

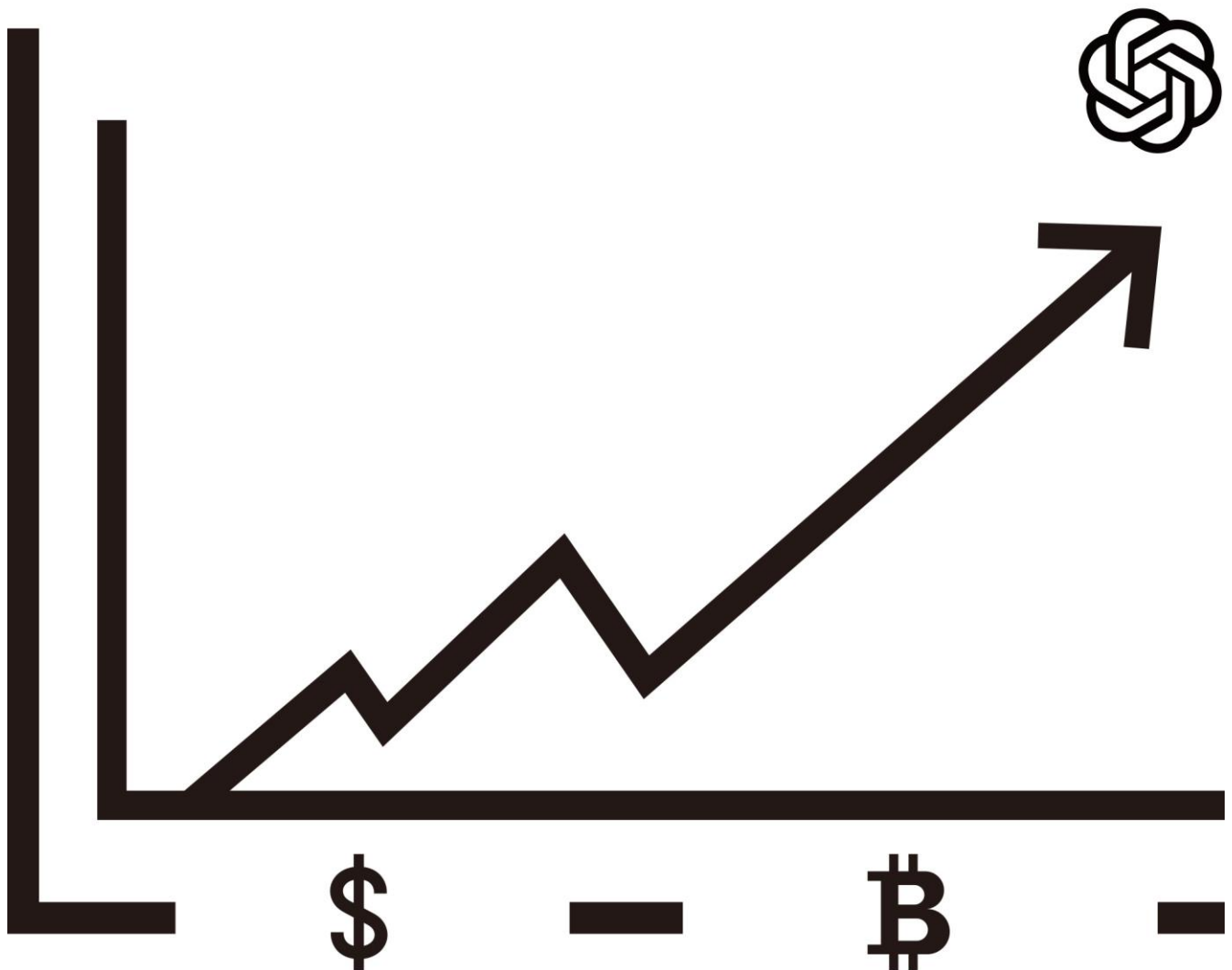
전략공감 2.0

Strategy Idea

비트코인이 달러를 지킨다

칼럼의 재해석

러닝화의 선두 자리를 잃어가고 있는 나이키와 아디다스



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



FX/원자재

Economist 박수연

02. 6454-4897

soo-yeon.park@meritz.co.kr

비트코인이 달러를 지킨다

- ✓ 트럼프 1기 반(反)암호화폐 → 트럼프 2기 친(親)암호화폐로 스탠스 변화
- ✓ 비트코인은 가치저장의 수단. 화폐로서의 기능을 논하는 것은 무의미
- ✓ 비트코인의 전략자산화는 달러 발권량을 줄임으로써 달러의 기축통화 지위를 공고히 할 것

비트코인 100k 시대

비트코인 100k 달러

트럼프가 미국 대선에서 승리한 후 비트코인 가격은 사상 최고치를 경신했다. 대선 전까지 형성되었던 54k~72k 달러 박스권을 상향돌파하더니, 12월 5일에는 100k 달러를 일시적으로 넘었다 <그림1>. 비트코인은 대표적인 트럼프 트레이드 자산 중 하나다. 그러나 다른 대상 자산인 미국채 금리와 달러인덱스가 12월 들어 되돌려지는 것과 달리, 지금까지도 상승세라는 것이 다르다 <그림2>.

