

Key Strategy

미국 금리 인상 시기에 대안은 일본이다.



SUMMARY

[투자전략]

송홍익

02-768-2122

hi.song@dwsec.com

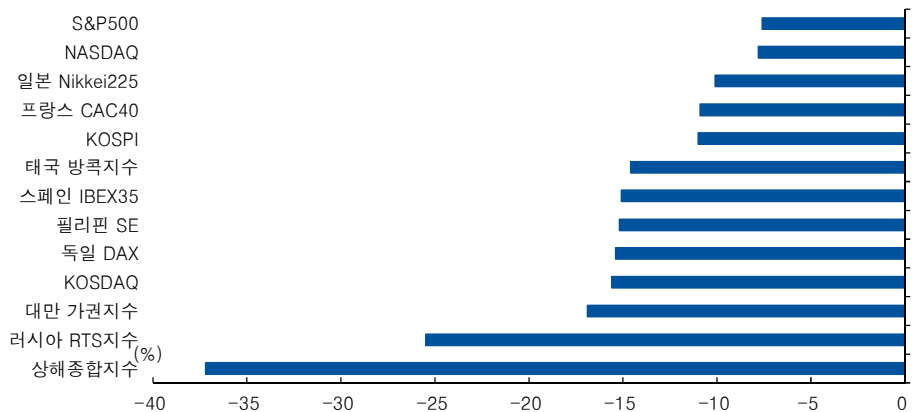
- 미국 금리 인상 → 달러 강세 → 엔화 약세로 연결되는 구조 지속
- 2018년 9월까지 아베의 재집권이 확정된 상황이기 때문에 양적완화 정책 지속될 전망
- 엔화 약세로 Nikkei225 2015~16F 당기순이익 증가율은 각각 +15.2%, +8.5% 전망

미국 금리 인상에 대한 우려로 글로벌 증시는 선제적으로 조정

8월에는 중국 인민은행의 기습적인 위안화 평가절하와 중국 경기 침체에 대한 우려가 부각되었고, 최근에는 9월 FOMC에서 미국 연준이 금리를 인상할 수 있다는 불확실성이 확대되면서 글로벌 증시는 큰 폭으로 하락했다.

올해 고점대비 상해 종합지수는 -37.2%, 러시아 RTS지수 -25.5%, 대만 가권지수 -16.9%, KOSDAQ -15.6%, 독일 DAX -15.4% 급락했고, 나스닥 -7.8%, S&P500 -7.6%로 상대적으로 미국 증시는 강한 흐름을 보이고 있다.

그림 1. 미국, 유럽, 중국, 일본, 한국 등 글로벌 증시 올해 고점 대비 하락률 현황



자료: I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 나스닥 지수 고점 대비 하락률, 저점 대비 상승률 현황



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. Nikkei225 지수 고점 대비 하락률, 저점 대비 상승률 현황



자료: KDB대우증권 리서치센터

미국 금리 인상은 결국 달러 강세로 나타날 전망

미국 금리 인상 → 달러 강세 → 엔화 약세로 연결되는 구조 지속

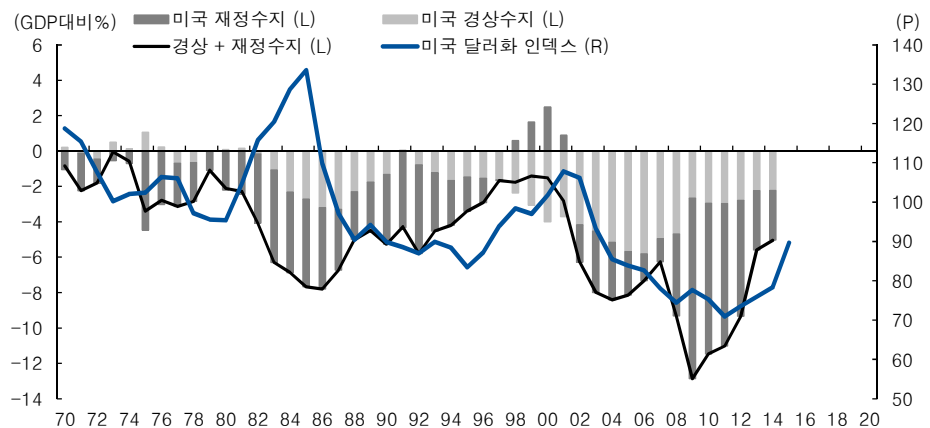
미국 연준은 올해 하반기부터 기준금리 인상을 시작해서 앞으로 2~3년간 금리 인상을 완만하게 지속할 전망이다. 최근 미국의 고용, 소비, 부동산 등 주요 경제지표들이 양호한 상황이고, 글로벌 금융위기 이후 미국은 가계, 기업, 금융권 부채조정이 상당히 진행됐기 때문에 금리 인상은 연준의 전망대로 장기간 지속될 가능성이 크다고 판단한다.

