

# 일본 전략/이슈

## 일본 금융업: 10년 만의 도전은 이제 시작

### 금융정책 정상화를 위한 초석을 다지는 일본

일본 금융정책 정상화는 연말에 접어들수록 구체화될 전망이다. 미국 기준 금리 인상 사이클이 마무리 국면에 접어들었고, 일본 물가상승률도 예상보다 높은 수준으로 장기간 유지되고 있기 때문이다. 이론적으로 정상화를 위한 정책을 결정할 수 있는 정책위원회도 구성됐다. 우에다 일본은행(BOJ) 총재도 금융정책 만능론을 벗어나 무조건적인 완화정책이 일본 성장에 도움이 되지 않는다는 점을 강조하고 있다.

### 일본은행이 불러올 부작용을 일본 내각이 상쇄

일본 금융정책 정상화는 장기간에 걸쳐 여러 단계로 진행되었으나, 크게는 두 가지 방법이 논의될 전망이다. 일드 커브 컨트롤(YCC)과 정책금리를 수정하는 방식이다. 장기 국채금리 변동폭을 추가적으로 확대, 적용 기준 수정, 폐지하는 방법과 마이너스 금리를 해제하는 방법이 대표적이다. 2013년부터 장기간 이어진 정책인 만큼 일본 환율, 국채, 주식 시장에 단기 충격으로 이어질 수밖에 없다. 다만 일본 정부의 금융자산 유동성 확대, 친기업 정책 등이 금융정책 정상화 영향을 상쇄할 것으로 예상된다.

### 최대 수혜주는 일본 금융주

일본 금융정책 정상화의 최대 수혜주는 일본 대형 은행주다. 일본 국채금리 상승에 따라 국내(일본) 이자이익 증가가 기대되기 때문이다. 해외사업 확장을 통해 안정적인 수익성도 확보하고 있다. 국내 및 해외 NIM 증가, 주주환원 매력도 높다는 점에서 선호한다. 차선회 업체는 금융정책 정상화 부작용을 상쇄하기 위한 정책 수혜가 기대되는 금융 서비스 업체다. 예금으로 집중될 자금의 유동성을 높이기 위한 기시다 내각의 정책 발표가 이어지고 있다는 점에서 선호한다.

### 탐픽: MUFG, 차선회: 일본거래소그룹

미쓰비시UFJ파이낸셜(MUFG)은 일본 국채금리 상승으로 NIM 개선이 기대된다. 상대적으로 NIM이 높은 동남아 국가들과의 제휴로 해외사업을 통한 이자이익 증가도 예상된다. 주주환원 매력도 높은 MUFG를 일본 금융정책 정상화 수혜가 기대되는 대형 금융주 중에서도 탐픽으로 제시한다.



## 일본 Issue

2023. 9. 26

### 목차

I. 일본 금융정책 정상화 이유	1
1. 비정상적인 금융 시장	
2. 민간 기업에서도 확인되는 부작용	
3. 예상보다 높은 물가 상승률은 기회	
4. 외부(미국/유럽 등)도 등을 밀어주는 환경	
5. 결론	
II. 일본 금융정책 정상화 방법	11
1. 일드 커브 컨트롤(YCC) 정책 수정	
2. 단기금리 수정	
III. 일본 금융정책 정상화 영향	15
1. 일본 금융정책 정상화 부작용	
1) 일본 국가 부채 부담 증가	
2) 일본은행/시중은행 보유 자산 평가손실 발생	
3) 엔캐리 트레이드 청산/해외 자금 회귀	
4) 일본 기업 이익 감소	
5) 주택 모기지 부담 확대	
6) 금융 시장은 고려 요인 다양해질 것	
2. 정상화 부작용 완화 위한 정책	
1) 임금인상 통한 경제 성장 시도	
2) 공급망 재편 위한 투자 증대	
3) 소액 투자 활성화 통해 유동성 증대	
IV. 최대 수혜 업종은 일본 금융	29
1. 일본 금융주 선호 이유	
2. 일본 주요 은행 및 은행산업 특징	
1) 일본 대형 은행	
2) 일본 중소형 은행- 지방/인터넷 은행	
3) 일본 금융 서비스 기업	
V. 일본 대표 금융 ETF	36
일본 대표 금융 ETF: 1615 JP	
일본 금융(은행제외) ETF: 1632 JP	
VI. 개별 기업	39
미쓰비시UFJ (8306 JP/MUFG US)	
일본거래소그룹(8697 JP)	

### 최보원

bochoi@koreainvestment.com

### 백두산, CFA

doosan@koreainvestment.com

## I. 일본 금융정책 정상화 이유

장기 불황 탈피하기 위해  
도입된 완화정책이 잃어버린  
30년을 유발

일본은 1990년 버블 붕괴 이후 약 30년 간 장기 불황을 경험한 국가다. 2012년 12월 출범한 아베 내각이 장기 불황을 벗어나기 위해 안정적인 물가상승률 2%를 목표로 제시했고, 2013년에는 구로다 총재 취임과 함께 이차원 완화 정책도 개시됐다. 2016년에는 마이너스 금리까지 도입되기도 했으나, 7년이 지난 지금까지도 일본의 금융정책은 정상화되지 못하고 있다.

장기간 이어진 완화정책으로  
금융 시장, 민간 기업 내  
부작용은 확산

일본의 금융완화정책은 2013년부터 이어진 만큼 금융 시장에서의 부작용도 커졌다. 환율 시장은 일본은행과 정부의 개입을 기대하고 있고, 국채 시장은 유동성이 축소되는 등 시장 기능이 저하되는 모습을 보이고 있다. 2020년에는 코로나19까지 더해지며 금융 기관들과 중소기업들도 피해를 입게 됐다.

정상화 부작용도 무시할 수  
없는 만큼 이력지도 저러지도  
못하는 국면 지속

2022년에는 우크라이나-러시아 전쟁이 발발했다. 미국, 유럽, 아시아 국가들이 인플레이션에 대응하기 위해 긴축 가속화를 진행했으나, 일본은 완화적인 정책을 유지했다. 코로나19가 올해 상반기까지 이어져 경제활동이 정상화되지 못했고, 장기간 이어진 완화정책이 수정될 경우 입을 피해를 감당할 수 있는 상황이 아니었기 때문이다.

다만 외부적인 요인으로  
인플레이션 발생. 정상화  
위한 발판 형성

일본은행(BOJ)은 장기간 완화정책을 지속해왔음에도 효과는 미미했고, 부작용은 커졌다. 경제적 부담을 고려할 시 다양한 문제에도 완화정책을 유지할 수 밖에 없는 환경이었다. 다만 2023년에는 외부적인 요인으로 인해 일본이 인플레이션을 경험하게 됐고, 무조건적으로 금융정책이 만능이 아니라는 인식이 커졌다. 기시다 총리와 우에다 총재도 임금과 물가의 상호관계를 통해 인플레이션을 유도하는 정책을 추구하고 있다. 미국의 기준금리 인상 사이클도 마무리되고 있는 국면인 만큼 일본의 금융정책 정상화 가능성을 고려해야 하는 시기라고 판단한다.

정상화는 장기간, 다양한  
방식을 통해 진행될 것

미국, 유럽 등의 국가들과 달리 일본은 장기간 디플레이션과 완화정책을 경험해 온 국가다. 안정적인 물가 상승률을 통한 경제 성장을 추구하며 금융정책을 정상화 해야하는 국가이기도 하다. 다른 국가들과는 긴축 방식과 정상화 기간이 상이할 수 밖에 없다. Part1에서는 일본은행(BOJ)이 정상화를 고려할 수 밖에 없는 일본 사회 내 부작용들과 기회를 살펴 보고자 한다.

〈표 1〉 주요 국가 기준금리 인상 변동폭

(단위: %, %p)

국가	2021년 1월	2023년 9월	인상 폭
미국	0.25	5.50	+5.25
유로존	0.00	4.50	+4.50
영국	0.10	5.25	+5.15
캐나다	0.25	5.00	+4.75
일본	(0.10)	(0.10)	0.00

자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권

## 1. 비정상적인 금융 시장

### 일본은행의 장기간 개입이 금융 시장 부작용을 유발

일본은행(BOJ)의 장기 금융완화 정책은 일본의 환율, 국채 시장의 기능 저하로 나타났다. 우선 일본은행(BOJ)이 보유한 일본 국채 규모가 2023년 3월 기준으로 581.7조엔까지 증가하며 국채 시장의 유동성이 위축됐다. 코로나19와 미국 긴축 가속화에 따른 엔화 약세 등으로 일본은행(BOJ)의 국채 매입이 늘었기 때문이다.

### 일본은행 국채 보유 규모 확대로 시장 기능 저하

일본은행(BOJ)의 국채 보유 규모가 늘어나며 전체 일본 국채 시장에서 일본 중앙은행이 차지하는 비중이 53.3%까지 확대됐다. GDP 대비 일본은행(BOJ) 보유 자산 비중은 129.2%까지 높아졌다. 미국, 유로존, 영국 중앙은행 보유 자산 비중이 30~50%대에 그치는 점을 고려할 시 상대적으로 일본은행의 영향력이 크다.

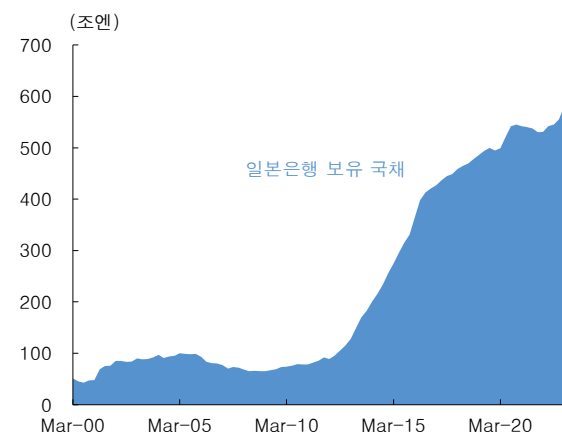
### 장기간 유지 시, 재정 리스크 확대시키는 악순환에 접어들 가능성도 유의 필요

일본 국채 보유 기관 중 해외 비중은 7.2%에 그치나, GDP 대비 정부부채 비중이 250%를 넘어서고 있는 점은 우호적이지 않다. 금융정책 정상화가 늦어지며 일본 은행의 개입이 장기화되는 경우, 국채 금리 상승에 따른 재정 리스크가 더 확대에도 유의가 필요하다.

### 일본 국채 매력 저하 제한 위해서도 정상화 고려해야 하는 시기

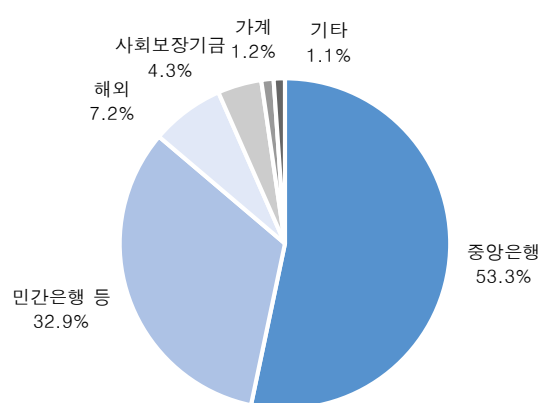
국채 시장의 유동성이 더 약화된 이후 정상화를 진행한다면 위험 프리미엄 상승에 따라 일본 국채 가격 하락, 국채 금리 상승 리스크도 확대될 것이기 때문이다. 리스크를 최소화 할 수 있는 시점부터 장기간에 걸쳐 정상화하는 방법을 고려해야 하는 단계다. 일본 국채의 투자 매력이 축소되는 경우 신용 리스크 확대에 따른 신용 등급 강등 가능성까지 논의될 수 있는 만큼 일본은행(BOJ)은 무조건적으로 부작용을 무시하고 완화적인 정책만 이어가기도 힘든 상황이 됐다.

[그림 1] 일본은행 국채 보유 규모



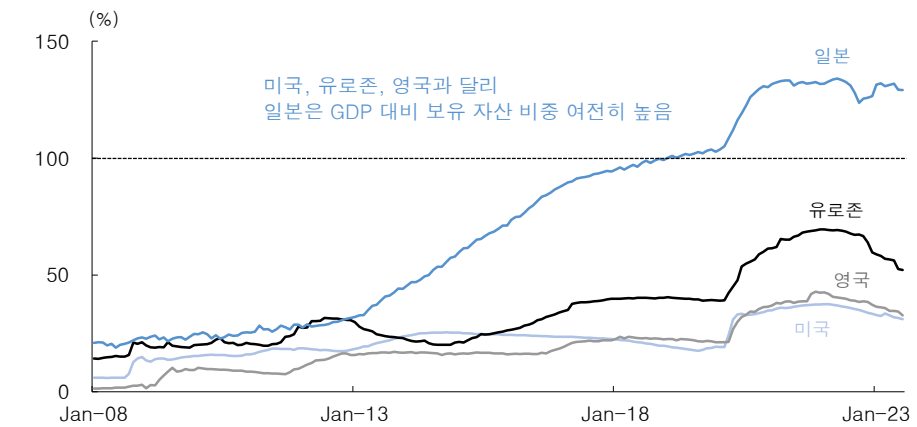
자료: 일본은행, 한국투자증권

[그림 2] 일본 국채 보유 비중



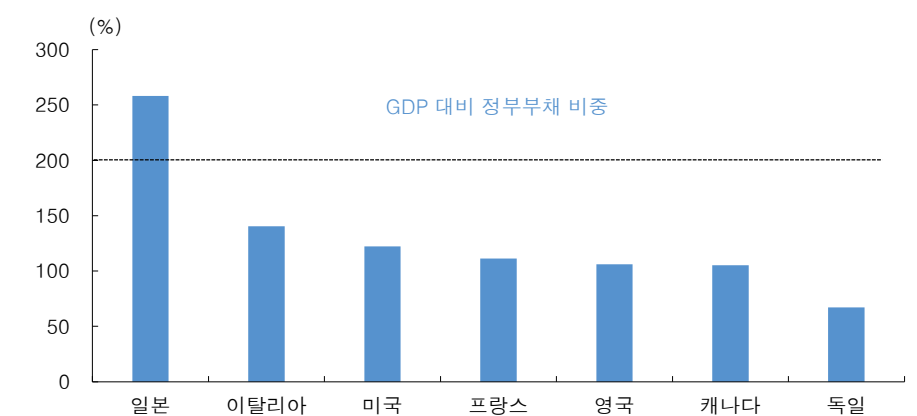
자료: 일본은행, 한국투자증권

[그림 3] 각국 중앙은행 보유 자산/GDP



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] GDP 대비 정부부채 비중



주: 2023년 4월 기준  
자료: 일본 재무성, IMF, 한국투자증권

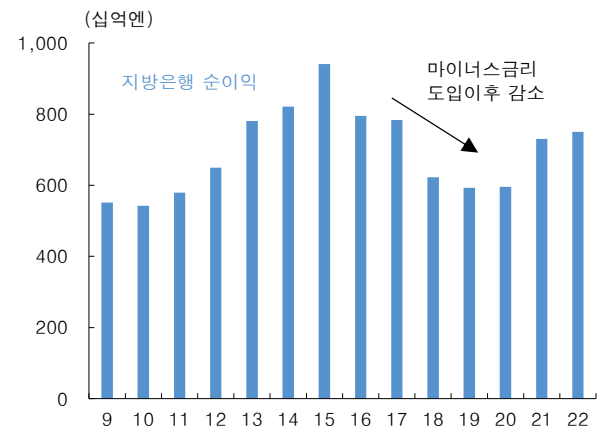
## 2. 민간 기업에서도 확인되는 부작용

### 금융완화정책 장기화로 지방은행 부작용 심화

일본은행(BOJ)의 금융완화정책 장기화 부작용은 금융 시장뿐만 아니라 일본 민간 기업에서도 나타났다. 대표적으로는 일본 지방은행과 중소형은행들의 피해가 크다. 우선 지방은행의 경우 2016년 마이너스 금리 도입 전부터도 지방 인구 감소, 대출 축소 등으로 사업이 위축되기 시작했다. 마이너스 금리 도입 이후 저금리 기조가 장기화되며 이자이익 확보도 힘들게 됐다.

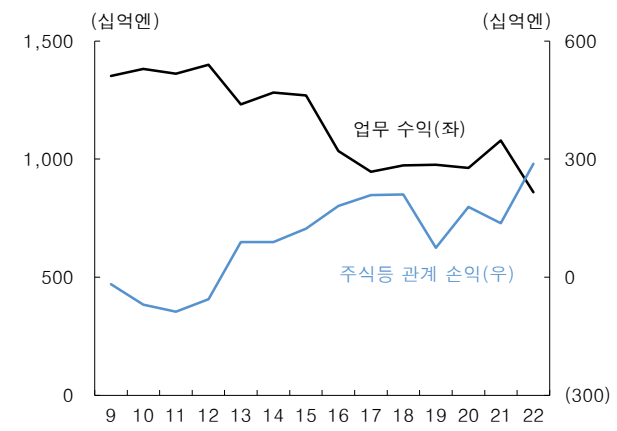
해외 사업을 중심으로 사업 다각화가 진행됐던 대형 은행들과 달리 지방은행은 대출 사업을 기반으로 하는 만큼 순이익이 급감하는 영향이 나타났다. 2020년 이후에는 일시적으로 개선되는 모습은 보여지나, 이자이익을 기반으로 한 업무 수익은 여전히 줄고 있다.

[그림 5] 일본 지방은행 순이익 합계



자료: 일본전국지방은행협회, 한국투자증권

[그림 6] 일본 지방은행 업무 수익 vs. 주식등 관계 수익



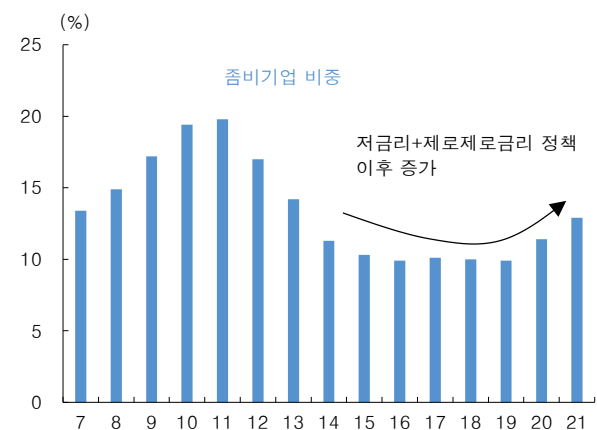
자료: 일본전국지방은행협회, 한국투자증권

### 수익성 악화, 재무구조 악화 기업 잔존 부담 확대

재무구조가 열악한 중소기업들의 문제도 터지고 있다. 저금리 기조가 이어지며 성장이 더딘 기업들도 단기적으로는 사업을 유지할 수 있었으나, 코로나19 확산이 겹치며 사업이 악화되는 기업이 늘었다. 코로나19 확산 이후에는 제로제로 대출(실질 무이자, 무담보 대출, 3년간 이자지급 면제) 정책까지 도입되며 기업 좀비화가 빠르게 진행됐다. 좀비기업은 이자보상배율(ICR)이 3년 넘게 1미만이면서 설립된 지 10년 이상된 기업이다. 정책 도입 이후 3년차를 넘어서며 9% 후반 ~10% 초반에 그쳤던 좀비기업 비중이 12.9%까지 높아졌다.

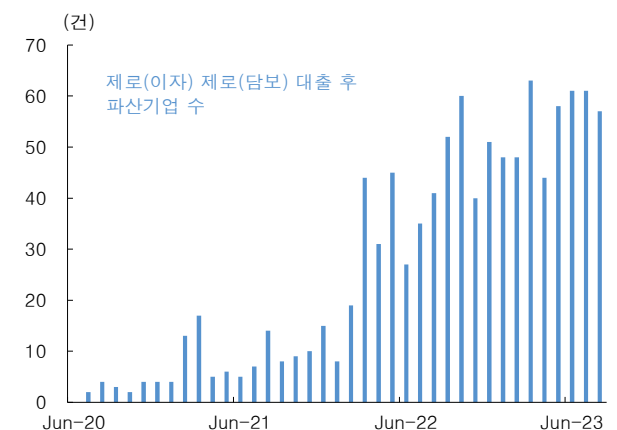
일본은행(BOJ)이 완화정책을 유지하는 것 만으로는 기업 수익 증가에 따른 경제 성장이 나타나지 않는 환경이며, 금융 기업들과 중소형 업체들의 피해는 커지고 있다. 일본의 사회적 문제가 되고 있는 중소형 기업들의 정체를 해소하기 위해서도 완화적인 정책을 강화하기 보다는 일본 거래소 개편, PBR 1배 미만 기업 축소 등의 방식들이 도입되고 있다. 일본 정부와 금융 기관들은 이미 통화정책이 만능이 아니라는 점을 자각하기 시작했다.

[그림 7] 일본 좀비기업 비중



자료: 일본전국지방은행협회, 한국투자증권

[그림 8] 제로제로 대출 후 파산한 기업 수: 누적 1,025건



자료: 일본전국지방은행협회, 한국투자증권

### 3. 예상보다 높은 물가 상승률은 기회

디플레이션 국가가 외부  
원인으로 인플레이션을 경험

일본은행(BOJ)이 부작용 속에서도 정상화를 고려하지 못했던 이유는 디플레이션이 해소되지 못했기 때문이다. 다만 2022년 우크라이나-러시아 전쟁 발발 이후 일본은 외부적인 요인에 따른 인플레이션을 경험하게 됐다. 미국과 유럽 등의 국가가 기준금리 인상을 가속화 하며 엔화 약세에 따른 수출 기업들의 매출 성장도 나타났다.

2023년에 이어 2024년에도  
2%에 근접한 물가 상승률  
예상

일본에서 본격적으로 양적/질적 완화정책이 도입되기 이전부터도 강조되던 안정적인 물가상승률 2% 도달 가능성이 기존보다 높아진 점도 일본은행(BOJ)의 정상화 가능성을 높이고 있다. 일본은행이 발표한 2023년 소비자물가상승률(YoY, 신선식품제외) 전망치는 2.5%다. 2024년 전망치는 1.9%, 2025년 전망치는 1.6%로 목표로 했던 2.0% 대비로는 낮으나, 10월 전망 발표에서 상향될 가능성이 높게 평가된다.