트럼프 1기 반(反)암호화폐
→ 트럼프 2기 친(親)암호화폐

트럼프가 처음부터 암호화폐를 지지했던 것은 아니다. 2019년 7월, 트럼프는 트위터에 "비트코인은 화폐가 아니며 비트코인의 가격은 변동성이 매우 심하고 기반이 없다. (Bitcoin is "not money" and that its value is "highly volatile and based on thin air.")"고 언급했다. 그러나 이번 대선에서 갑작스레 스탠스가 바뀐 것이다. <표1>에 정리했듯, 전략적 비트코인 비축 계획을 발표하고 SEC 의장으로 친(親)암호화폐 인사 폴 애킨스를 지명하는 행보를 보이고 있다.

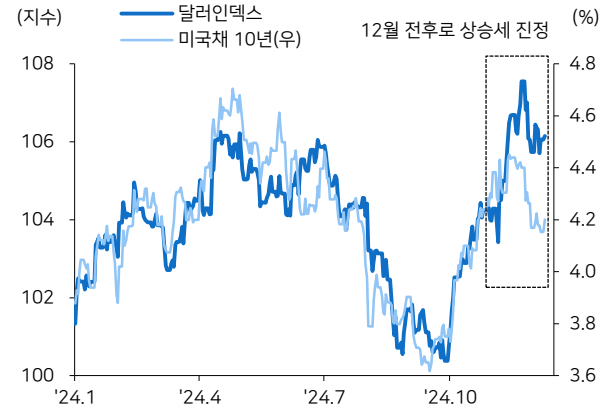
트럼프의 입장 변화는 아이러니하다. 미국 우선주의를 표방하는 그가, 미국 중심으로 형성된 시장체제의 통제를 받지 않는 암호화폐를 지지하는 셈이기 때문이다. 그럼에도 암호화폐를 금융시장 제도 안으로 편입하려고 한 데에는, 암호화폐를 새로운 시각으로 바라보기 때문일 것이다. 이번 전략공감에서는 비트코인과 달러의 관계를 바라보는 새로운 시각을 소개하고자 한다.

그림1 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 달러인덱스 vs. 미국채 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 트럼프 대통령 당선자의 암호화폐 공약

번호	공약	내용
1	전략적 비트코인 비축 계획 (Strategic Bitcoin Reserve)	법 집행 기관이 압수한 비트코인을 경매에 부치지 않고 전략적 비축자산으로 보유할 계획. 미국 경제 지원 및 국가 부채 축소에 활용
2	중앙은행 디지털화폐(CBDC) 도입 반대	CBDC가 개인 재정 자유를 위협할 수 있다는 프라이버시 옹호자들의 입장을 반영
3	비트코인 채굴 산업 지원	"남은 모든 비트코인은 미국산이어야 한다"고 강조
4	SEC 의장 게리 겐슬러 해임	SEC 의장으로 폴 애틀리 지명. 대표적인 암호화폐 및 핀테크 혁신 지지자
5	로스 울브리히트 석방	실크로드(Silk Road) 창립자 로스 울브리히트 석방은 친암호화폐 입장을 강화하는 조치
6	미국을 글로벌 암호화폐 리더로 자리매김	미국을 "세계 암호화폐 수도"로 만들겠다는 공약. 글로벌 혁신을 유지하고 경쟁국을 능가하겠다고 강조
7	암호화폐에 대한 규제 압박 해소	반(反)암호화폐 정책 폐지. 친기업 환경을 조성하여 스타트업 육성 추진
8	암호화폐 스타트업 장려	규제를 완화하여 암호화폐 스타트업이 미국 내에서 성장하고 혁신할 수 있는 환경 제공
9	개인 암호화폐 채굴 및 보관 권리 보장	미국 국민이 암호화폐를 채굴하고 개인적으로 보관할 권리를 보호하겠다고 약속. 재정 자율성 촉진 정책
10	비트코인 및 암호화폐 자문위원회 설립	취임 후 100일 이내에 설립할 계획. 투명한 규제 프레임워크를 설계해 성장과 혁신을 촉진할 예정