미국, 유럽, 중국, 일본 중에서 미국의 경제 상황이 상대적으로 가장 양호하다. 그래서 미국은 금리를 점진적으로 인상하려고 하고 있다. 반면 유럽과 일본은 양적 완화 정책을 최소 1년 이상 더 실시할 가능성이 크고, 중국은 경기 침체가 장기화되면서 기준금리와 지급준비율을 계속 낮추고 있는 상황이기 때문에 결국 미국의 금리 인상은 달러 강세로 나타날 전망이다.

재정수지와 경상수지 적자가 줄어들고, 미국의 세계 성장 기여도가 증가하는 상황에서 달러 강세 현상 뚜렷

특히 최근처럼 재정수지와 경상수지 적자가 줄어들고 있고, 미국의 세계 성장 기여도가 증가하고 있는 상황에서는 달러 강세를 나타냈기 때문에 앞으로도 달러 강세는 구조적으로 진행될 가능성이 크다고 본다. 결국 달러 강세는 엔화 약세를 계속 지지하고 추가적인 엔화 약세를 유도할 수 있다고 판단한다.

그림 4. 미국 재정수지 + 경상수지와 달러 인덱스 추이



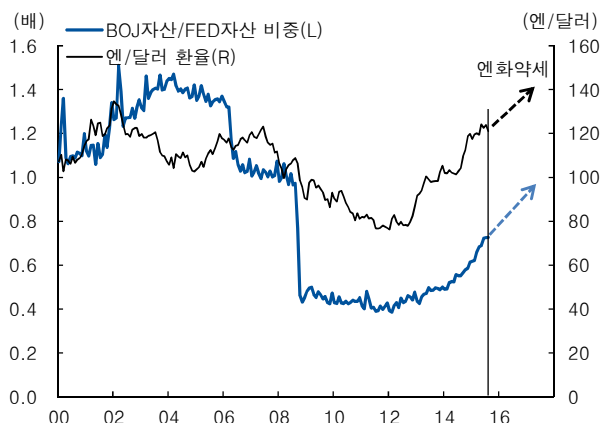
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 미국 성장률(%)- 세계 성장률(%)과 달러 인덱스 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. FED 자산 대비 BOJ 자산 비중과 엔/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

2018년 9월까지 아베의
재집권이 확정됐기 때문에
양적완화 정책은 지속될 전망

국제유가 하락 → 물가 상승률 일본은행 목표치 미달 → 양적완화 지속

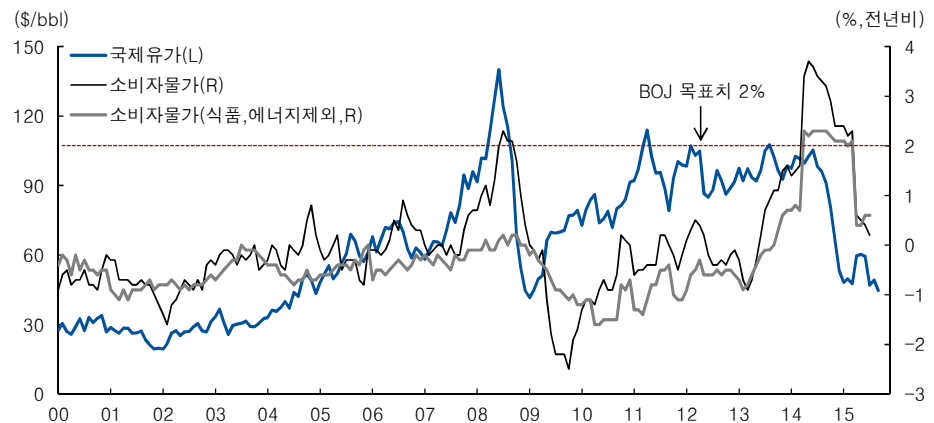
일본은행 양적완화 정책의 핵심 목표는 디플레이션 탈출이다. 그런데 국제유가가 급락하면서 7월 소비자물가는 0.2%, 근원 소비자물가는 0.6% 수준으로 일본은행의 목표치 2%를 계속 하회하고 있다.

최근 일본 실업률은 3.3%로 2000년 이후 최저 수준까지 하락했고, 구직자 대비 일자리 비율은 1.21배로 가장 높은 수준까지 상승해서 고용 지표는 상당히 양호하다. 또한 도쿄 콘도 매매 평균단가는 5,953만엔으로 2000년 이후 최고치 수준까지 상승했고, 도쿄 사무실 공실률도 4.89%로 하락해서 부동산 시장 개선세도 뚜렷하다.

