

RWA 분기별 동향:

3분기 지속적이고 견조한 성장세

관련 자산

 Tether USDT \$1.00 (+0%)	 USDC USDC \$0.9998 (-0.02%)	 Ethena USDe USDe \$0.9996 (-0.02%)
 USDS USDS \$0.9999 (+0.02%)	 PayPal USD PYUSD \$0.9997 (+0%)	

핵심내용

2025년 3분기 RWA 시장은 견조한 성장세를 이어가면서도 시장 참여자의 다변화가 동시에 진전되었다. 스테이블코인을 제외한 총 예치 규모(TRV)는 전분기 대비 28.8% 증가한 322억 달러, 스테이블코인 시가총액은 18.6% 증가한 2,960억 달러로 집계돼 전분기 대비 견조한 성장세를 이어갔으며, Stripe·Robinhood 등 웹2 기업들의 신규 시장 진입도 이어졌다.

섹터별로는 스테이블코인 부문에서 수익형 스테이블코인의 부상과 함께 Tether·Stripe의 스테이블코인 특화 L1 진출이 이어졌다. 토큰화 국채 시장은 여전히 BlackRock의 BUIDL과 이더리움 네트워크가 높은 점유율을 유지하며 안정적인 성장세를 보였다. 토큰화 주식 시장에서는 Robinhood와 Backed Finance를 중심으로 토큰화 주식이 등장했고, 토큰화 대출채권 부문에서는 Figure의 나스닥 상장을 계기로 RWA 대출채권 시장의 제도권 진입이 시작됐다.

이와 함께 미국의 Clarity Act와 Project Crypto를 통한 규제 명확화 움직임이 있었으며, Stripe·Robinhood 등 웹2 기업의 진입으로 RWA 생태계의 산업 확장성도 강화됐다. 전반적으로 3분기 RWA 시장은 규제 명확화와 산업 확장이 병행되며 RWA 시장의 안정성이 강화된 시기로 평가된다.

2025년 10월 24일

코빗 리서치센터 연구위원 강 동 현

지속적이고 견조한 RWA 시장의 성장세

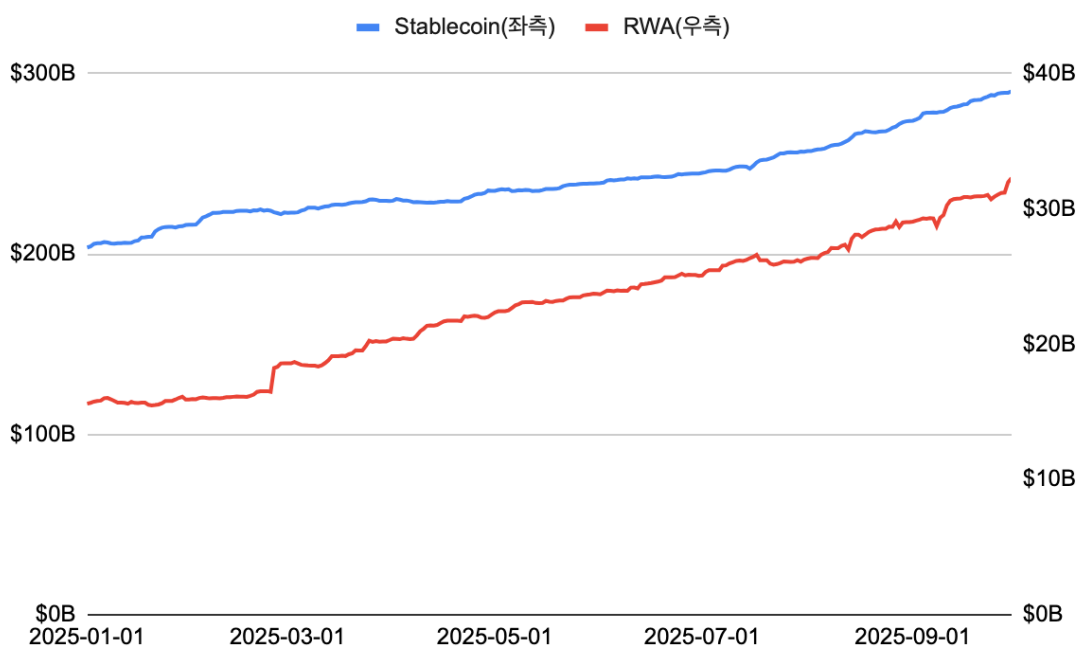
2025년 3분기 RWA(Real World Asset) 시장은 견조한 성장세를 보였다. 스테이블코인을 포함한 전체 시장 규모는 확장세를 이어갔으며, 스테이블코인을 제외한 총 RWA 예치 규모(TRV, Total RWA Value) 역시 전분기 대비 약 28.8% 증가한 322억 달러 수준으로 확대됐다. 스테이블코인 시가총액은 전분기 대비 18.6% 증가한 2,960억 달러를 기록했다(Figure 1).

