

스테이블코인과 이해관계자 요구사항 분석

류샤오춘(刘晓春)
상하이신금융연구원(SFI) 부원장



5월 21일 홍콩 입법회가 「스테이블코인 조례 초안」을 통과시켰으며, 거의 동시에 미국 시간 5월 20일 미국 상원이 「GENIUS 법안(Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act)」를 통과시켰다.

한때 가상화폐 업계가 들끓었고 각종 평가가 난무했다. 하지만 대부분의 평론가들은 이 두 법률 문서를 구체적으로 연구하지 않았으며, 일부는 다양한 목적으로 스테이블코인, 암호화폐, 암호자산 등의 개념을 혼동하여 사람들의 스테이블코인

이해에 오해를 불러일으켰다. 따라서 이 두 법률 문서에 대한 간략하고 구체적인 분석이 필요하며, 이를 바탕으로 각 이해관계자의 요구사항을 분석할 필요가 있다.

새로운 유형의 금융상품으로서 스테이블코인은 필연적으로 그 기능과 역할이 있지만, 혁신의 관련 각 당사자들도 필연적으로 경제적 요구사항이 있으며, 각 당사자의 요구사항을 충족시킬 수 있는지 여부가 금융상품이 최종적으로 성공할 수 있는지의 핵심이다. 서로 다른 스테이블코인 발행 방식과 규제

방식은 스테이블코인의 향후 발전과 통화 유통, 통화정책에 서로 다른 영향을 미칠 것이다.

1. 중국 홍콩 「스테이블코인 조례 초안」 분석

이 초안은 스테이블코인에 대해 명확한 정의를 제시하고 있으며, 총 다섯 가지 요건을 담고 있다.

첫 번째 요건은 스테이블코인의 표시 형태로 비교적 간단하다. ‘가격 단위 또는 경제적 가치의 저장 형태로 표시’되어야 한다. 예를 들어 홍콩달러 스테이블코인의 경우 반드시 홍콩달러 스테이블코인임을 명시하고 액면가를 명확히 표시해야 한다.

두 번째 요건은 스테이블코인의 적용 범위를 명확히 제한하였다. 상품이나 서비스에 대한 결제, 채무 상환, 투자와 매매 용도로만 사용할 수 있다. 즉, 홍콩달러 스테이블코인은 결제수단이지 투자나 투기의 대상이 되는 자산이 아니다. 여기에서 ‘매매’는 홍콩이 개방형 경제체이므로 통화 유통 과정에서 자국 통화와 외국 통화 간 교환이 발생할 것을 고려한 것으로, 홍콩달러 스테이블코인도 유통 중에 외화와 교환할 수 있음을 의미한다.

세 번째 요건은 스테이블코인의 저장과 이전 방식을 명시하고 있다. 디지털 방식을 통해서만 가능하다.

네 번째 요건은 ‘분산원장 또는 유사한 정보 저장소에서 운영’되어야 한다고 구체적으로 규정하고 있다. 이 두 요건은 스테이블코인의 적용 영역을 제한하는 것으로, 스테이블코인은

전문가가 바라본 글로벌 핵심 이슈와 시사점

디지털화된 형태로만 존재하며 온라인에서만 운영되고 유통될 수 있음을 의미한다.

다섯 번째 요건은 스테이블코인이 연동하는 가치 기반을 명확히 하고 있다. 단일 자산 또는 한 그룹이나 한 바스켓의 자산에 연동되어야 한다. 홍콩 스테이블코인의 경우 연동 자산은 주로 홍콩달러이며, 준비자산은 반드시 고품질의 유동성이 높고 리스크가 낮은 자산이어야 한다.

초안은 스테이블코인 규제에 대해 구체적인 규정들을 제시하고 있다. 먼저 스테이블코인 발행 주체는 반드시 ‘회사’, 즉 영리 목적의 상업기구이어야 한다. 홍콩은 이번에 특별히 홍콩 이외의 인가기관도 홍콩달러 연동 스테이블코인을 발행할 수 있다고 규정했지만, 반드시 홍콩금융관리국의 감독을 받아야 한다. 자본금 요구사항으로는 최소 2,500만 홍콩달러(약 42억 9,900만 원) 또는 승인된 기타 등가 금액의 통화를 보유해야 하며, 자본금은 반드시 충분한 화폐자금 형태여야 한다.

스테이블코인 기초자산 요구사항은 다음과 같다.