〈표 2〉 일본은행(BOJ) 경제/물가 전망치

(단위: %)

연도	발표 시기	실질 GDP	소비자물가상승률 (신선식품제외)	소비자물가상승률 (신선식품/에너지제외)
2023년	4월(기준)	1.4	1.8	2.5
	7월(수정)	1.3	2.5	3.2
	변화	하향	상향	상향
2024년	4월(기준)	1.2	2.0	1.7
	7월(수정)	1.2	1.9	1.7
	변화	유지	하향	유지
2025년	4월(기준)	1.0	1.6	1.8
	7월(수정)	1.0	1.6	1.8
	변화	유지	유지	유지

자료: 일본은행, 한국투자증권

향후 물가 상승률 전망치는  
상향 중

민간 기관에서 조사되는 2024년 물가상승률 전망치도 상향되고 있다. 일본 엔화 약세 장기화로 수입 물가 부담이 커지고 있고, 하반기에도 대형 유통, 식품 업체들의 제품 가격 인상이 예상되기 때문이다. 상반기까지 지속된 코로나19 규제가 완화되며 경제 활동 정상화에 따른 운송 기업의 티켓 가격 인상도 계획되고 있다.

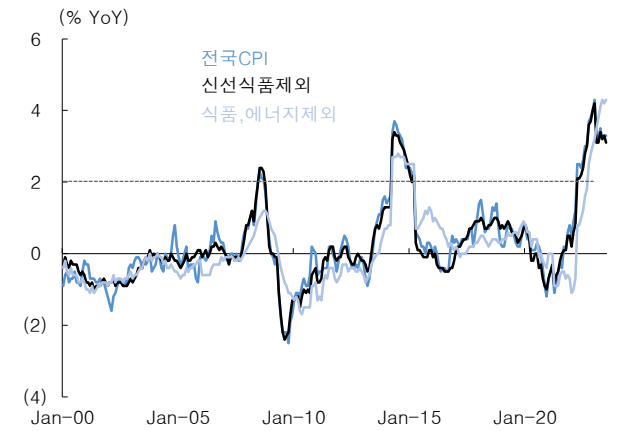
임금인상을 통한 물가 상승  
→ 소비 증가 → 경제 성장  
추구하는 일본 내각

일본 내각 차원에서 임금 인상을 강조하는 점도 향후 일본 물가 상승 압력을 높일 것으로 예상된다. 일본 기시다 총재는 금융정책을 기반으로 물가 상승을 추구했던 아베 전 총리와 달리 임금 인상을 통한 물가 상승 필요성을 강조한다. 일본 최저 시급은 21년 만에 가장 높은 인상 폭을 기록했고, 기시다 내각은 2030년대 중반까지 최저임금을 1,500엔까지 인상 시킬 계획까지 발표했다.

목표 물가상승률(2%)보다  
높은 인상을 추구하는 일본  
내각. 기업은 임금 인상  
결정 연달아 발표

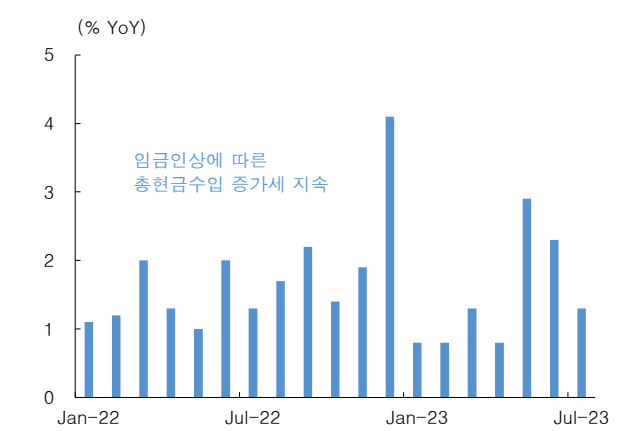
기시다 총리가 물가 상승률을 넘어서는 임금 인상을 촉구하는 발언을 연달아 공개하며 일본 대형 기업들은 봄마다 진행되는 노사협상 전부터도 임금 인상 계획을 발표했다. 토요타, 혼다, 닌텐도, 산토리, 미즈호 등 대표 제조업, 서비스, 금융 기업들의 임금 인상이 진행하며 2023년 춘투에서의 임금상승률은 1994년 이후 처음으로 3%를 넘어섰다.

[그림 9] 일본 소비자물가지수(CPI) 상승률



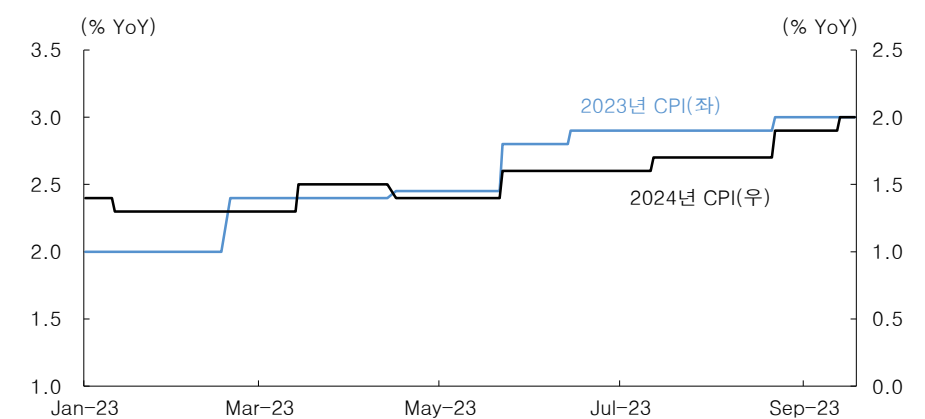
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 10] 일본 총현금수입 증가율



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 11] 일본 소비자물가상승률 전망치 변화



자료: Bloomberg, 한국투자증권

인건비 부담을 매출 증가로  
상쇄 예상. 제품/서비스  
가격 인상은 이미 진행 중

임금 인상만 진행된다면 기업들의 이익 약화 가능성이 제기될 수 있으나, 일본 내에서는 인건비 부담을 제품/서비스 가격 상승으로 상쇄할 것으로 예상된다. 이미 일본 대형 기업에서는 2022년부터 가격 인상이 진행되고 있으며, 2023년 하반기에도 음식료/운송 기업들이 파격적인 가격 인상을 시도할 계획이다. 대표적으로 일본 4대 음료 기업은 25년 만에 캔커피 가격을 인상했고, 일본 식품 기업 195개사는 9월에만 2,067개, 10월에만 4,533개 제품 가격을 인상할 예정이다.

운송 기업들도 역사적인 인상을 시도한다. 전국 JR 패스 가격은 7일권이 33,610엔에서 50,000엔까지 인상되고 케이세이 전차는 2002년 이후 처음으로 운임을 인상 시키고 있다. 외부 요인에 따른 물가 상승 → 제품 가격 인상/임금 인상 → 소비 증진 → 경제성장/안정적 물가 상승률 확보의 선순환 구조를 위한 초기 움직임이 나타나고 있다.



〈표 3〉 역사적 음료/식품/운임 가격 인상 진행되는 일본

기업	가격 인상 내역
<b>음료 기업</b>	<b>대기업 4사가 25년 만에 캔커피 가격 인상</b>
기린	커피음료 파이어 캔 상품 등 42개 항목 19~23% 가격 인상
아사히	맥주, 캔츄하이, RTD, 낱알콜 음료 등 162제품 가격 인상
<b>식품기업 195사</b>	<b>9월에만 2,067개 품목, 10월에만 4,533개 품목 가격 인상</b>
에자키글리코	포키, 파피코 등 전상품의 약 40%에 해당하는 338 품목 가격 인상
닛신식품	라면, 야키소바, 오코노미야키 등의 가격 약 5~20% 인상
메이지	요쿠르트제품 17개 내용량 약 5% 축소
아시히(식품부문)	주요 브랜드 상품 가격 7.4~17.6% 인상
야쿠르트	New 야쿠르트 등 7개 제품의 가격을 9년 10개월 만에 인상
롯데	시판용 과자 66개 제품 가격 인상
<b>운송 기업</b>	<b>2023년 10월 1일 JR 패스 가격 인상</b>
전국 JR 패스	7일권 33,610엔 → 50,000엔, 14일권 52,960엔 → 80,000엔
JR 동일본	토호쿠 20,000엔 → 30,000엔, 나가노니가타 18,000엔 → 27,000엔
JR 서일본	칸사이 1일권 2,400엔 → 2,800엔
JR 토카이	후지산 시즈오카 5,080 → 6,500엔, 타카야마 호쿠리쿠 5일권 15,280엔 → 19,800엔
케이세이 전차	2002년 개업 이후 처음 가격 인상. 통상 운임은 200엔 → 220엔, 통근 정기는 약 10% 인상

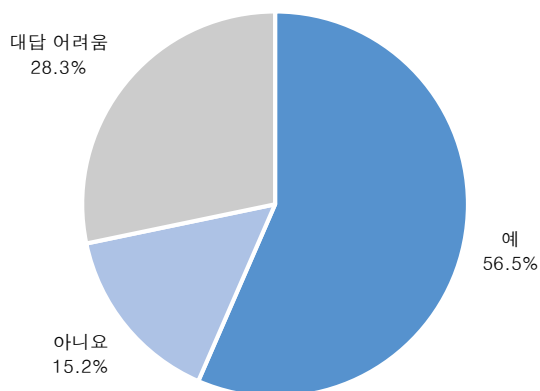
자료: 각 사, 언론 보도, 한국투자증권

#### 완화 정책의 최종 목표에 근접. 정상화 부담 완화

외부 요인에 따른 물가 상승, 일본 제품/서비스의 역사적 가격 상승, 일본 내각 촉구 하의 임금 인상이 진행되고 있다. 일본 금융기관의 설문조사에서 50% 이상이 안정적 물가상승률 2% 도달 가능성을 높게 추정하고 있으며, 내년 봄 임금협상이 일본은행(BOJ) 정책 변화의 주요 원인이 될 것으로 평가하고 있다.

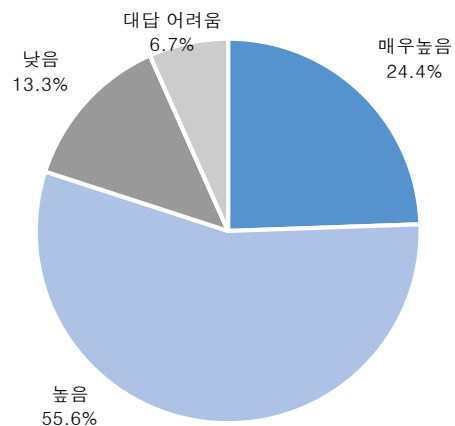
'임금 인상을 통한 경제 성장'이라는 일본 자민당의 장기 목표에 근접해지게 됐기 때문이다. 일본은행(BOJ)으로서는 부담스러운 개입을 제한적으로 진행하고, 금융정책 정상화를 시도해 볼 수 있는 환경이 형성되고 있다.

[그림 12] 안정적물가상승률 2% 도달 가능성은 높아졌는가?



자료: 일본금융기관, Bloomberg, 한국투자증권

[그림 13] 내년 봄 임금협상이 정책 변화로 이어질 가능성?



자료: 일본금융기관, Bloomberg, 한국투자증권



#### 4. 외부(미국/유럽 등)도 등을 밀어주는 환경

미국 고금리-강달러 기조  
이어질 환경은 일본은행  
(BOJ)에게 정상화 시도할  
수 있는 발판을 제공

마지막으로 미국의 기준금리 인상 사이클이 후반에 진입한 점도 일본은행(BOJ)이 금융정책 정상화를 고려하게 만드는 요인이다. 9월 FOMC회의를 통해 2024년 점도표가 상향된 만큼 미국의 고금리-강달러 기조도 예상보다 장기화될 것으로 예상된다. 일본은행(BOJ) 차원에서는 정상화를 하기 위한 방법을 다양하게 시도해 볼 수 있는 환경이 형성된 셈이다.

유럽중앙은행(ECB)은 9월 기준금리 인상을 결정했으나, 추가 인상 가능성에 대해서는 회의적이었고, 영국중앙은행(BOE, 잉글랜드은행)은 9월에 기습적으로 기준금리를 동결했다. 미국 고금리-강달러 기조에 따른 엔화 약세 장기화를 위한 발판이 형성됐다.

일본 정부의 환율 안정화  
추구 정책과도 부합하는  
만큼 시도 고려해 볼 것

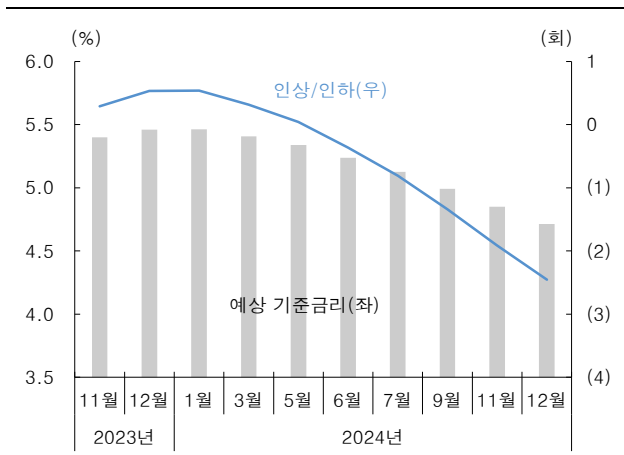
일본은행(BOJ)과 일본 내각이 완화적인 정책을 통해서 엔화 약세만을 추구하지는 않을 것이다. 일본 정부 기관이 추구하는 안정적인 환율 시장이 아닌 변동성 높은 모습이 이어지고 있기 때문이다. 일본 재무성의 경우 투기적 움직임을 용인하지 않는다는 입장까지 강조하고 있다.

어느 정도의 엔달러 환율 하락과 안정화가 필요한 국면에 접어든 만큼 일본은행(BOJ) 차원에서도 정상화를 시도해볼 수 있는 환경이 형성됐다. 미국 고금리-강달러 기조 장기화가 예상되는 만큼 급격한 엔달러 환율 하락이 제한될 수 있는 현 시점을 아무 시도도 없이 넘어가긴 쉽지 않을 것이다.

미국 기준금리 인하 전 정책  
수정 시도될 가능성 높다고  
판단

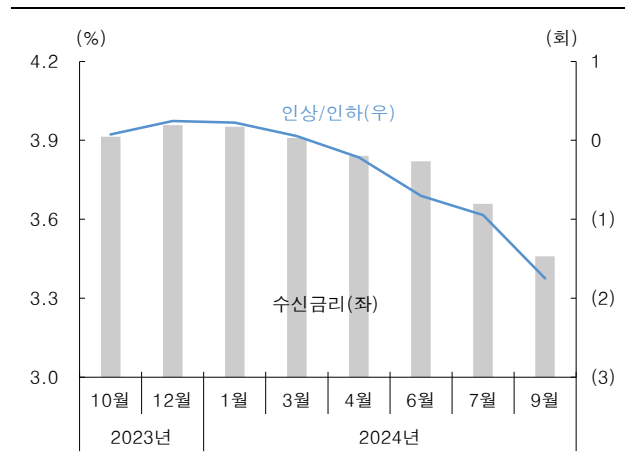
일본 금융 기관의 설문조사 결과, 정책금리 인상 예상 시기는 내년 4월, 6월, 7월 혹은 2024년 이후로 나뉜다. 내년 4월은 춘투가 진행되며, 6~7월은 미국 기준금리 인하가 예상되는 시기다. 일본의 금융정책 정상화는 장기간에 걸쳐 여러 방법을 통해 진행되겠지만, 미국 기준금리 인하 전 환율 변동성이 제한적일 시기가 고려될 가능성이 높다고 판단한다.

[그림 14] 미국 기준금리 예상치



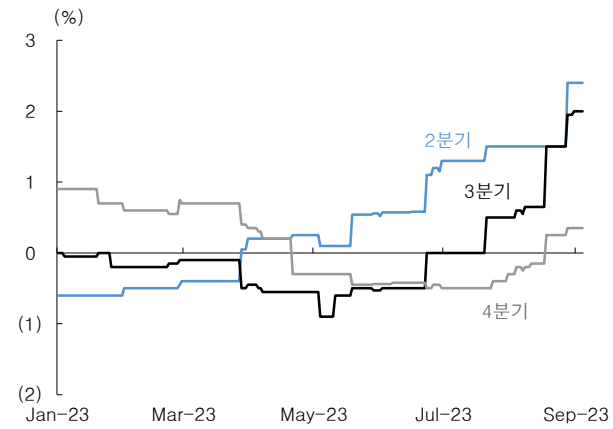
주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 적용  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 15] 유로존 정책금리 예상치

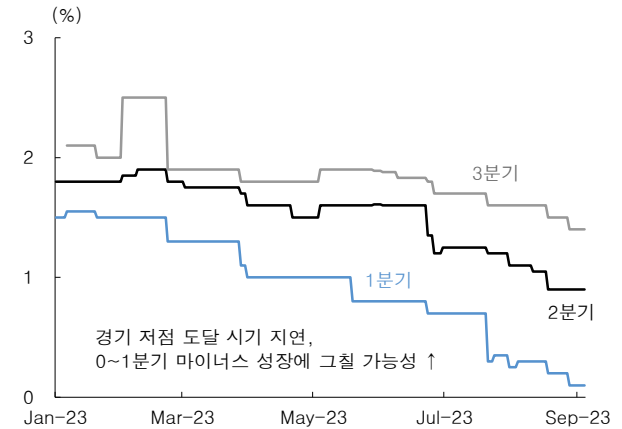


주: 전망치는 Bloomberg 컨센서스 적용  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

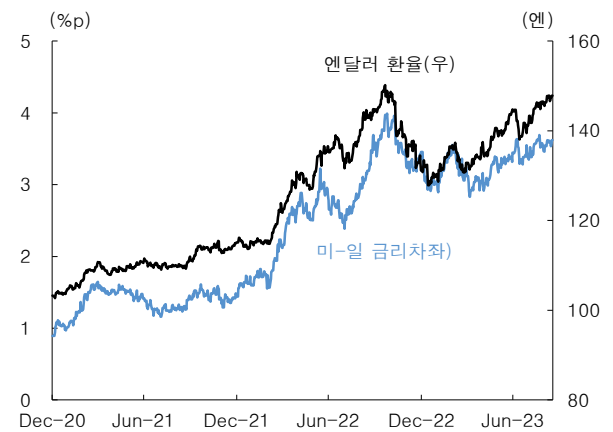
[그림 16] GDP(QoQ, 연율) 성장률 전망치 - 2023년



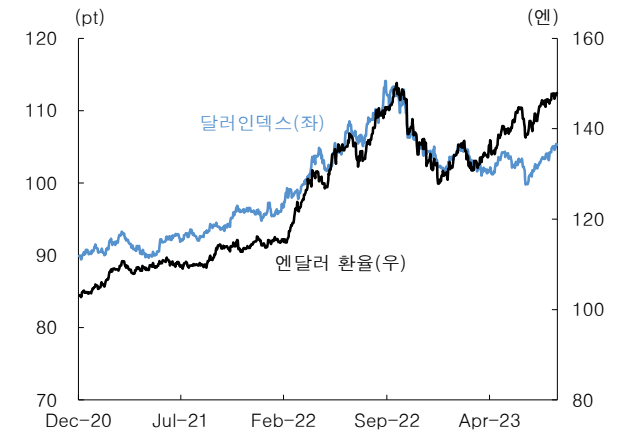
[그림 17] GDP(QoQ, 연율) 성장률 전망치 - 2024년



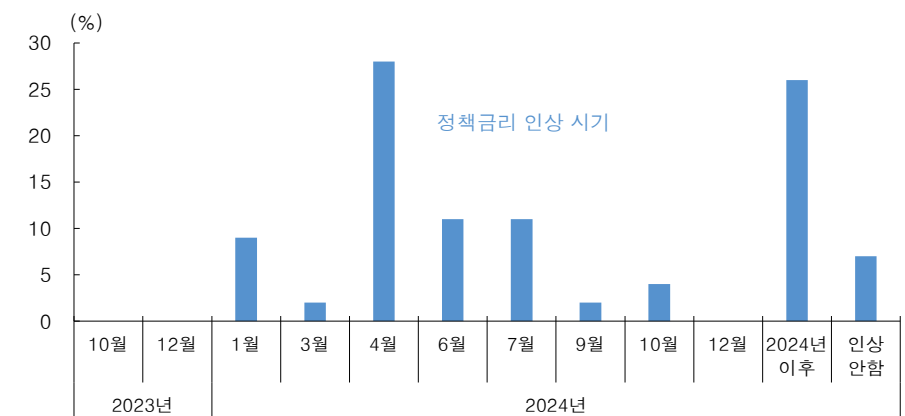
[그림 18] 미국-일본 금리차, 엔달러 환율



[그림 19] 달러인덱스, 엔달러 환율



[그림 20] 일본 정책금리 인상 예상 시기



## 5. 결론

정책 수정을 통한 시장 기능  
정상화가 필요해진 시점

일본은행(BOJ)의 장기적인 금융완화정책은 일본 장기 불황 탈출과 안정적인 물가상승률 2% 도달을 위해 지속되어 왔으나, 내부/외부적인 요인으로 정상화가 필요해지게 됐다.

일본 금융시장, 민간 기업  
등에서 부작용이 커지고  
있기 때문

일본 내부에서의 부작용이 커졌다. 일본은행(BOJ)의 장기간 국채 매입으로 국채 시장의 유동성이 위축됐고, 일본은행(BOJ)의 개입을 기대하며 환율 시장의 변동성도 커졌다. 일본 금융 기업과 민간 업체의 피해도 이어지고 있다. 지역 사회를 기반으로 하는 일본 지방 금융 기관의 경우 대출 기반의 사업을 영위해 온 만큼 저금리 기조 장기화가 이자이익 감소로 연결됐다. 민간 업체 중에서는 좀비기업이 늘어나는 부작용이 나타나고 있다. 코로나19 이후 도입된 제로제로 금리 여파로 파산 기업들도 늘고 있다.

장기간 시도하지 못했으나,  
정상화 부담 상쇄 시켜주는  
환경 형성되고 있기 때문

일본은행(BOJ)의 정책 부작용은 장기간 이어져왔으나, 코로나19와 미국, 유럽 기준금리 인상 가속화 이후 금융 시장과 민간 기업에 미치는 영향은 더 커졌다. 일본은행(BOJ)으로서는 정상화를 고려할 수 밖에 없는 상황이다. 올해는 대표적인 디플레이션 국가인 일본에서도 외부요인에 따른 인플레이션 영향이 전 산업에 반영되고 있다. 일본 내각의 촉구 하에서 대기업들은 역사적인 임금 인상을 단행하고 있다. 인건비 부담은 제품/서비스 가격 인상으로 상쇄하고 있다. 외부에서 시작된 물가 상승 압력을 내부 경제 성장을 위한 인플레이션 압력으로 전환시키는 모습이 나타나고 있다.

