HOR REPORT

#HASHED OPEN RESEARCH

2026 AUGUST

발행이 아니라 정산이다.

에이전트 경제 시대, 원화 스테이블코인의 전략

발행 · 유통 · 정산의 주기 속 한국의 설계 선택

성석린

목차

제1부: 가치는 어디서 발생하는가

제1장 스테이블코인 가치사슬의 구조와 지대의 귀속 8

1.1 카드 네트워크의 지대 구조 8

1.2 가치 귀속에 관한 세 이론 9

1.3 스테이블코인 가치사슬의 네 층위 10

1.4 발행 계층의 지대 취약성 10

1.5 한국의 위치 12

제2장 글로벌 사업자의 수직통합과 정산·유통 계층의 장악 13

2.1 Stripe의 수직통합 13

2.2 Circle의 정산 계층 진출 14

2.3 Visa와 Mastercard의 정산망 전략 15

2.4 정산 계층의 공동 소유: 논의에서 출범으로 17

2.5 후발 발행자에 대한 함의 18

제3장 준비자산 운용수익의 경제와 그 귀속 20

3.1 준비자산 운용수익의 규모와 성격 20

3.2 수익의 귀속: 발행자가 아니라 유통 21

3.3 이자 지급 금지의 역설 22

3.4 금리 종속성 24

3.5 한국 발행자에 대한 함의 24

제4장 한국의 발행 경쟁과 지대 구조의 괴리 26

4.1 발행 주체를 둘러싼 경쟁 26

4.2 규제 논의의 초점: 발행 주체의 자격 27

4.3 정산과 유통의 공백 28

4.4 함의 30

제2부: 에이전트 경제는 어떤 통화로 정산되는가

제5장 에이전트 경제의 결제와 달러 스테이블코인으로의 수렴 33

5.1 에이전트 경제에서의 결제 33

5.2 달러 스테이블코인으로의 수렴 34

5.3 수렴의 해석: 필연인가 경로의존인가 35

제6장 정산 통화 기본값의 고착: 네트워크 효과와 경로의존 38

6.1 정산 통화의 네트워크 효과 38

6.2 트론과 USDT가 보여 준 경로의존 39

6.3 에이전트 경제에서 고착이 빨라지는 까닭 39

6.4 함의: 작을 때가 가장 싸다 40

제7장 에이전트 신원의 검증과 한국의 제도적 자산 42

7.1 병목의 재정의: 결제가 아니라 신원 42

7.2 글로벌 표준의 미확정 43

7.3 한국의 제도적 자산 43

7.4 한계와 전제 44

7.5 함의 45

제8장 에이전트 경제는 실재하는가 47

8.1 반론 1: 시장은 아직 내러티브에 가깝다 47

8.2 반론 2: 98.6%는 시장 수렴이 아니라 생태계 잠금일 수 있다 48

8.3 소결 48

제3부: 결론

제9장 규제 설계를 통한 선택적 선점 51

9.1 규제가 시장을 만든다 51

9.2 무엇을 양보하고 무엇을 지킬 것인가 52

9.3 설계의 요체 52

9.4 한계와 실증의 필요 54

9.5 결론 55

서론

각주구검(刻舟求劍). 이미 배는 흘러갔는데 규칙은 뱃전에 새긴 자리에 멈춰 있어 칼을 못 찾는 형국이다.

2026년에 접어들면서 스테이블코인은 '실험적 기술'의 범주를 벗어나 제도화된 금융 인프라로 자리 잡았다. 미국은 2025년 7월 「GENIUS Act」를 제정하여 연방 차원의 발행·감독 체계를 수립하였다. 2024년 12월 유럽연합은「암호자산시장규정(MiCA)」을 전면 시행하였으며, 2026년 7월 초 현재 글로벌 스테이블코인의 시가총액은 약 3,110억 달러에 이른다.[1] 규모도 주목할 만하지만, 그보다 스테이블코인과 연동된 금융 인프라 자체의 성격이 어떻게 변화하는지를 살펴볼 필요가 있다. 요컨대 결제와 정산의 하부 구조가 민간이 발행한 디지털 달러 위에서 재편되기 시작하였고, 이 전환은 어느 정도 비가역적인 단계에 들어선 것으로 보인다.

한국에서 이 변화를 둘러싼 논의는 그간 두 개의 질문에 집중되어 왔다. (1) 누가 발행할 것인가, 그리고 (2) 어떻게 유통할 것인가.

발행 주체를 은행으로 한정할 것인지 비은행 사업자에게 개방할 것인지, 한국은행 등이 제시한 은행 중심 구조(50%+1주)를 채택할 것인지가 전자의 핵심이었고, 어느 가맹점과 어느 경로를 통해 원화 스테이블코인을 확산시킬 것인지가 후자의 핵심이었다. 이 두 질문은 그 자체로 중요하나, 이미 세계 각국이 수많은 제도와 실험을 통해 새로운 금융 인프라를 이식하고 있는 상황과 작금의 우리나라 상황을 비교해 보았을 때 원화 스테이블코인의 전략적 성패를 좌우하는 가장 결정적인 질문으로 보기는 어렵다.

이에 대해 크게 두 가지 이유를 생각해 볼 수 있겠다. 첫째, 스테이블코인의 가치사슬에서 발행은 상대적으로 낮은 마진의 상품에 가까운 영역일 가능성이 있다. 실질적 지대, 곧 경쟁의 압력에 쉽게 깎이지 않는 초과수익은 발행이 아니라 거래가 정산되는 길목과 그 준비자산의 운용에서 발생하고 있으며, 스테이블코인의 관점에서 현재 그 자리를 차지한 것은 한국의 은행이 아니라 미국의 Stripe·Circle·Visa와 같은 사업자들이다.[2]

둘째, 원화가 디지털 정산의 단위로 살아남을지를 가르는 무대는 한국 내 소매 결제가 아니라, 정산 통화의 표준이 아직 형성 중인 새로운 영역들에 있을 것으로 보인다. 기업 간 정산과 토큰화 자산의 결제가 그러한 영역에 속한다. 그 가운데 표준의 향방이 정해지는 순간 순식간에 퍼지고 잠재력이 큰 영역이 바로 인공지능 에이전트가 사람의 개입 없이 스스로 결제를 수행하는 에이전트 경제(agentic economy)다.

---

[1] DefiLlama. (2026). *Stablecoins*. 2026. 7. 2. 조회. https://defillama.com/stablecoins. 시가총액은 2026년 4월 약 3,210억 달러로 정점을 기록한 뒤 조정되어 7월 초 약 3,110억 달러 수준이며, 그 가운데 USDT가 약 1,844억 달러, USDC가 약 733억 달러를 차지한다.

[2] a16z crypto. (2026). *6 trends for 2026: Stablecoins, payments, and real-world assets*. https://a16zcrypto.com/posts/article/trends-stablecoins-rwa-tokenization-payments-finance/. "Stablecoins will fundamentally shift from a niche financial tool to the foundational settlement layer for the internet."

일부 문헌은 이를 기계 경제(machine economy)나 기계 결제(machine payments)로도 칭하나, 본 보고서는 에이전트 경제로 통칭한다. 2025년 5월부터 2026년 4월까지 인공지능 에이전트가 집행한 결제의 98.6%(건수 기준)가 단일한 달러 스테이블코인으로 정산되었다고 집계된 바도 있다.[3] 위 수치 자체는 표본과 출처에 적지 않은 한계가 있어 이후 제8장에서 따로 다루겠으나, 통화의 헤게모니에 영향을 미칠 새로운 무대에서도 그 주도권이 달러로 기울고 있다는 방향만큼은 일관되게 관찰된다.

이에 본 보고서가 더 파고들려는 질문은 유통의 경로가 아니라 그 한 층 아래에 있다. 디지털 정산의 길목을 누가 소유하는가, 그리고 그 길목 위에서 거래가 어떤 통화로 정산되는가. 앞의 물음은 정산 인프라의 소유에 관한 것이고, 뒤의 물음은 그 인프라 위에서 통용되는 표준 통화에 관한 것이다. 원화의 과제는 달러 스테이블코인을 범용 시장에서 밀어내는 데 있지 않다. 네트워크 효과를 생각하면 그 길은 실현 가능성이 낮다. 외려 달러가 구조적으로 메우지 못하는 좁은 자리, 곧 (1) 정산의 상대방이 한국 경제에 속한 경우 및 (2) 규제 준수가 비용이 아니라 자산이 되는 경우를 겨냥하는 것이 중요하며, 그 수단은 발행을 허용할지 여부가 아니라 인가 체계를 어떻게 설계하느냐에 있다.

유통을 어떻게 할 것인가 역시 핵심적인 질문이다. 본 기관은 지난해부터 올해 2월의 세미나에 이르기까지 원화 스테이블코인의 유통을 정면으로 다루어, 외국인 관광과 의료관광 결제, 역직구와 크로스보더 이커머스 정산, 토큰화 자산과 에이전트 결제처럼 기존 레일의 비용과 시간이 문제 되는 초기 시장을 짚고, 토스와 카카오페이, 네이버페이가 이미 쥔 사용자 접점과 가맹점망을 어떻게 쓸 것인지를 시장 참여자 인터뷰로 축적해 왔다. 유통은 그 자체로 원화의 중요한 승부처이며, 본 보고서는 그 작업을 대체하기보다 그 위에 한 층을 더 얹으려 한다. 곧 유통이 올라설 정산의 길목은 누가 구축하고 있으며 그것이 어떤 통화로 움직이는가.

잠시 미국의 입법 흐름을 살펴보자. 미국은 발행자를 규율하는 「GENIUS Act」와 그 위에서 작동하는 시장구조를 규율하고 있는「CLARITY Act」를 나란히, 그러나 따로 입법하고 있다. 앞의 법은 발행의 준비자산과 상환을, 뒤의 법은 거래소와 커스터디, 디지털상품과 증권의 구분처럼 정산과 거래가 일어나는 인프라를 다룬다. 발행과 그 위의 정산 인프라가 서로 다른 법으로 규율된다는 것은 그 기저의 가치가 놓인 층위가 둘로 갈린다는 것을 일정 부분 함의한다.[4]

---

[3] Keyrock·Coinbase·Tempo·Virtuals Protocol. (2026. 5.). *Who Pays the Agent?* https://keyrock.com/who-pays-the-agent/ (보도: CoinDesk. (2026. 5. 21.). https://www.coindesk.com/business/2026/05/21/crypto-rails-are-becoming-the-default-payment-layer-for-ai-agents-report-says). 2025년 5월부터 2026년 4월까지 온체인 에이전트 결제 약 1억 7,600만 건 가운데 건수 기준 98.6%가 USDC로 정산되었다. 표본 규모와 거래의 실질성에 관한 반론은 제8장에서 검토한다.

[4] Congress.gov. *H.R.3633, Digital Asset Market Clarity Act of 2025*. https://www.congress.gov/bill/119th-congress/house-bill/3633. 동 법안은 2025년 7월 17일 하원을 294 대 134로 통과하였고, 2026년 5월 14일 상원 은행위원회를 15 대 9로 통과하여 같은 해 6월 1일 본회의 일정표에 등재되었다(2026년 7월 초 기준 본회의 미표결). 「GENIUS Act」가 발행자 규율을 다루는 데 비해, CLARITY Act는 거래소·브로커·커스터디와 디지털상품·증권의 구분 등 시장구조, 곧 정산과 거래가 일어나는 인프라의 규칙을 다룬다.

본 보고서는 그 가운데 정산 층위, 곧 새로운 금융 인프라에서 정산이 지금 차지하고 있고 앞으로 차지할 가치 구조와, 새로 태동하는 에이전트 경제의 정산 통화 동학에 분석을 모으고, 한국이 고려할 수 있는 제도 설계 방향성을 결론에서 종합하고자 한다.

논의의 순서는 다음과 같다. 제1부에서는 스테이블코인의 가치가 어느 자리에서 발생하는지를 분석한다. 가치사슬을 발행·정산·유통·운용의 네 층위로 분해하고(제1장), 글로벌 사업자들이 정산과 유통을 수직통합하는 양상을 검토하며(제2장), 준비자산 운용수익이 발행자의 실질적 수익원임을 분석한 뒤(제3장), 한국의 발행 경쟁이 지대가 발생하는 자리와 어긋나 있음을 논한다(제4장).

제2부에서는 정산 통화의 기본값이 형성되는 최전선으로서 에이전트 경제를 분석한다. 에이전트 결제의 달러 수렴 현상(제5장)과 그 수렴이 고착되는 구조적 동인(제6장)을 살핀 뒤, 진정한 병목이 결제가 아니라 에이전트 신원의 검증에 있다는 점과 그 지점에서 한국의 제도적 자산이 갖는 의미를 검토하며(제7장), 이상의 논의에 대한 반론을 정면으로 검토한다(제8장). 제3부에서는 이상의 분석을 토대로 원화가 자기 자리를 확보하기 위한 인가 설계의 선택지를 제시한다(제9장).

EDITOR'S NOTE

본 보고서는 누가 발행하고 유통하는가를 넘어, 그 유통이 올라설 정산의 길목을 누가 소유하며 그것이 어떤 통화로 정산되는가를 묻는다.

가치는 발행보다 정산과 준비자산의 운용으로 기운다. 다만 정산 자체가 더 큰 지대를 낳는다는 명제는 아직 자본의 흐름이 가리키는 추론이고, 발행의 수익이 유통으로 흘러간다는 명제만이 발행자 스스로의 공시로 확인된 사실이다.

에이전트 경제에서 정산 통화의 기본값은 지금 달러로 기울고 있으나 아직 확립되지 않았다. 원화의 선택지는 범용 시장에서의 대체가 아니라 인가 설계를 통한 선택적 선점에 있다.

제1부: 가치는 어디서 발생하는가

제1장 스테이블코인 가치사슬의 구조와 지대의 귀속

투자를 할 때 흔히들 '가치사슬(Value chain)'을 논하곤 한다. 특정 산업의 가치가 어떤 경로를 통해 발생했는지를 따지고, 그 경로에서 중요한 역할을 하는 기업들의 정성적·정량적 가치를 평가하여 상대적으로 상승 동력이 남아 있는 기업에 투자한다는 것인데, 이는 사실 돈이 흐르는 모든 맥락에서 적용된다. 세금을 부과할 때는 돈이 흐르는 모든 영역이 아니라 납세자가 회피하기 어렵되 과세자는 쉬이 통제할 수 있는 단 하나의 병목을 통제하면 되는 것이다. 지급결제의 역사에도 역시 유사한 맥락에서 이러한 양상이 되풀이되어 왔다.

결제를 여러 기능으로 나누어 보면, 그로부터 나오는 수익은 각 기능에 고르게 배분되지 않으며, 대체가 어렵고 우회가 불가능한 길목을 차지한 자에게 집중된다. 본 보고서가 말하는 지대(rent)란 이처럼 대체가 어려운 자리를 차지함으로써 경쟁의 압력에 깎이지 않고 지속되는 초과수익을 가리키는 것으로, 이하에서는 문맥에 따라 초과수익으로 풀어 쓰기도 한다. 본 장은 이를 스테이블코인에 적용하여 그 가치사슬에서 지대가 어느 자리에 머무는지를 검토한다. 본 장은 발행이 정산·유통보다 계약상 협상력이 약할 수 있다는 가설을 검토하되, 현재로서는 기능별 비용·위험·투입자본을 조정한 초과수익 자료가 부족하다는 한계를 전제로 한다. 다만 이하 논지의 일관성을 위해 이러한 한계를 내재한 논리더라도 다소 단정적으로 서술하였음을 밝혀둔다.

1.1 카드 네트워크의 지대 구조

스테이블코인의 가치 구조를 가늠해 볼 수 있는 준거 중 하나로 반세기에 걸쳐 작동해 온 카드 결제망을 생각해 볼 수 있다. 카드 결제망은 크게 (1) 카드를 발급하는 은행, (2) 가맹점을 모집하여 결제를 받아 주는 사업자, 그리고 그 사이에서 (3) 거래를 중계하고 정산 규칙을 정하는 네트워크로 구성되어 있다.

발급은행도, 매입사업자도 아닌 네트워크가 가장 주요한 길목이다. 발급은 경쟁적이다. 수천 개의 은행이 형식적으로 동일한 카드를 발급하며, 그중 하나가 이탈하더라도 결제망 전체는 흔들리지 않는다. 그러나 네트워크는 카드를 쓰는 측과 받는 측 양쪽이 반드시 거쳐야 하는 단일한 길목으로, 그 길목에서 양측을 잇는 정산 규칙과 그 수수료를 정할 권력을 가진다. 발급은행의 수익은 무한경쟁의 객체로 전락하였으나, 네트워크의 지위는 양쪽 이용자가 서로를 필요로 하는 한 유지되었다.[5] 대부분의 카드에는 Visa 내지 Mastercard 로고가 있는데, 이것이 바로 해당 카드를 사용할 수 있는 네트워크를 의미한다. 카드 결제에서 가장 영속적인 지대는 발행이 아니라 네트워크가 점한 정산의 위치에 귀속되었던 것으로 보인다.

[5] Evans, D. S., & Schmalensee, R. (2005). *Paying with Plastic: The Digital Revolution in Buying and Borrowing* (2nd ed.). MIT Press; Hayashi, F. (2006). A puzzle of card payment pricing: Why are merchants still accepting card payments? *Review of Network Economics*, 5(1), 1–31.

스테이블코인에서도 비슷한 양상이 관찰되고, 그 전개는 카드보다 빠를 것이다. 다만, 카드의 네트워크가 양측이 반드시 거치는 단일한 길목이었던 반면, 블록체인 정산은 이더리움과 솔라나 같은 공개 기반과 새로 생겨나는 결제 전용 체인으로 갈라져 경쟁한다는 차이가 있다. 복수의 경로가 존재한다는 것은 정산의 지대가 카드망만큼 독점적이지는 않을 수 있다는 뜻이자, 그 소유가 아직 확정되지 않아 비집고 들어갈 틈이 남아 있다는 뜻이기도 하다.

1.2 가치 귀속에 관한 세 이론

쉬이 위 사례를 일반화하기 전에, 관련 이론적 기초를 검토한다. 상술하였듯 가치가 특정 자리로 모이는 현상은 결제에 국한되지 않으며, 산업조직론과 플랫폼 경제학이 오랜 시간 분석해 온 분야이다. 세 가지 이론을 살펴본다.

첫째는 양면시장 이론이다. 이에 따르면, 서로를 필요로 하는 두 집단을 매개하는 플랫폼은 그 매개의 위치 자체로부터 지대를 창출한다.[6] 카드 네트워크가 발급은행과 가맹점 사이에서 그러했듯, 매개자는 양측의 '닭과 달걀' 문제를 풀어 주는 대가로 수익을 취한다.

둘째는 수요 장악 이론이다. 디지털 환경에서 가치가 공급을 통제하는 자가 아니라 최종 수요와의 관계를 쥔 자에게 귀속된다는 것으로,[7] 요컨대 누가 토큰을 발행하느냐보다 누가 사용자가 결제하는 접점을 쥐느냐가 더 중요하다는 것이다.

셋째는 보완재의 상품화 전략이다. 지배적 사업자는 자신의 핵심 사업에 인접한 보완재의 가격과 마진을 의도적으로 낮추어 그것을 흔한 상품으로 만들고, 그 위에서 자신의 지대를 지킨다.[8] 이 관점에서 보면, 결제 사업자들이 스테이블코인을 직접 발행하지 않으면서 그 위아래의 정산망과 유통 접점을 사들이는 행태는, 발행을 상품화하여 자신이 점한 자리의 가치를 지키려는 전략으로 해석된다.

세 이론은 강조하는 바가 각기 다르나, 발행 계층에 관하여는 공통의 함의에 이른다. 발행은 매개자의 위치도, 최종 수요와의 관계도, 그로부터 비롯되는 방어 가능한 초과수익도 보유하지 못한다.

