DeAsset

MANAGEMENT

RESEARCH REPORT

Breaking the Wall: The Investable RWA Stack

장벽의 해체: 투자 가능한 RWA 스택 — 실물자산의 온체인 이전 과정에서 경제적 가치가 귀속되는 지점

RWA 산업의 7개 핵심 레이어와 27개 투자자산을 전수 분석한다. 지속 가능한 가치 포착(Value Capture)이 발생하는 영역과 상품화된 인프라를 구분한다. 모든 수치의 기준일은 2026년 10월 10일이다.



October 2026 · 한국어판

deasset.io

CONTENTS · 목차

이 보고서의 구성

2026년 10월 기준, 실물자산 토큰화(RWA) 산업의 7개 핵심 레이어(Value Chain Layers)와 27개 투자자산(미국 상장주식 8개, 암호화폐 토큰 19개)을 전수 분석한다. 각 레이어가 실질적인 수익 구조를 갖추었는지, 아니면 상품화된 인프라에 불과한지를 구분하고, 투자자가 확인해야 할 가치 포착(Value Capture) 메커니즘을 정리했다. 모든 수치의 기준일은 2026년 10월 10일이다.

01 **Executive Summary — 핵심 투자 테제**
RWA 7대 밸류체인 분석 · Investment Thesis

02 **발행과 법적 소유권: 토큰화의 관문**
Issuance & Legal Ownership — Securitize · Bullish · Backpack

03 **체인·레일·유통: 상품화되는 인프라**
Chains, Rails & Distribution — Robinhood · Coinbase/Base · Solana · Ethereum · Arbitrum · Chainlink · LayerZero

04 **현금·스테이블코인·결제 자산: 가장 확실한 수익원**
Cash, Stablecoins & Settlement — Circle · Ethena

05 **유동성·시장·파생상품: 수수료가 집적되는 곳**
Liquidity, Markets & Derivatives — Uniswap · Aerodrome · Hyperliquid · Lighter · Derive

06 **국채·머니마켓펀드: 기초자산은 검증, 토큰은 미지수**
Treasuries & Money Funds — WisdomTree · Ondo · Pendle · BlackRock BUIDL

07 **프로그래머블 부채: 온체인 신용시장의 부상**
Programmable Debt — Figure · Maple · Centrifuge · Plume

08 **온체인 뱅킹·금융 앱: 네오뱅크의 전초**
Onchain Banking & Financial Apps — Ether.fi · Aave · Ethena

09 **핵심 리스크**
Key Risks — 토큰-수익 단절 · 언락 물량 · 규제 · 밸류에이션

10 **결론: 투자자에게 주는 의미**
Positioning implications — 포지셔닝 시사점

DeAsset Management 소개. DeAsset Management는 전 세계 투자자들에게 디지털 및 토큰화 시장 전반의 실질적이고 다각화되며 지속 가능한 가치에 대한 접근을 제공하는 탈중앙화 자산운용사이다. 본 보고서는 정보 제공 목적으로 발행되었으며, 말미의 중요 고지사항을 참조하기 바란다.

01 · EXECUTIVE SUMMARY

핵심 투자 테제(Investment Thesis)

실물자산 토큰화(Real-World Asset Tokenization, RWA)는 더 이상 개념적 논의나 실험 단계에 머물러 있지 않다. 2026년 10월 기준, 토큰화된 미국 국채(Tokenized Treasuries), 스테이블코인(Stablecoins), 온체인 신용시장(Onchain Credit Markets)은 이미 수십억 달러 규모의 시장을 형성하고 있다. Circle, Figure, Bullish 등 주요 RWA 관련 기업들도 미국 증시에 상장하면서 산업의 제도권 편입이 본격화되고 있다.

그러나 단순히 'RWA 관련 자산에 투자한다'는 접근만으로는 실질적인 투자 가치를 정확하게 평가하기 어렵다. RWA 산업의 성장과 개별 주식 또는 토큰의 투자수익률은 반드시 비례하지 않기 때문이다.

RWA 산업을 구성하는 7개 핵심 레이어(Value Chain Layers)를 분석한 결과, 장기적으로 지속 가능한 수익과 경제적 가치가 집중되는 영역은 다음 세 가지로 요약된다.

1. **스테이블코인 발행(Stablecoin Issuance)** — 준비자산에서 발생하는 이자수익과 발행·유통 과정에서 창출되는 수익을 확보하는 영역

2. **거래 및 유동성 플랫폼(Trading Venues)** — 거래 수수료를 창출하고, 이를 토큰 바이백(Buyback) 및 소각(Burn)으로 연결하여 보유자에게 경제적 가치를 환원하는 영역

3. **온체인 신용시장(Onchain Credit)** — 대출·차입 및 신용중개를 통해 이자수익과 금융서비스 수수료를 창출하는 영역

반면, 블록체인 네트워크, 결제·정산 인프라 및 유통 채널 역시 RWA 생태계 운영에 필수적인 역할을 수행하지만, 상대적으로 낮은 수익마진과 제한적인 가치 포착(Value Capture) 구조를 보인다.