자료: Cryptobriefing.com, 메리츠증권 리서치센터

표2 바이든 행정부 암호화폐 규제 내용

날짜	조치 내용
2022년 3월	바이든, 암호화폐와 디지털 자산의 장단점 조사 및 각 기관의 규제 공조를 위한 행정명령 서명
2022년 4월	SEC 의장, 암호화폐 거래소 등록 및 규제에 대한 의지 표출. 기존의 다른 거래소와 유사한 방식으로 운영되는 것이 목표
2023년 6월	SEC, 주요 암호화폐 거래소인 바이낸스와 코인베이스를 미등록 운영 혐의로 제소
2024년 10월	암호화폐 관련 자산의 제공, 판매, 추천, 조언, 거래 및 기타 활동에 대한 조사에 나설 것. 특히 비트코인 현물 ETF와 이더리움 현물 ETF가 조사 대상

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

비트코인 vs. 금 vs. 달러

비트코인을 바라보는 시각:
화폐도, 투자자산도 애매

비트코인을 어떻게 바라볼지에 대한 의견은 분분하다.

새로운 화폐로 보기는 애매하다. 이론적으로 화폐의 세 가지 기능을 충족하기는 한다. 1) 교환의 매개수단(Medium of Exchange), 2) 가치저장의 수단(Store of Value), 3) 가치척도의 단위(Unit of Account)를 수행할 수 있다. 그러나 현실 거래에는 원활하게 사용되지 않고 있어 일반적인 화폐라 보기는 어렵다.

그렇다고 비트코인을 투자자산으로 바라보자니 내재가치가 없다. 비트코인을 보유 함으로써 기대할 수 있는 가치는 시장가치 변동분뿐이다. 주식, 채권, 원자재와 달리 본질적인 가치를 지니지 않다는 점은 명목화폐와 비슷한 특징이다.

달러보다는 금과 유사

그래서 비트코인은 일반적으로 금, 달러와 동시에 비교된다 <표3>. 그리고 금과 더 유사하다. 가장 대표적인 특징인 1) 제한된 공급량과 2) 탈중앙화된 자산이라는 점을 공유하기 때문이다. 달러의 경우 중앙은행의 통화정책에 맞춰 공급이 조절되고, 중앙은행이 화폐의 가치를 보장한다. 지난 12월 4일, 파월 연준 의장이 "비트코인은 금의 경쟁자지, 달러의 경쟁자가 아니다. ("It's not a competitor for the dollar, it's really a competitor for gold.")"라 언급한 것과 일맥상통한다.

제한된 공급 때문에
가격 변동성이 클 수밖에 없어

같은 관점에서 각 자산군의 가격변동성을 이해할 수 있다. 비트코인과 금은 공급이 제한적이기 때문에 수요에 따른 가격변동성 확대가 일어난다. 반면, 달러는 공급을 중앙은행이 조절할 수 있기 때문에 상대적으로 안정적이다. 가치가 쉽게 변하지 않아야 교환 매개체로 기능이 용이하다는 점을 감안하면, 비트코인을 일반적인 화폐로 보기는 더욱 어렵다.

비트코인은 새로운 자산.
화폐 기능 충족 여부는 무의미

결국 비트코인은 화폐와 금의 특성을 동시에 지니는 새로운 자산군으로 바라보는 것이 바람직할 것이다. 암호화폐가 발명되었기 때문에 화폐 체제가 붕괴한다고 보기도 어렵다. 나아가 비트코인의 내재가치가 없다고 해서 화폐의 기본적인 기능을 충족시키지는지를 논의하는 것은 무의미하고 비실용적이다.

표3 비트코인 vs. 금 vs. 달러

특성	비트코인	금	달러
공급량	제한적	제한적	무제한
거버넌스	탈중앙화	탈중앙화	중앙화
내재 가치	없음	있음	없음
가치 저장 수단	가능	가능	가능
교환의 매개체	보통	보통	가능
가격 변동성	큼	보통	낮음
인플레이션 저항성	높음	높음	낮음

주: 음영은 비트코인과 금이 유사한 특성
자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

트리핀의 딜레마

트리핀의 딜레마

이러한 새로운 자산군이 달러에 미치는 영향을 알기 위해서는 '트리핀의 딜레마 (Triffin's dilemma)'를 이해해야 한다. 트리핀의 딜레마란 국제 통화 시스템에서 기축통화인 달러가 마주하는 근본적인 문제를 의미한다.