3분기 RWA 시장의 주요 변화 중 하나는 토큰화 주식 부문의 부상이었다. 대표적인 예로는 Robinhood의 주식 토큰(Stock Token)과 Backed Finance의 xStock이 있다. Robinhood는 6월 30일, 유럽 거주 사용자를 대상으로 미국 주식 및 ETF를 토큰화한 [주식 토큰 발행을 발표](#)하며 토큰화 주식 시장 진입을 선언했다. 동시에 xStock이 크라켄과 바이비트 등 [주요 중앙화 거래소에서 거래를 발표](#)하면서 주식 토큰화 시장은 3분기부터 본격적인 경쟁 구도에 진입했다.

대출채권 토큰화(Credit Tokenization) 부문에서는 대출채권 토큰화 플랫폼 Figure Technology Solution(이하 Figure)가 9월 11일 IPO를 통해 나스닥에 상장하며 RWA 기업 최초로 [미국 주요 증시에 진입](#)했다. Figure는 자사의 Provenance 블록체인을 기반으로 주택담보신용대출 등을 토큰화하여 이를 판매, 거래, 자금조달할 수 있는 마켓을 제공하며, 9월 30일 기준 127억 달러 규모의 대출잔액을 보유한 것으로 나타났다. 다만 상장 직후에는 RWA 데이터의 [불투명성 이슈](#)로 인해 논란이 제기되기도 했다.