본 보고서는 RWA 산업의 7개 레이어 전반에 걸쳐 총 27개 투자자산(미국 상장주식 8개, 암호화폐 토큰 19개)을 분석 대상으로 선정하였다. 핵심 분석 결과는 다음 세 가지이다.

첫째, 프로토콜에서 발생하는 수익을 토큰 가치로 직접 연결하는 구조가 투자 매력도를 결정하는 핵심 요소이다. 거래 수수료 또는 프로토콜 수익의 상당 부분을 토큰 바이백 및 소각에 활용하는 프로젝트들이 상대적으로 명확한 가치 귀속(Value Accrual) 메커니즘을 갖추고 있다. 대표적으로 Hyperliquid(HYPE)는 수수료 수익의 약 97~99%, Maple Finance(SYRUP)는 약 25%를 바이백 또는 이에 준하는 가치 귀속(Value Accrual) 구조에 활용하고 있다. Uniswap(UNI) 역시 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)의 가동을 통해 프로토콜의 경제적 성과를 토큰 가치와 연결하는 구조를 갖춘 것으로 평가된다.

둘째, 거버넌스 기능에 국한된 토큰은 플랫폼 성장과 투자자 수익 사이에 구조적 괴리가 존재한다. ARB, ONDO, CFG, ZRO, DRV 등 거버넌스 전용 토큰은 플랫폼의 거래량, 운용자산 및 수익이 증가하더라도 그 경제적 성과가 토큰 보유자에게 직접 귀속되지 않을 수 있다는 한계를 지닌다. 이는 '프로토콜의 사업적 성공이 반드시 해당 토큰의 투자 성과로 이어지지는 않는다'는 RWA 투자에서 가장 중요한 구조적 위험 중 하나이다.

셋째, 토큰화 금융상품의 사업적 성공과 관련 토큰의 투자 가치는 명확히 구분해야 한다. 토큰화 펀드는 이미 사업적 타당성을 입증하고 있으나, 해당 금융상품의 성장 자체가 관련 기업 주식이나 거버넌스 토큰의 가치 상승을 보장하지는 않는다. 예를 들어 BlackRock의 토큰화 머니마켓펀드 BUIDL은 약 28억 달러 규모로 성장했지만, 이는 BlackRock(BLK)의 시가총액과 비교하면 제한적인 비중에 해당한다. 마찬가지로 Ondo Finance의 ONDO 토큰은 프로토콜 수익을 보유자에게 직접 배분하는 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 부재하여, 기초 사업의 성장과 토큰의 경제적 가치 사이에 괴리가 발생할 수 있다.

$429M
Hyperliquid 2026년 누적 프로토콜 매출 (97~99% 바이백·소각)

$73.3B
USDC 유통량(2분기 말 기준) — 준비자산 운용 이자가 Circle 매출의 95.2%

$4.8B
Maple(SYRUP) 운용자산 대비 토큰 시총 $270M

DEASSET VIEW: FEE SWITCH를 확인하라

RWA 토큰 매수 전 단 하나의 질문으로 후보의 80%를 걸러낼 수 있다 — '프로토콜 수수료가 이 토큰에 환원되는가?' 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 작동 중인 토큰(HYPE·UNI·AERO·SYRUP·LIT·ETHFI)과 거버넌스 전용 토큰의 장기 수익률은 구조적으로 엇갈린다. 본문에서는 레이어별로 이 기준을 적용했다.

모든 수치의 기준일은 2026년 10월 10일. 주식 가격은 당일 시세, 토큰 시가총액은 Finnhub/MetaMask/DeFiLlama 계열 소스 기준. '미확인' 표기는 공식 출처에서 검증되지 않은 항목.

02 · ISSUANCE & LEGAL OWNERSHIP

발행과 법적 소유권: 토큰화의 관문

토큰화의 첫 단계는 실물자산을 온체인에 등록하는 발행(Issuance)과 이에 대한 법적 소유권을 연결하는 작업이다. 이 레이어는 RWA 시장의 관문(Gateway) 역할을 수행하나, 관문을 통제한다고 해서 반드시 경제적 수익이 발생하는 것은 아니다. 현재 상장 또는 발행된 세 플레이어는 이 질문에 각기 다른 답을 제시한다.

