Circle Internet Group (NYSE:CRCL)

SMIC 2026년 02월 07일

새로운 금융의 원동력

바닥에 떨어진 동전

1달러 페깅을 통해 가치 변동성을 제거한 스테이블코인. 이는 가상자산 시장의 기축통화이자, 중앙화 거래소(CEX)를 넘어 DeFi와 PayFi 생태계를 지탱하는 핵심 인프라이다. 동사의 USDC 또한 초기 트레이딩 목적의 유동성 공급을 넘어, 최근 결제 시장과 실물 자산 RWA 영역으로 그 쓰임새를 빠르게 확장중이다.

호(Arc)로 완성될 원(Circle)

결제 프로세스의 핵심인 수취-전환-전송. 동사는 Visa와의 협업을 통해 이 메커니즘을 Solana 기반으로 구현하며 기술력을 입증했다. 이제 동사는 축적된 데이터를 바탕으로 기관 전용 네트워크 Layer 1 체인 Arc를 런칭, 명실상부한 차세대 Swift로 거듭나고자 한다. 검증된 안정성, 규제 준수, 그리고 사용자 친화적인 SDK까지. 단순한 인프라 제공을 넘어 결제 밸류체인 전체를 통합하고 압도적인 기술적 그리고 구조적 해자를 쌓아놓은 동사가 누릴 수혜는 더이상 꿈이 아니다.

절대로 실패하지 않는 트럼프 리딩방

트럼프와 뗄레야 뗄 수 없는 동사. MAGA를 위한 재정 확대와 금리 인하라는 트럼프의 모순된 목표가 충돌하는 채권시장에서, 동사는 과거 위기 때 소방수로 등판해 금리 발작의 불을 껐던 대체 불가능한 거대한 유동성 흡수원으로서 역할한다. 국가 경제를 위한 국채 방어부터, 트럼프 가문의 개인 프로젝트 WLFI를 위한 성장 동력까지. 공적 필요와 사적 이익이 만나는 지점에서 동사의 미래가 있다.

Valuation - Peer PER Method

동사의 2027E EPS $2.17에 Target PER 42.5x를 곱한 Target Price $92.18, 상승여력 83.5%, 투자의견 Buy를 제시한다. 동사의 결제 인프라로의 자금 유입으로 인한 발행량 증가와, 그에 따른 준비금 운용 수익 증대, 거기에 거래량 증가로 본격적으로 매출로 나타나게 될 결제 수수료까지. 동사가 Visa와 Arc를 통해 블록체인 결제로 얻게 될 수익은 막대하다. 트럼프의 저금리 기조로 인한 준비금 수입 감소 우려는 존재하나, 이를 고려한 Base case에서도 하방 리스크는 제한적이다.

<추정 손익계산서>

Estimated Income Statement								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	772	1,450	1,676	1,976	724	2,700	2,833	3,454
YoY (%)	*77.3%*	*87.9%*	*15.6%*	*159.3%*	*166.2%*	*61.1%*	*4.9%*	*21.9%*
Total distribution, transaction, and other costs	309	728	1,017	1,202	429	1,631	1,590	1,764
Net Revenue	463	723	659	774	295	1,069	1,243	1,691
GPM(%)	*59.9%*	*49.8%*	*39.3%*	*39.2%*	*40.7%*	*39.6%*	*43.9%*	*48.9%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	667	742
D&A	13	35	51	51	24	75	83	101
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
Operating income	(38)	270	167	(152)	89	(63)	494	848
OPM (%)	*-4.9%*	*18.6%*	*10.0%*	*-7.7%*	*12.2%*	*-2.3%*	*17.4%*	*24.6%*
Net other income (expense)	(720)	49	54	(91)	-	(91)	-	-
Net income(loss) before income taxes	(759)	319	222	(243)	89	(155)	494	848
Income tax expense	3	47	65	(40)	-	(40)	138	219
Net income	(769)	268	156	(203)	89	(114)	356	629
NPM (%)	*-99.6%*	*18.4%*	*9.3%*	*-10.3%*	*12.2%*	*-4.2%*	*12.6%*	*18.2%*

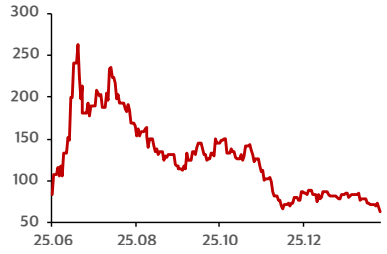
Rating

Buy

Current Price:	$ 50.23
Bull Case TP:	$ 174.52
Upside:	247.4%
Base Case TP:	$ 92.18
Upside:	83.5%
Bear Case TP:	$ 47.87
Upside:	(4.7%)

12M 주가추이

Market Cap. $ 11.8 bn



Key Metrics (3Q25)

USDC in circulation	73.7 bn
Reserve Retrun Rate	4.15%
ROE(TTM)	26.0%

B/S Data (3Q25)

자산 총계	$ 76.8 bn
부채 총계	$ 73.8 bn
자본 총계	$ 3.0 bn

주요 주주

General Catalyst Group	8.8%
FMR	6.0%
IDG China Capital Fund	5.1%

SMIC 개인보고서

52기 박승진

CONTENTS

1. 바닥에 떨어진 동전 - 산업·기업 분석 03

2. 두툼해질 동전 지갑 - 투자아이디어 08

3. 호(Arc)로 완성될 원(Circle) - 투자포인트 ① 09

4. 절대로 실패하지 않는 트럼프 리딩방 - 투자포인트 ② 14

5. 코인판에 AI의 등장이라 - Plus α 20

6. 매출 추정 21

7. Valuation - Peer Historical PER Method 23

Appendix 28

1. 바닥에 떨어진 동전 - 산업·기업 분석

1.1. 스테이블코인 기초

가치가 변하지 않는 안전한 코인

스테이블코인은 비트코인이나 이더리움처럼 큰 가격 변동성을 보이는 일반 암호화폐와 달리, 달러 등 법정화폐에 가치를 고정해 변동성을 최소화한 암호자산이다. 담보 구조에 따라 법정화폐 담보형, 암호화폐 담보형, 담보 없는 알고리즘형으로 구분되며, 알고리즘형은 루나 사태를 통해 구조적 불안정성이 확인됐다. 그 결과 현재 시장은 법정화폐 담보형이 약 90%, 암호화폐 담보형이 약 10%를 차지하는 구조로, 법정화폐 담보형이 스테이블코인 시장 주류를 형성하고 있다.

가치 유지 비결 ① Abitrage

스테이블코인이 1달러를 유지하는 첫 번째 메커니즘은 차익거래(Arbitrage)다. 코인 가격이 1달러 아래로 내려가면 투자자들은 저가 매수 후 발행사에 코인 환매를 요청해 1달러 상환을 요구하거나 매수세로 가격을 끌어올린다. 1달러를 초과하면 신규 발행 후 시장 매도를 통해 차익을 실현한다. 이 과정에서 공급과 수요가 자동 조정되며 가격은 1달러로 수렴한다.

가치 유지 비결 ② 환매에 대한 믿음

두 번째 핵심은 스테이블코인을 발행사에 제시하면 언제든 1달러로 상환받을 수 있다는 신뢰다. 발행사는 스테이블코인 1달러어치를 발행할 때 동일 가치의 담보를 보유해야 하며, 현금이나 단기채 등 유동성이 높은 자산으로 준비금을 구성해 즉각적인 상환이 가능하다. 이 상환 신뢰가 유지되는 한 차익거래 메커니즘과 결합돼 페깅은 안정적으로 작동하며, 가격은 통상 1달러를 중심으로 1% 내외의 제한된 범위에서 움직인다.

믿음이 깨지는 순간 페깅 해제

반대로 상환에 대한 신뢰가 훼손되면 페깅은 빠르게 붕괴된다. 실리콘밸리은행 파산 당시 동사의 예치금 일부가 묶였다는 소식이 전해지자 상환 불안이 확산되며 USDC 디페깅이 발생했다. 이후 미국 정부가 예금 전액 보장을 선언하면서 사태는 진정됐는데, 이는 스테이블코인이 본질적으로 금융 시스템에 대한 신뢰에 깊이 의존하고 있음을 보여준다.

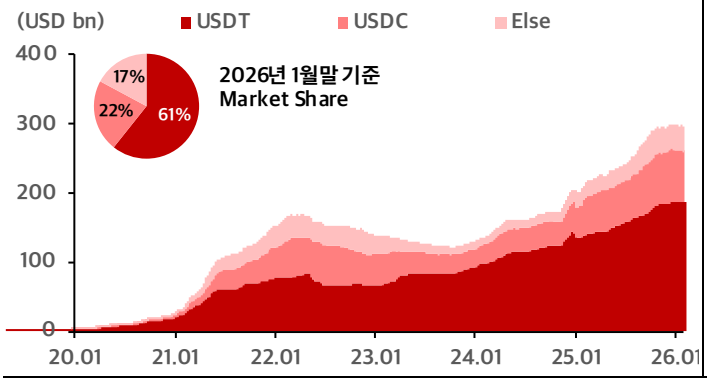
테더와 동사의 독과점 구조

현재 스테이블코인 시장은 소수의 대형 발행사가 주도하는 과점 구조다. 선두는 가장 오랜 역사를 지닌 USDT를 발행하며 압도적인 유동성을 확보한 Tether이고, 그 뒤를 잇는 동사는 미국 규제 준수와 투명성을 강점으로 기관 투자자 수요를 흡수하고 있다. 이외에도 탈중앙화 자율조직이 운영하는 MakerDAO의 DAI와, PayPal이 출시한 PYUSD 등이 주요 코인으로 자리중이다.

가상자산 시장에서 필수불가결

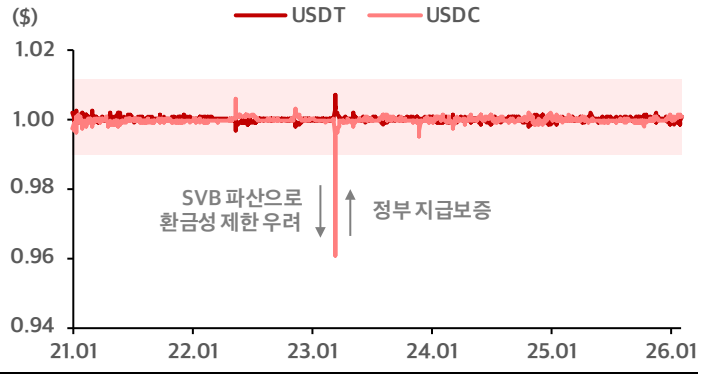
스테이블코인은 가상자산 시장에서 사실상의 기축 통화로 기능한다. 거래소에서는 비트코인과 이더리움 등 주요 암호화폐의 기준 결제 수단으로 활용되고, 체인상에서는 스마트컨트랙트의 정산 단위로 사용되며 디파이 대출, 파생상품, RWA 투자 등 다양한 금융 활동의 기반을 이룬다. 낮은 가격 변동성 덕분에 자산 간 가치 이전과 리스크 관리가 가능해지며, 가상자산 생태계 전반의 유동성과 금융 기능을 연결하는 핵심 화폐 단위로 자리 잡고 있다.

도표 1-1. 스테이블코인 시총 비교



출처: RWA.xyz, SMIC 52기 박승진

도표 1-2. 스테이블코인 페깅



출처: Investing.com, SMIC 52기 박승진

1.2. 동전이 쓰이는 모든 곳

크게 네 분야에서 쓰이는 스테이블코인

스테이블코인의 활용처는 크게 중앙화 거래소(CEX), 탈중앙화 금융(DeFi), 결제 및 실물경제를 연결하는 PayFi, 그리고 기타 개인·기업 지갑의 네 영역으로 구분된다. 과거에는 거래소 내 기축 통화 역할에 국한됐으나, 현재는 프로그래밍 가능한 화폐로서 결제, 대출, 파생상품, 실물자산 투자 등 금융 전반에 유동성을 공급하는 핵심 인프라로 진화했다.

A. 중앙화거래소 CEX

블록체인 거래시장을 양분하는 CEX와 DEX는 거래 메커니즘이 본질적으로 다르지만 모두 스테이블코인을 가격 변동성 헷지와 가치교환의 기축통화로 사용한다. Binance, Coinbase 등 CEX는 증권사와 유사하게 중앙 서버가 관리하는 오더북으로 주문을 고속 매칭하고 자산을 수탁해 화폐로써 스테이블코인이 쓰인다. 주로 암호화폐와 거버넌스 토큰이 활발히 거래된다.

B. DeFi
① DEX: 유동성 풀에 코인 예치

Uniswap 등 DEX(탈중앙화 거래소)는 스마트컨트랙트 기반으로 중개자 없이 거래가 이루어지며, 스테이블코인은 변동성 자산과 함께 유동성 풀에 예치된다. 매도 주문이 있어야 체결되는 CEX와 달리, x × y = k로 대표되는 AMM 공식에 따라 유동성 풀과 직접 거래가 이뤄져 상대 주문을 기다릴 필요 없이 즉시 체결이 가능하다. 비수탁 구조에 따른 투명성과 알고리즘 기반 가격 결정의 효율성이 부각되면서, 최근 DEX의 거래 비중은 구조적으로 확대되는 흐름을 보이고 있다.

암호화폐 외에도 RWA 크는중

암호화폐가 여전히 거래의 핵심 자산이지만, 최근 DeFi에서는 RWA가 빠르게 성장하며 거래 대상과 포트폴리오가 다각화되고 있다. RWA는 고가 실물 자산을 토큰화해 소액 접근을 가능하게 하며, 미국 국채를 토큰화해 온체인에서 안정적인 이자 수익을 제공하는 채권형 RWA가 성장을 주도하는 가운데 금, 부동산 등 실물자산 기반 RWA도 확대되고 있다. 미 국채 기반 상품으로 전통 금융의 유동성을 온체인에 연결하는 Ondo가 대표적 플레이어이다.

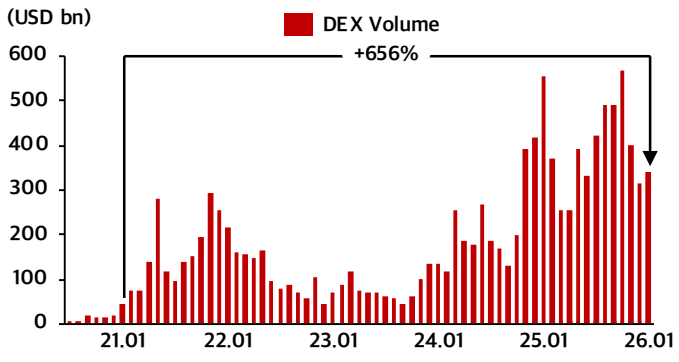
B. Defi 거래
② DeFi 사모 대출

이외에도 전통적인 회사채 발행이나 은행 대출을 대체하는 온체인 사모 신용(Private Credit) 시장이 빠르게 확산중이며, 이 과정에서 스테이블코인이 핵심 결제 수단으로 활용된다. Centrifuge와 Maple Finance 등은 기업의 매출채권이나 부동산과 같은 실물 자산을 담보로 RWA 토큰을 발행하고, 투자자들은 USDC 등 스테이블코인으로 자금을 공급한다. 기업은 온체인에서 직접 조달해 실물 사업에 투입하며, 은행을 거치지 않는 효율성과 접근성에 규모가 빠르게 확대중이다.

③ 파생 거래

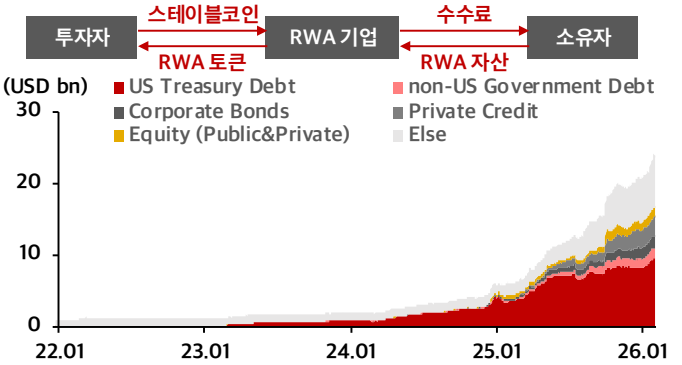
현물 거래를 넘어 파생상품 시장에서도 스테이블코인의 역할은 필수적이다. Hyperliquid는 고성능 레이어1을 기반으로 구축된 탈중앙화 파생상품 거래소로, 기존 DEX의 체결 속도 한계를 극복해 CEX 수준의 거래 경험을 제공한다. 사용자는 거래소에 자산을 수탁하지 않고도 지갑을 직접 연결해 스테이블코인을 증거금으로 레버리지 거래를 수행할 수 있으며, 이는 파생상품 시장의 중심축이 중앙화 구조에서 탈중앙화 구조로 이동하고 있음을 보여준다.

도표 1-3. 월별 DEX 거래액 추이



출처: DefiLlama, SMIC 52기 박승진

도표 1-4. RWA 구조 및 유형별 규모



출처: RWA.xyz, SMIC 52기 박승진

C. PayFi 결제 인프라 확장이 메인

PayFi 영역에서 스테이블코인은 기존 국제 송금망을 대체하며 기업 결제 인프라로 빠르게 확산되고 있다. 기업 간 거래나 본지사 자금 이동에서 수일이 소요되던 은행 정산을 실시간으로 단축하고, 24시간 가동 특성으로 현금 흐름 관리 효율을 크게 높인다. 더 나아가 결제 대행 분야에서도 채택이 확대되고 있는데, Stripe는 스테이블코인 결제를 재도입해 글로벌 가맹점이 국경 제약 없이 대금을 수취하고 즉시 법정화폐로 정산할 수 있도록 했다. 이는 스테이블코인이 투기 자산을 넘어 실질적 결제 수단으로 기능하고 있음을 보여준다.

1.3. 동전을 주조해 판매하는 동사

동사 매출의 95% 수탁액 운용 수익

동사의 가장 핵심적인 수입원은 고객이 USDC 발행을 위해 예치한 현금 및 현금성 자산을 운용하여 발생하는 이자 수익으로, 이는 전체 수탁액(AUM)과 운용 수익률의 곱으로 결정된다. API 이용료나 트랜잭션 수수료 등 기타 매출도 발생하고 있으나 , 거시 환경과 금리 수준에 직접 연동되는 이자 수익이 전체 매출에서 압도적인 비중을 차지하는 구조다.

투자처가 정해져있는 수탁액 운용

수탁액 운용은 Genius Act에 따라 발행 잔액과 1대1로 안전자산에 매칭해야 하며, 이에 따라 운용 수익률은 단기 국채 금리와 높은 연동성을 보인다. 실제 준비금 포트폴리오는 초단기국채(ON RRP)와 만기 3개월 미만 미 국채가 약 85%를 차지해, 규제 리스크를 최소화하는 동시에 상시 상환에 대응 가능한 고유동성 자산 위주로 구성돼 있다. 테더 역시 규제 준수 상품을 출시했으나, 미국 규제를 충족하는 스테이블코인으로서의 신뢰도와 제도권 위상은 USDC가 우위에 있다.

전부다 먹지는 못하고 코인베이스랑 반띵

동사 매출의 핵심 변수는 파트너사 Coinbase와의 USDC 이자 수익 배분 구조다. 동사와의 JV 해체 이후 재정립된 규칙에 따르면, 코인베이스 플랫폼에 예치된 USDC에서 발생하는 이자 수익은 코인베이스가 전액 귀속하고, 서클 민트 계좌에서 발생하는 수익은 동사가 100% 인식한다. 반면 DeFi 프로토콜이나 외부 지갑 등 기타 수익은 양사가 50대50으로 배분한다.

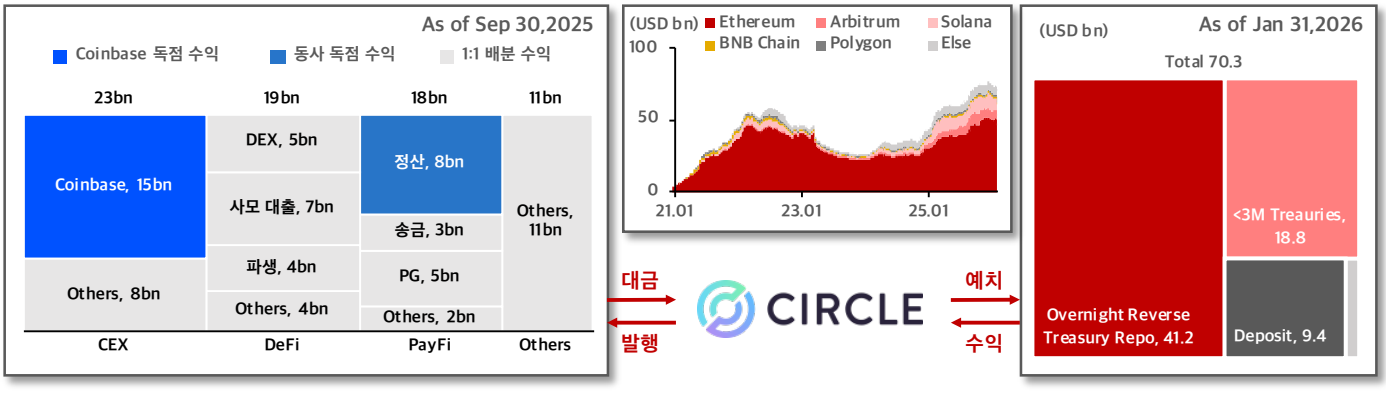
결제 시장은 매출 독식할 수 있음

동사 입장에서 독점적으로 수익을 인식할 수 있는 기업용 서클 민트 계좌의 성장은 수익성의 핵심이며, 이는 결제 시장 성장과 직결된다. 25년 3분기 기준 서클 민트 계좌 수탁액은 약 102억 달러로 견조한 증가세를 보였고, 이 중 결제 및 정산 관련 기업 계좌가 약 80억 달러로 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 동사가 단순한 스테이블코인 발행사를 넘어 B2B 결제 인프라로 포지셔닝을 확대하는데 이토록 힘쓰는 이유가 여기에 있다.

동전 많이 쓰이는 곳 아무래도 거래소

USDC의 활용처를 보면 여전히 중앙화 거래소(CEX) 내 거래 수요가 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 그 다음으로 DeFi와 PayFi가 유사한 비중으로 분포하며 사용처가 다변화되는 양상이다. PayFi 내부에서는 결제 자체보다 정산 비중이 압도적으로 높게 나타나는데, 이는 USDC가 실물 경제와 온체인 금융을 연결하는 효율적인 정산 인프라로 자리 잡고 있음을 의미한다.