Figure 1: 3분기 스테이블코인 및 RWA 시장 시가총액

출처: rwa.xyz, 코빗 리서치, 2025년 10월 1일 기준



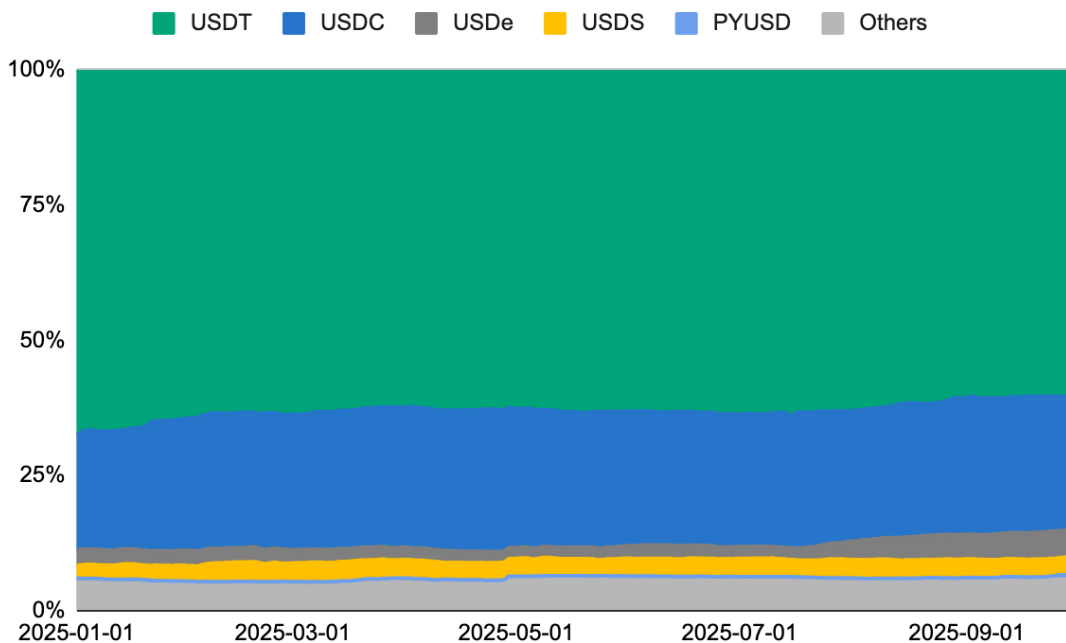
스테이블코인: 강세를 보인 USDe와 특화 L1 경쟁 시작

2025년 6월 Circle의 성공적인 IPO 이후에도 스테이블코인에 대한 관심은 식지 않았고 유동성은 꾸준히 유입됐다. 3분기 스테이블코인 시가총액은 전분기 대비 18.6% 증가해 2,960억 달러를 기록했다. 발행량 점유율은 USDT 1위, USDC 2위 구도가 유지됐고 두 코인의 합산 점유율은 약 85% 수준으로 나타났다(Figure 2). 다만 3분기에는 USDe가 USDS를 추월하면서 3위로 부상했다. USDe 시가총액은 약 174%가 상승했고, 이 성장은 [Pendle](#)과 [Aave](#)를 활용한 [루핑 전략\(레버리지 수익 루프\) 확산](#)의 영향을 크게 받았다. [PYUSD는 올해 4월 연 3.7%의 보상 프로그램을 도입](#)한 이후 발행량이 전분기 대비 154% 증가하는 등 발행 규모가 확대되는 흐름을 보였다(Figure 3).

이처럼 3분기에는 USDe, PYUSD와 같은 ‘수익형 스테이블코인¹’의 부상이 두드러졌다. 이는 스테이블코인이 단순 결제 및 송금 수단에서 벗어나, 예치 보상, 루핑 전략 등 자본 효율적 구조를 보유한 스테이블코인 모델이 새로운 성장 축으로 부상하고 있는 것으로 볼 수 있다. 이러한 흐름은 치열한 경쟁으로 인해 스테이블코인 발행사의 담보 자산에 대한 독점적 이익 구조가 점차 완화되고, 이자 수익이 프로토콜과 사용자 간에 분배되는 양상으로 시장 구조가 재편될 가능성을 시사하고 있다. 따라서 스테이블코인 시장은 장기적으로는 수익 분배 구조와 온체인 자본 효율성을 중심으로 하는 질적 경쟁 국면으로 진화할 수 있다.