달러 유동성 공급

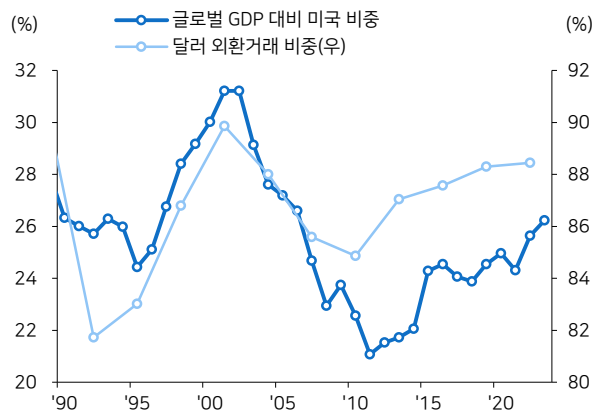
vs. 달러 가치 보존 사이 모순

미국은 전 세계에 기축통화인 달러를 공급하는 과정에서 필연적으로 경상적자가 누적된다. 대내로 들어오는 유동성보다 대외로 나가는 유동성이 더 많기 때문이다. 만약 경상흑자를 위해 달러가 충분하게 공급되지 않는다면 글로벌 유동성이 부족해지게 되고, 이는 전 세계 경제의 위축으로 이어진다. 그렇다고 해서 반대로 경상적자가 지속되면 공급이 늘어난 결과 미국 달러 가치가 하락한다. 즉, 달러 유동성이 충분히 공급되는 동시에 달러 가치가 높아지기는 어렵다.

실제로 글로벌 GDP 대비 미국 비중이 줄어드는 데 반해 외환거래에서 달러가 차지하는 비중은 커졌다 <그림3>. 글로벌 GDP에서의 미국 비중은 2001년 최고 수준인 31.2%에서 2023년 현재 26.2%까지 하락했다. 반면, 달러 결제비중은 여전히 88% 내외를 유지하고 있다. 그 가운데 미국은 만성적인 경상적자 국가가 되었다 <그림4>. 트리핀의 딜레마가 현실화된 셈이다.

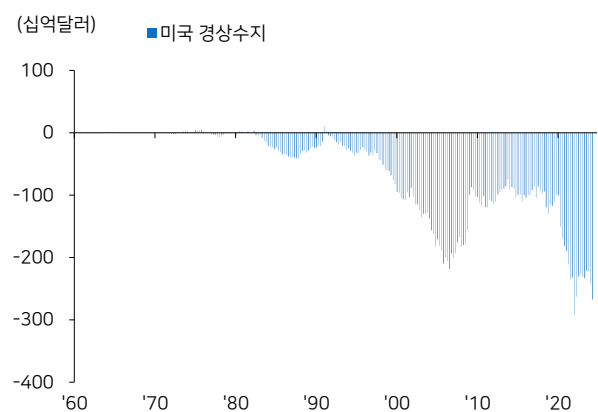
그럼에도 달러가 기축통화 지위를 유지하기 위해서는 달러 유동성 공급을 줄여 화폐가치를 보존해야 한다. 그 방법으로 트럼프 1기에는 경상흑자를 유도했고, 이번 트럼프 2기에는 비트코인을 금융시장 체제 안에 포함하려는 것으로 보인다.

그림3 글로벌 GDP 대비 미국 비중 vs. 달러 외환거래 비중



자료: IMF, BIS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 경상수지



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

비트코인은 달러의 보완재

비트코인은 가치저장의 수단

비트코인으로 트리플 딜레마를 해결하는 방법은 가치저장 수단으로써의 기능을 활용하는 것이다. 앞서 서술했듯 비트코인은 그 특성이 달러보다는 금과 유사하다. 특히 탈중앙화된 가치저장 수단이라는 특성이 그러하다. 지금의 금처럼 국가별 보유 자산으로 활용할 수 있는 셈이다. 실제로 12월 7일, 미국 금융안정위원회는 비트코인을 금과 같은 가치저장수단이라고 언급했다.

전략적 자산에 포함되면 달러 ↔ 비트코인 대체 발생

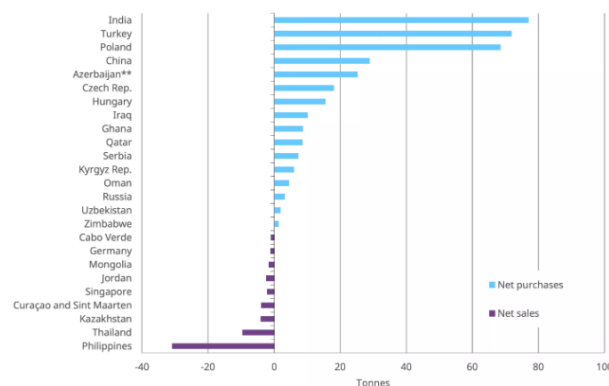
각 국가의 전략적 자산에 비트코인이 포함되면 미국이 달러 발권 없이 유동성이 늘어날 수 있다. 기존에 달러로 보유하던 자산의 일부가 비트코인으로 대체되며 시장에 공급되기 때문이다. 이 경우 올해 신흥국 중앙은행들의 금 매수가 금 가격 상승의 한 원인이었던 것처럼 비트코인의 시장 가치 또한 높아지겠다. 그 과정에서 달러의 화폐가치는 보존될 것이다.