> **Securitize (SECZ, 미국 상장)** — 토큰화 증권 발행 분야의 선도 업체다. 플랫폼 운용자산(AUM)은 약 50억 달러, 시가총액은 약 21억 달러에 달한다. 핵심 쟁점은 밸류에이션과 수익성이다. TTM(최근 12개월) 매출 대비 약 60배의 밸류에이션에 거래되는 적자 기업으로, 성장 기대가 주가에 상당 부분 선반영되어 있다. BlackRock BUIDL의 운용자산은 집계 기준에 따라 약 28억 달러(9월 초 시장점유율 기준)와 5.52억 달러(9월 24일, Securitize 플랫폼 경유분)로 엇갈리는데, 이는 BUIDL 전체가 아닌 Securitize 플랫폼을 경유한 물량만을 집계한 데 따른 차이로 판단된다. EQUITY

> **Bullish (BLSH, 미국 상장)** — 토큰화 자산 전문 거래소다. 시가총액 약 49억 달러, TTM 매출 3.01억 달러를 기록 중이나 적자 상태이다. 거래소 사업 자체는 거래 수수료를 포착하는 구조를 갖추었으나, 수익성은 아직 입증되지 않았다. EQUITY

> **Backpack (BP, 토큰)** — 시가총액 약 3억 달러, 완전희석가치(FDV, Fully Diluted Valuation) 12.1억 달러의 거래소 토큰이다. 스테이킹 시 향후 기업공개(IPO) 주식으로 전환되는 신규 구조가 특징이나, '수수료 수익의 40%를 바이백·소각에 활용한다'는 주장은 2026년 6월 2차 출처의 요약에 그쳐 공식 문서에서 확인되지 않았다(미확인). 유통량의 75%가 락업(Lock-up) 상태로, 향후 물량 부담이 크다. TOKEN

~60x	75%	$301M
SECZ의 TTM 매출 대비 밸류에이션 (적자)	BP 토큰 락업 비중 — 유통 물량 부담	Bullish TTM 매출 (적자 지속)

DEASSET VIEW: 관문은 비싸다

발행 레이어는 RWA 산업 성장의 최대 수혜처로 인식되나, 현재 상장된 플레이어들은 기대감이 밸류에이션에 선반영된 상태이거나(SECZ, TTM 매출 대비 60배, 적자), 토큰의 경제적 구조가 미검증(BP) 단계에 있다. 이 레이어에 대한 투자는 'RWA 시장 확대에 연동되는 베타(Beta)성 투자'에 가까우며, 실제 현금흐름에 기반한 투자 기회는 하위 레이어에서 모색하는 것이 바람직하다. 이러한 근거에서 본 보고서의 레이어 투자 매력도 순위상 이 레이어는 4위에 해당한다.

SECZ 상장일: 2026년 7월 2일(가격 기록·Crypto Briefing 기준). 2025년 5월 상장이라는 일부 출처는 오류로 판단.

체인·레일·유통: 상품화되는 인프라

RWA가 이동하는 경로인 블록체인 네트워크(체인)와 이를 운영하는 유통 주체들을 다룬다. 결론부터 제시하면, 이 레이어는 7개 레이어 중 상품화(Commoditization)가 가장 빠르게 진행되는 영역이다. 네트워크 인프라는 생태계 운영에 필수적이나, 그에 대한 경제적 대가는 제한적이다. 투자 관점에서는 인프라 자체보다 그 위에서 발생하는 수수료를 포착하는 유통·거래 주체(HOOD·COIN의 상장주식)에 주목할 필요가 있다.

> **Robinhood (HOOD, 미국 상장)** — 시가총액 약 980억 달러(주가 $109.02). RWA와의 접점은 자체 블록체인인 Robinhood Chain으로, 출시부터 9월 23일까지 약 5,020만 달러의 네트워크 수수료를 기록했다. 방대한 개인투자자 유통망과 수수료 수익이 결합된, 상장주식다운 가치 포착 구조를 갖추었다. EQUITY

> **Coinbase / Base (COIN, 미국 상장)** — 시가총액 약 473억 달러(주가 $179.39). 자체 레이어2 네트워크인 Base의 예치자산(TVL)은 64억 달러에 달하며, 시퀀서(Sequencer) 수수료가 본사에 귀속되는 구조이다. EQUITY

> **Solana (SOL)** — 시가총액 약 646억 달러(개당 ~$109.5). 9월 애플리케이션 매출 1.44억 달러로 실사용 지표는 견조하나, 화폐적 성격의 L1 자산으로서의 가치와 RWA 산업 수혜 간의 연결은 간접적이다. TOKEN

> **Ethereum (ETH)** — 시가총액 약 3,040억 달러(개당 ~$2,489). 토큰화 자산의 주력 정산 레이어이다. 다만 ETH 보유자에게 직접 귀속되는 수익 배분 구조는 존재하지 않는다. TOKEN

> **Arbitrum (ARB)** — 시가총액 약 12.5억 달러(개당 ~$0.185). 수익 청구권이 없는 거버넌스 전용 구조이며, 토큰 베스팅(Vesting)이 2027년 3월까지 이어진다. 본 분석 기준상 투자 우선순위에서 제외한다. TOKEN