---

[6] Rochet, J.-C., & Tirole, J. (2003). Platform competition in two-sided markets. *Journal of the European Economic Association*, 1(4), 990–1029; Rochet, J.-C., & Tirole, J. (2006). Two-sided markets: A progress report. *RAND Journal of Economics*, 37(3), 645–667.

[7] Thompson, B. (2015. 7. 21.). *Aggregation theory*. Stratechery. https://stratechery.com/2015/aggregation-theory/

[8] Spolsky, J. (2002. 6. 12.). *Strategy letter V*. Joel on Software. https://www.joelonsoftware.com/2002/06/12/strategy-letter-v/. "Smart companies try to commoditize their products' complements." 같은 원리의 현대적 정리로 Gwern, *Laws of Tech: Commoditize Your Complement* (https://gwern.net/complement) 참조.

1.3 스테이블코인 가치사슬의 네 층위

이상의 분석틀을 적용하여 스테이블코인의 가치사슬을 크게 네 층위로 나눠 보면 아래와 같다.

1) 발행: 토큰을 주조하고 상환하며 준비자산을 보유한다. Tether와 Circle, 그리고 최근 형성되고 있는 한국의 은행 컨소시엄이 여기에 속하고, 주 수익은 준비자산의 운용에서 나온다.

2) 정산: 거래가 실제로 처리되고 확정되는 블록체인 기반이다. 이 층위는 다시 둘로 나뉜다. 하나는 정산이 일어나는 인프라, 곧 레일 자체를 누가 소유하는가의 문제이고, 다른 하나는 그 레일 위에서 거래가 어떤 통화로 정산되는가의 문제이다. 전자는 이더리움과 솔라나 같은 범용 블록체인 내지 Stripe의 Tempo, Circle의 Arc 같은 결제 특화 블록체인이 다투는 자리로, 카드 시대에 양측이 반드시 거치던 네트워크의 길목에 대응한다. 후자는 그 위에서 통용되는 표준 통화의 자리로, 제2부에서 다룰 에이전트 경제의 핵심 쟁점이다. 제1부는 주로 앞의 물음을, 제2부는 뒤의 물음을 다루고자 한다.

3) 유통: 토큰이 최종 사용자와 만나는 모든 접점, 곧 카드 발급, 법정화폐 환전 입출구, 지갑, 기업 간 결제 인터페이스를 포괄한다. Coinbase, Stripe가 인수한 Bridge와 Privy, Mastercard가 인수 계약을 체결한 BVNK가 그 예다.

4) 운용: 자금이 들어온 시점과 나가는 시점 사이에 유휴 상태로 머무는 자본을 수익화하는 지점으로, 근래 이른바 「GENIUS Act」가 발행자의 이자 지급을 금지함에 따라 공백이 존재하는 상황이다. 토큰화 단기국채 펀드류가 여기에 속한다. 관련해서는 제3장에서 다룬다.

상기 네 층위 가운데 발행은, 앞서의 세 이론과 카드 결제망의 역사에 비추어 지대가 온전히 귀속될 가능성이 크진 않을 것으로 사료된다.

1.4 발행 계층의 지대 취약성

그렇다면, 발행이 상품화되는 이유를 알아보자.

첫째, 기술적 진입장벽이 낮다. 100%의 준비자산을 갖추고 1대 1 상환을 보장하는 토큰을 주조하는 일은 기술적으로 복제가 가능하며, 규제가 요구하는 준비와 공시 요건을 충족하는 한 누구나 같은 토큰을 발행할 수 있다. 물론 인가와 선점이 사실상의 진입장벽으로 일정 시간 작동할 수 있겠으나, 이는 제도 내지 시장구조가 부여한 자산일 뿐, 발행 행위 자체에 내재한 우위는 아니다.

둘째, 발행자의 수익은 그가 통제하지 못하는 금리에 종속된다. 발행자의 수익은 본질적으로 준비자산으로 보유한 단기 국채의 이자이며, 이를 고려할 때 스테이블코인 발행업의 실질은 단기국채 펀드의 운용에 가깝다. Circle이 2026년 1분기에 거둔 총수익 6억 9,400만 달러 가운데 94%인 6억 5,300만 달러가 준비자산 운용수익이었다는 점이 이러한 성격을 방증한다.[9] 같은 분기 그 운용수익률은 전년 대비 66bp 하락하였다.

발행자는 자신의 수익률을 스스로 정하지 못하며, 금리 하락기에는 발행 잔액의 성장으로 이를 보전할 수 있을 뿐인바 그 방어선은 지속 가능하지 않다.

셋째, 규제 역시 경쟁 수단을 제거하는 방향으로 가고 있다. 상술하였듯 「GENIUS Act」는 발행자가 보유자에게 이자를 지급하는 것을 금지하는데,[10] 발행자가 운용수익을 사용자에게 돌려주는 식으로 시장 점유율을 다투는 수단을 봉쇄하는 결과를 야기한다. 요컨대 발행자가 안전자산만을 보유하고 그 수익을 사용자에게 환원하지 못하도록 강제하는 것은, 통화금융론이 오래 논의해 온 '협의의 은행', 즉 위험자산 운용 없이 안전자산만을 보유하는 은행과 닮아 있다.[11] 협의의 은행이 그러하듯, 이 구조에서 발행자는 안정성을 얻는 대신 주된 수익원이 준비자산 운용수익에 집중되며, 그 외의 수익은 사용자를 쥔, 유통과 유휴자금을 운용하는 새로운 자리로 흘러간다.

발행과 유통을 나눠 보면, 발행자가 준비자산을 명목상 보유하더라도 그 운용수익을 실제로 누가 가져가는지는 통상 유통계약을 통해 정해진다. Circle이 증권거래위원회(SEC)에 제출한 등록신고서에서도 이를 확인할 수 있는데, 동 문서에서 Circle은 자사 USDC의 준비자산 운용수익 가운데 Coinbase의 플랫폼에 예치된 분에 대하여는 그 전부를, 플랫폼 밖에서 유통되는 분에 대하여는 그 절반을 Coinbase가 가져가며, 그 비용 구조를 자사가 통제하지 못한다는 점을 위험요인으로 적시한 바 있다.[12] 나아가 Circle의 2026년 1분기 보고서에

---

[9] Circle Internet Group. (2026. 5. 11.). *Circle Reports First Quarter 2026 Results* [Press release]. https://www.circle.com/pressroom/circle-reports-first-quarter-2026-results. 2026년 1분기 총수익 및 준비자산 수익 6억 9,400만 달러 가운데 6억 5,300만 달러(약 94%)가 준비자산 운용수익이며, 운용수익률은 전년 대비 66bp 하락하였다. USDC 유통 잔액은 분기 말 770억 달러로 전년 대비 28% 증가하였다.

[10] White House. (2025. 7. 18.). *Fact sheet: President Donald J. Trump signs GENIUS Act into law*. https://www.whitehouse.gov/fact-sheets/2025/07/fact-sheet-president-donald-j-trump-signs-genius-act-into-law/. 동법(S.1582, 119th Cong.) 제4조 제a항 제11호는 지급 스테이블코인 발행자가 그 보유·사용·보관과 관련하여 보유자에게 어떠한 형태의 이자나 수익(interest or yield)도 지급하지 못하도록 금지한다.

[11] Tobin, J. (1987). The case for preserving regulatory distinctions. In *Restructuring the Financial System* (pp. 167–205). Federal Reserve Bank of Kansas City. 토빈이 제안한 '예탁통화계정(deposited currency account)', 곧 100% 안전자산을 보유하고 만기 변환을 수행하지 않는 순수 결제수단은 스테이블코인의 이론적 원형에 해당한다. 아울러 Pennacchi, G. (2012). Narrow banking. *Annual Review of Financial Economics*, 4, 141–159; 협의의 은행이 연방준비은행에 마스터 계좌 개설을 신청하였으나 그 결정이 지연됨에 따라 법원이 원고 적격과 소의 성숙성 결여를 이유로 본안 판단 없이 각하한 사례로 *TNB USA Inc. v. Federal Reserve Bank of New York*, No. 1:18-cv-07978 (S.D.N.Y. Mar. 25, 2020) 참조.

[12] Circle Internet Group. (2025. 4. 1.). *Form S-1 Registration Statement*. U.S. SEC, EDGAR. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1876042/000119312525070481/d737521ds1.htm (보도: Sinclair, S. (2025. 4. 1.). Decrypt. https://decrypt.co/312757/coinbase-circles-residual-usdc-reserve-revenue-filing). Circle은 Coinbase가 자사 플랫폼 예치 USDC의 운용수익 100%, 플랫폼 외부 유통분의 50%를 수취하며 그 비용 구조를 자사가 통제하지 못한다는 점을 위험요인으로 적시하였다. 이 수익 배분이 「GENIUS Act」의 이자 지급 금지에 저촉될 수 있다는 분석은 후술할 제3장에서 다룬다.

따르면 Coinbase는 Circle의 발행자 유보분을 차감한 뒤 Coinbase 플랫폼에 보관된 USDC를 기준으로 배분받고, 더 넓은 생태계 성장분에서는 승인된 제3자 지급액을 먼저 차감한 잔여액의 절반을 받는다.[13]

1.5 한국의 위치

지금까지의 분석을 종합하면 다음과 같다.

스테이블코인의 가치사슬에서 지대는 발행보다 정산 네트워크, 사용자를 쥔 유통, 그리고 그 유통이 거두어 가는 준비자산 운용수익으로 배분될 것으로 보인다. 이와 관련하여 전통적 결제 사업자들이 발행·정산·유통을 서로 다른 조합으로 결합하는 자본 배분, 곧 Mastercard의 BVNK 인수 계약과 Visa의 정산망 확장, Stripe의 수직통합(제2장에서 후술한다)을 검토할 필요가 있다. 다만 개별 정산망이 실제로 거두는 수익은 아직 공개되지 않았으므로 실제 가치사슬에서 어떻게 수익이 귀속될지 확증할 수는 없으나 현재의 주도적인 자본 배분은 위 방향을 따르고 있는 것으로 사료된다.

이러한 구도에 비추어 한국의 논의를 살펴보면, 원화 스테이블코인을 둘러싼 국내의 논쟁은 '누가 어떻게 발행할 것인가'에 집중되어 왔다. 그러나 발행은 기술적 진입장벽이 낮고, 금리·규제·유통계약의 영향을 크게 받을 수 있는바 가치사슬상 가장 방어가 어려운 자리인 것으로 보인다. 한국은 경쟁이 가장 치열하고 지대가 가장 얇은 자리를 두고 논의하는 단계에 머물러 있으며, 더욱이 그 논의의 대상인 원화는 정작 지대가 발생하는 정산의 길목에는 아직 존재하지도 않는다. 그 길목을 누가 장악하고 있는지를 다음 장에서 검토한다.

[13] Circle Internet Group. Form 10-Q for the quarter ended March 31, 2026. U.S. SEC, EDGAR. https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1876042/000187604226000150/crcl-20260331.htm. Coinbase 배분은 Circle의 발행자 유보분을 차감한 플랫폼 내 USDC 기준액과, 승인된 제3자 지급액을 차감한 더 넓은 생태계 성장분의 절반을 기초로 한다.

제2장 글로벌 사업자의 수직통합과 정산·유통 계층의 장악

앞 장에서 가치사슬 중 어느 부분에 지대가 존재하는지를 이론과 역사에 비추어 살펴보았다면, 본 장에서는 그 분석이 실제 시장에서 어떻게 확인되는지를 공개된 자료를 통해 추단해보고자 한다. 이를 위해 2025년부터 2026년 상반기에 이르기까지 결제 산업의 주요 사업자들이 자본을 어디에 투입하였는지를 살펴본다. 이하에서는 Stripe, Circle, 그리고 Visa와 Mastercard의 순서로 각 행보를 짚은 뒤, 그 양상 및 한국에 주는 함의를 다룬다.

2.1 Stripe의 수직통합

Stripe는 2025년 한 해 1조 9,000억 달러의 결제를 처리하였다. Stripe는 Bridge와 Privy를 인수하고 Paradigm과 Tempo를 인큐베이팅하면서 스테이블코인 발행·보관·오케스트레이션, 지갑과 원장 인프라를 함께 통합하는 방향으로 사업을 확장했다.

1) 2025년 2월, Stripe는 스테이블코인 인프라 기업 Bridge의 인수를 11억 달러에 종결하였다. 위 인수가 발표된 2024년 10월 당시 가상자산 부문에서 가장 큰 규모의 인수로 평가될 정도의 규모였는데,[14] 이때 Bridge의 성격에 주목할 필요가 있다. Bridge는 스테이블코인을 발행하는 사업자가 아니라, 여러 발행자의 토큰을 처리하고 조율하는 기반에 해당한다. 요컨대 Stripe는 발행 경쟁에 뛰어들어 특정 토큰을 고른 것이 아니라, 어느 발행자의 토큰이든 거쳐 가는 처리 계층을 확보함으로써 발행자의 선택과 무관하게 수익을 취할 위치를 점하였다. 나아가 Bridge는 2026년 2월 미국 통화감독청(OCC)으로부터 국법 신탁은행 인가에 대한 예비 조건부 승인을 받았는데,[15] 이는 정산·처리 사업자가 발행 규제의 환경 속에서 은행에 준하는 제도적 지위에 다가서고 있음을 시사한다.

2) 나아가 Bridge의 자회사 Bridge Building Inc.는 달러 스테이블코인 USDB와 화이트라벨 변형인 xUSD를 발행하고 오케스트레이션·커스터디 서비스를 제공한다. 상술한 OCC의 예비 조건부 승인을 받은 Bridge National Trust Bank도 최종 인가 시 xUSD의 주된 발행자 역할과 준비금 관리, 커스터디 및 오케스트레이션을 함께 수행할 계획이다.

---

[14] CNBC. (2025. 2. 4.). *Stripe closes $1.1 billion Bridge deal, prepares for aggressive stablecoin push*. https://www.cnbc.com/2025/02/04/stripe-closes-1point1-billion-bridge-deal-prepares-for-stablecoin-push-.html. 2024년 10월 발표된 인수는 2025년 2월 종결되었으며, 당시 가상자산 부문 역대 최대 규모의 인수로 평가되었다.

[15] Office of the Comptroller of the Currency. (2026. 2. 12.). *Corporate Decision #1365: Bridge National Trust Bank*. https://www.occ.gov/topics/charters-and-licensing/interpretations-and-decisions/2026/cd1365.pdf. Stripe 자회사 Bridge가 2025년 10월 신청한 국법 신탁은행 인가에 대하여 OCC는 2026년 2월 12일 예비 조건부 승인을 부여하였다. 최종 인가는 거버넌스·리스크·컴플라이언스 조건의 충족을 전제로 한다.

3) 2025년 6월, Stripe는 지갑 인프라 기업 Privy를 인수하여 7,500만 개 이상의 계정 기반을 확보하였다.[16] 사용자가 토큰을 보유하고 쓰는 접점, 곧 유통 계층을 보강한 것으로 보인다.

4) 2026년 3월, Stripe는 Paradigm과 함께 결제 특화 블록체인 Tempo의 메인넷을 출시하였다.[17] Tempo는 범용 블록체인이 아니라 결제에 특화된 블록체인으로, 기본 스테이블코인 전송 수수료를 0.001달러 미만으로 두고 가스 수수료를 별도의 고유 토큰이 아니라 스테이블코인으로 지불하도록 설계되었다. 같은 날 Stripe와 Tempo는 인공지능 에이전트의 자율 결제를 지원하는 기계 결제 프로토콜(Machine Payments Protocol)을 발표한 바 있다.

종합하면 Stripe의 전략은 Bridge를 통한 발행·오케스트레이션·커스터디, Privy를 통한 지갑, Tempo를 통한 원장 인프라를 함께 묶는, 스테이블코인 가치사슬의 수직통합으로 볼 수 있겠다.

2.2 Circle의 정산 계층 진출

대표적인 스테이블코인 발행사 Circle의 행보도 주목할 만하다. USDC를 발행하는 Circle은 순수한 발행자의 지위에 머무르지 않고 정산 계층으로 사업을 넓히고 있다.

공개된 Circle의 손익을 통해 그 동기를 추단해 볼 수 있는데, Circle은 USDC의 준비자산 운용수익 가운데 상당 부분을 유통 파트너인 Coinbase에 배분하고 있으며, 2024년의 경우 총수익 약 16억 7,600만 달러(그 대부분인 16억 6,100만 달러가 준비자산 운용수익이다) 가운데 약 9억 800만 달러를 Coinbase에 지급하여, 그 배분을 제하고 남은 몫인 약 7억 6,800만 달러를 가져가고 있다.[18] 발행자가 준비자산을 보유하면서도 그 수익의 절반 이상을 유통 파트너에게 넘겨야 하는 구조다. 순수한 발행만으로는 지대를 온전히 확보하기 어렵다는 것이다.

---

[16] Bloomberg. (2025. 6. 11.). *Payment company Stripe to acquire crypto wallet provider Privy*. https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-11/payment-company-stripe-to-acquire-crypto-wallet-provider-privy. Privy는 1,000개 이상의 개발팀에 걸쳐 7,500만 개 이상의 계정을 지원하는 임베디드 지갑 인프라 사업자다. 인수 대금은 공개되지 않았다.

[17] CoinDesk. (2026. 3. 18.). *Stripe-led payments blockchain Tempo goes live with protocol for AI agents*. https://www.coindesk.com/tech/2026/03/18/stripe-led-payments-blockchain-tempo-goes-live-with-protocol-for-ai-agents; Ledger Insights. (2026. 3. 20.). *Stripe, Paradigm launch Tempo blockchain alongside machine payments standard*. https://www.ledgerinsights.com/stripe-paradigm-launch-tempo-blockchain-alongside-machine-payments-standard/. Tempo는 2025년 9월 최초 공개되어 같은 해 12월 테스트넷을 거쳐 2026년 3월 18일 메인넷을 출시하였다.

[18] Ved, T. (2025. 6. 24.). *Circle Goes Public: Circle's Valuation & the Economics of USDC* (State of the Network No. 317). Coin Metrics. https://coinmetrics.substack.com/p/state-of-the-network-issue-317. 원 수치는 Circle의 Form S-1(전게 자료)로 교차 확인하였다: 2024년 총수익 및 준비자산 수익 16억 7,600만 달러(그중 준비자산 운용수익 16억 6,100만 달러), 총 유통·거래 비용 10억 1,100만 달러 중 Coinbase 지급분 9억 800만 달러, Coinbase 배분 차감 후 잔여 수익 약 7억 6,800만 달러, 전체 비용 차감 후 순이익 약 1억 5,600만 달러.

이에 Circle은 정산 계층을 확보하려는 듯하다. 2026년 5월, Circle은 결제 전용 블록체인 Arc의 토큰 사전판매에서 BlackRock·Apollo 등으로부터 2억 2,200만 달러를 조성하였고, Arc 네트워크의 완전희석가치(FDV)는 총 30억 달러를 인정받았다.[19] Arc는 USDC를 고유의 가스 수수료로 쓰는 결제 특화 기반이며, 뒤에서 보듯 Visa의 정산 파일럿에도 포함되어 있다.

2.3 Visa와 Mastercard의 정산망 전략

카드 네트워크의 두 강자가 스테이블코인 시대에 취하는 전략도 살펴보아야 한다. 그 전략은 제1장에서 본 카드 시대의 지대 구조를 상당 부분 닮아 있는데, 그 구조를 먼저 간추리면 아래와 같다.[20]

카드 시대의 지대 구조

주체	수익원	가맹점 수수료 대비 비중	규제 취약성과 내구성
발급사(은행)	발급사 몫의 수수료	약 70~80%	주된 규제 대상. 신용 위험을 직접 부담.
네트워크(Visa·Mastercard)	네트워크 수수료와 부가서비스	약 7~9%	가장 영속적이며 규제의 직접 대상이 아니었음.
매입사	매입 마진	약 3~15%(협상에 따라 변동)	경쟁이 치열하고 상품화가 진행됨.