도표 1-5. 동사의 USDC 발행액의 활용처에 따른 분류 및 수탁금 투자 포트폴리오

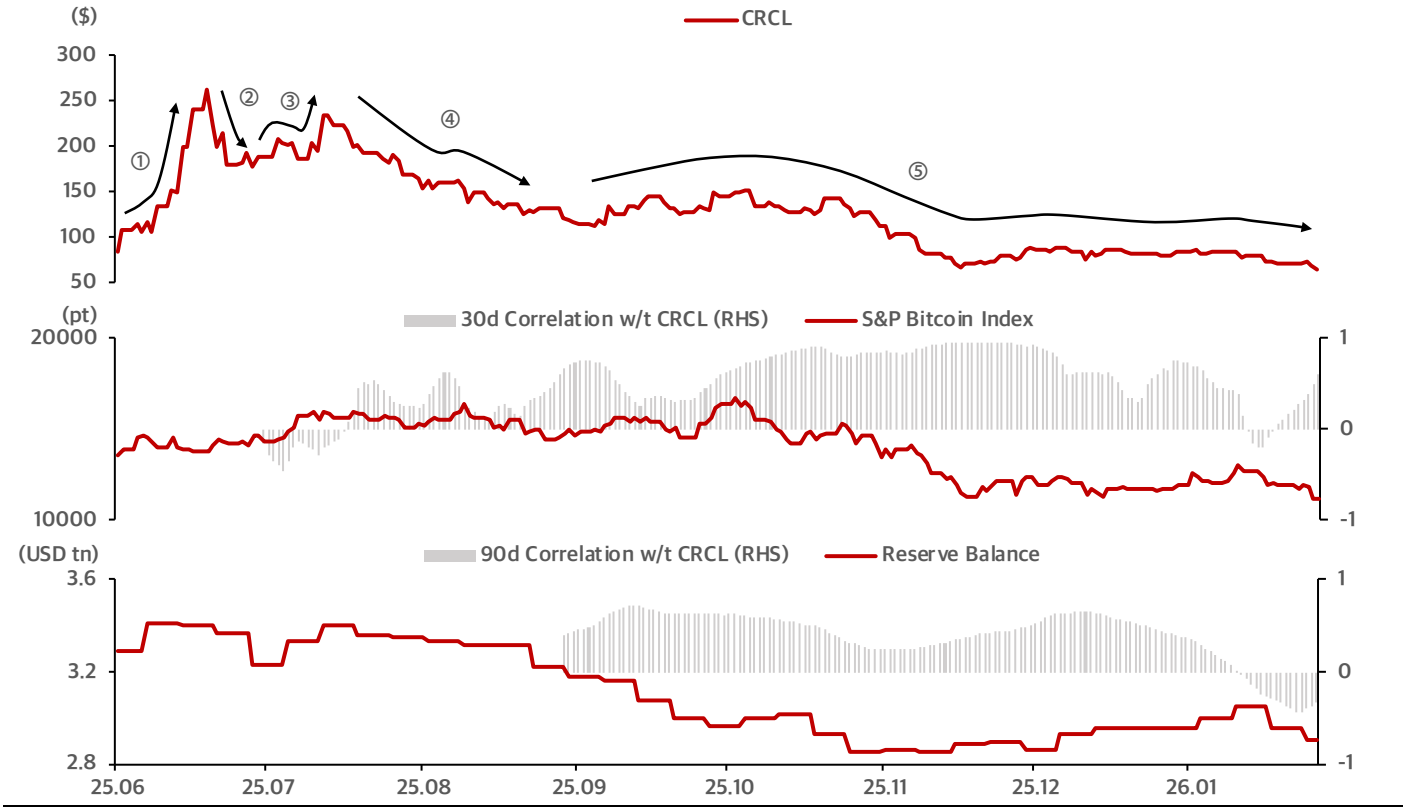


출처: SMIC 52기 박승진

주가와 가상자산의 높은 상관계수

USDC의 주요 사용처가 여전히 거래소 중심의 가상자산 섹터에 집중돼 있어, 동사의 주가 드라이버는 실물 결제 확산보다는 가상자산 가격과 글로벌 유동성 환경이다. 이에 따라 주가는 비트코인 가격 및 유동성 지표와 높은 상관관계를 보이며, 전통 결제·정산 영역 확장에 따른 펀더멘털 개선이 주가에 본격 반영되기 위해서는 해당 시장의 절대 규모가 충분히 확대될 필요가 있다.

도표 1-6. 동사 주가, 비트코인 인덱스, 지준 준비금 추이



출처: S&P, FRED, SMIC 52기 박승진

① 25년 6월초 : 동사가 상장에 성공한 이후 미 상원에서 Genius Act가 통과로 스테이블코인 산업이 제도권에 편입됨에 따라, 1:1 준비금 운용 및 수익공유제한을 준수하는 독점적 규제 적격 업체로 인정받으며 주가가 200달러를 돌파하는 폭발적 상승이 나타났다.

② 25년 6월 중순 ~ 말 : 초기 급등 이후 차익 실현 매물이 시장에 쏟아지며 주가는 급격한 조정을 받았다. 여기에 Genius Act의 수익 공유 제한 조항이 코인베이스와의 기존 협력 모델에 미칠 불확실성이 시장에서 부각되며 주가 변동성이 확대됐고, 여러 애널리스트들이 동사 주가에 대한 고평가 우려를 제기한 점도 조정 압력을 키웠다.

③ 25년 7월 초 : 낙폭 과대에 따른 저가 매수세 및 Visa 등 대형 기관과의 파트너십 호재가 맞물려 주가가 회복세를 보였다. 8월 첫 실적 발표를 앞두고 시장의 막연한 낙관론이 선반영되며 기술적 반등이 나타난 구간이다.

④ 25년 7월 중순 ~8월 : 견조한 매출 성장에도 불구하고 IPO 비용에 따른 4.8억의 대규모 순손실과 금리 인하 리스크가 악재로 작용했다. 설상가상으로 상장 후 주가가 급증하자 기존주주들이 차익 실현을 위해 2차 공모를 진행한다는 소식이 겹치며 주가는 급락세를 보였다.

⑤ 25년 9월 ~ 현재 : 주가 변동폭이 안정화되면서 가상자산 시장 지표들과 동조하기 시작하였으며 비트코인과의 30일 상관계수가 1에 육박할 정도로 강력한 동조화를 보였으나, 최근 추가 관세 및 그린란드 병합 등 노이즈가 발생하며 그 연관성이 소폭 약화되는 흐름이 나타났다.

SaaS 매출도 있지만 아직은 미미함

동사의 기타 매출은 이자 수익 편중을 완화하기 위한 거래 및 Web3 서비스 수수료로 구성된다. 기업 고객의 서클 민트 계좌 입출금과 결제망 이용에 따른 트랜잭션 수수료, 외부 개발사의 프로그래머블 월렛 API 구독료가 핵심이며, CCTP 사용량 증가에 따른 수수료 매출이 더해지고 있다. 이는 동사가 발행사를 넘어 금융 소프트웨어 기반 플랫폼으로 확장되고 있음을 보여준다.

자산 운용까지 범위 확장중

추가 성장 동력은 USYC에서 발생하는 자산 운용 수수료다. 동사가 인수한 Hashnote가 발행하는 USYC는 미 단기 국채와 역레포에 투자하는 토큰화 MMF로, 투자 수익은 보유자에게 귀속되는 대신 동사는 AUM의 일정 비율을 운용 수수료로 취득한다. 이는 이자 마진 중심 모델에서 벗어나 전통 자산운용사형 수수료 기반 매출 파이프라인을 확보했다는 점에서 전략적 의미가 크며, 축적된 결제·보관·규제 인프라를 기반으로 동사의 자산운용으로의 영역 확장을 의미한다.

1.4. 모든 것을 명확히 할 Clarity 법안

금고 안전성 Genius Act로 확보 완

스테이블코인 규제 논의의 출발점은 발행 리스크를 상업은행 리스크와 분리해야 한다는 인식의 확산이다. 2023년 SVB 파산 당시 동사는 자산 건전성과 무관하게 예치 은행 붕괴의 영향을 받으며, 발행사에 대한 별도 규제 체계 필요성이 부각됐다. 이를 계기로 25년 7월 준비금 100% 보유 의무와 연방 감독 권한을 명시한 Genius Act가 먼저 통과됐고, 동사는 같은 해 12월 OCC로부터 연방 신탁은행 인가를 획득하며 발행 안정성과 법적 지위를 제도적으로 확보했다.

세 곳의 규제기관으로 역할 배분

보완입법의 형태를 띤 Clarity Act의 핵심은 자산의 구조에 따른 규제 관할의 명확화다. 지불용 스테이블코인인 USDC는 가치 변동이 없는 결제 수단으로 분류돼 OCC 및 주정부 은행 규제를 적용받고 증권 규제에서는 제외된다. 반면 Ondo, BUIDL 등 증권형 RWA는 채권 토큰 구조를 취해 SEC 관할로 편입되며, USYC와 같은 상품형 RWA는 상품 풀 구조를 활용해 CFTC 관할로 구분된다. 이는 스테이블코인과 RWA 전반에 대한 규제 불확실성을 구조적으로 해소하는 틀이다.

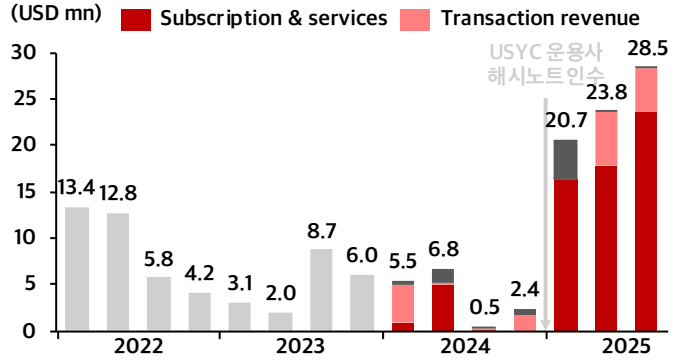
문제가 된 조항 이자 지급 금지

법안 논의의 최대 쟁점은 결제용 스테이블코인에 대한 이자 지급 금지 조항이다. Clarity Act는 스테이블코인의 보유, 사용, 유지만을 이유로 한 이자나 수익 지급을 발행사에 금지하며, 이 규제가 거래소로 확대될 가능성이 제기되자 코인베이스가 강하게 반발하고 있다. 예치 보상이 고객 유치의 핵심인 코인베이스는 이를 차별적 규제로 인식하고 있으며, 해당 조항은 스테이블코인 사업 모델과 경쟁 구도를 가르는 핵심 변수로 부상했다.

우리 모두 모여 이야기를 나눠봐요

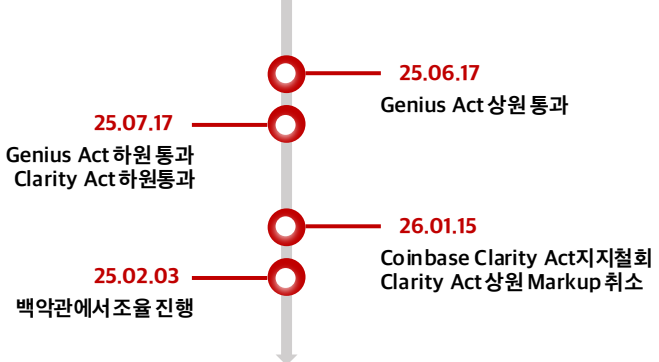
현재 Clarity Act는 상원 마크업이 취소된 상태에서 이해관계자 간 입장 조율 국면에 있다. 다만 트럼프가 법안 통과를 강하게 밀고 있고 조기 서명을 공개적으로 압박하고 있다는 점에서, 절차적 지연에도 불구하고 법안은 비교적 빠른 시일 내 통과될 가능성이 높다. 이는 스테이블코인과 RWA 시장 전반의 제도적 방향성을 조기에 확정짓는 계기가 될 전망이며, 미국의 달러 패권을 가상자산에서 이어나가기 위한 밑거름이 될 예정이다.

도표 1-7. 분기별 담보물 수익 및 기타매출 추이



출처: Circle, SMIC 52기 박승진

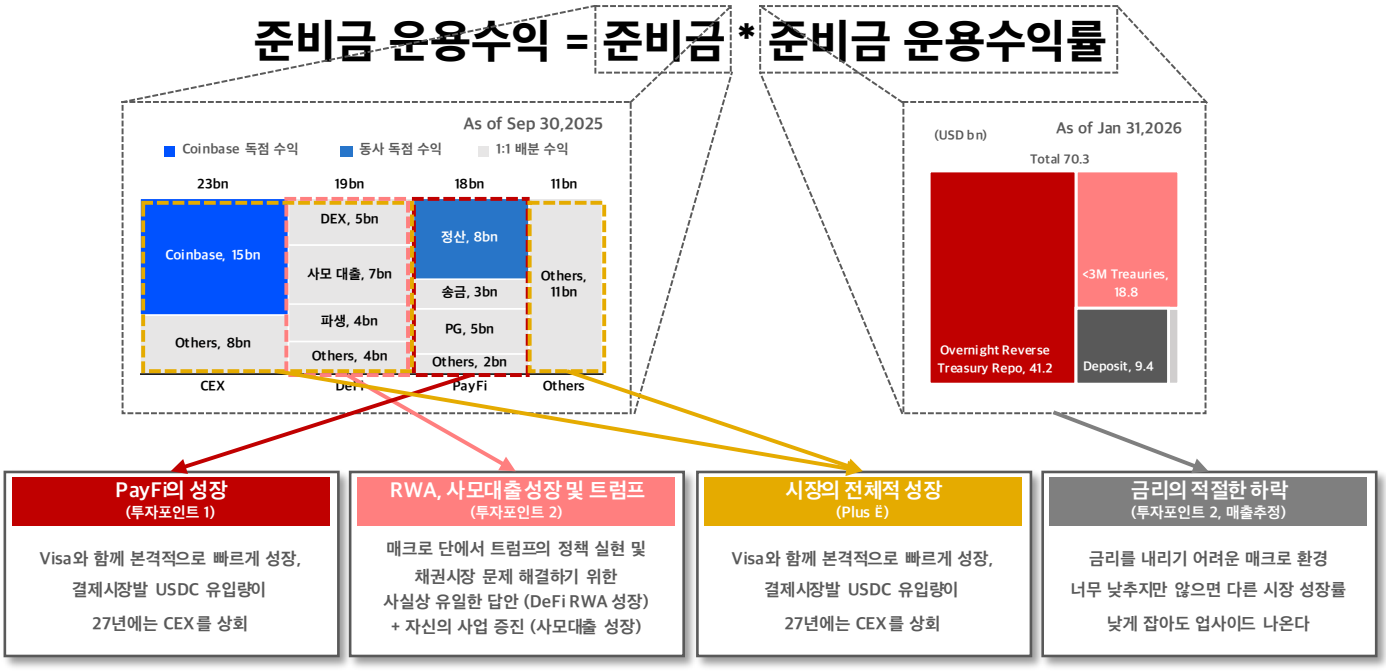
도표 1-8. Clarity Act 관련 타임라인



출처: SMIC 52기 박승진

2. 두툼해질 동전 지갑 - 투자아이디어

도표 2-1. 본 보고서 Key Takeaways



출처: SMIC 52기 박승진

본 보고서에서는 크게 4가지 포인트에서 이익 체력을 확인한다.

① PayFi 성장

결제 정산 시장에서, 동사는 결제 네트워크 사와의 협력 및 자체 블록체인망을 활용해 시장을 확대해 나갈 것이다. Visa와의 협력을 통해 미국 내 매입사 및 발급사 간 정산에 Solana 기반 USDC 활용이 확대되고 있으며 시장 규모는 현재 USDC 시가총액의 수배에 달하는 잠재력을 보유하고 있다. 동사는 금융기관 전용 결제 네트워크로 설계된 Arc를 중심으로, 사용자 자금 수취 단계에서는 SDK, 법정화폐의 온체인 전환 단계에서는 CCTP, 네트워크 전송 단계에서는 Arc 체인을 각각 배치해 결제 프로세스 전 구간에 걸친 구조적 해자를 구축하고 있다. 아를 통해 결제 및 정산 인프라 전반을 통합하고, USDC의 사용 범위와 정산 내재화를 구조적으로 확대중이다.

② DeFi 채권 RWA 및 사모대출 성장

DeFi 내 채권 RWA와 사모대출의 확장은 USDC 수요를 구조적으로 확대하는 요인이다. 재정 지출 확대와 금리 인하 기조가 병존할 경우 국채 수급 불균형이 심화될 가능성이 높으며, 과거 단기 국채의 수요자로 스테이블코인이 투입되었던 사례가 있다. 향후 장기채 시장에서도 채권 RWA가 수요 기반을 보완하는 수단으로 활용될 경우, 결제 및 담보 통화로서 USDC의 역할은 확대될 개연성이 크다. 동시에 트럼프는 자신의 사업 WLFI를 통해 크립토 사모 대출 시장을 키우고자 하고, 해당 정책의 수혜를 향유하며 동사는 성장할 것이다.

③ 전체 시장 성장

AI봇의 확대는 전체 시장 성장을 이끈다. 초고속 실행이 가능한 Rule-based 봇과 지능형 판단(LLM)을 겸비한 AI가 주도하는 M2M 경제의 확장은 트랜잭션 밀도를 기하급수적으로 높이고, 이렇게 형성된 거대한 기계적 유동성은 결국 디지털 기축 통화인 스테이블코인의 사용량 증대와 성장으로 귀결되는 구조적 낙수효과를 만들어내어 USDC 시장의 확대를 가속화할 것이다.

④ 급격하지 않을 금리 하락

매크로 환경을 감안할 때 기준금리의 급격한 인하 가능성은 제한적이나, 금리 경로와 무관하게 동사의 업사이드는 유효하다. 트럼프의 정책 기조는 인플레이션 압력을 자극할 소지가 있어 통화정책은 보수적으로 운용될 개연성이 높으며, 이에 따라 급격한 완화 전환은 쉽지 않고, 설령 금리 인하가 단행되더라도 PayFi 확대로도 금리 하락에 의한 다운사이드를 상쇄 가능하다.

3. 호(Arc)로 완성될 원(Circle) - 투자포인트 ①

Visa와의 협력으로 금융기관간 연결의 신뢰를 입증한 동사. Arc와 SDK로 인프라부터 사용자까지 잇는 독자 생태계를 구축중이다. 결제 시작과 끝을 장악하려는 동사의 거대한 전략을 살펴보자.

3.1. 보이기 시작하는 동그라미, Solana 기반 USDC 정산

전통의 가장 큰 병목 비싸고 느린 정산망

전통적 결제 시스템은 승인과 정산을 분리한 구조로 인해 본질적인 유동성 비효율을 내포한다. 승인 정보는 VisaNet이 약 0.1초 만에 처리하지만, 실제 자금 이동은 발급사-카드 네트워크-매입사 구간을 SWIFT 망으로 순차 통과해 정산까지 수일이 소요된다. 이 시차를 완충하기 위해 카드 네트워크사는 매입사에 대금을 선지급하고 이후 발급사로부터 회수하는 중개 역할을 수행해 왔으며, 그 결과 승인과 정산 간 시간차만큼 자금이 상시적으로 묶였다. 이로 인해 결제 시스템 내부에 잠기는 자금은 일평균 약 400억 달러를 상회하는 것으로 추정되며, 전통 인프라가 속도의 한계를 자본으로 보완해 온 구조적 비효율을 보여준다.

싸고 빠른 망의 등장

블록체인 기반 정산은 속도와 비용, 가용성 측면에서 기존 결제 인프라를 구조적으로 위협하고 있다. 수일이 걸리던 정산을 수초 내 분산원장에 확정하고 자금을 이전함으로써 SWIFT 망에 내재된 전신료, 중개은행 수수료, 수취 수수료를 원천적으로 제거한다. 이는 가맹점의 자금 회전율을 크게 개선하는 동시에 모든 거래가 실시간으로 기록되는 투명성을 통해 정산 누락이나 조작을 차단하는 무결성까지 제공한다. 결과적으로 지갑 간 직접 전송은 카드 네트워크의 신용 공여 기능과 복잡한 중개 구조를 불필요하게 만들며, 중개은행의 구조적 수익 기반을 잠식한다.

비가역성이라는 문제

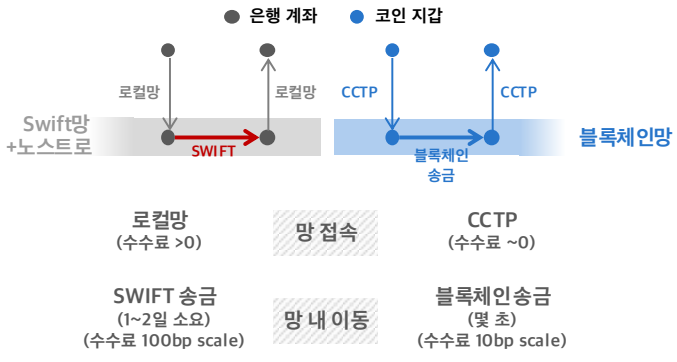
블록체인이 결제 수단으로 즉시 대체되지 못한 핵심 제약은 거래의 비가역성이다. 전송이 실행되면 취소가 불가능한 특성은 착오 송금과 차지백 분쟁을 제도적으로 처리하기 어렵게 만들어 소비자 보호 측면의 안정성을 훼손한다. 여기에 암호자산 가격 변동성에 대한 불안과 익명성으로 인한 AML, KYC 준수의 불확실성이 더해지며, 보수적인 소비자와 가맹점에게는 기존 법정화폐 결제 시스템을 완전히 대체하기 어려운 진입 장벽으로 작용해왔다.

가장 좋은 해법 같이 쓰기

Visa는 전면적 시스템 교체 대신 VisaNet의 초고속 승인 처리 위에 Solana 기반 정산을 결합한 하이브리드 전략을 선택했다. 2023년 9월 비자는 수가 적고 자금 회전 니즈가 큰 매입사 정산부터 USDC를 도입해 효율성을 검증했고, 이후 발급사 정산으로 단계적으로 테스트 범위를 확대했다. 그 결과 정산 규모는 2023년 수백만 달러 수준에서 25년 11월 35억 달러로 성장했으며, 25년 12월 정식 출시 이후 26년 1월엔 46억 달러로 급증했다. 비자는 이런 단계적 확산을 바탕으로 26년 내 미국 내 정산을 블록체인 기반으로 대체하겠다는 로드맵을 제시하고 있다.

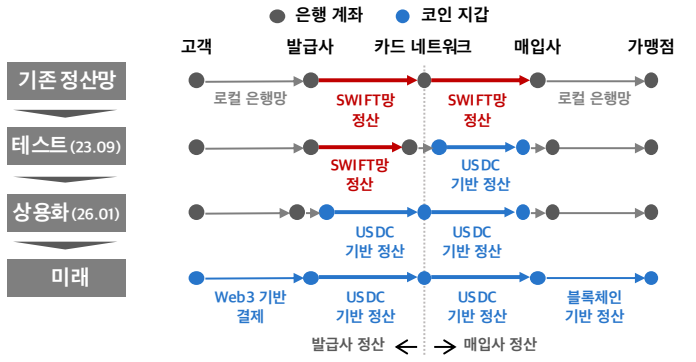
이해를 도울 자세한 구조는 [Appx 13] 도표에 자세히 기술되어 있다.