(1) 준비자산의 시가는 항상 미상환 스테이블코인의 액면가 이상을 유지해야 한다. (2) 준비자산은 회사의 다른 자금과 분리되어야 하며, 스테이블코인 상환용으로만 활용되고 회사의 다른 경영활동에는 사용될 수 없다. (3) 준비자산은 고품질의 유동성이 높고 리스크가 낮은 자산이어야 한다. (4) 준비자산은 정기적으로 위험관리와 자산감사를 받아야 한다. (5) 공중에게 준비자산 세부사항을 공시해야 하며, 공시 수준은 감사 요구사항에 부합해야 한다.

위험관리 요구사항도 포함되어 있다. (1) 스테이블코인 발행인은 보유자의 상환 요구를 적시에 충족해야 하며 과도하게 엄격한 조건을 추가해서는 안 되지만, 합리적인 수수료는 받을 수 있다. (2) 발행인은 홍콩 정부 요구에 부합하는 KYC(고객 신원 확인), AML(자금 세탁 방지) 제도를 구축해야 한다. (3) 홍콩 정부에서 요구하는 정보 보안 관리와 사기 방지 등 규제 요구사항을 충족해야 한다. (4) 합리적인 사용자 신고 채널과 위반 처리 메커니즘을 구축해야 한다. 이러한 모든 규정은 홍콩달러 스테이블코인이 분산원장을 활용하고 블록체인에서 P2P 국경 간 결제를 진행하더라도 규제를 회피할 수 없음을 명확히 하고 있다.

스테이블코인 발행 신청 주체의 최고경영자, 이사, 스테이블코인 관리자 등에 대한 자격 요구사항은 증권감독위원회의 거래소 고위임원 임용 조건과 동일하다. 또한 스테이블코인 발행인은 백서를

발표하여 공중에게 스테이블코인에 대한 전반적인 정보를 제공해야 한다.

마지막으로 기타 중요한 조건들이 있다. (1) 라이선스를 소지한 자는 스테이블코인에 대해 이자를 지급하거나 허용해서는 안 된다. 이는 스테이블코인이 변질되어 예금이나 투자 자산이 되는 것을 방지하고, 라이선스 소지자가 스테이블코인을 결제도구로 하는 본래의 경영 방향에서 벗어나는 것을 막기 위함이다. (2) 라이선스 소지자는 오직 스테이블코인 업무만 경영할 수 있으며, 허가 범위를 넘어 다른 업무를 전개해서는 안 된다. 이는 스테이블코인 발행인(라이선스 소지자)의 업무 영역을 더욱 제한하는 것으로, 오직 홍콩달러 스테이블코인의 발행과 상환만 가능하며 스테이블코인 결제 유통의 원활함, 안전성, 적법성을 보장해야 한다.

결론적으로 홍콩은 웹3, 암호자산 거래 등 새로운 경제 영역을 위한 혁신적인 결제도구를 제공하는 동시에 기존 시스템에 위험 충격을 주지 않고자 한다. 이는 새로운 유형의 결제도구이지 투자 대상 자산이 아니며, 규제를 받는 결제도구로서 정보 보안을 강조하지만 규제 회피는 허용하지 않는다.

2. 미국 「GENIUS 법안」 분석

미국 법안은 홍콩 초안과 규제 논리가 전반적으로 크게 다르지 않지만, 고유한 특징이 있다.

미국 법안과 홍콩 초안의 유사한 내용은 다음과

같다. 첫째, 동일하게 법정화폐(달러)에 연동된 자산으로 결제와 정산에 사용된다. 둘째, 스테이블코인은 반드시 100% 달러 또는 고품질 자산(미국 국채 등)으로 뒷받침되어야 한다. 셋째, 발행기관은 매월 준비자산 보고서를 공시해야 하며 제3자 감사를 받아야 한다. 넷째, 반드시 자금세탁방지과 테러자금지원방지 요구사항에 부합해야 하며, 발행기관은 「은행비밀법」 규제 범위에 포함되어 KYC, 의심거래 신고 등 의무를 이행해야 한다. 다섯째, 스테이블코인에 대한 이자나 수익 지급을 금지한다. 여섯째, 법안은 재무장관과 새로 설립되는 ‘스테이블코인 인증심사위원회’에 규제 권한을 부여하고, 외국 스테이블코인 발행인에 대한 규제를 강화한다.

미국 법안과 홍콩 초안의 차이점은 주로 규제 프레임에 있다. 홍콩은 단일 규제 프레임인 반면, 미국은 이원 규제 프레임을 채택한다. 시가총액이 100억 달러(약 13조 4,800억 원)를 초과하는 스테이블코인 발행기관은 연방 규제를 받아야 하고, 시가총액이 100억 달러 미만인 발행기관은 주 정부 규제를 선택할 수 있지만 연방 최저 기준은 충족해야 한다.