> **Chainlink (LINK)** — 시가총액 약 98억 달러(개당 ~$12.91). 실물자산의 온체인 가격 반영에 필수적인 인프라를 제공하나, 토큰 가치와 프로토콜 수익 간의 연동은 제한적이다. TOKEN

> **LayerZero (ZRO)** — 시가총액 약 8.41억 달러(개당 ~$2.03). 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 비활성 상태로, 크로스체인 메시지 수수료가 토큰 보유자에게 귀속되지 않는다. TOKEN

$50.2M
Robinhood Chain 누적 수수료 (출시 ~9/23)

$6.4B
Base TVL — 시퀀서 수수료는 COIN에 귀속

$144M
Solana 9월 앱 매출 — 실사용은 견조

DEASSET VIEW: 길을 사지 말고 통행료를 사라

체인 토큰은 RWA 산업의 성장에 대한 베타(Beta)를 제공하는 직접적인 투자 수단이나, 네트워크 수수료가 토큰 보유자에게 환원되지 않는 구조가 대부분이다. 동일한 테마에 투자한다면 시퀀서·유통 수수료가 주주에게 귀속되는 HOOD·COIN과 같은 상장주식이 현금흐름 기준으로 명확한 대안이다. ARB·ZRO처럼 수익 청구권이 부재한 토큰은 RWA 테마로 포장되더라도 매수 대상이 아니다.

04 · CASH, STABLECOINS & SETTLEMENT ASSETS

현금·스테이블코인·결제 자산: 가장 확실한 수익원

7개 레이어 중 투자 매력도 1위에 해당하는 영역이다. 근거는 단순하다. 스테이블코인 발행(Stablecoin Issuance)은 준비자산 운용에서 발생하는 이자수익(Float Income)이라는 검증된 현금흐름을 창출하며, 해당 수익이 발행 주체에 귀속되는 구조가 명확하기 때문이다. RWA 시장의 현금 결제 구간(Cash Leg) 역할을 수행하면서 금리 환경이 유지되는 한 경기 사이클과 무관하게 수익이 누적되는 특성을 지닌다.

> **Circle (CRCL, 미국 상장)** — 시가총액 약 215억 달러(주가 $84.51)의 USDC 발행사다. 2026년 2분기 매출 7.01억 달러 중 95.2%가 준비자산 운용 이자에서 발생했다. USDC 유통량 733억 달러(2분기 말 기준) 자체가 이자 발생 자산으로 기능한다. 금리 민감도는 리스크인 동시에 기회 요인으로 작용한다. EQUITY

> **Ethena (ENA, 토큰)** — 시가총액 약 29.5억 달러(개당 약 $0.22)의 합성 달러 프로토콜 토큰이다. USDe 발행 규모는 약 50억 달러다. 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)은 USDe 규모 75억 달러 돌파 시 작동하는 조건부 구조로, 현재는 비활성 상태이다. 10월 5일 발생한 언락(Unlock) 물량의 소화 추이에 유의해야 한다.
>
> TOKEN

95.2%	$73.3B	$7.5B
Circle 2분기 매출 중 준비자산 운용 이자 비중	USDC 유통량(2분기 말 기준) — 이자를 낳는 자산	ENA 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch) 작동 조건 (USDe 규모, 현재 미달)

DEASSET VIEW: RWA의 현금흐름 1순위

스택 전체에서 비즈니스 모델이 가장 단순하고 검증된 레이어이다. CRCL은 금리 환경이 유지되는 한 준비자산 운용 이자가 자동 누적되는 구조이며, ENA는 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 작동하는 USDe 75억 달러 돌파 여부를 투자 판단의 기점으로 삼으면 된다. 이 레이어는 본 보고서의 투자 매력도 기준에서 가장 높게 평가된다. 다만 현 시점에서 1위 평가의 근거는 사실상 CRCL에 집중되어 있으며, ENA는 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)의 작동 조건을 충족하는 경우에 편입 대상이 된다.

05 · LIQUIDITY, MARKETS & DERIVATIVES

유동성·시장·파생상품: 수수료가 집적되는 곳

투자 매력도 2위에 해당하는 영역이다. 토큰화된 자산이 거래되는 순간 거래 수수료가 발생하며, 이 레이어의 선도 프로젝트들은 해당 수수료를 토큰 보유자에게 환원하는 구조를 갖추었다. 종목 선별의 핵심 기준은 바이백(Buyback)·소각(Burn) 메커니즘의 실제 작동 여부이다.