도표 3-1. 송금 방식의 진화



출처: SMIC 52기 박승진

도표 3-2. Visa와 동사의 Solana USDC 기반 정산 협력



출처: SMIC 52기 박승진

동사의 수혜는 USDC 발행 운용수익

비자의 솔라나 기반 정산 도입이 동사에 제공하는 핵심 수혜는 수수료가 아닌 발행 잔액 증가에 따른 운용 수익 극대화다. 서클 민트 계정의 기업 고객 유입과 API 연동에 따른 부가 수익은 존재하지만, 대규모 기관 고객에는 민팅 수수료가 면제돼 직접 수수료 매출은 제한적이다. 즉 본질은 결제망을 구동하기 위해 필수적으로 발행되는 USDC에 따른 준비금 확대에 있다.

필요한 통화량은 정산 위한 마중물

비자의 블록체인 정산 도입에서 요구되는 통화량은 당사자 사이를 연결하는 마중물의 유동성 규모이다. 구조상 동사가 USDC를 Mint하면 발급사가 이를 Solana 망으로 비자에 송금하고, 비자는 다시 매입사로 이전한 뒤 매입사가 최종 소각하는 흐름이다. 즉 자금은 정산망에 상시 체류하지 않으며, 결제 흐름을 원활히 하기 위한 최소 유동성만 필요하다. 이 마중물의 규모가 곧 동사가 USDC 발행을 통해 향유할 수 있는 수혜의 상한을 결정한다.

MV = PT = 거래액

요구되는 마중물의 적정 규모는 거시경제학의 화폐수량설로 산출할 수 있다. 통화방정식 통화량(M) × 화폐유통속도(V) = 물가(P) × 거래량(T) = 총거래액 에 따르면, 필요한 통화량 M은 총 거래액을 화폐 유통속도 V로 나눈 값이며, 이는 정산 시스템을 안정적으로 구동하기 위해 시장에 상시 공급돼야 하는 최소 유동성을 의미한다. 민팅과 소각이 자유로운 구조인 만큼, 이 최소 통화량은 곧 해당 정산망 유지를 위해 필요한 USDC의 필수 발행 규모와 직결된다.

V = V_결제 = 5.32

Solana 체인 내 USDC의 화폐유통속도를 통해 결제망에 필요한 유통속도를 추론 가능하다. Visa의 파일럿 이전에는 거래액이 제한이며 유통속도 역시 1.44 수준이었으나, 23년 9월 이후 유통속도는 5.32로 급격히 상승했다. 이는 동일한 USDC가 월평균 약 다섯 차례 회전하며 정산에 활용됨을 의미하고, 구조에 의해 결정되는 고유치로써 변하지 않는다. 25년 10월과 26년 1월의 20 이상의 스파이크는 특정 주체의 대규모 예치나 일시적 자금 이동에 따른 것으로, 거래 횟수 변화가 동반되지 않아 정상 결제 트래픽과 무관한 잡음이다.

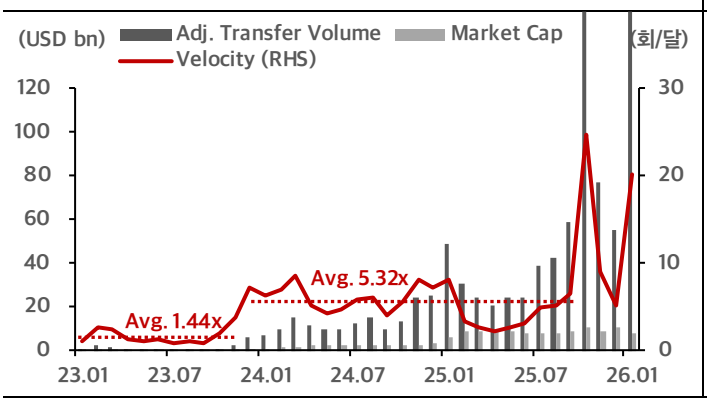
마중물이 현 시총 3배 규모!!!

비자가 26년부터 미국 내 정산을 블록체인으로 전환한다고 가정할 경우 잠재 TAM은 2000억 달러 규모이다. 비자의 미국 내 연간 정산 규모는 약 6.8조 달러로, 월 기준 약 5,600억 달러에 해당한다. 블록체인 정산에서는 매입사→비자, 비자→발급사로 두 번의 온체인 트랜잭션이 발생하므로 월 처리 대상 거래액은 약 1.12조 달러로 확대된다. 이를 앞서 도출한 화폐유통속도 5.32로 나누면, 정산 시스템 유지를 위해 상시 민팅돼야 할 USDC의 총량은 약 2,000억 달러 규모다.

결제 정산 확대와 함께

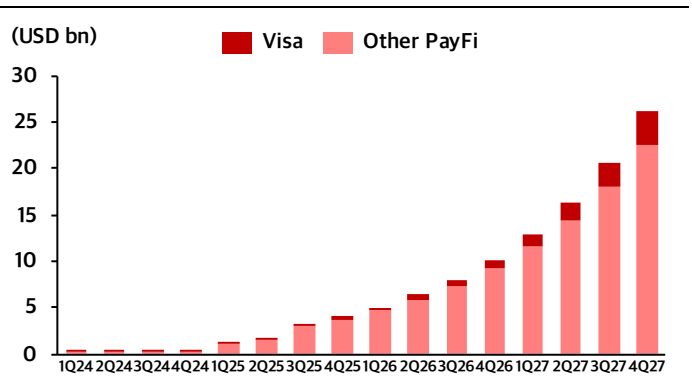
블록체인 정산 시스템으로의 전환에 아주 큰 문제가 발생하지 않는다면 동사는 해당 시장을 빠르게 선점 가능하다. 현재 Solana 내 USDC 시가총액은 약 70억 달러, 전체 발행량은 약 703억 달러 수준이다. 비자가 내년 미국 정산에서 200억 달러를 처리할 경우 약 80억 달러의 추가 발행이 필요하다. 장기적으로 기존 은행 정산을 대체하며 약 2,000억 달러 규모의 TAM을 흡수할 여지가 열려 있는 만큼, Visa와의 협업은 동사 매출의 폭발적 확대로 이어질 가능성이 높다.

도표 3-3. Solana 체인 내 USDC 거래액, 시총, 유통속도



출처: Visa, RWA.xyz, SMIC 52기 박승진

도표 3-4. 연간 결제 관련 신규 발행액 추이 예상



출처: SMIC 52기 박승진

3.2. 원 완성을 위한 마지막 조각, Arc

퍼블릭 체인에 문제가 많다

Visa와의 협업은 블록체인이 결제 정산 속도 측면에서 기존 금융 인프라를 대체할 수 있음을 입증했지만, 동시에 퍼블릭 체인이 금융 인프라로 사용되기에는 구조적 한계를 지니고 있음을 드러냈다. 결제 인프라의 핵심 요건은 속도가 아니라 규제 준수, 회계 처리 용이성, 법적 완결성인데, 범용 퍼블릭 체인은 이 지점에서 본질적인 불확실성을 내포한다. Arc는 이러한 한계를 전제로 설계된, 금융기관 전용 결제 및 정산 인프라다.

모든 검증인 노드를 동일하게 만들어야함

퍼블릭 체인의 문제를 이해하기 위해 블록체인은 본질적으로 희소한 공간을 두고 경쟁하는 경매 장 구조임을 이해해야 한다. 블록체인은 중앙 서버 없이 다수의 노드에 동일한 상태를 유지하는 분산 원장 구조이므로, 송금이나 스마트컨트랙트 실행 시 트랜잭션 정보가 네트워크 프로토콜을 통해 전파되고 모든 노드가 이를 동기화해야 한다. 그러나 각 노드가 기록할 수 있는 데이터 저장 공간(블록)은 물리적으로 제한되어 있어 트랜잭션은 희소한 블록 공간을 두고 경쟁하게 된다. 이 과정에서 사용자는 검증인에게 가스비를 지불하며, 검증인은 시스템적으로 이윤 극대화를 위해 더 높은 수수료를 제시한 트랜잭션을 우선적으로 블록에 포함시킨다.

Why Arc? ① 신뢰성

퍼블릭 체인의 문제는 첫째, 신뢰성과 규제 불확실성이다. 익명 노드가 참여하는 퍼블릭 체인에서는 제재 대상 국가나 신원 불명 검증인이 거래를 검증할 수 있어 KYC, AML 등 은행 컴플라이언스의 위반 소지가 크다. Arc는 Visa, BlackRock, Goldman Sachs 등 규제 당국의 감시를 받는 최상위 기관들만 노드로 참여하는만 검증인으로 참여하는 허가형 구조를 채택해, 검증인의 신뢰성을 확보하여 규제 위반 불확실성을 제거했다.

Why Arc? ② 회계 처리 간편성

둘째, 회계 처리 복잡성이다. 퍼블릭 체인에서는 결제용 달러 자산과 수수료 지불용 변동성 코인을 동시에 관리해야 하며, 수수료 지급 시마다 코인 평가손익이 발생한다. Arc는 가스비를 포함한 모든 비용을 USDC로 지불하도록 설계해, 단일 통화 기반의 단순한 회계 처리와 기존 금융 시스템과의 완전한 호환성을 확보했다.

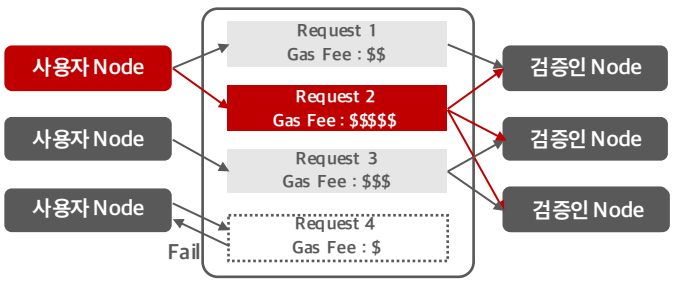
Why Arc? ③ 선택적 보안 기술

셋째, 기밀성 훼손이다. 모든 거래가 공개되는 퍼블릭 체인에서는 거래처, 금액, 빈도 등이 외부에 노출돼 기업의 공급망과 원가 구조가 분석될 수 있다. Arc는 규제 당국과 검증인에게는 투명하면서, 제3자에게는 민감 정보를 암호화하는 선택적 프라이버시를 기술적으로 구현해 내어 Arc 망을 이용하는 기업의 영업 기밀을 보호한다.

Why Arc? ④ 일정하게 낮은 가격

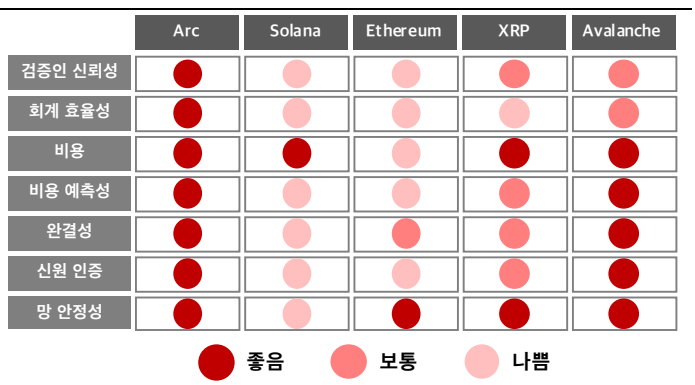
넷째, 비용 예측 불가능성이다. 퍼블릭 체인은 네트워크 혼잡 시 수수료가 급등하거나 트랜잭션에 할당해놓은 가스비 부족으로 인해 거래가 실패할 수 있어 기업의 예산 관리가 불가능하다. Arc는 스팸 트래픽이 없는 폐쇄적 환경에서 수수료를 낮은 고정 비용 수준으로 유지해, 안정적이고 예측 가능한 운영 환경을 제공한다.

도표 3-5. 블록체인 가스비 발생 구조



출처: SMIC 52기 박승진

도표 3-6. 결제망 장단점 비교



출처: SMIC 52기 박승진

Why Arc? ⑤ 확정적 거래

다섯째, 거래 확정성이다. 퍼블릭 블록체인에서는 글로벌 네트워크 지연으로 인해 일시적으로 서로 다른 장부가 동시에 생성되는 포크가 발생할 수 있고, 이후 합의 과정에서 일부 거래가 롤백되는 문제가 존재한다. 이는 송금이 완료된 것처럼 보인 이후에도 거래 기록 자체가 사라질 수 있음을 의미해, 법적 완결성이 필수적인 기업 금융에는 치명적인 한계로 작용한다. 반면 Arc는 신뢰된 검증자들이 블록 생성 이전에 합의를 완료하는 구조를 채택해, 거래가 기록되는 즉시 100퍼센트 확정되도록 설계됐다. 이는 거래가 한번 확정된 이후에는 비가역적이어야 한다는 금융 인프라의 핵심 요건을 충족하는 결정적 차별점이다.

마스터카드도 Arc에 참가했다

Arc의 구조적 이점은 은행을 넘어선 전통 금융기관의 참여를 빠르게 확대시키고 있다. 특히 여러 방면으로 동사와 관계를 맺었던 Visa외에도 Mastercard의 참여는 Arc가 기존 SWIFT를 대체할 차세대 결제·정산 인프라로서 실질적 잠재력을 보유했음을 방증한다. 이러한 기관 채택은 네트워크 효과를 통해 Arc 확산과 USDC 사용량 증가로 직결되며, 궁극적으로 동사의 구조적 성장과 수익 기반을 견고히 하는 선순환을 형성할 전망이다.

3.3. 완성된 원에서 꾸는 꿈의 크기

결제 프로세스는 송금 기준으로 ① 사용자에서 금융기관으로의 자금 수취, ② 금융기관 지갑에서 송금 네트워크로의 체인 전환, ③ 네트워크를 통한 전송의 세 단계로 구성되며, 수취는 이의 역순으로 진행된다. 이하에서는 각 구간에서 동사가 구축한 구조적 해자를 단계별로 정리한다.

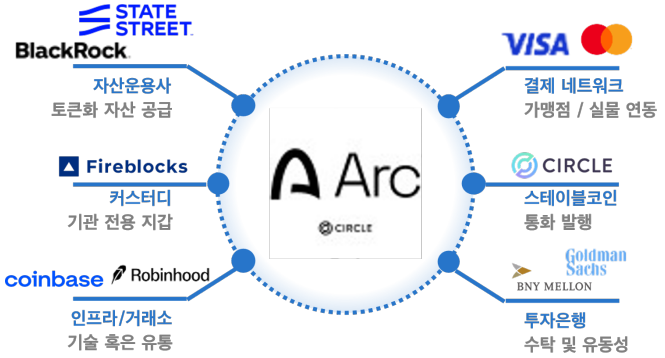
개인과 개발사 모두의 기술적 장벽 제거

①번 단계에서 동사의 핵심 해자는 Circle SDK를 통해 블록체인 도입의 기술적 난이도를 매우 낮게 떨어트렸다는 점이다. 프로그래머블 월렛 기반 SDK로 개인키 관리, 가스비 처리, 트랜잭션 서명 등 복잡한 로직을 전면 추상화해 백엔드에서 구현함으로써 금융기관과 개발사는 블록체인 전문 지식 없이도 UI/UX 구현만으로 즉시 서비스를 출시할 수 있다. 이는 사용자에게는 소셜 로그인이나 생체 인증만으로 가능한 간편한 송금 경험을 제공하고, 공급자와 수요자 모두의 기술적 장벽을 제거해 대규모 유동성이 동사 생태계로 자연스럽게 유입될 수 있는 기반을 마련한다.

발행사만이 가능한 체인간 안전한 돈 옮기기

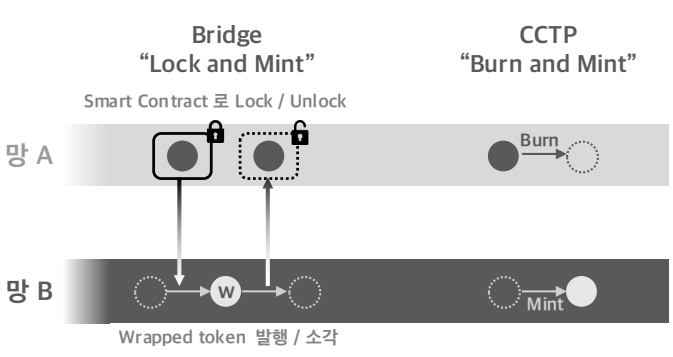
②번 단계에서 동사의 해자는 발행사만이 구현할 수 있는 CCTP 구조에 있다. 기존 체인 간 자산 이동은 제3자 브릿지가 자산을 묶어두고 래핑 토큰을 발행하는 Lock and Mint 방식에 의존해 왔으며, 이로 인해 브릿지 해킹 시 담보 탈취나 래핑 토큰 신뢰 붕괴라는 문제가 반복적으로 발생했다. 반면 동사는 발행사 권한을 활용해 출발 체인에서 USDC를 소각하고 도착 체인에서 동일한 네이티브 USDC를 재발행하는 Burn and Mint 방식을 채택한다. 이 구조는 제3자 중개와 파생 토큰을 제거해 보안 취약 지점을 근본적으로 차단하는 동시에, 체인별로 래핑된 토큰이 추가적으로 생기면서 원코인과 래핑된 코인으로 유동성이 나뉘는 비효율을 해소하며, 체인 간 전환 과정에서 동사를 사실상 대체하기 어려운 구조적 우위를 형성한다.

도표 3-7. Arc 개발 주요 참여사



출처: Circle, SMIC 52기 박승진

도표 3-8. CCTP와 Bridge 비교



출처: SMIC 52기 박승진

많은 기관이 도입한 Arc 체인

③번 단계에서 동사의 해자는 Arc 네트워크의 금융기관 적합성과 이를 기반으로 형성된 파트너 네트워크에 있다. 동사는 Visa와 협력해 Solana 상에서 ②~③단계를 검증하며 기술적 신뢰를 축적했으나, 범용 퍼블릭 체인이 가진 속도 한계와 거래 완결성 문제로 금융 인프라로의 확장에는 제약이 존재했다. 이에 동사는 금융 사용에 최적화된 자체 네트워크 Arc를 개발해 Solana를 대체하고, 전송 효율과 통제력, 확장성을 동시에 확보하는 전략으로 전환했다. Arc는 규제 대응, 거래 확정성, 운영 안정성 등 금융기관의 핵심 요구를 정확히 충족시키며 다수의 파트너를 빠르게 끌어들였고, 그 결과 결제 인프라 전반에서 쉽게 대체하기 어려운 네트워크 우위를 구축했다.

개인이 열어줄 아예 새로운 세상

각 단계별로 구조적 해자를 구축해 온 동사의 다음 핵심 관전 포인트는 TAM의 확장이다. 지금까지의 성과는 금융기관 간 자금 이동인 ②~③번 구간에 국한된 초기 시장에 불과하며, 진정한 성장 동력은 아직 열리지 않은 ①번 단계, 즉 개인 사용자가 직접 유입되는 B2C 구간에서 발생한다. 이 단계가 열리는 순간 동사는 단순한 인프라 개선을 넘어 수익 구조 자체가 바뀌는 변곡점을 맞게 된다.

수수료의 단위가 다르다

가장 즉각적인 효과는 거래 건수의 폭발적 증가다. B2B가 소수 거래에 대규모 금액이 오가는 구조라면, B2C는 극히 소액이지만 압도적으로 많은 빈도로 발생한다. 현재 CPN 수수료 수익이 제한적인 이유는 트래픽 자체가 작았기 때문이다. 그러나 글로벌 디지털 결제 시장의 월 거래 건수가 약 170억 건에 달한다는 점을 감안하면, 동사가 이 중 일부만 흡수해 건당 0.01달러 수준의 미미한 수수료를 부과하더라도 월 1.7억 달러, 연간 약 20억 달러의 추가 현금흐름이 발생한다. 이는 이자 수익 중심 구조에 의미 있는 비이자 수익원이 더해지는 것을 뜻한다.

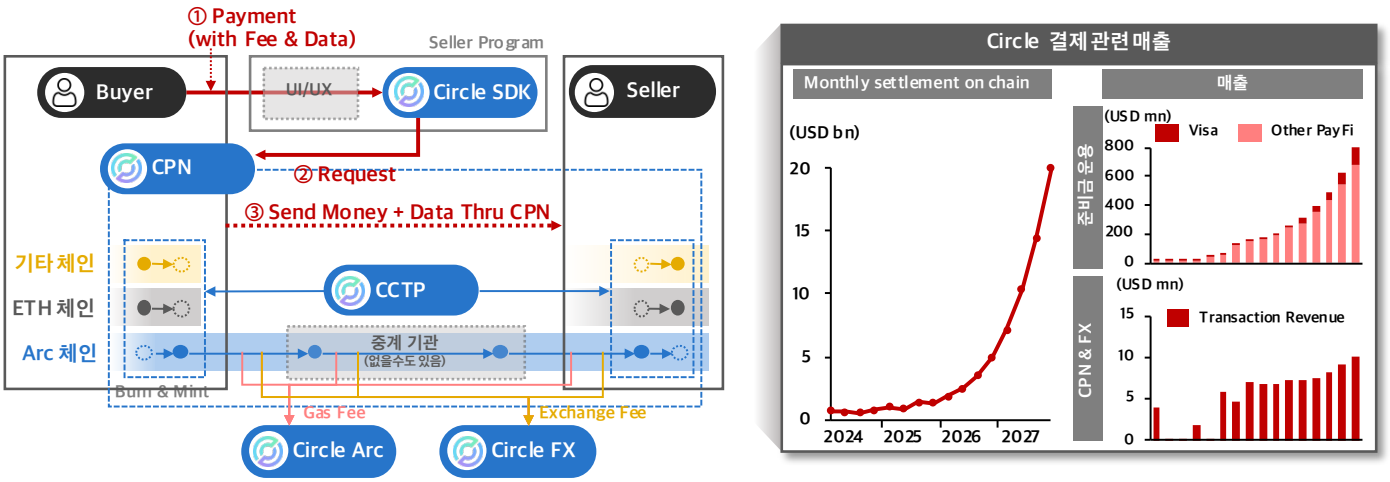
속도가 절반이 되면 수익은 두배가 된다

더 근본적인 가치는 화폐 유통 속도의 변화에서 나온다. 기관 간 결제는 자금이 빠르게 들어왔다가 바로 빠져나가는 고속 회전 구조인 반면, 개인 지갑으로 유입된 자금은 저장되며 체류 시간이 길어진다. 화폐수량설에 따르면 유통 속도가 낮아질수록 동일한 경제 규모를 유지하기 위해 통화량(M)은 증가한다. 즉, 개인 사용자의 지갑으로 스테이블코인이 스며들수록 발행 잔액은 구조적으로 확대되고, 이는 준비금 운용 수익의 급격한 증가로 직결된다.