Figure 2: 3분기 스테이블코인 발행량 점유율

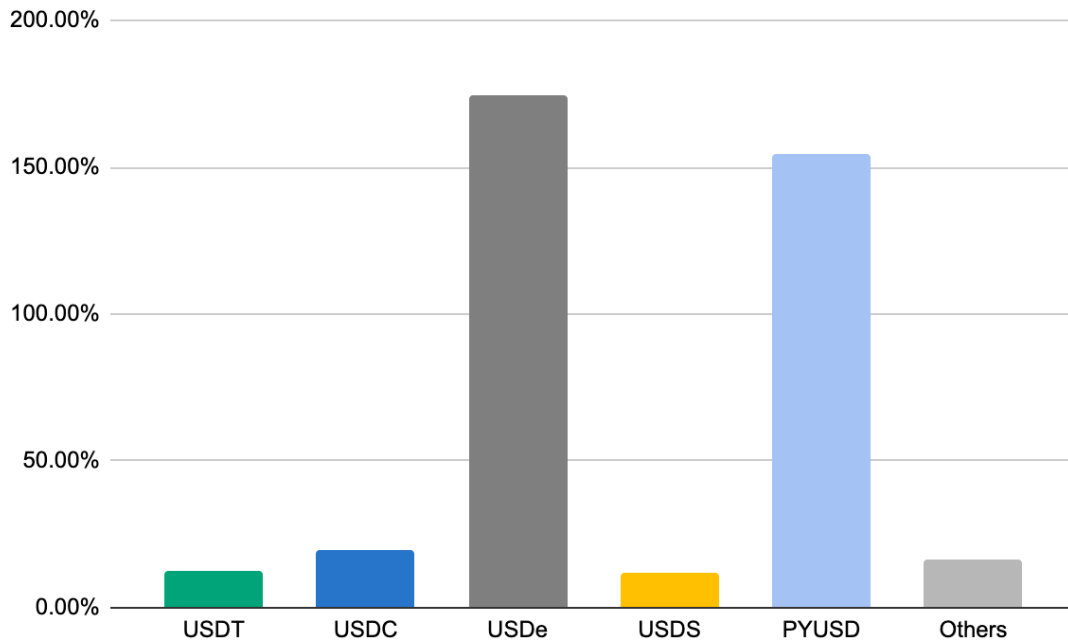
출처: rwa.xyz, 코빗 리서치, 2025년 10월 1일 기준



¹ 여기서의 수익형 스테이블코인은 발행자가 직접 수익을 분배하는 Yield Bearing Stablecoin과 다르다. 예를 들어, PYUSD는 발행사가 팩소스이지만, 운영 및 리워드 지급은 Paypal에서 이루어지고 있다.

Figure 3: 3분기 스테이블코인 발행량 증가율

출처: rwa.xyz, 코빗 리서치, 2025년 10월 1일 기준



2025년 3분기에는 Tether와 Stripe를 중심으로 스테이블코인 특화 L1 생태계 경쟁이 시작되는 흐름이다. USDT 발행사 Tether는 관계사인 Bitfinex를 통해 스테이블코인 결제 특화 체인 Plasma와 Stable에 투자하며 결제 인프라 영역으로 확장을 시작했다. USDT 특화 블록체인인 Stable은 7월 말 [Bitfinex와 Hack VC가 공동으로 리드한 2,800만 달러 규모 시드 라운드를 마무리](#)했으며, Plasma 또한 [2월에 Bitfinex 리드로 투자를 받은](#) 바 있다. Stable은 올해 6월 Tether의 CTO Paolo Ardoio의 어드바이징을 받아 [테스트넷을 출시](#)했으며, 플라즈마도 9월에 [메인넷 베타 및 토큰을 출시](#)했다. 한편 핀테크 기업 Stripe도 9월 4일 Paradigm과 협력해 결제 특화 블록체인 [Tempo를 발표](#)했다.

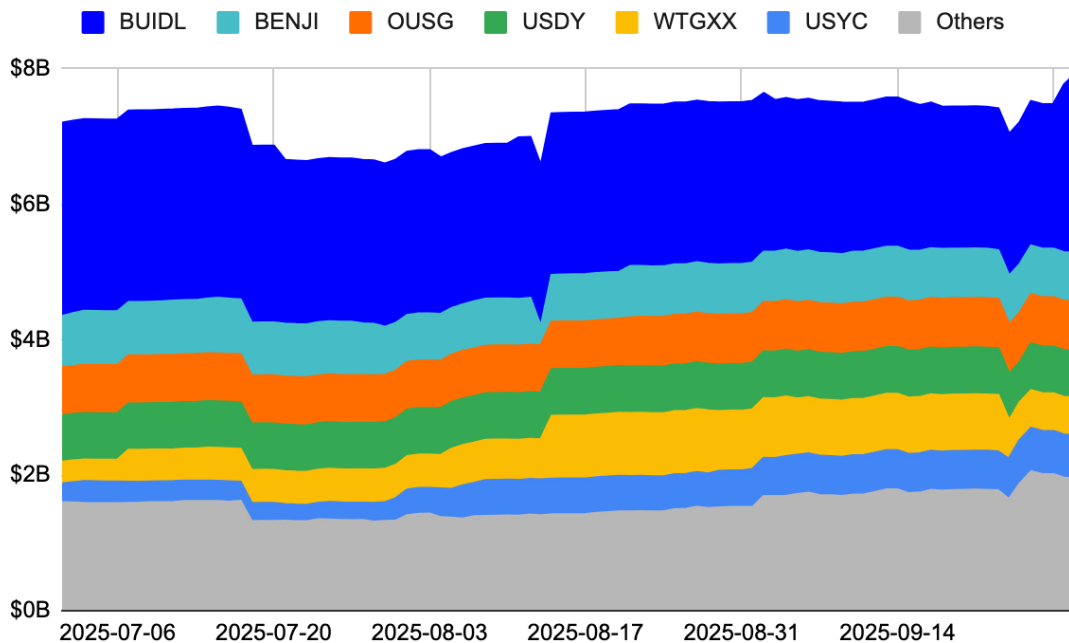
이와 같은 스테이블코인 특화 L1의 출현은 스테이블코인 발행 및 결제 생태계가 기존 범용 퍼블릭 블록체인 의존 구조에서 벗어나 자체 L1을 중심으로 한 인프라 경쟁이 시작되고 있음을 시사한다. 이는 규제 준수 L1 확보와 더불어 트랜잭션 수수료 수익과 결제 데이터 통제권을 확보하려는 시도로 해석되며, 향후 스테이블코인 시장이 단순 자산 발행을 넘어 결제 인프라 주도권을 둘러싼 구조적 경쟁 국면에 접어들 것으로 보인다.