#HASHED OPEN RESEARCH

주요 수익원에 해당하는 발급사 수수료는 발급은행이 수취하나 규제비용과 신용위험을 수반하며, 더 중요하게는 해자가 없어 무한경쟁에 노출될 가능성이 크다. 반면 네트워크 수수료는 이러한 위험에 크게 노출되지 않는다. 실제로 미국이 2010년 「도드-프랭크법」으로 직불카드 수수료를 규제하였을 때, 발급사가 받는 수수료는 상한 규제의 도입으로 시행 전 건당 평균 약 44센트에서 실질 약 22~24센트로 낮아졌으나 네트워크가 받는 수수료에는 이와 같은 상한이 적용된 바 없다.[21]

---

[19] CNBC. (2026. 5. 11.). *Circle raises $222 million from BlackRock, Apollo and others in Arc token presale valued at $3 billion*. https://www.cnbc.com/2026/05/11/circle-closes-222-million-from-blackrock-apollo-for-arc-blockchain.html. a16z crypto가 7,500만 달러로 주도하고 BlackRock·Apollo·ICE 등이 참여하여 2억 2,200만 달러를 조성, 완전희석 기준 기업가치 30억 달러를 인정받았다. Arc는 USDC를 가스로 쓰는 스테이블코인 금융 특화 체인으로 2025년 8월 공개되어 10월 테스트넷을 거쳤으며, 메인넷은 2026년 중 출시가 예정되어 있다.

[20] 카드 4자 모형의 지대 구조에 관하여는 Evans & Schmalensee (2005), 전게서; Hayashi (2006), 전게논문; Spark Money Research. (2026. 3. 10.). *Card network economics: How Visa and Mastercard actually make money*. https://www.spark.money/research/card-network-economics-visa-mastercard. 표의 비중은 가맹점이 부담하는 수수료(MDR)를 기준으로 한 근사치로, 발급사 몫(인터체인지) 약 70~80%, 네트워크 몫(스킴·어세스먼트) 약 7~9%, 매입사 마진 약 3~15%이며 거래 유형과 협상에 따라 달라진다.

[21] 미국이 2010년 「도드-프랭크법」 제1075조(이른바 더빈 수정조항)와 연방준비제도 Regulation II로 도입한 규제로, 대형 발급사가 받는 직불카드 수수료의 상한을 '21센트에 거래액의 0.05%를 더한 수준'(부정방지 요건 충족 시 1센트 가산)으로 설정하여, 시행 전 건당 평균 약 44센트이던 수수료를 실질 약 22~24센트로 낮추었다. 네트워크(Visa·Mastercard)가 받는 수수료는 그 상한의 대상이 아니었다. 2025년 8월 연방지방법원이 동 기준을 연방준비제도의 권한 초과를 이유로 무효화하였으나, 항소심 계속 중 그 효력이 정지되어 상한은

요컨대 규제의 칼날이 발행을 겨누고 정산망을 비켜간 셈이다. Visa가 2025 회계연도에 약 14조 달러의 결제 규모에서 약 400억 달러의 순매출(순이익은 약 201억 달러)을 거둔 것도,[22] 발급이 아니라 네트워크의 위치가 지속 가능한 초과수익을 낳는다는 사정과 무관하지 않다.

이 구도를 스테이블코인에 대응시키면, 발행자(Tether·Circle)가 카드 시대의 발급사에, 거래가 확정되는 블록체인 등 정산 기반이 네트워크에, Stripe·Coinbase 등 유통사업자가 매입사에 각각 대응한다. Visa와 Mastercard는 이 대응 관계를 읽고, 카드 시대에 자신이 점하였던 네트워크의 위치를 스테이블코인 시대에도 재현하려 한다.

그 행보는 다음과 같다. Mastercard는 2026년 3월 스테이블코인 인프라 기업 BVNK를 최대 18억 달러에 인수하기로 하였다. BVNK는 130개국의 금융기관과 핀테크를 상대로 연간 약 300억 달러의 결제를 처리하고 있다.[23] 주목할 것은 Mastercard가 USDC·PYUSD·RLUSD 가운데 어느 것도 직접 발행하지 않는다는 사실이다. 카드 시대에 스스로 카드를 발급하지 않으면서 네트워크의 위치를 점하였듯, 스테이블코인 시대에도 발행을 비워 둔 채 정산과 처리의 기반을 사들인 것으로 보인다. Visa 또한 2026년 4월 스테이블코인 정산을 지원하는 블록체인을 기존 4개에서 9개로 넓혔으며, 새로 더해진 기반에는 Circle의 Arc와 Stripe의 Tempo가 포함된다. 같은 발표에서 Visa는 스테이블코인 정산 시범사업의 연율화 정산 규모(런레이트)가 70억 달러에 도달해 전분기보다 50% 증가했다고 밝혔다.[24]

앞 절에서 본 카드 규제의 전례, 곧 규제가 발급사의 수수료는 깎으면서 네트워크는 비켜갔다는 사정을 다시 적용해보자. 스테이블코인 시대에도 「GENIUS Act」의 이자 지급 금지는 발행자를 겨누되 정산망을 겨누지 않는다. Visa와 Mastercard가 발행을 피하고 정산망을 택한 것은, 이와 같은 규제의 비대칭을 고려할 때 합리적인 위치선정으로 보인다.

유지되고 있다. Board of Governors of the Federal Reserve System. *Average Debit Card Interchange Fee by Payment Card Network*. https://www.federalreserve.gov/paymentsystems/regii-average-interchange-fee.htm

[22] Visa Inc. (2025. 10. 28.). *Visa Fiscal Fourth Quarter and Full-Year 2025 Financial Results* [Press release]. https://investor.visa.com/news/news-details/2025/Visa-Fiscal-Fourth-Quarter-and-Full-Year-2025-Financial-Results/default.aspx. 2025 회계연도(2025년 9월 30일 종료) 결제 규모 약 14조 달러, 순매출 400억 달러(전년 대비 11% 증가), 순이익 201억 달러.

[23] Payments Dive. (2026. 3. 17.). *Mastercard to buy BVNK for $1.8B*. https://www.paymentsdive.com/news/mastercard-to-buy-bvnk-for-18b/814948/. 기본 15억 달러에 마일스톤 연동 3억 달러. BVNK는 130개국에서 연간 약 300억 달러를 처리한다.

[24] Visa. (2026. 4. 29.). *Visa accelerates stablecoin momentum: Adding five blockchains for settlement* [Press release]. https://usa.visa.com/about-visa/newsroom/press-releases.releaseId.22336.html. 기존 4개 기반(Ethereum·Solana·Avalanche·Stellar)에 Base·Polygon·Canton·Circle Arc·Stripe Tempo를 더하여 9개로 확대. 정산 규모 약 70억 달러는 2026년 4월 29일 발표 기준으로, 전분기 대비 약 50% 증가한 수치다.

2.4 정산 계층의 공동 소유: 논의에서 출범으로

개별적 수직통합을 넘어 정산 계층을 공동으로 소유하려는 움직임도 있다. 2026년 6월 초 일부 매체가 Stripe·Visa·Mastercard가 공동의 스테이블코인 플랫폼 출범을 논의하고 있다고 보도하였을 때만 해도, 당사자들은 논평을 거부하였고 양해각서조차 체결되지 않은 초기 논의로 전해졌다.[25]

그러나 2026년 6월 30일, Stripe가 인수한 Bridge의 공동창업자가 이끄는 Open Standard 컨소시엄이 공동 스테이블코인 Open USD의 출범을 발표하였다. 참여사 명단에는 Visa·Mastercard·American Express와 Stripe·Coinbase·Ripple, 그리고 BNY·U.S. Bank 등 은행권을 포함해 140여 곳이 올랐고, 토큰의 출시는 연내로 예고되었으며, Stripe는 이를 자사 위에서 스테이블코인을 쓰는 사업체의 기본값으로 삼겠다고 밝혔다.[26]

그렇다면 정산 계층을 공동 소유하는 경우 사업의 형태는 어떻게 구성되어 있을까? 다시 말해, 수익의 배분은 어떻게 설계되어 있을까? Open USD는 발행과 상환의 수수료를 없애고 준비자산 운용수익의 대부분을 유통 실적에 비례하여 참여사에 배분하며, 운영 법인은 소액의 관리 수수료만을 갖는다.[27] 발행의 마진을 스스로 0에 붙여 두고 그 수익을 유통에 흘려보내는 구조로, 카드 시대에 가맹점 수수료의 대부분을 발급사에 배분하면서 정산의 헤게모니를 차지했던 네트워크와 유사한 설계가 스테이블코인의 발행 계층에서 재현된 것으로 보인다. 시장 역시 이에 민감하게 반응했다. 발표 당일 USDC의 발행사 Circle의 주가는 약 17% 하락하였고,[28] USDC 운용수익 배분의 최대 수혜자인 Coinbase가 이 컨소시엄에도 이름을 올렸다는 사실은, 유통을 쥔 자가 발행과는 독립적으로 헤게모니를 쥘 수 있음을 다시금 보여준다.

---

[25] CoinDesk. (2026. 6. 3.). *Payment giants Stripe, Visa, Mastercard said to be among backers of soon-to-debut stablecoin platform*. https://www.coindesk.com/business/2026/06/03/payment-giants-stripe-visa-mastercard-said-to-be-among-backers-of-soon-to-debut-stablecoin-platform; Fortune. (2026. 6. 8.). *Visa and Mastercard are planning to shake up the stablecoin market, but pulling it off won't be easy*. https://fortune.com/crypto/2026/06/08/visa-mastercard-stripe-coinbase-stablecoin-platform/. 후자는 당시 상황을 '공식 계약은 물론 양해각서조차 없는 초기 논의 단계'로 전하였다.

[26] Banking Dive. (2026. 7. 1.). *Banks, card networks, fintechs partner on 'low-cost' stablecoin*. https://www.bankingdive.com/news/stablecoin-open-standard-bridge-abrams-bny-stripe-mastercard-visa-coinbase-adyen/824200/. 컨소시엄에는 BNY·U.S. Bank·Huntington·Citizens 등 은행과 Visa·Mastercard·American Express, Stripe·Coinbase·Ripple·Adyen·Chime 등 140여 개 기업이 참여하며, 토큰 출시는 2026년 말로 예고되었다.

[27] Open Standard. (2026. 6. 30.). *Introducing Open USD*. https://joinopenstandard.com/blog/introducing-open-usd; American Banker. (2026. 7. 1.). *Open Standard's stablecoin draws Stripe, Visa and Mastercard*. https://www.americanbanker.com/payments/news/open-standards-stablecoin-draws-stripe-visa-and-mastercard. 발행과 상환에 수수료를 받지 않고 발행량의 상한을 두지 않으며, 준비자산 운용수익의 대부분을 채택·유통 파트너에 배분하고 운영 법인은 소액의 관리 수수료만을 갖는다는 것이 공표된 설계다. 배분의 구체적 산식과 수수료율, 규제상 발행 법인은 2026년 7월 초 현재 공개되지 않았다.

[28] CoinDesk. (2026. 7. 1.). *Jefferies warns against buying the dip in Circle as Open USD raises new competition fears*. https://www.coindesk.com/markets/2026/07/01/jefferies-warns-against-buying-the-dip-in-circle-as-open-usd-raises-new-competition-fears. Circle의 주가는 발표 당일 17% 하락한 뒤 이튿날 5% 반등하였다.

주목할 것은 이 구도가 제1장에서 본, 보완재의 상품화가 집단의 형태로 구현된 것과 유사해 보인다는 점이다. 유통과 정산을 쥔 사업자들이 발행을 공동화하여 어느 발행자도 그 자리의 지대를 독점하지 못하게 만들고, 각자는 자신이 점한 계층을 지키는 설계이기 때문이다. 정산과 유통의 계층이 소수 사업자의 공동 전선 아래 놓이는 구도가 가시화된 만큼, 후발 진입자의 입지는 한층 좁아질 것으로 전망된다.

물론 Open USD는 최근 발표된 것으로, 구체적인 실적으로 위 내용을 논증하기에는 현실적인 한계가 있다. 이 점은 제3장에서 다시 다룬다. 다만 그 성패와 무관하게 본 장이 주목하는 것은 자본의 방향, 곧 유통 진영 전체가 발행의 상품화에 합의하였다는 사실이다.

2.5 후발 발행자에 대한 함의

이상의 행보에는 공통점이 있다. 주요 사업자들이 발행·정산·유통 가운데 둘 이상의 계층을 결합하고 있다는 점이다. Stripe는 Bridge를 통해 발행·오케스트레이션·커스터디를, Privy를 통해 지갑을, Tempo를 통해 원장 인프라를 확보했다. Circle은 발행에서 Arc 원장으로 확장했고, Visa와 Mastercard는 기존 네트워크에 스테이블코인 결제 기능을 접속하고 있다. Stripe는 발행자 위에 정산 기반을 쌓았고, 발행자인 Circle조차 정산 계층으로 올라갔으며, 카드 네트워크는 발행 없이 정산망을 넓혔다. 이들이 확보한 자산, 곧 사용자 접점과 결제 표준과 정산 기반은 앞선 제1장에서 지대가 귀속된다고 분석한 바로 그 자리에 해당한다.

이를 원화 스테이블코인의 현실에 적용해보자. 정산과 유통의 계층이 이미 소수의 글로벌 사업자에 의해, 그것도 빠른 속도로 통합되고 있다면, 뒤늦게 들어서는 발행자가 그 위에서 단순한 공급자 이상의 지위를 얻을 가능성은 희박해질 것이다. 원화 스테이블코인이 발행에만 머무른다면, 종국적으로는 Stripe의 Tempo나 Visa의 정산망 위에서 처리되는 또 하나의 상품화된 토큰에 그칠 수 있고, 그 발행에서 나오는 운용수익마저 – 제3장에서 보듯 – 그 위 계층에 의해 좌우될 가능성이 높다.

EDITOR'S NOTE

2025년에서 2026년 상반기에 이르기까지 결제 산업의 주요 사업자들은 발행이 아니라 정산과 유통에 자본을 투입하였다.

Stripe는 발행자 위의 정산 기반(Bridge·Tempo)을, Circle은 발행자이면서도 정산 계층(Arc)을, Visa와 Mastercard는 발행 없는 정산망을 택하였으며, 2026년 6월 말에는 140여 개 기업이 발행 수익의 대부분을 유통에 배분하는 공동 스테이블코인 'Open USD'의 출범을 발표하여 발행의 상품화가 집단화된 형태로 이루어졌다.

카드 시대의 지대 구조, 곧 규제에 취약한 발급사의 수수료와 규제를 비켜간 네트워크의 내구적 지대가 스테이블코인에서 재현되고 있으며, 이는 뒤늦은 발행자가 상품화된 공급자에 머무를 위험을 함의한다.

제3장 준비자산 운용수익의 경제와 그 귀속

앞선 제1장 및 제2장을 통해 발행 계층의 지대가 구조적으로 취약하다는 점, 그리고 글로벌 사업자들이 정산과 유통을 사들이는 현황을 살펴보았다. 그렇다면 이제 발행자에게 남는 실질적 수익원, 곧 준비자산의 운용에서 나오는 수익을 살펴본다. 앞서 살펴본 Circle의 사례처럼 발행자가 굳이 정산 계층까지 확보하려는 이유도, 그리고 한국의 은행들이 발행을 두고 다투는 이유도, 결국은 관련 수익을 누가 얼마나 가져가는가의 문제로 수렴하기 때문이다. 본 장은 이하에서 해당 수익의 규모와 성격, 그 귀속, 그리고 그것을 갉아먹는 요인을 차례로 검토한다.

3.1 준비자산 운용수익의 규모와 성격

스테이블코인 발행자의 주 수입원은 준비자산 운용수익, 곧 발행한 토큰에 대응하여 보유한 준비자산을 단기국채 등으로 운용하여 얻는 이자다. 예대마진과 유사하게, 자금이 들어온 시점과 빠져나가는 시점 사이에 그 자금을 운용하여 얻는 이익으로, 카드사와 보험사, 항공사의 선불권이 모두 이 구조에서 수익을 얻어 왔다.

그 규모는 작지 않다. Circle은 2026년 1분기에 준비자산 운용수익으로만 6억 5,300만 달러를 거두었고,[29] Tether는 같은 분기 약 10억 4,000만 달러의 순이익을 보고하였다.[30] 발행업의 실질이 단기국채 펀드의 운용에 가깝다는 뜻이다. Circle의 경우 총수익의 94%가 이 한 항목에서 계상된다.[31]

다만 Tether의 위 수치에 관하여는 신뢰성에 다소 한계가 있다. Tether가 제시한 자산·부채 및 초과준비금 수치는 회계법인 BDO의 검토(attestation)에 근거한 것으로, 일반적으로 인정된 회계원칙에 따른 완전한 외부감사(audit)가 아니다.[32] 매월 준비금 증명을 공개하는 Circle의 수치의 신뢰성이 높은바, 이하에서는 이를 중심으로 분석을 진행하고자 한다.

---

[29] Circle Internet Group. (2026. 5. 11.), 전게 보도자료.

[30] Tether. (2026. 5. 1.). *Tether Posts $1.04B Q1 2026 Profit* [Press release]. https://tether.io/news/tether-posts-1-04b-q1-2026-profit-despite-highly-volatile-global-markets-reaches-all-time-highs-8-23b-reserve-buffer-and-maintains-u-s-treasury-heavy-backing/. 동 수치는 회계법인 BDO의 검토(attestation)에 근거한 것으로, 독립 감사인의 의견서를 수반한 완전한 외부감사가 아니다. 준비자산에는 미국 단기국채 직·간접 익스포저 약 1,410억 달러와 금 약 200억 달러, 비트코인 약 70억 달러 등 변동성 자산이 포함된다. 한편 KPMG에 의한 Tether 최초의 정식 감사가 이 분기부터 개시되었다.

[31] Circle Internet Group. (2026. 5. 11.), 전게 보도자료.

[32] Tether. (2026. 5. 1.), 전게 자료.

3.2 수익의 귀속: 발행자가 아니라 유통

문제는 이 수익이 발행자에게 온전히 귀속되지 않는다는 데 있다. 제2장에서 보았듯이 Circle은 Coinbase의 플랫폼에 예치된 USDC의 운용수익은 그 전부를, 플랫폼 밖에서 유통되는 USDC의 운용수익은 그 절반을 Coinbase에 지급하며, 2024년의 경우 총수익 약 16억 7,600만 달러 가운데 약 9억 800만 달러가 Coinbase로 흘러가, 그 배분을 제한 Circle의 몫은 약 7억 6,800만 달러에 그쳤다(모든 비용을 차감한 연간 순이익은 약 1억 5,600만 달러에 불과하다).[33]

상술하였듯, 이를 통해 사용자와의 관계를 쥔 유통사업자가 준비자산을 보유한 발행자보다 더 큰 협상력을 행사하는 것을 볼 수 있다. 발행자는 토큰을 발행하고 준비자산을 운용하는 위험과 비용을 떠안으면서도, 그로부터 나오는 수익의 절반 이상을 사용자 접점을 쥔 파트너에게 넘긴다. 발행은 명목적 수익원이고 유통이 실질적 귀속처라고 볼 수도 있겠다.

조금 더 들어가보자. 발행사업자의 수익이 유통사업자에게 상당 부분 귀속된다면, 유통사업자의 수익 구조는 어떻게 이루어져 있을까? 손익이 전부 공시되는 Coinbase의 경우, 2024년 연간 매출 약 66억 달러 가운데 Circle로부터 받은 스테이블코인 배분은 약 9억 달러로 7분의 1에 그치고, 나머지는 거래 수수료 약 40억 달러와 스테이킹 보상 약 7억 달러, 커스터디와 구독 수익, 고객 예치금의 이자, 자체 체인 Base의 수수료처럼 사용자 접점에서 직접 발생하는 수익으로 구성된다.[34] 같은 금액이 발행자에게는 총수익의 절반에 해당하고 유통자에게는 여러 수익원 가운데 하나에 그친다. 아울러 Coinbase는 수취한 배분의 상당 부분을 USDC 보유자에 대한 리워드로 다시 지급하여 발행 잔액을 키우고 있으므로, 현재 유통사업자에게 배분되는 금액은 소비되는 이익이라기보다 잔액의 성장을 통해 다음 배분을 늘리는 재투자의 재원에 해당하는 것으로 보인다.