그날이 점점 다가오고 있다

결국 동사는 기술적 장벽을 낮춘 SDK와 독점적 전송 구조를 통해 경쟁자가 접근하기 어려운 인프라를 완성했고, 이제 그 위로 대규모 유동성이 유입될 환경을 마련했다. 글로벌 결제 트래픽 유입에 따른 거래량 증가와 리테일 지갑 내 자산 체류 효과가 동시에 작동하는 순간, 동사는 단순한 인프라 제공자를 넘어 글로벌 통화 공급의 핵심 주체로서 전례 없는 밸류에이션 구간에 진입하게 될 것이다.

도표 3-9. 동사의 완성된 결제/송금 로드맵과 결제 관련 매출



출처: SMIC 52기 박승진

4. 절대로 실패하지 않는 트럼프 리딩방 - 투자포인트 ②

과거에 트럼프는 스테이블코인에 단기국채를 1:1 매칭시키면서 단기국채 수요 문제를 해결한 적 있다. 이번에도 국채 수요자로써 스테이블코인을 찾을 것이며, 더 나아가 트럼프가 그리고 있는 큰 꿈에서 스테이블코인과 RWA가 얼마나 중요한지 알아보자.

4.1. 트럼프의 원대한 꿈의 모순점

MAKE AMERICA GREAT AGAIN

트럼프의 통화 및 통상정책 인식의 출발점은 강달러가 미국 제조업의 경쟁력을 구조적으로 훼손해왔다는 문제의식에서 출발한다. 강달러 환경에서는 수출 가격 경쟁력이 약화되는 반면 수입품 가격이 하락하여, 국내 제조업의 생산과 고용 기반이 지속적으로 잠식되었다는 판단이다. 이에 트럼프는 수입품에 관세를 부과하고 약달러 환경을 조성해 미국 내 제조업을 보호하고, 신규 투자와 생산 기반을 재구축해 제조업 재건을 목표한다. 이에 통화, 환율, 통상정책을 개별 수단이 아닌 제조업 회복이라는 단일 목표 달성을 위해 결합적으로 운용하는 정책 체계로 인식한다.

트럼프가 꿈꾸는 슈퍼 골디락스

트럼프가 통화, 환율, 재정 정책 전반에서 지향하는 거시환경은 저금리, 약달러, 저물가, 고성장 조합으로 요약된다. 감세와 규제 완화로 기업의 투자와 성장을 제고하고, 완화적 금리환경을 유지함으로써 기업의 자금 조달 비용을 낮추는 동시에 달러 강세를 억제해 약달러를 정착시키는 구상이다. 이를 통해 수출 경쟁력 제고와 제조업 회복을 동시에 도모하며, 궁극적으로 고성장 국면을 유지하며 물가 안정을 달성하는 거시 조합을 목표한다.

붕괴 위험 ① 슈퍼 인플레 우려

저물가 유지를 지향하는 트럼프의 구상과 달리, 약달러 기조와 관세 정책, 이민 제한 정책은 구조적으로 인플레이션을 자극한다. 약달러와 관세는 수입품 가격을 상승시키고, 이민 제한은 노동 공급을 제약해 인건비 상승을 유발하는 전형적인 비용 압력으로 작용한다.

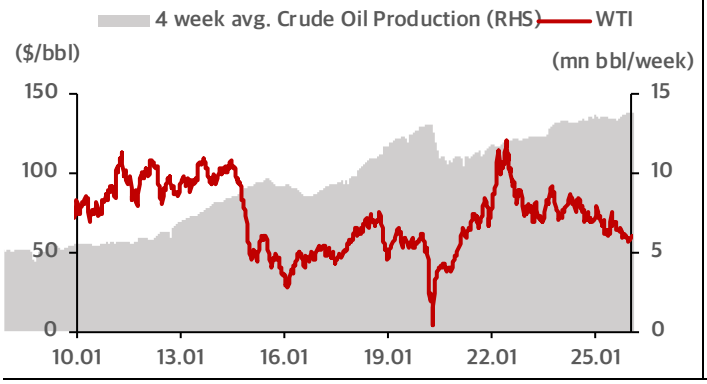
금리↑ 유동성↓ 대응 반대로 가자는 트럼프

기존 물가 대응은 기준금리 인상과 유동성 흡수를 통해 수요를 억제하는 방식이었으나, 트럼프는 오히려 금리를 인하를 주장하며 인플레이션을 자극 중이다. 국채 가격 하락과 시장금리 상승이 중첩되며 가계 소비와 기업 투자가 위축되고, 자산 가격 조정에 따른 부의 효과 약화가 더해져 수요를 압박함으로써 물가를 통제했다. 반면 트럼프는 금리 인하를 지향해 이러한 수요 억제 경로가 반대로 작용하면서 오히려 수요를 자극해 인플레이션 압력을 키울 소지를 내포한다.

공급 혁신으로 물가 누를 수 있다?

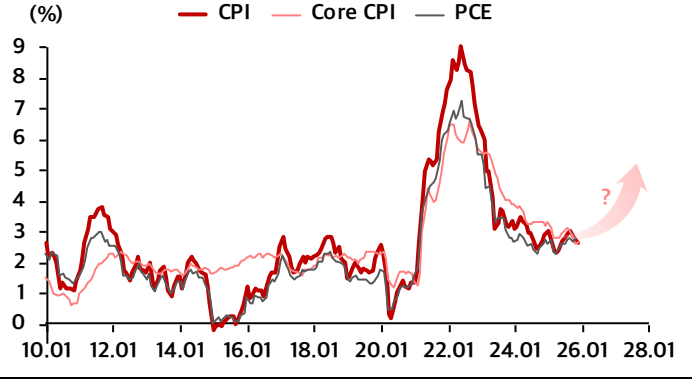
트럼프는 수요 억제가 아닌 공급 측 비용 인하를 통해 물가를 통제하려는 접근을 취한다. AI 산업 성장에 따른 생산성 개선과 원유 채굴 확대를 통해 원자재와 전력 비용을 낮추고, 에너지 가격 하락으로 비용 상승 압력을 상쇄하겠다는 구상이다. 이를 위해 연방 토지 시추 허가 확대와 승인 절차 완화, 기후 정책 폐기와 기후협약 탈퇴를 통해 전통 에너지로의 회귀를 추진하며, 공급 확대를 통해 친인플레이션적 정책 조합의 부작용을 흡수하려는 논리를 형성하고 있다.

도표 4-1. 미국 주간 유가 및 원유 채굴량



출처: EIA, FRED, SMIC 52기 박승진

도표 4-2. 미국 CPI 및 Core CPI, PCE YoY 추이



출처: U.S. Bureau, SMIC 52기 박승진

붕괴 위험 ②
채권 시장 폭발 우려

인플레이션의 공포가 퍼지는 가운데 국채 시장이 트럼프 경제 구상의 가장 큰 병목으로 부상하고 있다. 트럼프는 관세를 통한 세입 확충과 금리 인하를 통한 이자 부담 완화로 재정 적자를 관리하겠다는 구상을 제시하지만, 고금리 환경에서 감세가 선행되며 재정 적자는 오히려 빠르게 확대되고 있다. 이자 비용 축소를 위한 금리 인하 압박이 커지는 가운데 재무부 일반계정 잔고가 반복적으로 고갈 국면에 접근하면서, 국채 발행을 멈출 수 없는 구조가 고착화됐다.

장기채:
구조적 상승 압력을 받는 와중에

인플레이션 기대와 재정 적자 확대는 장기 국채 금리의 구조적 상승 압력으로 작용하고 있다. 장기 금리는 본질적으로 성장과 인플레이션 기대, 그리고 수급에 따른 기간 프리미엄의 함수인데, 현재 트럼프의 정책 기조는 기대 인플레이션을 자극하는 동시에 국채 공급 과잉을 통해 기간 프리미엄을 높이는 방향으로 작용하고 있다. 즉 펀더멘털과 수급 요인이 모두 비우호적인 상황에서, 정책적 의지만으로 장기 금리의 추세적 상승을 억제하기는 구조적으로 어렵다.

연준 통화 정책의 무력화

여기에 더해 연준의 기준금리 인하가 장기채 시장금리 하락으로 연결되지 않는 정책 불일치가 심화되고 있다. 연준은 실업률 지표 상승에 따라 기준금리를 낮추고 QT를 멈추었으나 시장은 연준의 완화적 시그널을 경기 부양이 아닌 인플레이션 용인 신호로 해석하며 기대 인플레이션을 상향 조정했고, 그 결과 단기 금리는 하락하는 반면 장기 금리는 상승하는 베어 스티프닝이 전개되고 있다. 재정 건전성에 대한 불신이 통화정책의 전달 효과를 압도하는 국면이다.

수급 기반의 붕괴와 매수주체의 이탈 가속

이에 트럼프는 시장 메커니즘이 아닌 행정적 개입으로 장기 금리의 안정화를 시도하였으나, 오히려 유럽 주요 연기금들의 이탈을 겪는 중이다. 트럼프 대통령은 최근 패니메이와 프레디맥이 보유한 약 2,000억 달러의 현금을 활용해 모기지 채권을 매입, 장기 금리와 주택 시장 부담을 완화 의지를 밝혔으나 AkademikerPension과 Alecta 등 유럽 주요 연기금은 정책 불확실성과 구조적 재정 적자를 이유로 미 국채 비중을 축소하고 있다.

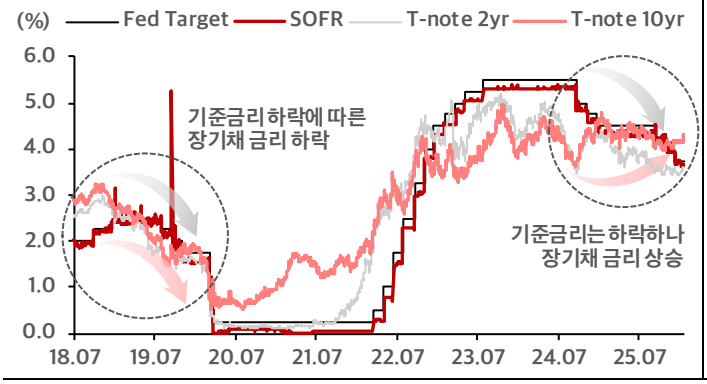
단기채:
유동성 위기관리가 필요

장기 금리 통제가 흔들리는 가운데, 단기 금리는 유동성 여건에 더욱 민감해지고 있다. 유동성이 과잉일 때 MMF 자금은 역레포 금리에 머물지만, 유동성이 축소되면 수익률이 더 높은 단기 국채로 이동하며 역레포 잔고가 감소한다. 이후 역레포 잔고가 소진되면 유동성 완충 장치가 사라지고, 금융기관은 부족한 지준을 보전하기 위해 단기채 매도나 고비용 차입에 나서게 된다. 이 과정에서 시장 차입금리가 IORB를 상회하는 국면은 은행 지준 부족이 가시화됐다는 신호이며, 기업의 단기 자금 조달 비용을 급격히 끌어올리는 실질적인 긴축 효과로 이어진다.

소결론:
숫자 놀음으로 금리 해결 불가능하다

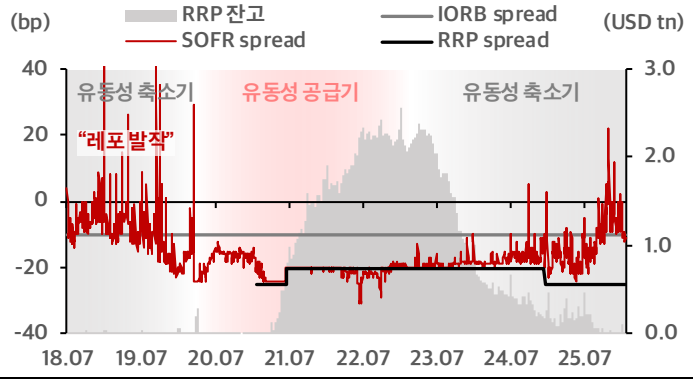
연준은 물가 안정과 금융 안정이라는 상충된 목표 사이에서 정책적 외통수에 놓여 있다. 인플레이션 억제를 위해서는 긴축 기조를 유지해야 하지만, 단기 유동성 경색을 완화하기 위해서는 단기채 매입이라는 스텔스 QE에 나설 수밖에 없는 모순적 상황이다. 이같은 미봉책이 전면적 QE로 인식될 경우 기대 인플레가 급등하며 장기 금리 통제력을 상실할 위험이 극대화되고 있다.

도표 4-3. 미국 장단기 국채 금리 추이



출처: FRED, SMIC 52기 박승진

도표 4-4. 미국 초단기국채 기준금리 spread



출처: FRED, SMIC 52기 박승진

4.2. 트럼프의 원형 매크로 마법 반지

누가 채권 좀 사줬으면 좋겠다

장단기채 금리를 안정시키는 유일한 해법은 수요 확대에 있다. 전술했듯 통화정책으로의 직접 통제가 어려운 상황에서 조정가능 변수는 수요와 공급이지만, 재정 여건상 공급 축소는 선택지가 아니다. 26년 감세가 본격화되면 관세 세입(약 $250bn)을 크게 상회하는 감세(약 $570bn)가 예정돼 있어 발행 확대는 불가피하며, 구조적 공급 압력을 흡수할 만큼의 수요 증대가 관건이다.

연준: (절레절레) 인플레 안심하면 사줌

연준은 국채 시장에서 장기간 매입을 지속하기 어렵다. 대규모 국채 매입은 유동성 확대를 통해 인플레 자극으로 이어지기 때문에, 물가 지표가 안정적일 때는 매입을 허용하되 지표가 재차 상승하는 순간 유동성 회수로 전환할 수밖에 없는 제약이 존재한다. 현재 연준은 스텔스QE로 개입하되 일시적이라는 스탠스를 유지중이며, 과거 작은 연준을 주장해온 차기 수장 워시의 정책 성향을 감안하면 인플레 안정 국면에서는 금리인하와 유동성공급을 병행하되, 지표 반등시 중단가능성이 높다.

기관: (외면) 해외: 안녕 잘있어

기존 국채 수요자들 역시 추가 매입 여력이 부족하거나 오히려 이탈하고 있다. MMF는 보유 유동성을 대부분 소진해 국채를 매입한 상태이며, 해외 정부, 중앙은행, 연기금은 환율 방어를 위해 미 국채를 매도하고 자국 통화를 매입하는 흐름이 강화되고 있다. 미국의 자국 이기주의 및 그린란드 침공이 심화되는 환경에서 해외 연기금의 이탈 압력은 앞으로도 커질 가능성이 높다.

은행: 내가 사줄게! 대신 오래는 못사줘...

은행의 SLR 규제 완화는 단기적으로는 대규모 자금을 동원할 수 있으나 구조적인 해법이 되기는 어렵다. 규제 완화로 약 2조달러(예상)의 추가 매입 여력이 생기더라도, 관세와 감세만 감안해도 약 3,200억 달러의 추가 국채 발행이 필요하며 이는 지속적으로 누적된다. 산술적으로는 6년가량 흡수 가능한 규모로 보이지만, 실제로는 전액이 국채에 투입되지 않는 데다 해외 수요 이탈로 공백이 확대되고 있어 체감 가능한 지속 기간은 크게 단축될 가능성이 높다.

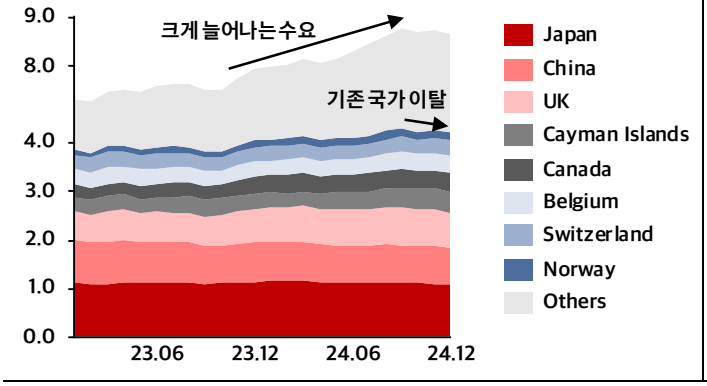
누 ← 동사

기관 자금이 고갈되는 국면에서 해법은 전 세계에 분산된 개인의 유휴자금을 흡수하는 것이며, 스테이블코인은 이미 그 역할을 수행한 전례가 있다. RRP잔고 소진으로 단기금리가 IORB를 상회하던 시점, 트럼프는 Genius Act를 통해 준비금을 단기 국채에 투자하도록 강제해 대규모 고정 수요처를 창출했고 단기 금리를 안정화했다. 그 결과 개인 자금이 국채로 흡수돼 시장금리는 IORB 아래로 복귀, 기업과 금융 시스템에 가해지던 실질적 긴축 압력을 완충하는 역할을 했다.

단기채 : 누어게인
장기채 : 채권 RWA

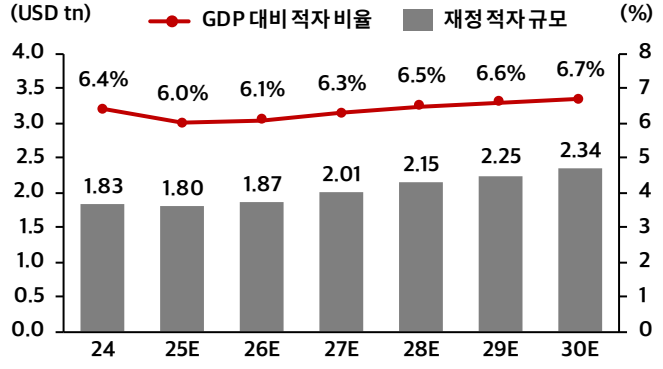
스테이블코인 확산과 함께 국채 토큰화 RWA는 국채 수요를 흡수하는 핵심 축으로 부상하고 있다. Clarity Act를 통해 국채를 제도권 RWA로 편입해, 개인과 기관 자금이 채권으로 유입되는 경로를 명확히 열었다. 스테이블코인 예치 자금이 수익을 창출하려면 필연적으로 채권 운용이 필요하고, 급성장 중인 사모대출 시장에서도 담보대출 구조상 국채 RWA가 표준 담보로 채택되고 있다. 과거 개인의 자금투자 수단이 주식에 편중됐다면, 이제는 채권 및 국채 RWA로의 경로도 DeFi를 통해 열리고 있어 개인의 투자로 국채 수요 기반은 구조적으로 확대될 가능성이 크다.

도표 4-5. 국가별 미 국채 보유량



출처: TIC, SMIC 52기 박승진

도표 4-6. 미국 재정 적자 규모 예상



출처: CBO, SMIC 52기 박승진

채권 RWA는 이미 USDC의 놀이터

국채 RWA가 대안적 수요처로 부상하는 가운데, USDC는 이미 국채 RWA 시장의 사실상 기축 통화로 고착화됐다. 시가총액 상위 국채 RWA 상품인 BUIDL, USYC, USDY가 모두 USDC를 결제 및 정산 단위로 사용하고 있다는 점은, 국채 토큰화 생태계의 통화 표준이 USDC로 수렴했음을 명확히 보여준다. 이러한 구조에서 트럼프가 국채 수요 확대를 위해 스테이블코인 생태계를 육성하는 정책은, 결과적으로 국채 매입의 최대 파이프라인이자 네트워크 효과를 선점한 USDC를 강화하는 선택으로 귀결된다.

돈도 찍고 채권 운용도 하고

동사는 시총 1, 2위를 다투는 USYC의 발행사 해시노트를 인수해 RWA 시장의 지배력을 수직 계열화했다. 테더의 USDT가 투명성 리스크를 안고 있는 반면, 동사는 USDC와 USYC 모두에 KYC 및 AML을 내재화해 규제 명확화 국면에서 기관 자금을 독점적으로 흡수할 준비를 마쳤다. 실제로 인수 이후 시너지가 본격화되면서, 동사는 강력한 영업력을 바탕으로 USYC의 점유율을 급격히 끌어올려 단숨에 업계 1위를 위협하는 위치를 탈환했다. 결론적으로 동사는 이번 인수를 통해 USDC 발행에 따른 준비금 이자 수익뿐만 아니라, 자회사 해시노트를 통한 펀드 운용 수수료까지 이중으로 수취하는 압도적인 수익 모델을 완성했다.

유동성 있는 국채 투자

토큰화된 국채 RWA는 유동성 축소 국면에서도 자금이 묶이는 락업 리스크를 제거할 수 있어 기관과 개인 모두에게 선호된다. 전통 채권이 만기 보유나 할인 매도를 통해서만 현금화되는 반면, 국채 RWA는 보유 자산을 매도하지 않고도 DeFi 담보 대출을 통해 이자를 수취하면서 즉시 USDC를 차입할 수 있어 현금 흐름을 유지할 수 있다. 이는 자산을 묶지 않은 채 반복적으로 활용 가능하게 만들어 자본 회전율을 높이며, 유동성이 희소해질수록 자본 효율성을 극대화하려는 스마트 머니 등이 RWA로 집중되는 구조적 유인을 형성한다.

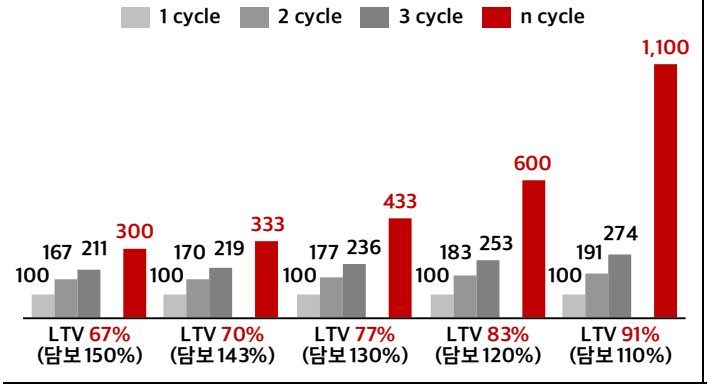
DeFi 대출로 수요 레버리지

DeFi 담보 대출은 국채 RWA와 결합되며 국채 수요에 강력한 승수 효과를 만든다. LTV 70%를 가정하면, 100 USDC로 국채 RWA를 매수한 뒤 이를 담보로 차입해 재매수를 반복함으로써 약 333 USDC 규모의 국채 익스포저가 형성된다. 여기에 추가로 발행된 USDC 준비금이 단기 국채로 운용되는 효과까지 감안하면, 실질적으로는 약 433달러 수준의 국채 수요가 창출된다. 즉 온체인 레버리지가 확대될수록 실제 통화 공급 대비 국채 흡수 능력은 더욱 커지며, 이는 트럼프 행정부 입장에서 국채 시장을 방어하는 가장 효율적인 수요 증폭 메커니즘이다.

