

Buysignal 이슈 토의: 일본 증시 강세

10기 1조/2023.05.27

- 서론

1. 일본 증시 현황

한국예탁결제원 증권정보포털 세이브로에 의하면, 이번 달 국내 투자자들의 일본 주식 순매수 금액이 70만3300달러를 넘어서고 있다. 아시아 전체의 투자자들의 일본 주식 순매수 규모도 2015년 4월 이후 8년 만에 최고점을 달성했다. 바로 엔저 현상이 지속되고, 경기회복 기대감이 커져감에 따라 니케이225 지수가 33년 만에 최고치를 기록하며 일본 증시가 뜨겁게 달아오르고 있기 때문이다. 일본의 대표 지수인 니케이225는 지난 22일 31,086.82에 거래를 마쳤다. 이는 1990년 8월 이후 무려 32년 9개월 만에 기록한 최고치다. 동시에, 토픽스지수도 7거래일 연속으로 올라 2175.9에 마감했다. 토픽스 지수를 2배로 추종하는 'ACE 일본TOPIX레버리지(H)'는 이달 들어 11.97% 상승했다. 결국 아태 시장에서 일본 증시의 시총 비중은 지난해 16%에서 현재 18~19%까지 커졌다. 이렇듯 일본의 증시가 호황에 접어든 배경에는 대표적으로 일본의 통화 완화 정책과 워런 버핏 Berkshire Hathaway 회장의 발언이 있다. 일본이 여전히 제로금리를 고집하는 탓에 엔화 가치가 하락해 향후 환차익을 얻을 수 있을 것이란 기대감이 가득하다. 이러한 상황에서, Berkshire Hathaway 회장의 일본 주식 추가 매수 의향은 투자자들의 심리를 크게 자극시켰다. 실제로, 최근 워런 버핏은 7.4%까지 일본 5개 기업의 주식 보유 비중을 늘리며 "일본은 미국 외의 최대 투자처"라고 발언하기도 했다.

2. 일본 증시 소개: 니케이 255, 토픽스 지수

일본 주식 시장을 대표하는 주가지표에는 니케이 255와 토픽스가 있다. 우선, '니케이 255지수'는 도쿄증권거래소 제1부 시장에 상장된 종목 중 일본경제신문사 '니혼게이자이신문'에 의해 유동성이 높은 기업을 중심으로 선정된 255개의 종목을 대상으로 산출되는 지표이다. 매년 4월 편입 종목이 조정되며, 현재는 도요타, 소프트뱅크, 소니, 혼다 등 일본의 대표 기업들이 속해있다. 니케이 255지수는 단순평균 방식 (Price-weighted index)을 활용해 개별 종목의 주가에 대한 단순 평균을 구해 계산된다. 쉽게 생각해서, 해당 지수는 국내의 코스피 200 혹은 미국의 나스닥 지수와 유사하다고 볼 수 있다. 이와 같은 니케이 255 주가지수는 오랜 역사를 가지고 있다. 처음에는 '도쿄증권 주가 평균'으로 불렸지만, 1985년 5월 중 '니케이 평균 주가'로 명칭이 변경되었다. 과거 니케이 255 지수가 최고점에 달했던 적은 금융기관에 의한 과잉유동성 사태로 부동산과 주식가격이 급등하며 버블 경기가 발생했던 1989년이었다. 그러나 얼마되지 않아 1990년 8월 쿠웨이트의 침공 등으로 인해 버블이 붕괴되면서 니케이 255지수는 폭락하기 시작했고, 그 이후로 일본은 잃어버린 20년으로 불리는 장기 침체를 겪게 된다.