일본 금융정책 정상화는  
미국 기준금리 인하 사이클  
도래 전부터도 시도될 것

2023년 연간 소비자물가지수(CPI) 상승률은 목표치인 2.0%를 넘어설 것으로 예상되고, 2024년 전망치도 상향되고 있다. 금융정책 정상화에 따른 급격한 엔화 강세 압력을 상쇄할 미국 고금리-강달러 기조도 장기화될 것으로 예상된다. 일본은행(BOJ)의 금융정책 정상화는 장기간에 걸쳐 다양한 방법을 통해 진행 되겠으나, 미국 기준금리 인하 사이클 진입 전부터 시도할 가능성이 높다고 판단한다.

### 〈표 4〉 일본은행(BOJ) 정책 요약

#### 1. 장단금리조작(일드 커브 컨트롤, YCC)

##### 1) 다음 금융정책결정회합까지 금융 시장 조절 방침

단기금리: -0.1% (유지)

장기금리: 10년물 국채금리가 0% 수준을 유지하도록 필요 시 매입 실시(유지)

##### 2) 장단금리조작 운용

장기금리 변동폭  $\pm 0.5\%$  정도를 목표로 장단금리조작을 유연하게 운용할 계획

10년물 국채금리에 대해 1.0% 지정 오퍼레이션에 매 영업일 실시할 계획

#### 2. 금융 완화정책 지속(QQE, 오버슈트형 커미트먼트, 포워드 가이드스)

해외/일본 내 경제, 금융시장 불확실성이 상당히 높은 가운데, 금융 완화 정책을 지속, 임금 상승을 통해

안정적인 물가상승률 2% 목표를 지속적이고 안정적으로 실현하는 것을 목표로 함

안정적인 물가상승률 실현을 위해 필요한 시점까지 "장단기 금리조작, 양적/질적 금융완화" 정책 지속 계획

본원통화(Monetary base) 확대 방침은 소비자물가상승률(신선식품제외)이 안정적으로 2% 넘어설 때까지 이어갈 것  
기업 등 자금 유통, 금융 시장 안정 유지를 위해 필요 시 지체 없이 추가적인 금융완화 조치할 것

자료: 일본은행, 한국투자증권

## II. 일본 금융정책 정상화 방법

일본은 미국, 유럽과 달리  
다양한 방식 적용 가능

일본은행의 금융정책 정상화 방법은 단순히 정책금리를 인상 시키는 것 이외에도 다양할 것으로 예상된다. 10년 넘게 완화적인 정책을 지속했고, 기준금리 변동 외에도 다양한 방식이 적용되어 왔기 때문이다. 큰 틀에서 일본 금융정책 정상화 방법은 크게 두 가지다. 일드 커브 컨트롤(YCC) 정책을 수정하는 방식과 단기금리를 인상시키는 방법이다.

일본은 장단기 금리 조작을 통한 금융정책을 기반으로 하고 있는 만큼 크게 두 가지 방법 이외도 다양한 시도가 이루어질 것으로 예상된다. 대표적으로는 국채금리 변동 폭 상단 상회 시에도 개입을 하지 않거나, 상회 하기 전부터도 개입을 하는 방식 등이다. 지난 해와 달리 일본은행(BOJ)과 정부 기관 인사들의 개입이 활발해진 점도 하나의 방법이 될 것으로 예상된다.

### 1. 일드 커브 컨트롤(YCC) 정책 수정

YCC 정책 유연화 계획은  
이미 도입. 현 시점부터는  
크게 세 가지 방안이 논의될  
것

우선 논의될 방법은 일드 커브 컨트롤(YCC) 정책을 수정하는 방식이다. YCC 정책의 수정은 이미 2018년부터 3회에 걸쳐 진행됐다. 2018년에는 장기 국채금리 변동 폭을  $\pm 0.1\%$ 에서  $\pm 0.2\%$  수준, 2021년 3월에는  $\pm 0.25\%$ , 2022년 12월에는  $\pm 0.50\%$ 로 기습적으로 높였다. 새로운 우에다 총재를 중심으로 구성된 정책 위원회에서는 2023년 7월 회의를 통해 YCC 정책 유연화 계획도 발표됐다. 장기 국채금리 상단을 0.50%로 유지하되 1.00%까지는 유연하게 대응을 하겠다는 계획이다.

현 정책위원회는 시장  
환경에 따라 대응하는  
방식을 추구

YCC 정책 유연화 계획은 완전히 상단을 높이지 않고 0.6~0.7% 선에서 국채를 매입해 국채금리 상승을 제한할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가된다. 주식/국채/외환 시장의 변동성을 제한하는 동시에 외부 환경에 대응할 수 있는 기반을 잡은 정책이다.

1) 추가 변동 폭 확대, 2)  
YCC 적용대상 수정, 3)  
YCC 폐지 등이 논의될 것

7월 조치에서도 확인할 수 있는 건 기존의 방식 이외에도 다양한 방법이 도입될 수 있다는 점이다. 향후 YCC 정책 수정 방향성은 크게 세 가지다. 대표적인 방법은 1) 국채금리 상단 폭 확대, 2) YCC 적용 대상을 10년물에서 5년물로 수정, 3) YCC 정책 폐지하는 방식을 생각해 볼 수 있다. 추가적으로는 유연화 정책 상단인 1.0%를 유지하되 0.6~0.7%를 상회하거나, 장기적으로 1.0%를 상회하는 시기에도 개입을 제한하며 점진적으로 국채금리 상승을 용인하는 방법도 활용될 수 있다.

단번에 폐지하기 보다  
점진적인 방식 적용 예상

일본 내부 충격을 제한하고, 외부환경(미국 통화정책, 중국 경기 회복 속도, 공급망 재편 등) 영향에 대응하기 위해서는 YCC 정책을 단번에 폐지하기보다 우선적으로 유연화 계획을 이어가며 개입 수준을 조정할 가능성이 높다고 생각한다. 다만 임금 상승을 통한 경제 성장을 추구하고 있는 만큼 2024년 봄 춘투를 앞두고는 YCC 정책 폐지 가능성이 구체화될 것으로 예상된다.

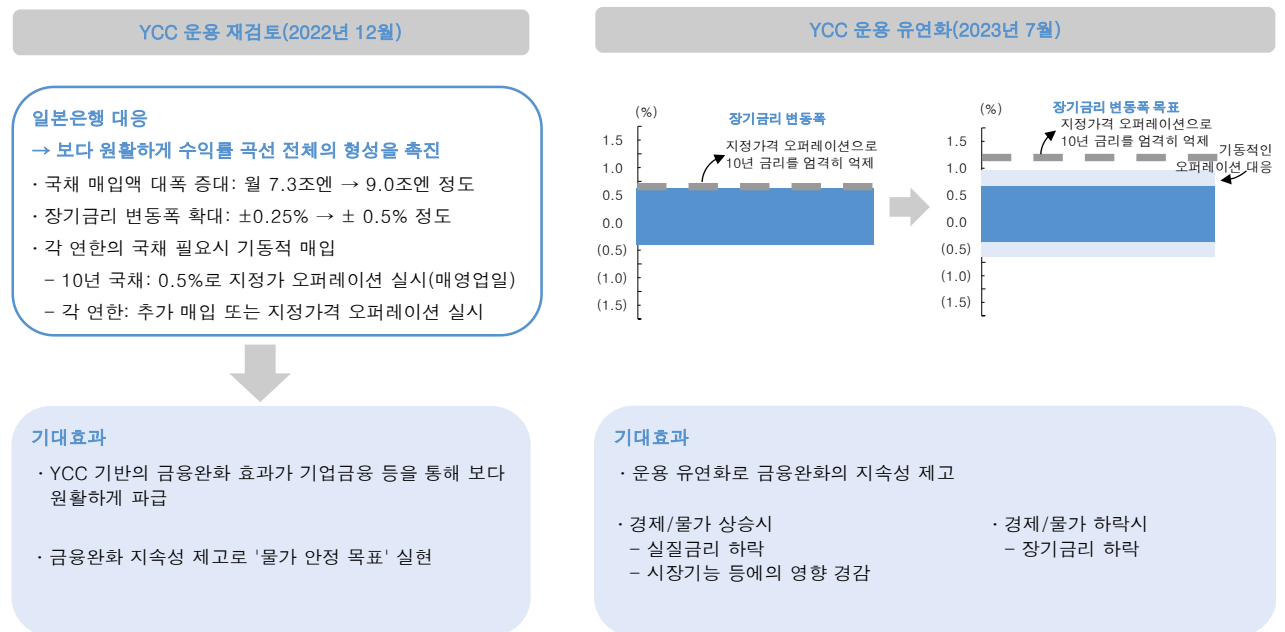
2023년 10월 발표된 일본은행의 경제성장률, 물가상승률 전망치에서 2023년, 2024년 소비자물가상승률(CPI, 신선식품제외)이 상향되는 경우 금융정책 정상화 압력은 더 커질 것으로 예상된다.

〈표 5〉 일본 완화적 금융정책 진행 단계

일시	내용
2011년 10월	엔달러 환율 75엔대 도달(전후 가장 낮은 수준)
2013년 1월	물가상승률 2% 도달 목표 도입
2013년 3월	구로다총재 취임. 4월부터 이차원완화개시
2014년 10월	2차 양적완화. 연간 80조엔 규모로 양적완화 확대
2016년 1월	마이너스 금리 도입 결정
2016년 9월	장단기 금리조작도입
2018년 7월	장기금리 변동 폭을 $\pm 0.1\%$ 에서 약 두배 정도( $\pm 0.2\%$ )로 확대
2020년 4월	국채 매입한도 폐지
2021년 3월	장기금리 변동폭을 $\pm 0.25\%$ 로 확대
2022년 12월	장기금리 변동폭을 $\pm 0.50\%$ 로 확대
2023년 4월	우에다 가즈오 일본은행 총재 취임
2023년 7월	YCC 정책 유연화 계획 발표

자료: 한국투자증권

[그림 21] 일본은행의 YCC 정책 유연화 계획



자료: 한국은행, 일본은행, 한국투자증권

## 2. 단기금리 수정

단기금리 수정도 이제는  
고려 대상

두번째 방법은 단기금리(정책금리)를 수정하는 방식이다. 2016년 2월부터 적용된 정책금리를 -0.1%에서 0.0%로 높이는 것이다. 마이너스 금리를 해제하는 것은 2024년 YCC 정책을 수정하는 것보다 후순위가 될 것으로 예상되나, 9월 우에다 총재가 해제 가능성을 언급했다는 점에서 열어둘 필요가 있다.

물가 상승률 목표치에 근접

완전히 후순위로 둘 수 없는 환경도 형성됐다. 마이너스 금리를 해제하기 위해서는 안정적인 물가상승률이 이어져야 하는 가운데 외부요인뿐 아니라 임금 인상과 제품 가격 상승 등 내부요인에 따라서 2%를 넘어서는 물가 상승이 지속되고 있기 때문이다.

새로운 정책위원회 하에서는  
이론적으로 가능한 환경  
형성

또 한가지는 새로운 정책위원회의 구성이다. 일본의 정책위원회는 총 9명으로 구성되며 1명의 총재와 2명의 부총재, 6명의 심의위원으로 형성되어 있다. 다수결 원칙이 적용되는 만큼 정책 통과를 위해서는 총 9명의 구성원 중 5명의 동의가 필요하다. 나카무라, 나카가와 위원이 신중한 모습을 보이고 있으나, 타무리 심의위원, 타카타 심의위원도 2% 물가상승률 목표 도달 가능성을 높게 평가하고 있다. 총재와 두 부총재에 더해 적어도 두 명의 위원이 긍정적인 입장을 나타내고 있는 만큼 마이너스 금리 해제가 불가능한 상황이 아니게 됐다.

〈표 6〉 일본 정책위원회 구성원

직책	이름	임기
총재	우에다 가즈오	2023/04/10 ~ 2028/04/08
부총재	우치다 신이치	2023/03/20 ~ 2028/03/19
	히미노 료조	2023/03/20 ~ 2028/03/19
심의위원	아다치 세이지	2020/03/26 ~ 2025/03/25
	나카무라 토요아키	2020/07/01 ~ 2025/06/30
	노구치 아사히	2021/04/01 ~ 2026/03/31
	나카가와 준코	2021/06/30 ~ 2026/06/29
	다카타 하지메	2022/07/24 ~ 2027/07/23
	타무라 나오키	2022/07/24 ~ 2027/07/23

자료: 일본은행, 한국투자증권

〈표 7〉 일본 정책위원회 구성원 최근 발언 요약

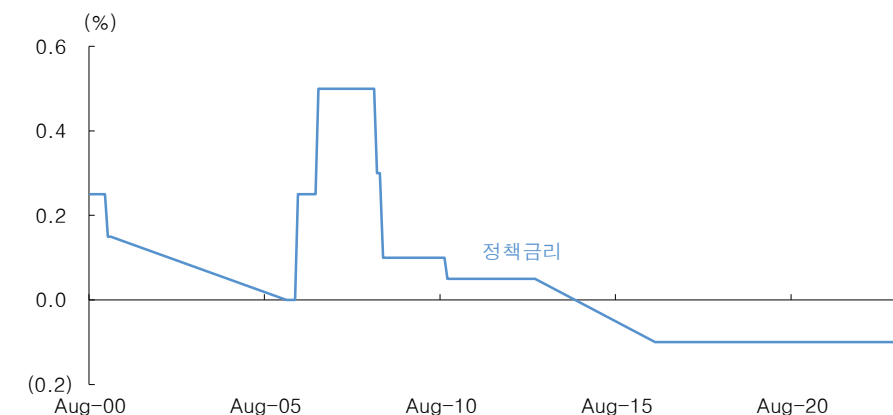
날짜	위원	발언 내용
8월 2일	우치다 신이치	7월 BOJ 통화정책회의에서 결정한 YCC 유연화 정책은 향후 경제 및 가격 조건 변화에 대비하기 위한 선제적 조치 YCC 유연화 정책은 완화책 종료가 아닌 완전적인 통화정책 유지가 목적 지속가능한 2% 인플레이션 달성할 때 까지 통화완화정책 지속할 것
8월 27일	우에다 가즈오	일본 근원 인플레이션이 BOJ 목표치인 2%보다 낮기 때문에 현재의 통화정책 유지한다는 방침 강조 내수는 여전히 건전하며 기업의 고정투자는 기록적인 높은 수익으로 뒷받침 되고 있음 인플레이션의 기본 추세는 여전히 목표보다 낮은 상황
9월 6일	다카타 하지메	BOJ의 대규모 인플레이션을 단계적으로 폐지할 수 있는 여건이 관측되고 있음을 언급 인플레이션 압력 범위가 넓어지고 있으며, 기업 물가 및 임금 결정 형태의 변화가 상품과 서비스 물가를 올리고 있음 이와 같은 임금 상승 추세는 내년까지 계속될 것. 현재로서는 완전적인 통화정책 유지해야 한다고 강조
9월 7일	나카가와 준코	시장 기능에 주의를 기울이며 완전적인 통화정책을 유지할 필요가 있음을 언급 7월 YCC 유연화 정책을 통해 통화 완화 정책의 지속가능성이 높아졌음을 강조 아직 BOJ의 물가 목표치를 달성했다고 말할 수 있는 단계는 아님
9월 9일	우에다 가즈오	마이너스 금리 해제 이후에도 물가 목표 달성이 가능하다고 판단된다면 금리인상 진행할 것 현재는 결정할 수 있는 단계가 아니나 연말까지 충분한 정보나 데이터 갖춰질 가능성 있다고 언급

자료: 언론보도, 한국투자증권

## 낮아진 중립 금리도 부담

일본 내각이 추구하는 일본의 경제 성장을 위해 구로다 전 총재는 완화적인 정책이 필수적이라는 점을 강조했으나, 우에다 총재는 다양한 방법을 고려해야 한다는 입장을 강조한 바 있다. 대표적인 이유는 낮아진 중립금리다. 중립금리가 낮아지며 완화적인 정책만으로는 디플레이션에 대응하기 힘든 구조가 됐기 때문이다.

[그림 22] 일본 정책금리 추이



자료: 일본은행, 한국투자증권

## 정책금리 인상 시기 결정은 연말 지표 공개 이후 신중하게 결정될 것으로 예상

단기금리 인상은 일본의 국채금리 상승, 엔달러 환율 하락, 기업의 자금조달 부담 확대, 모기지 금리 조달 부담 증대 등을 야기하며 일본 경제성장률 하락의 원인이 될 수 있는 만큼 인상시기 결정은 신중할 것으로 예상된다. 가능성이 높아진 연말 마이너스 금리 해제를 위해서는 12월 18~19일에 진행되는 BOJ 회의 전의 지표 확인이 필요하다. 그 전에 발표될 지표가 세 번의 고용지표, 두 번의 소비자물가지표 밖에 남지 않았다는 점에서도 연말 가능성은 낮다고 판단한다.

## 우선은 구두 개입 등의 방식으로 활용 가능할 전망

9월 BOJ 회의 이후에도 국채금리와 엔달러 환율 상승에 대응하기 위한 구두 개입 차원의 방법이 활용될 가능성이 높을 것으로 예상된다. YCC 정책 수정, 추가 유연화 정책 등 장기 국채금리 대응조치 이후에는 단기금리 정책 변화 방향성도 구체화될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 이러한 금융정책 영향을 상쇄하기 위한 일본 정부의 정책 발표도 함께 공개될 것으로 보인다. 궁극적인 목표인 '물가 상승을 통한 경제 성장'을 추구할 수 밖에 없기 때문이다.

<표 8> 2023년, 2024년 일본 통화정책회의 일정

2023년		2024년	
1월	17~18일	1월	22~23일
3월	9~10일	3월	18~19일
4월	27~28일	4월	25~26일
6월	15~16일	6월	13~14일
7월	27~28일	7월	30~31일
9월	21~22일	9월	19~20일
10월	30~31일	10월	30~31일
12월	18~19일	12월	18~19일

자료: 일본은행, 한국투자증권



### III. 일본 금융정책 정상화 영향

낮선 정상화, 다양한  
부작용은 불가피

일본은행(BOJ)의 금융정책 정상화는 새로운 부작용으로 연결될 전망이다. 장기간 완화적인 정책이 반영된 만큼 '정상화'된 정책에 익숙하지 않기 때문이다. 대표적인 부작용으로는 일본정부와 가계의 이자 부담 확대, 자금조달 부담 증대에 따른 투자 감소, 소비 둔화에 따른 기업 이익 약화 등이 부각될 것으로 예상된다.

일본 정부 기관의 적극적  
조치 지속에도 우선적 파악  
필요

일본 내각 차원에서 자금 유동성 약화와 소비 둔화에 대응한 정책들을 연이어 발표하고 있고, 일본은행이 부작용을 제한하기 위해 정책 수정을 시도하고 있으나, 이미 정상화를 통해 나타날 수 있는 대표적인 특징들이 확인되고 있다.

#### 1. 일본 금융정책 정상화 부작용

##### 1) 일본 국가 부채 부담 증가

국채비(부채상환비+이자비용)  
증가 부담 확대

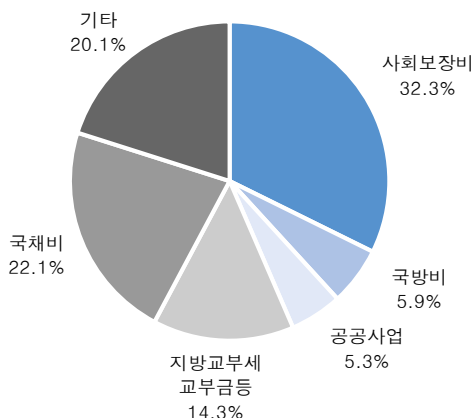
국채금리 상승은 정부와 가계의 이자 부담을 높일 수 밖에 없다. 우선 일본 내각의 국채 관련 비용이 늘어날 전망이다. 일본 국채비는 2023년 회계연도 기준으로 25.3조엔에 달해 전체 세출 금액의 22.1%를 차지했다. 2026년에는 국채금리 상승에 따라 국채비 비중은 25%를 넘어설 것으로 예상된다.

일본 재무성은 예산안 발표와 함께 2024년, 2025년, 2026년도 국채금리를 각각 1.3%, 1.5%, 1.6%로 상정했다. 그에 따르면 2026년 기준 국채비는 29.8조엔이 되는 것이다. 다만 현재 반영된 수치에서 국채금리가 1%p 높아지면 2026년도 국채비는 33.4조엔, 2%p 높아지는 경우 37.0조엔까지 높아진다.

국가 부채 부담으로 연결

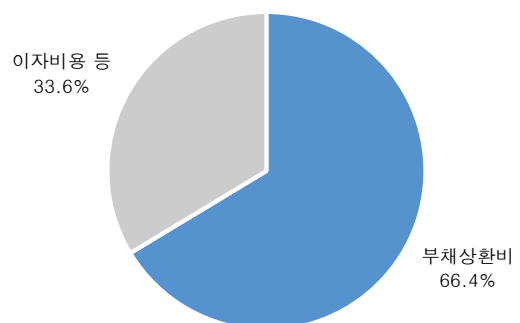
일본은행은 10년이 넘게 완화적인 정책을 지속한 만큼 일본은 정부의 GDP 대비 부채 비중이 200%를 넘어서는 국가다. 코로나19 확산 이후에는 부채 비중이 250%를 넘어섰다. 타 국가 대비로도 높아진 부채 비중이 줄어들기 쉽지 않은 환경이 형성되는 점이 대표적인 부작용이 될 전망이다.