트럼프, 매크로, 채권, DeFi 대출의 거대한 스노우볼

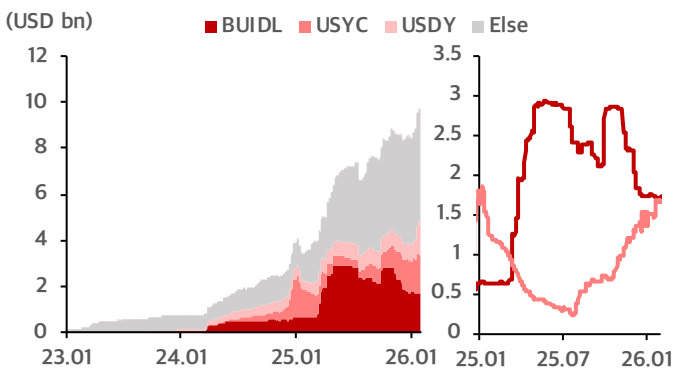
결국 USDC는 국채 RWA 시장의 필수재로 고착화되며 강력한 스노우볼 구조를 형성한다. 국채 RWA를 매수하려면 USDC가 필요하고, 유입된 USDC는 디파이와 결합해 생태계에 고착된다. 발행량 증가는 준비금 확대와 국채 매입으로 이어져 이자 수익을 키우고, 동시에 글로벌 자금을 미국 국채로 끌어들인다. 이 구조는 동사를 단순 핀테크를 넘어 미국 금융 패권의 핵심 인프라로 격상시키는 효과를 낸다.

도표 4-7. LTV 및 회전수에 따른 국채 구입량



출처: SMIC 52기 박승진

도표 4-8. 미 국채 주요 채권 RWA 규모 추이



출처: RWA.xyz, SMIC 52기 박승진

4.3. 트럼프의 은밀한 검은 속내

미국트럼프 를 암호화폐 수도로

트럼프의 "미국을 지구상의 암호화폐 수도로 만들겠다"는 캐치프레이즈 이면에는 가족 사업인 World Liberty Financial(WLFI)의 수익 모델을 완성하려는 전략적 의도가 깔려 있다. 2024년 9월 대선 직전 출범한 WLFI는 자체 스테이블코인 USD1과 대출 플랫폼 World Liberty Markets를 잇달아 출시하며 단순 DeFi를 넘어선 수직 계열화를 구축했다. 온체인상에서 사모 대출을 구현하고 싶어하는 트럼프가 사모 대출 플랫폼과 그 화폐를 손에 쥐게 된 것이다.

은행은 비효율적이고 돈 잘 안빌려주니

WLFI의 설계에는 트럼프의 은행 혐오와 사모 대출에 대한 선호가 짙게 깔려 있다. 트럼프는 은행의 까다로운 심사와 바젤 III와 같은 과도한 자본 규제를 비즈니스의 비효율로 인식해 왔다. 금융위기 이후 은행의 리스크 관리가 강화되며 기업의 은행대출 접근성이 낮아진 상황을 기회로 보며, 이는 최근 월가 자금수요가 은행대출에서 사모대출으로 이동한 거대한 흐름과도 일치한다.

사모대출로 싸고 빠르게 돈빌리자

WLFI는 오프라인 사모 대출을 온체인으로 흡수해 금융의 구조적 비효율을 제거하려 한다. 기존 사모펀드는 은행 규제는 피했지만, 대출 이후 담보 가치 평가, 이자 정산, 계약 이행 관리 등을 위해 대규모 미들·백오피스를 유지해야 하는 고비용 구조에 묶여 있다. 수백 페이지의 계약서와 수작업 중심 관리 방식은 필연적으로 높은 운용 수수료로 이어진다.

우리가 제일 싸고 빨라

WLFI는 이 인간 중심 프로세스를 스마트 컨트랙트로 대체해 비용 구조를 근본적으로 낮춘다. 코드가 담보 가치를 실시간으로 모니터링하고 상환을 자동 집행함으로써, 매출채권 팩토링이나 부동산 브릿지론 등 표준화된 중소형 대출에서 압도적인 원가 경쟁력을 확보한다. 결과적으로 WLFI는 은행의 자본 규제와 사모펀드의 고정비라는 두 족쇄를 동시에 제거해, 기존 금융권이 따라오기 어려운 가장 빠르고 저렴한 자금 조달 시장을 구축하려는 전략이다.

구현에 코인 필요

WLFI의 사모 대출 시스템 구현에는 스테이블코인이 필수적이다. 인력 개입 없이 코드가 대출 실행과 담보 청산을 처리하려면 자금 자체가 프로그래밍 가능해야 해 프로그래밍 불가능한 법정화폐는 사용 불가능하며, 이에 따라 가치 변동이 없는 스테이블코인이 유일한 해법이 된다.

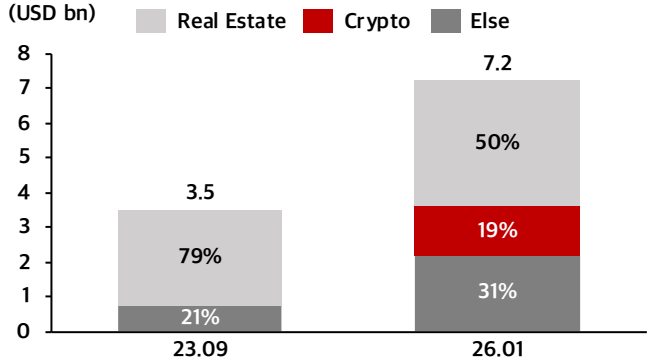
이거 크면 달러 패권이다

스테이블코인 채택은 국경과 은행 영업시간의 제약을 제거해 전 세계에서 24시간 유동성을 흡수하는 자금 조달 파이프라인을 구축했다. 해외의 유휴 자금이 달러 기반 스테이블코인으로 유입되며 거래, 저장, 정산 전반에서 달러 사용이 온체인 표준으로 확산되고, 이는 달러의 결제 지배력과 가치 저장 기능을 디지털 영역까지 확장하는 달러 패권의 실질적 강화로 이어진다.

마당 쓸고 동전 줍고

WLFI는 USD1 스테이블코인을 직접 발행해 스테이블코인 발행 차익을 내부화하고, 여기에 기업 사모 대출에서 발생하는 예대마진을 결합한 이중 수익 구조를 구축하고자 한다. 이는 외부 발행사나 금융기관에 대한 의존을 제거하고, 발행부터 운용까지 전 과정을 수직계열화해 금융 이익을 독점하려는 트럼프의 의도가 반영된 설계다.

도표 4-9. 트럼프 일가 재산 추정



출처: Bloomberg, SMIC 52기 박승진

도표 4-10. 온라인 사모 대출의 장점

	대출 심사	후속 모니터링	자금 조달
은행 대출	심사역 심사, 매우 느림	백오피스 고급 인력 다수 투입	은행 사용자 예금
사모 대출	심사역 심사, 빠름	백오피스 고급 인력 다수 투입	직접 펀드 구성
World Liberty Financial 온체인 사모 대출	심사역 심사, 빠름	Smart Contract	전세계 코인 지갑 이용자의 유휴자금

출처: SMIC 52기 박승진

트럼프의 애정 담긴 원형 방패

트럼프는 정치, 규제 권력을 활용해 WLFI 시스템 확장의 장애물들을 제거중이며, 동사는 행정적 지원의 직접적인 수혜를 입는다. 트럼프는 동사를 규제의 선례로 삼아 법적 불확실성을 먼저 해소시킨 뒤 검증된 경로로 WLFI가 진입하고자 하며, 먼저 Clarity와 GENIUS Act로 스테이블 코인을 법제화해 기관 자금 유입을 열었다. 동시에 CBDC를 배제해 경쟁을 제거하고, 규제 당국에 친크립토 인사를 배치에 스테이블코인사의 원활한 은행 인가를 돕고 있다.

사례 ①
규제 권력으로
맞춤 법안 발의

트럼프 행정부가 추진한 법안들은 WLFI에 필수적인 민간 스테이블코인을 제도권에 편입시키기 위한 맞춤형 입법에 가깝다. 그간 스테이블코인은 증권성 논란 속에서 SEC의 규제 대상이었으나, 트럼프는 Genius Act와 Clarity Act를 통해 스테이블코인을 증권이 아닌 지불수단으로 명확히 규정했다. 동시에 감독 권한을 OCC와 연방 정부로 이관해 규제 주체를 강제로 변경함으로써, SEC 리스크를 제거하고 WLFI의 사업 전개에 필요한 법적 불확실성을 해소했다. 나아가

사례 ②
행정력으로 맞춤인사
→ 동사 은행 인가
→ WLFI 인가 신청

동시에 주요 보직에 친크립토 인사를 배치해 크립토의 제도권 금융으로 편입을 돕는다. 재무장관, 통화감독청(OCC) 청장 등 핵심 보직이 친크립토 인사로 채워졌고, 이들은 FSOC 위원으로 참여해 크립토 기업의 은행 인가를 돕는다. 동사는 2025년 중순 주정부 신탁은행 인가를 획득해 선례가 되었고, WLFI는 동사 인가 이후 은행 인가를 신청해 동일한 제도적 수혜를 기대한다.

트럼프 토큰제국의 치밀한 설계

WLFI의 거버넌스는 증권성 리스크를 최소화하면서 경제적 실익을 극대화하도록 정교하게 설계됐다. 거버넌스 토큰에는 수익 배분권을 부여하지 않고 무기한 락업을 적용해 양도, 거래를 차단함으로써 증권성을 희석했고, 미국 내 적격투자자 한정 판매로 규제 논쟁을 회피했다. 동시에 토큰 판매 수익의 75%와 플랫폼 수익의 60%를 트럼프 가문과 내부자에게 귀속시키고, 의결권 25%를 확보해 경영권 방어까지 구축했다. 그 결과 화폐 주조 차익과 플랫폼 수수료가 외부 투자자 아닌 트럼프 가문 법인으로 집중되는 구조가 완성됐다.

익숙한 맛...?

트럼프는 과거에도 공직을 비즈니스의 촉매로 활용해 왔으며, 그 무대만 블록체인으로 진화했다. 1기 행정부 당시 중동 정책을 담당했던 사위 쿠슈너가 설립한 사모펀드에 사우디 국부펀드가 투자한 사례나, 재임 중 마라라고 회원권 판매는 그에게 공직이 곧 비즈니스 기회였음을 보여준다. WLFI는 이 패턴이 블록체인으로 확장된 사례로, 트럼프는 백악관이라는 최고의 정치, 마케팅 플랫폼으로 가문의 사업을 전세계 투자자가 참여하는 글로벌 금융 플랫폼으로 격상중이다.

동사로 채권도 잡고
자기 사업도 챙기고

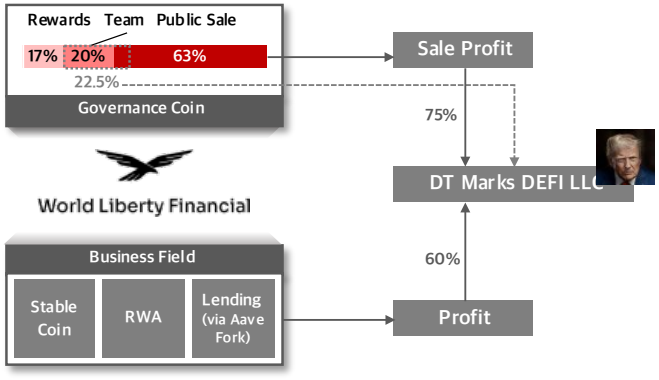
결국 트럼프가 그리는 암호화폐의 미래는 달러 패권 유지라는 거창한 명분을 앞세우지만, 실상은 트럼프 가문의 금융제국 건설로 귀결된다. 스테이블코인으로 발행 차익을 챙기고, 대출 플랫폼으로 은행 기능을 대체하는 WLFI의 쌍두마차는 대통령의 강력한 정책적 지원 없이는 불가능하다. 어쩌면 우리는 지금 국가의 입법권과 행정력을 총동원해 자신의 가족 기업을 차세대 글로벌 금융기관으로 키워내는, 역사상 가장 대담하고 거대한 이해 상충의 현장을 목격하고 있다.

도표 4-11. 연방 인가 크립토 은행 및 인가일

기업	사업 분야	인가 분기
Anchorage	기관 전용 가상자산 플랫폼 및 은행 가상자산 수탁, 매매, 스테이킹, 거버넌스 투표	1Q21
Paxos	블록체인 인프라 및 스테이블코인 발행사 PYUSD(페이팔), USDP, PAXG 운영	4Q25
BitGo	가상자산 수탁 및 인프라 전문 기업 대형 거래소와 기관에 멀티시그 지갑	
CRCL	스테이블코인 발행사 및 금융 플랫폼 USDC 발행사, CPN 등	
Ripple	블록체인 기반 글로벌 송금 및 결제 네트워크 XRP를 활용, 국가 간 송금을 빠르게 처리	
Fidelity	글로벌 자산운용사 피델리티의 가상자산 전문 자회사 비트코인 및 이더리움의 수탁과 매매	

출처: OCC, SMIC 52기 박승진

도표 4-12. WLFI의 트럼프 일가 수혜 구조



출처: SMIC 52기 박승진

5. 코인판에 AI의 등장이라 - Plus α

봇이 넘쳐나는 코인판

코인 시장 트랜잭션의 상당 부분은 인간이 아니라 봇이 만들어내는 M2M 경제에서 발생한다. 현재 전체 거래의 90% 이상이 0.001초 단위로 움직이는 MEV 봇과 차익거래 봇 등 규칙 기반 알고리즘에 의해 실행되며, 이들은 사람의 개입 없이 If-Then 로직에 따라 가격 왜곡을 즉시 포착하고 유동성을 공급한다. 그 결과 온체인 시장은 인간 투자자가 아닌 코드 간 경쟁이 지배하는 구조로 재편되었고, 봇은 코인 시장에서 단순한 보조 수단을 넘어 자원을 최적화하고 수익을 극대화하는 독립적 경제 주체이자 실질적 유동성 공급자로 기능중이다.

봇의 가장 편한 무대

M2M 경제에서 블록체인과 암호화폐는 선택이 아니라 필수적인 금융 인프라로 기능한다. AI 에이전트는 법적 인격이나 계좌 개설 권한이 없지만, 암호화폐 지갑은 허가 없이 생성 가능하며 코드로 통제할 수 있어 기계가 직접 자산을 보유하고 이전할 수 있다. 스마트 컨트랙트는 신뢰 기관 없이 계약을 자동 집행함으로써 국경, 시간 제약 없는 가치 교환을 가능하게 한다. 블록체인은 코드가 경제 주체가 되는 환경에서 유일하게 작동 가능한 결제, 정산 인프라로 자리했다.

생각하는 봇이 나왔다

봇에 LLM이 결합되면서 M2M 경제는 단순한 조건문 기반 거래를 넘어, 비정형 정보를 해석하고 추론해 포지션을 설계하는 인지형 AI Agent 단계로 진입했다. 과거 MEV, 차익거래 봇이 가격과 유동성 같은 구조화된 신호에 반응하는 규칙 기반 실행기였다면, LLM 기반 에이전트는 X 등 SNS에서의 뉘앙스, 프로젝트 로드맵, 거시 뉴스 등 텍스트 데이터를 읽고 맥락을 종합해 매수, 매도와 보유 기간, 리스크 배분을 결정한다. 즉 "단기 가격 왜곡을 쫓는 실행"에서 "서사와 펀더멘털을 평가하는 판단"으로 역할이 확장되며, 온체인 시장은 반복 거래를 넘어 실질적 가치 판단과 포트폴리오 운용이 자동화되는 방향으로 재편되고 있다.

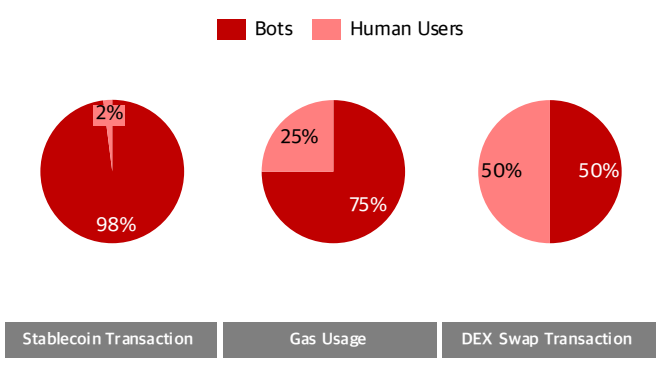
인간 생각 속도라는 병목 제거

LLM의 지능형 판단과 고속 실행 봇의 결합은 인간이라는 마지막 병목을 제거하며 온체인 트랜잭션을 기하급수적으로 확장시킨다. 과거에는 사람이 전략을 설계하고 수정해야 했지만, 이제는 LLM이 실시간으로 시장을 해석해 규칙을 생성하면 실행 봇이 이를 즉각 수행하는 완전 자동화 체계가 구축된다. 그 결과 단순 매매를 넘어 데이터와 연산 자원을 초미세 단위로 교환하는 Bot-to-Bot 마이크로 결제 시장이 열려 트랜잭션 수가 기하급수적으로 증가한다.

트랜잭션의 폭발적 증가와 스테이블코인

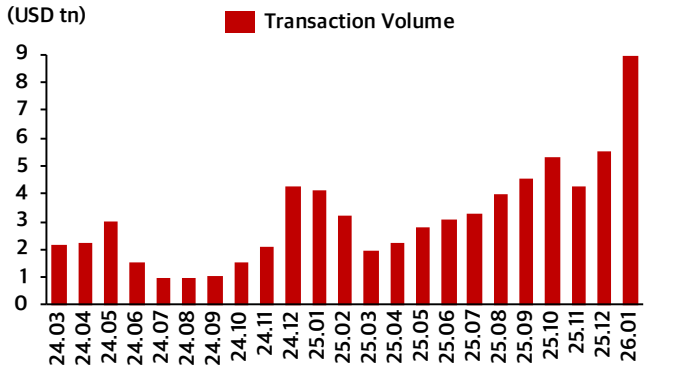
온체인 트랜잭션의 구조적 증가는 스테이블코인 수요 확대로 직결된다. AI 에이전트와 실행 봇이 밀리초 단위로 데이터와 자산을 교환하고 차익거래를 수행하는 환경에서는 가격 변동 리스크가 없는 결제 수단이 필수적이며, 이에 따라 스테이블코인이 사실상 기본 정산 통화로 채택된다. 경제 규모 확대가 통화 유통량 증가로 이어지듯, 자동화된 거래 빈도와 유동성의 증가는 모든 거래의 최종 정산 수단인 스테이블코인의 유통량, 시가총액, 활용도를 구조적으로 끌어올린다.

도표 5-1. 거래 중 Bot 비중



출처: Visa, Allium Labs, a16z, Helius, SMIC 52기 박승진

도표 5-2. USDC 전체 거래액 추이



출처: Visa, SMIC 52기 박승진

6. 매출 추정

동사의 매출은 USDC 발행에 준비금의 운용이 90% 이상이며, 그 준비금은 [준비금 규모]와 [준비금 운용 수익률]의 곱으로 계산된다. 여기서 준비금은 대부분이 초단기국채 및 단기국채로 운영되기에 기준금리의 영향을 많이 받게 된다.

4.1에서 설명한 바와 같이 유동성 부족 속에서 금리가 높은 수준을 유지하는 상황에서, 과도한 금리 인하와 유동성 확대는 장기채 금리를 통제하지 못한 채 인플레이션 압력을 키울 위험이 크다. 이에 따라 시장의 주된 시나리오는 제한적 금리 인하와 조건부 유동성 공급의 병행이지만, 트럼프는 AI 기반 생산성 혁신이 이를 상쇄할 수 있다며 보다 강한 저금리 기조를 주장중이다.

따라서 [27년 금리 3.25까지 인하] 및 [전체 결제정산시장 50% 대체]을 가정한 Bull Case와 [27년 금리 3.25까지 인하] 및 [Visa 결제정산 주말 대체]를 가정한 Base case, [27년 금리 2.5까지 인하] 및 [Base case대비 결제 시장성장 50%]를 가정한 Bear case를 별도로 추정하였다.