비단 USDC의 사례에서만 위와 같은 관계성이 드러나는 것이 아니다. Circle과 Coinbase의 양자 계약이 운용수익의 절반 이상을 유통에 넘겼다면, Paxos가 2024년 말 출범시킨 Global Dollar Network는 운용수익의 약 97%를 유통 파트너에 배분하는 다자 네트워크로 그 구조를 넓혔고,[35] Hyperliquid는 2025년 자사 스테이블코인 USDH의 발행권 자체를 수익 배분 조건을 내건 경쟁 입찰에 부쳤다.[36]

---

[33] Ved, T. (2025. 6. 24.), 전게 자료.

[34] Coinbase Global. (2025. 2. 13.). Shareholder Letter, Fourth Quarter and Full Year 2024. https://investor.coinbase.com/financials/quarterly-results/. 2024년 연간 매출 약 66억 달러 가운데 거래 수수료가 약 40억 달러, 구독·서비스 수익이 약 23억 달러이며, 후자에 스테이블코인 수익 약 9억 1,000만 달러와 스테이킹 보상 약 6억 8,000만 달러, 커스터디·이자 수익 등이 속한다. 스테이블코인 수익은 Circle이 등록신고서에서 공시한 Coinbase 지급분 약 9억 800만 달러(전게)와 부합한다.

[35] Paxos. (2024. 11. 4.). *Introducing Global Dollar Network* [Press release]. https://www.paxos.com/newsroom/introducing-global-dollar-network-an-open-network-to-accelerate-and-reward-global-stablecoin-adoption-driven-by-anchorage-digital-bullish-galaxy-digital-kraken-nuvei-paxos-and-robinhood. Anchorage Digital·Bullish·Galaxy Digital·Kraken·Nuvei·Robinhood 등이 참여하여 스테이블코인 USDG의 준비자산 운용수익 약 97%를 파트너에 배분한다. USDG의 유통 규모는 2026년 중반 기준 약 30억 달러다(CoinMarketCap, 2026. 7. 조회).

[36] Hyperliquid의 스테이블코인 USDH의 발행권은 2025년 9월 밸리데이터 투표로 진행된 경쟁 입찰에서 Paxos 등을 제치고 Native Markets에 낙찰되었다. The Block. (2025. 9. 14.). *Native Markets team wins Hyperliquid USDH stablecoin bid*. https://www.theblock.co/post/370570/native-markets-team-wins-hyperliquid-usdh-stablecoin-bid-eyes-test-phase-within-

2026년 6월의 Open USD(제2장에서 보았다)에 이르러서는 유통 진영 전체가 발행을 공동화하고 수익의 대부분을 나누는 산업 표준의 형태가 등장하였다. 발행의 마진이 계약에서 네트워크로, 다시 경매를 거쳐 표준으로 단계를 밟아 소거되어 온 것이다.

물론 이와 같은 방향성이 시장의 선택을 받을지는 미지수인 상태이다. 97%를 배분한 Global Dollar Network의 규모는 1년 반이 지나도록 약 30억 달러로 USDC의 25분의 1 수준에 머물렀고, 경매로 발행자를 고른 USDH는 여덟 달 만에 단계적 청산에 들어가 그 자리를 USDC에 되돌려주었으며, 여럿이 모인 결제 컨소시엄의 성패는 배분의 규칙보다 결정권의 집중 여부에서 갈려 왔다.[37] 요컨대 수익의 배분율이 유동성의 네트워크 효과를 대체하지 못할 가능성도 고려해야 할 것으로 보이며, 이에 대해서는 후술할 제9장 설계 논의에서 논하도록 한다.

3.3 이자 지급 금지의 역설

관련해서 스테이블코인의 이자 지급과 관련된 규제도 살펴볼 필요가 있다. 「GENIUS Act」는 발행자가 보유자에게 이자나 수익을 지급하는 것을 금지한다.[38] 이는 은행 예금의 이탈을 막고 스테이블코인이 사실상의 수신 상품으로 변질되는 것을 차단하려는 취지로 이해되나, 그 구조적 효과는 입법 취지와 별개로 발행과 유통 사이의 수익 배분에 나타나는 것으로 보인다.

발행자가 사용자에게 이자를 지급할 수 없다면 발행자는 가격으로 경쟁할 수단을 잃는다. 그렇다면 점유율을 넓히기 위해 발행자가 우선적으로 기댈 수 있는 곳은 사용자를 쥔 유통 파트너이며, 발행자는 그 파트너에게 운용수익을 배분함으로써 유통을 확보할 수 있다. 요컨대 이자 지급 금지는 발행자가 사용자에게 돌려주지 못하게 된 수익을, 결국 유통 파트너에게 돌리도록 만드는 셈이다.

여기에는 제1장에서 본 협의의 은행 논의가 그대로 적용된다. 안전자산만을 보유하고 만기 변환을 수행하지 않는 순수 결제수단은 안정성을 얻는 대신 신용 창출을 통한 수익을 포기한다. 이자 지급마저 금지된 스테이블코인 발행자는 이 '협의의 은행'에 가장 가까운 형태이며, 그 수익의 원천은 구조적으로 제한된다. 미국에서는 예금을 받아 그 전액을 연방준비은행에 예치하고 중앙은행이 지급하는 이자만으로 운영하겠다는 은행이 실제로 설립을 시도한 바 있다.

---

days. 그러나 Native Markets는 2026년 5월 USDH의 단계적 중단과 USDC로의 이전을 공지하였다. Native Markets. (2026). *A new era for Hyperliquid stablecoins*. https://usdh.com/migration.

[37] 소수 대형은행이 소유한 법인이 운영하는 미국의 계좌 간 송금망 Zelle이 연간 1조 달러 규모로 정착한 반면, 100개 회원을 목표로 출발한 Facebook 주도의 Libra(후일 Diem)는 규제의 저항과 창립 회원의 이탈 속에 공개 출시 없이 2022년 초 해산하였다. 컨소시엄형 결제 사업의 관건이 수익의 설계보다 거버넌스에 있다는 지적으로는 PYMNTS. (2026. 7.). *Open USD's Biggest Challenge Isn't Circle or Tether — It's History*. https://www.pymnts.com/cryptocurrency/2026/open-usds-biggest-challenge-isnt-circle-or-tether-its-history/ 참조.

[38] White House. (2025. 7. 18.), 전게 자료.

그러나 연방준비은행은 계좌 개설 신청을 수년간 심사만 하며 열어 주지 않았고, 이를 다툰 소송마저 본안 판단 없이 각하되었다. 이렇듯 협의의 은행이 중앙은행에 직접 계좌를 두어 수익을 확보하려다 그 신청이 지연되고 소가 각하된 사례는, 이 영역에 제도적 장벽이 실재함을 방증한다.[39]

제1장에서 가치사슬의 네 번째 층위로 든 운용 층위를 다시금 생각해보자. 해당 층위를 규정하는 것은 자산을 운용하는 행위 그 자체가 아니다. 앞서 보았듯 발행업의 실질이 이미 단기국채의 운용이기 때문이다. 층위를 가르는 것은 그 운용의 수익을 보유자에게 전달할 수 있는 법적 형식이다.

지급수단인 스테이블코인은 이자를 지급하지 못하나 증권의 형식을 취한 토큰화 국채 펀드는 지급할 수 있으므로, 금지된 이자는 소멸하는 것이 아니라 인접한 형식으로 이동한다. 이 시장의 최대 상품인 USYC를 USDC의 발행자 Circle이 운용하고 있다는 사실은 두 가지를 시사한다.[40]

첫째, 제2장에서 Circle이 정산 계층(Arc)으로 확장하였듯, 발행만으로 지대를 확보하기 어려운 발행자가 인접 층위로 옮겨 가는 흐름이 운용에서도 확인된다. 둘째, USYC는 USDC로 실시간에 준하여 상환되도록 설계되어 있어, 기관 자금이 결제용 토큰과 수익용 토큰 사이를 오가는 비용이 낮다. 두 형식 사이의 전환이 이처럼 매끄러워질수록 발행자에 대한 이자 지급 금지는 그 실질을 잃기 쉽다. 요컨대 이자의 규율이 실효를 가지려면 발행자라는 주체만이 아니라 형식 사이의 전환이라는 기능까지 함께 보아야 하며, 이에 대해서는 제9장의 설계 논의에서 후술한다.

나아가 이러한 금지규정의 적용범위 역시 불명확하므로 이를 살펴볼 필요가 있다. 일각에서는 Circle이 Coinbase에 지급하는, USDC 보유량에 비례한 운용수익 배분이 사실상 보유에 연동된 수익 지급에 해당하여 동법의 이자 지급 금지에 저촉될 소지가 있다고 지적하며,[41] 실제로 통화감독청의 규칙안은 계열사와 관계 제3자를 통한 지급까지 위반으로 추정하는 방향을 제시하고 있다. 만일 이에 따라 수익을 배분하는 경로가 막힌다면 발행자는 유통 파트너에게 수익을 배분하는 길마저 잃어, 이자가 아닌 다른 수단으로 사용자를 끌어와야 한다. 그 경우 지대는 사용자 접점과 정산을 쥔 계층으로 한층 옮겨갈 것으로 보인다.

---

[39] Tobin (1987), 전게논문; Pennacchi (2012), 전게논문; *TNB USA Inc. v. Federal Reserve Bank of New York*, 전게 판례.

[40] USYC는 USDC로의 근실시간 상환을 제공하는 기관용 상품으로 설계되었다(최소 투자 10만 달러). Circle. USYC: Tokenized Money Market Fund. https://www.circle.com/usyc 참조.

[41] Reiners, L. (2025. 12. 11.). *Circle, Coinbase, and the Prohibition on Interest Under the GENIUS Act*. Columbia Law School Blue Sky Blog. https://clsbluesky.law.columbia.edu/2025/12/11/circle-coinbase-and-the-prohibition-on-interest-under-the-genius-act/. Coinbase를 USDC의 보유자(holder)로 보는 한 보유량 비례 수익 배분이 동법 제4조 제a항 제11호에 저촉될 소지가 있다고 분석한다. 통화감독청 규칙안이 이 금지를 계열사·관계 제3자에 대한 반증 가능한 추정으로 확장하는 내용에 관하여는 Mills, D., Shtylman, S., & Viviano, J. (2026. 3. 5.). *Stablecoin Interest, Yield, and Rewards: OCC Proposes Sweeping Regulations Under the GENIUS Act*. Ashurst Perkins Coie. https://www.jdsupra.com/legalnews/stablecoin-interest-yield-and-rewards-2333108/ 참조.

한편 위 이자 금지 조항의 정책적 효과에 관한 미국 백악관 경제자문위원회의 분석에 따르면, 스테이블코인의 이자 지급 금지가 은행 대출을 늘리는 효과는 약 21억 달러에 그치는 반면 소비자에게는 약 8억 달러의 순후생 비용을 발생시키는 것으로 추정된다.[42] 이는 이자 지급 금지가 금융 안정을 위한 장치라기보다 그 부담이 사용자에게 전가되는 규제일 수 있음을 시사한다.

3.4 금리 종속성

마지막으로, 준비자산 운용수익은 발행자가 통제하지 못하는 금리에 종속된다. 제1장에서 보았듯 Circle의 운용수익률은 2026년 1분기에 전년 대비 66bp 하락하였다.[43] 발행 잔액이 28% 늘어난 덕에 총수익은 줄지 않았으나, 이는 금리 하락분을 잔액 성장이 가린 결과일 뿐이다. 금리가 더 내려가고 잔액 성장마저 둔화되는 국면에서는 이러한 상쇄가 작동하지 않는다. 발행자의 수익성은 사업자가 통제할 수 없는 거시 변수에 묶여 있다.

3.5 한국 발행자에 대한 함의

이상의 분석을 원화 스테이블코인의 발행을 둘러싼 논의에 적용해보자. 설령 한국이 발행 주체를 정하고 원화 스테이블코인을 발행하는 데 성공하더라도, 그 발행자가 누리는 수익에는 상기 세 가지 제약이 그대로 적용된다. (1) 그 수익은 준비자산을 운용에 적용되는 금리에 종속되어 한국은행의 통화정책에 따라 출렁인다. (2) 그 수익의 귀속은 사용자 접점을 쥔 유통사업자와의 계약이 정한다. (3) 사용자에게 이자를 지급하여 경쟁하는 길은 한국이 「GENIUS Act」에 준하는 이자 지급 금지를 도입할 경우 마찬가지로 막힌다.

요컨대 발행 계층에서 원화가 차지하는 자리는, 그 자체로는 방어 가능한 지대를 보장하지 않는다. 그럼에도 한국의 논의는 바로 이 자리를 누가 차지할 것인가에 머물러 있다. 물론 발행이 원화 스테이블코인 가치사슬의 선결문제가 된다는 점에서 관련한 논의는 충분히 깊이 있게 이루어져야 한다. 다음 장에서는 그 논의의 실제 모습, 곧 은행과 핀테크와 거래소가 발행을 두고 벌이는 경쟁을 짚어보고자 한다.

---

[42] Council of Economic Advisers, The White House. (2026. 4. 8.). *Effects of Stablecoin Yield Prohibition on Bank Lending*. https://www.whitehouse.gov/research/2026/04/effects-of-stablecoin-yield-prohibition-on-bank-lending/. 이자 지급 금지의 은행 대출 증가 효과는 약 21억 달러(전체 대출의 0.02%)로 추정되는 반면 소비자 순후생 비용은 약 8억 달러로, 비용 대비 편익의 균형이 맞지 않는다고 분석한다.

[43] Circle Internet Group. (2026. 5. 11.), 전게 보도자료.

EDITOR'S NOTE

발행자의 유일한 실질적 수익원인 준비자산 운용수익은 규모는 크나 구조적으로 취약하다.

그 수익의 절반 이상은 유통 계약을 통해 사용자 접점을 쥔 파트너에게 넘어가고(Circle은 2024년 총수익 약 16억 7,600만 달러 중 약 9억 800만 달러를 Coinbase에 지급),「GENIUS Act」의 이자 지급 금지는 발행자의 가격 경쟁을 막아 그 수익을 다시 유통으로 흐르게 하며, 운용수익률 자체는 발행자가 통제하지 못하는 금리에 종속된다.

귀속의 구조는 양자 계약(Circle-Coinbase)에서 다자 배분(Global Dollar Network), 발행권 경매(USDH), 산업 공동화(Open USD)로 단계를 밟아 제도화되어 왔다. 한국이 발행 주체 경쟁에서 이기더라도, 그 발행자는 이 세 가지 제약을 그대로 물려받는다.

제4장 한국의 발행 경쟁과 지대 구조의 괴리

제1장부터 제3장까지의 분석을 통해 스테이블코인의 지대가 발행이 아니라 정산과 유통에 귀속되며, 발행자의 운용수익조차 구조적으로 취약하다는 점을 살펴보았다. 본 장은 이상의 분석을 한국의 현실에 비추어, 원화 스테이블코인을 둘러싼 국내의 경쟁이 지대가 발생하는 자리와 어떻게 어긋나 있는지를 검토한다.

4.1 발행 주체를 둘러싼 경쟁

2026년 상반기 한국 금융권은 원화 스테이블코인의 발행을 두고 빠르게 재편되었다. 그 재편은 대체로 두 갈래의 진영을 중심으로 전개되었다.

한 갈래는 은행과 거래소의 결합이다. 하나금융그룹의 하나은행은 2026년 5월 국내 최대 가상자산 거래소 두나무의 지분 약 6.55%를 약 1조 원에 인수하여 4대 주주가 되었다.[44] 시중은행이 단일 디지털자산 기업에 투자한 역대 최대 규모로, 발행(은행)과 유통(거래소)을 한 진영 안에 묶으려는 시도로 보인다. 다른 갈래는 은행과 핀테크와 카드사의 결합이다. KB국민은행과 토스, 삼성카드가 공동 발행을 위한 협의를 진행 중이라는 보도가 있으나, 이는 정식 발표에 이르지 않은 논의 단계로 확인된다.[45]

이와 별도로 은행권은 오픈블록체인·DID협회(OBDIA)를 중심으로 결집하였다. 참여 은행은 2025년 8월 기준 13개에 이르고, 협회는 결제·유통·IT 기업이 참여하는 스테이블코인 생태계 분과를 신설하였다.[46]

빅테크도 이에 가세하고 있다. 카카오뱅크는 2026년 4월 카카오·카카오페이와의 컨소시엄 안에서 발행과 유통을 주도하겠다는 방침을 밝혔다. 카카오페이는 그룹 컨소시엄이 발행과 인프라를, 자사가 유통을 맡는 구상을 내놓았으며,[47] 토스는 발행과 유통을 동시에 추진하면서 오프라인 결제 단말기의 대규모 보급 계획을

---

[44] 블록미디어. (2026. 5. 15.). 「1조 승부수 던진 하나금융... 네이버·두나무와 원화 스테이블코인 평정 나선다」. https://www.blockmedia.co.kr/archives/1092609; 뉴스핌. (2026. 5. 15.). 「하나금융·두나무 1조 동맹의 속내」. https://www.newspim.com/news/view/20260515000434. 하나은행은 이사회 의결로 카카오인베스트먼트가 보유한 두나무 지분 6.55%(228만 4,000주)를 약 1조 33억 원에 인수하여 4대 주주에 올랐다. 계약 주체는 하나금융지주가 아닌 하나은행이다.

[45] Yoon, Y. S. (2026. 1. 26.). *KB Kookmin, Toss, Samsung Card Push Triangular Alliance on Won Stablecoin*. BusinessKorea. https://www.businesskorea.co.kr/news/articleView.html?idxno=261681. 정식 계약이나 발표가 아닌 협의 단계를 전한 보도로, 2026년 7월 초 현재 공식 확정에 이르지 않았으며 이후의 보도에서 삼성카드의 참여는 재확인되지 않고 있다.

[46] 전자신문. (2025. 8. 26.). 「13개銀 가입한 OBDIA, 스테이블코인 생태계 분과 신설」. https://www.etnews.com/20250826000216. KB국민·신한·우리·하나·NH농협 등 13개 은행과 금융결제원이 참여한다.

[47] 뉴스1. (2026. 4. 8.). 「카카오뱅크 "스테이블코인 발행·유통 주도할 것... 필요 시 M&A도 모색"」. https://www.news1.kr/finance/general-finance/6129768; 파이낸셜뉴스. (2026. 5. 6.). 「카카오페이 "원화 스테이블코인, 발행 인프라부터 유통까지 잡겠다"」. https://www.fnnews.com/news/202605061716245196.

제시하였다.[48] 네이버파이낸셜은 두나무를 자회사로 편입하는 주식교환을 추진하고 있다.[49] 이상의 움직임은 그 주체와 진영을 달리하나, 경쟁의 초점은 결국 '누가 발행할 것인가'에 우선적으로 맞추어져 있다.