결국 고용, 부동산 지표 등 핵심 경제 지표가 개선되고 있지만 아직까지 **소비자물가 상승률이 일본은행이 제시한 목표치를 하회하고 있기 때문에 일본은행은 이를 근거로 양적완화 정책을 지속적으로 사용할 가능성이 크다**고 판단한다.

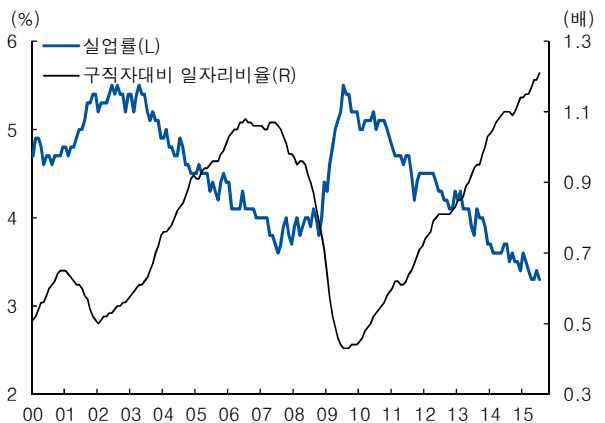
특히 9월 8일 아베는 투표 없이 자민당 총재직 연임을 확정하면서 2018년 9월까지 장기 집권 기반을 마련했기 때문에 양적완화로 대변되는 아베노믹스 정책을 더욱 강력하게 밀어붙일 가능성이 크다고 본다.

그림 7. 국제유가(WTI)와 일본 물가 상승률 추이



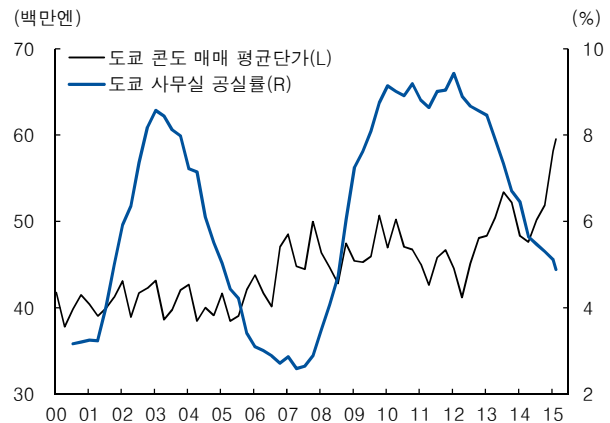
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 일본 실업률, 구직자대비 일자리 비율 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 도쿄 콘도 매매 평균가격, 오피스 공실률 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

특히 중국의 위안화 평가 절하는 일본 양적완화 정책을 강화시킬 전망

중국의 추가 위안화 평가 절하 가능성이 큰 상황에서 일본은 양적완화 정책을 더 강화할 전망

중국 인민은행은 8월 11~13일간 4.6% 위안화 평가 절하를 단행했다. 8월 8일 발표된 7월 수출과 수입이 전년대비 각각 8.3%, 8.1%로 급감하자 인민은행이 위안화 평가 절하를 통해 외환시장에 직접 개입한 것이다.

하지만 인민은행의 위안화 평가 절하 이후에도 **8월 중국 수출과 수입은 전년대비 각각 5.5%, 13.8% 감소했기 때문에 추가 위안화 평가 절하 가능성은 커지고 있다고 판단한다.** 최근 중국의 역외 위안화 환율은 역내 위안화 환율 대비 1.8% 수준 평가 절하된 상태이고, 1년 후 위안화 선물 환율도 3.0% 내외의 평가 절하를 반영하고 있다.

과거 1994년 1월 중국이 50% 위안화 평가 절하 정책을 발표한 이후 1995년 4월 역플라자 합의를 통해서 엔화 약세를 용인하면서 위안화 약세에 맞불을 놓았다. 이번에는 2013년 4월에 일본이 먼저 양적완화를 통해 엔화 약세를 유도하자 이제 중국도 위안화 평가 절하를 통해 엔화 약세를 견제하고 나서고 있는 형국이다.