토큰화 국채: 여전히 강세인 BUIDL과 이더리움 네트워크

2025년 3분기 토큰화된 미국 국채 시장은 9.6% 가량 성장한 79억 달러를 기록하며 완만한 성장세를 보였다. 발행사별 점유율을 보면, BlackRock의 BUIDL이 전체의 33%를 차지하며 1위를 유지했다. Ondo Finance의 OUSG는 9.2% 로 2위에 올랐으며, Franklin Templeton의 BENJI 는 9% 를 기록하며 근소한 차이로 3위로 밀려났다. 가장 성장세가 두드러진 자산은 Circle의 MMF 토큰인 USYC로, [7월 24일 BNB 체인에서의 발행과 함께 바이낸스의 기관 커스터디 투자자 지원](#)을 통해 발행량이 129% 가량 상승했다(Figure 4).

Figure 4: 3분기 토큰화 국채 발행량 추이

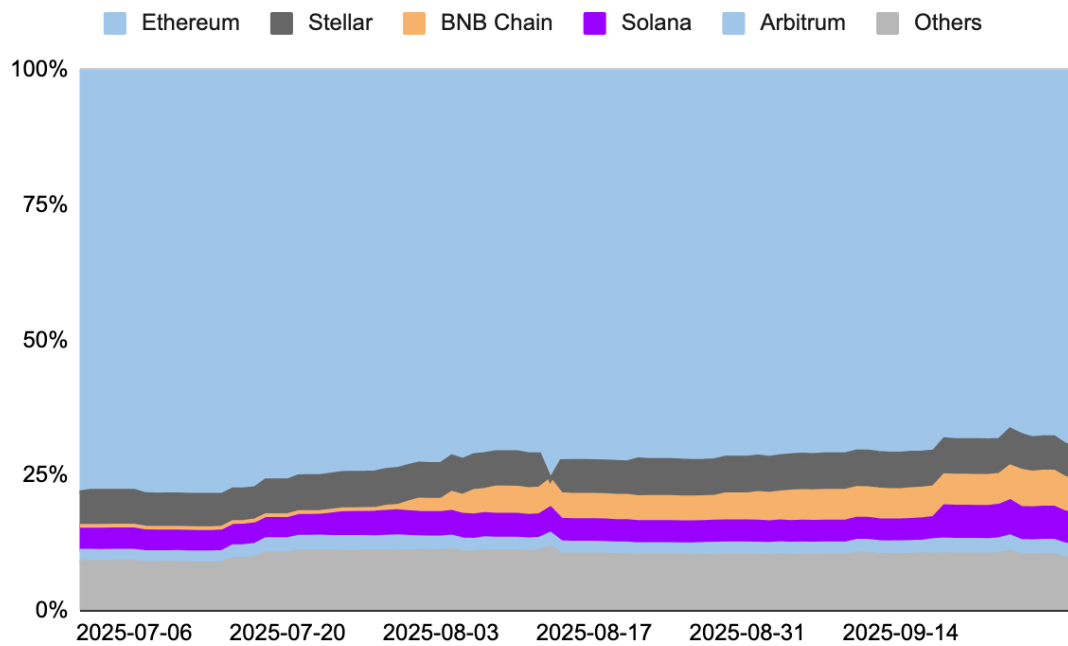
출처: rwa.xyz, 코빗 리서치, 2025년 10월 1일 기준



주요 발행 블록체인 중 이더리움의 비중은 약 70% 수준으로, 토큰화 국채 시장의 중심 네트워크로 입지를 유지했다. 이는 이더리움이 장기간 안정성이 검증된 네트워크라서 기관 투자자들이 선호하기 때문인 것으로 해석된다. 스텔라루멘은 Franklin Templeton이 발행한 BENJI 토큰의 주요 발행 네트워크로, BENJI의 점유율에 힘입어 2위를 유지했다. 3위는 BNB 체인으로, USYC의 발행량이 3분기 들어 빠르게 증가하면서 점유율이 상승했다(Figure 5).