4.2 규제 논의의 초점: 발행 주체의 자격

이러한 경쟁 과열은 규제와 관련된 논의와 맞물려 있다. 한국은행은 금융안정을 이유로 발행 주체를 은행이 과반(이른바 50%+1주) 지분을 보유하는 법인으로 한정하는 방향을 주장하여 왔고, 이 요건은 여당 주도의 법안 논의에 유력하게 반영되고 있으며, 금융위원회는 기술기업의 참여 위축을 우려하여 상대적으로 신중한 입장을 취하여 왔다.[50] 국회 정무위원회에 계류된 디지털자산 관련 법안 4건도 발행 인가, 준비자산의 적립·관리, 공시, 상환을 핵심 구조로 삼고 있으며, 그 쟁점은 발행 주체의 자격에 모여 있다.[51] 2026년 2월 빗썸에서 발생한 대규모 오지급 사고는 거래소의 운영 위험을 부각시켜 은행 중심 발행론에 힘을 보탠 것으로 분석된다.[52]

---

[48] ZDNet Korea. (2026. 3. 12.). 「토스, 원화 스테이블코인 진출 예고… "발행·유통 다 하겠다"」. https://zdnet.co.kr/view/?no=20260312185525; ZDNet Korea. (2026. 5. 26.). 「은행·이커머스와 컨소시엄 만드는 토스」. https://zdnet.co.kr/view/?no=20260526140815. 토스플레이스의 결제 단말기 보급 계획은 2026년 말 50만 대, 2027년 70만 대이다.

[49] 네이버파이낸셜과 두나무는 2025년 11월 26일 이사회에서 두나무를 완전자회사로 편입하는 포괄적 주식교환을 결의하였으며, 주주총회는 공정거래위원회 기업결합 심사와 디지털자산 관련 입법의 지연을 이유로 두 차례 순연되어 2026년 11월 19일로, 주식교환일은 같은 해 12월 31일로 미루어졌다. MS투데이. (2025. 11. 26.). https://www.mstoday.co.kr/news/articleView.html?idxno=99680; 서울경제. (2026. 3. 30.). https://www.sedaily.com/article/20026033; 2차 연기의 공시는 2026년 7월 6일이다(머니투데이·이투데이 보도). 두나무가 네이버 계열로 편입될 경우 계열이 발행하는 스테이블코인의 업비트 상장이 특수관계인 발행 자산 규제에 저촉될 수 있다는 지적으로는 녹색경제신문. (2026. 5. 13.). https://www.greened.kr/news/articleView.html?idxno=340609 참조.

[50] 파이낸셜뉴스. (2026. 4. 13.). 「'원화 스테이블코인' 밑그림 짠 한은… 은행 중심 발행 못박아」. https://www.fnnews.com/news/202604131827509306; 글로벌이코노믹. (2026. 3. 12.). https://www.g-enews.com/article/Finance/2026/03/202603121622254125a6e8311f64_1. 은행이 과반(50%+1주) 지분을 보유하는 컨소시엄으로 발행 주체를 한정하는 이른바 51% 요건은 한국은행이 금융안정을 이유로 주장해 온 구조로, 여당 주도의 법안 논의에 유력하게 반영되고 있다.

[51] 2026년 6월 기준 국회 정무위원회 제1법안심사소위원회에는 민병덕 의원 대표발의 「디지털자산기본법안」(2025. 6. 11. 발의, 의안번호 제2210736호)과 안도걸 의원안(가치안정형 디지털자산의 발행 및 유통에 관한 법률안), 김은혜 의원안(가치고정형 디지털자산을 활용한 지급혁신에 관한 법률안), 김현정 의원안(가치안정형 디지털자산 발행업 등에 관한 법률안) 등 4건이 계류되어 있다. 네 법안은 발행인 인가제, 준비자산의 적립·관리, 공시·상환, 금융위원회 감독을 공통 구조로 하되 발행 주체 요건과 적용 범위, 외국 발행 자산의 처리에서 차이를 보인다. 이포커스. (2026). 「디지털자산기본법 4건 정무위 소위 계류」. https://www.e-focus.co.kr/news/articleView.html?idxno=3002247 참조.

[52] 딜사이트. (2026. 2. 6.). 「2000원 이벤트가 60조 논란으로」. https://dealsite.co.kr/articles/156633; 뉴스1. (2026. 2. 20.). 「빗썸 사태에 한은까지 경고… 스테이블코인 '은행 중심' 힘 실리나」. https://www.news1.kr/finance/blockchain-fintech/6076682. 빗썸은 2026년 2월 6일 이벤트 당첨금을 원화가 아닌 비트코인 단위로 잘못 지급하였으나 35분 내 거래를 차단하고 99% 이상을 회수하였다. 한국은행은 사고의 본질을 내부통제의 부재로 규정하고, 원화 스테이블코인에서도 유사한 운영 사고가 가능하다며 은행 중심 발행론에 힘을 실었다.

2026년 상반기 정무위원회의 법안 심사가 무산되면서 입법은 교착 상태에 머물러 있고, 신현송 한국은행 총재의 취임 이후 한국은행의 입장이 이전보다는 다소 누그러졌다고 하나 발행 주체를 둘러싼 이견은 해소되지 않았다.[53] 한편 한국은행이 은행권과 진행해 온 예금토큰 실험, 이른바 '프로젝트 한강'은 원화 디지털 정산의 또 다른 경로에 해당하나, 민간 발행 스테이블코인의 인가 설계를 다루는 본 보고서의 범위 밖이므로 그 존재와 상보적 관계만을 적어 둔다.[54]

요컨대 한국의 규제 논의는 누가 발행할 자격을 갖는가라는 질문에 고정되어 있다. 이는 그 자체로 중요한 질문이나, 제1장부터 제3장까지의 분석에 비추면 가치사슬에서 가장 방어가 어려운 자리를 둘러싼 다툼이다. 이미 국외의 논의는 다음 단계로 넘어갔고, 수많은 사업자가 군웅할거(群雄割據)하며 자리를 다투는 형국이다.

4.3 정산과 유통의 공백

무서운 점은, 원화 스테이블코인 발행이 지연되더라도 정산·운용 층위에서의 경쟁은 멈추지 않는다는 점이다. 국내에서 사업하고자 하는 혁신가들은 국내의 발행 규제가 확립된 이후에야 그다음 국면에서 수많은 시도와 실패, 혁신을 겪으며 성장할 수 있으나, 그동안 국외의 혁신가들은 수많은 시행착오 끝에 잘 다듬어진 경쟁력을 가지고 국내에 쉬이 진입하는 그림이 눈에 선하다.

그렇다면 초반부에서 논의하였듯, 발행을 둘러싼 경쟁이 과열되는 동안 정산의 길목은 누가 쌓고 있는가. 국내에서는 사실상 비어 있으며, 원화의 디지털 정산은 이미 외국의 기반 위에서 이루어지고 있다.

가장 뚜렷한 사례는 KRWQ다. 원화 연동 스테이블코인인 KRWQ는 케이맨제도 법인 Brainpower Labs가 2025년 10월 역외에서 발행하였고, 시타델 증권이 지원하는 EDX Markets의 글로벌 법인 EDXM International은 2026년 4월 초 원화 익스포저를 추적하고 USDC로 결제되는 무기한 선물을 상장하였다.[55]

---

[53] 파이낸셜뉴스. (2026. 6. 15.). 「지선도 끝났는데… 디지털자산기본법, 연내 통과 가능할까」. https://www.fnnews.com/news/202606151454432021; 파이낸셜뉴스. (2026. 4. 17.). 「신현송 '스테이블코인 공존' 선회」. https://www.fnnews.com/news/202604171014159235. 신현송 한국은행 총재는 2026년 4월 15일 인사청문회에서 원화 스테이블코인이 미래 통화 생태계에서 '보완·경쟁적으로 공존'할 수 있다고 밝혀 종전의 회의적 입장에서 선회하였다.

[54] 한국은행은 예금토큰 기반 실험 '프로젝트 한강'의 1차 실거래 테스트를 2025년 상반기 7개 은행을 대상으로 실시하였고(전자지갑 약 8만 개, 거래 약 11만 건), 잠정 중단하였던 2단계를 2026년 3월 재개하면서 참여 은행을 9개로 늘리고 개인 간 송금을 도입하였다. 금융위원회는 같은 해 7월 15일 경남은행과 iM뱅크를 신규 사업자로 지정하고 기존 7개 은행의 지정내용을 변경하여 9개 은행 체제와 송금 기능을 승인하였다.

한국은행. (2026. 3. 18.). 「프로젝트 한강 2단계 추진계획」. https://www.bok.or.kr/portal/bbs/B0000502/view.do?menuNo=201265&nttId=10097017; 금융위원회. (2026. 7. 15.). 관련 혁신금융서비스 지정·변경 자료. https://www.fsc.go.kr/po010101/87338

[55] 헤럴드경제. (2026. 4. 7.). 「美 원화스테이블코인 선물 상징적… 결제 넘어 자본시장 확장」. https://biz.heraldcorp.com/article/10712588; EDX Markets. (2026. 4.). *KRWQ launches world's first KRW stablecoin perpetual futures on EDXM International* [Press release]. https://edxmarkets.com/krwq-launches-worlds-first-krw-stablecoin-perpetual-futures-on-edxm-international/. KRWQ는 케이맨제도 법인 Brainpower Labs가 2025년 10월 역외 발행한 원화 연동 스테이블코인으로, 준비자산에는 신한투자증권이 커스터디하는 토큰화 한국 국채가 포함된다. KRWQ 현물은 2026년 4월 14일 EDX Markets에 상장되었다.

이는 국내 입법이 지체되는 사이 원화 스테이블코인의 발행과 거래가 역외로 옮겨 간 것으로, 규제의 부재가 시장의 소멸이 아니라 시장의 역외 이전으로 귀결되고 있다.

국내 사업자의 사정도 다르지 않다. BDACS의 원화 스테이블코인 KRW1은 아발란체와 폴리곤, BNB 체인 등 외국의 결제 기반 위에 멀티체인으로 배포되었으며(Circle의 Arc로의 확장도 추진되고 있다),[56] 다날은 신한은행과 함께 Circle의 USDC를 활용한 한·일 송금의 기술검증을 마쳤고, 신한은행 등이 참여하는 다자간 한·일 송금 실증은 일본 Progmat의 플랫폼 위에서 진행되었다.[57] 원화 스테이블코인이 존재하는 한, 그것은 대체로 외국이 소유하거나 달러로 표시된 정산망 위에서 처리되고 있다.

이 흐름이 어디까지 왔는지를 2026년 6월 말의 Open USD가 보여주고 있는 듯하다. 제2장에서 본 위 공동 발행체의 참여사 명단에 신한금융그룹과 삼성전자·삼성카드, KB국민·하나·우리·NH농협 계열의 카드사와 현대카드·BC카드, 한화생명, 카카오뱅크와 케이뱅크, 그리고 두나무까지 국내 13개사가 이름을 올렸다.[58] 다만 발표 직후 삼성전자는 공식 협의가 없었다며 참여를 부인하였고, 신한금융그룹과 두나무, 케이뱅크는 검토 의사를 밝혔을 뿐인데 파트너로 발표되었다고 해명하였다.[59]

등재와 부인이 엇갈리는 이 소동 자체가 시사하는 바는 작지 않다. 글로벌 유통 진영은 달러 동맹의 외연에 한국의 주요 금융사와 기업들을 셈하여 넣고 있고, 국내 기업들은 그 문을 두드려 보면서도 국내 제도의 시선 앞에서 공개적 확약은 꺼리고 있는 것으로 보인다. 국내 제도가 원화 쪽의 선택지를 열어 주지 못하는 사이, 달러 쪽의 선택지가 먼저 도착해 있는 셈이다.

물론 국내에 반대 방향의 움직임이 없는 것은 아니다. 발행을 준비하는 일부 진영은 정산과 유통까지 관리할 수 있는 자체 체인의 구축을 병행하고 있다. 카카오·라인 계열의 카이아는 2025년 9월 원화 스테이블코인 발행·유통을 위한 기술 연합을 출범시키며 자사 메인넷을 그 기반으로 내세웠고, 토스는 컨소시엄 차원의 특화 레이어2 구축을, 두나무는 자사가 운영하는 레이어2 기와체인의 활용을 검토하고 있다.[60]

---

[56] BDACS의 KRW1은 2025년 9월 아발란체에서 처음 발행된 뒤 폴리곤과 BNB 체인으로 확장 배포되었으며, Circle의 Arc로의 확장에 관한 양해각서가 2025년 10월 체결되었다. 준비자산의 담보 은행은 우리은행이다. ZDNet Korea. (2025. 9. 18.). https://zdnet.co.kr/view/?no=20250918165211; Cointelegraph. (2025). *South Korea's BDACS to bring KRW1 stablecoin to Circle's Arc*. https://cointelegraph.com/news/south-korea-bdacs-krw1-stablecoin-circle-arc.

[57] 이투데이. (2026. 2. 6.). 「다날, SWIFT 능가할 차세대 파이프라인 확보… 신한은행과 국내 최초 USDC 송금 프로세스 실증」. https://www.etoday.co.kr/news/view/2553999; The Korea Times. (2025. 9. 16.). *Korea-Japan stablecoin remittance trial successfully concludes 1st phase*. https://www.koreatimes.co.kr/business/banking-finance/20250916/korea-japan-stablecoin-remittance-trial-succesfully-concludes-1st-phase. 전자는 상용 사업이 아닌 기술검증(PoC) 단계이며, 후자(Project Pax)의 핵심 인프라는 일본 Progmat 플랫폼이다.

[58] 전자신문. (2026. 7. 1.). 「달러 스테이블코인 판 흔드는 OUSD… 삼성·신한·두나무도 참여」. https://www.etnews.com/20260701000596; 서울경제. (2026. 7. 2.). 「원화 스테이블코인 지연 속… 韓 기업 13곳 달러 코인 연합 참여」. https://www.sedaily.com/article/20062649.

[59] 조선비즈. (2026. 7. 3.). 「'글로벌 동맹' 스테이블코인 OUSD… 일부 기업은 "협의 없었다"」. https://biz.chosun.com/stock/finance/2026/07/03/G7LCFCC3DRC5NHEARXPGWQGY5E/. Open Standard 측은 2026년 7월 초 현재 이 해명들에 대한 공식 입장을 내지 않았고 참여사 명단도 정정하지 않았다.

[60] 전자신문. (2025. 9. 22.). 「카이아, 원화 스테이블코인 발행·유통 기술 연합 'K-STAR' 출범」. https://www.etnews.com/20250922000218; 딜사이트. (2026. 1. 30.). 「위메이드, 원화 스테이블코인 메인넷 '스테이블넷' 출범」.

이 움직임은 비어 있는 정산 계층을 국내 자본으로 메우려 한다는 점에서 본 보고서의 문제의식과 닿아 있다. 다만 제6장에서 보듯 정산의 지대는 레일의 기술적 보유가 아니라 그 위에 쌓이는 유동성과 표준의 집적에서 나온다. 글로벌 유동성과 단절된 국내 전용 체인은 채 자라기도 전에 규격의 고립을 자초할 수 있는바, 관건은 체인을 갖는 것 자체가 아니라 상호운용의 표준과 풍부한 유동성을 확보하는 데 있다. 이는 제9장에서 다시 다루도록 한다.

요컨대 한국이 발행을 두고 다투는 사이 지대가 발생하는 정산의 길목은 Stripe·Circle·Visa와 같은 외국 사업자에게 넘어가고 있으며, 원화 스테이블코인은 그 위에서 처리되는 또 하나의 토큰에 그칠 가능성이 높다.

4.4 함의

한국에서 원화 스테이블코인의 발행 주체를 누구로 할 것인가는 활발히 논의되나, 정산의 길목을 누가 쌓을 것인가는 논의의 바깥에 있고, 그 길목은 비어 있거나 이미 외국이 쥐고 있다. 발행 경쟁에서 어느 진영이 이기든, 그 승자가 얻는 것은 제3장에서 본 취약한 지대다.

그러나 아직 그 귀속이 정해지지 않은 자리들이 남아 있다. 기업 간 정산과 토큰화 자산의 결제가 그러하고, 그 가운데 정산 통화의 기본값이 가장 빠르게 형성되고 있는 무대 중 하나로는 에이전트 경제를 꼽을 수 있겠다. 정산의 길목이 이미 굳어 가는 범용 결제와 달리 인공지능 에이전트의 결제는 그 표준이 아직 확정되지 않았으므로, 제2부에서는 이 무대를 집중적으로 분석하여 원화가 뒤늦게라도 자기 자리를 확보할 여지가 어디에 있는지를 검토한다. 에이전트 경제만이 원화의 유일한 활로라는 뜻이라기보다는, 여러 열린 자리 가운데 표준 선점의 창이 가장 뚜렷하게 관찰되는 곳부터 살펴보기 위함이다.

---

https://dealsite.co.kr/articles/155990; ZDNet Korea. (2026. 5. 26.). 「은행·이커머스와 컨소시엄 만드는 토스」. 전게 기사; 파이낸셜뉴스. (2026. 5. 4.). https://www.fnnews.com/news/202605040615128246 (두나무 기와체인과 하나금융의 해외송금 실증).

EDITOR'S NOTE

2026년 상반기 한국의 경쟁은 발행 주체를 둘러싸고 과열되는 양상이다. 규제 논의 또한 은행 51% 요건과 인가제 사이에서 발행자의 자격에 고정되어 있다.

그 사이 정산의 길목은 비어 있고, 원화의 디지털 정산은 이미 역외(KRWQ)와 외국 기반(KRW1과 한·일 송금 실증) 위에서 이루어지고 있으며, 일부 진영의 자체 체인 구축은 그 공백을 메우려는 시도이나 관건은 레일의 보유가 아니라 상호운용 표준과 유동성의 연결일 것으로 보인다.

제2부: 에이전트 경제는 어떤 통화로 정산되는가

제5장 에이전트 경제의 결제와 달러 스테이블코인으로의 수렴

서론에서 밝혔듯, 원화가 디지털 정산의 단위로 존재할 것인지는 하나의 무대에서 결정되지 않는다. 사람 사이의 일반 결제가 있고, 기업 간 정산과 토큰화 자산의 결제가 있으며, 인공지능 에이전트가 스스로 결제를 수행하는 에이전트 경제도 있다.

제1부는 일반 결제에서 정산의 길목이 이미 소수의 글로벌 사업자에 의해 통합되어 가고 있으며 한국은 그 길목이 아니라 발행을 두고 다투고 있음을 살펴보았다. 본 장은 이들 가운데 표준이 가장 이르게, 그리고 가장 빠르게 형성되고 있는 에이전트 경제로 눈을 돌려, 그 결제가 어떤 통화로 정산되고 있는지를 검토한다.

5.1 에이전트 경제에서의 결제

2025년과 2026년에 걸쳐 인공지능 에이전트는 사람의 지시를 따르는 도구에서, 정해진 목표 아래 스스로 정보를 검색하고 자료를 구매하며 서비스를 이용하는 행위자로 이행하고 있다. 이러한 자율적 행위에는 결제가 따른다. 에이전트가 외부의 데이터나 연산, 응용프로그램을 이용하려면 그 대가를 치러야 하기 때문이다.

현재로서 기존의 결제 수단은 위와 같은 결제를 감당하기 어려울 것으로 보인다. 첫째, 신용카드와 은행 이체는 자연인이나 법인의 신원 확인을 전제로 발급·개설되므로, 법인격이 없는 에이전트는 그 자체로 결제의 주체가 되기 어렵다. 둘째, 카드 결제에는 건당 고정 수수료가 따르는데, 그 하한이 에이전트가 수행하는 거래의 규모를 넘어서는 경우가 많을 것으로 보인다. 한 분석에 따르면 에이전트가 집행한 거래의 약 76%가 카드의 통상적 고정 수수료 기준선인 0.30달러에도 미치지 못하는 초소액이었다.[61] 셋째, 카드망은 사람의 이의제기와 환불을 전제로 한 사후 분쟁·되돌림(chargeback) 구조 위에 서 있어, 사람의 개입 없이 초당 수많은 거래를 집행하는 기계의 결제 흐름과 어긋난다. 넷째, 카드와 계좌 이체의 정산은 며칠의 시차를 두고 확정되는 반면, 에이전트의 거래는 즉각적이고 연속적인 최종성을 요구한다. 응용프로그램 호출 한 번에 0.05달러를 치르는 거래에 0.30달러의 수수료와 며칠의 정산 지연이 발생하는 구조는 성립하지 않는다.