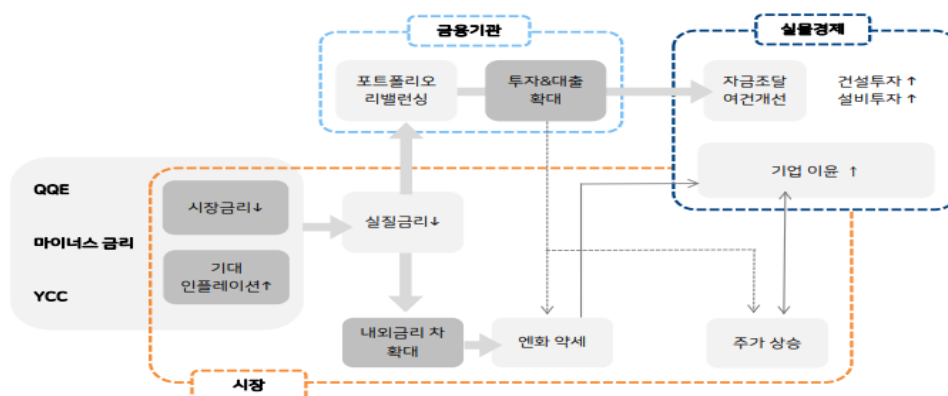
다음으로, 일본의 주가지수인 토픽스 (TOPIX, Tokyo stock price index)는 니케이 평균지수와 달리 도쿄증권거래소 1부 시장에 상장된 모든 종목을 대상으로 산출되는 지표이다. 본래 1947년 이후로 도쿄증권거래소는 도쿄증권거래소에 상장되어 있는 종목의 평균주가를 계산하였으나, 1969년 7월부터 1968년 1월 4일을 기준시점으로 한 시가총액을 바탕으로 값을 산출하고 있다. 구체적인 산출방식은 매일의 시가총액을 기준시점의 시가총액으로 나눈 값에 100을 곱해 지수화하는 것이다. 토픽스 지수는 종합주가지수로서 1부 시장에 상장되어있는 모든 종목을 산출 대상에 포함시키기에, 그만큼 종목의 가짓수가 많아 대표성이 우수하다. 또한, 시장에 상장된 주식 수가 가증될 경우 소수의 소형주들의 가격 변동에는 크게 영향을 받지 않는 편이기도 하다.

- 본론

3. 지난 10년 간 일본의 통화정책과 안전자산 엔화의 굴욕

일본 증시가 상승하고 있는 이유들을 나열하기에 앞서 그 배경에 있는 일본의 통화정책을 짚고 넘어갈 필요가 있다. 미국, 유럽 등 여타 국가들은 인플레이션을 잡기 위해 급격한 금리 인상, 즉 긴축정책을 펼쳤고, 현재 그에 대한 파급효과를 경험하고 있다. 이와 달리 일본 경제는 잃어버린 30년, 1990년대 버블 붕괴 이후 깊게 뿌리박힌 장기 침체, 디플레이션과 싸우고 있었다. 2011년 3월 발생한 동일본 대지진과 후쿠시마 원전 폭발 사고는 2008년 글로벌 금융위기 이후 고전하던 경제 상황을 더욱 악화시켰다. 엔화 초강세가 동반되면서 내수와 수출 모두 어려워졌으며, 닛케이 지수는 10,000선을 깨면서 큰 폭으로 하락했다. 20년간 괴롭힌 디플레이션, 즉 침체된 경기와 매우 낮은 물가에서 벗어나기 위해 2012년 하반기 96대 총리가 된 아베 신조는 과감한 정책을 내세웠다. 2%대 물가를 목표로 일본 중앙은행이 엔화를 찍어낸 뒤 장기 국채를 매입하는 무제한 국채 매입과 초저금리 정책을 시행하여 시중에 유동성을 풀고, 의도적으로 엔저를 유발하는 경기부양책이었다. 양적 완화와 더불어 중앙은행의 자산구성 변화로 목표 달성을 위해 ETF, REITS, CP 등 위험자산을 매입하는 양적·질적 통화완화(QQE, Quantitative & Qualitative Monetary Easing)정책을 실시했다.