네트워크 효과로 비트코인 가치 추가 상승 가능

트럼프 행정부의 친암호화폐 정책들은 네트워크 효과를 자극하여 비트코인 가치를 높일 것으로 예상된다. 네트워크 효과란 어떤 재화에 대한 소비자의 수요가 그 재화를 수요하는 다른 소비자들에 의해 영향을 받는 효과를 의미한다. 즉, 더 많은 사람들이 수요할수록 그 가치가 높아지는 셈이다. 비트코인은 내재가치를 지니지 않기 때문에 사람들 간의 수요와 합의가 가격 형성에 더욱 중요하다. 그리고 트럼프 행정부의 정책은 이를 자극할 것으로 보인다.

지금까지 트럼프 당선자가 언급한 정책들은 비트코인 자체에 대한 관심을 환기하는 한편, 규제 완화를 통해 산업 발전을 촉진한다. 비트코인 가격이 추가 상승할 수밖에 없는 이유다. 이런 패러다임 하에서 달러인덱스와 비트코인을 별도의 자산으로 구분하고, 상관관계보다는 정책 변화에 더욱 유의할 필요가 있겠다.

그림5 국가별 중앙은행 금 2024년 YTD 순매수



주: 2024년 10월 31일까지의 누적
자료: World Gold Council

그림6 중국 인민은행 금 보유량 vs. 금 가격



자료: 중국 인민은행, IMF, 메리츠증권 리서치센터

칼럼의 재해석

박종대 연구위원

러닝화의 선두 자리를 잃어가고 있는 나이키와 아디다스 (The Economist)

글로벌 스포츠웨어 산업은 오랫동안 나이키와 아디다스라는 두 거인이 주도해왔다. 그러나 최근 뉴발란스, 아식스와 같은 기존 브랜드와 On, HOKA 같은 신생 브랜드를 포함한 도전자들의 약진이 두드러지며 나이키와 아디다스가 가졌던 지배력은 약화되고있다. 스포츠웨어 기업들의 가장 중요한 경쟁력은 신발이다. 신발은 브랜드 매출액의 대부분을 차지할 뿐 아니라, 회사 간 기술적으로 가장 차별화되는 카테고리이다. 최근에는 특히 러닝화에 대한 수요가 증가하고 있는데, 수많은 사람들이 조깅을 즐기고 있으며 캐주얼해진 패션 트렌드는 사무실에서도 러닝화를 낫설지 않게 만들었다.

러닝화의 인기는 도전자들에게 새로운 기회로 작용했다. 러닝화 사업의 낮은 진입장벽은 도전자 브랜드가 시장에 침투하는 데 도움이 되었다. On과 HOKA가 혁신적인 디자인과 뛰어난 성능으로 고객들을 사로잡는 사이, 나이키는 R&D에 뒤처졌으며 아디다스는 패션 트레이너에 지나치게 의존하고있다. 심지어 두 거인은 유통에서의 문제도 겪고 있다. 대형 스포츠 소매업체와의 관계를 끊고 자체 매장 과 온라인을 통해 직접 판매하고자 했던 그들의 전략은 충분한 성과를 거두지 못했다. 도전자들은 이제 러닝화를 넘어 패션 트레이너와 의류까지 영역을 확장하려 한다. 그러나 지금까지의 역사에서 운동화를 기반으로 성공적인 패션 브랜드를 구축한 회사는 나이키와 아디다스 둘 뿐이다. 도전자들에게 아직 설 자리가 허락되지 않을 수도 있다.