스테이블코인은 상기 네 제약에서 비교적 자유롭다. 지갑 주소만 있으면 사람이든 기계든 결제의 주체가 되고, 1센트에 못 미치는 금액도 보낼 수 있으며, 거래는 사후 분쟁 절차 없이 블록에 기록되는 순간 사실상 최종 확정된다. 에이전트 경제의 결제가 스테이블코인으로 향하는 것은 기술적 취향이라기보다 기존 수단의 구조적 부적합에서 비롯될 것으로 사료된다.

---

[61] 에이전트 거래의 약 76%가 카드 고정 수수료 기준선(0.30달러) 미만이라는 분석은 Keyrock·Coinbase·Tempo·Virtuals Protocol (2026), 전게 보고서. 0.30달러의 기준선은 Visa 등 카드 네트워크와 결제대행사의 표준 요율(예: 온라인 결제 건당 2.9% + 0.30달러)에서 도출된 수치이다.

5.2 달러 스테이블코인으로의 수렴

다만 에이전트 경제의 결제가 스테이블코인으로 향한다는 것과, 그 결제가 어느 통화의 스테이블코인으로 정산되는가는 서로 다른 문제다.

USDC의 발행·유통에 직접적인 이해관계를 가진 회사들인 Keyrock·Coinbase·Tempo·Virtuals Protocol이 함께 낸 공동 보고서의 집계에 따르면, 2025년 5월부터 2026년 4월까지 인공지능 에이전트가 집행한 온체인 결제 약 1억 7,600만 건 가운데 건수 기준 98.6%가 달러 스테이블코인 USDC로 정산되었고, 건당 평균 결제액은 0.31~0.48달러, 그 중앙값은 0.01~0.10달러에 그쳤다. 다만 이는 전체 인공지능 에이전트 결제가 아니라 x402 결제 표본에 한정된다. 일반 사용자·API 호출·시험성 거래가 포함될 수 있고, Visa-Artemis의 조정치와도 필터·기준시점이 달라 직접 비교할 수 없는바 이에 대해서는 제8장에서 후술하도록 한다.[62]

이와 같이 특정 통화에 편중되는 이유로는 기축 통화성 등 다양한 원인을 짚어볼 수 있겠으나, 우선적으로는 온체인 에이전트 결제의 개발 환경이 달러 스테이블코인을 기본값으로 삼고 있다는 사실이 크게 작용하고 있는 것으로 보인다. Coinbase가 제시한 x402는 USDC를 기본 정산 자산으로 전제한다. Google의 에이전트 결제 프로토콜(AP2)과 Stripe·Tempo의 기계 결제 프로토콜은 카드와 계좌이체까지 아우르는 결제수단 중립을 표방하나, 그 온체인 결제의 통로에서는 AP2의 x402 확장이 보여 주듯 역시 USDC가 기본값의 자리를 차지한다.[63] 에이전트를 개발하는 자가 다른 통화의 스테이블코인을 채택하려면 단순히 가격을 견주는 데 그치지 않고 관련 개발자들에 의해 꾸준히 검증된 프로토콜에서 벗어나 개발의 토대를 다시 짜야 하므로,[64] 기본값으로 설정된 자산의 관성은 작지 않을 것으로 보인다. 특히 요즘과 같이 개발을 많은 부분 인공지능에게 위임하여 단순히 API 문서를 제공하고 – 혹은 그마저도 제공하지 않아 인공지능이 인터넷을 찾아보아서 – 구현하는 경우 더욱 관성이 커질 것으로 보인다. 역설적이게도, 실행에 드는 비용이 작아졌기에 합의된 표준의 힘은 더욱 강해질 수 있다.

기성 결제 사업자들의 행보도 같은 방향으로 보인다. 2026년 3월 18일 Stripe가 Tempo의 메인넷 출시와 함께 기계 결제 프로토콜을 공개하며 포문을 열었고, 6월 10일에는 Mastercard와 Visa가 나란히 그 흐름을 이었다. Mastercard는 기계 간 결제를 지원하는 Agent Pay for Machines를 공개하면서 협력사에

---

[62] Keyrock·Coinbase·Tempo·Virtuals Protocol. (2026. 5.), 전게 보고서. 표본 규모, 거래의 실질성, 단일 발행사 집중에 따른 위험에 관한 반론은 제8장에서 검토한다.

[63] Coinbase Developer Documentation. *x402*. https://docs.cdp.coinbase.com/x402/. x402는 USDC 등 EIP-3009 지원 자산에 최적화되어 있으며 임의의 ERC-20 토큰도 지원한다. Google의 AP2는 카드·계좌이체·스테이블코인을 아우르는 결제수단 중립(payment-agnostic) 프로토콜이나, 그 암호자산 결제 확장(A2A x402, Coinbase 협력)은 USDC를 기본값으로 한다. Google Cloud. (2025. 9.). *Announcing Agent Payments Protocol (AP2)* 참조.

[64] 물론 다른 개발자들이 x402를 기반으로 개발한 프로토콜 내지 생태계를 활용할 수도 있다. EVM에서는 Permit2를 통해 임의의 ERC-20 토큰을 사용할 수 있고, EIP-3009를 지원하는 USDC·EURC 등은 별도의 승인 절차 없이 더 단순하게 동작한다. Google AP2는 카드·계좌이체·스테이블코인을 포괄하는 결제수단 중립 프레임워크이며, Stripe·Tempo의 MPP도 스테이블코인과 카드·후불결제를 함께 지원한다. 허나 이와는 별개로 설정된 기본 값이 가지는 관성적 힘은 상당할 것으로 보인다.

Coinbase와 Ripple, Stripe를 올렸고, Visa는 자사 결제 포럼에서 에이전트 상거래 플랫폼의 확장을 발표하였다.[65]

한편 Visa의 스테이블코인 정산 규모는 2026년 4월 발표 기준으로 연율화 약 70억 달러에 그치나, 이는 전분기 대비 절반가량 늘어난 수치다.[66] 석 달 사이 잇따른 이 발표들은 에이전트 경제의 결제 표준을 선점하려는 경쟁이 활발하게 벌어지고 있음을 보여 준다.

다만 이 기본값이 브랜드의 차원에서는 여전히 유동적이라는 점도 짚어 둘 필요가 있다. Stripe는 제2장에서 본 공동 스테이블코인 Open USD를 자사 위에서 스테이블코인을 쓰는 사업체의 기본값으로 삼겠다고 밝혔다.[67] USDC가 쥔 98.6%의 자리조차 달러 내부의 경쟁에 노출되어 있는 셈이다. 그러나 이 경쟁은 통화 단위의 경쟁이 아니다. 브랜드가 바뀌어도 가격과 장부의 단위는 달러로 남고, 유통 진영 전체가 달러 표시 자산으로 결집할수록 단위로서의 달러는 오히려 굳건해진다. 레일과 브랜드는 갈아탈 수 있어도 통화 단위는 변화하기 어려울 것으로 보이는데, 이에 대해서는 다음 장에서 살펴보도록 한다.

5.3 수렴의 해석: 필연인가 경로의존인가

분석의 엄밀성을 위해 한 가지를 구분할 필요가 있다. 98.6%라는 수치는 달러 스테이블코인이 기술적으로 우월해서 나온 결과라기보다, 초기 조건이 빚어낸 경로의존(path dependence)의 산물로 보는 편이 타당하다. 에이전트 경제의 결제를 처음 구축한 개발자들이 대체로 미국 기업이었고, 이들이 쓴 개발 도구가 USDC를 기본값으로 제공하였으며, USDC의 발행사가 매월 준비금 증명을 공개하여 규제 위험이 상대적으로 낮다는 시장의 판단이 형성되어 있었다. 이 세 조건이 겹쳐, 개발자에게는 USDC를 고르는 것이 가장 저항이 적은 길이 되었다.[68]

---

[65] Mastercard. (2026. 6. 10.). *Mastercard launches Agent Pay for Machines* [Press release]. https://www.mastercard.com/us/en/news-and-trends/press/2026/june/mastercard-launches-agent-pay-for-machines.html (CoinDesk. (2026. 6. 10.). 보도 참조. https://www.coindesk.com/business/2026/06/10/mastercard-prepares-for-a-future-where-ai-agents-make-payments-with-latest-introduction); Visa. (2026. 6. 10.). Visa Payments Forum 발표 [Press release]. https://usa.visa.com/about-visa/newsroom/press-releases.releaseId.22491.html; Stripe. (2026. 3. 18.). *Machine Payments Protocol*. https://stripe.com/blog/machine-payments-protocol

[66] Visa. (2026. 4. 29.), 전게 보도자료.

[67] Banking Dive. (2026. 7. 1.), 전게 기사. Stripe의 기술·사업 총괄 사장 Will Gaybrick의 발언이다.

[68] 이 해석은 Keyrock 등(2026)이 단일 스테이블코인으로의 집중을 중앙화 위험으로 지적한 점, 그리고 경쟁 발행사의 진입 시도에도 USDC 우위가 유지되고 있다는 사정에 근거한다. CoinDesk. (2026. 6. 11.). *Ripple wants AI agents to pay in XRP and RLUSD — the market is still mostly USDC*. https://www.coindesk.com/tech/2026/06/11/ripple-wants-ai-agents-to-pay-in-xrp-and-rlusd-the-market-is-still-mostly-usdc. 경로의존의 강도와 그 가역성은 제6장과 제8장에서 다시 검토한다.

만일 달러로의 수렴이 기술적 필연이라면 원화가 끼어들 여지는 사실상 없다. 그러나 그것이 경로의존의 결과라면, 즉 누가 먼저 어떤 조건에서 들어섰는가의 문제라면 그 경로가 아직 완전히 굳지 않은 영역에서는 다른 선택이 가능하다.

다만 이 가능성은 두 방향에서 제약된다. 하나는 경로의존이 시간이 갈수록 강화되어 되돌리기 어려워진다는 점이고(제6장에서 다룬다), 다른 하나는 에이전트 경제 자체의 규모가 아직 작고 그 전망이 과장되어 있다는 점이다(제8장에서 다룬다). 본 장이 확인한 것은, 에이전트 경제의 결제가 달러 스테이블코인으로 빠르게, 그러나 아직 완결되지 않은 채 수렴하고 있다는 사실에 그친다.

EDITOR'S NOTE

인공지능 에이전트의 결제는 카드망이 감당하기 어려운 초소액·고빈도 거래를 수반하며(에이전트 거래의 약 76%가 카드 수수료 하한 미만), 그 결과 스테이블코인으로 향한다.

그 결제의 98.6%(건수 기준)는 달러 스테이블코인인 USDC가 차지하고 있고, 주요 결제 프로토콜과 기성 사업자들 또한 달러를 기본값으로 삼고 있다.

다만 이 수렴은 기술적 필연이라기보다 초기 조건이 빚은 경로의존으로 보이며, 아직 완결되지 않았다는 점에서 일반 결제와 구별된다. 달러 내부에서 브랜드의 경쟁(USDC 대 Open USD)이 시작되었다는 사실도 그 이를 방증하나, 그 경쟁이 어느 쪽으로 기울든 통화 단위는 달러로 남는다.

제6장 정산 통화 기본값의 고착: 네트워크 효과와 경로의존

앞 장에서 에이전트 경제의 결제가 달러 스테이블코인으로 수렴하되 그 수렴이 기술적 필연이 아니라 경로의존의 결과이며 아직 완결되지 않았음을 살펴보았다. 이는 아직 원화에 여지가 남아 있다는 뜻이기도 하지만, 동시에 그러한 여지가 시간이 지남에 따라 빠르게 감소한다는 의미이기도 하다. 본 장에서는 정산 통화의 기본값이 어떻게 굳어 가는지를 관련 이론과 선례를 통해 간략히 검토한다.

6.1 정산 통화의 네트워크 효과

화폐와 표준은 네트워크 효과를 갖는 재화의 전형이다. 어떤 통화로 가격을 매기고 결제하는 참여자가 많아질수록 그 통화를 쓰는 편익은 커지고 다른 통화로 옮겨 가는 비용은 늘어난다. 유동성이 유동성을 부르고, 표준이 표준을 부른다. 경제학은 이러한 구조에서 초기의 우연한 선택이 누적적 이익(increasing returns)을 통해 굳어져, 반드시 우월하지 않은 선택지가 시장을 지배하게 되는 현상을 오래 분석하여 왔다.[69] 자판 배열 'QWERTY'가 그 고전적 예다.

이 원리는 에이전트 경제에서 처음 나타나는 것이 아니다. 달러가 국제 무역과 자본시장의 기축이 된 과정 자체가 거대한 네트워크 효과의 산물이다. 상대국이 달러로 송장을 끊고, 그 대금이 달러 환거래망을 거치며, 그 위에 달러 표시 자본시장이 쌓이면서, 유동성이 유동성을 부르는 누적적 우위가 반세기에 걸쳐 굳었다. 오늘날 외환 거래의 대부분에 달러가 한쪽 통화로 끼어 있는 현실이 그 관성의 강도를 보여 준다.[70] 에이전트 경제의 정산 통화 경쟁은 바로 이 중력장 위에서 벌어진다. 범용 시장에서 달러를 대체하려는 시도가 무망한 까닭이 여기에 있고, 동시에 아직 그 중력이 온전히 닿지 않은 신생 영역에서만 다퉈볼 전선이 열리는 이유도 여기에 있다. 에이전트의 결제는 그 가운데 표준의 형성이 가장 빠른 전선이다.

정산 통화의 경우 이중적으로 이러한 효과가 발생한다. 결제 수단으로서의 고착은 유동성의 집중에서 오고, 가치를 가늠하는 단위로서의 고착은 가격을 그 통화로 매기는 관행에서 온다. 일단 다수의 서비스가 특정 통화로 가격을 매기기 시작하면 그 통화는 결제뿐 아니라 가치의 척도가 되며, 이 단계에 이르면 이탈은 개별 참여자의 선택을 넘어 생태계 전체의 조정 문제가 된다.

---

[69] David, P. A. (1985). Clio and the economics of QWERTY. *American Economic Review*, 75(2), 332–337; Arthur, W. B. (1989). Competing technologies, increasing returns, and lock-in by historical events. *The Economic Journal*, 99(394), 116–131.

[70] 국제결제은행(BIS). (2025). *Triennial Central Bank Survey*. https://www.bis.org/statistics/rpfx25_fx.htm. 2025년 4월 조사(2025년 9월 발표)에서 미국 달러는 전체 외환 거래의 약 89%에 한쪽 통화로 관여하였다(2022년 조사에서는 88.4%). 국경 간 결제와 무역 송장, 외환보유액에서도 달러의 비중은 다른 통화를 크게 앞선다. 화폐의 네트워크 효과가 주권 통화 차원에서 작동해 온 사례다.

6.2 트론과 USDT가 보여 준 경로의존

이 고착이 스테이블코인에서 어떻게 작동하는지는 트론(Tron) 네트워크와 USDT의 관계에서 관찰된다. 2026년 1분기 말 기준 트론 네트워크에는 USDT 전체 공급량의 약 46%에 해당하는 약 850억 달러가 올라가 있으며, 트론은 전체 스테이블코인 시가총액의 약 27%를 점한다.[71] 트론이 이 지위를 얻은 과정은 단순하다. 낮은 수수료라는 비용 우위가 대형 중앙화 거래소로 하여금 트론을 기본 출금 네트워크로 삼게 하였고, 장외 거래와 개인 간 거래가 그 선택을 뒤따랐으며, 그 결과 유동성이 트론에 집중되면서 비용 우위가 다시 강화되었다. 처음의 선택을 이끈 것은 비용이었으나, 그 선택을 되돌리기 어렵게 만든 것은 유동성의 집중이었다.

여기서 주목할 점은, 트론이 기술적으로 가장 우월한 기반이어서 이 지위를 얻은 것이 아니라는 사실이다. 위 시장 점유율은 초기 조건과 누적적 이익이 상당 부분 기여하여 빚어낸 결과로 보이며, 제5장에서 본 USDC의 98.6% 집중과 같은 구조로 보인다. 다른 점은 속도뿐이다.

6.3 에이전트 경제에서 고착이 빨라지는 까닭

에이전트 경제에서 정산 통화의 고착은 사람의 결제에서보다 빠르게 진행된다. 크게 세 가지 이유를 들어볼 수 있겠다.

1) 표준에 새겨진다. 사람은 결제할 때마다 통화를 고를 수 있지만, 에이전트의 결제는 가격 표시와 회계, 정산 로직이 코드에 박혀 움직인다. 통화를 바꾸는 일은 설정값 하나를 고치는 것이 아니라 개발의 토대를 다시 짜는 일이다. 게다가 제5장에서 보았듯이 주요 결제 프로토콜의 온체인 정산 경로가 USDC를 기본값으로 전제하므로, 개발자가 아무것도 정하지 않으면 자동으로 달러가 선택된다. 기본값의 관성은 사람의 결제보다 강하다.

2) 속도와 규모가 다르다. 에이전트의 결제는 사람의 결제보다 빈번하고 빠르게 일어나므로, 유동성의 집중과 표준의 고착도 그만큼 빠르게 진행된다.

3) 집합행동의 문제가 작동한다. 단일 발행사로의 집중이 위험을 야기한다는 점은 이미 지적되고 있으나, 개별 개발자에게는 생태계의 유동성과 개발 도구가 가장 풍부한 자산을 고르는 것이 합리적이다. 각자의 합리적 선택이 모여 집중을 심화시키는 구조에서, 집중의 위험을 아는 것만으로는 집중이 멈추지 않는다.

---

[71] CoinDesk Research. (2026). *Tron Network Q1 2026*. https://www.coindesk.com/research/tron-network-q1-2026. 2026년 1분기 말 기준 트론 네트워크의 USDT는 약 850억 달러로 전체 공급량의 약 46%이며, 트론의 전체 스테이블코인 시가총액 점유율은 약 27%다(2025년 12월 26.7%에서 상승). 같은 분기 트론에서 처리된 스테이블코인 결제액은 약 1조 9,600억 달러로 집계되었다.

여기에는 결이 다소 다른 두 종류의 고착화가 섞여 있다. 정산이 일어나는 레일에 대한 고착화와, 가격과 장부의 단위가 되는 통화에 대한 고착화다. 전자는 브릿징이나 상호운용성과 관련된 기술들로 비교적 우회할 수 있지만, 후자는 한번 표준이 되면 생태계 전체의 조정 없이는 바꾸기 어렵다. 발행자의 교체 역시 전자에 가깝다. Hyperliquid가 자사 스테이블코인을 접고 USDC로 되돌아간 것에서 볼 수 있듯(제3장), 같은 달러 안에서 자산은 갈아탈 수 있으나 통화 단위의 이탈은 생태계 전체가 함께 움직여야 하는 다른 차원의 문제다.

앞서 제1장에서 정산을 인프라와 통화의 두 층위로 나누었던 것을 다시 고려해보자. 원화가 노릴 수 있는 자리도, 확립되는 순간 가장 단단하게 고착화되는 자리도, 결국 이 통화 단위의 층위다.

6.4 함의: 작을 때가 가장 싸다

이상의 분석은 원화의 진입 시점에 관하여 역설적인 함의를 갖는다. 정산 통화의 기본값에 새로운 통화를 끼워 넣는 비용은, 그 시장이 작고 기본값이 아직 굳지 않았을 때 가장 낮다. 시장이 커지고 기본값이 굳은 뒤에는 네트워크 효과라는 해자가 깊어져 같은 일을 하는 데 훨씬 큰 비용이 든다. 앞서 보았듯 일단 유동성이 집중되면 그것을 되돌리는 비용은 감당하기 어려운 수준으로 커진다.