그림 1. 일본 초완화적 통화정책의 기대 효과와 메커니즘



자료: 하나금융경영연구소, 하이투자증권 리서치센터

사실 일본이 양적 완화를 한 것은 아베노믹스가 처음은 아니다. 2000년대 초반 5년에 걸쳐 양적 완화 정책을 펼쳤으나, 소극적인 탓에 유의미한 결과를 만들지 못했다. 아베노믹스도 2014년 짧은 기간동안 잠시 효과를 보이긴 하였지만, 이후 인플레이션은 지속적으로 1% 미만을 유지하거나 마이너스 영역에 진입하는 등 목표치인 2%대를 달성하지 못했다. 또한, 중앙은행은 국채를 사드

리기 위해 연간 약 80조엔 전후를 투입해야 했으며, 원자재 가격 급락 등 전세계적인 디플레 환경과 맞물려 장단기 금리가 역전되어 은행 수익성이 악화되는 문제도 발생했다. 결국 아베노믹스의 기둥이었던 구로다 하루히코 전 BOJ 총재는 벤 버냉키의 조언을 바탕으로 2016년 1월 마이너스 금리에 이어 9월 YCC(수익률곡선제어, Yield Curve Control) 정책을 도입했다. 중앙은행이 국채를 매입해서 장기 금리를 조절하는 개념은 양적 완화와 비슷하지만, 기존 양적 완화는 약 80조엔, 즉 수량에 초점을 두었다면, YCC는 기준금리(단기)를 -0.10% , 10년물 금리(장기)를 $0\%(\pm 0.25\%)$ 로 상한선과 하한선이 있는 금리 범위를 정하여 수량과 상관없이 필요한 양만큼 국채를 매입해 목표 금리를 유지하는 것이다.

그러나 코로나 이후 인플레이션에 맞선 미국의 급격한 금리 인상 사이클로 인해 금리 차이 목적으로 엔을 팔고 달러를 사서 투자하는 엔 캐리 트레이드가 확대되어 무차별적 엔 약세에 놓였고, 달러엔 환율이 32년 만에 150엔을 돌파하기도 했다. 수입 물가가 큰 폭으로 오르고 일본 중앙은행은 추가적인 엔화 가치 하락을 막기 위해 미국채를 매도해서 얻은 달러로 엔화를 사드렸다. 하지만 동시에 금리 차이를 줄이기 위해 금리 인상을 하기에는 장기화된 초완화적 통화정책 여파로 BOJ의 국채 보유 비율이 절반 이상이 넘어간 탓에 이자 비용 부담도 무시할 수 없었다. 결국 물가와 부채 사이 딜레마에서 지난 12/20일 BOJ는 YCC폭을 기존 0.25% 에서 0.5% 로 조정했다.

그림 2. 일본의 YCC 정책 (10년물 금리 추이)



자료: Investing.com

이 조치로 엔화는 잠시 강세로 돌아서 추가적인 달러엔 상승을 억제했다. 구로다 총재는 금리 인상도 아니고, YCC의 종료, 즉 완화정책의 출구 조치도 아니라고 선을 그었지만, 시장은 사실상 금리인상으로 받아들였다. 일부는 이르면 4월 YCC가 폐지될 것이라는 기대감이 확산되었다. 2023년 4월 구로다 총재의 임기가 만료되는 시기에 맞춰 가즈오 우에다 새로운 총재가 부임하면 통화정

책에 변화가 생길 것이라고 바라본 것이다. 이에 엔화는 지난 3월말 정책 수정 기대감에 달러당 130엔대까지 올랐으나, 우에다 총재는 예상과 달리 완화적인 통화정책 기조를 유지하면서 엔화는 약세로 전환했고 증시는 큰 폭으로 반등했다. 제로금리 수준에서 막대한 유동성 공급을 위한 지난 노력들이 일본 증시를 포함한 자산 가격에 긍정적인 영향을 준 것이다.