세부사항에서도 일부 차이가 있다. 예를 들어 미국은 스테이블코인 준비자산의 종류에 대한 요건이 비교적 명확한 반면, 홍콩은 준비자산의 성질에 대한 요건만 제시하여 어느 정도 해석의 여지를 남겨두고 있다.

전반적으로 홍콩과 미국은 모두 자국 통화 스테이블코인을 합법화하고 규제 범위에 포함시켜, 신흥 경제 영역에 새로운 정산도구를 제공하는 동시에 이러한 혁신적 정산도구가 주권통화와 금융시장에 부정적 충격을 주는 것을 방지하고 있다. 핵심은 스테이블코인의 성격을 명확히 하는 것으로, 법정화폐 스테이블코인은 결제정산 도구이며 증권류 토큰 등과 엄격히 구분하고, 준비자산 규제와 정보공시를 강화하며, 자금세탁방지·테러자금지원방지 등 요구사항을 강화하는 것이다.

3. 은행어음과 스테이블코인

홍콩과 미국의 스테이블코인 관련 법률 문서를 보면, 스테이블코인의 발행과 관리 규칙은 은행어음의 규칙과 기본적으로 동일하며, 화폐 발행 권한부여와도 유사한 점이 있다.

홍콩 3개 화폐 발행 은행이 홍콩달러를 발행할 때, 반드시 등가의 달러를 금융관리국에 예치하고, 금융관리국의 예금증명을 취득해야만 홍콩달러를 발행할 수 있다. 즉 화폐 발행 은행이 홍콩달러를 발행하려면 반드시 100%의 달러를 준비금으로 보유해야 하며, 홍콩달러 보유자의 등가 달러 상환 요구를 언제든지 충족시킬 수 있음을 보장해야 한다. 은행어음의 기본 규칙은 다음과 같다: 고객이 등가의 화폐로 은행에서 동일 금액의 어음을 교환하면, 어음 보유자는 해당 어음으로 상품대금이나 서비스를 결제할 수 있고, 채무를

상환할 수 있으며, 다른 은행에서 현금으로 교환할 수 있다. 최종 어음 보유자가 발행은행에 상환을 요청하면, 은행은 어음을 보고 즉시 어음 액면금액과 등가인 화폐를 지급한다.

실제로, 최초의 지폐가 이러한 방식으로 발생하였고, 전당포의 전당표도 이러한 규칙이었다. 다시 말해, 법정화폐 스테이블코인은 법정화폐 조건 하에서의 유사화폐이다.

어음의 발생은 지폐와 전당표의 발생과 같은 이유인데, 즉 물리적 현금의 장거리 휴대가 무겁고 안전하지 않기 때문이다. 현재 전자결제가 보급되어 은행어음의 사용 환경이 기본적으로 더 이상 존재하지 않으므로, 어음은 이미 찾아보기 어렵다.

지폐, 어음, 전당표의 발생에 대해서는 종이의 발명과 보급이 전제이지만, 물리적 화폐의 장거리 휴대가 불편하고 안전하지 않다는 것이 근본적인 응용 수요 문제이다. 암호화 코드 기술은 스테이블코인, 암호자산 등의 기술적 전제인데, 그렇다면 스테이블코인이 결제도구, 유사화폐로서 그 구체적인 응용 수요는 무엇인가?

몇 년 전 JP모건 체이스(JPMorgan Chase)가 JPM코인(JPM Coin)을 발행했는데, 발행 규칙은 스테이블코인과 은행어음과 같았다. JP모건 체이스는 가장 중요한 달러 청산은행으로서 이를 통해 국경 간 달러 청산에서의 선두 지위를 공고히 하려 했지만, 몇 년 동안 은행 간 국경 간 청산에서 적용 가능한 시나리오를 찾지 못했다. 최근 몇 년

동안 JP모건 체이스는 다른 기관들과 협력하여 일부 대안적 시나리오의 응용을 탐색하기 시작했으며, 어느 정도 진전이 있는 것 같다. 다만, 최종적으로 상업화 응용을 실현할 수 있을지는 아직 지켜볼 필요가 있다.

또한, 웨스턴유니온(Western Union) 송금의 모델도 어음과 비슷하다. 고객이 화폐를 임의의 웨스턴유니온 송금 지점에 맡기면, 지점이 고객에게 송금 증빙을 준다. 고객은 해당 증빙을 직접 가질 수도 있고 다른 사람에게 양도할 수도 있으며, 증빙 보유자는 세계 어느 웨스턴유니온 송금 지점에서든 해당 증빙을 제시하면 그 송금을 받을 수 있다. 스테이블코인은 동등한 금액의 법정화폐로 상환할 수 있는 증빙인 것이다.