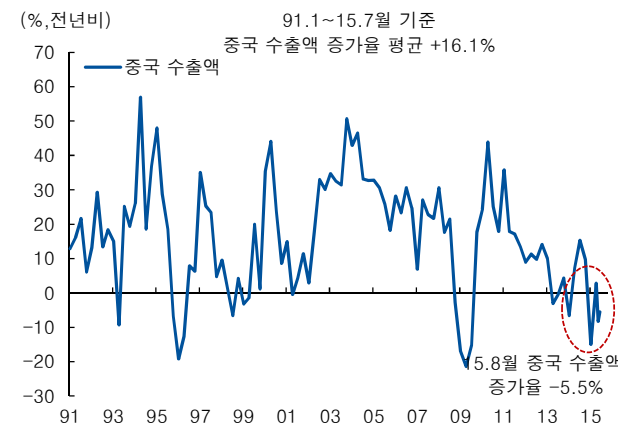
결국 중국의 추가 위안화 평가 절하 가능성이 큰 현재 상황에서 일본이 엔화 강세를 용인하면서 물러설 가능성은 낮다. **아베의 장기 집권이 확정된 상황이기 때문에 양적완화 정책을 강화해서 엔화 약세를 유도할 가능성은 더 커졌다고 판단한다.**

그림 10. 엔/달러, 위안/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 중국 수출액 증가율 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 일본 수출액, 수출물량 증가율 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

글로벌 주요 지수 중에서
Nikkei225 당기순이익 전망치만
연초대비 상향 조정

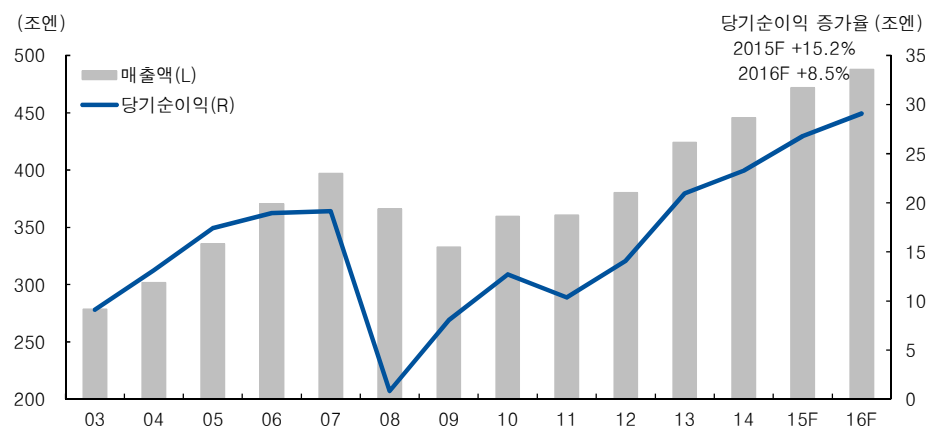
엔화약세로 Nikkei225 15~16F 당기순이익은 각각 15.2%, 8.5% 증가 전망

일본 Nikkei225 기업들은 지속된 엔화 약세를 기반으로 매출액과 당기순이익이 증가하고 있다. Factset 컨센서스 기준 Nikkei225 2015~16F 매출액 증가율은 각각 +5.9%, +3.4%로 전망되고, 당기순이익 증가율은 각각 +15.2%, +8.5%로 예상된다.

특히 일본 기업들의 당기순이익 전망치는 연초 이후 꾸준히 상향 조정되고 있다는 점에 주목해야 한다. 연초 이후 일본 Nikkei225 당기순이익 전망치는 1.7% 상향 조정됐다. 반면 미국 S&P500 당기순이익 전망치는 6.0%, 중국 상해종합지수는 5.1%, 독일 DAX는 1.0%, KOSPI는 4.9% 각각 하향 조정됐다.

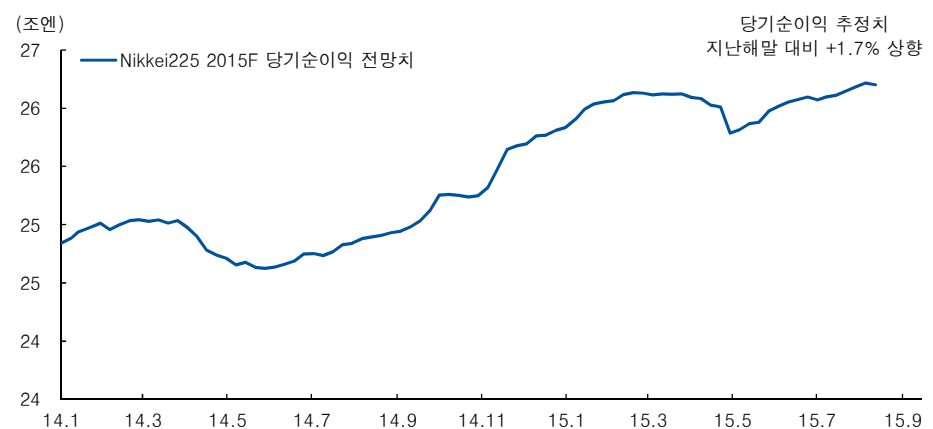
결국 글로벌 주요 지수 중에서 일본 Nikkei225 당기순이익 전망치만 연초 대비 상향 조정되고 있기 때문에 2015~16F 실적 전망에 대한 신뢰는 상당히 높다고 봐야 한다.