도표 6-1. Major Assumptions

	27년 기준금리	27년 온체인 정산액	CEX 및 기타시장 QoQ 성장률
Bull Case	3.25%	60B	5.5~6.0%
Base Case	3.25%	20B	4.0~4.5%
Bear Case	2.50%	10B	4.0~4.5%

출처: SMIC 52기 박승진

Base case 최종 매출 Table은 다음과 같다. [Bull & Bear case Appx 4 참고]

Estimated Revenue

(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**724**	**2,700**	**2,833**	**3,454**
YoY (%)	*77.3%*	*87.9%*	*15.6%*	*159.3%*	*166.2%*	*61.1%*	*4.9%*	*21.9%*
Reserve Income	736	1,431	1,661	1,903	691	2,595	2,695	3,211
% of Rev. & Reserve Income	*95.3%*	*98.6%*	*99.1%*	*96.3%*	*95.5%*	*96.1%*	*95.1%*	*92.9%*
Coinbase income			309	426	151	576	564	610
% of Rev. & Reserve Income			*18.4%*	*21.5%*	*20.8%*	*21.3%*	*19.9%*	*17.7%*
Circle mint income			36	174	99	273	462	759
% of Rev. & Reserve Income			*2.2%*	*8.8%*	*13.7%*	*10.1%*	*16.3%*	*22.0%*
Other wallets income			1,316	1,304	441	1,745	1,669	1,842
% of Rev. & Reserve Income			*78.5%*	*66.0%*	*61.0%*	*64.6%*	*58.9%*	*53.3%*
Other Revenue	36	20	15	73	33	106	138	244
% of Rev. & Reserve Income	*4.7%*	*1.4%*	*0.9%*	*3.7%*	*4.5%*	*3.9%*	*4.9%*	*7.1%*
Subsrciption & Services	1	5	0	34	25	26	27	28
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.3%*	*0.0%*	*1.7%*	*3.4%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.8%*
Transaction Revenue	4	0	0	8	7	7	7	7
% of Rev. & Reserve Income	*0.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*1.0%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
Others	1	2	0	5	1	6	4	4
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*

(1) Reserve 수익률 추정

Estimated Reserve Return Rate

(Unit: %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve Retrurn Rate	**5.13%**	**5.17%**	**5.11%**	**4.49%**	**4.16%**	**4.14%**	**4.15%**	**3.84%**	**3.55%**	**3.28%**	**3.28%**	**3.03%**	**3.03%**	**3.03%**	**3.03%**	**3.03%**
QoQ Difference (bp)	*(6)*	*4*	*(6)*	*(62)*	*(33)*	*(2)*	*1*	*(32)*	*(36)*	*(25)*	*(25)*	-	-	-	-	-
Fed Target Rate	5.50%	5.50%	5.43%	4.82%	4.50%	4.50%	4.46%	4.02%	3.75%	3.50%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%	3.25%
SOFR	5.31%	5.32%	5.28%	4.68%	4.33%	4.32%	4.33%	4.01%	3.72%	3.45%	3.45%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%
SOFR-Fed Spread (bp)	(19)	(18)	(15)	(14)	(17)	(18)	(13)	(1)	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
RRR-SOFR Spread (bp)	(18)	(15)	(17)	(19)	(17)	(18)	(18)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)

Reserve Return Rate(RRR)는 SOFR 대비 일관되게 17~19bp 낮은 수준을 유지해 왔으며, 이에 따라 본 분석에서는 RRR-SOFR 스프레드를 17bp로 가정했다. SOFR 금리는 기준금리(Fed

Target)와의 스프레드를 통해 추정했는데, 4Q25 기준으로는 유동성 회수로 스프레드가 1bp 수준까지 축소됐으나, 향후 레포 시장 경색을 방지하기 위해 중기적으로는 mid-single digit 수준의 스프레드가 유지될 가능성이 높다고 판단해 5bp를 적용했다. 기준금리는 12월 및 1월 FOMC 발언과 점도표를 반영해 Bull 및 Base case에서는 연내 2회 인하를, Bear case에서는 3개월마다 25bp씩 단계적 인하를 가정했다. [Bear case Appx 3 참고]

(2) Reserve 액수 추정

Estimated Reserve																
(Unit: USD in Billions)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve	**28.2**	**32.8**	**34.5**	**37.9**	**54.1**	**61.0**	**67.8**	**71.5**	**75.5**	**79.8**	**84.6**	**89.8**	**95.6**	**102.0**	**109.2**	**117.4**
YoY(%)	*(32%)*	*10%*	*32%*	*53%*	*92%*	*86%*	*97%*	*89%*	*39%*	*31%*	*25%*	*26%*	*27%*	*28%*	*29%*	*31%*
USDC in Coinbase	4.0	6.2	6.7	8.2	12.3	13.8	15.0	15.6	16.2	16.9	17.5	18.2	19.0	19.7	20.5	21.3
% of total reserve	*14%*	*19%*	*19%*	*22%*	*23%*	*23%*	*22%*	*22%*	*21%*	*21%*	*21%*	*20%*	*20%*	*19%*	*19%*	*18%*
USDC in Circle mint	0.7	0.7	0.6	1.0	3.1	4.5	9.2	10.2	11.6	13.1	14.9	17.1	19.7	22.8	26.6	31.1
% of total reserve	*2%*	*2%*	*2%*	*3%*	*6%*	*7%*	*14%*	*14%*	*15%*	*16%*	*18%*	*19%*	*21%*	*22%*	*24%*	*27%*
Visa mint	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9	1.3	1.9	2.7	3.8
Visa transaction on chain	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0	0.9	1.4	1.4	1.9	2.5	3.5	5.0	7.2	10.3	14.4	20.0
Velocity	7.3x	4.8x	5.2x	6.9x	4.7x	2.7x	5.6x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x
Other Payfi mint	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	1.5	3.0	3.6	4.4	5.2	6.3	7.5	9.0	10.8	13.0	15.6
Multiple of Visa	1.5x	2.0x	2.0x	2.1x	5.3x	9.1x	11.7x	14.3x	12.3x	11.1x	9.5x	8.0x	6.7x	5.6x	4.8x	4.1x
Others	0.3	0.3	0.3	0.5	1.9	2.9	5.9	6.3	6.9	7.4	8.0	8.6	9.3	10.1	10.9	11.8
USDC in Other wallets	23.5	25.9	27.2	28.7	38.8	42.7	43.7	45.6	47.7	49.8	52.1	54.4	56.9	59.4	62.1	64.9
% of total reserve	*83%*	*79%*	*79%*	*76%*	*72%*	*70%*	*64%*	*64%*	*63%*	*62%*	*62%*	*61%*	*60%*	*58%*	*57%*	*55%*

동사의 Circle Mint에 대해 엄밀히 추정하였다. 먼저 Visa의 on-chain거래량을 월 단위로 모두 환산하고, 이를 화폐유통속도로 나누어 연간 mint량을 계산하였다. 4Q25의 온체인 거래량이 연환산시 4~5B 스케일인 가운데 Visa측에서 올해 10B를 넘어 미국 내 주말 결제에 대해 블록체인을 활용한 정산 등으로 대체한다 발표했다. Visa의 연 6T 규모 중 VisaNet의 덕택으로 실제로 은행간 정산에 활용되는 금액은 전체 정산금액의 5% 스케일로 300B의 연간 스케일이 나오고, 매입사와 발급사 두번의 거래 과정이 있음을 고려하면 600B, 이중 주말에만 적용 발표했고 50%의 침투율을 가정하여 27년말 연간 80B 스케일의 정산이 진행될 것으로 가정하였다.

기타 지갑들과 코인베이스 지갑의 성장률은 전망치를 활용하여 분기별 성장률을 표 6-1에 기재된 값을 적용하였다. [Bull & Bear case Appx 5 참고]

(3) Reserve Income 추정

Estimated Reserve Income																
(Unit: USD in Millions)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve Income	**360**	**423**	**445**	**433**	**558**	**634**	**711**	**691**	**660**	**652**	**698**	**685**	**713**	**770**	**833**	**895**
Coinbase income	51	79	86	93	126	142	157	151	142	138	145	139	142	149	157	163
Circle mint income	8	9	8	11	31	47	96	99	101	107	123	130	147	172	203	237
Other wallets income	300	335	351	329	400	445	459	441	417	407	430	415	424	448	474	495
Reserve (USD bn)	28.2	32.8	34.5	37.9	54.1	61.0	67.8	71.5	75.5	79.8	84.6	89.8	95.6	102.0	109.2	117.4
Reserve Retrurn Rate	5.13%	5.17%	5.11%	4.49%	4.16%	4.14%	4.15%	3.84%	3.55%	3.28%	3.28%	3.03%	3.03%	3.03%	3.03%	3.03%
Annalization Factor	4.02	4.02	3.98	3.98	4.06	4.01	3.97	3.97	4.06	4.01	3.97	3.97	4.06	4.01	3.97	3.97

(2)에서 추정한 계좌종류별 준비금에 대해 준비금 수익률을 곱해 계좌종류별 매출을 계산했다.

(4) Other Revenue 추정

Subscription & Services는 주로 USYC의 운용보수에서 기인하는 것으로, USYC의 펀드 성장률을 QoQ 4.5%를 가정하였다. 이외의 Transaction Revenue와 Others는 Reserve Income과 선형적 관계에 있을 것으로 추정되므로 % of Sales를 flat처리하여 계산하였다. [Appx 6 참고]

7. Valuation

7.1. Total distribution, transaction, and other costs 추정

동사는 Coinbase와 함께 Centre Consortium이라는 조인트 벤처를 설립하여 서클이 기술과 발행을 주도하고 코인베이스가 유통과 생태계 확장을 돕는 구조로 협업해오다, 23년 8월 이 조인트 벤처를 해체하면서 각 플랫폼 내 USDC 보유량 및 유통 기여도에 따른 이자 수익 배분 방식으로 변경되었다. 즉 Coinbase 내 지갑의 USDC에 대해서는 Coinbase가 운용이자를 100% 인식하고, Circle mint 지갑의 USDC 운용이자는 동사가 100%를 인식하며, 이외의 금액에 대해서는 50:50으로 나누어 갖는 구조이다.

Estimated Total distribution, transaction, and other costs										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total distribution, transaction, and other costs	**309**	**728**	**1,017**	**348**	**407**	**448**	**432**	**1,634**	**1,629**	**1,864**
% of Rev. & Reserve Income	*40.1%*	*50.2%*	*60.7%*	*60.1%*	*61.8%*	*60.5%*	*59.2%*	*60.4%*	*55.6%*	*49.7%*
Coinbase Distribution	248	691	908	299	332	355	340	1,326	1,296	1,436
Coinbase income			309	126	142	157	152	578	583	656
50% of other income			658	200	223	229	222	874	849	955
Deduction			(59)	(28)	(33)	(32)	(34)	(126)	(136)	(174)
% of Rev. & Reserve Income			*(3.5%)*	*(4.8%)*	*(4.9%)*	*(4.3%)*	*(4.7%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*
Other Costs	61	36	109	49	74	93	92	308	334	427
% of Rev. & Reserve Income	*7.9%*	*2.5%*	*6.5%*	*8.4%*	*11.3%*	*12.6%*	*12.6%*	*11.4%*	*11.4%*	*11.4%*

해당 구조를 반영하여 각 계좌별로 추정한 매출액을 바탕으로 코인베이스가 수취하는 운용수수료를 제한 금액을 계산하였다. 이외의 기타 비용들은 예금의 운용과 관련 있는 금액이기에 매출액의 최근 % of Sales를 flat처리하여 계산하였다. [Bull & Bear case Appx 7 참고]

5.2. Operating Expenses 추정

Estimated Operating Expenses								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Operating Expenses	**501**	**453**	**492**	**926**	**206**	**1,132**	**753**	**855**
% of Rev. & Reserve Income	*64.9%*	*31.2%*	*29.3%*	*46.8%*	*28.2%*	*41.8%*	*25.7%*	*22.8%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	668	745
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*44.1%*	*24.9%*	*38.9%*	*22.8%*	*19.9%*
D&A	13	35	51	51	24	75	85	109
% of Rev. & Reserve Income	*1.7%*	*2.4%*	*3.0%*	*2.6%*	*3.3%*	*2.8%*	*2.9%*	*2.9%*
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*7.4%*	*(2.4%)*	*(0.3%)*	*0.2%*	*-*	*0.1%*	*-*	*-*

Operating Expenses는 비용의 성격에 따라 SG&A, D&A, Others로 나누어 엄밀히 추정하였다. [Bull & Bear case Appx 8 참고]

(1) SG&A

Estimated SG&A										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Selling, General and Administrative Expenses	**430**	**453**	**445**	**118**	**563**	**190**	**182**	**1,053**	**668**	**745**
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*20.4%*	*85.6%*	*25.7%*	*24.9%*	*38.9%*	*22.8%*	*19.9%*
Compensation expenses	213	296	263	76	503	129	121	829	427	479
% of Rev. & Reserve Income	*27.6%*	*20.4%*	*15.7%*	*13.1%*	*76.5%*	*17.5%*	*16.5%*	*30.6%*	*14.6%*	*12.8%*
General and administrative expenses	82	100	137	31	43	45	46	165	177	189
% of Rev. & Reserve Income	*10.7%*	*6.9%*	*8.2%*	*5.3%*	*6.6%*	*6.1%*	*6.3%*	*6.1%*	*6.0%*	*5.0%*
IT infrastructure costs	12	21	27	8	9	9	10	35	38	49
% of Rev. & Reserve Income	*1.5%*	*1.4%*	*1.6%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*
Marketing expenses	79	37	17	4	8	6	6	23	26	28
% of Rev. & Reserve Income	*10.2%*	*2.5%*	*1.0%*	*0.7%*	*1.2%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.7%*
Merger termination expenses	44	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*5.7%*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*

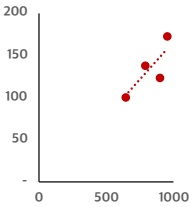
[Bull & Bear case Appx 9 참고]

먼저 Compensation 비용에 대해서는 별도 추정을 진행하였다.

Estimated Compensation expenses										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Compensation expenses	**213**	**296**	**263**	**76**	**503**	**129**	**121**	**829**	**427**	**479**
% of Rev. & Reserve Income	*27.6%*	*20.4%*	*15.7%*	*13.1%*	*76.5%*	*17.5%*	*16.5%*	*30.6%*	*14.6%*	*12.8%*
Number of Employees (EOP., persons)	900	642	789	900	950	815	825	825	883	945
YoY(%)	*122.8%*	*(28.7%)*	*22.9%*	*36.4%*	*35.7%*	*14.0%*	*4.6%*	*4.6%*	*7.0%*	*7.0%*
Number of Employees (avg., persons)	652	771	716	845	925	883	820	868	854	914
YoY(%)	*61.4%*	*18.3%*	*(7.1%)*	*28.0%*	*32.1%*	*14.0%*	*14.5%*	*21.2%*	*(1.6%)*	*7.0%*
Stock-based compensation	69	108	50	13	435	59	59	566	165	194
per employee (Annualized, bwd 1yr EOP, '000)	171.5	120.0	78.1					717.2	200.0	220.0
Compensation ex. SBC	144	188	213	63	68	70	61	263	262	285
per employee (Annualized, avg., '000)	220.4	243.9	298.1	298.0	295.7	318.2	298.0	302.5	307.0	311.6

먼저 Stock-based 보상에 대해서는, 2분기에 상장을 하면서 해당 금액이 Fair Value로 평가받으며 한번에 대규모의 금액이 인식되었다. 해당 금액은 일시적이기에 3분기에 인식된 보상 금액을 기반으로 해당 금액을 연 단위로 환산한 후 인원당 연간 보상액을 책정, 전해의 EOP 직원수와 곱해 보상액을 계산하였다. 해당 보상액의 증가율은 10%로 가정하였다.

이외의 보수에 대해서는 당해 Avg. 인원수와 비례하여 성장하도록 가정하였다. 평균적으로 3k에 달하는 직원 보수를 받는 것으로 나타났으며, 금액 성장률과 인원 성장률 모두 업황에 좌우하므로 금액 성장률의 경우 Bull & Base case에서 1.5%, Bear case에서 0%를 가정했으며, 연간 인원 성장율은 Bull & Base case에서 7%, Bear case에서 -1%를 가정했다. [Bear case Appx 10 참고]



General and administrative expenses는 고정비적 성격이 있는 항목이기에 전체 매출보다 직원수와 관계가 깊고, 실제로 두 수치간의 상관관계가 발견되었다. 인원 증가율과 비슷하게 맞추어 Bull & Base에서 7%, Bear case에서 1%를 가정했다.

IT infrastructure cost 별도 추정이 어렵고 금액이 미미하여 % of Sales flat 처리하였다.

Marketing expenses는 22년 슈퍼볼 광고로 뛴 전력이 있으며, 매년 평균 10% 성장 가정했다.

(2) D&A

Estimated D&A										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Depreciation and Amortization	**13**	**35**	**51**	**14**	**14**	**23**	**24**	**75**	**85**	**109**
% of Rev. & Reserve Income	*1.7%*	*2.4%*	*3.0%*	*2.4%*	*2.2%*	*3.1%*	*3.3%*	*2.8%*	*2.9%*	*2.9%*

동사의 D&A는 주로 소프트웨어 자산이 주요한 상각 대상이다. 하지만 소프트웨어 상각 연수가 최대 2년에 불과하고, 3Q25 재무제표상 해당 자산들의 잔여 상각 연수가 1.4년에 불과해 합리적 추정이 불가능하다. 이는 과도한 이익이 잡히는 것을 막고자 소프트웨어에 매년 상각비를 적용하는 것으로 보이며, 엄밀한 추정이 불가해 % of Sales를 Flat처리하였다.

(3) Others

Estimated Other operating expenses										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Others	**57**	**(35)**	**(4)**	**6**	**(1)**	**(2)**	**-**	**4**	**-**	**-**
% of Rev. & Reserve Income	*7.4%*	*(2.4%)*	*(0.3%)*	*1.1%*	*(0.1%)*	*(0.2%)*	*-*	*0.1%*	*-*	*-*
Gain on sale of intangible assets	-	(22)	-	-	-	-	-	-	-	-
Digital assets (gains) losses and impairment	57	(13)	(4)	6	(1)	(2)	-	4	-	-

계속하는 변동하는 모습이 보이며 일회성으로 보여 엄밀한 추정이 불가능하여 0 flat 처리하였다.

5.3. Net other costs 및 Income Tax 추정

Net other cost는 단발성이고 일회적인 비용이 다수 발생하는 것을 확인하였지만, 엄밀한 추정이 불가하여 0 flat 처리했다.

Estimated Income tax expense										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Income tax expense	**3**	**47**	**65**	**25**	**(4)**	**(61)**	**-**	**(40)**	**149**	**258**
Net income(loss) before income taxes	(759)	319	222	90	(486)	153	92	(151)	546	1,035
Effective Tax Rate (%)	*N.M.*	*14.9%*	*29.1%*	*27.9%*	*N.M.*	*(40.0%)*	*-*	*N.M.*	*21.0%*	*21.0%*
Stock-based compensation	69	108	50	13	435	59	59	566	165	194
Adjusted net income(loss) before income taxes	(689)	427	272	103	(51)	212	151	415	711	1,229

Income tax의 경우 25년 2분기 동사는 주식보상비용 등으로 많은 적자를 인식하였기에 이연법인세 효과로 4Q25에는 tax를 거의 내지 않을 것으로 생각해 0 처리하였다. 이후 발생하는 수익에 대해서는 법인세 최고세율 21%를 적용하여 계산하였다. Bear case는 [Appx 11] 참고

5.4. Income Statement 추정

상기 논의를 종합하여 도출한 최종 Estimated Income Statement는 다음과 같다.

Estimated Income Statement								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**724**	**2,700**	**2,833**	**3,454**
YoY (%)	*77.3%*	*87.9%*	*15.6%*	*159.3%*	*166.2%*	*61.1%*	*4.9%*	*21.9%*
Total distribution, transaction, and other costs	309	728	1,017	1,202	429	1,631	1,590	1,764
Net Revenue	**463**	**723**	**659**	**774**	**295**	**1,069**	**1,243**	**1,691**
GPM(%)	*59.9%*	*49.8%*	*39.3%*	*39.2%*	*40.7%*	*39.6%*	*43.9%*	*48.9%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	667	742
D&A	13	35	51	51	24	75	83	101
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
Operating income	**(38)**	**270**	**167**	**(152)**	**89**	**(63)**	**494**	**848**
OPM (%)	*-4.9%*	*18.6%*	*10.0%*	*-7.7%*	*12.2%*	*-2.3%*	*17.4%*	*24.6%*
Net other income (expense)	(720)	49	54	(91)	-	(91)	-	-
Net income(loss) before income taxes	**(759)**	**319**	**222**	**(243)**	89	(155)	494	848
Income tax expense	3	47	65	(40)	-	(40)	138	219
Net income	**(769)**	**268**	**156**	**(203)**	**89**	**(114)**	**356**	**629**
NPM (%)	*-99.6%*	*18.4%*	*9.3%*	*-10.3%*	*12.2%*	*-4.2%*	*12.6%*	*18.2%*

Bear Case의 추정 손익계산서는 다음과 같다.

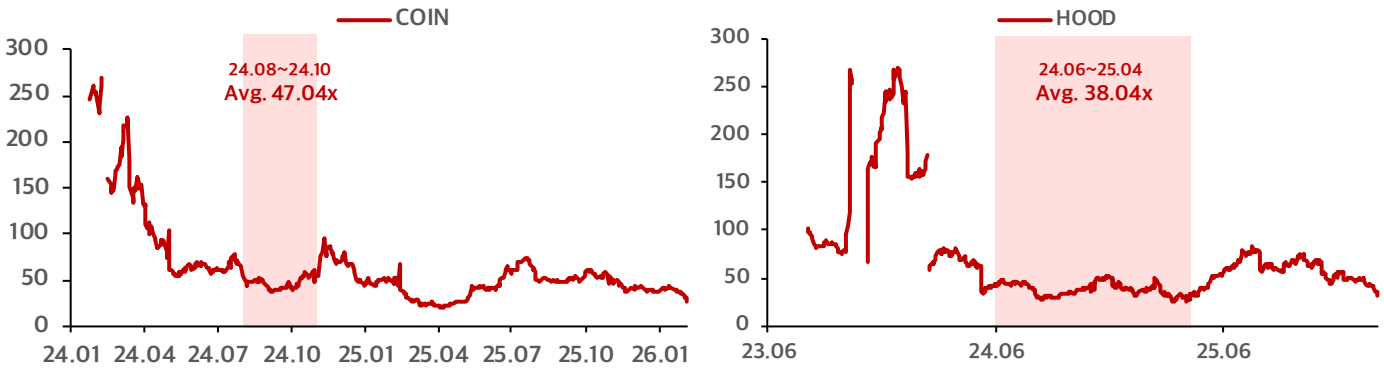
Estimated Income Statement - Bear Case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**724**	**2,700**	**2,721**	**2,690**
YoY (%)	*77.3%*	*87.9%*	*15.6%*	*159.3%*	*166.2%*	*61.1%*	*0.8%*	*-1.1%*
Total distribution, transaction, and other costs	309	728	1,017	1,202	429	1,631	1,526	1,362
Net Revenue	**463**	**723**	**659**	**774**	**295**	**1,069**	**1,196**	**1,328**
GPM(%)	*59.9%*	*49.8%*	*39.3%*	*39.2%*	*40.7%*	*39.6%*	*43.9%*	*49.4%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	641	658
D&A	13	35	51	51	24	75	79	78
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
Operating income	**(38)**	**270**	**167**	**(152)**	**89**	**(63)**	**475**	**592**
OPM (%)	*-4.9%*	*18.6%*	*10.0%*	*-7.7%*	*12.2%*	*-2.3%*	*17.4%*	*22.0%*
Net other income (expense)	(720)	49	54	(91)	-	(91)	-	-
Net income(loss) before income taxes	**(759)**	**319**	**222**	**(243)**	89	(155)	475	592
Income tax expense	3	47	65	(40)	-	(40)	134	162
Net income	**(769)**	**268**	**156**	**(203)**	**89**	**(114)**	**340**	**430**
NPM (%)	*-99.6%*	*18.4%*	*9.3%*	*-10.3%*	*12.2%*	*-4.2%*	*12.5%*	*16.0%*

Bull Case의 추정 손익계산서는 [Appx 12]에 기재하였다.