허나 너무 일찍 들어가면 아직 정해지지 않은 기술 표준에 잘못 베팅해 그 선택에 발이 묶이거나, 시장을 키우는 비용만 치르고 표준이 또렷해진 뒤 들어온 후발 주자에게 자리를 내줄 수 있다. 일본의 i-모드가 초기 모바일 인터넷을 세계에서 가장 먼저 상용화하고도 독자 규격에 갇혀 갈라파고스로 고립된 전례가 그 위험을 보여준다.[72] 그러므로 일찍 진입하라는 명제가 정당화되려면 한 가지 조건이 필요하다. 진입 비용이 낮고, 되돌릴 수 있어야 한다는 것이다. 표준에 큰돈을 걸어 고착되는 방식이 아니라, 작게 시험하고 빠르게 접거나 키울 수 있는 방식이어야 한다. 이에 대해서는 제9장에서 서술하도록 한다.

제8장에서 후술하겠지만, 시장이 작다는 사실은 두 가지로 읽힐 수 있다. 중요하지 않다는 근거가 될 수도 있고, 지금이 가장 값싸게 진입할 수 있는 시점이라는 근거가 될 수도 있다. 본 보고서는 후자의 독법을 취하나, 그 판단은 에이전트 경제가 실제로 의미 있는 규모로 성장하리라는 전제에 기대고 있다.

다만 원화를 에이전트 경제의 정산 통화에 끼워 넣는 일이 결제 기반을 까는 문제로 환원되지는 않는다. 그보다 앞서 풀어야 할 병목이 있으며, 그 병목은 결제가 아니라 신원의 검증에 있다. 다음 장에서 이를 다룬다.

---

[72] NTT 도코모가 1999년 상용화한 i-모드는 초기 모바일 인터넷 서비스로 일본 내에서 큰 성공을 거두었으나, 국제 표준과 어긋난 독자 규격에 기반하여 해외로 확산되지 못하였다. 한 시장에서 앞서고도 표준 경쟁에서 고립되는 이른바 갈라파고스화의 대표 사례로 꼽힌다. Kushida, K. E. (2011). Leading without followers: How politics and market dynamics trapped innovations in Japan's domestic 'Galapagos' telecommunications sector. *Journal of Industry, Competition and Trade*, 11(3), 279–307.

EDITOR'S NOTE

정산 통화는 네트워크 효과를 갖는 재화여서, 초기의 우연한 선택이 누적적 이익을 통해 굳어진다.

트론과 USDT의 관계가 그 전형이며, 에이전트 경제에서는 표준에의 각인·빠른 속도·집합행동의 문제로 이러한 고착이 더 빠르게 진행될 것으로 보인다.

제7장 에이전트 신원의 검증과 한국의 제도적 자산

제5장과 제6장은 에이전트 경제의 결제가 달러 스테이블코인으로 수렴하며 그 수렴이 빠르게 굳어 가고 있음을, 그러나 그 기본값이 아직 완결되지 않아 진입할 가능성이 남아 있음을 살펴보았다. 결제수단도 중요한 문제이나 에이전트 경제에서 아직 풀리지 않은 핵심 과제는 신원의 검증에 있으며, 바로 이 지점에서 한국은 아직 충분히 논의되지 않은 제도적 자산을 보유하고 있는 것으로 보인다.

7.1 병목의 재정의: 결제가 아니라 신원

에이전트가 결제를 수행하는 데 필요한 암호학적 수단은 이미 있다. 지갑과 전자서명으로 에이전트는 자금을 보내고 받을 수 있다. 아직 풀리지 않은 것은 신원과 관련된 문제이다. 이 서명이 실제로 식별된 사람의 명시적 위임을 받았는가, 그 위임의 범위는 어디까지인가, 그리고 그 위임은 법적으로 인정되는가. 앞의 것이 신원의 식별 문제라면, 뒤의 둘은 대리권의 문제다. 누가 누구인지를 확인하는 일과, 그 사람이 기계에 권한을 얼마나 넘겼고 그 결과에 법적으로 묶이는가를 정하는 일은 층위가 다르다. 에이전트 경제의 더 깊은 병목은 후자에 있다.

미국의 통일전자거래법(UETA) 제14조와 「국제계약에서의 전자통신 이용에 관한 국제연합협약」 제12조는 사람의 개별 검토 없이 자동화된 시스템이 체결한 계약도 그 사정만으로 효력이 부정되지 않도록 한다. 이어 국제연합 국제상거래법위원회(UNCITRAL)는 2024년 7월 11일 「자동화된 계약 모델법」을 채택하여 인공지능을 포함한 자동화 시스템을 이용한 계약의 성립·이행, 시스템 출력의 귀속 및 예기치 않은 결과에 관한 규칙을 제시했다. 다만 이 모델법은 국내 입법 없이는 직접 적용되지 않고 대리법을 대체하지도 않으므로, 에이전트에게 부여된 구체적 권한의 범위와 본인에 대한 귀속·책임은 여전히 각국의 계약법·대리법과 당사자 간 약정으로 정해야 한다.[73] 사람인 대리인을 전제로 짜인 민법상 대리 등 법리도 사정은 다르지 않다.

국제통화기금(IMF)은 2026년 4월의 보고서에서 이 문제를 정면으로 다루었다. 동 보고서는 에이전트 결제를 (1) 의도, (2) 거래 승인, (3) 정산의 세 층위로 나누고, 인공지능이 판단을 맡는 상위의 의도 층위에는 확률적·적응적 추론을 허용하되 법적 최종성과 시스템 안정성이 요구되는 인가와 결산의 층위는 결정론적이고 불변적으로 유지하여야 한다는 설계 원칙을 제시하였다.[74]

---

[73] Uniform Electronic Transactions Act § 14 (1999); United Nations Convention on the Use of Electronic Communications in International Contracts, art. 12 (2005); UNCITRAL. (2024). Model Law on Automated Contracting, arts. 5–8. https://uncitral.un.org/en/mlac. UETA와 2005년 협약은 자동화된 계약의 효력을 인정하지만 대리관계 자체를 규율하지 않는다. 2024년 모델법은 인공지능을 포함한 자동화된 계약의 법적 승인, 시스템 출력의 귀속 및 예기치 않은 결과에 관한 규칙을 추가하되 기존 대리법을 대체하지 않는다.

[74] Davidovic, S., & Tourpe, H. (2026. 4. 22.). *How Agentic AI Will Reshape Payments* (IMF Note 2026/004). International Monetary Fund. https://www.imf.org/en/publications/imf-notes/issues/2026/04/22/how-agentic-ai-will-reshape-payments-575560 (전문:

이 구분에 따르면 병목은 결산, 곧 결제에 있지 않다. 병목은 인가에 있다. 누가 누구에게 어떤 권한을 위임하였는지를 검증하고 그 검증에 법적 효력을 부여하는 일이 아직 풀리지 않은 과제다.

7.2 글로벌 표준의 미확정

이 과제를 풀기 위한 국제 표준은 아직 만들어지는 중이다. Google은 2026년 4월 자사의 에이전트 결제 프로토콜(AP2)을 표준화 기구인 FIDO 얼라이언스에 기증하였고, Mastercard는 이와 별도로 Google과 공동 개발한 검증 가능한 의도(Verifiable Intent) 체계를 FIDO 얼라이언스에 제출하였으며, FIDO 얼라이언스는 에이전트 인증을 위한 작업반을 구성하였다.[75] 이 체계는 월드와이드웹 컨소시엄(W3C)의 검증 가능한 자격증명(Verifiable Credentials) 표준 위에서, 사람이 에이전트에게 위임한 권한의 암호학적 증거를 의도·장바구니·결제의 세 단계로 나누어 기록한다.

여기서 주목할 사실은, 2026년 6월 기준 위 작업이 구성 단계에 있다는 점이다. 표준이 아직 확정되지 않았다는 것은, 적합한 제도 기반을 갖춘 국가나 기관이 그 표준의 형성에 참여하거나 그것을 일찍 받아들여 자리를 선점할 창이 열려 있음을 뜻한다.

7.3 한국의 제도적 자산

에이전트 신원의 검증이 사람의 신원과 그 대리권을 법적으로 인정하는 문제로 귀착된다면, 한국이 이미 가진 것과 아직 갖지 못한 것을 갈라 보아야 한다. 한국이 가진 것은 신원을 식별하고 그 진본성을 보증하는 제도이며, 자율 에이전트의 계약행위와 그 귀속에 대해서는 UNCITRAL의 2024년 모델법 등 국제적 입법모델이 이미 제시됐지만, 에이전트의 구체적 권한 범위·철회·책임을 포괄적으로 규율하는 법체계는 아직 정착되지 않았다. 한국이 노려볼 자리는 이 미정착 영역을 국제 표준과 양립하는 방식으로 구체화하는 데 있다.

1) 전자서명 관련 법제

「전자서명법」은 전자서명을 서명자의 신원과 그가 해당 전자문서에 서명하였다는 사실을 나타내는 데 이용되는 전자적 형태의 정보로 정의한다. 또한 「전자문서 및 전자거래 기본법」은 과학기술정보통신부장관이 지정한 공인전자문서센터에 보관된 전자문서가 보관기간 중 변경되지

https://www.elibrary.imf.org/view/journals/068/2026/004/article-A001-en.pdf). 확률적·적응적 추론은 상류(의도)에 집중시키되, 법적 최종성과 시스템 안정성이 요구되는 거래 승인·정산의 층위는 결정론적으로 유지하여야 한다는 설계 원칙을 제시한다.

[75] FIDO Alliance. (2026. 4. 28.). *FIDO Alliance to develop standards for trusted AI agent interactions*. https://fidoalliance.org/fido-alliance-to-develop-standards-for-trusted-ai-agent-interactions/. Google의 AP2 기증과 Mastercard의 Verifiable Intent 기여, 에이전트 인증 작업반(Agentic Authentication TWG)의 구성을 발표하였다. AP2의 위임장(mandate)은 W3C의 검증 가능한 자격증명(Verifiable Credentials) 표준에 기반한다.

않은 것으로 추정하고, 센터가 발급한 증명서의 기재사항을 진정한 것으로 추정한다.[76] 이러한 제도는 에이전트 위임 증거의 무결성과 출처를 뒷받침하는 증거 수단으로 활용될 수 있고, W3C의 검증 가능한 자격증명 표준과 접합할 여지가 있다. 다만 전자서명은 서명자의 신원과 서명 사실을 나타내는 증거일 뿐, 그 사람이 기계에 무엇을 어디까지 맡겼는가까지 정해 주지는 않는다.

2) 금융실명 관련 법제

「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」과 가상자산사업자에 대한 실명확인 입출금계정 요건은,[77] 에이전트를 후원하는 사람, 곧 그 행위에 법적 책임을 지는 자연인이나 법인을 검증하는 통로로 쓰일 수 있다. 에이전트를 등록할 때 그 후원자의 금융 실명 확인 결과를 검증 가능한 자격증명으로 묶는 구조는 여타 법적 근거 및 개인정보 보호 등 요건을 충족하는 한 새로운 입법 없이도 현행 제도 위에서 설계할 수 있을 것으로 보인다. 이 역시 후원자가 누구인지를 확인해 줄 뿐, 그가 넘긴 권한의 범위와 그 법적 효력까지 메워 주지는 않는다.

3) 디지털자산기본법안이 예정하는 발행자 규율

이는 앞의 둘과 성격이 다르다. 신원을 식별하는 자산이 아니라, 원화 자체의 규제 적합성을 끌어올리는 자산이다. 앞서 보았듯 국회에 계류된 법안들은 발행자에게 준비자산의 적립·관리와 공시, 상환을 요구한다.[78] 이 규율이 시행되면 한국의 원화 스테이블코인 발행자는 USDC 발행사에 준하는 투명성을 갖추고, 규제 적합성을 기준으로 통화를 고르는 흐름에서 원화가 후보로 들어설 조건이 마련된다.

7.4 한계와 전제

다만 위와 관련된 제도적 논의는 아직까지는 잠재적 기반에 불과하다. 이를 꽃피우기 위해 넘어야 하는 지점은 아래와 같다.

첫째, 이들 법제는 한국의 관할 안에서만 효력을 갖고, 그 자체만으로는 비교우위라기보다 보유한 제도적 기반에 가깝다. 신원과 결합된 검증 가능한 자격증명과 관련해서는 유럽연합이 eIDAS 2.0과 유럽 디지털 신원

[76] 「전자서명법」 제2조 제2호; 「전자문서 및 전자거래 기본법」 제31조의2 및 제31조의7. 전자는 전자서명의 정의를, 후자는 공인전자문서센터의 지정과 보관 문서·증명서에 관한 법률상 추정을 규정한다. https://law.go.kr/lsInfoP.do?ancYnChk=0&lsId=009413; https://www.law.go.kr/법령/전자문서및전자거래기본법

[77] 「금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률」; 「특정 금융거래정보의 보고 및 이용 등에 관한 법률」 제7조 제3항 제2호(실명확인이 가능한 입출금 계정 요건).

[78] 제4장에서 인용한 국회 정무위원회 계류 법안 4건 참조.

지갑으로 이미 더 앞서 있는 것으로 보인다.[79] 에이전트의 인증·권한 위임 표준은 FIDO 얼라이언스와 W3C 등 국제 무대에서 형성되고 있다. 한국은 FIDO Korea Working Group을 운영하고 삼성전자와 SK텔레콤이 각각 의장과 부의장을 맡으며 FIDO 이사회에도 참여해 왔다. 이렇듯 현재 보유하고 있는 다층적인 자산을 국제 표준에 대한 기여로 전환하고, 앞서 말한 대리권의 빈자리를 입법으로 선점할 필요가 있다.

둘째, 디지털자산기본법의 시행 시기가 불확실하다. 제4장에서 보았듯 입법은 교착 상태에 있으며, 그 최종 형태와 시행 시점은 확정되지 않았다.

셋째, 신원의 검증이 풀리더라도 국제 결제 회로에서의 유동성 확보라는 별도의 장벽이 남는다. 원화 스테이블코인이 에이전트 경제에서 실제로 쓰이려면, 그것이 충분한 유동성을 갖추어 달러 스테이블코인과 교환될 수 있어야 한다.

요컨대 한국의 제도적 자산은 실재하나, 그것이 강점으로 작동하려면 국내의 제도를 국제 표준의 무대로 끌고 나가는 능동적 선택이 필요하다.

7.5 함의

요컨대 에이전트 경제에서 원화가 자기 자리를 얻으려면 또 하나의 결제 기반을 까는 데 그치지 않고, 에이전트에 대한 권한 위임의 검증이라는 아직 풀리지 않은 과제에 한국의 제도적 자산을 접합하고 검증된 신원·권한 위임에 연동된 결제 흐름에 원화를 결부시키는 등의 시도가 필요하다. 물론 원화에 대한 수요가 전제되어야 하나, 마냥 비관적으로 보이지만은 않는다. 정산의 한쪽 끝에 한국이 걸린 거래, 본 기관의 스테이블코인 유통과 관련한 연구에서 살펴보았던 외국인 관광과 의료관광 결제, 역직구와 크로스보더 정산, 한국 경제로 드나드는 에이전트 서비스의 대금처럼 원화 수취가 필요한 흐름에서 충분한 수요가 발생할 수 있다.

위 지점은 달러 스테이블코인이 구조적으로 점유하기 어려운 자리, 곧 규제 적합성과 법적 신원이 비용이 아니라 자산이 되는 자리다. 다만 이 모든 논의는 에이전트 경제가 의미 있는 규모로 성장하리라는 전제 위에 서 있다. 그 전제가 흔들린다면 본 부의 분석 전체가 흔들린다. 다음 장은 이 전제를 심층적으로 검토하고자 한다.

[79] Regulation (EU) 2024/1183 (이른바 eIDAS 2.0)은 유럽 디지털 신원 지갑(EUDI Wallet)의 근거를 마련하여, 법적 신원에 결합된 검증 가능한 자격증명을 회원국이 제공하도록 한다. 회원국은 2026년 말까지 지갑을 최소 1종 국민과 거주자에게 제공할 의무를 진다. 이는 본문이 한국의 자산으로 든 전자서명·금융실명 기반과 같은 과제를 겨냥하면서도 제도화가 더 앞서 있어, 한국의 제도가 곧 비교우위는 아님을 보여 준다.

EDITOR'S NOTE

에이전트 경제의 풀리지 않은 병목은 신원의 검증이다.
국제통화기금이 나눈 의도·인가·결산의 세 층위에서
병목은 인가에 있다.

그 국제 표준은 2026년 현재 FIDO·W3C에서 만들어
지는 중이어서 아직 확정되지 않았다.

제8장 에이전트 경제는 실재하는가

제2부의 분석은 하나의 전제 위에 서 있다. 에이전트 경제가 의미 있는 규모로 성장하리라는 전제다. 이 전제가 성립하지 않는다면, 정산 통화의 기본값을 둘러싼 논의도 한국의 제도적 자산에 관한 논의도 그 실천적 의미를 잃는다. 본 장은 이 전제에 대한 반론들을 정면으로 검토해본다.

8.1 반론 1: 시장은 아직 내러티브에 가깝다

가장 강한 반론은 현재의 수치에서 나온다. 제5장이 인용한 결제 건수와 정산 규모는 인상적이나, 그 실질을 들여다보면 시장이 아직 형성 단계에 있음을 보여 주는 지표들이 있다.

Coinbase가 제시한 에이전트 결제 프로토콜 x402의 경우, 누적 거래 건수가 1억 6,500만 건에 이른다고 자사 집계로 발표되었으나, 온체인 분석에 따르면 2026년 2월의 일평균 거래 규모는 약 2만 8,000달러에 그쳤고 관측된 거래의 약 절반은 실제 상거래가 아니라 자전성·시험성 활동으로 분류되었다. 일별 거래 건수는 2025년 12월의 정점 대비 약 92% 감소하였다.[80] 누적 수치의 상당 부분이 인위적 활동이라면, 제5장이 제시한 정산 규모 또한 액면 그대로 받아들이기 어렵다.

시장 규모의 전망도 서로 견주기 어려울 만큼 갈린다. 어느 기관은 2026년의 에이전트 커머스 거래액을 약 80억 달러로, 다른 기관은 2030년의 에이전트 매개 소비자 상거래를 3~5조 달러로, 또 다른 기관은 2028년의 에이전트 중개 기업 간 구매를 약 15조 달러로 전망한다.[81] 대상 연도와 시장의 정의가 제각각이어서 직접 비교가 어렵고, 액면 그대로 견주더라도 그 편차는 수백 배에서 2,000배 가까이에 이른다. 추정의 편차가 이처럼 크다는 것은 시장의 경계 자체가 아직 합의되지 않았음을 뜻한다. 제7장에서 본 신원 표준과 관련된 논의가 2026년 4월에야 구성된 것도, 핵심 기반이 아직 설계 단계에 있음을 방증한다.

---

[80] CoinDesk. (2026. 3. 11.). *Coinbase-backed AI payments protocol wants to fix micropayment but demand is just not there yet*. https://www.coindesk.com/markets/2026/03/11/coinbase-backed-ai-payments-protocol-wants-to-fix-micropayment-but-demand-is-just-not-there-yet. Artemis의 온체인 분석 기준 2026년 2월 x402의 일평균 거래 규모는 약 2만 8,000달러, 일별 거래 건수는 2025년 12월 정점(일 약 73만 건) 대비 약 92% 감소하였으며, 관측 거래의 약 절반이 자전성·시험성 활동으로 분류되었다. 누적 1억 6,500만 건과 누적 거래액 약 5,000만 달러는 Coinbase가 2026년 4월 말 밝힌 자체 집계다.

[81] Juniper Research. (2026. 4.). 에이전트 커머스 거래액을 2026년 약 80억 달러, 2030년 약 1조 5,000억 달러로 전망; McKinsey & Company. (2025. 10.). *The agentic commerce opportunity*. 2030년 인공지능 에이전트 매개 소비자 상거래를 3~5조 달러로 전망; Gartner. (2025. 11.). 2028년 인공지능 에이전트 중개 B2B 구매를 약 15조 달러로 전망. 세 추정은 대상 연도와 시장의 정의가 서로 달라 직접 비교할 수 없다.