지난 12월 일본 소비자물가지수(CPI)는 전년 동월 대비 4.0% 상승했으며, 잠시 주춤했던 물가는 최근 4월 다시 3.5%로 예상치 1.0%를 상회하면서 상승 전환했다. 결과적으로 일본의 인플레이션이 점점 유의미한 수치를 보이고 아베노믹스의 목표였던 2% 물가를 돌파했으며, 계속해서 시간을 끈 결과 미국의 금리인상도 막바지에 다다른 상황이다. 우에다 총재도 기존 통화정책의 부작용(채권시장 왜곡, 변동성 확대 등)을 충분히 인지하고 있는 만큼 장기적으로 BOJ의 정책 조정 가능성이 높아 인플레이션에 대한 기대가 안착되는 시점에 본격적인 출구전략을 세울 것으로 예상된다. 증시 상승과 더불어 현 상황을 유지하면서 침체의 늪에 빠지지 않고 인플레이션을 어떻게 조절하느냐가 BOJ와 우에다 총재의 가장 중요한 책무로 보인다.

4. 완화 정책과 내수 회복

일본의 새 총리 우에다 가즈오는 지난 4월 취임 기자회견에서 금융완화 정책을 유지한다고 밝혔다. 미국을 비롯한 선진국이 금리 인상을 하고 있는 것과 반대로, 일본은 제로금리 수준에서 막대한 유동성을 공급할 수 있게 되었다. 이에 따른 엔화 약세가 일본 수출 기업에 날개를 달아 닛케이, 토팩스 등 일본 증시가 달궈지고 있다. 실제로 닛케이 225 지수는 통화완화정책에 탄력을 받아 19일 거품경기 시기인 1990년 8월 이후 32년 9개월 만에 최고치를 기록했고, 23일에는 31,331.26까지 상승했다. 기업의 호실적, 미국과 유럽의 지속적인 금리 인상이 도쿄 증시의 매력을 높이고 있다.