Hyperliquid (HYPE) — 시가총액 약 220억 달러(개당 ~$87, 10/8 기준). 2026년 누적 프로토콜 매출 4.29억 달러 중 약 97~99%를 토큰 바이백·소각에 투입하고 있다. 본 보고서 분석 대상 중 가치 귀속(Value Accrual) 구조가 가장 적극적인 종목으로 평가된다. TOKEN

Uniswap (UNI) — 시가총액 약 46억 달러(개당 ~$7.47). 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 2025년 12월부터 가동 중이며, 1억 개 소각 실적을 기록했다. 토큰 보유자에 대한 경제적 환원이 뒤늦게나마 시작되었다는 점에서 의미가 있다. TOKEN

Aerodrome (AERO) — 시가총액 약 8.08억 달러(개당 ~$0.80). 최근 30일 프로토콜 매출 1,470만 달러를 기록했으며, 투표 예치(Vote-Escrow, ve) 구조를 통해 거래 수수료를 포착한다. TOKEN

Lighter (LIT) — 시가총액 약 8.93억 달러(개당 ~$3.57). 시간가중평균가격(TWAP) 방식의 바이백을 실행 중이나, 유통량의 75%가 락업 상태로 향후 물량 부담이 크다. TOKEN

Derive (DRV) — 시가총액 약 5.06억 달러(개당 ~$0.54, 10/9 기준). V3를 10월 8일에 출시했으나, 토큰은 거버넌스 전용으로 프로토콜 수익과의 연동이 부재하다. TOKEN

97~99%	$14.7M	2025.12
HYPE 매출 중 바이백·소각 비율	Aerodrome 30일 프로토콜 매출	Uniswap 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch) 가동 시점

DEASSET VIEW: 거래량은 거짓말하지 않는다

이 레이어의 승패를 가르는 기준은 단순하다. 실제 거래가 발생하여 수수료가 창출되고, 그 수수료가 토큰 보유자에게 환원되는가. HYPE·UNI·AERO는 이 기준을 통과한다. LIT는 구조는 양호하나 락업 물량이, DRV는 프로토콜 수익과의 단절이 각각 부담으로 작용하여 우선순위에서 밀린다. 파생상품 거래의 온체인 이전은 구조적 추세이므로, 이 레이어는 본 보고서의 투자 매력도 기준에서 높게 평가된다.

06 · TREASURIES & MONEY FUNDS

국채·머니마켓펀드: 기초자산은 검증, 토큰은 미지수

투자 매력도 6위에 해당하는 영역이다. 토큰화 미국 국채(Tokenized Treasuries)와 머니마켓펀드는 RWA 영역 중 가장 먼저 상품으로서의 적합성을 입증했다. 그러나 역설적인 구조가 존재한다. **기초자산(Underlying Asset)은 검증되었으나, 그 위에 발행된 토큰들은 대부분 투자 대상으로서의 요건을 갖추지 못했다.** 이 레이어에서 명확한 투자 수단은 토큰이 아니라 상장주식(WisdomTree)이다.

> **WisdomTree (WT, 미국 상장)** — 시가총액 약 35억 달러(주가 $22.61). 토큰화 운용자산 12억 달러 이상. 전통 자산운용 본업에 토큰화 발행 파이프라인이 결합된 구조로, 이 레이어에서 가장 명확한 투자 대안으로 평가된다. EQUITY

> **Ondo (ONDO, 토큰)** — 시가총액 약 22.9억 달러(개당 ~$0.497). 플랫폼 예치자산(TVL) 35억 달러로 사업 규모 자체는 크나, 토큰에는 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)이 부재하여 플랫폼 성장과 토큰 가치 간의 연결고리가 단절되어 있다. TOKEN

> **Pendle (PENDLE, 토큰)** — 시가총액 약 3.96억 달러(개당 ~$2.13). 미래 수익률을 토큰화한다는 독특한 입지를 확보했으나, 토큰 보유자에게 공유되는 수익 규모는 제한적이다. TOKEN

> **BlackRock / BUIDL (BLK, 미국 상장)** — 시가총액 1,650~1,730억 달러(주가 $1,082.39). BUIDL 운용자산은 약 28억 달러(9월 초 시장점유율 기준)와 5.52억 달러(9월 24일, Securitize 경유분)로 집계 기준에 따라 갈린다. 어느 기준을 적용하더라도 BLK 시가총액 대비 비중은 미미하여, RWA 테마에 대한 투자 노출이라기보다 부가적인 성격에 가깝다. EQUITY

$1.2B+
WisdomTree 토큰화 운용자산

$3.5B
Ondo 플랫폼 TVL — 토큰과 단절

~$2.8B
BUIDL 운용자산 (BLK 대비 미미)

DEASSET VIEW: 자산을 사라, 토큰을 사지 마라

이 레이어가 주는 교훈은 명확하다. 토큰화 국채라는 금융상품은 우수하나, 이를 담은 토큰(ONDO·PENDLE)의 수익 배분 구조는 취약하다. 동일한 테마에 투자한다면 운용 수수료가 주주에게 귀속되는 WT와 같은 상장주식이 우월한 대안이며, BUIDL을 BlackRock 매수의 근거로 삼기는 어렵다.