그림 13. 일본 Nikkei225 매출액, 당기순이익 추이 및 전망



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. Nikkei225 당기순이익 추정치 변화 추이



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

Nikkei225 3Q15(10~12 월) 당기순이익 전년동기대비 11.4% 급증할 전망

Nikkei225는 3Q15에 실적
모멘텀 부각될 전망

분기별로 살펴보면 Nikkei225 당기순이익 증가율은 3Q15(10~12월)에 전년동기대비 +11.4% 증가하면서 실적 증가 모멘텀이 부각될 전망이다. 작년 10월부터 국제유가가 본격적으로 하락했기 때문에 에너지, 소재 업종 비중이 낮은 Nikkei225 기업 실적은 3Q15~4Q15에 전년동기대비 당기순이익이 큰 폭으로 증가할 전망이다.

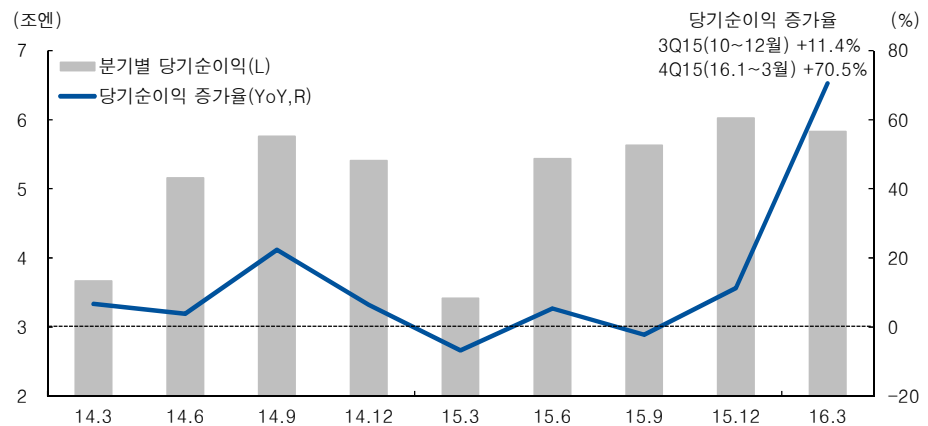
표 1. Nikkei225 시가총액 상위종목 1Q15(4~6월) 실적발표 현황

(조엔, 엔, %)

기업명	시가총액 (조엔)	업종	실적치 (EPS)	예상치 (EPS)	예상치대비 (%)	전년동기대비 (%)
토요타자동차	25.0	자동차	205.4	198.3	3.6	10.8
미쓰비시 UFJ	12.0	금융	19.9	19.2	3.4	17.0
NTT 도코모	10.7	통신	43.5	32.3	34.6	32.2
NTT	10.4	통신	91.2	64.3	41.9	36.0
소프트뱅크	9.0	IT	179.4	129.6	38.4	174.9
KDDI	8.2	통신	57.5	51.2	12.3	26.8
혼다자동차	7.6	경기소비재	103.2	85.3	21.0	27.0
스미토모미쓰이	7.4	금융	195.9	155.2	26.2	16.1
패스트리테일링	5.6	유통	270.9	363.5	-25.5	36.1
닛산자동차	4.9	자동차	36.4	31.3	16.5	36.2
아스텔라스제약	4.2	헬스케어	20.4	21.9	-6.8	26.2
소니	4.2	IT	70.5	40.9	72.4	174.5

자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. Nikkei225 분기별 당기순이익, 당기순이익 증가율 추이



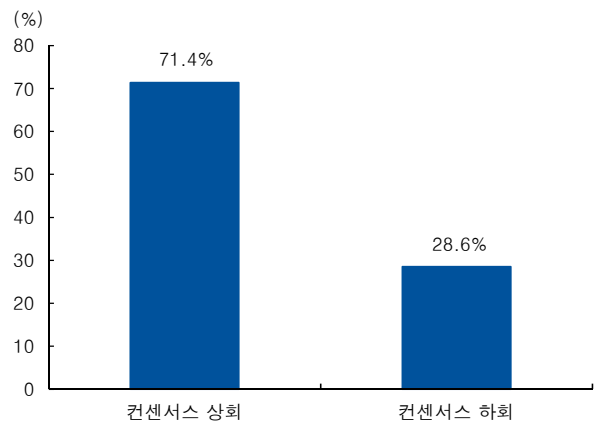
주: 일본 회계연도는 3월말 기준, 자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. Nikkei225 이익조정비율: +14.7%



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. Nikkei225 1Q15 당기순이익 컨센서스 상회 비중: 71.4%