Figure 5: 여전히 이더리움이 강세인 3분기 토큰화 국채 네트워크 점유율

출처: rwa.xyz, 코빗 리서치, 2025년 10월 1일 기준



토큰화 주식: 시장을 양분한 주식 토큰과 xStock

2025년 2분기 말부터 토큰화 주식 시장에 대한 관심이 급격히 높아졌다. 그 중심에는 Robinhood의 주식 토큰(Stock Token)과 Backed Finance의 xStock 이 있다. Robinhood는 6월 30일 [유럽연합\(EU\) 거주자를 대상으로 주식 토큰 출시를 발표](#)했고, Backed Finance 역시 같은 날 [Kraken과 Bybit 등 중앙화 거래소에서의 xStock 거래 개시](#)를 알렸다. 두 상품은 모두 전통 자본시장의 주식과 ETF를 온체인화한다는 공통점을 가지지만, 발행 구조와 온체인 거래 범위에서 뚜렷한 차이를 보인다.

Robinhood의 주식 토큰은 미국 상장 주식 및 ETF 약 200종을 기초로 한 파생상품형(derivative-like) 계약 구조를 취한다. 토큰은 실제 주식의 소유권을 대체하지 않으며, 사용자에게 주가 변동에 노출될 수 있는 계약적 노출만을 제공한다. 반면 xStock은 실물 주식과 1:1로 담보된 완전 페킹 모델이다. xStock은 스위스 내 허가된 금융기관이 기초자산을 커스터디하고 이에 상응하는 토큰을 발행하며, 토큰은 실물 자산과 직접적으로 연동된다.

Robinhood의 주식 토큰은 아비트럼 블록체인에서 발행과 소각만 이루어지며, 실제 거래 체결과 결제는 Robinhood 플랫폼 내에서 처리된다. 사용자는 토큰을 플랫폼 내에서 매수·매도·보유할 수 있지만 외부 지갑이나 다른 플랫폼으로 전송할 수 없다. 즉, 발행 기록은 온체인에 남지만 실제 매매는 오프체인에서 이뤄진다. 반면 xStock은 이더리움과 솔라나 등 퍼블릭 체인에서 직접 거래가 가능하며, DeFi 프로토콜과의 연동을 통해 온체인 활용도가 높다. 또한 Kraken과 Bybit 등 중앙화 거래소에도 상장되어 온·오프체인 양방향 거래 환경을 구성하고 있다.

다만 3분기 토큰화 주식 시장이 성장세를 보이면서 동시에 리스크 요인에 대한 우려도 부각되고 있다. 특히 토큰화 주식과 실제 소유권 간의 불일치 문제가 대표적이다. Robinhood는 7월 초 OpenAI, SpaceX 등 [비상장 기업의 주식 토큰화 계획을 발표](#)했으나, OpenAI 측에서 “해당 토큰은 실제 OpenAI 주식이 아니며, Robinhood와 파트너십을 맺은 사실이 없다”는 [입장 발표](#)를 하며 논란이 일기도 했다. 또한 시장이 이번 분기 큰 주목을 받았음에도 여전히 작은 시장 규모와 유동성 부족 문제도 리스크로 남아있다. 실제 유럽증권시장감독청은 9월 [토큰화 주식은 실제 주식 지분 권리를 부여하고 있지 않으며, 규모가 작고 유동성이 적다는 지적](#)을 하기도 했다.

이처럼 토큰화 주식 시장은 3분기 성장에도 불구하고 여전히 기초자산 소유권 문제 해결과 시장 유동성 확보가 향후 성장의 변수로 남아있음을 보여준다. 특히 Robinhood와 같은 파생상품형 모델은 실물 주식과 연동이 제한되어 기초주가와 토큰 가격 간 일시적 디커플링이 발생할 수 있으며, xStock과 같은 실물 담보형 모델 역시 유동성 부족 시 프리미엄 또는 디스카운트가 발생할 수 있다.

