

## 일본의 양적완화, GO? STOP?

|             |               |
|-------------|---------------|
| 4월 월간 밴드    | 1,920-2,050pt |
| 2013년 연간 밴드 | 1,800-2,250pt |
| 12MF PER    | 9.3배          |
| 12MF PBR    | 1.03배         |
| Yield Gap   | 8.2%p         |

- ▶ 일본의 양적완화 정책은 지속될 것. 일본과 경쟁하는 우리나라 수출업체에는 부정적
- ▶ 일본 경기부양과 엔화 약세에 관련된 수혜 종목을 찾기는 쉽지 않은 상황
- ▶ 국내상장 일본기업, 엔화부채 보유기업, 일본 경기회복 관련주 선별적 접근 요망

**예상보다 부진한 일본 CPI.  
향후 일본 정부의  
유동성 공급정책 지속 전망**

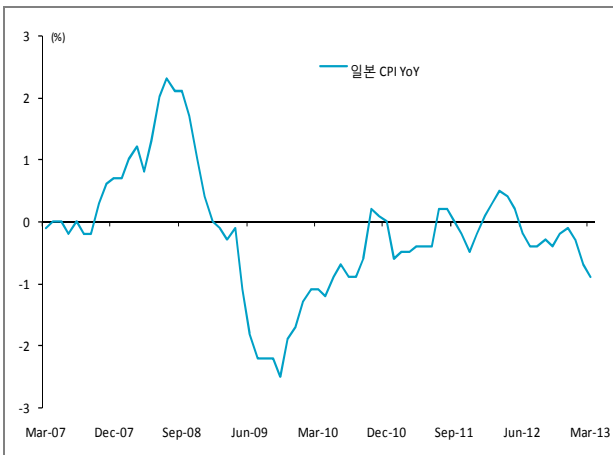
### ■ 일본 정부의 돈풀기는 지속될 것

일본 구로다 하루히코 일본은행 총재는 ‘2년 내 물가상승률 2%’를 목표로 내세웠고, 아베 총리는 지난 15년간의 디플레이션 타개를 위해 엔화를 무한정 찍어낼 수도 있다는 강력한 의지를 피력했다. 이러한 의지는 시장에 그대로 투영되어 엔/달러는 100엔에 육박해 있고, 니케이지수도 연초 대비 30% 이상 상승했다.

하지만 금융시장과는 달리, 현 시점에서의 물가는 일본 정부의 의도대로 진행되고 있지 않는 형국이다. 지난 26일 발표된 일본 4월 CPI는 전년동기대비 0.9% 하락하며 컨센서스 0.4% 하락을 밑돌았는데, 이에 대해 블룸버그는 디플레이션을 타개하려는 일본은행의 노력이 난항을 겪고 있음을 뜻한다고 평가했다.

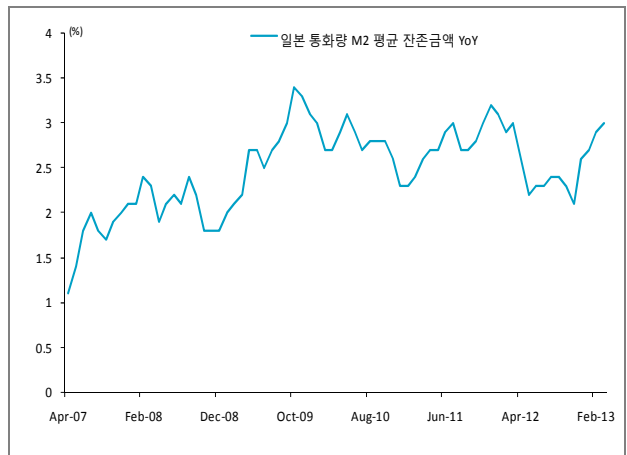
하지만 일본정부의 의지는 강력했다. 같은 날 열린 금융정책 결정회의에서 추가적인 양적완화 정책이나 유동성 조치를 발표하지는 않았지만 의미있는 코멘트를 전달했는데, 2013 회계연도(3월 결산) 소비자물가 상승률 전망치를 기존보다 0.3%p 높은 0.7%로, 2014 회계연도 전망치는 기존보다 0.5%p 올린 1.4%, 2015 회계연도 물가상승률을 1.9%(소비세 인상분 제외)로 예상한 것이다. 이와 더불어 올해 경제성장률 전망치도 2.9%로 기존보다 0.6%p 상향조정했고, 내년 경제 성장률은 1.4%, 2015년 성장률은 1.6%에 이를 것으로 전망했다. 이는 지난 4일, 2년 안에 시중 자금공급량을 배로 늘리는 것을 골자로 하는 이른바 ‘차원이 다른’ 금융완화 정책 발표 이후 ‘물가상승률 2%’ 라는 목표를 반드시 달성하겠다는 의지의 방증이었다.