주: 일본 1Q15는 4~6월 기준, 자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

특히 헬스케어, 유통 업종은 당기순이익이 각각 51.0%, +41.5% 증가 전망

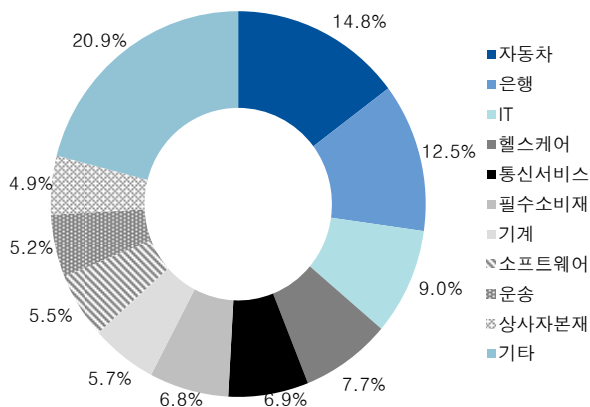
헬스케어, 유통, IT, 통신, 필수소비재, 자동차 등 주요 업종의 당기순이익은 15% 이상 증가할 전망

일본 Nikkei225 업종별 비중을 살펴보면 자동차 14.8%, 은행 12.5%, IT 9.0%, 헬스케어 7.7%, 통신서비스 6.9%, 필수소비재 6.8%, 기계 5.7%, 소프트웨어 5.5%, 운송 5.2% 등이다. 결국 Nikkei225는 엔화 약세와 국제유가 하락이 동반될 때 전체 이익이 증가할 수 있는 구조이다.

2015F 기준 전년대비 업종별 당기순이익 증가율을 살펴보면 헬스케어 +51.0%, 유통 +41.5%, IT +23.8%, 건설 +23.7%, 보험 +21.8%, 운송 +19.6%, 통신서비스 +18.4%, 필수소비재 +17.9%, 자동차 +14.6%로 주요 업종의 당기순이익은 전년대비 15% 이상 증가할 전망이다.

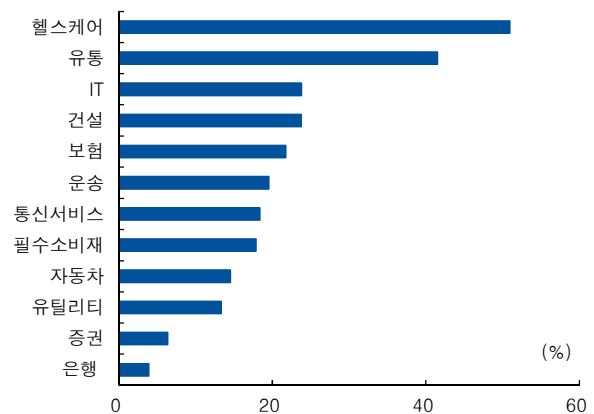
특히 시가총액 비중이 가장 큰 자동차 업종의 2015~16F 매출액 증가율은 각각 +6.3%, +5.0%이고, 당기순이익 증가율은 +14.6%, +9.7%로 전망된다. 또한 엔화 약세의 수혜자인 IT 업종의 2015~16F 매출액 증가율은 각각 +19.3%, +2.8%이고, 당기순이익 증가율은 +35.8%, +12.5%로 예상된다.

그림 18. Nikkei225 업종별 비중 현황



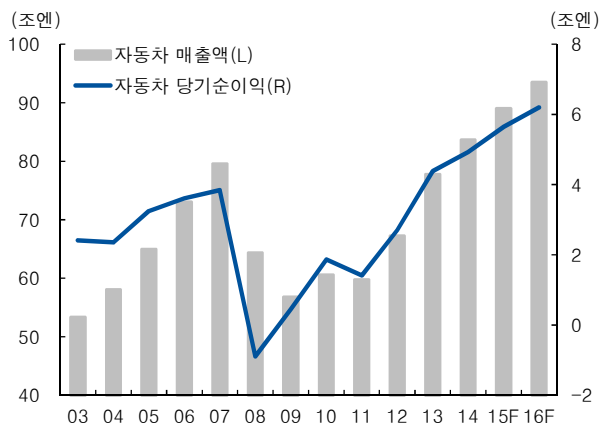
자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. Nikkei225 업종별 2015F 당기순이익 증가율(YoY) 현황



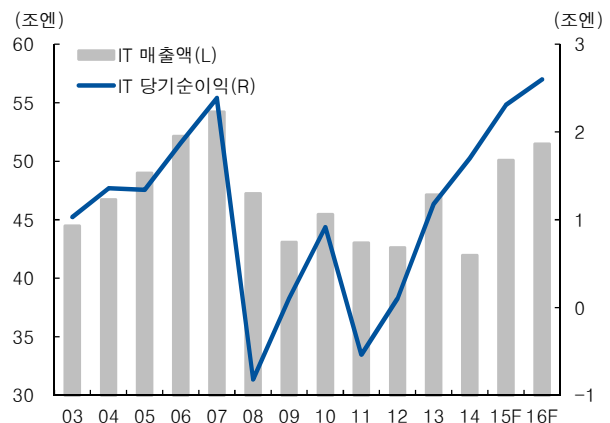
자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 자동차/부품 매출액, 당기순이익 추이 및 전망



