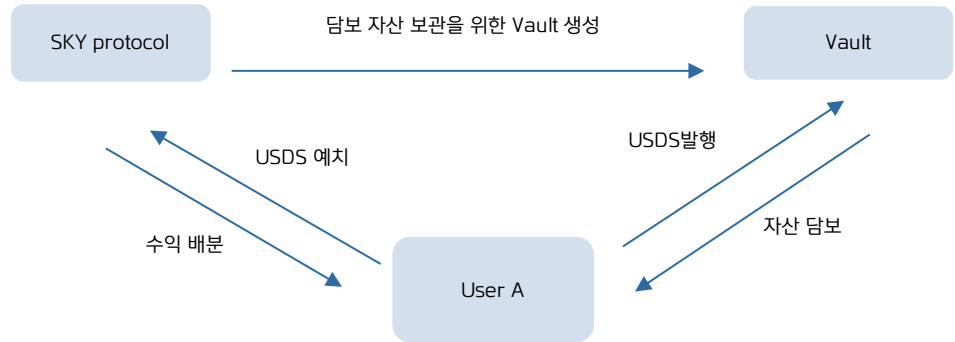
종합하면, USDS 발행량 증가는 높은 변동성의 시장 환경 속에서 보유 자산을 매도하지 않고 레버리지 포지션을 취하거나, 안정적인 수익을 확보하려는 투자자의 전략적 수요가 반영된 결과로 해석된다. 한편, 동일하게 이용자 자산을 담보로 발행되는 탈중앙화 스테이블코인이지만 에테나(Ethena)의 USDe는 다른 흐름을 보인다.

탈중앙화 스테이블코인 USDS 발행량 변화



자료: rwa.xyz

탈중앙화 스테이블코인 USDS 구조



자료: sky.money, 키움증권 리서치센터

USDe는 1달러 가치 유지를 위하여 델타중립 전략을 구축하고 있다는 점이 가장 큰 특징이다. 여기서 델타중립 전략 방식은 기초자산을 보유함과 동시에 그 가치만큼 반대로 움직이는 선물 포지션에 투자하는 것을 말한다. 예를 들어 이용자가 USDe를 발행하기 위해 1,000달러 가치의 이더리움 현물을 담보하면, 1,000달러만큼의 선물 숏 포지션을 개설한다. 이는 이더리움 가치가 상승하면 선물 숏 포지션 가치는 하락하고, 반대로 이더리움 가치 하락 시 선물 포지션 가치가 상승하면서 결국 전체적인 가치 변동을 최소화하는 구조이다. 이와 같은 방식은 스테이블코인 시스템 내에 금융 시장의 상품을 도입하였다는 점에서 높게 평가되고 있다.

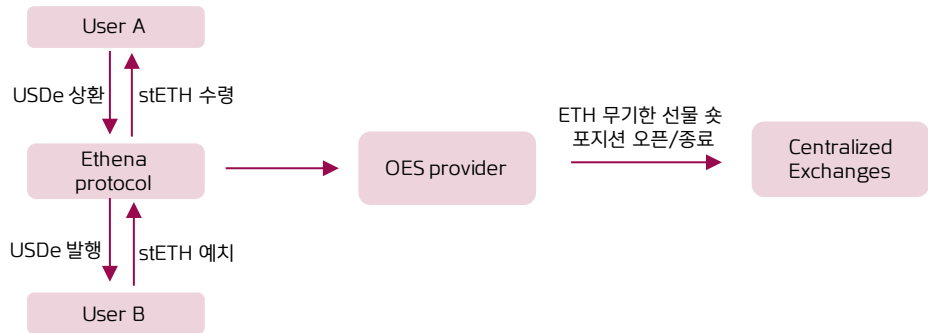
더욱이 USDe는 이용자에게 이자 및 담보자산 운용에 따른 수익과 함께 선물 숏 포지션에서 발생한 펀딩 수수료를 지급한다는 점에서 큰 주목을 받았다. 실제로 가상자산 시장이 강세였던 2024년 한 해 동안 숏 포지션 선물 펀딩비 증가로 USDe의 평균 수익률은 18%를 기록하기도 하였다. 다만, 최근 가상자산 시장의 약세와 불안정한 선물 시장으로 USDe의 수익률에 대한 기대감이 약화되었고 이는 USDe의 발행량 감소로 이어졌다고 판단한다.

탈중앙화 스테이블코인 USDe 발행량 변화



자료: rwa.xyz

탈중앙화 스테이블코인 USDe 구조



자료: Ethena Labs Gitbook, 키움증권 리서치센터

정리하면 USDS는 약세장에서 가치 보전과 유동성 확보 측면의 매력이 부각된 반면, USDe는 강세장에서 추가 수익을 추구하려는 수요가 더 크게 나타난 것으로 볼 수 있다. 이러한 사례는 시장 상황에 따라 서로 다른 형태의 탈중앙화 스테이블코인이 선택되는 것을 보여준다. 결국 탈중앙화 스테이블코인은 가치 저장 및 결제 수단을 넘어 시장 환경을 대응하며 수익을 모색할 수 있는 새로운 투자 대안으로 활용되고 있다.

이처럼 가상자산 시장 내 탈중앙화 스테이블코인의 역할이 확대되면서 담보 자산 다변화, 기존 금융 상품 도입, 안정적인 수익 모델 구축 등 구조적 변화가 빠르게 진행되고 있다. 실제로 USDS가 다양한 실물 자산 기반 담보 도입을 검토하고 있고 USDe는 국제 활용도를 높여 변동성 대응 전략 강화 등이 시도되고 있다.

다만, 현재 스테이블코인 규제 체계는 주로 USDT · USDC 와 같은 중앙화 스테이블코인에 집중되어 있고, 탈중앙화 스테이블코인은 여전히 제도권 밖에서 자율적으로 운영되는 상황이다. 이로 인해 디페깅(depegging) 리스크, 투자자 보호 미비, 스마트컨트랙트 오류, 규제 도입 시 구조 지속 가능성 등의 우려가 여전히 존재한다. 그래도 미국을 중심으로 탈중앙화 금융에 대한 기대와 함께 제도 마련 필요성이 제기되고 있어, 관련 논의가 향후 가속화될 것으로 예상된다.

이러한 시점에서 시장은 규제 도입 이후에도 지속 가능한 구조를 갖춘 프로젝트에 더욱 주목할 가능성이 크다. 특히 견고한 페그 유지 메커니즘을 갖추고, 담보 자산을 통해 안정적인 수익을 기대할 수 있는 탈중앙화 스테이블코인을 중심으로 선별적 접근이 강화될 것으로 보인다. 따라서 향후 탈중앙화 스테이블코인 시장은 담보 자산 확장과 변동성 대응 전략을 모색하는 한편, 규제 환경에 적응하며 안정성과 신뢰성을 확보한 프로젝트 중심으로 재편될 것으로 보인다. 그리고 이러한 안정화 과정을 거치며 시장은 중장기적으로 확대될 것으로 전망한다.