BUIDL AUM 수치는 집계 기준 차이로 병기. BLK 시가총액은 당일 출처별 1,650~1,730억 달러 범위.

07 · PROGRAMMABLE DEBT

프로그래머블 부채: 온체인 신용시장의 부상

투자 매력도 3위에 해당하는 영역이다. 온체인 사모신용(Onchain Private Credit)은 RWA 영역 중 가장 빠르게 성장하는 분야 중 하나이다. 대출 실행(Origination), 이자 배분, 담보 관리가 스마트컨트랙트로 자동화되면서 전통 사모신용 대비 비용 구조가 경량화되었다. 이 레이어의 특징은 상장주식(Figure)과 암호화폐 토큰(Maple) 모두 현금흐름과 연결된 사례가 존재한다는 점이다.

> **Figure (FIGR, 미국 상장)** — 시가총액 약 61억 달러(주가 $28.54). 2026년 2분기 순매출 2.26억 달러(전년 동기 대비 +113%), 순이익 8,700만 달러를 기록한 흑자 기업이다. 블록체인 기반 대출 실행(Origination)이 실제 이익으로 입증된 드문 사례이다. EQUITY

> **Maple (SYRUP, 토큰)** — 시가총액 약 2.7억 달러(개당 ~$0.23). 운용자산 48억 달러 대비 토큰 시가총액이 현저히 낮으며, 프로토콜 매출의 25%를 토큰 바이백에 투입한다. 운용자산 대비 시가총액의 괴리가 큰 대표 종목이다. TOKEN

> **Centrifuge (CFG, 토큰)** — 개당 약 $0.14, 시가총액 약 7,500만 달러 수준의 실물자산 대출 프로토콜 토큰이다. 다만 유통량이 3.8억 개와 5.77억 개로 출처별로 상충되어 미확인으로 표기한다. 토큰의 수수료 포착 구조가 부재하여 투자 우선순위에서 제외한다. TOKEN

> **Plume (PLUME, 토큰)** — 개당 약 $0.018, 시가총액 약 1.2억 달러의 RWA 특화 블록체인 토큰이다. 프로토콜 수수료 매출이 부재하고 베스팅(Vesting) 물량 부담이 존재하여 본 분석 기준상 투자 우선순위에서 제외한다. TOKEN

+113%	25%	$4.8B
Figure 2분기 순매출 성장률 (흑자)	Maple 매출 중 바이백 비중	Maple 운용자산 대비 시총 $270M

DEASSET VIEW: 신용은 숫자로 말한다

온체인 신용은 서사(Narrative)가 아니라 대차대조표로 평가해야 한다. FIGR는 흑자 전환과 113%의 매출 성장으로, SYRUP는 운용자산 대비 시가총액의 괴리와 바이백 구조로 각자의 투자 논리를 제시했다. 반면 CFG·PLUME처럼 수수료 포착 구조가 부재한 토큰은 이 레이어에서도 매수 대상이 아니다. 신용 사이클 하강 국면에서 연체율 추이가 다음에 확인해야 할 핵심 대목이다.

CFG 유통량·시가총액은 출처 간 상충으로 미확인. PLUME 수수료 매출 없음은 공식 자료 기준.

08 · ONCHAIN BANKING & FINANCIAL APPLICATIONS

온체인 뱅킹·금융 앱: 네오뱅크의 전초

투자 매력도 5위에 해당하는 영역이다. 차입(Borrow), 수익 창출(Earn), 지출(Spend), 포트폴리오 관리가 이루어지는 온체인 금융 애플리케이션 레이어이다. RWA의 최종 사용자 접점이라는 점에서 전략적 가치는 크나, 토큰의 가치 포착(Value Capture) 양상은 종목별로 엇갈린다.

> **Ether.fi (ETHFI, 토큰)** — 시가총액 약 6.8억 달러(개당 ~$0.68). 월 약 130만 달러 규모(커뮤니티 추정치 기준)의 토큰 바이백이 진행 중이다. 프로토콜 현금흐름이 토큰 보유자에게 환원되는 구조가 작동하는 몇 안 되는 뱅킹 레이어 토큰이다. TOKEN

> **Aave (AAVE, 토큰)** — 시가총액 약 26억 달러(개당 ~$165). 예치자산(TVL) 190억 달러를 운용하며, Horizon RWA 마켓을 통해 실물자산 담보 대출 영역으로 진출했다. 그러나 토큰에는 직접적인 수익 청구권이 부재하여, 플랫폼 성장과 토큰 가치 간의 연결이 취약하다. TOKEN