[그림 23] 2023년도 일본 예산안 세출 내역



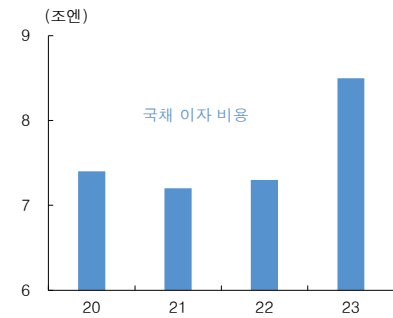
자료: 일본재무성, 한국투자증권

[그림 24] 국채비 구성



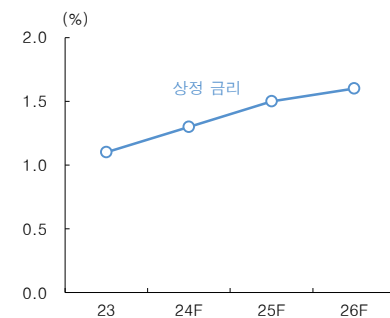
자료: 일본재무성, 한국투자증권

[그림 25] 국채 이자 비용 증가



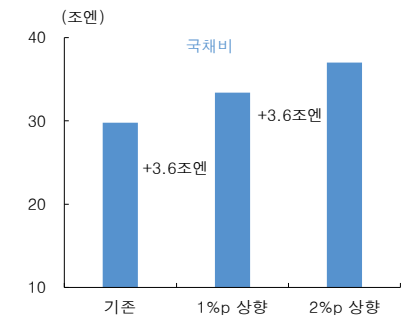
자료: 일본재무성, 한국투자증권

[그림 26] 상정 금리 높아질 것



자료: 일본재무성, 한국투자증권

[그림 27] 2026년 국채비 영향

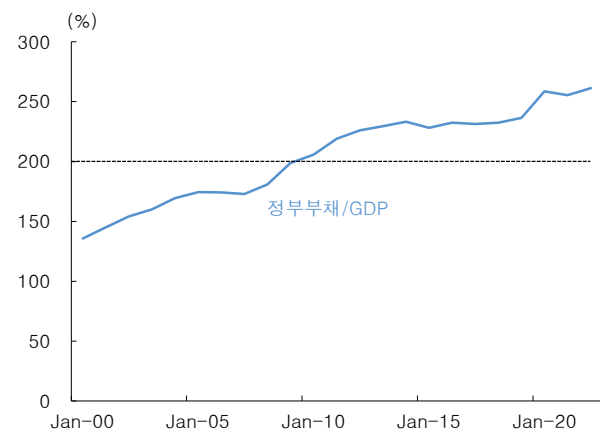


자료: 일본재무성, 한국투자증권

### 일본 재정 부담 확대

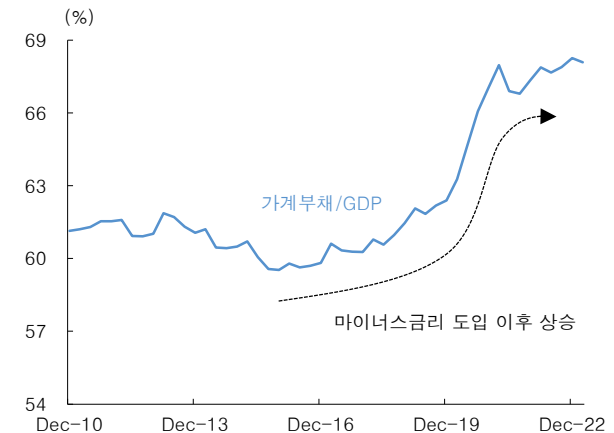
일본 정부 부채뿐만 아니라 마이너스 금리 도입 이후 늘어난 일본의 가계부채도 부담이다. 국채금리 상승에 따라 개인들의 이자비용이 늘어나는 경우 소비가 약화될 수 있기 때문이다. 2016년 마이너스 도입 전에는 50%대에 불과했던 GDP 대비 가계부채 비중은 코로나19 발생 이후 68%까지 높아졌다. 일본은행이 금융 정상화에 시간을 들이는 대표적인 이유다.

[그림 28] 일본 정부부채/GDP 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 29] 일본 가계부채/GDP 비중



자료: CEIC, 한국투자증권

## 일본은행과 시중은행 보유 자산 평가손

단기적인 이슈가 아닌 만큼 만기보유채권에 대한 부담 지속 예상

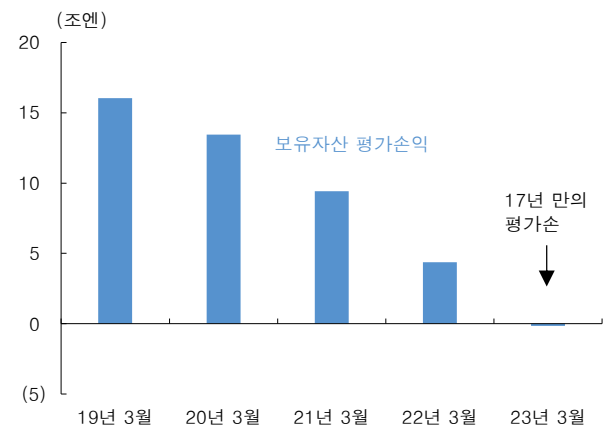
## 2) 일본은행/시중은행 보유 자산 평가손실 발생

일본 국채금리가 상승하며 일본은행이 보유한 국채에 대한 평가손실도 커졌다. 2022년 회계연도 말 기준(2023년 3월)으로 일본은행이 보유한 국채에서 발생한 평가손실이 1,571억엔에 달했다. 평가손실이 발생한 것은 2005년 회계연도 말(2006년 3월) 이후 17년 만에 처음이다.

일본 국채를 50% 넘게 보유하고 있는 일본은행으로서는 일본 국채가치 하락에 따른 재무상태 악화 가능성이 제기될 수 있다. 만기 보유를 기반으로 하고 있는 만큼 평가 손실이라는 것에 그치겠으나, 단기적인 이슈가 아니라는 점에서 조심스러워질 수밖에 없는 이유 중 하나가 될 전망이다. 지방은행들의 경우 해외 영향이 크다는 점을 감안해도 채권관련 손실이 컸다.

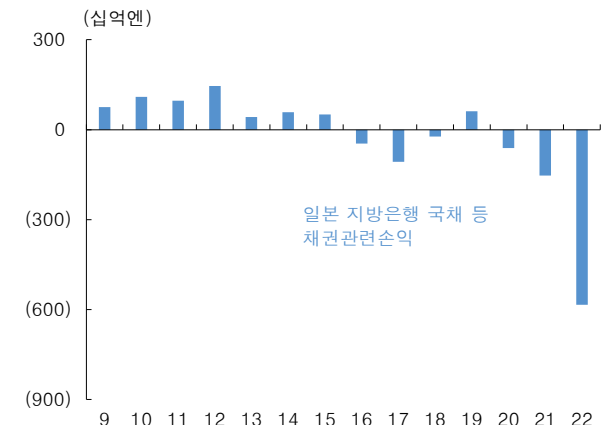
일본은행의 조사에 따르면 국채금리가 1% 상승하면 28.6조엔의 평가손실이 늘어날 것으로 추정된다. YCC 정책을 유지하기 위해 대규모 국채 매입을 진행하기에도 부담이 커졌다.

[그림 30] 일본은행 보유자산 평가손익



자료: 일본은행, 한국투자증권

[그림 31] 일본 지방은행 채권관련손익



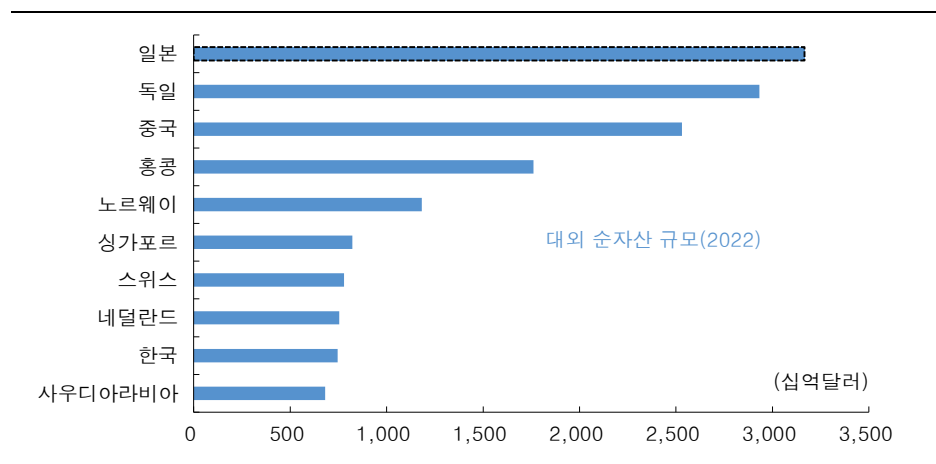
자료: 일본지방은행협회, 한국투자증권

엔캐리 트레이드 청산은  
글로벌 국채, 환율 변동성  
확대 요인

### 3) 엔캐리 트레이드 청산/해외 자금 회귀

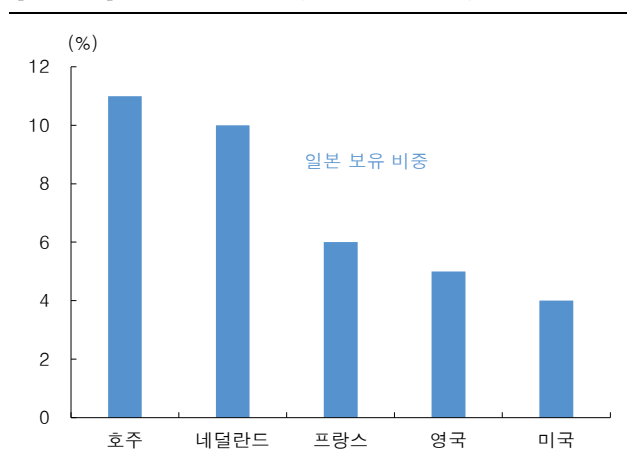
대표적인 영향 중 하나는 엔캐리 트레이드 청산 등 해외에 있는 일본 자금이 회귀할 가능성이다. 일본 국채금리가 상승하면 수익률이 높다는 점에서 매력적이었던 해외투자의 필요성이 줄어들기 때문이다. 엔화 약세 기조가 완화되는 경우 환율 리스크에 노출될 수 있는 만큼 일본 내부 투자에 대한 수요가 높아질 수 있는 환경이다. 일본보다는 해외 국가들의 국채금리와 자금 흐름에 영향을 미칠 수 있는 이슈로 평가되나, 일본의 환율 변동성을 높이고, 기업들의 투자 불확실성을 키운다는 점에서 유의해야 할 영향 중 하나다.

[그림 32] 국가별 대외 순자산 규모, 30년간 1위



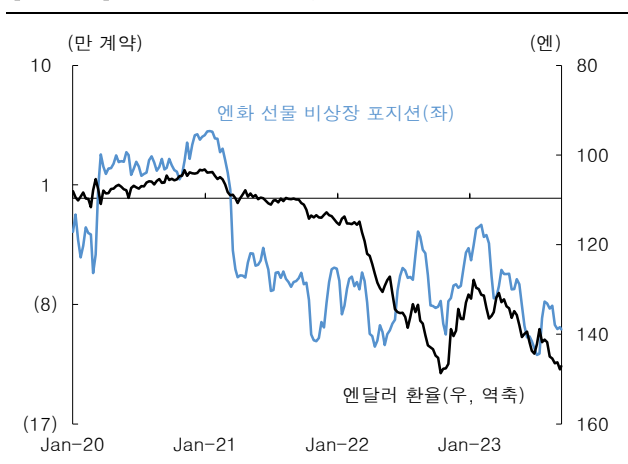
자료: IMF, 한국투자증권

[그림 33] 각국 국채 보유 중 일본 보유 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 34] 엔캐리 트레이드 청산



자료: Bloomberg, 한국투자증권

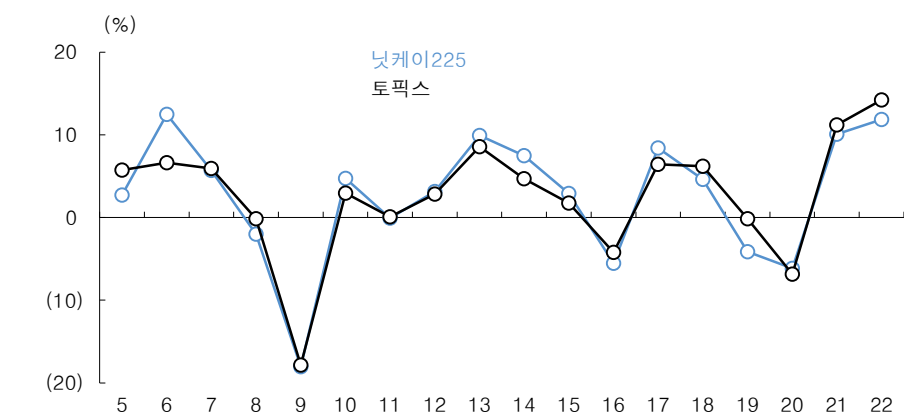
엔화 강세 압력이 수출 기업  
실적 악화 요인

#### 4) 일본 기업이익 감소

국채금리 상승은 기업들의 자금 조달을 위축시키는 만큼 일본 기업들의 매출 성장 둔화, 수익성 악화 우려가 커질 것으로 예상된다. 미국과 일본의 국채금리차 축소에 따라 엔달러 환율이 하락하는 경우 수출주의 매출 성장 둔화 가능성도 제기될 수 있다. 2023년에도 기대보다 더딘 일본 국채금리 상승, 미국의 고금리 기조 장기화에 따라 일본 기업들의 2023년 가이던스가 상향되고 있다. 적용되는 엔달러 환율이 연초대비 높기 때문이다.

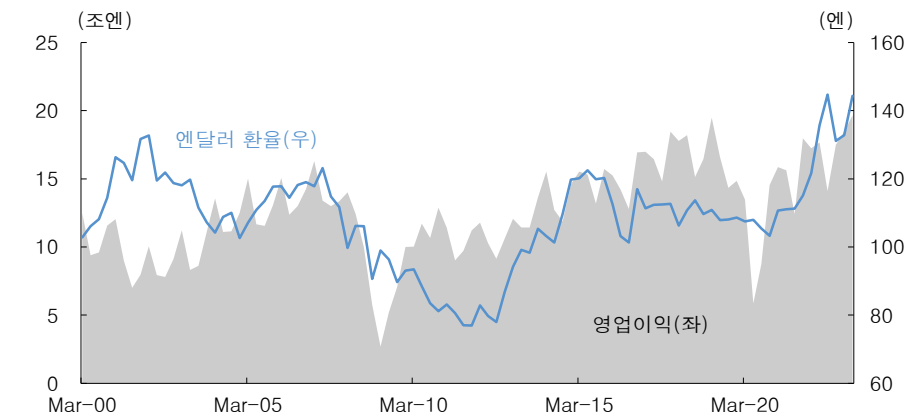
일본 기업은 장기 국채금리가 1% 높아지는 경우, 이자비용 증가에 따라 연간 경상 이익이 2~3% 낮아지고, 설비투자를 6~9% 줄일 것으로 추정된다(일본경제연구센터). 제로(이자) 제로(담보) 대출을 받은 중소기업의 경우 이자비용 증가에 따른 수익성 악화 부담은 더 크게 반영될 수밖에 없을 전망이다.

[그림 35] 일본 기업 매출 증감률



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 36] 일본 기업 영업이익 및 환율



자료: 일본재무성, 한국투자증권

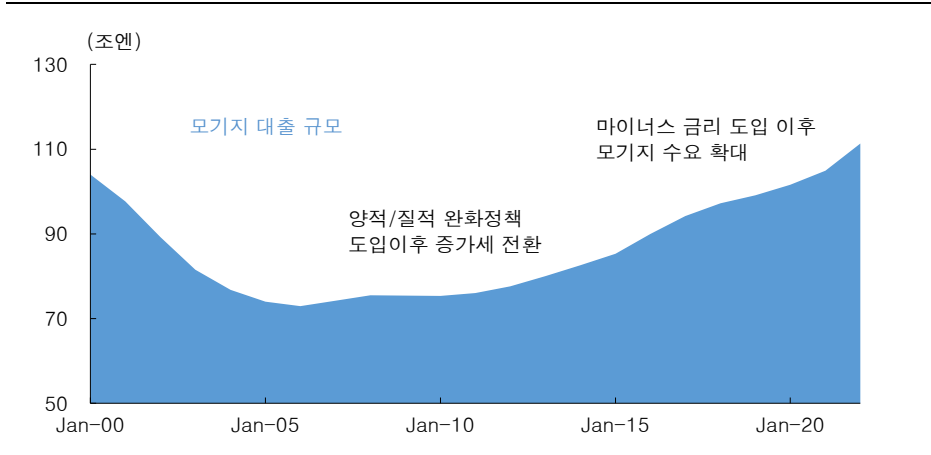
## 주택 모기지 부담 확대

### 5) 주택 모기지 부담 확대

결국 일본도 국채금리 상승에 따른 모기지 대출 규모 축소 우려가 커질 것으로 예상된다. 양적/질적 완화정책이 도입되고, 마이너스 금리가 적용된 이후에는 일본 내에서도 모기지 대출 규모가 늘어났다. 2010년 75조엔에 불과했던 일본 모기지 대출 규모는 2020년 100조엔을 넘어섰다. 일본은행이 예외 사항들을 발표하고 있으나, 2022년 12월 장기국채 변동 폭 확대 직후 일본 대형 금융기업들이 10년물 고정 모기지 금리를 일제히 높인 바 있다.

10년 고정 모기지 금리가 1%로 높아지는 경우 주택 투자는 4.8% 감소할 것으로 추정된다. 시중은행의 정책 불확실성과 자금조달 부담 확대에 따른 주택 시장 약화 가능성이 부각될 수 밖에 없다.

[그림 37] 일본 모기지 규모



자료: Bloomberg, 한국투자증권

<표 9> 대형은행 모기지 금리 변화 - 12월 장기 국채금리 변동 폭 확대 이후

	10년 고정(1월)	전월대비
미쓰이스미토모	3.79%	+0.26%p
리소나	3.78%	+0.10%p
미쓰이스미토모신탁	3.74%	+0.34%p
미쓰비시UFJ	3.70%	+0.18%p
미즈호	3.50%	+0.30%p

자료: 각 사, 한국투자증권

금융완화 정책은 물가 상승을  
통해 일본 경제성장률을  
높이고자 도입

완화정책 이외에도 다양한  
방법 도입 필요성 부각

대표적인 영향은 국채금리  
상승과 엔달러 환율 하락

2023년 말~2024년에는  
고려 요인 다양해진 점이  
일본 엔달러 환율,  
닛케이 지수 하방압력 제한  
예상

## 6) 금융 시장은 고려 요인 다양해질 것

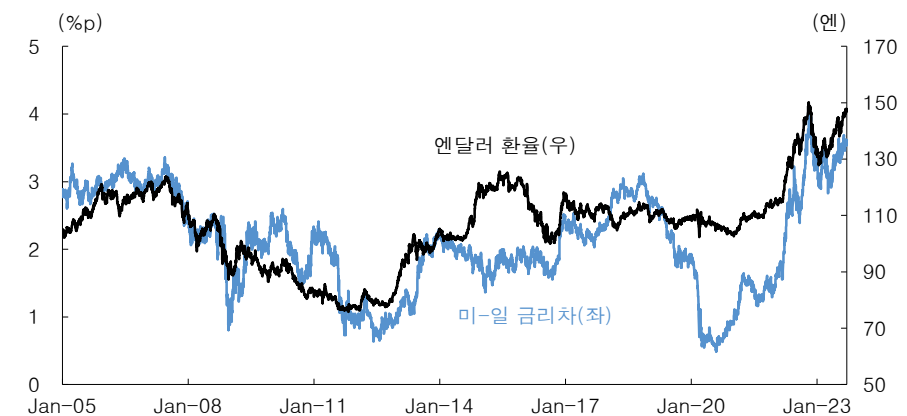
일본 금융완화 정책은 2013년 물가 상승을 통한 일본 기업 매출 증가, 일본 경제 성장을 추구하며 도입됐다. 일본은행의 완화적인 정책이 안정적인 물가 상승으로 이어지고, 엔화 약세 압력이 수출 기업의 실적 개선과 경제를 성장시킬 것으로 기대됐기 때문이다. 다만 2014년 양적완화를 강화하고, 2016년 마이너스 금리를 도입하는 등의 조치도 진행했으나 물가 상승 압력은 결국 외부 요인에 의해 높아졌다.

다양한 부작용에도 유지했던 완화정책이었으나, 무조건적인 완화정책만이 일본 물가 상승과 경제성장의 답이 아니라는 목소리가 커지고 있다. 일본 기시다 총리가 선임한 우에다 일본은행도 정상화 필요성을 강조하고 있다. 정책위원회도 새롭게 구성되며 정책 수정 가능성이 보다 높아졌다.

일본 금융정책 정상화가 금융시장에 미칠 대표적인 영향은 국채금리가 상승하고 엔달러 환율이 하락한다는 점이다. 엔화 강세 압력이 커짐에 따라 수출주 실적 둔화 우려가 확산되며 닛케이 지수의 하방압력도 커질 수 있다. 다만 2016년과 같이 환율 이외에도 고려해야하는 요인이 다양한 시기에는 내외금리차 축소에도 엔달러 환율 영향은 제한적이었고, 이후 엔달러 환율 하락에도 지수는 오히려 상승했다. 코로나19와 같이 글로벌 경기 불확실성이 확대된 시기에도 국채금리, 환율, 지수는 차별화됐다.

2023년 말~2024년에는 미국 고금리-강달러 기조 장기화, 글로벌 공급망 재편, 미국 대선, 일본 임금 인상, 일본과 중국의 경제활동 정상화 등이 진행될 시기다. 엔달러 환율은 궁극적으로 하방압력이 커질 것으로 예상되나, 미국과 주변 국가들의 매크로 환경, 일본 내각 정책 등이 일본 엔달러 환율과 닛케이 지수의 하방압력을 상쇄할 것으로 예상된다.

