

## [주간전망] 일본의 속도 조절, 한국에는 기회

Strategist 오승훈 769-3803 oshoon99@daishin.com

## 일본발 조정을 보는 시각 : 쏠림 완화 VS 유동성 축소

23일부터 나타난 일본발 변동성은 이번주에도 지속될 가능성이 높다.

이번주는 그 파급 영향을 판단하는 것이 중요하다. 미국증시의 선전으로 일본발 조정이 선진국 조정으로 이어질 가능성은 낮아졌다. 일방적으로 쏠렸던 일본에 대한 기대가 균형을 찾는 과정이라면 한국에 나쁘지 않다. 다만 주초에는 주가 조정의 또 다른 한축인 미국발 유동성 축소의 영향을 아시아시장을 통해 살피는 것이 필요하다.

일본증시 급락에서 시작된 이틀간의 시장 반응은 기대와 우려가 엇갈려 있다. 한국에서의 외국인 매도는 이틀간(23~24일) 900억원대로 크지 않았고, 일본발 주가 조정이 미국증시로 확산되지 않은 점은 긍정적이다. 그러나 한편에서는 위험자산에서의 이탈도 감지되고 있다. 유럽의 재정위험국 국채금리가 상승하고 있으며, 아시아 금융시장에서 환율상승(절하), 주가하락, 국채금리 상승, 외국인 매도가 나타나고 있기 때문이다. 일본에 대한 쏠림 해소라는 긍정적 측면에 집중하되, 아시아 금융시장의 움직임을 통해 경제의 수위를 결정하는 전략이 유효해 보인다.

## \*일본증시 급락과 일본에 대한 시각 변화

일본증시 급락은 일본 중앙은행에 대한 신뢰가 약화되었기 때문이다. 장기금리 상승에 대해 BOJ는 경제여건 개선에 따른 자연스러운 현상이라는 인식을 거듭 표명해 왔다. 그러나 5월 23일 일본 국채 10년물 금리가 개장초 1.0%를 터치하자 2조 엔 규모의 시장개입을 전격적으로 단행하면서 금리상승에 대한 BOJ의 우려를 역설적으로 보여주었다.

‘금리상승’에 대한 BOJ의 인식 변화를 계기로 일본의 공격적인 정책은 속도조절에 들어갈 가능성이 높다. 양적완화가 국채금리 안정을 가져오기 보다 인플레이션 기대를 빠르게 높이고 있기 때문에 국채매입 강도를 더 높이기도 어렵다.

‘금리리스크’로 촉발된 일본증시 급락은 일본에 대한 일방적 기대가 균형을 찾는 계기로 작용할 것이다. 지금까지 디플레 타개, 경기회복이라는 아베노믹스의 긍정적 면에 집중되어 있었다면 앞으로는 아베노믹스의 부정적 측면인 재정우려(금리상승 리스크)가 동시에 고려될 수 밖에 없다.

## 일본과 미국의 차이

\*동일한 금리상승, 원인은 달라

일본과 미국에서 금리상승이 동일하게 나타나고 있지만 금리상승의 원인은 다르다[그림1]. 일본의 금리상승이 기대인플레이션의 상승에 기인하고 있다면 미국의 금리상승은 실질금리의 상승 때문이다[그림2,3].

일본의 주가 급락은 국채 매입의 효과가 BOJ의 의도와 달리 너무 빠르게 기대인플레이션의 상승이라는 통로를 통해 금리 상승을 이끌고 있기 때문이다. 일본 국채 5년물에 반영된 기대인플레이션은 BOJ가 목표로 한 2%에 이미 근접해 있다[그림2]. 반면 미래 성장률의 대응치라 볼 수 있는 실질금리는 여전히 부진하다. 너무 앞서 나간 기대와 펀더멘탈간의 괴리 축소과정이 나타나고 있다고 볼 수 있다. 여기에 높은 공공부채비율이라는 부담이 변동성을 높이는 원인이 되고 있다.

반면 미국의 국채 금리상승은 기대인플레이션이 아닌 실질금리 상승에 의해 주도되고 있다[그림3]. 유동성 축소 우려(기대인플레이션 하락)와 경기회복(실질금리 상승)이 팽팽히 맞서고 있는 것이다. 이는 QE1, QE2 때와는 다른 변화이다. QE1, QE2 시기에는 지금 일본처럼 인플레이션 기대가 급등하면서 명목금리 상승을 이끌 바 있다. 펀더멘탈에 대한 기대가 한축에 자리잡고 있다는 점에서 일본발 주가 조정이 미국으로 확산될 가능성은 낮다.

그림 1. 미국과 일본에서 나타나는 국채금리 상승



자료: Bloomberg, 대산증권 리서치센터

그림 2. 일본은 기대인플레이션이 명목금리 상승 주도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 미국은 실질금리 상승이 명목금리 상승 주도



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 주간 모니터링 – 아시아 금융시장(동남아시아 환율, 채권시장)

일본은 공격적인 통화정책의 속도 조절 문제에 직면해 있고 미국은 유동성 축소의 시기를 고민하고 있다. 일본의 속도조절이 한국증시의 차별화를 해소시키는 계기가 될 수 있는 반면 미국 유동성 축소 이슈는 글로벌 증시 조정의 뇌관이 될 수 있다.