[그림 1] 일본 CPI 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 일본 M2 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

물론 시장에서는 일본의 과도한 국가부채를 이유로 양적완화를 지속하기 어렵다는 전망도 많다. 최근 OECD의 보고서에서는 2012년 일본의 공공부채가 GDP 대비 220%에 도달할 것이고, 이는 이제까지 OECD 지역에서 기록된 수치 중 가장 높은 수준이라고 전했다. 하지만 한가지 간과하고 있는 것이 있는데, 일본은 국제통화를 가지고 있는 나라이다. 물론 과거에 비해 위상이 많이 낮아지기는 했지만, 유동성이 증가하고 경기가 회복되면 엔화의 경쟁력이 강화될 것이고, 이것을 바탕으로 미국이 금융위기 이후 성공적으로 회복한 사례의 전철을 밟아갈 가능성이 높다. 또한 일본정부는 올해 안으로 공공 재정의 지속 가능성을 위한 중기 재정 계획 발표를 예고하는 등 향후 시장의 우려를 불식시키기 위한 노력을 지속할 것으로 전망된다.

결국, 일본은 어떠한 방법을 쓰더라도 유동성을 확대하여 경기를 살리려는 노력을 지속할 것이고 ‘STOP’보다는 ‘못먹어도 GO’를 외칠 가능성이 높다는 판단이다.

우리나라의  
주요 수출업체에게는  
부정적 영향 불가피

■ 일본과 경쟁하는 우리나라 수출업체는 부정적

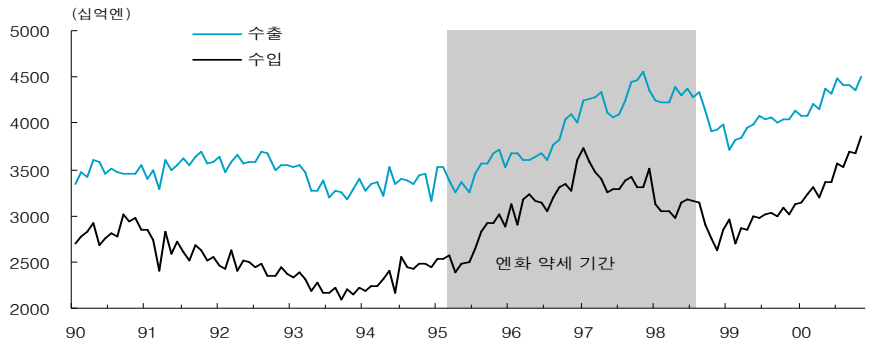
당사 전략팀은 지난 3일 경제전망 보고서를 통해 엔화 약세가 장기화 될 것이고, 이는 ‘한국의 수출부진 → 기업 설비투자 위축 → 기업이익 급감 → 경기하강 유발 → 주가약세’의 연쇄효과를 가져올 가능성이 있다고 언급했다. 당사에서는 과거 1990년대 엔화 약세 기간을 감안했을 시, 이번 약화 약세가 3년 이상 지속될 가능성을 높게 보고 있고, 한국의 수출에는 타격이 불가피 할 것으로 예상하고 있다.

실제로 기획재정부는 지난 28일 ‘엔화 약세에 따른 우리 수출 영향과 전망’이라는 보고서를 통해 원/엔 환율 10% 하락 시 2분기에 수출이 1.9% 하락할 것으로 추정했고, 최근 엔/달러 환율이 100엔대에 가까워지면서 엔화 약세가 우리 수출에 미치는 영향이 점차 가시화 되었다고 분석했다. 특히 대일 수출둔화세가 확대되는 가운데 자동차, 철강 등 일본과의 경합도가 높은 품목의 수출 부진이 지속되고 있다고 분석했다.

이와 더불어 한국은행 역시 29일 '2013년 3월 국제수지' 설명회에서, 1분기 경상수지 흑자는 전망치보다 많이 나왔지만, 엔저의 영향은 J-커브 효과 등으로 인해 시차를 두고 나타날 것으로 보이고, 2분기와 3분기에 크게 나타날 수도 있다고 언급했다.