이들은 모두 역사상의 결제도구들이다. 결제도구로서는 공통적인 특징이 있다. 한편으로는, 결제도구가 발생하는 원인과 과정이 비슷하며, 모두 명확한 가치척도와 안정된 가치가 필요하고, 면대면 결제든 공간을 초월한 결제든, 즉시 결제든 연기 결제든, 모두 안전하고 편리하며 신속해야 한다; 다른 한편으로는, 발행인이 초과발행의 충동이 있어 어지럽게 뒤섞이고 가짜가 진짜를 어지럽히는 위험 등이 발생하기 쉽다. 이러한 위험들은 상상의 것이 아니며, 전통적인 지폐 조건에서만 있는 것도 아니다.

매우 유감스럽게도, 블록체인 기술, 암호화 기술을 포함한 기술은 인간성의 탐욕과 자본의 탐욕 문제를

해결할 수 없다. 미국의 경우, 스테이블코인의 뱅크런 위험은 현실적이며, 이미 발생한 적이 있다. 2022년 5월, 달러 연동 스테이블코인 테라USD(TerraUSD)에 심각한 뱅크런이 발생하여 붕괴되었고, 규제 당국에 경종을 울렸다. 따라서 이번 홍콩과 미국의 법안들은 모두 스테이블코인의 준비자산 수량, 품질 및 관리에 대해 엄격하고 명확한 요구사항을 제시했다.

4. 스테이블코인 각 이해관계자의 요구사항

인류 사회에서 특정 사물이 발생하는 것은 모두 수요가 있기 때문이며, 수요 뒤에는 각 이해관계자의 이익에 대한 요구사항이 있다. 서로 다른 이해관계자의 서로 다른 요구사항을 충족시켜야만 결제도구가 진정으로 받아들여질 수 있다.

결제도구는 표면적으로 보면, 거래의 수취 쌍방만 관련되며, 교환의 수요만 충족시키고 기능상 편리하고 안전하며 신속하고 정확한 가치 이전을 실현할 수 있으면 되지만, 결제도구의 원활한 운영 뒤에는 전체 발행, 관리, 운영 시스템이 있으며, 그 자체로 거대한 비용 투입이 필요하다. 투입이 있으면 필연적으로 수익을 얻으려는 요구사항이 있다. 따라서 스테이블코인 발행인이나 스테이블코인 발행기관 투자자가 더 중요한 이해관계자이다.

스테이블코인의 이해관계자는 먼저 지불인이다. 첫째, 지불인에게 있어서 특정 영역이나 시나리오에서 스테이블코인으로 결제하는 것이 법정화폐로 결제하는 것보다 더 신속하고 편리하며

안전해야 하며, 그렇지 않으면 번거롭게 손에 있는 법정화폐를 스테이블코인으로 교환할 필요가 없다. 둘째, 법정화폐를 스테이블코인으로 교환할 때는 1:1이어야 하며, 재무 비용이 없어야 한다. 셋째, 스테이블코인으로 결제하는 비용은 일반적으로 법정화폐로 결제하는 것보다 낮아야 하며, 최소한 스테이블코인으로 거래를 실현하는 수익이 법정화폐로 결제하여 거래를 실현하는 수익보다 높아야 한다.

스테이블코인 수취인에게 있어서는, 첫째, 스테이블코인을 받는 것이 법정화폐를 받는 것보다 더 쉽게 거래를 성사시킬 수 있어야 한다. 둘째, 수취한 스테이블코인은 반드시 1:1로 법정화폐로 교환할 수 있어야 하며, 즉 가치 손실이 있어서는 안 된다. 셋째, 스테이블코인은 자신이 필요한 기타 결제 시나리오에 사용할 수 있어야 한다.

앞서 말한 스테이블코인으로 결제하는 것이 법정화폐로 결제하는 것보다 더 쉽게 성사시킬 수 있는 거래, 또는 특정한 거래 시나리오는 아마도 두 가지 유형이 있을 것이다: 하나는 신흥 디지털 기술이 지원하는 디지털 경제 영역으로, 기술적 이유로 현재 법정화폐가 기술적으로 이 영역의 결제를 지원하기 어렵거나, 결제할 수 있더라도 효율성과 비용이 경제적이지 않다. 다른 하나는 현재 법률로 금지되거나 제한되는 거래이다. 따라서 홍콩과 미국의 법안들은 모두 자금세탁방지, 테러자금지원방지 등 규제 요구사항이 있다.