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. IT 매출액, 당기순이익 추이 및 전망



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

Nikkei225 12MF P/E 는 13.2 배, 12MF P/B 는 1.2 배, 배당수익률 2.1%

10년물 국채금리 - 배당수익률
스프레드는 -1.7%p로 현재
Nikkei225 지수는 바닥 근처라고
판단

1988년 이후 Nikkei225 지수와 일본 10년물 국채금리 - Nikkei225 배당수익률 스프레드 추이를 살펴보면 '10년물 국채금리 - 배당수익률 ≤ 0 '일 때 Nikkei225 지수는 대부분 바닥을 형성하고 상승했다.

특히 글로벌 복합위기의 정점인 2008년 11~12월 10년물 국채금리 - 배당수익률 스프레드는 -1.6%p였고, 결국 주가는 저점을 형성하고 상승했다. 그리고 아베노믹스가 본격적으로 시작되기 전인 2012년 7~11월 스프레드는 -1.8%p였고, 그 이후 Nikkei225는 100% 이상 상승했다.

그리고 중국발 경기 침체 우려와 미국 기준금리 인상에 대한 우려로 글로벌 증시가 급락한 현재 일본 10년물 국채금리는 0.36%, Nikkei225 배당수익률은 2.1%로 스프레드는 -1.7%p이다. 단기적으로 불확실성이 확대되면서 일시적으로 주가가 하락할 수도 있겠지만 결국 지금 지수는 바닥 근처일 가능성이 크다고 판단한다.

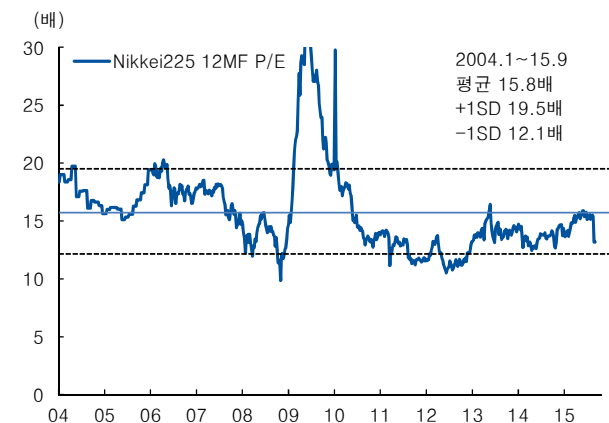
Nikkei225 12MF P/E는 13.2배, P/B는 1.2배 수준으로 과거 평균치를 하회하고 있는 상황이기 때문에 밸류에이션 매력도 충분하다고 판단한다.

그림 22. Nikkei225 지수와 일본 10년물 국채금리 - 배당수익률(스프레드) 추이



자료: I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. Nikkei225 12MF P/E 추이



자료: I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. Nikkei225 12MF P/B 추이



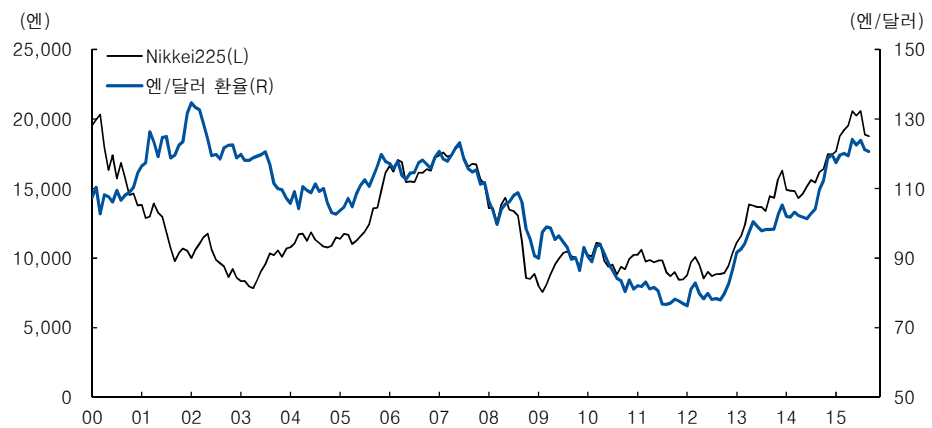
자료: I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

투자전략: 엔화 약세로 이익이 증가하는 Nikkei225 투자 유망

미국 기준금리 인상 시기에 대안은 일본 주식이라고 판단한다. 미국 금리 인상 → 달러 강세 → 엔화 약세로 연결되는 구조는 지속될 전망이다. 또한 2018년 9월까지 아베의 재집권이 확정된 상황이기 때문에 양적완화로 대표되는 아베노믹스 정책은 지속될 가능성이 매우 크다.