나이키와 아디다스의 시장 지배력 저하

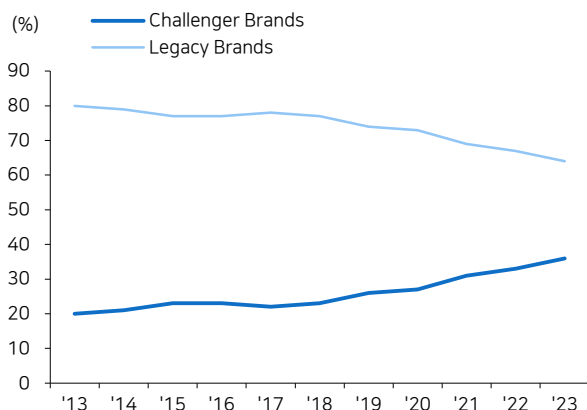
나이키와 아디다스의
점유율 하락 중

글로벌 스포츠웨어 산업은 오랫동안 나이키와 아디다스 두 회사가 주도해 왔다. 그러나 최근 들어 나이키와 아디다스의 시장 지배력은 예전같지 않다. 15대 스포츠웨어 브랜드의 합산 매출에서 나이키와 아디다스가 차지하는 비중은 2018년 63%에서 2023년 51%까지 감소하였다. 뉴발란스, 아식스와 같은 기존 브랜드와 On, HOKA 같은 신생 브랜드를 포함한 강력한 도전자들이 자리를 잡아감과 동시에, 중국에서는 안타, 리닝 등의 현지 업체들마저 경쟁에 가세하고 있다.

실적과 주가도 약세

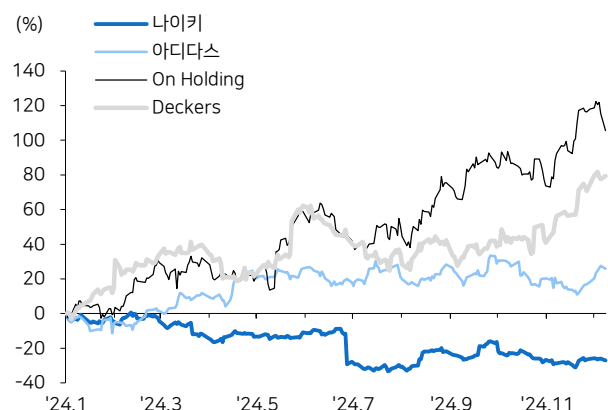
나이키의 3분기 누적 매출은 전년 동기 대비 4% 하락하였고 아디다스는 7% 성장에 그친 반면, On과 Deckers의 매출은 각각 30%, 21% 성장하였다 주가 또한 극명한 차이를 보인다. 나이키의 주가는 연초 대비 27% 하락하였다. 아디다스의 주가는 연초 대비 26% 상승하였으나, On과 Deckers의 퍼포먼스에는 한참 뒤처지는 상승률이다. 이러한 흐름의 배경에는 신발 시장의 트렌드 변화가 있다.

그림1 스포츠웨어 브랜드 점유율 추이



자료: RBC Capital Markets, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주요 스포츠웨어 브랜드 YTD 주가수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

스포츠 브랜드 입장에서 신발의 중요성

스포츠 브랜드의 성패는
신발이 결정

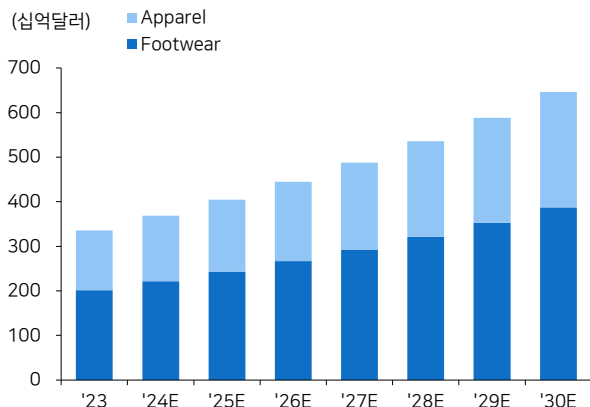
스포츠웨어 브랜드의 성패는 운동화 즉 신발에 의해 결정된다. 신발은 스포츠웨어 시장에서 의류보다 훨씬 큰 규모를 차지하고 있다. 대부분의 대형 스포츠웨어 브랜드에서도 신발이 매출의 가장 큰 부분을 차지한다. 나이키의 신발 매출 비중은 67%, 아디다스의 신발 매출 비중은 59%이다. 따라서 신발은 스포츠웨어 브랜드 입장에서 가장 중요한 매출처이자 가장 차별화 되어야 하는 카테고리이다.

신발 카테고리의 높은 성장률

운동화의 판매량은 다른 스포츠웨어 카테고리보다 빠르게 성장하고 있다. 2018년부터 2023년까지 전체 스포츠웨어 시장은 20% 수준의 성장률을 기록한 반면, 스포츠 브랜드들의 신발 판매량은 50% 가까이 증가하였다. 특히 러닝, 클라이밍, 여행 등을 즐기는 사람들이 늘어남에 따라 뛰어난 기능성을 요구하는 퍼포먼스 신발에 대한 수요가 증가하고 있다. 최근 들어 빠르게 성장하는 스포츠 브랜드들의 공통점 또한 신발 카테고리에서 강점을 가진다는 것이다.