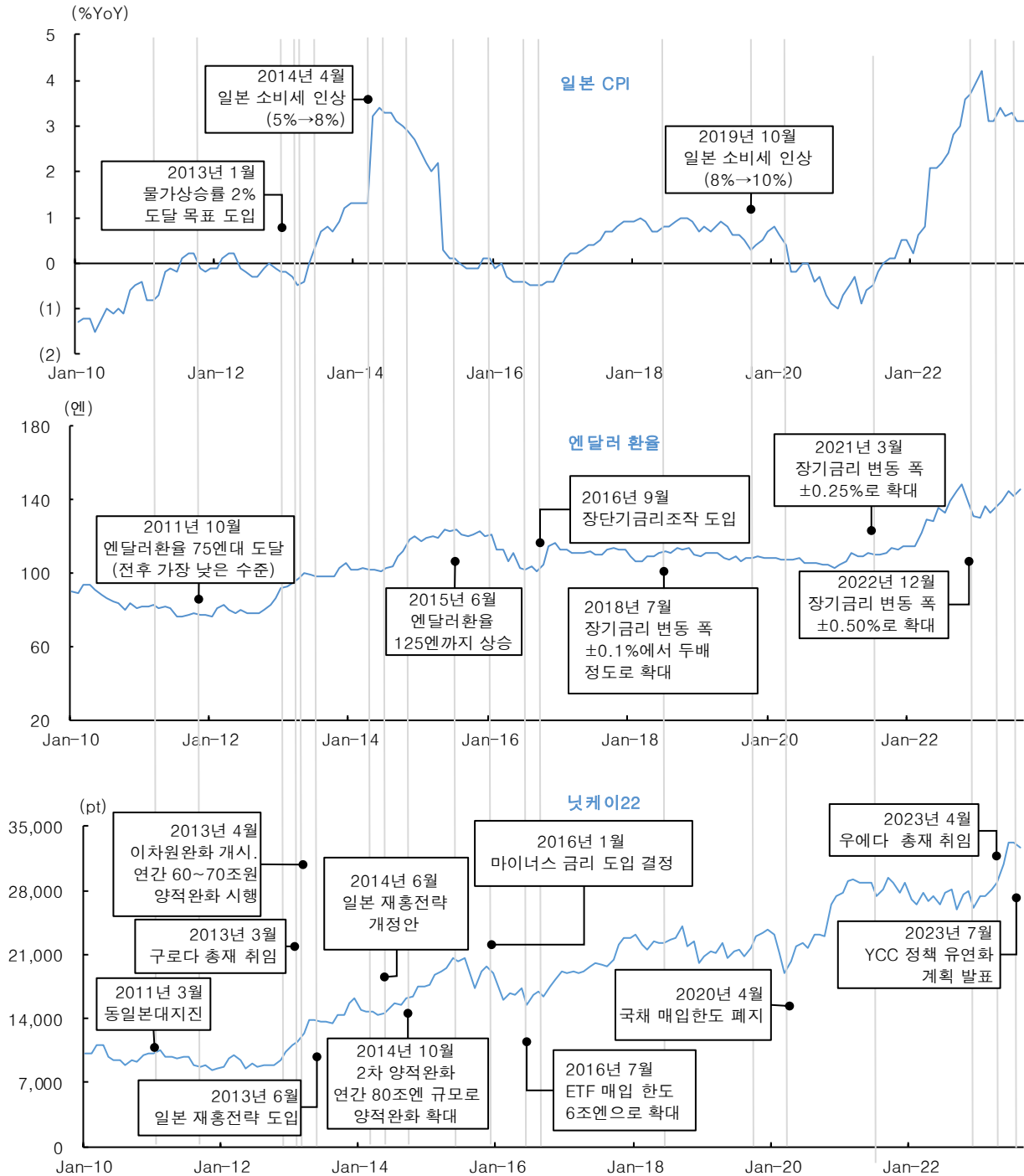
[그림 38] 미국-일본 내외금리차, 엔달러 환율



자료: Bloomberg, 한국투자증권



[그림 39] 일본 소비자물가지수(CPI), 엔달러 환율, 닛케이225 지수: 완화 정책 도입 배경 및 진행 상황



자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 2. 정상화 부작용 완화 위한 정책

### 1) 임금 인상 통한 경제 성장 시도

금융정책 정상화 부담 완화  
위한 정책 연이어 공개

일본이 다양한 부작용 발생 가능성에도 금융정책 정상화를 시도하는 이유는 문제를 상쇄할 수 있는 정부 정책이 함께 발표되고 있기 때문이다. 대표적으로는 양적/질적 완화 정책의 핵심 목표로 볼 수 있는 물가 상승 효과를 임금 상승을 통해 달성하겠다는 정책이다.

역사적 임금인상 통한 소비  
증대 → 기업 매출 성장→  
일본 경제 성장 추구

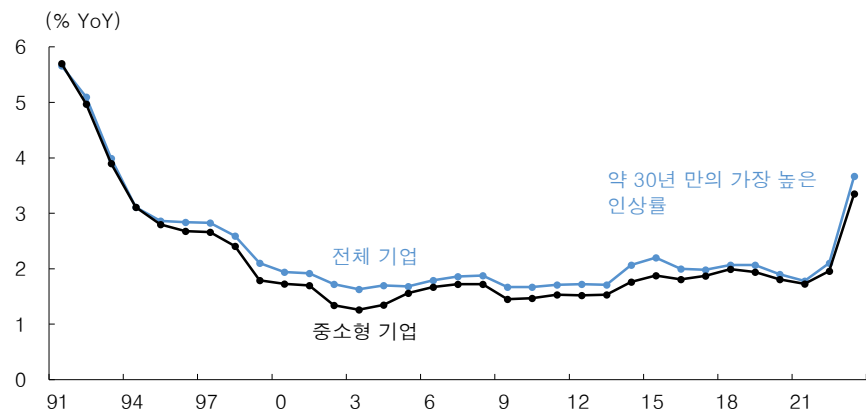
올해 춘투에서는 일본 기업들의 임금 인상률이 3.67%에 달했다. 1994년 이후 처음으로 3%대 인상률을 기록했다. 2000~2022년 평균 인상률이 1.86%였던 점을 감안하면 상당히 공격적인 결정이었다. 기존에는 춘투 협상이 5번에 걸쳐 진행되는 동안 인상이 진행됐다면, 올해는 춘투 이전부터도 대형 업체들의 임금 인상이 결정됐다. 중소기업들의 임금 인상률도 3.35%에 달했다. 2000~2022년 평균(1.67%)의 두 배를 넘어서는 수준이다.

엔화 약세의 장기화에도 ‘나쁜 물가 상승’ 환경에 노출되던 일본은행이 ‘좋은 물가 상승’으로 전환하기 위한 초석을 다지는 것으로 보인다. 기업 임금 인상을 통해 소비를 늘리고, 그에 따른 건전한 물가 상승을 통해 기업 매출을 늘리겠다는 정책이다.

친기업정책 발표도 적극적

재무건전성을 강조하던 기시다 총재가 신자본주의의 정책을 내세우며 소득 주도 성장을 강조하고 있는 만큼 관련 정책들이 연달아 공개되고 있다. 취임 전과 달리 친기업정책을 지속하며 비용 증가 부담을 매출 성장으로 상쇄 시키기 위한 정책들이 도입되고 있는 점도 금융정책 정상화 부담을 완화 시키는 요인이다.

[그림 40] 춘투 통한 임금 인상률



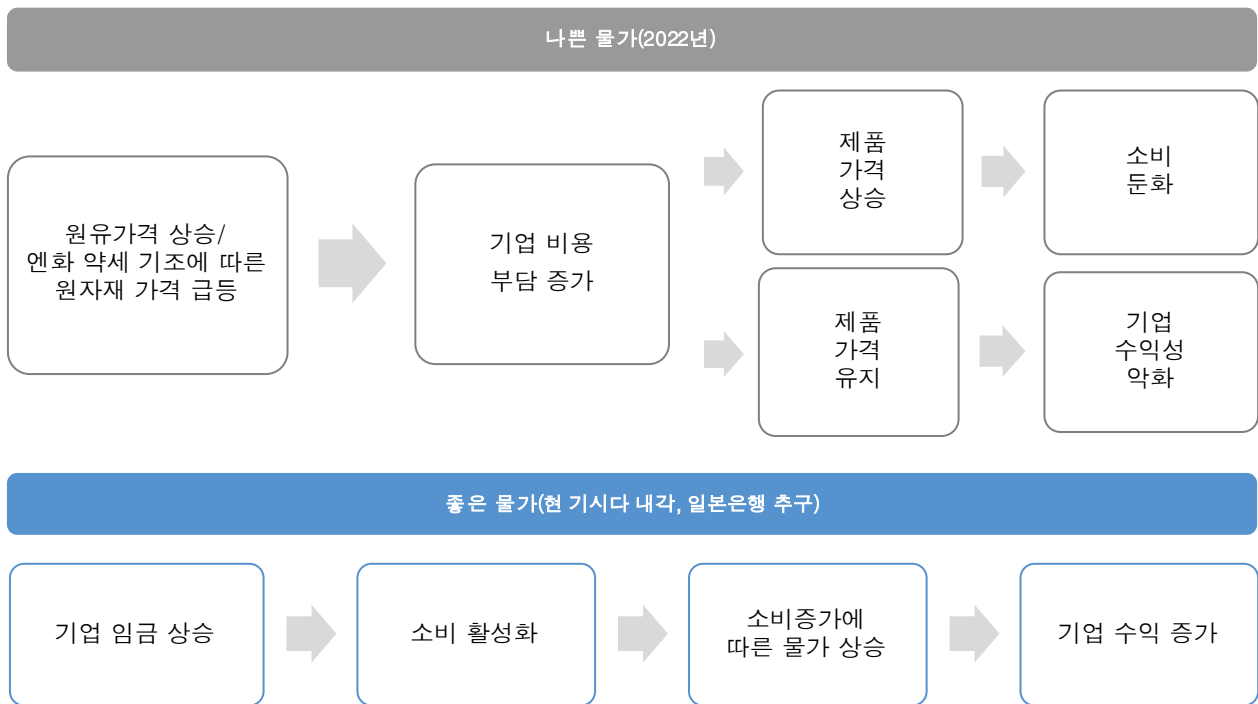
자료: The Japan Institute for Labour Policy and Training, 한국투자증권

〈표 10〉 임금인상 결정 기업

기업명	내용
혼다	노사협상을 통해 기본급을 포함해 월 1.9만엔 상승에 합의 기본급 협상액에 해당하는 1.25만엔은 1990년 이후 가장 많은 수준
아사히음료	2023년 춘계 노사교섭에서 조합원 월 9000엔, 관리직 월 1만엔의 기본급 인상 합의 기본급 상승은 2015년 이후 8년 만에 2,820명의 직원 대상으로 시행
시가은행	임금인상을 평균 3.67%로 결정했으며 전 직원 대상으로 7/1부터 적용 결정된 임금인상률은 1994년 3.69% 이후 29년만에 가장 높은 수준 2024년 4월 입사 신입사원 초임도 1만 5000엔 인상된 22만 50000엔으로 결정
패스트리테일링	일반 매장직원부터 점장까지 포함해 약 40% 임금 인상 대졸 신입사원 월급 25.5만엔→30만엔, 신입점장 29만엔→39만엔으로 상승 전면적인 임금인상은 2000년 이후 약 20년만에 처음
도시바/히타치	월 기본급 7000엔 인상안에 동의 지난해 대비 약 두배 이상 늘어난 것. 현행 임금체계 하에서 가장 높은 수준의 인상
캐논	약 26,000명의 직원들에 대해 평균 3.8% 월 급여 인상 결정
닛폰 생명보험사	사무직 직원들의 급여 5.5% 인상안에 합의. 이는 지난 30년이래 가장 높은 수준
미즈호은행	신입사원 급여 5.5만엔 상향한 26만엔으로 인상
미쓰이 스미토모 은행	5만엔 상향한 25.5만엔으로 인상
닌텐도	기본급 및 초봉 10% 인상

자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 41] 현 일본 내각 추구 물가 상승 효과



자료: 한국투자증권

글로벌 경쟁력 확보 위한  
공급망 재편 진행.  
관련 기업 지원 통한 경제  
활성화 추구

일본 대형 제조업 지원금  
지급, 정책 발표 등을 통해  
경제 성장 둔화 압력 상쇄  
예상

## 2) 공급망 재편 위한 투자 중대

기시다 내각의 친기업정책은 단순히 내수 소비 진작이 아닌 글로벌 경쟁력 회복을 위해서도 공격적으로 발표되고 있다. 대표적인 정책으로는 경제안정보장 추진법으로 칩4 정책 발표 이후 제조업체들을 지원하기 위해 강조되는 대표적인 법안이다. 환율, 정책, 정부 차원의 지원금 등을 이유로 리쇼어링을 결정하는 기업들도 늘었다. 2022년에만 10개가 넘는 기업들이 일본에서 생산을 늘릴 계획을 발표했다.

일본 기업들의 회귀뿐 아니라 해외 기업들의 일본 투자 유치에도 본격적이다. 대표적으로는 반도체 공급망 강화를 위해 한국의 삼성전자, 미국의 마이크론, 대만의 TSMC 등이 대표적이다. 해외기업들과 협업을 하거나 새로운 생산시설을 구축하는 기업들을 대상으로 대규모 지원금도 지급하고 있다. 대표적인 기업으로는 SUMCO, JSR, 라피더스 등이 있다. 일본은 제조업 기반 인프라/소재/장비 업체의 비중이 큰 만큼 해당 기업들의 실적 개선이 환율 영향을 상쇄할 것으로 예상된다.

〈표 11〉 일본 경제안정보장추진법

구분	내용
공급망 강화	반도체 등 전략적 물자를 국내에서 조달 위한 재정 지원
인프라 안전확보	전기, 금융 등 14개 업종에서는 국가가 도입 설비를 사전에 심사 사이버 공격 등의 위험 경감 추구
첨단 기술 개발	AI/양자 연구개발에 자금 지원
특허 비공개화	기술 유출 방지하기 위해 특허정보를 비공개

자료: 일본경제산업성, 한국투자증권

〈표 12〉 리쇼어링 기업 예시

기업명	발표시기	기업명	발표시기
SUBARU	2022	캐논	2022
TDK	2022	KNENKA	2022
KOXIA	2022	JX금속	2022
일본항공전자	2022	시세이도	2022
JVC 켄우드	2022	르네사스 일렉트로닉스	2022

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 13〉 해외 기업의 일본 반도체 기업 투자

해외 기업	일본 투자 계획
미국 마이크론	마이크론이 히가시히로시마의 생산 시설에 최대 5천억엔 투자 계획 발표 EUV(극자외선) 장비 투입해 차세대 메모리 반도체 제품을 생산 계획 일본 정부도 마이크론에 2천억엔 규모의 보조금 지급 계획
한국 삼성전자	삼성전자는 일본 요코하마에 300억엔 투자 계획 2025년 시설 가동을 목표. 일본 정부는 100억엔 이상을 지원할 계획
대만 TSMC	2022년 4월에는 소니와 공동으로 약 1.1조엔 투자 TSMC가 구마모토에 도쿄동 4.5개 크기의 생산공장 설립 중 일본 정부는 최대 4,760억엔 지원 계획

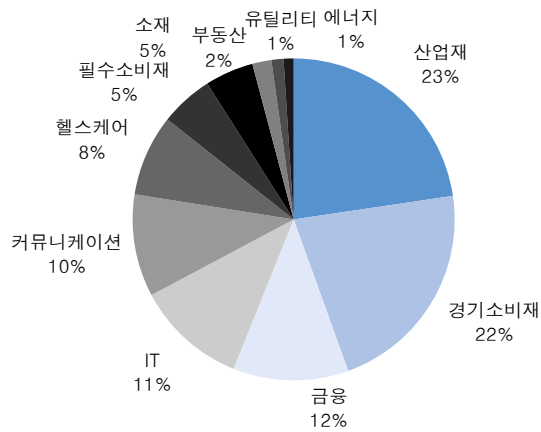
자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 14〉 정부 차원의 지원 계획

기업명	기업 특징 및 지원 내역
SUMCO	스미토모금속공업과 미쓰비시머티리얼즈의 실리콘 웨이퍼 사업을 합쳐 설립 실리콘 웨이퍼 시장점유율 2위 기업(1위는 신에츠화학) 실리콘 웨이퍼 공장 신설 위해 750억엔 지원 예정
JSR	반도체 핵심 소재 중 하나인 포토레지스트(PR)를 개발 기업 일본 국부 펀드가 기업 매수할 계획 발표
라피더스	토요타, 소니, 미쓰비시UFJ은행 등 8개사가 설립한 반도체 회사 등 일본 8개 회사가 세운 합작사 IB와 협력해 2027년까지 2나노미터 공정 기반 반도체 양산을 목표 2022년 2월 700억엔 보조금 지급
JASM	소니, 덴소, TSMC의 합작법인 일본정부는 JASM 신공장에도 4,760억엔의 보조금 지급

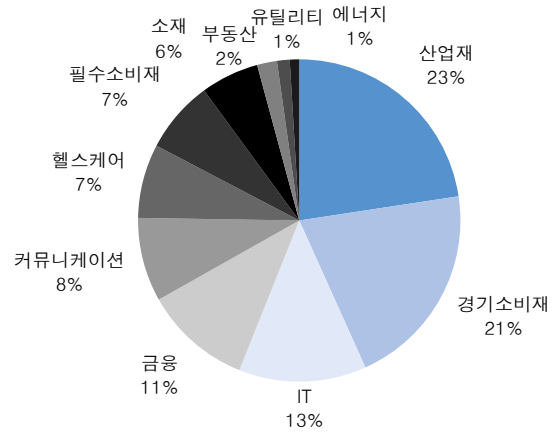
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 42] 산업재 업체 비중 높은 닷케이 지수



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 43] 산업재 업체 비중 높은 토픽스 지수



자료: Bloomberg, 한국투자증권

주식시장 유동성 악화 상쇄  
위한 정책도 발표. 소액투자  
비과세제도 통한 자금 유입  
기대

신NISA 정책+액티브ETF  
거래 허용 등의 정책 도입

금융정책 정상화 영향  
상쇄하기 위한 정책 수혜  
기업 확인 필요

### 3) 소액 투자 활성화 통해 유동성 증대

일본 금융정책 정상화에 따른 국채금리 상승은 주식시장의 유동성 악화 부담을 높일 수 있으나, 기시다 내각의 ‘저축에서 투자로’ 정책이 일부 영향을 상쇄할 것으로 예상된다. 우선 2024년 초부터 적용될 신NISA(소액투자비과세제도) 정책이 있다. 펀드와 상장 주식 등에 투자하는 경우 비과세혜택을 적용하겠다는 정책이다. 기존의 NISA 정책 대비 투자 가능 규모도 기간도 늘었다.

두번째는 올해 9월 일본에서 처음으로 도입된 액티브 ETF다. 개인 투자 자금 유입이 제한적이었던 일본에서 액티브 ETF 출시 일주일 만에 예상보다도 빠른 자금 유입세가 나타나고 있다. 9월 7일 상장한 액티브 ETF의 경우 총 6개로 15일까지 누적 거래대금만 167억엔에 달했다.

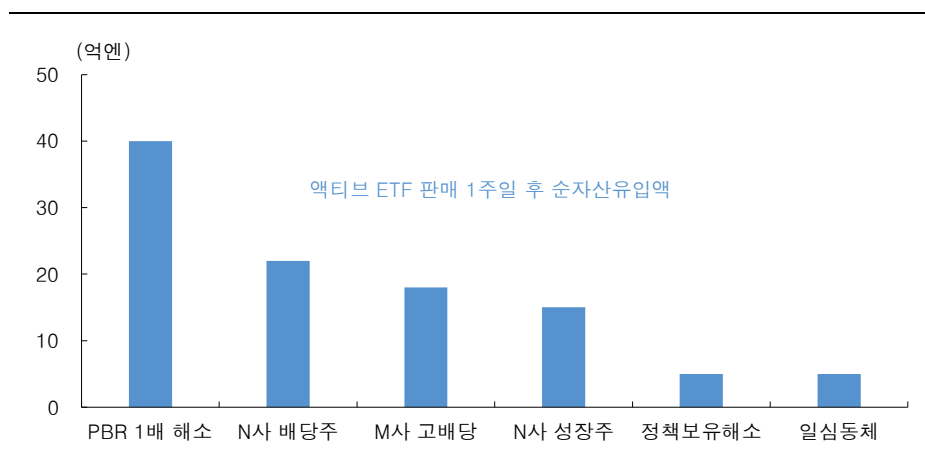
일본은 주요 선진국 대비 가계자산 중 현금/예금 비중이 높은 국가인 만큼 금융정책 정상화 영향을 상쇄하는 시기에 발표될 정책 수혜가 기대되는 업체도 주목해야 한다.