그림 1. 5월 닛케이 225 지수

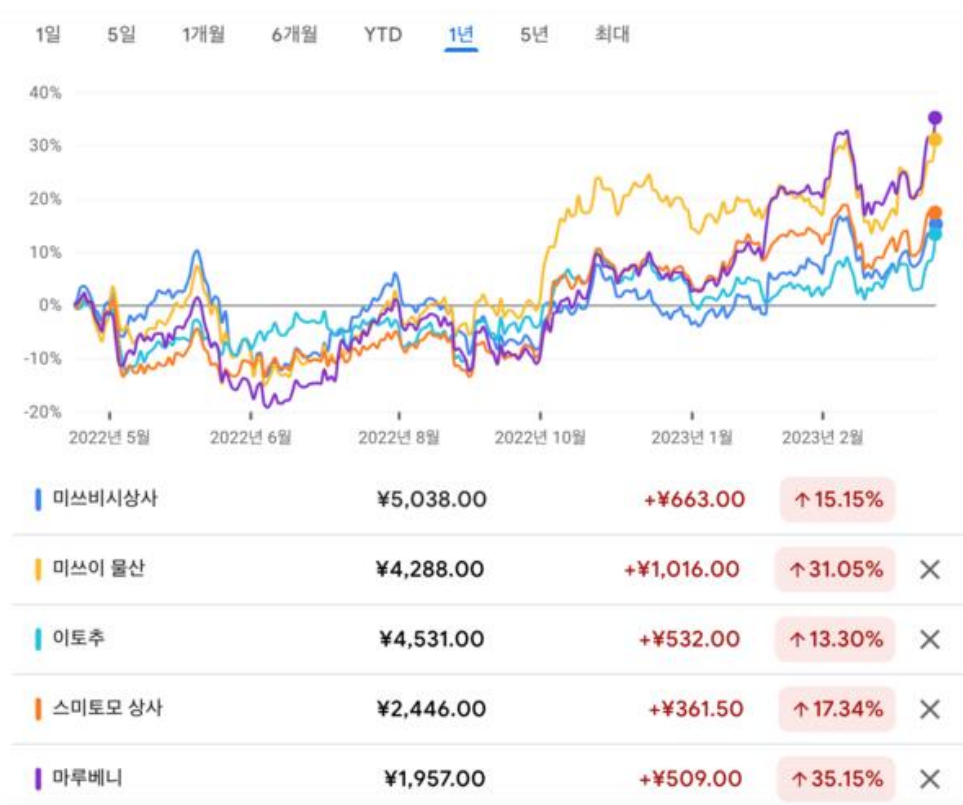


정부의 금융완화 정책과 더불어 일본 내수 경기 회복도 증시 랠리에 긍정적이다. 코로나 19로 닫혔던 빗장이 열려 관광객이 급증하고 보복 소비가 늘면서 내수가 회복됐다. 일본 GDP의 절반은 가계 소비이며, 민간 투자를 합치면 70%가 넘는다. 소비 심리 회복, 임금 상승으로 내수 경기가 회복되어 일본은 디플레이션에서 벗어나고 있다.

5. 워렌 버핏의 지지

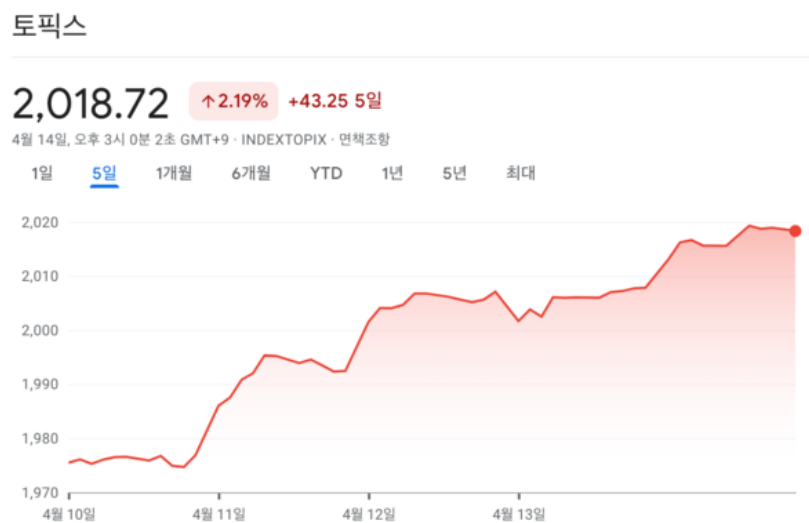
워렌 버핏은 지난해 8월 일본 종합상사에 60억달러 이상을 투자했고, 11월 6% 이상으로 지분을 늘렸다. 버크셔가 처음으로 투자 의사를 밝히고 5개 상사의 주가는 평균 2배 이상 상승했다.

그림 2. 워렌 버핏 투자 이후 종합 상사 주가 추이



그러던 지난 4월 버핏은 일본 투자 확대 계획을 밝혔다. "일본 5대 종합상사는 앞으로 100년, 아니, 영원히 살아남을 기업"이라고 전하며, 미쓰비시상사, 이토추상사, 미쓰이물산, 마루베니, 스미토모상사 등 5대 종합상사의 보유 지분을 모두 7.4%로 늘렸다. 버핏은 일본 방문 이후 CNBC와 인터뷰에서 단순 투자를 넘어 종합상사와 사업을 논의할 의향이 있다고 밝혔고, 발언 이후 토픽스 지수는 상승했다.

그림 3. 토픽스 추이



그렇다면 버핏은 왜 일본 증시를 선택했을까? 우선 버핏은 이해하기 쉬운 비즈니스를 선호하는 것으로 알려져있다. 반면 일본 상사는 에너지, 광물, 식품, 소매, 의류 등 다양한 사업을 운영하는 등 복잡한 구조의 비즈니스를 가졌다. 그럼에도 불구하고 버핏이 일본 종합 상사에 투자한 이유는 버크셔와 매출 구조가 유사하기 때문이다. 버핏은 에너지, 상품, 농업 분야에서 매출을 얻는 것을 선호하는데, 에너지와 원자재 무역 비중이 높다는 점에서 일본 종합상사와 버크셔는 닮아있다.