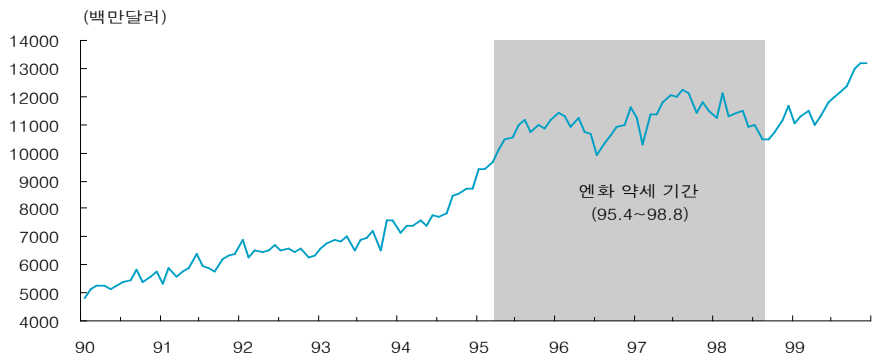
결론적으로 엔화 약세에 대한 국내 수출기업들의 우려는 하반기로 갈수록 현실화될 가능성이 높으며 중국의 경제성장률 둔화, 미국의 제조업 리쇼어링 등을 감안할 때 휴대폰 업체와 같이 가격리스크를 압도하는 선도적인 트렌드를 보유한 업종이 아닌 이상, 일본과 경합하는 업종에 대한 접근은 조심스러워야 할 것이다.

[그림 3] 일본의 월별 수출입 추이



자료: 일본 재무성, 한국투자증권

[그림 4] 한국의 월별 수출 추이



자료: 한국은행, 한국투자증권

엔화 약세 관련 수혜주는  
데이터 제약으로 인해  
Top-Down 차원의 접근  
쉽지 않음.

Bottom-up 차원에서의  
접근 필요

### ■ 엔화 약세 / 일본 경기회복 관련 수혜주 찾기는 쉽지 않은 상황

한편 최근 엔화 약세에 대한 우려는 시장 내 지속되어 왔지만, 역설적으로 일본 경기 회복 관련 수혜 업종에 대한 관심은 발생한지 얼마되지 않았다. IMF와 서브프라임 사태 등으로 인해 달러에 대한 대비와 분석은 많이 되어 있었던 반면, 최근 10년 이상 이어진 일본의 장기 침체로 인해 엔화에 대한 관심 자체가 높지 않았고, 이에 따라 엔저현상에 대한 시장의 분석이 상대적으로 적었다는 것이 원인이라고 판단된다. 하지만 엔화 약세가 장기화될 것이 기정사실화 된 상황이라면, 이제부터는 본격적으로 관련 수혜 업종에 대한 관심이 높아져야 할 시기이다.

그런데 문제는 막상 일본과 관련된 업체들을 찾아서 평가하려고 해도 추세를 가늠할 만한 데이터 자체가 부족하다는 것이다. 예를 들어 에스엠의 경우, 일본 경기 활황으로 인해 소속 아티스트들의 일본 내 투어가 많아지는 효과(Q의 상승)가 클 것인가, 아니면 엔화약세에 따른 매출 인식 규모 축소(P의 하락)의 영향이 클 것인가에 대한 판단을 현 시점에서 선불리 내리기 어렵다. 과거 데이터가 부족하기 때문이다.

이보다 더 심각한 것은 분석을 떠나서 수혜의 여부를 짐작조차 어려운 기업들이 많은 점이다. 전력량계 등 전력기기와 자동차 부품을 생산하는 피에스텍의 경우, 과거부터 기업의 내용을 잘 알고 있지 못하는 투자자들은 왜 엔화약세 수혜주인지 쉽게 알기 어렵다. 동사의 12년도 사업보고서를 보면 매출액이 전년대비 30% 이상 감소했음에도 불구하고, 지배주주 당기순이익은 소폭 상승했다. 그리고 올해에는 이익이 더 상승할 것으로 전망되는데, 그 이유는 자회사인 '텐소풍성전자'로부터 유입되는 지분법이익이 대폭 증가하고 있기 때문이다. '텐소풍성전자'는 일본에서 수입된 원료로 제품을 제작하고 이를 원화로 판매하기 때문에 원가절감 및 환차익 효과가 발생하고 있는 상황이다. 하지만 비상장회사인 '텐소풍성전자'의 재무정보는 쉽게 알기 어렵고, 그나마 나와있는 11년도 기준 감사보고서 역시 회사 내용을 설명해주는 주석 부분은 조사 외에 전부 한자로 표기되어 있어 접근성이 떨어진다.