〈표 15〉 새로운 일본 소액투자 비과세제도(NISA)

	기존		신규	
	적립식	일반	적립식 투자	성장 투자
비과세 기간	최대 20년	최대 5년	무기한	
비과세 규모	40만엔	120만엔	120만엔	240만엔
활용방법	둘중 하나를 선택		두개 병행 가능	
매년 최대 비과세 규모	120만엔		360만엔	
최대보유한도액	800만엔	600만엔	1,800만엔 (성장투자는 1,200만엔)	
기한	~2042년	~2023년	2024년 1월 이후 무제한	

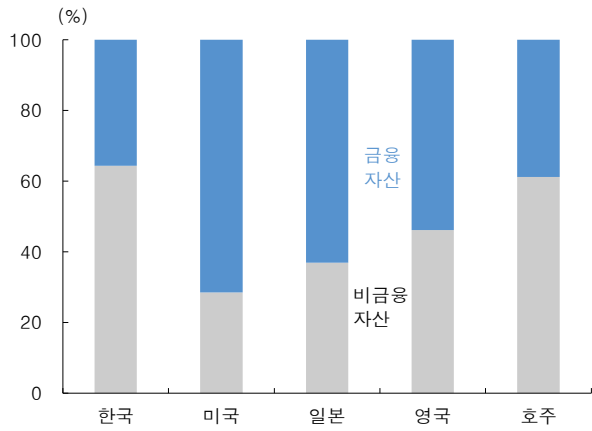
자료: 일본신NISA가이드맵, 한국투자증권

[그림 44] 9월 거래 시작된 액티브 ETF로 자금유입



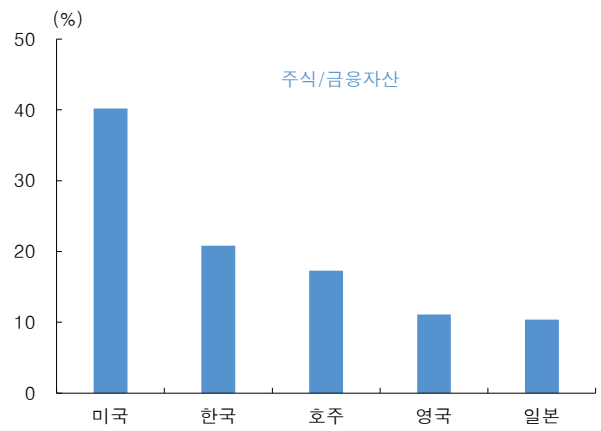
자료: 각 사, 일본 닛케이, 한국투자증권

[그림 45] 각국 가계자산 구성 비중



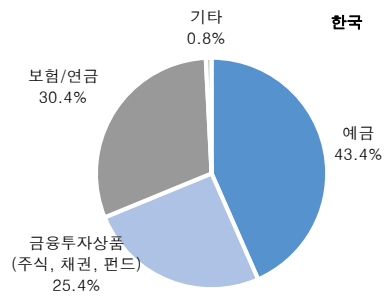
자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권

[그림 46] 각국 금융자산 내 주식 비중



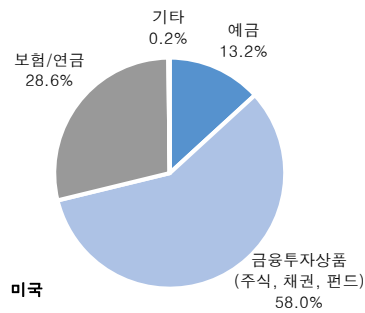
자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권

[그림 47] 금융자산 구성 비중(한국)



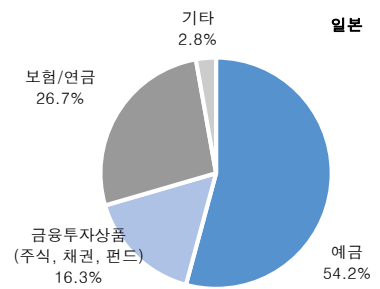
자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권

[그림 48] 금융자산 구성 비중(미국)



자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권

[그림 49] 금융자산 구성 비중(일본)



자료: 각국 중앙은행, 한국투자증권



## IV. 최대 수혜 업종은 일본 금융

### 1. 일본 금융주 선호 이유

금융정책 정상화 수혜 가장 크게 반영될 업체는 일본 대형은행

일본 금융정책 정상화 시 가장 큰 수혜가 기대되는 업체는 일본 금융주다. 일본 국채금리 상승, 엔화 강세 압력 확대에 따른 수혜가 기대되는 업체는 다양하나, 일본 은행주는 국채금리 상승에 따라 순이자이익이 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 상대적으로 수혜가 클 것으로 기대되는 업체는 대출 규모가 큰 대형은행주다. 금융 서비스 업체는 금융정책 정상화 영향을 제한하기 위한 정책 수혜가 반영된다는 점에서 주목 가능하다.

### 2. 일본 주요 은행 및 은행산업 특징

일본 금융주는 다양

일본 금융주는 크게 은행주와 금융 서비스 기업으로 구분된다. 은행주는 대형 은행주와 지방은행, 인터넷은행으로 구분할 수 있다.

#### 1) 일본 대형은행

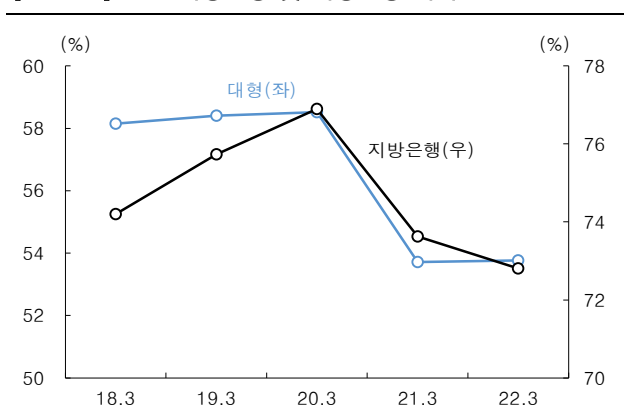
3대 메가뱅크. 국내 수익성 악화 상쇄 위해 해외 진출 공격적 진행

일본 대형은행들의 대표적인 특징은 일본 마이너스 금리 도입 이후 해외진출을 본격화하며 사업구조를 확장했다는 점이다. 일본 금융업체들은 대형, 중소형은행 모두 아베노믹스 도입 이후 저금리 기조가 지속되며 국내(일본) 수익이 부진했다는 공통점이 있다. 일본 대형은행과 지방은행의 예대율은 각각 50%대와 70%대에 머물고 있다.

일본 저성장, 저금리 기조 상쇄하기 위한 동남아 국가 진출 지속

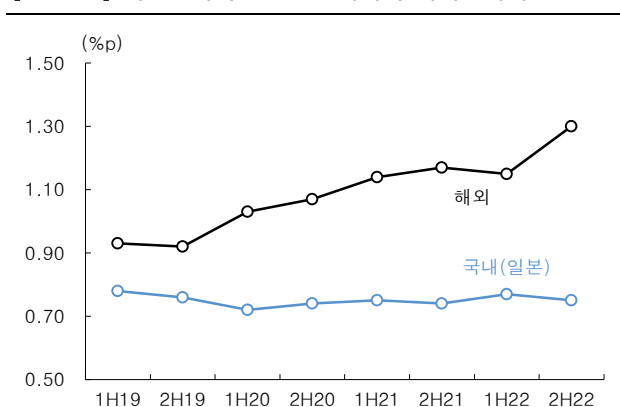
다만 대형은행들은 순이자이익에서 해외부문이 차지하는 비중이 중소형주 대비 높다. 대형은행 중에서도 미즈호는 해외비중이 높은 업체로 해외 예대금리차가 1%p를 넘어선다. 미즈호 이외에도 미쓰비시 UFJ, 미쓰이스미토모 모두 성장률이 높은 동남아시아 지역에서 적극적인 사업을 확장하고 있다. 미쓰비시 UFJ는 베트남, 태국, 필리핀, 미쓰이 스미토모는 인도네시아, 베트남, 미즈호는 베트남, 필리핀, 인도네시아 등의 진출을 지속하고 있다.

[그림 50] 일본 대형은행 및 지방은행 예대율



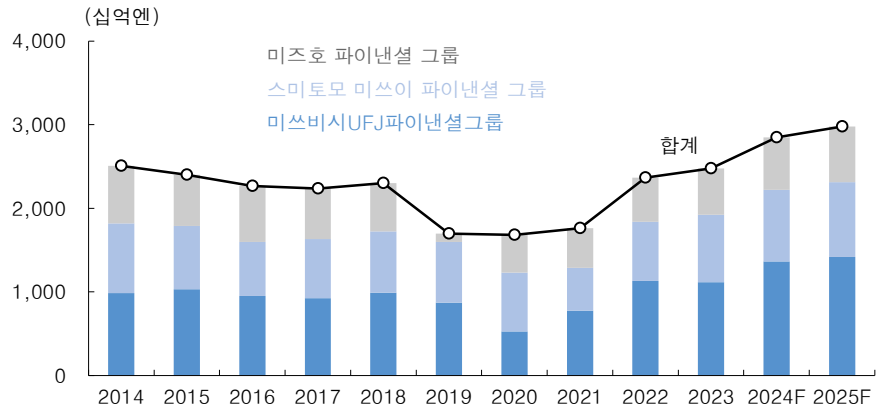
자료: 도쿄상공, 한국투자증권

[그림 51] 미즈호파이낸셜그룹 국내외 예대금리차



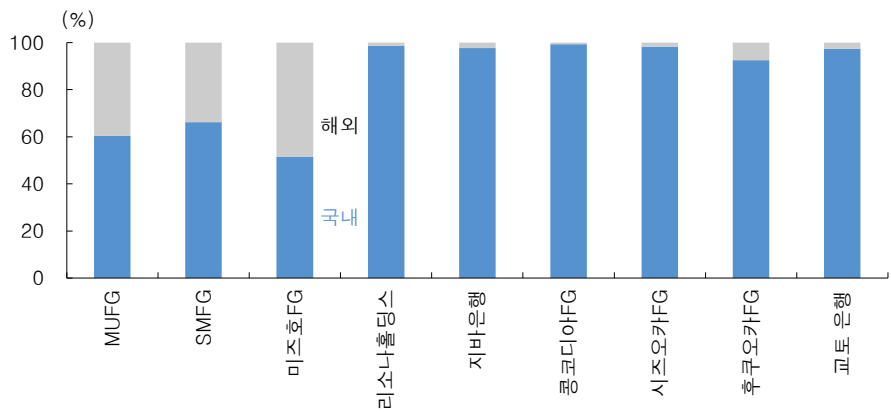
자료: 미즈호, 한국투자증권

[그림 52] 대형은행(3대 메가뱅크) 순이익



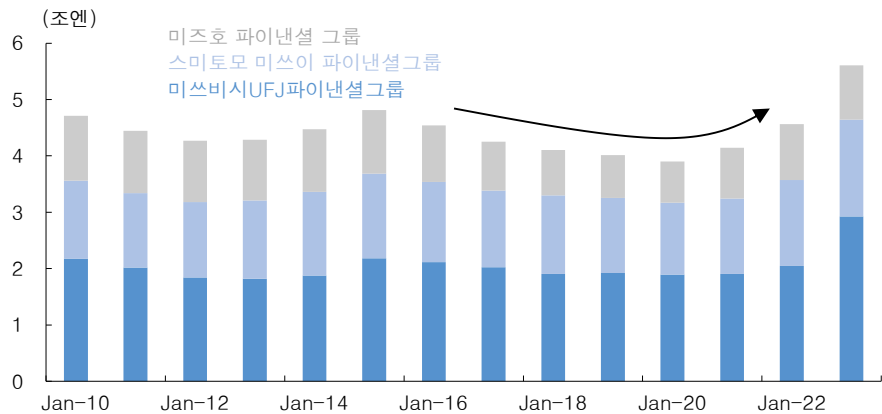
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 53] 대형은행 및 중소형 은행 지역별 순이자이익 비중



주: 최근 회계연도(2023.3 결산) 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 54] 대형은행(3대 메가뱅크) 순이자이익



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 16〉 일본 주요 은행 예금금리

	보통예금금리	정기예금금리
<b>메가뱅크</b>		
미즈호은행	0.00%	0.00%
미쓰비시UFJ은행	0.00%	0.00%
미쓰이스미토모	0.00%	0.00%
<b>대형 지방은행</b>		
요코하마은행	0.00%	0.00%
치바(지바)은행	0.00%	0.00%
시즈오카은행	0.00%	0.00%
조요은행	0.00%	0.00%
교토은행	0.00%	0.00%
후쿠오카은행	0.00%	0.00%
<b>인터넷은행</b>		
PayPay은행	0.00%	0.020~0.030%
소니은행	0.00%	0.010~0.300%
라쿠텐은행	0.02%	0.02%
스미신SBI넷은행	0.00%	0.020~0.200%
au지분은행	0.00%	0.030~0.050%
다이와넥스트은행	0.01%	0.05%
민나노은행	0.00%	0.10%

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 17〉 일본 대형기업 해외 진출 사례

인수기업	피인수기업	국가	날짜	내용
미쓰비시 UFJ	베트남산업무역 상업은행	베트남	2012년	베트남산업무역상업은행(Viettien Bank)에 약 600억엔을 출자해 20%의 지분 취득 당시 외국인 출자 규제 상한 20% 취득
	아유타야 은행	태국	2013년	태국 시중은행인 아유타야은행 지분 72%를 인수
	시큐리티뱅크	필리핀	2016년	약 1,000억엔을 출자해 시큐리티뱅크 지분 20% 취득
	다나론 은행	인도네시아	2017년	인도네시아 외국 자본 출자 제한으로 3단계에 걸친 지분 인수 진행
미쓰이 스미토모	베트남수출입은행	베트남	2008년	베트남수출입은행(Eximbank, 엑심은행) 지분 15% 인수
			2023년	엑심은행의 더딘 성장 및 사업 전망 불투명으로 보유 지분 매각 시작 지분 15.07% 중 10.8%를 베트남 국내 투자자들에게 매각
	뱅크 BTPN	인도네시아	2013년	TPG Nusantara와 관계인들로부터 BTPN 지분 24.26%를 인수
			2014년	지분 15.74%를 추가로 인수하여 지분율을 40%대로 확대
			2019년	스미토모 미쓰이 은행 인도네시아 법인과 BTPN 합병
	FE크레딧	베트남	2021년	VP뱅크 산하 소비자금융 자회사인 FE크레딧에 지분 49% 출자 인수금액은 1,500억엔
	VP뱅크	베트남	2023년	베트남 민간은행 2위 VP뱅크에 약 2,000억엔 출자 발표 제3자 배정방식의 증자를 통한 인수로 출자 후 지분은 15%로 최대주주
미즈호	모모	베트남	2021년	모모 전자자급 서비스를 운영하는 M-서비스의 지분 7.5% 인수 인수금액은 약 200억엔
	토닉	필리핀	2022년	필리핀 디지털 은행인 토닉 지분 10%를 인수하기 위해 약 70억엔 출자
	크레디보홀딩스	인도네시아	2023년	인도네시아 후불 결제(BNPL) 기업인 크레디보홀딩스에 170억엔 출자 출자 비율은 10%로 크레디보가 발해한 우선주 인수

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 18〉 일본 대형은행

(단위: 십억엔, %)

티커	기업명	업종	세부업종	시가총액	수익률			
					1M	3M	6M	YTD
8306 JP	미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	금융	은행	16,887.3	17.9	28.8	59.5	52.6
8316 JP	스미토모 미쓰이 파이낸셜그룹	금융	은행	10,434.1	20.1	29.2	51.5	50.9
8411 JP	미즈호 파이낸셜그룹	금융	은행	6,882.6	17.1	25.5	48.5	49.4
8309 JP	미쓰이스미토모 트러스트홀딩	금융	은행	2,197.6	13.9	18.6	34.2	34.8
8308 JP	리소나홀딩스	금융	은행	2,055.9	17.6	26.3	42.7	22.4

주: 9/22 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## 2) 일본 중소형 은행 - 지방은행, 인터넷은행

일본 지방은행은 지역별 대표 금융기관이었으나, 통폐합 진행되며 생존 경쟁 지속

다음은 일본 중소형 은행이다. 일본의 지방은행들과 온라인 기반의 기업들이 해당한다. 우선 지방은행들은 153개로 운영되기도 했으나, 현재는 통폐합이 진행되며 99개로 줄었다. 지방 도시 인구 감소, 저금리 기조 장기화, 대출 경쟁 지속 등으로 수익성이 악화됐기 때문이다. 스가 전 총리가 지방은행 수가 많다는 것을 지적하며 지방은행의 통폐합과 디지털화 단행을 주요 정책으로 제시한 영향도 반영됐다.

인수, 협업 등을 통해 대표 지방은행 규모 확대, 사업 구조 다각화

상위 업체로는 치바현의 은행들을 통합하며 대표은행으로 자리잡은 치바(지바)은행(8331)과 요코하마은행, 동일본은행의 재편으로 설립된 콩코르디아파이낸셜그룹(7186), 타업종/해외 기업과 협업에 적극적인 시즈오카파이낸셜그룹(5831), 후코오카은행, 쿠마모토패밀리은행 등을 산하에 두고 있는 큐슈지역 대표 기업인 후쿠오카파이낸셜(8354) 등이 있다. 스가 전총리가 강조했던 디지털화와 지역은행 통폐합이라는 목표 하에서도 지역 대표 금융기관으로 자리잡은 업체들이다.

최근 일본 지방은행은 지역별 차별화가 심화

일본 지방은행들은 지방 도시의 인구 감소, 대출 경쟁, 저금리 기조가 겹쳐지며 수익성이 약화된 기업으로 분류되나, 최근에는 지역별 특징과 사업 구조에 따라 실적이 크게 나뉘고 있다.

일본 정부와 재무성 대상의 대출이 증가

전국지방은행협회에 따르면 2023년 3월 기준으로 99개 지방은행의 대출잔액이 전년대비 5% 늘어나며 사상 처음으로 300조엔을 넘어섰다. 코로나19 이후 경제 활동이 늘어났고, 정부와 재무성을 대상으로 한 대출이 증가한 영향이다.

해외 기업들과 리쇼어링 업체들의 생산기지 구축 위한 대출 수요 확대

지방 인구 감소는 지속되고 있으나, 제조업체의 생산시설 건설을 위한 대출 수요도 늘고 있다. 대표적으로는 도쿄 일렉트론 관련 지출이 늘고 있는 야마나시현, TSMC 공장 건설 관련 구마모토현 등이 있다. 사카타시 등 재개발이 이뤄지는 지역의 부동산용 대출도 늘어났고, 해외에 진출한 기업들이 일본으로 회귀하며 관련 대출도 늘어났다.

제로제로 대출 부담 큰 지역은 더딘 회복세 지속

제로제로 대출(실질무이자/무담보대출) 상황이 재개되며 연체율 상승 부담은 여전하다. 저금리 기조가 장기화되고 인구 감소가 지속되는 지방의 경우 적극적인 합병이 진행되고 있음에도 수익성 개선이 제한적이다.

9년만의 금융청 지원에도 중소형 은행의 수익성 회복은 제한적

일본 금융청이 9년만에 처음으로 지방은행을 대상으로 공적자금을 투입하고 있으나, 수익성, 경쟁력, 사업구조, 재무건전성, 예금 및 대출 규모 등을 고려 시 대형 금융주 대비 중소형 금융주의 투자매력은 제한적이라고 판단한다. 일본 지방은행은 총 74개가 상장되어 있으나 해당 기업들의 PBR이 모두 1배를 하회한다. 중소형주 대비 대형 금융주를 선호한다. 국채금리 상승 시에도 지방은행 중에서는 인구 감소 폭이 제한적인 지역을 기반으로 하고, 예금, 대출 규모가 늘고 있는 기업별 중심의 선별적 접근을 추천한다.

〈표 19〉 일본은행 사업 다각화

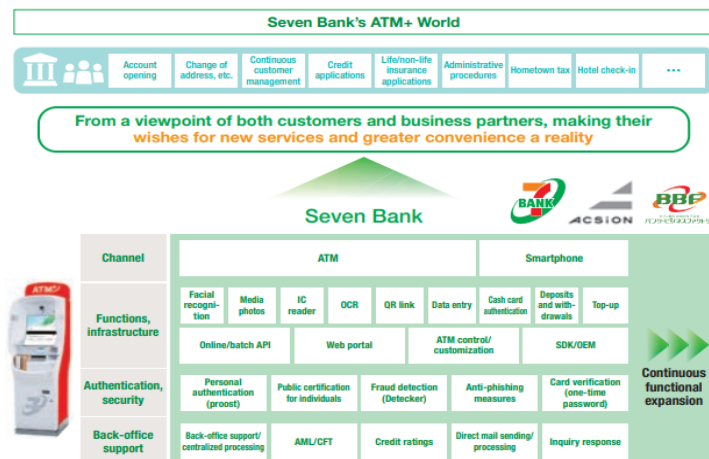
구분	내용
사업 다각화	
치쿠보은행	(은행업무확장) 키타큐슈 지점에 SBI 홀딩스와의 공동점포 개설 약 2,000종류 이상의 금융상품 거래 가능(일반 치쿠보은행 지점에서 판매하는 금융상품은 약 100여개)
사가은행	(은행업무확장) SBI 증권 상품 취급 점포 개설 기존 사가은행에서 취급하지 않았던 다양한 금융상품 거래가능하도록 확장
오이타은행	(은행업무확장) 노무라증권과 금융상품 중개업무 관련 MOU 체결
야마가타은행	(지역상사) 지역상사 인터넷 홈페이지를 통해 지역 특산물부터 직접 개발한 상품에 이르기까지 다양한 제품군 판매 (지역상사) 지역 업체를 대신하여 지역 특산물을 역내외로 판매하는 지역 상사 설립 및 운영 특산물 생산 업체로부터 위탁수수료, 입점수수료 등을 받는 구조로 수익 창출
히로시마은행	(서비스 연결) 은행 고객 대상으로 이사, 청소, 집수리 등 생활 관련 업체 소개 서비스 출시 은행은 관련 서비스 업체와 고객을 연결해주고 그 과정에서 중개수수료를 받는 구조
SMBC	(업무효율성확대) SMBC는 SMBC클라우드사인 설립을 통해 온라인 기반의 업무 지원 전자계약서비스, 디지털 데이터 구축 등을 통해 기업의 업무 효율성 향상을 위한 서비스 제공
MUFG은행	(업무효율성확대) 무역 금융 솔루션 업체인 MUFG Trading 설립 기업을 대신해 재고를 매수/매도하며 그 과정에서 발생하는 재고 매입액과 판매액 차이를 주된 수익으로 함

자료: 각 사, 언론보도, 한국투자증권

## 다양한 인터넷 기반의 은행도 보편화된 일본

일본은 2000년 이후 인터넷전문은행들이 설립되어 온라인을 기반으로 금융 관련 업무를 제공한다. 금융 기업과 비금융 기업들의 제휴를 통화 기존의 은행 기업들과 차별화를 구축한다는 전략을 기반으로 하고 있다. 대표적인 기업으로는 세븐은행(8410)과 라쿠텐 은행(5838)이 있다.