다음으로 버크셔가 투자한 일본 5대 상사는 모두 연혁이 100년이 넘는, 특정 가문을 기반으로 성장한 기업들이다. 많게는 몇 백년 동안 기업이 이어지며 일본의 경제와 수출을 담당해 왔다. 전통적인 에너지, 광물 사업뿐만 아니라 IT, 의료, 우주를 포함한 신성장 분야로 사업을 확장 하고 있다. 따라서 빠른 시일 내에 파산할 위험이 낮을 뿐더러, 앞서 언급한 것처럼 다각화된 사업으로 성장성이 있다는 판단이다. 외에도 회계정보가 투명하게 공개된다는 점, 버핏이 투자할 당시 일본 증시가 저평가 되어있다는 점이 버크셔에 매력적인 요소였다.

또한 지난 4월 버크셔 해서웨이는 1천644억 엔(약 1조6천억 원) 규모 엔화 채권을 발행했다. 조달한 자금으로 일본 투자를 확대할 것이라는 기대감이 상승했다. 한편 버크셔는 해외에서 엔화 채권을 가장 많이 발행하는 회사 중 하나다. 무디스·S&P글로벌 등 신용평가사로부터 일본 정부보다 더 높은 신용등급을 받고 있는 장점을 활용해 낮은 금리로 엔화자금을 조달한다. 버크셔는 지난해에만 1150억엔(약 1조1270억원), 최근 3년간 약 1조엔(약 9조8000억원) 규모의 엔화 채권을 발행했다.

6. 기시다 내각 정책

도쿄증권거래소는 지난 4월 시장에 상장한 3300개사에 주가 수준 개선안을 요구했다. 일본 상장 기업 중 절반 이상은 PBR이 1보다 낮기 때문이다. 2022년 7월 기준 토픽스500를 구성하는 기업 중 PBR이 1배가 안 되는 종목은 43%에 달했다. 동기간 PBR이 1이하인 기업은 미국 S&P500에서 5%, 유로스톡600 24%였다. 심지어 도요타자동차, 미쓰비시UFJ파이낸셜그룹, 미쓰비시상사 등 일본을 대표하는 기업들조차 PBR이 1배가 되지 않는다. 주가가 청산가치보다 낮을 때 PBR은 1보다 낮다. 낮은 PBR은 낮은 주가수준을 의미하고, 고질적으로 낮은 PBR은 주가 상승여력을 낮춰 투자 매력을 떨어뜨린다.

단, 거래소가 직접 PBR을 개선하라고 요구한 사례는 세계적으로 처음이다. 일각에서는 시장 원리를 무시한다는 비난도 있다. 또한 PBR이 낮은 이유가 고질적인 문제가 아닌, 실제로 부실 기업이 많기 때문일 수도 있어 도쿄거래소가 판도라의 상자를 열었다고 평가하기도 한다. 그럼에도 불구하고 도쿄증권거래소는 해외로부터 투자자금을 유치하여 기업 성장을 촉진하는 것이 더욱 중요하다고 판단하였다. 이에 따라 비난을 무릅쓰고 강도높은 규제를 통해 일본 증시 체질을 개선하는 중이다.

그림 4. 일본 주요 기업 PBR



작년 말 일본의 가계 금융자산은 처음으로 2000조엔을 돌파한 2023조엔을 기록했다. 이 중 54%(1092조엔)는 예금과 현금형태이다. 가계 금융자산 중 주식 비중은 10%에 불과할 정도로 개인은 투자보다 저축에 큰 비중을 두고 있다. 기시다 총리 내각은 금융자산을 투자 분야로 유도하는 '저축에서 투자로'를 목표로 하고 있다. 이를 위해 소액투자비과세제도를 도입해 일정 기간 동안 투자 차익에 세금을 부과하지 않을 예정이다.