미국의 유동성 축소에 가장 민감하게 반응할 시장은 아시아 시장이다. 주 초반 이에 대한 모니터링이 필요하다.

아직 주가 조정은 미미한 편이지만 주식시장에서 외국인 매도세가 23~24일 출회되고 있다[표1]. 특히 국채시장에서 외국인 비중이 높기 때문에 미국 출구전략에 대한 인식이 강화될수록 자금 이탈 우려가 커질 수 밖에 없다. 인도네시아의 자국 통화 국채시장에서 외국인 비중은 33%에 육박하며 말레이시아 31%, 태국은 18%에 달한다[그림4].

미국 연준은 유동성 축소의 시기와 방식에 있어 여지를 남겨두었다. 버냉키의장은 상황에 따라 언제라도 정책의 유연성(확장 또는 축소)을 발휘하겠다는 언급을 강조하고 있기 때문이다. 유동성 축소에 대한 경계가 필요하지만 현시점에서의 과도한 대응은 바람직하지 않다. 주초 아시아시장에서 큰 변동이 없다면 경계의 시각보다 일본발 조정이 주는 과열의 해소, 균형찾기라는 긍정적인 면에 더 주목해야 한다.

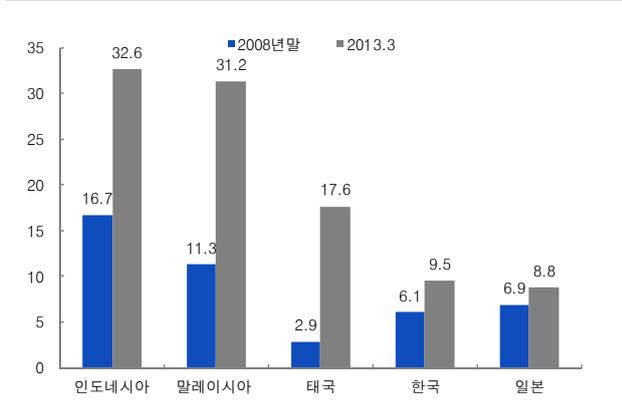
표 1. 22일 이후 (23, 24일) 아시아 주요국 금융시장 변화

	한국	인도네시아	타이완	태국	필리핀
통화 절상률 (%)	-0.85	-0.07	0.01	-0.23	-1.06
주가 변동률 (%)	-1.02	-1.02	-2.25	-1.46	-1.57
국채 10년물 금리 변동 (bp)	1	9.2	1.29	6	-27.09
외국인 순매수 (백만달러)	-62.42	-140.99	-378.25	-103.60	-14.12

자료: 대신증권 리서치센터

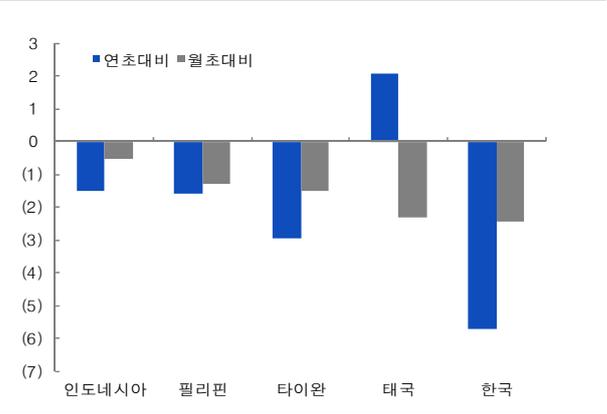
주: 태국 외국인 순매수 금액은 23일 하루만 포함

그림 4. 아시아 주요국 자국통화 표시 국채의 외국인 보유비중



자료: ADB, 대신증권 리서치센터

그림 5. 아시아 환율 움직임 : 아시아 통화 절하



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

### 주간 이벤트 – 유럽의 정책 대응

일본의 속도 조절, 미국의 정책 축소 흐름과 달리 이번주 유럽에서는 성장으로의 발걸음이 가속될 것으로 보인다.

#### \*5.28일 독일, 프랑스 청년실업 대책 발표

독일, 프랑스 재무장관과 노동장관이 파리에서 청년실업 대책을 발표한다. 청년실업 대책에 대한 독일의 의지가 강하다는 점에서 구체적인 결과물이 도출될 것으로 전망한다. 여기에 EU차원의 노력도 속도를 내고 있다. 25일 EU정상회의 반 롬푸이 상임의장이 27개국 회원국에 청년실업 대책과 관련 서한을 발송했다. 그동안 경기부양책의 느슨한 집행을 바로잡기 위해 내년 1월까지 청년실업의 구체적 계획을 이행할 것을 표명했다. EU예산에 이미 반영된 60억유로 청년실업 예산의 활용 방안이 구체화 될 것으로 보인다.

#### \*5.29일 EU집행위, EU국가에 대한 연례 정책 제안

5월 29일 EU집행위는 24개 회원국(구제금융 3개국은 제외)에 대해 경제 정책 제안을 발표한다. 이번 정책제안은 6월 28~29일 정상회의에서 최종 확정된 후 7월부터 공식 발효된다. 이번 정책제안에는 긴축완화, 성장과 관련된 국가별 제안이 포함될 것으로 예상된다.

#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.