〔그림 55〕 전통적인 은행과 다른 사업구조 보유



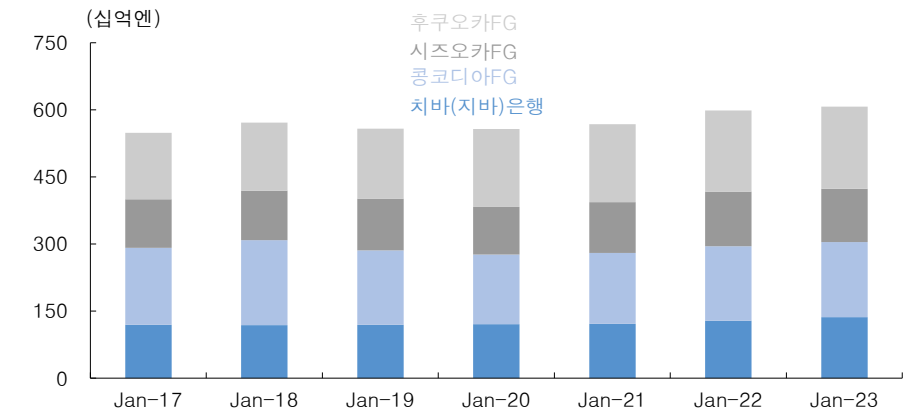
자료: 세븐은행, 한국투자증권

〈표 20〉 일본 은행업 디지털화

구분	내용
사업 다각화	
후쿠시마은행	SBI홀딩스와 함께 개발중인 '기간 시스템' 2024년 도입 예정
요코하마은행 등	요코하마은행 등 지방은행 18곳은 NTT 데이터와의 협업을 통해 디지털화 관련 업무 제휴 1) 기간 시스템 운영 효율화, 2) 영업점 창구기기 개발, 3) 고객 스마트폰과의 금융 데이터 연계, 4) IT 인재 육성, 5) 사이버보안 강화 부문에서 협력 진행
세븐은행	일본 대표 편의점 브랜드인 세븐일레븐을 갖고있는 세븐&아이 홀딩스가 출시한 은행 스마트폰 ATM 서비스를 통해 스마트폰만으로 현금 입출금이 가능한 서비스 등을 제공 세븐뱅크 앱 기반으로 계좌개설 등의 서비스 제공

자료: 각 사, 언론보도, 한국투자증권

[그림 56] 지방은행 순이자이익 합계



자료: 일본은행, 한국투자증권

<표 21> 일본 지방은행과 인터넷은행

(단위: 십억엔, %)

티커	기업명	업종	세부업종	시가총액	수익률			
					1M	3M	6M	YTD
8331 JP	치바(지바) 은행	금융	은행	930.5	12.8	27.5	35.5	20.4
7186 JP	콩코디아 파이낸셜 그룹	금융	은행	854.2	16.7	27.6	52.3	34.5
5831 JP	시즈오카 파이낸셜 그룹	금융	은행	736.7	8.3	19.3	35.5	21.2
8354 JP	후쿠오카 파이낸셜 그룹	금융	은행	725.2	12.6	32.8	52.0	28.9
8369 JP	교토 은행	금융	은행	642.3	2.9	17.0	39.0	46.4
8359 JP	하치주니 은행	금융	은행	463.2	19.7	43.6	65.3	67.1
7180 JP	큐슈 파이낸셜 그룹	금융	은행	379.6	23.7	43.1	76.5	82.7
8410 JP	세븐 은행	금융	은행	386.8	5.5	15.3	26.8	27.8
5838 JP	라쿠텐 은행	금융	은행	428.9	27.2	26.2	—	—

주: 9/22 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

일본 금융주에는 은행  
이외에도 보험, 거래소,  
소비자 금융 제공 등의  
업체도 포함

일본은행 금융정책 정상화  
부작용 상쇄 위한 정책 발표  
수혜 기대

### 3) 일본 금융 서비스 기업

일본 금융 업종에는 대표 금융 기업 이외에 서비스 기업들도 포함되어 있다. 대표적으로는 금융 서비스나 리스 등의 사업을 보유한 오릭스, 미쓰비시 HC 캐피탈, 일본 대표 거래소를 운영하는 일본거래소그룹, 소비자금융 서비스를 제공하는 아콤, 크레디세존 등의 업체들도 포함되어 있다.

일본은행은 금융정책 정상화를 단계적으로 진행할 것으로 예상하고, 일본 기시다 내각은 금융정책 부담을 제한할 정책들을 연달아 발표하며 대응할 것으로 예상된다. 금융 서비스 기업 중에서도 금융자산 다각화 정책 도입으로 주식, 선물, 원자재, ETF 등의 거래가 늘어나는 시기에 수혜가 기대되는 업체는 일본 거래소 그룹(8697)이다.

〈표 22〉 일본 금융 서비스 기업

(단위: 십억엔, %)

티커	기업명	업종	세부업종	시가총액	수익률			
					1M	3M	6M	YTD
8591 JP	오릭스	금융	금융 서비스	3,565.6	10.5	11.1	34.1	39.0
8593 JP	미쓰비시 HC 캐피탈	금융	금융 서비스	1,541.7	16.0	22.6	57.8	66.3
8439 JP	도쿄 센추리	금융	금융 서비스	752.2	13.3	15.8	41.2	38.7
8424 JP	후요 종합 리스	금융	금융 서비스	383.1	8.2	8.8	45.9	49.8
7164 JP	젠코쿠 호쇼	금융	금융 서비스	342.4	(0.9)	(3.6)	(2.9)	1.4
8425 JP	미즈호 리징	금융	금융 서비스	247.0	9.6	6.2	49.1	54.7
8697 JP	일본거래소그룹	금융	캐피탈 시장	1,414.7	6.6	2.6	33.6	42.9
8572 JP	아콤	금융	소비자 금융	560.8	5.7	(0.3)	14.7	15.1
8253 JP	크레디세존	금융	소비자 금융	446.5	13.5	14.1	48.9	47.5
8570 JP	이온 파이낸셜 서비스	금융	소비자 금융	283.1	6.0	3.9	10.5	(2.0)

주: 9/22 종가 기준  
자료: Bloomberg, 한국투자증권



## V. 일본 대표 금융 ETF

일본 금융 ETF:  
최선호 ETF는 1315,  
차선호 ETF는 1632

일본 금융정책이 정상화되는 시기에 주목할 수 있는 대표 금융주가 포함되어 ETF는 1615, 1631, 1632가 있다. 해당 ETF 중에서도 최선호 ETF는 1615다. 국채 금리 상승 수혜가 기대되는 대표적인 대형은행들로 구성되어 있고 1631 대비 AUM이 크고 유동성이 높기 때문이다.

일본 대표 ETF;  
정상화 시 토픽스>닛케이,  
ETF는 1306, 101280 선호

금융주 반등 시 닛케이 기업 대비 양호할 것으로 예상되는 토픽스를 기반으로 하고 있는 대표 ETF는 1306과 1305가 있다. 상대적으로 거래규모가 큰 1306을 선호한다. 금융기업 중 서비스 업체들의 비중이 높은 ETF로는 1632가 있다.

일본 금융정책이 정상화되고, 미국의 기준금리 인상 사이클이 마무리되는 시기에는 미국과 일본의 국채금리 차가 축소되며 엔화 강세 압력이 커질 것으로 예상된다. 미국에 상장된 일본 관련 ETF 중에서도 대표 ETF인 EWJ와 환율에 연동되는 YCL이 부각될 것으로 예상된다. 한국에 상장된 ETF 중에서는 일본 시가총액 상위 토픽스 기업으로 구성된 KODEX일본TOPIX100 ETF를 선호한다.

〈표 23〉 일본 금융주 관련 ETF

(단위: 백만엔, %)

구분	티커	ETF 명	AUM	일평균 거래대금	총 보수율	분배금 수익률	분배금 지급주기
<b>일본 대표 금융</b>							
일본 은행	1615 JP	넥스트 펀즈 토픽스 은행 상장	152,750	731.8	0.2	2.3	연간
은행	1631 JP	NEXT FUNDS TOPIX-17 BANKS ETF	3,773	34.1	0.3	1.5	연간
은행제외금융	1632 JP	NEXT FUNDS TOPIX-17 FINANCIALS EX BANKS ETF	3,082	5.4	0.3	0.7	연간
<b>일본 토픽스 추종</b>							
토픽스	1306 JP	넥스트 펀즈 토픽스 상장지수	19,785,609	4,303.3	0.1	2.1	연간
	1305 JP	다이와 ETF-토픽스	9,062,713	632.8	0.1	2.1	연간

주: 9/22 종가 기준

자료: 각 사, 거래소, Bloomberg, 한국투자증권

〈표 24〉 미국, 한국 상장 대표 일본 ETF

(단위: 백만달러, 백만원, %)

구분	티커	ETF 명	AUM	일평균 거래대금	총 보수율	분배금 수익률	분배금 지급주기
<b>미국 상장</b>							
일본 대표 ETF	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	13,225.4	397.4	0.5	0.9	반기
	BBJP	JPMorgan BetaBuilders Japan ETF	9,234.6	39.3	0.2	1.3	연간
	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	3,181.0	43.7	0.5	2.9	분기
	FLJP	Franklin FTSE Japan ETF	1,529.1	10.2	0.1	2.1	반기
	DBJP	Xtrackers MSCI Japan Hedged Equity ETF	293.1	1.9	0.5	5.1	반기
	FXJ	Invesco CurrencyShares Japanese Yen Trust	222.7	6.3	0.4	-	-
	HEWJ	iShares Currency Hedged MSCI Japan ETF	224.3	6.0	1.0	35.4	반기
	YCS	ProShares UltraShort Yen	25.7	1.1	0.0	-	-
	YCL	ProShares Ultra Yen	15.2	0.7	1.0	-	-
<b>한국 상장</b>							
일본 대표 ETF	241180	Mirae Asset Tiger NIKKEI225 ETF	220,956.0	1,208.9	0.4	-	연간
	195920	Mirae Asset Tiger 일본 TOPIX(합성 H)	88,038.0	1,089.8	0.3	-	-
	101280	KODEX 일본 TOPIX100	51,653.0	556.0	0.5	0.9	-
	238720	ACE Japan Nikkei225 ETF H - Equity-Derivatives	27,143.0	898.9	0.4	-	-
	196030	ACE 일본 TOPIX 레버리지(H)	16,503.0	121.5	0.6	-	-
	205720	ACE 일본 TOPIX 인버스(합성 H)	5,300.0	36.4	0.7	-	-

주: 9/22 종가 기준

자료: 각 사, 거래소, Bloomberg, 한국투자증권

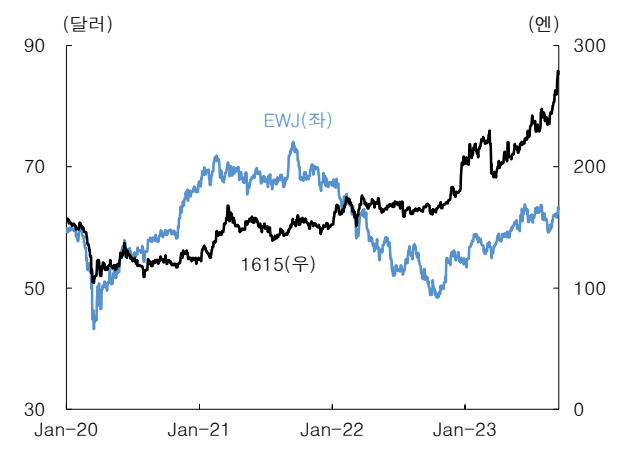
## 일본 대표 금융 ETF: 1615 JP

〈표 25〉 1615 ETF 요약

ETF 명	Next Funds TOPIX Banks ETF
설정일	04/03/02
자산규모(백만달러)	152,750.0
일평균거래대금(백만달러)	731.8
운용보수(%)	0.2
배당주기	연간
배당수익률(%)	2.3
표준편차(%)	22.0
보유 종목 수(개)	79
PER(배)	11.6
PBR(배)	0.7

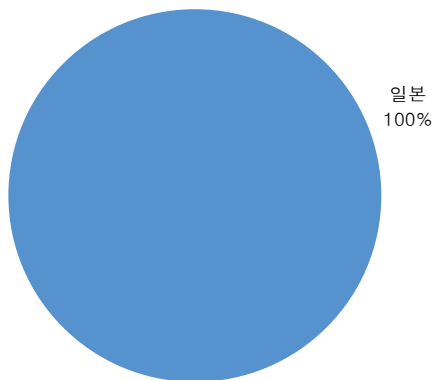
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 57] EWJ 및 1615 추이



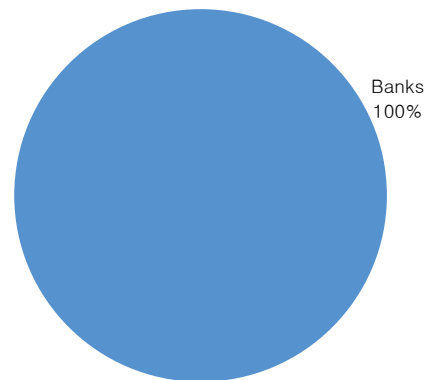
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 58] 지역별 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 59] 업종별 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 26〉 구성 종목

(단위: 십억엔, %)

티커	종목명	시가총액	비중
8306 JP	미쓰비시 UFJ 파이낸셜 그룹	16,887.3	33.1
8316 JP	스미토모 미쓰이 파이낸셜 그룹	10,434.1	22.0
8411 JP	미즈호 파이낸셜그룹	6,882.6	15.6
8308 JP	리소나 홀딩스	2,055.9	4.3
8309 JP	미쓰이 스미토모 트러스트 홀딩스	2,197.6	4.3
7186 JP	콩코디아 파이낸셜 그룹	854.2	1.5
7182 JP	유초은행	4,791.5	1.4
8331 JP	지바은행	930.5	1.3
8354 JP	후쿠오카 파이낸셜 그룹	725.2	1.2
5831 JP	Shizuoka Financial Group Inc	736.7	1.1
10개 업종 비중			85.9

자료: Bloomberg, 한국투자증권

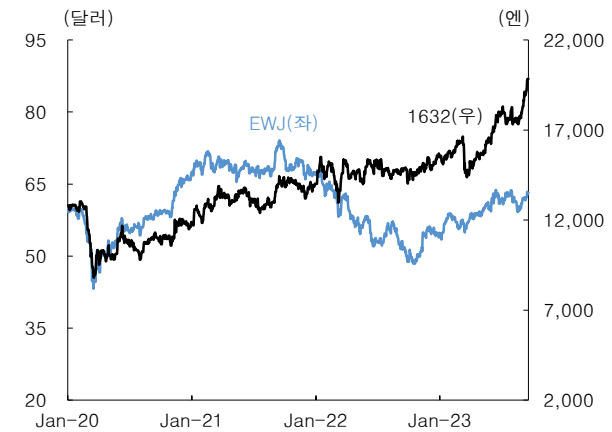
## 일본 금융(은행제외) ETF: 1632 JP

〈표 27〉 1632 ETF 요약

ETF 명	Next Funds TOPIX Financial ex.Banks ETF
설정일	03/25/08
자산규모(백만달러)	3,061.0
일평균거래대금(백만달러)	5.6
운용보수(%)	0.3
배당주기	연간
배당수익률(%)	0.7
표준편차(%)	15.6
보유 종목 수(개)	59
PER(배)	16.5
PBR(배)	1.02

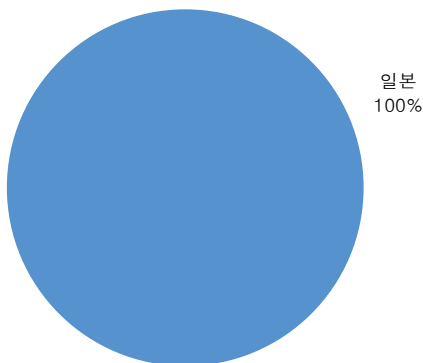
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 60] EWJ 및 1632 추이



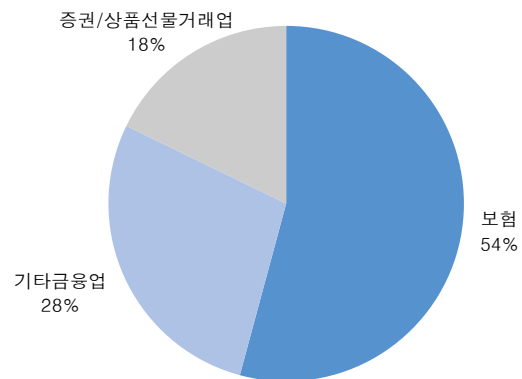
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 61] 지역별 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 62] 업종별 비중



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 28〉 구성 종목

(단위: 십억엔, %)

티커	종목명	시가총액	비중
8766 JP	동경해상 홀딩스	7,303.1	23.5
8591 JP	오릭스	3,565.6	12.7
8750 JP	다이하치생명 홀딩스	3,067.7	10.1
8725 JP	MS&AD 인슈어런스 그룹 홀딩스	3,100.6	7.6
8630 JP	삼포 홀딩스	2,377.6	7.6
8604 JP	노무라 홀딩스	2,008.9	7.4
8697 JP	일본 거래소 그룹	1,414.7	4.8
8795 JP	T&D 홀딩스	1,492.8	4.5
8601 JP	다이와증권 그룹	1,406.3	4.2
8473 JP	SBI 홀딩스	910.0	3.2
10개 업종 비중			85.0

자료: Bloomberg, 한국투자증권

## VI. 개별 기업

---

미쓰비시UFJ파이낸셜(8306 JP)

일본거래소그룹(8697 JP)

---

## 미쓰비시UFJ파이낸셜(8306 JP)

TOPIX(9/22)	2,376
주가(9/22, 엔)	1,331
시가총액(십억엔)	16,887
52주 최고/최저가(엔)	1,353/633
일평균 거래대금(6개월, 백만엔)	78,729
유동주식비율(%)	84.6
주요주주(%)	GOVT PENSION INVST F 8.8
	BlackRock 6.3

	총영업이익 (십억엔)	총당금전입 (십억엔)	순이익 (십억엔)	EPS (엔)	BPS (엔)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2022.03	3,964	331	1,131	88.5	1,350	8.9	0.59	6.7	0.33	3.5
2023.03	4,503	675	1,116	90.7	1,433	9.6	0.62	6.5	0.32	3.6
2024.03F	4,416	254	1,326	113.7	1,537	11.4	0.85	7.4	0.34	3.2
2025.03F	4,552	255	1,359	118.5	1,616	11.0	0.81	7.3	0.35	3.5
2026.03F	4,653	261	1,370	122.6	1,691	10.6	0.77	7.2	0.35	3.7

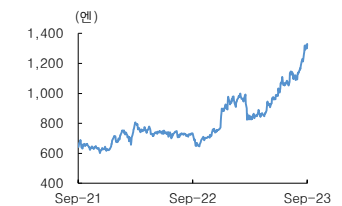
자료: MUFG, FactSet

### 1등 은행의 진심 어린 노력

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.1	63.0	84.0
상대주가(%)	11.7	34.1	48.3

#### 주가추이



자료: FactSet

**NIM 상승 수혜:** 일본 최대 은행지주사인 미쓰비시UFJ파이낸셜(Mitsubishi UFJ Financial Group, MUFG)에 대해 주목할 시점이다. 우선 금리 상승으로 NIM 수혜가 예상된다. 특히 FY23(2023년 4월~2024년 3월) 들어 해외 사업부문뿐만 아니라 국내(일본) 사업부문도 점진적으로 NIM이 개선되고 있다. 이에 연간 이자이익 체력은 2조엔 중후반대까지 확대된다.

**해외사업의 차별적인 성장:** 저성장 국가인 만큼 지속가능한 성장 및 일정 수준의 수익성 확보를 위해서는 해외진출이 필수적이다. MUFG는 지난 십수년간 적극적인 해외 진출을 추진했고, 현재 해외 대출 비중은 39%, 순이익 비중은 44%까지 올라왔다. 최근에도 태국과 인도네시아, 베트남 등에서 추가로 경영권 인수, 소수 지분 투자, 전략적 제휴관계를 통한 해외사업 확장에 나서고 있다. 특히 동남아 계열사 NIM이 전사 NIM보다 압도적으로 높은 만큼 해외사업이 확대될수록 상업은행과 소비자금융 부문에서 빠른 이자이익 개선이 예상된다.

**실적개선과 주주환원 확대 동행:** 국내외 사업부문 수익성 및 비용 효율성 개선을 감안한 FY23 순이익 가이드스는 1.3조엔으로 전년대비 16% 크다. 최근의 환율 약세와 1분기 호실적까지 감안하면 FY23 순이익은 가이드스를 초과달성할 것으로 보인다. 호실적과 최저 규제비율을 상회하는 10%대의 보통주자본비율, 그동안의 주주환원정책 이력을 감안하면 FY23 주주환원율은 60%를 상회할 것이다. 특히 올해 11월 중순경 3,000억~4,500억엔 규모의 자사주 매입/소각 발표가 예상되는 점이 주가 모멘텀 요인이다.

백두산, CFA

doosan@koreainvestment.com

홍예란

yeran.hong@koreainvestment.com

금리 상승으로 이자이익이  
견조하게 증가

**금리 상승 수혜:** 국내외 금리 상승에 따라 NIM 등 수익성이 개선되고 있다. 이에 과거 몇 년간 2조엔을 하회했던 이자이익은 FY22 이래 2조엔 중반대 이상으로 규모가 한단계 커졌다. 실제로 일회성 이익을 제외한 실질 이자이익은 FY22 2.4조엔으로 전년 1.9조엔 대비 크게 개선됐다(일회성 포함 FY22 이자이익은 2.9조엔). FY23 이자이익 또한 국내외 NIM 개선이 지속되면서 2조엔 중후반대까지 증가할 전망이다.

예금은 217조엔으로 해외  
부문 조달 비중이 20%

금리 상승이 이자이익 증가로 이어지는 경로인 자산/부채 구조를 살펴보면 다음과 같다. FY23 1분기, 주요 조달 수단인 예금 규모는 217조엔이다. 예금주 비중은 국내 개인 42%, 국내 기업 37%, 해외 부문 20%다. 참고로 한국은 전체 은행 총자산 중 해외점포 총자산 비중이 2022년 말 7.2%였다. 해외점포 특성상 조달의 원천이 예금 못지 않게 차입부채가 많은 점을 고려하면 한국 은행들의 해외 예금 조달 비중은 한자릿수 초반대에 불과할 것이다. 이에 비해서 MUFG는 해외 부문 예금 조달 비중이 높은 점이 특징적이다.

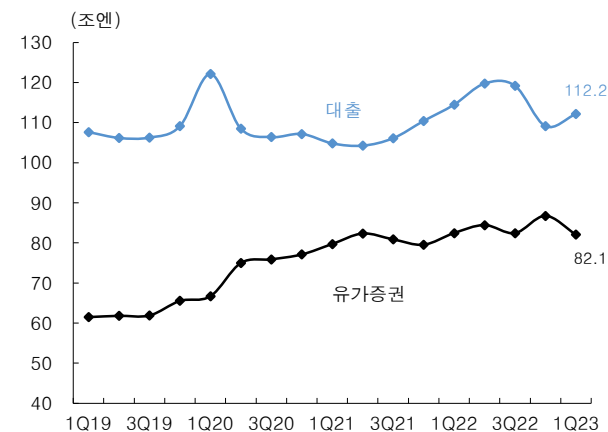
국내 대출 수요는 적음.  
해외 대출 비중 39%

MUFG 대출은 국내 61%, 해외 39% 비중으로 구성되어 있다. 국내 대출 내에서는 한국과 달리 가계대출 비중이 22%에 불과하며, 기업대출이 76%로 대부분을 차지하고 있다. 한편 원천적인 통화량 및 경제규모 대비 적은 대출 수요로 인해 MUFG의 대출은 FY23 1분기 112조엔에 불과하다. 이에 대출의 대체재인 유가증권이 82조엔으로서 대출 못지않은 주요 운용자산으로 기능하고 있다.