스테이블코인 발행인은 스테이블코인의 발행, 관리, 운영에 거대한 비용을 투입하는데, 적절한 수익이 없으면 투자할 필요가 없다. 발행인에게 있어서 가장 직접적이고 극단적인 수익은 무준비금의 직접 스테이블코인 발행, 심지어 화폐 발행이며, 그 다음이 초과준비금 스테이블코인 발행이다. 이런 현상은 화폐 발행의 역사, 결제수단의 발전 과정에서 줄곧 존재해왔으며, 크고 작은 위기 사건을 야기했다.

다음은 스테이블코인 교환 수수료로, 자신이 발행한 스테이블코인 상환에 받는 수수료와 기타 스테이블코인 교환에 받는 수수료를 포함한다. 이는 금속화폐, 지폐, 종이 은행어음 조건에서 매우 일반적인 수수료였는데, 서로 다른 금속화폐의 순도가 다르고 가치가 다르며, 어음의 최종 보유자와 발행인 사이에 일정한 물리적 거리가 있어서, 발행인에게 최종 상환하는 과정에서 일정한 비용이 필요하고, 심지어 상환할 수 없는 위험도 있기 때문이다.

하지만 블록체인 등 온라인 조건에서 스테이블코인 보유자가 교환 수수료를 기꺼이 지불할지는 아직 시장의 검증이 필요하다. 홍콩의 법안 초안에서는 이 문제를 고려하여 상환 과정에서 합리적인 수수료를 받는 것을 허용했다.

세 번째 가능한 수입원은 스테이블코인 발행으로 얻은 자금을 이용하여 각종 투자를 해서 수익을

얻는 것이다. 이 방면에서 역사상 뼈아픈 교훈이 헤아릴 수 없이 많은데, 가볍게는, 투자 규모가 너무 크고 기간이 너무 길어서 스테이블코인 상환의 유동성에 영향을 주어 뱅크런을 일으키는 것이고, 심각하게는, 투자 실패로 스테이블코인을 상환할 능력이 없게 되는 것이다. 따라서 홍콩과 미국의 법안들은 모두 준비자산 종류에 대해 엄격한 규정을 두고, 스테이블코인 업무와 준비자산을 발행인의 기타 업무와 자산과 엄격히 격리할 것을 요구했는데, 실제로는 발행인의 투자를 제한하는 것이다.

이러한 제약 조건 하에서 발행인의 주요 수입은 아마도 국채 등 우량등급, 고유동성 자산에 대한 투자일 것이다. 이러한 자산의 수익률이 상대적으로 낮기 때문에, 발행인은 필연적으로 규모 효과를 추구할 것이다. 하지만 국채 등은 유동성이 있다고 하더라도 결국 법정화폐 자체가 아니므로, 너무 많이 투자하면 마찬가지로 스테이블코인 상환의 유동성에 영향을 줄 것이다. 후속적으로는 규제당국이 스테이블코인 준비자산 구조에 대해 어떤 구체적인 규정을 마련할지 지켜봐야 한다.

종이 등 물리적 결제도구와 달리, 스테이블코인 등 암호화폐는 네트워크의 중단 없는 운영 등 일련의 기술 지원이 필요한데, 물리적 결제도구는 효율성이 높지 않지만 이러한 조건적 제약이 없다. 따라서 이러한 기술 지원과 관련된 기술회사들도 스테이블코인의 이해관계자이다. 이러한 기술 지원기관과 스테이블코인 발행기관은 같은 기관일

수도 있고 다른 기관일 수도 있으며, 이들도 스테이블코인 발행, 운영에서 한몫을 차지해야 한다. 또한, 정부와 규제기관도 스테이블코인의 이해관계자로서, 이들의 요구사항은 경제성장 촉진, 법정화폐의 안정 유지, 금융운영의 안전 유지 등이다.

위의 각 이해관계자의 요구사항이 적절히 충족될 수 있는지 여부가 스테이블코인이 성공할 수 있는지의 근본적 요인이며, 기술이 결제 단계에서 제공하는 우위는 그 다음이다. 각 당사자 간 경쟁과 협상의 결과는 스테이블코인이 광범위한 범위에서 사용을 얻을 수도 있고, 서로 다른 스테이블코인이 각자 제한된 영역에서 사용되어 전문 스테이블코인이 될 수도 있으며, 중앙은행 디지털화폐로 대체될 가능성도 있다. 기존 국가 형태가 변하지 않는 한, 스테이블코인이 법정화폐를 전면적으로 대체할 가능성은 전혀 없다.

현재 상황을 보면, 결제도구로서의 스테이블코인은 주로 일부 특정한 디지털 경제 영역에서 역할을 발휘하고 있지만, 응용 범위가 계속 확대되고 있다. 한편으로는 디지털 경제가 미래의 발전 방향이고, 다른 한편으로는 스테이블코인 응용의 규모가 이미 금융시스템의 안정에 영향을 줄 정도로 커졌기 때문에, 포용적 혁신 관점에서든 금융안정 유지 관점에서든 모두 규범적 관리를 진행해야 할 단계에 이르렀다.