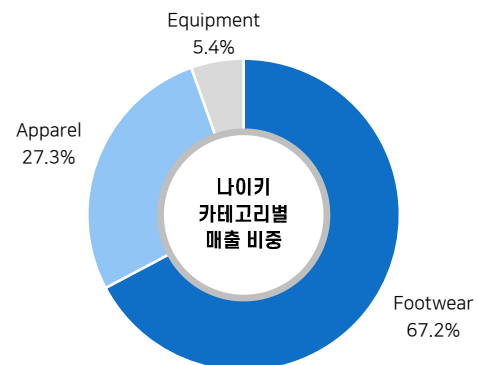
일반적으로 신발 카테고리에서 뛰어난 기능성을 인정받은 브랜드는 나머지 의류, 용품 카테고리에서도 소비자들의 신뢰를 얻게 되고 이는 브랜드에 대한 충성도로 이어져 브랜드의 성장을 촉진한다.

그림3 스포츠웨어 시장 카테고리별 규모 및 전망



자료: market.us, 메리츠증권 리서치센터

그림4 나이키 카테고리별 매출 비중



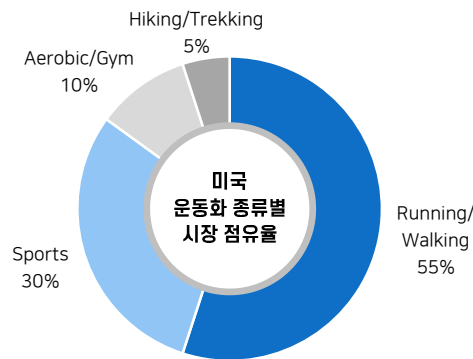
자료: NIKE, 메리츠증권 리서치센터

요즘 대세는 러닝화

특히 러닝화의 인기가
빠르게 증가

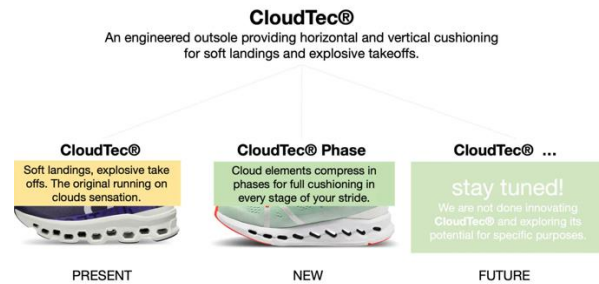
운동화 카테고리 내에서도 특히 러닝화의 인기가 빠르게 증가하고 있다. 코로나19를 거치며 체육관이 문을 닫으면서 많은 사람들이 야외에서 즐길 수 있는 러닝을 취미로 선택했고, 아직도 이 습관을 고수하고 있다. 2024 런던 마라톤에는 57만명, 2025 런던 마라톤에는 84만명 이상이 참가신청 하는 등 러닝의 인기는 연일 고점을 갱신 중이다. 뿐만 아니라 캐주얼해진 패션 트렌드는 사무실과 같은 일상적인 공간에서도 러닝화를 쉽게 찾아볼 수 있도록 하였다. 즉, 러닝화는 달리기를 위한 수요와 편안한 일상화를 위한 수요를 모두 흡수하고 있는 것이다.

그림5 미국 운동화 종류별 시장 점유율



자료: Crobox, 메리츠증권 리서치센터

그림6 On의 CloudTec 기술



자료: On Holding

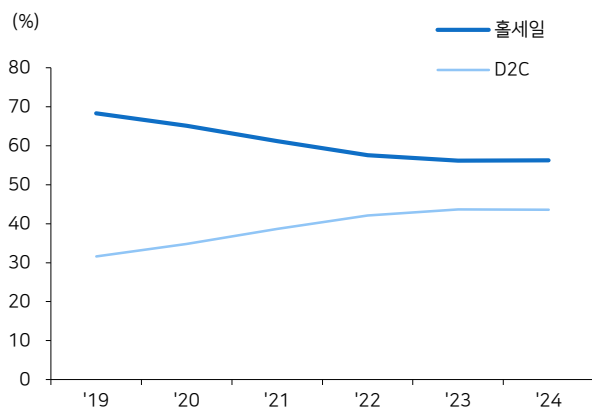
혁신적인 신규 러닝화 브랜드가 빠르게 성장 중

러닝화에 대한 수요 증가는 새로운 브랜드 입장에서 기회로 작용하였다. 더욱 성능이 뛰어나고 편안한 러닝화를 찾는 소비자들이 나이키와 아디다스에서 다른 브랜드로 눈을 돌리기 시작한 것이다. On과 Deckers의 HOKA 같은 챌린저 브랜드는 혁신적인 디자인과 연구개발을 통해 빠르게 성장하고 있다. On의 클라우드텍과 HOKA의 두꺼운 밑창은 그들을 상징하는 디자인이자 기술의 집약체이다. 반면 나이키는 R&D에 뒤처져 혁신적인 러닝화 제품을 내놓지 못하고 있으며, 아디다스는 패션화의 인기에 지나치게 의존하고 있다.