> **Ethena (ENA, 토큰)** — 스테이블코인 레이어(섹션 04)에서 분석한 Ethena다. 온체인 뱅킹 접점에서도 USDe의 결제·담보 활용 여부가 관건이나, 수수료 전환 메커니즘(Fee Switch) 비활성 상태는 동일하다. TOKEN

~$1.3M/mo
ETHFI 월간 바이백 규모 (커뮤니티 추정치 기준)

$19B
Aave TVL — Horizon RWA 마켓 포함

DEASSET VIEW: 접점은 넓고, 포착은 좁다

온체인 뱅킹은 RWA 대중화의 전면에 서게 될 레이어이나, 투자 판단의 기준은 냉정해야 한다. ETHFI처럼 바이백이 작동하는 토큰과 AAVE처럼 그렇지 않은 토큰 간의 간극이 크다. 사용자 수나 예치자산 규모가 아니라 '프로토콜 수수료가 토큰 보유자에게 환원되는가'라는 단일 기준으로 판단한다.

09 · KEY RISKS

핵심 리스크

1. 토큰-수익의 구조적 단절

RWA 스택에서 가장 중요한 구조적 리스크다. ARB·ONDO·CFG·ZRO·DRV·AAVE·LINK와 같이 플랫폼이 성장해도 토큰 보유자에게 프로토콜 수수료가 환원되지 않는 거버넌스 전용 토큰은 분석 대상 19개 토큰 중 7개(약 37%)를 차지한다. 'RWA 테마'라는 이유만으로 이러한 토큰을 매수하는 것은 플랫폼이 아니라 서사(Narrative)에 투자하는 것과 같다.

2. 언락(Unlock)·베스팅(Vesting) 물량

BP와 LIT는 유통량의 75%가 락업 상태이며, ARB는 2027년 3월까지 베스팅이 이어지고, ENA는 10월 5일 언락 물량을 소화하는 중이다. 바이백이 아무리 적극적이어도(HYPE 97~99%) 신규 유통 물량이 이를 상쇄할 수 있으므로, 언락 일정은 매수 전 필수 점검 항목이다.

3. 규제: 제한적 샌드박스

미국 SEC의 Innovation Exemption은 적용 범위가 제한적인 규제 샌드박스(Regulatory Sandbox) 성격의 제도이다. 토큰화 증권이 본격적인 유통 단계로 진입할 때 규제 해석이 변경되면, 발행·유통 레이어(SECZ·BLSH·HOOD)의 사업 모델이 직접적인 영향을 받는다.

4. 밸류에이션과 금리 민감도

SECZ는 TTM 매출의 약 60배에 거래되는 적자 기업이며, Bullish 역시 적자 상태이다. 성장 기대가 선반영된 구간에서의 진입은 하방 리스크가 크다. 한편 Circle 매출의 95.2%가 준비자산 운용 이자이므로, 금리 하락기에는 스테이블코인 발행사의 이익이 직접 타격을 받는다.

> **DEASSET VIEW: 리스크도 레이어별로 다르다**
>
> 단일한 'RWA 리스크'는 존재하지 않는다. 인프라 레이어의 리스크는 상품화(Commoditization)와 밸류에이션, 토큰 레이어의 리스크는 수익 단절과 물량 부담, 발행 레이어의 리스크는 규제 환경의 변화이다. 포지션 구축 전 각 레이어의 리스크 성격을 구분하여 규모를 조정해야 한다.

10 · CONCLUSION

결론: 투자자에게 주는 의미

실물자산의 온체인 이전은 되돌릴 수 없는 구조적 추세이다. 그러나 스택 전체에 균등한 비중으로 투자하는 것은 비효율적이다. 본 보고서의 분석을 7개 레이어의 투자 매력도 순위로 정리하면 다음과 같다. 이 순위는 레이어 전체의 구조적 평가이며, 개별 종목의 예외 사항은 각 레이어 본문을 참조해야 한다.

순위	레이어	핵심 근거
1	현금·스테이블코인·결제	검증된 준비금 운용 현금흐름(CRCL)
2	유동성·시장·파생상품	토큰 환원으로 연결되는 수수료(HYPE·UNI·AERO)
3	프로그래머블 부채	흑자 전환 및 운용자산 대비 저평가(FIGR·SYRUP)
4	발행·법적 소유권	관문이나 고평가 또는 미검증(SECZ·BLSH·BP)
5	온체인 뱅킹·금융 앱	접점은 넓고 포착은 종목별(ETHFI 대비 AAVE)
6	국채·머니마켓펀드	기초자산은 양호하나 토큰 구조 취약 — 주식(WT)이 대안
7	체인·레일·유통	상품화된 인프라 — 주식(HOOD·COIN)이 우월

종목 선정 시 네 가지 기준만을 확인하면 된다. **수수료 전환 메커니즘(Fee Switch)의 작동 여부, 현금흐름의 존재, 언락 일정의 도래 시점, 밸류에이션의 합리성**이다. 이 네 기준을 통과한 자산 — CRCL의 준비자산 운용 이자, HYPE·SYRUP의 바이백, FIGR의 흑자 전환 — 에 RWA 포트폴리오의 무게중심을 두는 것이 본 보고서의 결론이다.