5. 스테이블코인과 통화정책 및 통화유통 관리

결제도구로서 법정화폐와 연동된 스테이블코인은 일종의 유사화폐이며, 실질적으로 유통 중인 화폐이다. 만약 발행인이 스테이블코인 발행으로 얻은 법정화폐를 모두 대출 발행에 사용한다면, 시장에 등가의 통화량을 투입하는 것과 같다.

만약 홍콩과 미국의 법안 요구에 따라, 스테이블코인 발행으로 얻은 법정화폐의 일부를 국채 등 우량등급 자산 구매에 사용할 수 있다면, 시장에 일부 통화량을 추가로 투입하는 것과 같다. 만약 얻은 법정화폐를 모두 준비자산으로 하여 어떤 투자도 하지 않는다면, 통화 투입을 증가시키지 않을 것이다.

다만, 만약 스테이블코인 준비자산이 모두 제3자 위탁에 맡겨져야 한다면, 다시 규제 당국이 제3자 위탁기관에 대한 규제 요구사항을 봐야 한다. 만약 위탁기관이 반드시 100% 준비자산의 언제든지 상환 가능함을 보장해야 한다고 요구한다면, 통화 투입을 증가시키지 않을 것이고, 그렇지 않으면 역시 통화 투입을 증가시킬 것이다.

하나의 효과적인 결제도구는 경제 운영에 활력을 가져다 주며 통화 공급량에도 거대한 영향을 미치므로, 스테이블코인의 발행 규모와 규제 모델은 반드시 통화정책 제정의 고려 요인이 되어야 한다.

스테이블코인은 분산원장 체계를 기반으로 하는 탈중개식 결제 방식으로, 전통적인 유통 중 현금과는 완전히 다른 유통 규칙을 가질 수 있다. 은행계좌

체계가 전자화, 네트워크화, 디지털화된 오늘날, 유통 중 현금은 더 많이 개인의 오프라인 결제로, 건당 금액이 작고 빈도가 높지 않으며 사용 범위가 분산되어 있다. 스테이블코인은 주로 WEB3, DeFi 등 가상경제 영역에서 응용되며, 기관과 개인이 공존하고, 건당 금액이 크며 거래 빈도가 높다. 분산식이라고 하여 P2P 결제가 가능하지만, 가치 이전을 목적으로 하는 결제를 제외하고는 대부분 여전히 가상자산, 암호자산의 거래소 거래나 플랫폼 거래이다.

스테이블코인 발행기관으로서, 자금세탁방지, 테러자금지원방지 및 KYC 등을 스테이블코인 발행 단계와 스테이블코인 상환 단계에서만 실시할지, 아니면 반드시 스테이블코인 보유자의 거래 행위에 대해서도 실시해야 할지는 아직 지켜봐야 할 문제다. 현재 홍콩과 미국의 법안들은 모두 이에 대해 명확히 규정하고 있지 않다.

국경 간 결제는 현재 스테이블코인의 가장 주목받는 활용 분야이자 핵심 경쟁력이다. 수취 쌍방이 직접 결제하는 것은 당연히 은행 등 중개기관을 통한 송금보다 직접적이고 효율적이다. 하지만 결제는 시장주체 경영 중의 한 고리일 뿐이며, 최종적으로는 법정화폐로 표시되고 법정화폐로 실현되는 수익을 얻기 위한 것이므로, 스테이블코인은 최종적으로 반드시 법정화폐로 환전되어 은행계좌에 입금되어 이자수익을 얻어야 한다. 또한, 국경 간 결제에서 서로 다른 화폐 종류의 교환은 스테이블코인이 해결할 수 있는 것이 아니며, 최종적으로는 여전히

은행 청산 체계를 통해 실현해야 한다.

이로 보건대, 스테이블코인의 진정한 성공은 은행 체계를 벗어나는 것이 아니라, 반드시 은행 체계와 효율적이고 끊김 없는 연결이어야 한다. 더욱이, 스테이블코인 발행기관이 스테이블코인을 발행하여 법정화폐를 받는 것, 발행기관이 법정화폐로 채권 등 준비자산에 투자하는 것, 발행기관이 법정화폐로 스테이블코인을 상환하는 것 등은 모두 반드시 은행계좌를 통해 실현되어야 한다. 이것도 통화유통 관리와 스테이블코인 규제가 관심을 가져야 할 문제인데, 현재 홍콩과 미국 법안은 이에 대해 아직 명확한 방향을 제시하지 못하고 있다.