5.5. Valuation: Peer Historical PER Method

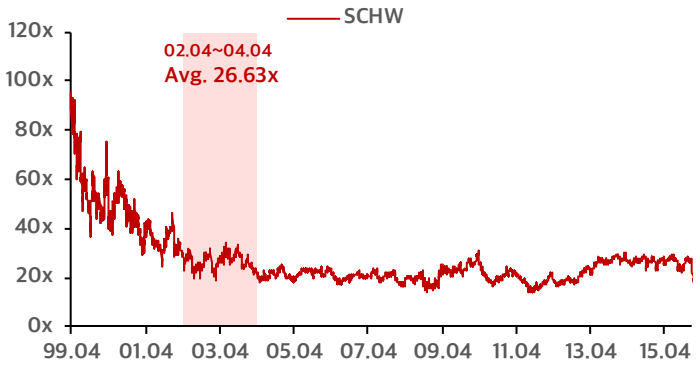
본 보고서는 동사의 적정 가치 산출을 위해 Peer Historical PER Method를 채택한다. 동사의 과거 Historical PER을 배제한 이유는 명확하다. 첫째, 2025년 초반은 Genius Act 통과라는 초대형 정책 모멘텀으로 스테이블코인의 제도권 진입 기대감이 정점에 달해, PER이 일시적으로 160배까지 치솟는 등 펀더멘털과 괴리된 비정상적인 과열 구간이었다. 둘째, 이후 구간 또한 대규모 유상증자에 따른 지분 희석과 거액의 적자가 재무제표에 반영되며 실적 지표의 연속성이 훼손되었다. 즉, 급격한 정책적 이벤트와 재무적 노이즈로 인해 동사의 본질 가치를 온전하게 투영할 수 있는 정상적인 밸류에이션 구간이 부재하다고 판단했기 때문이다.

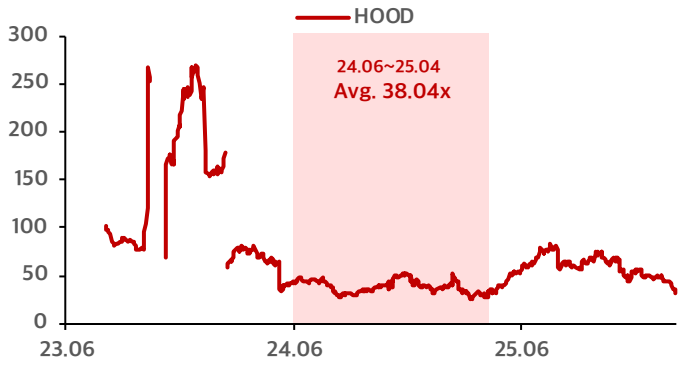
동사의 밸류에이션은 금리와 업황 시나리오에 따라 유사한 사업적 변곡점 통과한 Peer 기업들의 Historical Multiple을 이용하여 산출했다. Bull Case 및 Base Case는 견조하거나 일부 불황을 맞는 본업의 현금흐름 위에 신규 사업이 성장 동력으로 안착하던 성장을 위한 확장 시기를, Bear Case는 본업 수익성이 위협받는 상황에서 체질 개선을 통해 돌파구를 마련했던 생존을 위한 피벗 시기를 겪은 피어들을 찾아 밸류에이션에 적용했다.



Bull Case 및 Base Case 타겟 멀티플은 42.5배를 제시한다. 이는 금리 인하 지연으로 이자 수익이 방어되는 동시에 업황 호조로 결제 시장 확장이 일어나는 시나리오를 반영한 것으로, 코인베이스(47.04배)와 로빈후드(38.04배)의 평균값을 적용했다. 특히 해당 시기(24년 8월~10월) 코인베이스는 트레이딩 매출이 기존 대비 감소하는 조정기를 겪었음에도 불구하고, 고금리에 따른 막대한 이자 수익이 실적을 지탱하며 47배 수준의 프리미엄을 방어해냈다. 로빈후드 또한 구독 모델과 이자 수익을 성공적으로 안착시켜, 시장 변동성에도 흔들리지 않는 금융 플랫폼으로서의 안정적인 이익 창출 능력을 입증한 바 있다.

서클의 Bull 및 Base 시나리오는 이러한 피어 그룹의 이익 방어 메커니즘이 정확히 작동하는 구간이다. 즉, 기존 시장에서 발생하는 이자 중심의 수익이 견조하게 유지되는 가운데 결제 기반이 비약적으로 상승하여 기업 가치를 견인하는 구조다. 마치 코인베이스가 트레이딩 둔화를 이자 수익으로 상쇄하며 밸류에이션을 지켜냈듯, 서클 역시 향후 기존 준비금 이자 증가세가 다소 둔화되더라도 폭발적으로 성장하는 결제시장으로 인한 준비금 운용과 수수료 매출이 이를 충분히 메우고도 남는다. 특정 사업 부문의 부침을 다른 부문의 성장이 상쇄하는 강력한 포트폴리오 효과를 보유하고 있으므로, 42.5배의 밸류에이션 부여는 논리적 타당성을 갖는다.





Bear Case 타겟 멀티플은 32.3배를 제시한다. 이는 금리 급락으로 이자 수익이 감소하는 위기 시나리오를 대비한 것으로, 과거 닷컴 버블 붕괴 후 자산관리 중심으로 체질을 개선한 찰스 슈왑(26.63배)과 밈 주식 열풍 이후 종합 금융 앱으로 도약한 로빈후드(38.04배)의 평균값이다. 이들은 주력 사업의 수익성이 훼손되는 위기 상황에서 트레이딩 의존도를 낮추고 새로운 수익 모델을 성공적으로 안착시키는 피벗을 통해 밸류에이션을 방어해낸 대표적인 역사적 사례들이다.

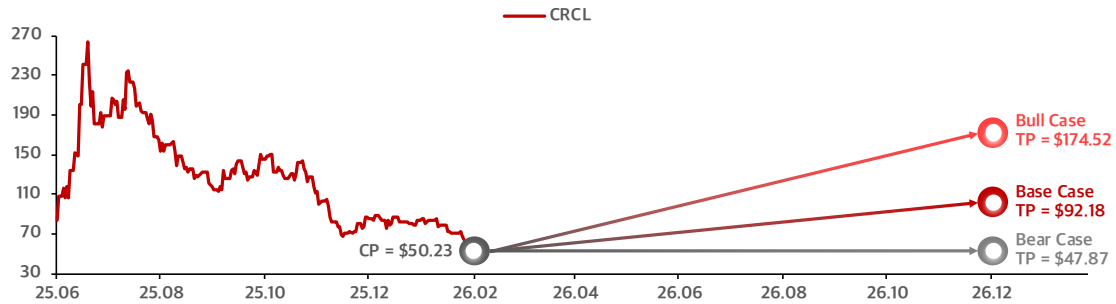
서클 또한 금리 급락 시 이자 마진이 축소되겠지만, 이는 역설적으로 스테이블코인의 유통 속도와 결제 볼륨을 높이는 촉매가 된다. 즉, 단순 이자 수익 의존에서 벗어나 CPN과 Arc가 결합된 글로벌 결제 인프라로서 본질적 가치를 증명해야 하는 구간이다. 금리 하락분을 압도적인 결제 시장 지배력 확대로 상쇄하는 구조이며, 유사한 결제 모델을 가진 Mastercard가 현재 약 35배에서 거래되고 있음을 감안할 때 하향 사이클에서의 32.3배는 충분히 합리적인 지지선이다.

추정 손익계산서 및 논의한 멀티플을 적용해 계산한 적정주가는 다음과 같다.

Valuation (Bull) - PER Method (27E)	
27E Revenue	4,450,103,714
27E Net Income	1,191,761,264
27E Shares Outstanding	290,230,000
27E EPS	**4.11**
Target PER Multiple	**42.5x**
Target Price	**174.52**
Current Price	50.23
Upside	**247.4%**

Valuation (Base) - PER Method (27E)	
27E Revenue	3,454,443,671
27E Net Income	629,477,030
27E Shares Outstanding	290,230,000
27E EPS	**2.17**
Target PER Multiple	**42.5x**
Target Price	**92.18**
Current Price	50.23
Upside	**83.5%**

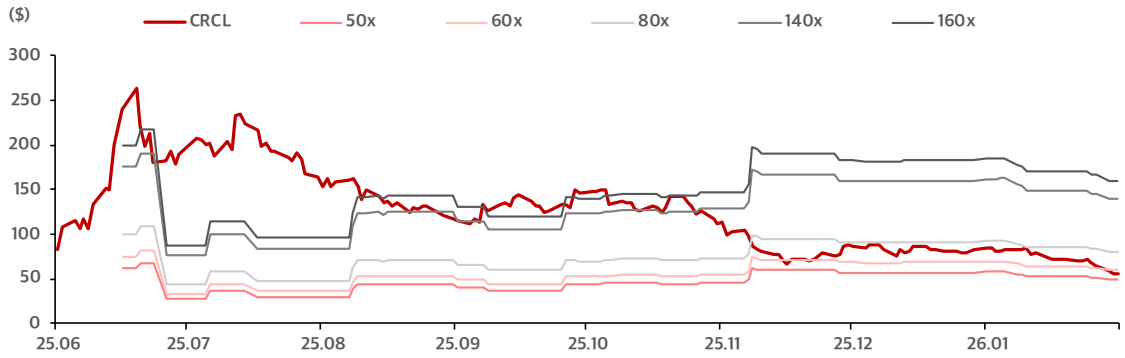
Valuation (Bear) - PER Method (27E)	
27E Revenue	2,690,216,136
27E Net Income	430,162,551
27E Shares Outstanding	290,230,000
27E EPS	**1.48**
Target PER Multiple	**32.3x**
Target Price	**47.87**
Current Price	50.23
Upside	**-4.7%**



상기 논의를 모두 종합하여, 2027E EPS $2.17에 Target PER 42.5x를 곱한 Target Price $92.18, 상승여력 83.5%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

Appendix

Appx 1. 12MF PER band



Appx 2. BS/CF

Balance Sheet				
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	3Q25
Total Assets	**45,837**	**25,997**	**45,834**	**76,781**
Total Current Assets	45,525	25,314	45,165	75,903
Cash and cash equivalents	665	369	751	1,349
Short-term investments	8,749	152	-	-
Accounts receivable, net	4	2	6	22
Other receivables	101	149	154	291
Prepaid Exp.	10	14	16	21
Other current assets	35,996	24,627	44,238	74,220
Total Non-Current Assets	313	683	669	878
Property, plant and equipment, net	7	4	34	38
Long-term Investments	53	164	84	82
Goodwill	170	170	170	266
Other Intangibles	48	327	331	412
Other Long-Term Assets	35	18	50	79
Total Liabilities	**44,958**	**24,526**	**44,124**	**73,758**
Total Current Liabilites	44,872	24,438	44,031	73,702
Accounts Payable	-	-	-	1
Accrued Exp.	259	108	154	215
Short-term Borrowings	-	-	-	-
Curr. Port. of LT Debt & Leases	2	2	3	152
Curr. Income Taxes Payable	6	27	1	1
Other Current Liabilities	44,604	24,301	43,874	73,333
Total Non-Current Liabilities	87	88	93	56
Long-Term Debt	78	58	41	-
Long-Term Leases	2	0	13	12
Def. Tax Liability, Non-Curr.	4	20	30	31
Other Non-Current Liabilities	3	10	10	12
Total Shareholder's Equity	**879**	**1,471**	**1,710**	**3,023**
Total Pref. Equity	1,131	1,131	1,140	-
Pref. Stock, Convertible	1,131	1,131	1,140	-
Total Common Equity	(252)	339	571	3,023
Common Stock	0	0	0	0
Additional Paid In Capital	1,400	1,723	1,793	4,438
Retained Earnings	(1,652)	(1,386)	(1,223)	(1,426)
Treasury Stock	(3)	(3)	(3)	(3)
Comprehensive Inc. and Other	3	5	4	15

Cash Flow				
(U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	3Q25
Cash from Ops.	**(73)**	**140**	**345**	**399**
Net Income	(769)	268	156	(200)
Depreciation & Amort., Total	4	10	9	8
Other Amortization	9	25	42	57
(Gain) Loss From Sale Of Assets	-	(22)	0	0
(Gain) Loss On Sale Of Invest.	(327)	(6)	(3)	5
(Income) Loss on Equity Invest.	-	-	-	-
Stock-Based Compensation	69	108	50	515
Other Operating Activities	769	(71)	(27)	118
Change in Acc. Receivable	19	2	(5)	(24)
Change in Acc. Payable	227	(124)	133	92
Change in Unearned Rev.	-	-	-	-
Change in Other Net Operating Assets	(75)	(51)	(11)	(171)
Cash from Investing	**(8,489)**	**8,510**	**186**	**8**
Capital Expenditure	(3)	(1)	(18)	(21)
Cash Acquisitions	(44)	-	-	(8)
Divestitures	-	-	-	-
Sale (Purchase) of Intangible assets	(18)	(33)	(39)	(52)
Invest. in Marketable & Equity Securt.	(8,425)	8,516	239	88
Net (Inc.) Dec. in Loans Originated/Sold	-	-	-	-
Other Investing Activities	1	27	5	0
Cash from Financing	**2,578**	**(20,330)**	**19,450**	**38,800**
Short Term Debt Issued	-	-	-	-
Long-Term Debt Issued	-	-	-	-
Short Term Debt Repaid	-	-	-	-
Long-Term Debt Repaid	-	-	-	-
Issuance of Common Stock	0	1	2	1,031
Repurchase of Common Stock	-	(9)	-	(214)
Issuance of Pref. Stock	401	-	-	-
Special Dividend Paid	-	-	-	-
Other Financing Activities	2,177	(20,322)	19,448	37,983
Foreign Exchange Rate Adj.	4	1	(7)	46
Misc. Cash Flow Adj.	0	(0)	(0)	(0)
Net Change in Cash	**(5,979)**	**(11,680)**	**19,973**	**39,253**
CCE and Other current assets (BOP)	43,374	36,661	24,996	44,989
CCE and Other current assets (EOP)	36,661	24,996	44,989	75,569

Appx 3. Bear case Reserve Return Rate

Estimated Reserve Return Rate - Bear case																
(Unit: %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve Retrurn Rate	**5.13%**	**5.17%**	**5.11%**	**4.49%**	**4.16%**	**4.14%**	**4.15%**	**3.84%**	**3.55%**	**3.28%**	**3.03%**	**2.78%**	**2.53%**	**2.28%**	**2.28%**	**2.28%**
QoQ Difference (bp)	*(6)*	*4*	*(6)*	*(62)*	*(33)*	*(2)*	*1*	*(32)*	*(36)*	*(25)*	*(25)*	-	-	-	-	-
Fed Target Rate	5.50%	5.50%	5.43%	4.82%	4.50%	4.50%	4.46%	4.02%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%	2.75%	2.50%	2.50%	2.50%
SOFR	5.31%	5.32%	5.28%	4.68%	4.33%	4.32%	4.33%	4.01%	3.72%	3.45%	3.20%	2.95%	2.70%	2.45%	2.45%	2.45%
SOFR-Fed Spread (bp)	(19)	(18)	(15)	(14)	(17)	(18)	(13)	(1)	(3)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
RRR-SOFR Spread (bp)	(18)	(15)	(17)	(19)	(17)	(18)	(18)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)

Appx 4. Bull & Bear case Estimated Revenue

Estimated Revenue - Bull case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**738**	**2,715**	**3,080**	**4,450**
YoY (%)	***77.3%***	***87.9%***	***15.6%***	***159.3%***	***169.6%***	***61.9%***	***13.5%***	***44.5%***
Reserve Income	736	1,431	1,661	1,903	705	2,609	2,941	4,205
% of Rev. & Reserve Income	*95.3%*	*98.6%*	*99.1%*	*96.3%*	*95.5%*	*96.1%*	*95.5%*	*94.5%*
Coinbase income			309	426	153	579	593	680
% of Rev. & Reserve Income			*18.4%*	*21.5%*	*20.7%*	*21.3%*	*19.2%*	*15.3%*
Circle mint income			36	174	104	278	593	1,474
% of Rev. & Reserve Income			*2.2%*	*8.8%*	*14.1%*	*10.3%*	*19.3%*	*33.1%*
Other wallets income			1,316	1,304	448	1,752	1,755	2,052
% of Rev. & Reserve Income			*78.5%*	*66.0%*	*60.6%*	*64.5%*	*57.0%*	*46.1%*
Other Revenue	36	20	15	73	33	106	139	245
% of Rev. & Reserve Income	*4.7%*	*1.4%*	*0.9%*	*3.7%*	*4.5%*	*3.9%*	*4.5%*	*5.5%*
Subsrciption & Services	1	5	0	34	25	26	28	29
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.3%*	*0.0%*	*1.7%*	*3.4%*	*1.0%*	*0.9%*	*0.7%*
Transaction Revenue	4	0	0	8	7	7	7	8
% of Rev. & Reserve Income	*0.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*1.0%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*
Others	1	2	0	5	1	6	4	4
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.1%*

Estimated Revenue - Bear case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**724**	**2,700**	**2,721**	**2,690**
YoY (%)	***77.3%***	***87.9%***	***15.6%***	***159.3%***	***166.2%***	***61.1%***	***0.8%***	***-1.1%***
Reserve Income	736	1,431	1,661	1,903	691	2,595	2,583	2,447
% of Rev. & Reserve Income	*95.3%*	*98.6%*	*99.1%*	*96.3%*	*95.5%*	*96.1%*	*94.9%*	*90.9%*
Coinbase income			309	426	151	576	541	470
% of Rev. & Reserve Income			*18.4%*	*21.5%*	*20.8%*	*21.3%*	*19.9%*	*17.5%*
Circle mint income			36	174	99	273	440	556
% of Rev. & Reserve Income			*2.2%*	*8.8%*	*13.7%*	*10.1%*	*16.2%*	*20.7%*
Other wallets income			1,316	1,304	441	1,745	1,602	1,420
% of Rev. & Reserve Income			*78.5%*	*66.0%*	*61.0%*	*64.6%*	*58.9%*	*52.8%*
Other Revenue	36	20	15	73	33	106	138	244
% of Rev. & Reserve Income	*4.7%*	*1.4%*	*0.9%*	*3.7%*	*4.5%*	*3.9%*	*5.1%*	*9.1%*
Subsrciption & Services	1	5	0	34	25	26	27	28
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.3%*	*0.0%*	*1.7%*	*3.4%*	*0.9%*	*1.0%*	*1.0%*
Transaction Revenue	4	0	0	8	7	7	7	6
% of Rev. & Reserve Income	*0.5%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.4%*	*1.0%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
Others	1	2	0	5	1	6	4	4
% of Rev. & Reserve Income	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.3%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*

Appx 5. Bull & Bear case Estimated Reserve

Estimated Reserve - Bull case																
(Unit: USD in Billions)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve	**28.2**	**32.8**	**34.5**	**37.9**	**54.1**	**61.0**	**67.8**	**72.9**	**78.8**	**85.6**	**93.4**	**102.5**	**113.8**	**127.8**	**145.4**	**168.2**
YoY(%)	*(32%)*	*10%*	*32%*	*53%*	*92%*	*86%*	*97%*	*92%*	*46%*	*40%*	*38%*	*41%*	*44%*	*49%*	*56%*	*64%*
USDC in Coinbase	4.0	6.2	6.7	8.2	12.3	13.8	15.0	15.8	16.7	17.6	18.6	19.6	20.7	21.8	23.0	24.3
% of total reserve	*14%*	*19%*	*19%*	*22%*	*23%*	*23%*	*22%*	*22%*	*21%*	*21%*	*20%*	*19%*	*18%*	*17%*	*16%*	*14%*
USDC in Circle mint	0.7	0.7	0.6	1.0	3.1	4.5	9.2	10.8	13.1	16.0	19.6	24.4	31.1	40.3	52.8	70.2
% of total reserve	*2%*	*2%*	*2%*	*3%*	*6%*	*7%*	*14%*	*15%*	*17%*	*19%*	*21%*	*24%*	*27%*	*32%*	*36%*	*42%*
Visa mint	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.7	1.0	1.4	2.4	4.1	6.8	11.3
Visa transaction on chain	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0	0.9	1.4	1.4	2.4	3.8	5.3	7.5	12.8	22.0	36.3	60.0
Velocity	7.3x	4.8x	5.2x	6.9x	4.7x	2.7x	5.6x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x
Other Payfi mint	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	1.5	3.0	4.1	5.5	7.4	10.0	13.6	18.3	24.7	33.3	45.0
Multiple of Visa	1.5x	2.0x	2.0x	2.1x	5.3x	9.1x	11.7x	16.1x	12.3x	10.5x	10.2x	9.6x	7.6x	6.0x	4.9x	4.0x
Others	0.3	0.3	0.3	0.5	1.9	2.9	5.9	6.5	7.1	7.8	8.6	9.5	10.4	11.5	12.6	13.9
USDC in Other wallets	23.5	25.9	27.2	28.7	38.8	42.7	43.7	46.3	49.1	52.0	55.1	58.5	62.0	65.7	69.6	73.8
% of total reserve	*83%*	*79%*	*79%*	*76%*	*72%*	*70%*	*64%*	*63%*	*62%*	*61%*	*59%*	*57%*	*54%*	*51%*	*48%*	*44%*

Estimated Reserve - Bear case																
(Unit: USD in Billions)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Reserve	**28.2**	**32.8**	**34.5**	**37.9**	**54.1**	**61.0**	**67.8**	**71.5**	**75.5**	**79.8**	**84.6**	**89.5**	**95.0**	**101.1**	**107.9**	**115.5**
YoY(%)	*(32%)*	*10%*	*32%*	*53%*	*92%*	*86%*	*97%*	*89%*	*39%*	*31%*	*25%*	*25%*	*26%*	*27%*	*28%*	*29%*
USDC in Coinbase	4.0	6.2	6.7	8.2	12.3	13.8	15.0	15.6	16.2	16.9	17.5	18.2	19.0	19.7	20.5	21.3
% of total reserve	*14%*	*19%*	*19%*	*22%*	*23%*	*23%*	*22%*	*22%*	*21%*	*21%*	*21%*	*20%*	*20%*	*20%*	*19%*	*18%*
USDC in Circle mint	0.7	0.7	0.6	1.0	3.1	4.5	9.2	10.2	11.6	13.1	14.9	16.9	19.2	21.9	25.2	29.2
% of total reserve	*2%*	*2%*	*2%*	*3%*	*6%*	*7%*	*14%*	*14%*	*15%*	*16%*	*18%*	*19%*	*20%*	*22%*	*23%*	*25%*
Visa mint	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7	0.8	1.0	1.3	1.9
Visa transaction on chain	0.7	0.6	0.5	0.8	1.0	0.9	1.4	1.4	1.9	2.5	3.5	3.8	4.4	5.2	7.2	10.0
Velocity	7.3x	4.8x	5.2x	6.9x	4.7x	2.7x	5.6x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x	5.3x
Other Payfi mint	0.2	0.2	0.2	0.3	1.0	1.5	3.0	3.6	4.4	5.2	6.3	7.5	9.0	10.8	13.0	15.6
Multiple of Visa	1.5x	2.0x	2.0x	2.1x	5.3x	9.1x	11.7x	14.3x	12.3x	11.1x	9.5x	10.7x	10.9x	11.2x	9.6x	8.3x
Others	0.3	0.3	0.3	0.5	1.9	2.9	5.9	6.3	6.9	7.4	8.0	8.6	9.3	10.1	10.9	11.8
USDC in Other wallets	23.5	25.9	27.2	28.7	38.8	42.7	43.7	45.6	47.7	49.8	52.1	54.4	56.9	59.4	62.1	64.9
% of total reserve	*83%*	*79%*	*79%*	*76%*	*72%*	*70%*	*64%*	*64%*	*63%*	*62%*	*62%*	*61%*	*60%*	*59%*	*58%*	*56%*