따라서 미국 금리 인상과 일본은행의 양적완화 정책이 동반되면서 엔화 약세는 지속되고, 이를 기반으로 Nikkei225 기업들의 매출액과 당기순이익은 점진적으로 증가할 전망이다. 결국 Nikkei225는 이익 증가를 기반으로 주가 상승세가 지속될 전망이다.

그림 25. 엔/달러 환율과 Nikkei225 주가 추이



자료: I/B/E/S, KDB대우증권 리서치센터

표 2. Nikkei225 시가총액 상위종목 재무데이터

(십억엔, %, 배)

종목명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		매출액 증가율		영업이익 증가율		영업이익률		P/E		P/B	
		15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E	15E	16E
토요타자동차	24,097	28,733	30,033	3,112	3,364	2,451	2,631	5.5	4.5	11.8	8.1	10.8	11.2	9.8	9.2	1.3	1.2
미쓰비시 UFJ	10,323	4,255	4,395	1,688	1,767	1,077	1,143	-	3.3	12.2	4.7	39.7	40.2	9.6	9.0	0.6	0.6
NTT	10,229	11,353	11,557	1,231	1,330	634	680	2.3	1.8	9.3	8.0	10.8	11.5	16.1	15.0	1.0	1.0
NTT DoCoMo	9,816	4,533	4,700	703	780	478	526	3.4	3.7	-0.9	10.9	15.5	16.6	20.5	18.7	1.8	1.7
KDDI	7,786	4,503	4,609	841	899	507	547	-1.5	2.4	13.5	6.9	18.7	19.5	15.3	14.2	2.3	2.1
소프트뱅크	7,532	9,056	9,334	1,054	1,103	542	546	4.5	3.1	6.6	4.7	11.6	11.8	13.9	13.8	1.9	1.6
혼다자동차	6,555	14,515	15,200	811	942	613	704	8.9	4.7	20.9	16.1	5.6	6.2	10.7	9.3	0.9	0.8
스미토모 미쓰이	6,420	3,007	3,082	1,324	1,365	795	795	-	2.5	-5.7	3.1	44.0	44.3	8.1	8.1	0.7	0.7
미즈호 파이낸셜	5,613	2,290	2,355	917	957	641	658	-	2.8	-13.0	4.3	40.1	40.6	8.8	8.5	0.6	0.6
패스트리테일링	4,791	1,671	1,928	207	233	140	152	20.9	15.3	39.9	13.0	12.4	12.1	34.2	31.5	6.3	5.6
캐논	4,816	3,851	3,921	376	400	245	268	3.3	1.8	3.4	6.5	9.8	10.2	19.7	17.9	1.5	1.5
닛산자동차	4,851	12,299	12,839	727	815	534	600	8.1	4.4	23.4	12.1	5.9	6.3	9.1	8.1	0.9	0.8
덴소	4,592	4,563	4,776	402	441	298	325	5.9	4.7	14.5	9.9	8.8	9.2	15.4	14.1	1.3	1.3
다케다제약	4,327	1,850	1,913	137	190	88	123	4.0	3.4	-33.3	39.0	7.4	10.0	49.4	35.2	2.2	2.2
세븐앤아이	4,222	6,267	6,489	376	410	201	225	3.8	3.6	9.6	9.0	6.0	6.3	21.0	18.7	1.8	1.6
동일본여객철도	3,943	2,821	2,863	461	477	248	264	2.3	1.5	7.9	3.4	16.4	16.7	15.9	14.9	1.6	1.5
화낙	3,907	658	692	235	248	167	177	-9.9	5.2	-21.0	5.5	35.8	35.9	23.4	22.1	2.7	2.6
센트럴재팬레일웨이	3,764	1,713	1,742	549	570	325	342	2.4	1.7	8.3	3.9	32.0	32.7	11.6	11.0	1.6	1.4
소니	3,619	8,120	8,308	407	518	200	261	-1.4	2.3	11.5	27.4	5.0	6.2	18.1	13.9	1.1	1.0
아스텔라스제약	3,548	1,387	1,469	247	283	179	203	11.2	5.9	14.6	14.6	17.8	19.3	19.8	17.5	2.7	2.7
무라타	3,441	1,214	1,299	282	311	207	228	16.3	7.0	28.6	10.3	23.2	24.0	16.6	15.1	2.7	2.4
평균								0.5	4.1	7.7	10.5	18.0	18.6	17.5	15.5	1.8	1.7

자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터