Figure 6: Robinhood의 주식 토큰과 Backed Finance의 xStock 비교

출처: 코빗 리서치, Robinhood, Backed Finance

	Robinhood의 주식 토큰 (Stock Token)	Backed Finance의 xStock
발행 구조	미국 상장 주식 및 ETF를 기초로 한 파생상품형(derivative like) 계약 구조.	실물 주식과 1:1 담보된 완전 폐강 모델.
거래 가능	EU 지역 사용자.	Non-US 글로벌 이용자(일부 제한).
거래 방식	아비트럼에서 발행 및 소각만 실행. 실제 매매는 Robinhood 내부 오프체인 처리.	이더리움, 솔라나 등 퍼블릭 체인에서 온체인 거래 가능.
온체인 활용도	제한적(거래 불가, 전송 불가).	높음(디파이 활용 및 토큰 전송 가능).

대출채권 토큰화: Figure 상장 및 데이터 불확실성 논란

Figure는 2025년 9월 11일 미국 [나스닥 시장에 상장하며 약 7억8천만 달러를 조달](#)했다. 이는 RWA 대출채권 부문이 미국 공모시장에 진입한 첫 사례로 평가됐다. Figure는 주택담보신용대출(HELOC: Home Equity Line of Credit)을 핵심 상품으로 하는 대출채권 토큰화 플랫폼으로, 자체 블록체인 인프라인 Provenance 블록체인을 기반으로 운영된다. Figure는 HELOC 상품을 직접 발행하고, 대출 계약 정보를 Provenance 체인에 기록한 뒤 이를 토큰화하여 기관 투자자에게 유통하는 구조를 채택한다. 다만 온체인 활용 범위는 주로 대출 기록과 자산 토큰의 소유 이력 관리에 한정되며, 실제 서류 증빙 자료 등은 오프체인 시스템에서 관리된다.

이러한 구조를 통해 Figure는 약 127억 달러의 총 예치자산(TVL)을 모으며, RWA 대출채권 부문에서 가장 큰 규모의 온체인 플랫폼으로 자리잡았다. 그러나 9월 Provenance 체인 상 자산 규모를 둘러싼 데이터 부정확성 논란이 발생했다. 9월 10일, Figure의 공동 창립자이자 CEO인 Mike Cagney는 X를 통해 DefiLlama가 Provenance 체인의 X 팔로워 수가 낮다는 이유로 데이터를 집계하지 않고 있다고 공개적으로 [문제를 제기](#)했다. 이에 대해 DefiLlama의 공동 창립자인 0xngmi는 Provenance 블록체인 상의 온체인 잔고 데이터를 근거로, Figure가 보고한 TVL 수치가 실제 자산 규모보다 과대 집계되어 있다고 [반박](#)했다.

논쟁은 일단락됐으나 이러한 논쟁은 단순한 수치 차이를 넘어 ‘RWA 데이터는 온체인 데이터의 투명성·정합성·검증 가능성이 부족하다’는 RWA 시장의 근본 과제를 드러낸다. Figure는 전통 금융과 블록체인 간의 교차 지점에서 실물 자산을 디지털화하는 역할을 하고 있으나, 온체인 상에서는 실물자산의 가치와 부채를 완벽히 검증하기 어렵다는 한계가 여전히 존재한다. 데이터 집계 방식과 실물 커스터디 검증 방법이 통일되지 않은 상황에서, Figure의 사례는 토큰화 규모의 성장보다 신뢰할 수 있는 데이터 인프라 구축이 선행되어야 함을 보여주는 사례로 해석된다. 이러한 한계를 해결하기 위해서는 실물 자산 가격 등의 데이터를 적시에 정확하게 온체인에 표시하는 오라클 서비스와의 긴밀한 협업이 필수적일 것으로 보인다.

규제 명확화와 웹2 기업의 생태계 참여가 두드러진 3분기

2025년 3분기 RWA 시장은 전반적으로 견조한 성장세를 보였으며, 미국 정부의 규제 명확화 움직임과 글로벌 금융기관의 직접 참여가 맞물리면서 RWA 시장의 새로운 성장동력이 확보되고 있다.