결국 현 시점에서 엔화 약세와 일본 경기회복에 따른 수혜 종목을 명확히 지목하기는 어렵다. 기존에 알고 있던 지식들로 접근한다고 해도 IFRS로의 회계기준 변경 등으로 인해 과거에 알던 지식과 현재의 기업상황이 차이를 보일 수도 있고, 위에 언급했던 피에스텍처럼 표면적으로는 쉽게 짐작하기 어려운 기업들도 많기 때문이다. 따라서 엔화 약세 수혜주와 관련하여서는 '지금 당장 어떤 종목을 투자해야 한다'는 식의 접근보다는, 조금 늦더라도 관련있는 종목들의 분기 실적 추이를 면밀하게 파악하여 'P'와 'Q'의 상호 작용을 확인한 후 접근해야 할 것이다. 동시에 향후 기업의 가치를 평가할 때 '엔화' 및 '일본'에 대한 필터링을 추가하여 분석하는 방식도 필요한 상황이다. 엔화 약세가 우리에게 남겨준 숙제인 셈이다.

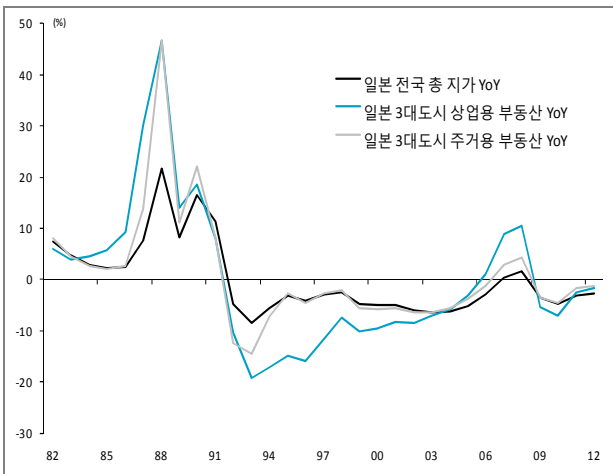
■ 관심업종 : 국내상장 일본기업, 엔화부채 관련주, 일본 경기회복 수혜주

국내상장 일본기업,  
엔화부채 과다 관련주,  
일본 향 매출증가 기업 등을  
주목할 필요

그럼에도 불구하고 일본 관련주를 찾으려면, 가장 먼저 국내 상장된 일본기업을 들 수 있겠다. 현재 KOSPI와 KOSDAQ을 막론하고 국내에 상장된 일본회사는 총 4개로 모두 SBI그룹 계열사이다. 이중 규모가 가장 큰 ‘SBI모기지’는 주택 및 부동산 모기지 전문업체로 일본 부동산 경기 회복에 따라 향후 지속적인 성장이 주목되고, 수익 구조상 리스크가 거의 없다는 장점이 있다. ‘SBI엑시즈’는 일본 전자결제업체로, 일본의 전자상거래는 국내와는 다소 상이한 구조를 가지고 있지만 일본의 경기활성화에 따른 직접적인 수혜가 예상되는 물론, 국내 동종업체들에 비해 매력적인 밸류에이션을 가지고 있다.

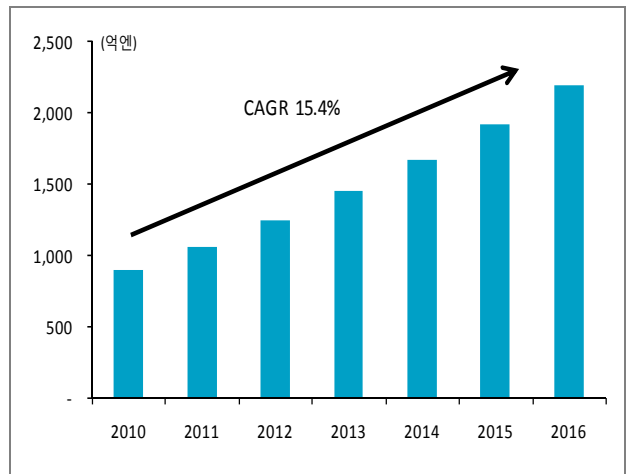
외국기업의 특성 상 정보의 신속성나 정확성에 우려가 있는 것도 사실이다. 하지만 일본 기업의 경우 중국 현지기업에 비해 재무투명성에 대한 시장의 신뢰도가 높고, SBI모기지의 경우와 같이 적극적인 배당정책으로 투자자들의 기대를 충족시키기 위한 노력을 지속할 것으로 보이기 때문에, 국내 상장 일본 기업에 대한 정성적인 디스카운트 요인은 점진적으로 해소될 것으로 전망된다.