8.2 반론 2: 98.6%는 시장 수렴이 아니라 생태계 잠금일 수 있다

제5장이 제시한 98.6%라는 수치 자체도 곱씹어 볼 가치가 있다. 우선 표본이다. 근거가 된 보고서의 표본은 12개월간 약 7,300만 달러로,[82] 대형 카드망의 하루 거래액에도 못 미친다. 다음은 출처다. 제5장에서 밝혔듯 그 수치는 USDC와 그 생태계로 사업을 영위하는 당사자들이 함께 낸 보고서에서 나왔다. 제3장에서 보았듯 Coinbase는 USDC 준비자산 운용수익을 나눠 받는 바로 그 회사다. 본 보고서가 Tether의 자기 보고 수치를 감사가 아닌 검토라는 이유로 할인하였다면, USDC의 우위를 말하는 이해당사자의 수치에도 같은 잣대를 들이대는 것이 일관된 태도다. 마지막으로 범위다. 전체 에이전트 결제 약 1억 7,600만 건 가운데 약 1억 6,500만 건이 x402, 곧 Coinbase 계열 한 갈래에서 나왔다. 전체의 약 94%가 한 생태계라면, 98.6%는 개방된 경쟁의 결과라기보다 그 생태계 안에서 USDC가 차지한 몫에 가깝고, 앞 절에서 보았듯이 그나마 상당 부분이 시험성 거래다.

이 반론은 양날의 칼이다. 한편으로 달러로의 수렴이 보이는 것만큼 넓지 않을 수 있음을 일러 주어, 제5장이 그린 수렴의 강도를 누그러뜨린다. 다른 한편으로 그 수렴이 아직 한 생태계에 갇혀 있다는 말은 곧 덜 굳었다는 말이고, 다른 통화가 비집고 들어설 여지가 그만큼 남아 있다는 뜻이기도 하다. 어느 쪽으로 읽든, 98.6%를 이미 끝난 승부로 받아들여서는 안 된다는 결론은 같다.

8.3 소결

이상의 검토를 토대로 제2부의 주장을 분명히 한다.

(1) 에이전트 경제에서 정산 통화의 기본값이 지금 형성되고 있으며 그것은 달러 스테이블코인으로 기울어 있다. (2) 이 기본값은 네트워크 효과로 인해 시간이 갈수록 굳어지므로, 원화가 들어서는 비용은 지금이 가장 낮다. (3) 그 진입의 병목은 결제가 아니라 신원의 검증에 있으며, 이 지점에서 한국은 잠재적이나 실재하는 제도적 자산을 보유한다.

요컨대 제2부의 결론은 확신이 아니라 비대칭적 선택지의 제시다. 이 선택지가 한국의 제도 설계에서 어떻게 구체화될 수 있는지를 마지막 부에서 논한다.

[82] Keyrock·Coinbase·Tempo·Virtuals Protocol. (2026. 5.), 전게 보고서. 12개월 표본의 총결제액은 약 7,300만 달러로, 건당 평균 결제액(0.31~0.48달러)과 총 건수(약 1억 7,600만 건)에 부합한다.

EDITOR'S NOTE

제2부의 논지는 에이전트 경제에 대한 하나의 전제에 기대고 있으며, 그에 대한 가장 강한 반론은 시장이 아직 작고 과장되어 있다는 것이다(x402 거래의 약 절반이 자전성·시험성 활동이고, 시장 규모 추정은 기관에 따라 수백 배 이상의 편차를 보인다).

제2부가 주장하는 것은 현재 에이전트 경제의 규모가 크다는 것이 아니다. 정산 통화의 기본값이 지금 정해지고 있어 진입 비용이 가장 낮으며 그 병목이 신원에 있다는 것이다.

제3부: 결론

제9장 규제 설계를 통한 선택적 선점

제1부는 일부 발행자의 준비자산 수익이 유통 파트너에게 대규모로 배분되고 주요 사업자들이 발행·정산·유통의 여러 계층을 통합하는 현상을 검토했다. 나아가 현재 한국의 논의는 가치사슬에서 가장 방어가 어려운 자리에 집중되어 있음을 살펴보았다. 제2부는 정산 통화의 기본값이 지금 형성되고 있는 가장 이른 무대인 에이전트 경제를 분석하여, 그곳에서 원화가 설 자리는 결제 기반이 아니라 신원의 검증에 있으며 그 지점에서 한국이 제도적 자산을 보유함을, 다만 그 모든 것이 불확실한 전제 위에 있음을 밝혔다. 이 마지막 부는 그렇다면 한국이 무엇을 하여야 하는가를 묻는다. 그 답은 더 빨리 발행하는 데 있지 않다. 인가 체계를 어떻게 설계하여 지대가 발생하는 자리에 원화를 세울 것인가에 있다.

9.1 규제가 시장을 만든다

2026년의 규제 동향은 한 가지를 분명히 일러 준다. 규제는 시장의 제약이기만 한 것이 아니라 시장의 점유율을 직접 재편하는 수단이라는 사실이다. 가장 뚜렷한 예는 유럽연합이다. MiCA 제48조는 단일 공식통화에 연동된 전자화폐토큰을 원칙적으로 인가된 신용기관 또는 전자화폐기관만 공모하거나 거래소 상장을 신청할 수 있도록 한다. ESMA는 2025년 1월 가상자산서비스제공자들에게 비준수 자산연동토큰·전자화폐토큰의 신규 취급을 중단하고 늦어도 2025년 3월 말까지 매도 전용으로 제한하도록 요구했고, 이에 따라 Coinbase 등 일부 EEA 대상 거래소가 USDT 거래를 제한했다.[83] 규제의 설계가 글로벌 달러 스테이블코인의 시장 점유율을 강제력으로 재편한 사례다. 홍콩은 2026년 4월 HSBC를 비롯한 두 곳에 역내 최초의 스테이블코인 발행 라이선스를 부여하며 인가를 선점의 수단으로 삼았고,[84] 미국은 「GENIUS Act」로 달러 스테이블코인의 표준을 선점하였다. 늦게 도착하는 규제는 더 잘 설계되어 도착할 수 있다. 제4장에서 본 입법 공백은 한국이 그것을 따라잡기 위해서가 아니라 설계하기 위해 쓴다면, 빈손이 아니라 오히려 무한한 백지라고 볼 수도 있다. 백지가 또 빈손이 되지 않으려면 빠르게 움직여야 한다.

---

[83] ESMA. (2025. 1. 17.). *Statement on the provision of certain crypto-asset services in relation to non-MiCA compliant ARTs and EMTs* (ESMA75-223375936-6099). https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2025-01/ESMA75-223375936-6099_Statement_on_stablecoins.pdf. ESMA는 미인가 전자화폐토큰의 신규 취급을 2025년 1월 31일까지 중단하고 늦어도 같은 해 3월 31일까지 매도 전용으로 제한하도록 요구하였고, 이에 따라 Coinbase(2024년 12월), Crypto.com(2025년 1월), Binance·Kraken(2025년 1분기) 등이 EEA 이용자 대상 USDT 취급을 중단하거나 제한하였다. 별개로 가상자산서비스제공자(CASP) 인가의 경과조치는 2026년 7월 1일 종료되었으며, ESMA는 2026년 4월 17일 성명으로 그 연장이 없음을 확인하였다(ESMA75-113276571-1679).

[84] Hong Kong Monetary Authority. (2026. 4. 10.). *Granting of stablecoin issuer licences* [Press release]. https://www.hkma.gov.hk/eng/news-and-media/press-releases/2026/04/20260410-4/; Standard Chartered. (2026. 4. 10.). [Press release]. https://www.sc.com/en/press-release/standard-chartered-backed-anchorpoint-granted-stablecoin-issuer-licence-by-the-hong-kong-monetary-authority/. 2025년 8월 시행된 홍콩 「스테이블코인 조례」에 따라 HKMA가 HSBC와 Anchorpoint Financial(Standard Chartered·HKT·Animoca Brands 합작)에 홍콩 최초의 스테이블코인 발행 라이선스를 부여하였다(신청 36건 중 2건 승인).

9.2 무엇을 양보하고 무엇을 지킬 것인가

설계의 출발점은 무엇을 포기할 것인가를 정하는 데 있다. 원화 스테이블코인이 달러 스테이블코인을 범용 시장에서 대체하려는 시도는 제1부와 제2부가 보인 네트워크 효과에 비추어 성공하기 어렵다. 일반적·소매적 결제에서 달러로 기운 정산을 되돌리려는 것은 자원 낭비에 가깝다고 판단된다. 이 자리는 양보하는 편이 낫다.

지킬 자리는 달러가 구조적으로 메우기 어려운 곳이다. 그러한 자리는 셋이다. (1) 정산 당사자 중 적어도 한쪽이 한국 경제에 속해 원화 수취가 필요한 흐름이다. 역직구와 크로스보더 이커머스의 기업 간 정산, 원화 표시 토큰화 자산의 결제 대금이 그 예다. (2) 규제 준수가 비용이 아니라 자산이 되는 흐름, 곧 신원과 적법성의 증명이 거래의 전제가 되는 규율된 결제다. (3) 제2부에서 논한, 에이전트 신원에 연동된 정산이다. 설계는 이 세 자리를 겨냥하여야 하며, 달러를 좇아서는 안 된다.

9.3 설계의 요체

이 방향에서 한국이 내려야 할 설계의 선택은 다음과 같다.

1) 발행 주체에 관하여

   발행을 은행이 51% 이상의 지분을 보유하는 법인으로 한정하는 안에는 그 나름의 근거가 있다. 은행은 이미 건전성 감독과 예금자 보호의 체계 안에 있고, 대규모 상환 압력을 관리해 본 경험을 가진 주체이기 때문이다. 그럼에도 이 안은 재고할 필요가 있다. 제1장부터 제3장까지의 분석에 따르면 발행은 가치사슬에서 가장 방어가 어려운 자리이며, 그 자리를 은행의 소유로 한정하는 것은 가장 경쟁이 치열한 층위를 독점적으로 배분하면서 정작 지대가 발생하는 정산과 유통의 혁신은 제약하는 결과를 낳을 수 있다. 발행 주체는 소유 구조가 아니라 준비자산의 건전성과 상환의 실질로 가리는 편이 합리적이다. 은행에 준하는 재무 건전성을 요구하되 준비자산을 은행에 분리 신탁하도록 하고, 비은행 사업자의 참여를 그 요건의 충족을 조건으로 허용하는 절충이 안정성과 혁신 사이의 균형점에 가깝다. 국회에 계류된 법안 가운데 발행 주체를 소유가 아니라 담보의 실질로 판단하려는 방향이 이미 제시되어 있다.[85]

[85] 민병덕 의원 대표발의 「디지털자산기본법안」(2025. 6. 11. 발의, 의안번호 제2210736호)은 스테이블코인 발행인의 최소 자기자본을 5억 원 이상으로 정하고 발행 주체를 은행으로 한정하지 않으며 준비자산의 담보를 중시한다. 반면 더불어민주당 디지털자산 TF는 2026년 1월 발행인 최소 자본금을 전자금융업 수준인 50억 원으로 정하는 방향으로 가닥을 잡은 것으로 보도되었다. ZDNet Korea. (2026. 1. 28.). 「디지털자산업 8개로… 스테이블코인 자본금 50억원」. https://zdnet.co.kr/view/?no=20260128141526.

나아가 Open USD의 설계는 이 질문의 지형 자체가 옮겨 갔음을 일러 준다. 발행이 수수료 없는 공용의 계층으로 재편되고 그 수익의 대부분이 유통으로 배분되는 구도에서, 설계의 본질은 누가 발행하는가에서 운용수익을 누구에게 어떻게 배분하여 유통을 동원하는가로 이동한다. 원화의 공동 발행체를 설계한다면 은행의 지분율보다 배분의 규칙과 참여의 개방성, 그리고 결정권의 소재가 관건이 된다는 뜻이다. 다만 제3장에서 보았듯 배분율은 유동성을 대체하지 못하였고 분산된 컨소시엄은 결정 구조에서 무너져 왔으므로, 이 모델의 이식은 배분의 설계이기에 앞서 유동성과 결정 구조의 설계로 이해되어야 한다.

2) 발행과 유통의 분리에 관하여

빗썸의 오지급 사고가 부각시킨 운영 위험과 거래소의 이중 독점에 대한 우려는 정당하며, 발행과 유통의 일정한 분리는 필요하다. 다만 그 분리가 지나치게 경직되면 제2부에서 본 정산과 신원의 계층에서 한국이 쌓아야 할 통합을 가로막을 수 있다. 분리의 초점은 발행의 건전성 감독에 두되, 정산과 신원의 계층에서의 결합은 열어 두는 설계가 바람직하다.

3) 준비자산과 이자에 관하여

100% 준비자산의 보유와 분리 예치는 최소한의 요건이다. 그러나 「GENIUS Act」를 좇아 이자 지급을 일률적으로 금지하는 데에는 신중할 필요가 있다. 제3장에서 보았듯 이자 지급 금지는 발행자의 수익을 유통으로 흐르게 하며, 한국이 이를 은행 51% 요건과 함께 도입하면 제4장에서 말한 위험, 곧 규제가 수익을 깎는 자리는 한국 은행이 차지하고 규제가 비켜가는 자리는 외국이 차지하는 구조를 자초할 수 있다. 이자의 규율은 그 수익이 어디로 흐르는지를 함께 고려하여 정하여야 한다. 물론 이자 지급의 허용은 은행 예금의 이탈과 증권성 시비라는 별도의 위험을 수반하므로, 그 규율은 일률적 금지와 전면 허용의 양자택일이 아니라 지급의 주체와 형태에 따른 차등 설계의 문제로 다루는 편이 온당하며, 증권성의 정비를 다루는 아래 5)의 논의와 함께 읽혀야 한다.

아울러 Open USD가 보여 주듯 운용수익의 배분은 보유자가 아니라 유통 파트너를 향할 수도 있으므로, 보유자에 대한 지급의 금지와 파트너에 대한 배분의 허용 사이의 경계를 조문에서 미리 획정해 두는 것이 긴요할 것으로 보인다.[86]

[86] 미국에서도 이 경계가 다투어지고 있다. 「GENIUS Act」 제4조 제a항 제11호는 보유자에 대한 지급만을 금지하나, 통화감독청의 규칙안(2026. 2. 25. 입법예고)은 계열사와 관련 제3자를 경유한 우회 지급을 위반으로 추정하는 조항을 두었고, 상업 제휴에 따른 파트너 이익공유가 허용되는지를 두고 해석이 갈린다. Gibson Dunn. (2026. 3.). *OCC Proposes Comprehensive Stablecoin Regulatory Framework to Implement the GENIUS Act*. https://www.gibsondunn.com/occ-proposes-comprehensive-stablecoin-regulatory-framework-to-implement-the-genius-act/; Sullivan & Cromwell. (2026. 3.). *OCC Proposes Regulations to Implement GENIUS Act*. https://www.sullcrom.com/insights/memo/2026/March/OCC-Proposes-Regulations-Implement-GENIUS-Act. Open USD의 파트너 배분 구조는 바로 이 회색지대 위에 서 있다.

4) 정산과 신원에 관하여

발행과 준비자산의 규율은 글로벌 표준을 따르면 족하나, 한국의 설계는 거기에서 멈추어서는 안 된다. 설계는 두 방향으로 더 나아가야 한다. 하나는 원화 정산이 외국의 기반에만 기대지 않도록 국내 정산 계층 또는 상호운용 표준을 세우거나 유인하는 것이고, 다른 하나는 제2부에서 논한 에이전트 신원의 기반, 곧 전자서명과 금융실명의 제도를 검증 가능한 자격증명의 표준에 접합하는 것이다. 발행 진영이 병행 구축하는 자체 체인 역시 보유 그 자체가 아니라 이 상호운용과 유동성 연결의 관점에서 평가되어야 한다. 원화가 방어 가능한 자리를 갖는다면 그것은 바로 이 두 곳이다.

5) 외국환과 증권성에 관하여

국경 간 스테이블코인 이전에 관하여는 2026년 12월 3일 시행되는 개정 「외국환거래법」의 가상자산이전업무 등록제와 기존 외국환 신고·보고 의무 사이의 적용관계를 구체화해야 한다. 증권성·수신성에 대한 판단은 이자를 지급하는지 여부만으로 결정되는 것이 아니므로 상환청구권·수익구조·운용재량·판매방식과 손실부담을 종합하여 별도로 규율해야 한다.

9.4 한계와 실증의 필요

제8장에서 분명히 하였듯 에이전트 경제의 전제는 불확실하고, 제7장에서 명시하였듯 한국의 제도적 자산이 강점이 되려면 국제 표준의 무대에서의 능동적 기여가 필요하다. 따라서 이 설계는 한꺼번에 입법으로 확정하기보다 규제 샌드박스를 통한 실증으로 먼저 검증하는 편이 합리적이다. 불확실성 아래에서 비대칭적 선택지를 취하는 방법, 곧 비용이 낮은 실증으로 시작하여 전제가 확인되는 만큼 확대하는 접근을 취할 필요가 있다.

9.5 결론

지금 한국의 논의는 다른 경쟁자들이 생각하는 승부처를 향해 있지 않다. 지금까지 논의한 것처럼, 원화의 승부처는 현재 한국이 다투고 있는 발행의 자리도, 달러가 이미 차지한 범용 시장도 아니다. 그것은 가치가 발생하는 정산의 자리와, 기본값이 아직 정해지지 않은 에이전트 신원의 자리일 것으로 보인다. 그 자리를 차지할 방도는 무엇인가? 결국 설계이다. 발행의 허용이 아니라 인가의 설계이며, 그 설계의 목적은 따라잡기가 아니라 자리 잡기가 되어야 한다.

덧붙여 한 가지 거시적 제약을 분명히 적어 둔다. 원화 스테이블코인의 점유율은 종국적으로 실물 경제에서 원화가 갖는 본연의 쓰임새, 곧 무역과 투자와 자본시장에서 원화로 결제하고 원화를 보유할 이유의 크기를 넘어서기 어렵다. 스테이블코인은 원화의 수요를 디지털 정산의 형태로 옮겨 담는 그릇이지, 현재로서는 수요 자체를 만들어 내는 장치로 동작하기 어려울 것으로 보인다. 이에 본 보고서가 제안하는 선택적 선점 역시 원화의 국제적 지위를 끌어올리는 전략이라기보다는, 원화가 본래 가진 쓰임새를 새 인프라 위에서 지키고 회수하는 전략이다.

구체적인 실행 방안은 불확실성 아래의 정책적 판단에 속한다. 허나 한국이 발행을 두고 다투는 동안 정산의 길목과 정산 통화의 기본값은 다른 곳에서 정해지고 있다. 지금 남은 과제는 그 결정이 고착되기 전에 무엇을 양보하고, 무엇을 어떻게 지킬 것인가를 설계하는 일이다.

규제는 시장을 결정한다. 시장은 미래 먹거리를 결정하고, 그곳에서 파급되는 효과들이 모여 국가 경쟁력을 결정한다. 본 보고서의 논의가 더 나은 국가에 일조할 수 있기를 간절히 바라본다.

본 자료는 해시드오픈리서치(HASHEDOPENRESEARCH)에서 작성한 것으로, 사전 서면 동의 없이 전부 또는 일부를 복제·배포·인용·공개하는 것을 엄격히 금지합니다. 본 자료에 포함된 내용은 정보 제공을 목적으로 하며, 투자 권유, 법적 조언 또는 특정 행위의 권고로 해석될 수 없습니다. 해시드오픈리서치는 본 자료의 내용에 기반한 어떠한 결정이나 행위에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 본 자료에 포함된 정보는 작성 시점을 기준으로 하며, 사전 고지 없이 변경될 수 있습니다. ©2026 Hashed Open Research. All rights reserved.

Official Website: https://hashedopenresearch.com

발행이 아니라 정산이다. 에이전트 경제 시대, 원화 스테이블코인의 전략

#HASHED OPEN RESEARCH

HOR REPORT 2026