Appx 6. All case Other Revenue

Estimated Other Revenue																
(Unit: USD in Millions)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
Other Revenue	**5.5**	**6.8**	**0.5**	**2.4**	**20.7**	**23.8**	**28.5**	**32.6**	**33.2**	**34.2**	**35.7**	**36.7**	**38.1**	**39.9**	**41.7**	**43.7**
Subsrciption & Services	1.0	5.0	0.0	-	16.3	17.8	23.6	24.5	25.5	26.5	27.6	28.7	29.9	31.0	32.3	33.6
Transaction Revenue	3.9	0.2	0.2	1.7	0.1	5.8	4.7	6.9	6.6	6.5	7.0	6.8	7.1	7.7	8.3	9.0
% of Reserve income	*1.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.4%*	*0.0%*	*0.9%*	*0.7%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
Others	0.6	1.5	0.4	0.7	4.2	0.2	0.3	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
% of Reserve income	*0.2%*	*0.4%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.8%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.1%*

Appx 7. Bull & Bear case Estimated Total distribution, transaction, and other costs

Estimated Total distribution, transaction, and other costs - Bull case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total distribution, transaction, and other costs	**309**	**728**	**1,017**	**348**	**407**	**448**	**436**	**1,638**	**1,678**	**2,006**
% of Rev. & Reserve Income	*40.1%*	*50.2%*	*60.7%*	*60.1%*	*61.8%*	*60.5%*	*59.0%*	*60.3%*	*54.5%*	*45.1%*
Coinbase Distribution	248	691	908	299	332	355	343	1,328	1,327	1,499
Coinbase income			309	126	142	157	153	579	593	680
50% of other income			658	200	223	229	224	876	878	1,026
Deduction			(59)	(28)	(33)	(32)	(34)	(126)	(143)	(206)
% of Rev. & Reserve Income			*(3.5%)*	*(4.8%)*	*(4.9%)*	*(4.3%)*	*(4.7%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*
Other Costs	61	36	109	49	74	93	93	309	351	507
% of Rev. & Reserve Income	*7.9%*	*2.5%*	*6.5%*	*8.4%*	*11.3%*	*12.6%*	*12.6%*	*11.4%*	*11.4%*	*11.4%*

Estimated Total distribution, transaction, and other costs - Bear case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total distribution, transaction, and other costs	**309**	**728**	**1,017**	**348**	**407**	**448**	**429**	**1,631**	**1,526**	**1,362**
% of Rev. & Reserve Income	*40.1%*	*50.2%*	*60.7%*	*60.1%*	*61.8%*	*60.5%*	*59.3%*	*60.4%*	*56.1%*	*50.6%*
Coinbase Distribution	248	691	908	299	332	355	338	1,324	1,216	1,056
Coinbase income			309	126	142	157	151	576	541	470
50% of other income			658	200	223	229	221	873	801	710
Deduction			(59)	(28)	(33)	(32)	(34)	(125)	(126)	(125)
% of Rev. & Reserve Income			*(3.5%)*	*(4.8%)*	*(4.9%)*	*(4.3%)*	*(4.7%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*	*(4.6%)*
Other Costs	61	36	109	49	74	93	91	307	310	306
% of Rev. & Reserve Income	*7.9%*	*2.5%*	*6.5%*	*8.4%*	*11.3%*	*12.6%*	*12.6%*	*11.4%*	*11.4%*	*11.4%*

Appx 8. Bull & Bear case Operating Expenses

Estimated Operating Expenses - Bull case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Operating Expenses	**501**	**453**	**492**	**926**	**206**	**1,132**	**759**	**884**
% of Rev. & Reserve Income	*64.9%*	*31.2%*	*29.3%*	*46.8%*	*28.0%*	*41.7%*	*24.7%*	*19.9%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	670	755
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*44.1%*	*24.7%*	*38.8%*	*21.7%*	*17.0%*
D&A	13	35	51	51	24	75	90	129
% of Rev. & Reserve Income	*1.7%*	*2.4%*	*3.0%*	*2.6%*	*3.3%*	*2.8%*	*2.9%*	*2.9%*
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*7.4%*	*(2.4%)*	*(0.3%)*	*0.2%*	*-*	*0.1%*	*-*	*-*

Estimated Operating Expenses - Bear case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Operating Expenses	**501**	**453**	**492**	**926**	**206**	**1,132**	**721**	**736**
% of Rev. & Reserve Income	*64.9%*	*31.2%*	*29.3%*	*46.8%*	*28.5%*	*41.9%*	*26.5%*	*27.4%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	641	658
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*44.1%*	*25.1%*	*39.0%*	*23.6%*	*24.4%*
D&A	13	35	51	51	24	75	79	78
% of Rev. & Reserve Income	*1.7%*	*2.4%*	*3.0%*	*2.6%*	*3.4%*	*2.8%*	*2.9%*	*2.9%*
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*7.4%*	*(2.4%)*	*(0.3%)*	*0.2%*	*-*	*0.1%*	*-*	*-*

Appx 9. Bull & Bear case Estimated SG&A

Estimated SG&A - Bull case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Selling, General and Administrative Expenses	**430**	**453**	**445**	**118**	**563**	**190**	**182**	**1,053**	**670**	**755**
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*20.4%*	*85.6%*	*25.7%*	*24.7%*	*38.8%*	*21.7%*	*17.0%*
Compensation expenses	213	296	263	76	503	129	121	829	427	479
% of Rev. & Reserve Income	*27.6%*	*20.4%*	*15.7%*	*13.1%*	*76.5%*	*17.5%*	*16.3%*	*30.5%*	*13.9%*	*10.8%*
General and administrative expenses	82	100	137	31	43	45	46	165	177	189
% of Rev. & Reserve Income	*10.7%*	*6.9%*	*8.2%*	*5.3%*	*6.6%*	*6.1%*	*6.2%*	*6.1%*	*5.7%*	*4.3%*
IT infrastructure costs	12	21	27	8	9	9	10	35	40	58
% of Rev. & Reserve Income	*1.5%*	*1.4%*	*1.6%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*
Marketing expenses	79	37	17	4	8	6	6	23	26	28
% of Rev. & Reserve Income	*10.2%*	*2.5%*	*1.0%*	*0.7%*	*1.2%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.6%*
Merger termination expenses	44	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*5.7%*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*

Estimated SG&A - Bear Case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Selling, General and Administrative Expenses	**430**	**453**	**445**	**118**	**563**	**190**	**182**	**1,053**	**641**	**658**
% of Rev. & Reserve Income	*55.7%*	*31.3%*	*26.6%*	*20.4%*	*85.6%*	*25.7%*	*25.1%*	*39.0%*	*23.6%*	*24.4%*
Compensation expenses	213	296	263	76	503	129	121	829	413	426
% of Rev. & Reserve Income	*27.6%*	*20.4%*	*15.7%*	*13.1%*	*76.5%*	*17.5%*	*16.7%*	*30.7%*	*15.2%*	*15.8%*
General and administrative expenses	82	100	137	31	43	45	46	165	167	169
% of Rev. & Reserve Income	*10.7%*	*6.9%*	*8.2%*	*5.3%*	*6.6%*	*6.1%*	*6.4%*	*6.1%*	*6.1%*	*6.3%*
IT infrastructure costs	12	21	27	8	9	9	9	35	36	35
% of Rev. & Reserve Income	*1.5%*	*1.4%*	*1.6%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*
Marketing expenses	79	37	17	4	8	6	6	23	26	28
% of Rev. & Reserve Income	*10.2%*	*2.5%*	*1.0%*	*0.7%*	*1.2%*	*0.8%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*1.0%*
Merger termination expenses	44	-	-	-	-	-	-	-	-	-
% of Rev. & Reserve Income	*5.7%*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*

Appx 10. Bear case Estimated Compensation expenses

Estimated Compensation expenses - Bear case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Compensation expenses	**213**	**296**	**263**	**76**	**503**	**129**	**121**	**829**	**413**	**426**
% of Rev. & Reserve Income	*27.6%*	*20.4%*	*15.7%*	*13.1%*	*76.5%*	*17.5%*	*16.7%*	*30.7%*	*15.2%*	*15.8%*
Number of Employees (EOP., persons)	900	642	789	900	950	815	825	825	817	809
YoY(%)	*122.8%*	*(28.7%)*	*22.9%*	*36.4%*	*35.7%*	*14.0%*	*4.6%*	*4.6%*	*(1.0%)*	*(1.0%)*
Number of Employees (avg., persons)	652	771	716	845	925	883	820	868	821	813
YoY(%)	*61.4%*	*18.3%*	*(7.1%)*	*28.0%*	*32.1%*	*14.0%*	*14.5%*	*21.2%*	*(5.4%)*	*(1.0%)*
Stock-based compensation	69	108	50	13	435	59	59	566	165	180
per employee (Annualized, bwd 1yr EOP, '000)	171.5	120.0	78.1					717.2	200.0	220.0
Compensation ex. SBC	144	188	213	63	68	70	61	263	248	246
per employee (Annualized, avg., '000)	220.4	243.9	298.1	298.0	295.7	318.2	298.0	302.5	302.5	302.5

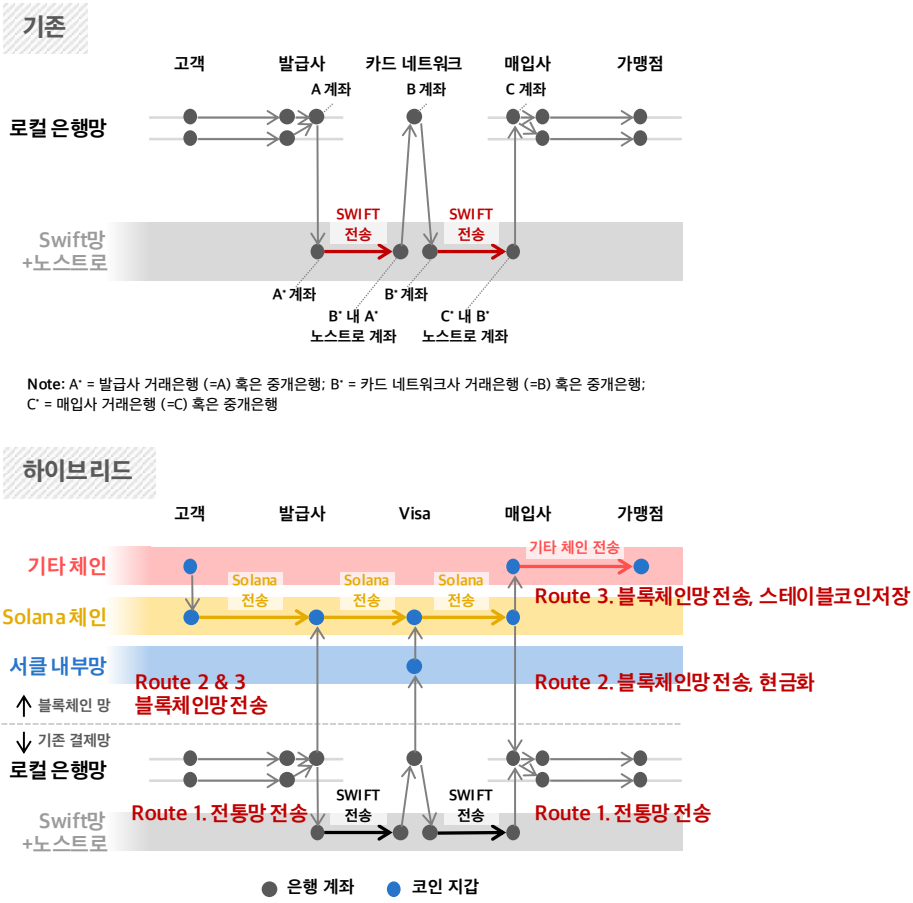
Appx 11. Bear case Tax expenses

Estimated Income tax expense - Bear Case										
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Income tax expense	**3**	**47**	**65**	**25**	**(4)**	**(61)**	**-**	**(40)**	**134**	**162**
Net income(loss) before income taxes	(759)	319	222	90	(486)	153	89	(155)	475	592
Effective Tax Rate (%)	*N.M.*	*14.9%*	*29.1%*	*27.9%*	*N.M.*	*(40.0%)*	*-*	*N.M.*	*21.0%*	*21.0%*
Stock-based compensation	69	108	50	13	435	59	59	566	165	180
Adjusted net income(loss) before income taxes	(689)	427	272	103	(51)	212	148	411	640	772

Appx 12. Bull case Estimated Income Statement

Estimated Income Statement - Bull case								
(Unit: U.S. Dollars in Millions)	2022	2023	2024	~3Q25	4Q25E	2025E	2026E	2027E
Total Revenue and Reserve Income	**772**	**1,450**	**1,676**	**1,976**	**738**	**2,715**	**3,080**	**4,450**
YoY (%)	*77.3%*	*87.9%*	*15.6%*	*159.3%*	*169.6%*	*61.9%*	*13.5%*	*44.5%*
Total distribution, transaction, and other costs	309	728	1,017	1,202	436	1,638	1,678	2,006
Net Revenue	**463**	**723**	**659**	**774**	**303**	**1,077**	**1,402**	**2,444**
GPM(%)	*59.9%*	*49.8%*	*39.3%*	*39.2%*	*41.0%*	*39.7%*	*45.5%*	*54.9%*
SG&A	430	453	445	871	182	1,053	670	755
D&A	13	35	51	51	24	75	90	129
Others	57	(35)	(4)	4	-	4	-	-
Operating income	**(38)**	**270**	**167**	**(152)**	**96**	**(55)**	**642**	**1,560**
OPM (%)	*-4.9%*	*18.6%*	*10.0%*	*-7.7%*	*13.1%*	*-2.0%*	*20.9%*	*35.1%*
Net other income (expense)	(720)	49	54	(91)	-	(91)	-	-
Net income(loss) before income taxes	**(759)**	**319**	**222**	**(243)**	96	(147)	642	1,560
Income tax expense	3	47	65	(40)	-	(40)	170	368
Net income	**(769)**	**268**	**156**	**(203)**	**96**	**(107)**	**473**	**1,192**
NPM (%)	*-99.6%*	*18.4%*	*9.3%*	*-10.3%*	*13.1%*	*-3.9%*	*15.4%*	*26.8%*

Appx 13. 블록체인망으로의 전환 과정



Appx 14. 금리 및 기타 지갑 성장률에 따른 상승여력

금리 및 기타 지갑 성장률에 따른 상승여력							
(단위: %)	27E 금리						
	3.50%	**3.25%**	3.00%	2.75%	2.50%	2.25%	2.00%
4.00%	102.39%	77.60%	52.82%	28.03%	3.26%	-21.52%	-46.31%
4.50%	108.78%	**83.52%**	58.25%	32.97%	7.70%	-17.56%	-42.84%
기타 지갑 성장률 5.00%	115.39%	89.61%	63.85%	38.06%	12.30%	-13.48%	-39.24%
5.50%	122.22%	95.92%	69.62%	43.34%	17.04%	-9.26%	-35.54%
6.00%	129.25%	102.43%	75.59%	48.78%	21.94%	-4.90%	-31.71%

Appx 15. 주요 용어 설명

주요 용어 설명	
용어	**내용**
노드	블록체인 네트워크에 참여하여 거래 정보를 복사하고 저장하며, 새로운 거래가 조작되지 않았는지 검증하고 전파하는 역할을 수행하는 각각의 컴퓨터 단위.
지갑	블록체인에 저장된 자산에 접근할 수 있는 개인키를 안전하게 보관 및 관리하는 인증 장치
핫 월렛	스마트폰 앱이나 브라우저 확장 프로그램처럼 인터넷에 항상 연결되어 있어, 코인을 빠르고 편리하게 송금하거나 디파이(DeFi) 서비스에 즉각 연결할 수 있는 '온라인 디지털 지갑'
콜드 월렛	인터넷이 차단된 오프라인 상태에서 코인의 '개인키'를 보관하는 장치로, 해킹의 위협으로부터 자산을 가장 안전하게 보호할 수 있는 '금고형 디지털 지갑'
트랜잭션	블록체인 네트워크에서 자산의 이동이나 데이터의 변경을 요청하는 '하나의 작업 단위'로, "누가, 누구에게, 얼마를 보냈는지"에 대한 기록이 담긴 디지털 전표
Mint (발행, 민팅)	현실에서 금속을 두드려 동전을 찍어내듯, 블록체인 네트워크에서 새로운 코인이나 NFT를 생성하여 세상에 처음으로 유통시키는 '디지털 주조' 과정.
Burn (소각, 번)	유통되고 있는 코인을 아무도 접근할 수 없는 가상의 주소로 보내 영원히 파기함으로써, 코인의 전체 공급량을 줄여 가치를 높이는 '디지털 소각' 과정.
가스비	네트워크에서 송금이나 스마트 계약 같은 거래를 처리할 때, 이를 검증해 주는 컴퓨터(노드)들에 지불하는 일종의 '처리 수수료'이자 우선순위 통행료.
스마트 컨트랙트	서면 계약서 대신 코드로 작성된 계약 조건이 충족되면 제삼자의 개입 없이 프로그램이 자동으로 계약을 실행하는 '디지털 자동 계약 시스템'. 블록체인 위에서 구현됨.
체인	블록체인에서 거래 기록이 담긴 '블록'들이 시간 순서대로 앞뒤가 꽉 맞물려 연결된 형태를 의미하며, 한 번 연결되면 중간의 기록을 절대 고치거나 뺄 수 없게 만드는 '디지털 사슬'
체인 네트워크	블록체인 기술을 기반으로 수많은 컴퓨터(노드)들이 연결되어 데이터를 공동으로 기록하고 관리하는 '분산된 장부 공유 시스템'
Layer 1	비트코인이나 이더리움처럼 다른 외부 네트워크의 도움 없이 스스로 거래를 기록하고 보안을 유지하며 블록을 생성하는 '독립적인 기초 블록체인 네트워크'. 비트코인(Bitcoin), 스마트 컨트랙트 생태계의 중심인 이더리움(Ethereum), 빠른 속도와 낮은 수수료가 강점인 솔라나(Solana)나 앱토스(Aptos), 기관용 송금망으로 디자인된 아크(Arc)가 있음.
Layer 2	도로 정체를 해결하기 위해 만든 고가도로처럼, 기초 블록체인(레이어 1) 대신 복잡한 거래를 밖에서 처리한 뒤 결과만 전달함으로써 속도를 높이고 수수료를 낮춰주는 '확장용 보조 네트워크'. 아비트럼(Arbitrum), 옵티미즘(Optimism), 폴리곤(Polygon zkEVM) 등.
DeFi	은행이나 증권사 같은 중개인 없이 블록체인과 스마트 컨트랙트를 통해 누구나 24시간 자유롭게 송금, 대출, 투자 등의 금융 서비스를 이용할 수 있는 '코드 기반의 금융 시스템'
DEX	탈중앙화 거래소, 업비트나 빗썸 같은 중앙 거래소와 달리, 운영 주체 없이 블록체인 위에서 스마트 컨트랙트를 통해 이용자들이 서로의 지갑에서 직접 코인을 맞교환하는 '자율 거래 시스템'
Uniswap	중앙 관리자 없이 수학적 공식(AMM)과 스마트 컨트랙트를 통해 이용자들이 직접 코인을 교환하고, 누구든 코인을 맡겨 수수료 수익을 얻을 수 있도록 설계된 세계 최대 규모의 탈중앙화 거래소(DEX). 두 코인 수량의 곱을 일정하게 유지하여 누군가 A를 사면 A 양이 줄어들면서 가격이 높아지는 구조를 수학적으로 구현. 업비트 같은 곳은 '팔 사람'과 '살 사람'이 딱 만나야 거래가 되지만, 유니스왑은 미리 쌓여있는 코인 바구니(풀)에서 바로 바꿔갈 수 있음.
Abitrage	차익거래. 동일한 코인이 거래소마다 혹은 국가마다 가격이 조금씩 다른 점을 이용해, 가격이 싼 곳에서 사서 비싼 곳에 즉시 팔아 위험을 최소화하면서 차액만큼 수익을 남기는 '디지털 보따리상' 투자 기법.
KYC	Know Your Customer. 금융기관이나 가상자산 거래소가 범죄나 돈세탁을 막기 위해 서비스를 이용하려는 사용자의 신분증 등을 확인하여 실제 본인이 맞는지 검증하는 디지털 신원 확인 절차.
AML	Anti-Money Laundering. 범죄를 통해 얻은 불법 자금이 정당한 수익인 것처럼 세탁되어 금융 시스템에 흘러 들어오는 것을 감시하고 차단하기 위해 마련된 모든 법적·기술적 제도적 장치.

SRF	Standing Repo Facility. 시장에 돈이 부족해 금리가 너무 높게 튀어 오를 때, 은행들이 국채를 맡기면 중앙은행이 즉각 현금을 빌려줌으로써 시중 금리가 일정 수준을 넘지 못하도록 억제하는 금리의 천장 역할.
IORB	시중 은행이 중앙은행(연준)에 맡긴 지급준비금에 대해 받는 이자로, 은행들이 굳이 이보다 낮은 금리로 시장에 돈을 빌려줄 이유가 없게 만들어 유동성이 적당할 때 시중 금리의 하한선을 형성하는 바닥 역할, 주로 기준금리 상단 -5~10bp.
Fed Target	연준에서 발표하는 기준금리. 매월 진행하는 FOMC에서 결정됨.
SOFR	SOFR은 미국 은행들이 서로서로 하루 동안 돈을 빌릴 때 국채를 담보를 맡기고 받는 실제 이자율로, 전 세계 금융 거래의 기준이 되는 금리
역레포(RRP)	시중에 돈이 너무 많이 풀려 국채 금리가 너무 낮을 때, 연준에게 국채를 수령하고 맡기는 이자율. 흔히 시장금리의 하방 역할, 주로 기준금리 하단 +0~5bp.
T-bill	미국 정부가 돈을 빌리기 위해 발행하는 만기 1년 이하의 단기 채권으로, 전 세계에서 가장 안전한 자산 중 하나로 꼽히며 현금처럼 활발하게 거래되는 금융 상품.
MMF	Money Market Fund. 고객들의 돈을 모아 금리가 높은 단기 채권이나 어음 등에 투자하여 수익을 돌려주는 금융 상품으로, 입출금이 자유로우면서도 일반 예금보다 높은 이자를 기대할 수 있어 '단기 자금의 쉼터'라고 불림.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.