나이키와 아디다스의 D2C 실패와 점유율 하락

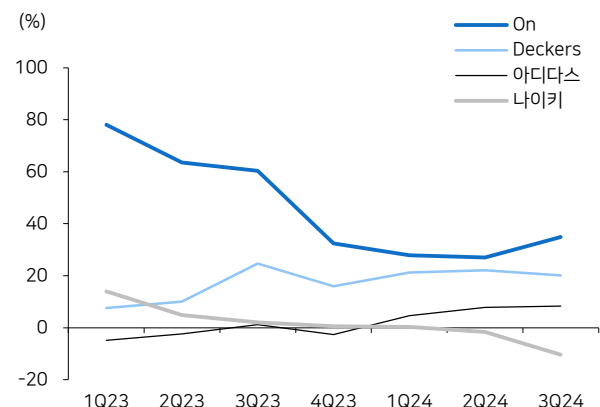
유통 전략에서의 차이도 존재한다. 최근 몇 년 동안 나이키와 아디다스는 자체 매장 and 어플리케이션 등 D2C 채널 강화를 위해 일부 소매업체들과의 거래를 중단하였다. 하지만 이러한 전략은 기대만큼의 성과를 거두지 못하였다. 그러는 사이 새로운 브랜드들이 대형 스포츠 소매점의 매대를 차지하게 되었고, 소비자들과 더욱 가까운 곳에서 시장 점유율을 키워나갔다.

그림7 나이키 채널별 매출 비중



자료: NIKE, 메리츠증권 리서치센터

그림8 업체별 매출 성장률 추이(% YoY)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

나이키와 아디다스 점유율 회복 위해 노력 중

나이키와 아디다스는 잃어버린 점유율을 회복하기 위해 노력하고 있다. 나이키는 러닝화 부문에서 다양한 신제품을 출시하면서 경쟁력을 강화하고자 노력하고 있으며, 지난 9월에는 회사에 32년간 몸담았던 엘리엇 힐 CEO를 복귀시켰다. D2C 비즈니스에 대한 고집을 버리고 소매 업체들과의 관계 또한 개선 중이다.

신규 브랜드는 카테고리 확장 준비 중

한편 On과 같은 신규 브랜드는 러닝화 시장에서의 약진을 바탕으로 더 높은 마진의 패션화와 의류까지 사업 영역을 확장하려 한다. 이러한 움직임은 그들의 성장을 더욱 촉진할 수 있으나, 반대로 실패에 따른 리스크 또한 존재한다.

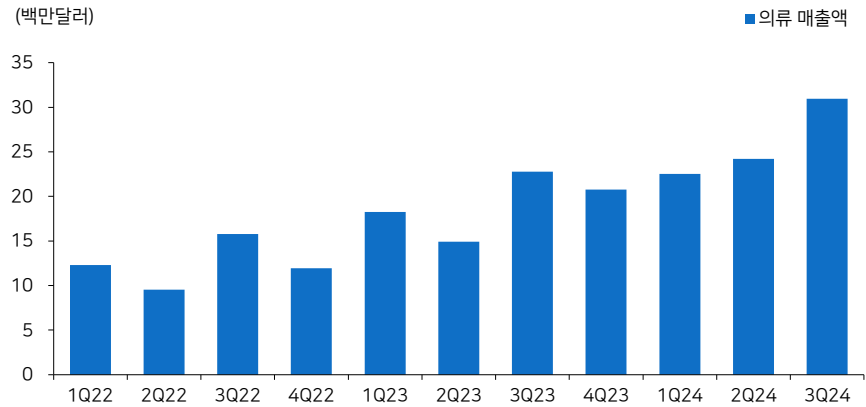
스포츠웨어의 역사에서 운동화를 기반으로 거대한 패션 브랜드로 거듭난 기업은 나이키와 아디다스 단 둘뿐이다. 새로운 도전자들이 과연 스포츠 브랜드를 넘어 패션 브랜드로 진화할 수 있을지 주목할 필요가 있다.

그림9 On-로에베 콜라보 컬렉션



자료: On Holding

그림10 On Holding 의류 매출액



자료: On Holding, 메리츠증권 리서치센터

원문: Nike and Adidas are losing their lead in running shoes (The Economist)