역사적으로 은행이라면 누구나 화폐를 발행할 수 있었던 시기가 있었다. 미국은 19세기 1840~50년대에 8,370여 종의 화폐가 동시에 시장에서 유통되었는데, 그로 인한 비효율성과 혼란은 충분히 짐작할 수 있다. 각 스테이블코인 발행기관이 제한된 특정 영역에서만 스테이블코인을 발행하고 활용하며, 시장에서 각 스테이블코인 간에 부분적인 교차 활용만 이루어진다면, 여러 기관이 스테이블코인을 발행하는 것은 문제가 되지 않는다. 그러나 모든 스테이블코인이 전체 시장에서 유통된다면, 필연적으로 상당한 혼란과 비효율이 발생할 것이다. 실제로 이런 상황이 벌어진다면, 시장과 규제 당국 모두 적절한 수준의 집중화를 선택하게 될 것이다. 따라서 스테이블코인 합법화 이후의 발전 모델과 규모는 여전히 시장과 규제의 검증을 거쳐야 한다.

6. 중국에 대한 7가지 제안

첫째, 기술 중립 원칙을 견지하고, 각종 기술의 금융 영역에서의 혁신 응용을 격려한다. 블록체인 및 암호화 기술은 금융 영역에서 이미 일부 성공적으로 활용된 사례가 있었는데, 홍콩이 발행한 녹색채권 등이 그것이다. 가상자산 거래, DeFi 등 영역에서 각종 암호화폐는 결제정산에서 매우 뛰어난 활용 사례였다. 비록 이러한 영역의 거래 중 상당수가 기존 법률의 테두리를 벗어난 회색지대 거래나 불법 거래에 해당하지만, 이것이 암호화폐 기술의 결제정산 기능상의 실행 가능성을 부정할 수는 없다. 암호화폐 기술은 완전히 합법적 거래 영역에서 역할을 발휘할 가능성이 있다.

둘째, 스테이블코인은 현실적 수요의 산물이다. 스테이블코인의 기존 응용을 보면, 수요는 두 가지 유형에서 온다. 하나는 신흥 경제 영역으로, 가상자산 거래, 온체인 거래 등이 그것인데, 현재 법정화폐의 결제정산 방식이 아직 이러한 거래의 결제정산 수요를 충족시킬 수 없다. 다른 하나는 일부 회색지대 거래나 불법 거래로, 자산의 불법 이전 등이 그것인데, 규제 회피를 목적으로 스테이블코인 등 암호화폐를 사용한다. 신흥 영역에도 합법적 거래와 회색지대 거래 또는 불법 거래가 포함될 수 있다. 불법 거래를 효과적으로 식별할 수 있지만 하면, 상응하는 규제 방식을 찾을 수 있다.

셋째, 스테이블코인 입법은 혁신의 필요이자

금융안전의 필요이다. 홍콩과 미국의 법안은 혁신을 수용하는 동시에 혁신으로 인한 위험을 예방하고자 한다. 스테이블코인의 결제도구로서의 혁신은 가상자산 거래 등 신흥 경제 형태의 발전을 촉진하기 위한 것으로, 스테이블코인 발행 자체가 목적이 아니다. 동시에 결제도구가 양면성을 갖기 때문에, 입법 규제는 위험을 방지하기 위한 것이다.

이러한 측면에서 특별히 주목할 만한 것은 홍콩과 미국이 모두 해외의 자국 통화와 연동된 스테이블코인을 규제 범위에 포함시켰다는 것이다. 이유는 해외의 자국 통화와 연동된 스테이블코인이 만약 효과적인 규제가 없다면, 마찬가지로 자국 통화 체계에 위험 충격을 줄 것이기 때문이다.

위안화의 국제화와 함께, 수요만 있다면 해외에서 위안화와 연동된 스테이블코인이 나타나는 것을 피할 수 없으며, 중국 금융시스템도 필연적으로 그것이 가져올 수 있는 위험 충격에 직면하게 되므로, 법규를 제정하여 방지할 필요가 매우 크다. 등가 교환수단으로서 스테이블코인은 본질적으로 역외·역내 구분이 의미가 없지만, 규제 관점에서는 서로 다른 발행인이나 서로 다른 스테이블코인의 사용 범위에 대해 제한을 둘 수 있다.