7월 17일 미 하원을 통과한 ‘[클래리티 법안\(Clarify Act\)](#)’은 디지털자산의 법적 정의와 관할 기관을 명확히 구분하는 내용을 담고 있다. 해당 법안은 비증권형 디지털자산 및 DeFi·RWA 프로토콜을 CFTC 관할로 포함시킬 수 있는 근거를 마련해, RWA 프로젝트가 SEC 규제 부담 없이 운영될 수 있는 법적 토대를 제시했다. 이어 7월 31일 SEC Paul Atkins 위원장이 제안한 [Project Crypto](#)는 혁신면제제도(Innovation Exemption) 도입을 검토하며, 화이트리스트 등록 및 투명성 보고 의무를 충족한 DeFi 및 RWA 프로토콜에 한해 제한적 파일럿 운영을 허용하는 방향을 제시했다. 이는 제도권 규제 아래에서 토큰화 자산의 실험적 활용을 인정하려는 신호로 해석된다.

이러한 변화는 전임 SEC 체제의 강경한 규제 기조에서 탈피해, 명확한 관할권 구분과 실험적 접근을 병행하는 완화된 정책 환경이 조성되고 있음을 의미한다. 즉 기존 불확실한 법적 해석으로 인해 위축됐던 RWA 시장이 점진적으로 제도권으로 진입할 수 있는 구조적 여건이 마련되고 있다.

이러한 제도적 진전과 더불어 Stripe가 스테이블코인 특화 L1과 결제 네트워크 구축에 나서고 Robinhood가 토큰화 주식 시장에 참여면서, 웹2 기업들의 RWA 생태계 진출이 점차 확장되고 있다. 이들은 이미 RWA 시장에 진입한 BlackRock, Franklin Templeton, Fidelity 등의 금융기관과 달리, 직접 서비스 인프라 구축에 나서면서 그동안 실험적으로 이루어졌던 RWA 시장의 기반을 확대하고 있다.

이처럼 3분기 RWA 시장은 규제 명확화와 웹2 기업의 생태계 참여를 통해 제도적 신뢰성과 산업적 확장성이라는 두 축이 동시에 확보된 시기로 평가된다. RWA는 더이상 단순한 토큰화 실험 차원에서 벗어나, 금융·결제·자산운용 전반에 걸친 새로운 인프라 레이어로 자리잡아가고 있다. 향후 시장의 경쟁은 자산 규모의 확대보다는 법적 정합성, 기술 표준, 데이터 투명성 등 제도권 수용성을 중심으로 전개될 가능성이 높다. 이러한 변화는 RWA가 실물 경제와 제도권 금융 시스템, 그리고 블록체인을 연결하는 지속가능한 성장축으로 진화하고 있음을 시사한다.

작성자

강동현 | Donghyun Kang

2023년 코빗 입사. (現)코빗 리서치 센터 Research Analyst.

(前)Xangle 리서치 애널리스트. 서울대 소비자아동학부 졸업 및 동 대학원 석사 과정 수료.

법적 고지서

본 자료는 투자를 유도하거나 권장할 목적이 아니라 투자자들의 투자 판단에 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치팀이 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나 오차가 발생할 수 있으며, 당사는 어떠한 경우에도 정확성이나 완벽성을 보장하지 않습니다.

따라서 본 자료를 이용하시는 분은 자신의 판단으로 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정을 하시기 바랍니다. 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자 행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다.

본 자료에 나타난 정보, 의견, 예측은 본 자료가 작성된 날짜 기준이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 과거 실적은 미래 실적에 대한 지침이 아니며 미래 수익은 보장되지 않습니다. 경우에 따라 원본의 손실이 발생할 수도 있습니다. 아울러 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자의 개인적인 견해로, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다. 본 자료에 나타난 견해는 당사의 견해와 다를 수 있습니다. 따라서 당사는 본 자료와 다른 의견을 제시할 수도 있습니다.

당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 본 자료에 나타난 모든 의견은 자료 작성자 개인적 견해로서, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었습니다. 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 저작권은 당사에 있고, 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.