- 결론

7. 닛케이 VS 코스피



최근 5년간 닛케이 지수와 코스피 지수를 비교해 보았을 때, 코스피의 경우 횡보한 반면 닛케이 지수의 경우 40% 가까이 상승하여 과거의 버블경제 수준까지 상승하였다. 일본 기업들은 항상 증시의 PBR이 낮았으며, 주주의 이익에 대해 소홀한 모습이 있었다. 그렇지만 앞에서 언급한 도쿄증권거래소의 PBR 개선요구로 인해 현재 재평가를 받는중이다. 이와 비교해봤을 때 우리나라 기업들은 코스피200 지수에 포함된 주요 기업들만 비교하면 PER은 11.3배, PBR은 0.9배 (지난해는 PER 9.8배, PBR 1.0배)로 저평가 정도가 일본에 상장된 기업들보다 훨씬 심한 편이며, 이는 다른 선진국들뿐 아니라 신흥국들과 비교해도 압도적으로 낮은 밸류에이션을 받는 중이다. 코스피 또한 일본과 같이 주주가치에 대한 제고를 통해 더 많은 투자자들을 끌어들이며, 이를 통해 지긋지긋한 박스피를 탈출하기를 기대하는 바이다..

구분 ¹⁾	PER (배)	PBR (배)	배당수익률 (%)	구분 ¹⁾	PER (배)	PBR (배)	배당수익률 (%)
한 국	11.3	0.9	2.2	중 국	13.7	1.4	2.6
미 국	20.4	4.2	1.6	대 만	12.6	2.2	4.4
일 본	16.3	1.4	2.4	인 도	23.6	3.2	1.4
영 국	11.0	1.7	4.3	브라질	5.5	1.5	7.6
프랑스	13.8	2.0	2.8	태 국	22.5	1.9	2.9
전 체 ²⁾	17.9	2.9	2.2	전 체 ²⁾	12.5	1.6	3.2

주) 1. 한국은 KOSPI200 기준이며, 해외 주요시장은 MSCI 국가지수 기준
 2. 선진국 전체에는 23개국, 신흥국 전체에는 24개국 포함

8. 상승 요인 및 예상전망

버핏 회장은 지난달 11일 일본을 방문해 일본주식에 대해 “지금은 (일본의) 5대상사 주식밖에 가지고 있지 않지만 다음 투자할 곳은 머리에 있다”며 추가 매입 가능성을 시사했다. 버핏의 인터뷰 후 일본증시는 상승세를 보이는 모습이 나타났다. 지난달 11일 닛케이225지수가 1% 강세를 기록했고, 이후 지속적인 상승세를 보이고 있다. 버핏 인터뷰 이후 닛케이225 지수의 상승세는 7.21%에 달한다. 이 영향으로 TIGER 일본닛케이225 ETF도 한달 간 5.04% 올랐고, ACE 일본 Nikkei225(H) ETF는 5.41% 상승했다. KODEX 일본TOPIX100 ETF의 경우, 한달 간 4.09%의 수익률을 보였다.

실제로, 일본증시에 직접 투자하는 개인들도 늘어났다. 5월 현재 개인투자자들의 일본증시 순매수 금액은 약 130억원으로 집계됐다. 지난 3월까지만 해도 개인투자자들은 일본증시에서 약 73억 원 순매도한 것과는 정반대 양상이다.

또한, 엔저 효과도 동반되고 있어 일본증시에 대한 투자가 긍정적이라고 생각한다. 엔저 효과에 따라 일본 기업의 이익이 시장 예상치를 상회할 수 있으며 환차익이 가능하다. 이에 전문가들은 현재 대비 약 3% 가까이 더 오를 수 있을 것으로 관측했다. 최보원 한국투자증권 연구원은 “일본은 상반기 중 금융정책 정상화 기대감이 낮아진 만큼 엔·달러 환율의 하락 속도가 더딜 것”이라며 “하향세가 지속됐던 일본기업의 이익 전망치가 상향되고 있다”고 말했다. 이어 “달러 강세 압력도 이어지고 있는 만큼 이번달 예상 밴드를 2만7000포인트에서 3만500포인트로로 상향한다”고 말한 것을 참고할 수 있다. 다만 투자자들은 최근 단기간 상승 랠리가 이어진 만큼, 일부 조정이 있을 수 있다는 사실을 항상 유념하며 투자하면 더 좋은 결과가 있을 것이다.