[그림 5] 일본 공시지가 증감률 연간 추이



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 6] 일본 전자지급결제 서비스 시장규모 전망



자료: MIC Research, SBI모기지

이 밖에 엔화자산 부채가 많은 기업들은 이자비용 축소로 인해 이익이 개선될 수 있고, 일본향 매출이 증가하고 있는 기업들의 경우 ‘P’의 축소를 ‘Q’의 확대로 상쇄시킬 가능성도 있다. 다만 위에서 언급하다시피 향후 실적추이에 대한 명확한 예측이 쉽지 않다는 점을 감안하여 선별적인 접근을 권고한다. 시장이 내려준 이 숙제는 ‘벼락치기’로 해결된 문제가 아니라 중장기적 프로젝트가 될 공산이 크기 때문이다.

## <참조 1> 언론 및 시장 내 일러진 엔화 약세 / 일본 경기회복 관련 종목

| 구분       | 종목       | 특징  |
|----------|----------|---|
| 국내상장     | SBI 모기지  | 일본 부동산 시장 회복 수혜주. 일본 고정금리 모기지 시장 내 M/S 1 위      |
| 일본기업     | SBI 액세스  | 일본 전자결제서비스 업체. 일본 내수 활성화 시 수혜 전망                |
| 일본산 원료수입 | 한국정밀기계   | 자동화수치제어(CNC) 컨트롤러 일본에서 수입                       |
|          | 이녹스      | 원재료비의 45%를 일본에서 구매                              |
|          | 로체시스템즈   | 최대 주주 일본계 회사. 주요 원재료 일본계 계열사 의존도 높음             |
|          | 삼익 THK   | 원재료의 대부분 엔화자산으로 수입                              |
|          | 새로운오토모티브 | 최대 주주 일본계 기업. 일본 자동차 부품업체로의 매출 증가 기대            |
|          | 신도리코     | 프린터, 복사기 등 사무기기 생산 업체. 원재료 40% 수준 일본에서 수입       |
|          | LG 화학    | 정보전자소재사업부문 및 전지사업부문 원재료 일본산 수입                  |
| 일본향 매출   | NHN      | 일본 내 LINE 의 호조. 다양한 콘텐츠를 바탕으로 수익성 확대 기대         |
|          | 조이맥스     | 자회사 개발 인기작 '원드러너'의 일본 성공 진출. 앱스토어 상위권 랭크 중      |
|          | 화진       | 닛산 자동차와의 개발 원료를 통한 매출 가시화 등으로 전년대비 매출 증가 기대     |
|          | 코오롱생명과학  | 일본향 원료의약품(API) 수출물량 증가 기대감. 단, 매출액은 엔화약세로 감소 가능 |
|          | 화일약품     | 일본향 원료의약품(API) 수출물량 증가 및 다이어트 관련 식품 일본 내 유통 기대감 |
|          | 토비스      | 일본업체 향 G2 터치패널 수주. 5월부터 양산 전망                   |
|          | 엠씨넥스     | 일본 휴대폰 업체 13M 카메라 모듈 수출. 규모는 작을 것으로 예상          |
|          | 에스엠      | 일본 내 아트스트 활동 증가 기대감 상존. P의 감소 가능성 있음            |
|          | 와이지엔터    | 일본 내 아트스트 활동 증가 기대감 상존. P의 감소 가능성 있음            |
|          | 키이스트     | 일본 내 케이블 업체 DATV 의 실적 증가 기대감                    |
| 엔화부채     | 롯데쇼핑     | 엔화부채 약 1 조원                                     |
|          | 한국전력     | 엔화부채 약 2 천억원                                    |
|          | 비에이치아이   | 엔화부채 약 200 억원                                   |
|          | 캠트로닉스    | 엔화부채 약 300 억원                                   |

자료: 각 사업보고서 및 언론사 보도자료, 한국투자증권

### ■ Compliance notice

- 당사는 4월 29일 현재 상기 언급된 업체의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석담당자와 배우자는 4월 29일 현재 상기 언급된 업체의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.