넷째, 중국의 위안화 스테이블코인 발행에는 실질적인 법규 장애가 없다. 기술적 외피를 벗기면, 스테이블코인의 규칙은 은행어음과 같다. 종이 현찰이 디지털화될 수 있고, 종이 어음이 전자화될

수 있으며, 종이 은행어음도 어음이므로 당연히 온체인화될 수도 있다. 두 가지 방안을 고려할 수 있다: 하나는 위안화 스테이블코인을 현행 은행어음 관리체계에 포함시키는 것, 다른 하나는 현재 스테이블코인 응용 영역이 일정한 특수성을 갖는 것을 고려하여, 홍콩과 미국을 참고해서 스테이블코인을 위해 별도로 법규를 제정하는 것이다. 신중을 기하여, 초기에는 스테이블코인의 응용 범위를 제한할 수 있다.

다섯째, 위안화 스테이블코인의 발행은 디지털 위안화를 위해 더욱 적합한 응용 시나리오를 개척할 수 있다. 기술적으로, 스테이블코인과 중앙은행 디지털화폐는 같은데, 왜 여전히 스테이블코인이 있을까? 이 중에는 국제적으로 일부 참여자가 규제 회피를 위한 것도 적지 않지만, 더 핵심적인 것은 메커니즘이 다르고, 응용 시나리오 탐색과 혁신의 동력이 다르다는 것이다.

중앙은행 디지털화폐는 중앙은행이 발행하고 활용 영역 확대를 주도하지만, 상업은행들은 지속적인 수익 창출 구조가 부족해 활용 영역을 적극적으로 넓혀갈 유인이 상대적으로 낮다. 스테이블코인은 상업기관이 발행하는데, 스테이블코인 발행에 상업적 이익이 있어서 응용 시나리오 개척에 필연적으로 전력을 다한다.

동시에, 응용 시나리오와 스테이블코인 특성의 고도 적합성으로 인해, 한편으로는 응용 시나리오의 거래 빈도가 높아질 것이고, 다른 한편으로는

시스템 유지보수도 비교적 쉽고 비용이 비교적 낮다. 스테이블코인이 성공적으로 응용될 수 있는 시나리오는 필연적으로 중앙은행 디지털화폐에 적용되는 시나리오이기도 하다. 따라서 위안화 스테이블코인의 발행은 실제로 디지털 위안화의 보급 응용에 도움이 된다.

여섯째, 기존 은행계좌 인프라와 원활하게 통합되는 위안화 스테이블코인 결제 체계를 새롭게 구축한다. 기술업계는 혁신 과정에서 결제 속도만을 단편적으로 고려하고, 결제 이후의 경제성 연관성을 간과함으로써 가상세계와 현실세계 간의 단절을 만들어냈다. 스테이블코인의 출현 자체가 가상세계와 현실세계 사이에 다리를 놓기를 희망하며, 스테이블코인 발행의 목적은 여전히 법정화폐 형태의 수익을 얻는 데 있다. 만약 위안화 스테이블코인이 초기 설계 단계부터 은행계좌 시스템과의 연동 문제를 효과적으로 해결할 수 있다면, 위안화 스테이블코인은 시장 경쟁력을 높일 수 있을 뿐만 아니라 규제 대응도 더욱 용이해질 것이다.

일곱째, 국제통화 경쟁의 본질은 국가 전체 역량과 공신력의 대결이다. 통화의 결제정산 기술이나 방식 개선이 사용 편의성을 제고할 수는 있으나, 통화 패권 경쟁에서 결정적 변수는 아니다. 달러 신뢰도가 붕괴되면 달러 스테이블코인도 이를 만회할 수 없다. 다만 달러가 현재 국제 기축통화 지위를 유지하는 상황에서 글로벌 신경제 영역에서의 달러 스테이블코인 확산은 당연한 귀결이다. 중국의

위안화 스테이블코인 발행 목적은 달러와의 직접 경쟁보다는 신경제 생태계 지원과 위안화의 국제적 위상 강화에 초점을 맞춰야 한다.

류샤오춘(刘晓春)

상하이신금융연구원(SFI) 부원장

링크: <http://www.cf40.org.cn/article/1/289113>

CSF 이슈분석은 대외경제정책연구원(KIEP)에서 발간하고 있으며, 저작권 정책은 '공공저작물 자유이용허락 표시기준 제 4유형'에 따릅니다. 해당 원고에 대해 사전 동의 없이 상업 상 또는 다른 목적으로 무단 전재·변경·제 3자 배포 등을 금합니다. 또한 본 원고를 인용하시거나 활용하실 경우 △출처 표기 △원본 변경 불가 등의 이용 규칙을 지켜셔야 합니다. 본 원고에 대한 글, 그림, 사진 등 저작권자가 표시되어 있지 않은 모든 자료에 대한 저작권 책임은 저자 본인에게 있으며, 해당 원고의 의견은 KIEP 및 CSF의 공식적인 입장을 대변하고 있지 않습니다.