> **DEASSET VIEW: RWA는 테마가 아니라 현금흐름이다**
>
> 2026년의 RWA 시장은 2021년의 DeFi Summer와는 결이 다르다. 실제 매출, 실제 바이백, 실제 흑자가 측정 가능해졌으며, 그 숫자의 유무가 투자 성패를 가른다. 네 가지 기준을 통과한 자산은 본 보고서의 분석 틀에서 가장 높은 평가를 받는다.

본 보고서의 모든 수치 기준일은 2026년 10월 10일. 출처 URL 목록은 DeAsset 리서치 아카이브의 원본 리서치 노트에 수록.

출처

본 보고서의 수치는 2026년 10월 10일 기준이며, 아래 공개 출처에서 확인하였다. 전체 리서치 노트(항목 28건 분석 전문 — Ethena가 2개 레이어에 중복 포함되며, 고유 자산은 27개)는 DeAsset 리서치 아카이브에 보관되어 있다.

시가총액·가격

주식: wallstreetzen.com (SECZ), stockanalysis.com (BLSH·HOOD·COIN·CRCL·WT·BLK), finnhub.io (FIGR) — 2026년 10월 8~10일 기준.
토큰: finnhub.io (SOL·ETH·ENA·LINK·ZRO·ONDO·PENDLE·ETHFI·AAVE), metamask.io/price (SOL·ETH·UNI·ARB·AERO), etnownews.com (BP), coinstats.app (HYPE), techgraph.co (LIT), mexc.com (DRV), cryptobriefing.com (PLUME), bingx.com (SYRUP), blockspot.io (CFG) — 2026년 10월 7~10일 기준.

실적·펀더멘털

americanbankingnews.com (Securitize Q2 매출 $14.44M), defenseworld.net (Bullish Q2 매출 $92.62M), americanbankingnews.com (Robinhood Q2 매출 $13.1억), themarketsdaily.com (Coinbase Q2 매출 $12.2억), news.dropstab.com (Circle Q2 매출 $7.01억·USDC $733억), globenewswire.com (Figure Q2 순매출 $2.26억·9월 잠정치), businesswire.com (WisdomTree 토큰화 AUM $12억 돌파, 2026년 9월 29일).

프로토콜 데이터

defillama.com (Pendle TVL·수수료), analyticsinsight.net (Solana 9월 앱 매출), solanacompass.com (체인 수수료), coinlaw.io (Chainlink 수수료·CCIP), coinstats.app (Aerodrome·LayerZero·Aave 수수료/TVL), github.com/amexover (Aave 펀더멘털).

뉴스·촉매

cryptobriefing.com (Backpack SEC exemption, 10/2), cryptonews.net (Robinhood Chain 수수료 $50.2M, 9/29), memeburn.com (Arbitrum 9월 매출), morningstar.com (Securitize AUM $50억, 10/8), pluang.com (Ondo Stocks TVL $12.6억), en.coin-turk.com (BUIDL $28억), tradersunion.com (Maple AUM $48억), cryptocompass.com (Plume Vaults TVL $2.33억), cryptotimes.io (HYPE 지표), tokenpost.com (ENA/USDe), coinstats.app (ETHFI 바이백), btcusa.com (Aerodrome 마이그레이션).

DISCLAIMER

중요 고지사항

본 보고서는 DeAsset Management가 정보 제공 및 교육 목적으로 발행한 것으로, 투자 자문, 유가증권·금융상품의 매수·매도의 청약 또는 권유가 아니며, 본문에 언급된 자산·프로토콜·전략에 대한 추천하는 것이 아닙니다.

디지털자산은 변동성이 크고 원금 손실 가능성을 포함한 높은 수준의 위험을 수반합니다. 과거 성과는 미래 성과를 보장하지 않습니다. 본 보고서에 인용된 시장 데이터는 신뢰할 수 있다고 판단되는 출처에서 입수하였으나, DeAsset Management는 그 정확성·완전성에 대해 어떠한 진술도 하지 않으며 오류나 누락에 대해 책임을 지지 않습니다.

미래예측성 진술·추정·전망은 가정에 기반하며 불확실성을 내포합니다. 실제 결과는 크게 달라질 수 있습니다. 투자자는 투자 결정을 내리기 전 반드시 스스로 조사하고 자격을 갖춘 재무 자문가와 상담하시기 바랍니다.

© 2024 DeAsset Management. All rights reserved.

DeAsset Management

Beyond Borders, Real Value. · deasset.io · won@deasset.io