해외 예대율은 101%로 높고  
국내 예대율은 39%로 낮음

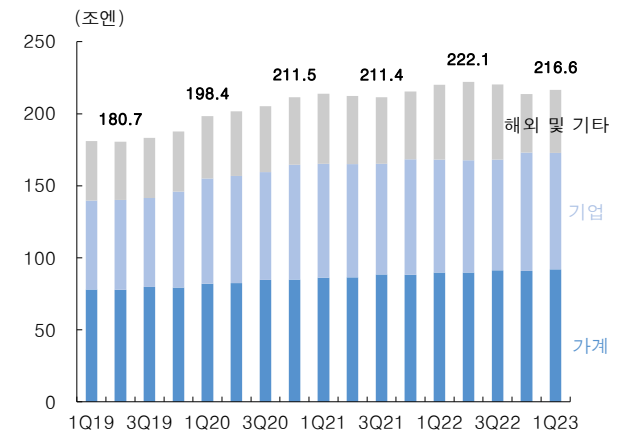
이처럼 예금 대비 대출이 적기 때문에 MUFG의 합산 예대율은 52%로 한국 은행 예대율 95~99% 대비 크게 낮다. 예대율을 국내와 해외로 나눠보면, 해외 예대율은 101%로タイト한 예금 조달 및 대출 운용 균형이 유지되고 있다. 해외는 견조한 대출 수요에 기반한 성장 잠재력이 큰 것이다. 반면 국내 부문 예대율은 39%로 유동성이나 경제 규모 대비 부족한 국내 대출 수요가 확인된다.

[그림 63] 대출과 유가증권 운용 규모



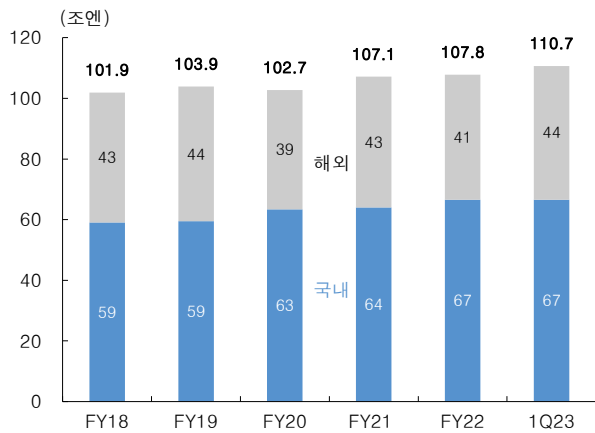
주: 은행 계정 기준(신탁 제외)  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 64] 예금주별 예금 규모



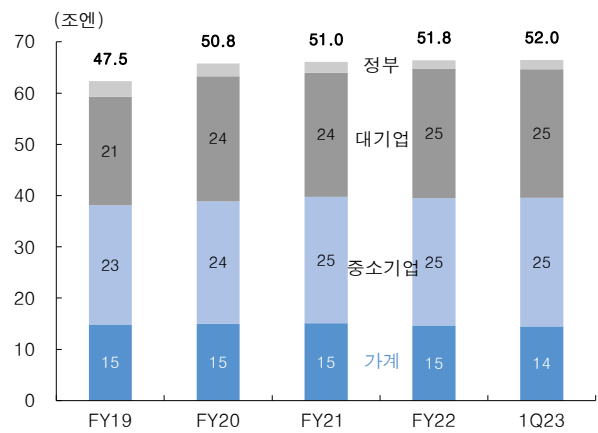
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 65] 국내 및 해외 대출



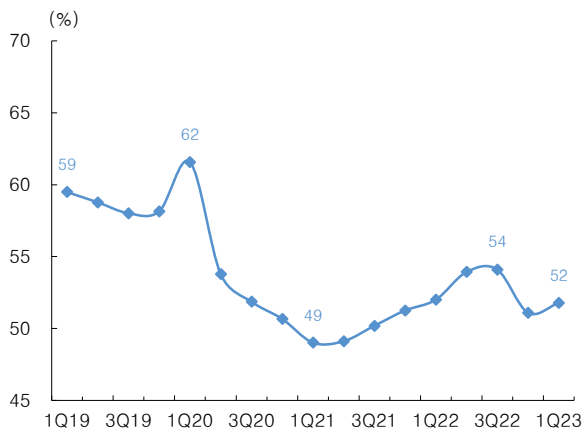
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 66] 국내 대출의 종류별 구성



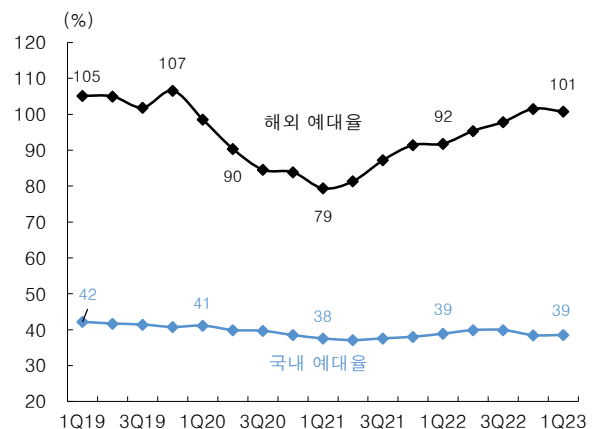
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 67] 합산 예대율



자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 68] 국내 및 해외 예대율



자료: MUFG, 한국투자증권

국내외 예대사업 모두  
수익성 개선 전망

전반적인 NIM 개선이 핵심: 결국 성장성 측면에서는 해외사업 대출 증대가 중요하다. 다만 수익성 측면에서는 국내외 금리가 고루 상승함에 따라 국내 및 해외 예대사업 모두 중요하다. 특히 일본 장기물 국채금리가 타 국가 시장금리에 비해 후행해서 오를 것으로 보이는 만큼, 강도는 적더라도 국내 부문의 NIM도 해외 부문 NIM처럼 점진적으로 상승할 전망이다.

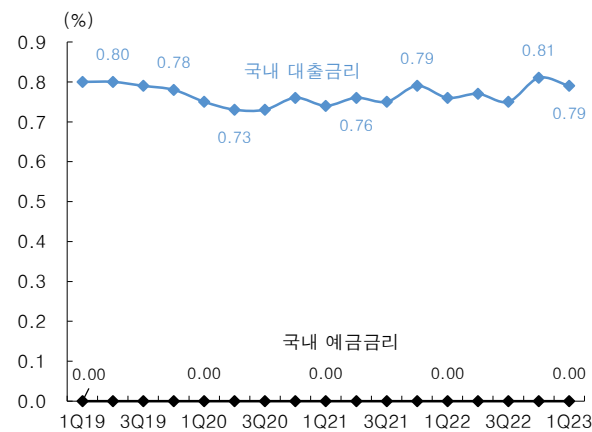
MUFG Bank가 금융지주사  
내에서 핵심 계열사 역할

부문별 NIM 동향을 알기 위해 먼저 MUFG의 은행 계열사 구성을 살펴보면 다음과 같다. 국내 은행 계열사는 MUFG Bank(the Bank)와 Mitsubishi UFJ Trust & Banking Corporation(the Trust Bank) 2개로 구성된다. 일본은 도시은행 4개, 지방은행 99개, 기타 일반은행 18개, 신탁은행 13개로 이뤄져 있는데, 이 중 MUFG의 the Bank는 도시은행, the Trust Bank는 신탁은행에 해당한다. 통상 the Bank가 금융지주사인 MUFG 내에서 가장 큰 이익 및 자산 규모를 자랑한다.

**국내 및 해외 부문 NIM**  
**모두 반등 중**

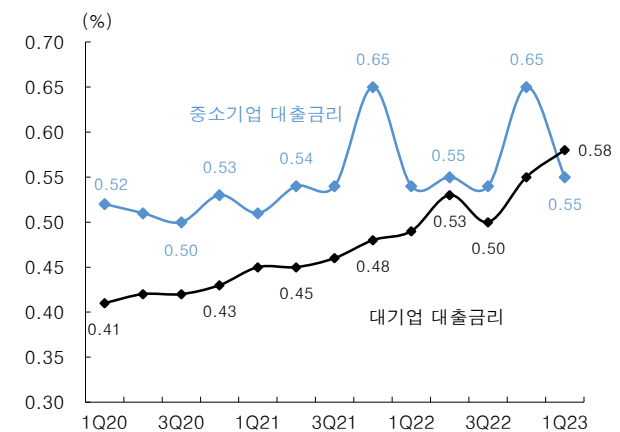
MUFG 국내 은행 계열사(2개 합산)의 국내 부문 예대금리차는 0.79%다. 예금 금리는 0%이지만 대출금리 또한 0.79%로 낮다. 다만 최근 일본 장기물 국채 금리 상승으로 대변되는 장단기금리차 확대에 the Bank의 국내 부문 NIM은 2Q22 0.38% 저점에서 4Q22 0.47%로 반등했으며, 코로나19 이전 수준인 0.6~0.7% 수준으로 추가 NIM 개선이 예상된다. 한편 국내 은행 계열사의 해외 부문 대출 스프레드는 1Q22 0.99%에서 1Q23 1.25%로 가시적으로 개선되고 있다. 아메리카와 아시아, 유럽 지역 중심으로 시장금리가 상승한 영향이다. 이에 the Bank의 해외 부문 NIM도 0.4%를 저점으로 향후 1%대 중반 수준까지 완만히 상승할 것으로 보인다.

[그림 69] 은행 계열사의 국내 부문 예대금리



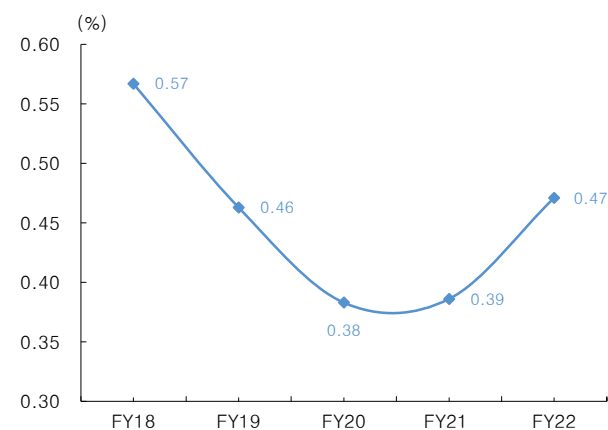
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 70] 은행 계열사의 국내 기업대출 금리 스프레드



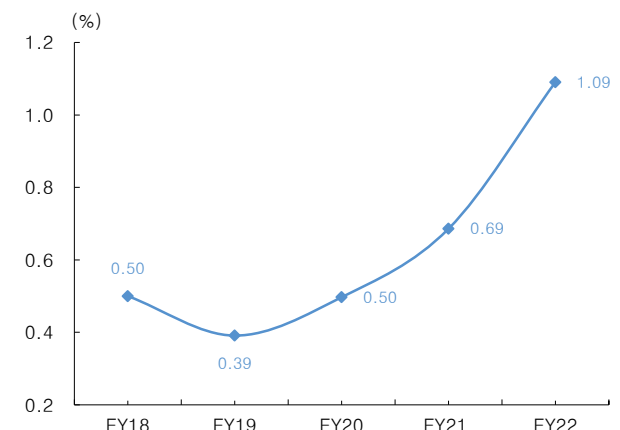
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 71] 은행 계열사의 국내 부문 NIM



자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 72] 은행 계열사의 해외 부문 NIM



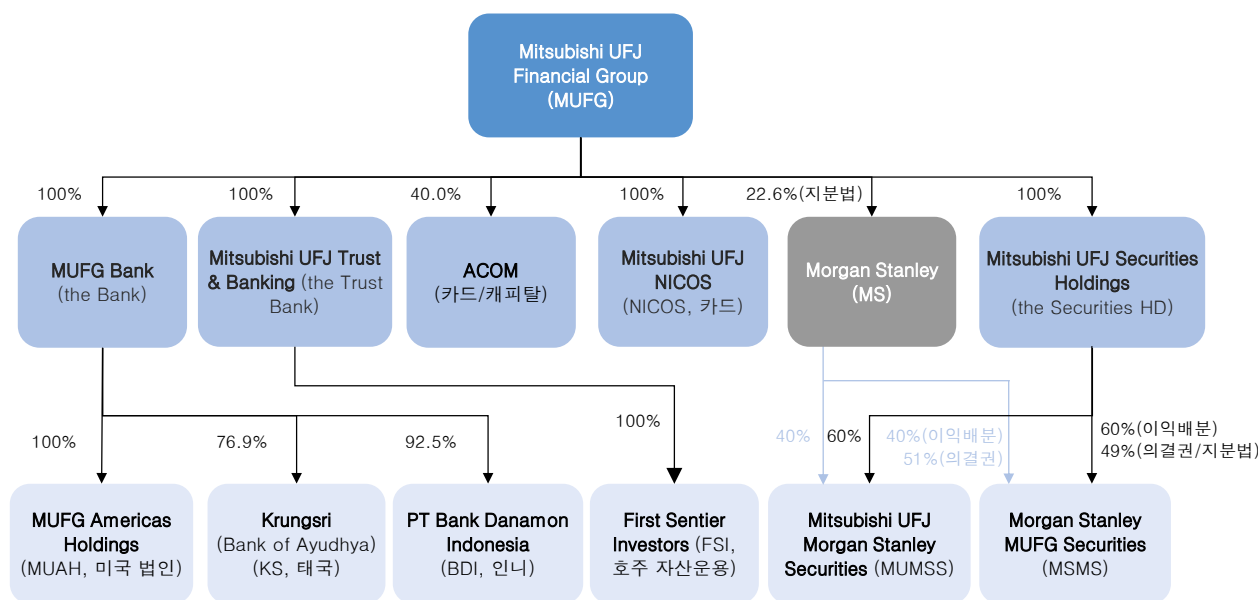
자료: MUFG, 한국투자증권



손자회사인 인도네시아나  
태국 은행 NIM은 전사 평균  
대비 차별적으로 높음

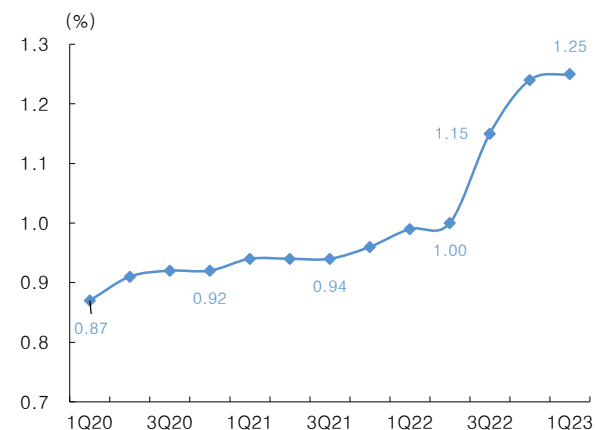
국내 은행 계열사의 NIM 개선과 더불어서 MUFG의 손자회사인 동남아시아 은행들의 수익성 개선도 부각될 시점이다. 우선 MUFG의 전반적인 계열사 구조를 살펴보면, 2개의 국내 은행 계열사와 카드/캐피탈에 해당하는 소비자금융회사 2개(ACOM, NICOS), 증권 중간지주사 1개(the Securities HD)로 이뤄져 있다. 이 중 MUFG Bank가 아메리카 중간지주사인 MUFG Americas Holdings와 태국 은행인 Krungsri(KS), 인도네시아 은행인 Bank Danamon Indonesia(BDI)를 소유하고 있다. FY23 1분기 기준, 인도네시아 은행인 BDI의 NIM은 8.4%, 태국 은행인 KS의 NIM은 3.35%로 전사 평균 NIM에 비해 월등히 높다. 따라서 해외 사업 외연을 확장하면 자연스럽게 그룹 NIM을 끌어올릴 수 있는 구조다.

[그림 73] MUFG 계열사 구조



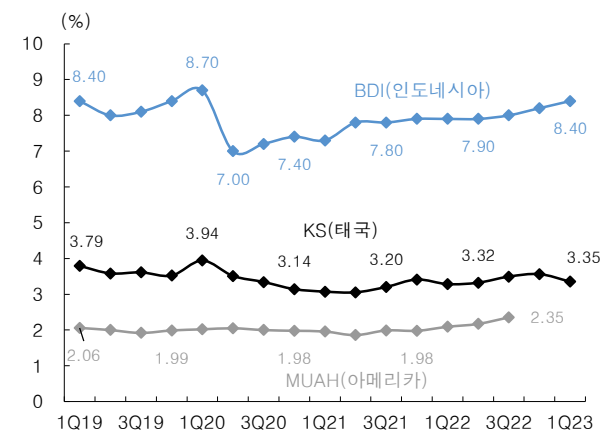
자료: MUFG, SEC, 한국투자증권

[그림 74] 국내 은행 계열사의 해외 부문 예대금리차



자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 75] 해외 은행 계열사의 NIM



자료: MUFG, 한국투자증권

## 필수적인 해외진출

**해외에서 답이 있다:** 첫번째 투자 포인트가 금리 상승에 따른 NIM 개선이라면, 두번째 투자 포인트는 해외사업의 견조한 성장세다. 고령화와 저출산 등 구조적 저성장 요인에서 벗어나기 위한 일본 금융기관들의 해외진출은 필수다. 이에 MUFG는 해외 계열사(주로 손자회사)뿐만 아니라 자회사 내 해외사업 영역도 꾸준히 확대되고 있다. 특히 최근 엔 약세까지 겹치면서 해외 사업부문 또는 해외 자산의 외화관련익 규모가 커지면서 그룹 손익의 추가적인 개선이 예상된다.

## 매트릭스 체제로 계열사뿐만 아니라 사업부문 체제 별도 구성

우선 사업부문 구성을 살펴보면 다음과 같다. DS(Digital Service Business Group)와 R&C(Retail & Commercial Banking Business Group)가 리테일 및 중소기업 대상 비대면 및 대면 banking 서비스를 제공한다. JCIB(Japanese Corporate & Investment Banking Business Group)는 국내 CIB 부문, GCIB(Global Corporate & Investment Banking Group)는 해외 CIB 부문을 담당한다.

## 글로벌 커머셜 banking 서비스 부각

GCB(Global Commercial Banking Business Group)는 해외 상업은행 부문을 담당한다. 여기서의 GCB 부문은 국내 은행 및 증권 자회사의 해외 사업부뿐만 아니라 해외 손자회사 및 지분법으로 연동된 각종 파트너 은행들까지 포괄하는 사업부문이다. MUFG는 해당 파트너 은행들과 합동으로 APAC 지역 해외고객을 대상으로 다양한 커머셜 banking 서비스를 제공하고 있다.

## 지속가능한 성장을 위해 GCB와 GCIB, AM 등 강조

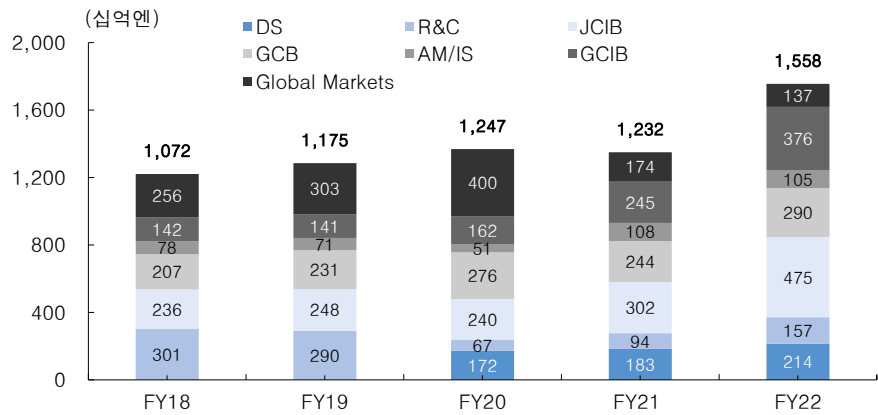
AM/IS(Asset Management & Investor Services Business Group) 부문은 기관 및 일반법인, 개인 고객 대상으로 다양한 자산운용 및 자산관리/수탁 서비스를 제공한다. 마지막으로 GM(Global Markets) 부문은 국제운용(고유자금 등)과 더불어 고객자금을 헤지운용하는 비즈니스에 해당하는 S&T 영역을 포괄한다. 사업부문별 J-GAAP 기준 운영이익(net operating profits)을 보면 디지털 리테일 부문인 DS와 기업금융인 JCIB 및 GCIB 부문의 실적 개선이 부각된다. 순이익 기준으로 보면, 국내외 CIB 부문 실적 개선이 양호하다. 결론적으로 사업부문 기준으로 봤을 때는, 지속가능한 성장을 위해서 해외 관련 사업부인 GCB와 GCIB, 그리고 AM/IS 내 글로벌 부문의 차별적인 성장에 주목할 필요가 있으며, 덧붙여서 IB 역량도 강화되어야 한다.

〈표 29〉 사업부문 구성

사업부문	약칭	설명
<b>고객 부문(customer segments)</b>		
디지털 서비스	DS	리테일과 중소기업 대상 디지털 금융 서비스 제공(WM 비즈니스 포함)
리테일 및 커머셜banking	R&C	그룹 내(은행, 신탁은행, 증권 계열사 등)에서 국내 리테일/중소기업을 대상으로 커머셜 banking 업무를 담당
해외 커머셜 banking	GCB	APAC 지역 리테일/기업 고객에게 banking 서비스 제공(대출 및 예금, 펀드이관, 투자, 자산관리 등) ↑ 파트너 은행: Krungsri(태국), BDI(인도네시아), VietinBank(베트남), Security Bank(필리핀) 등
국내 CIB	JCIB	기업금융 담당(대출, 펀드정산, 외환, M&A 자문 및 부동산 솔루션 등)
해외 CIB	GCIB	해외 대기업 및 금융기관에게 기업금융 제공(ECM/DCM, M&A자문, 제한소구 PF 금융 등)
자산 관리 및 투자자 서비스	AM/IS	은행과 신탁은행 내 일반법인, 연기금, 개인 고객 대상 자산운용 및 자산관리/수탁 서비스 제공
<b>기타 부문</b>		
트레이딩(Global Markets)	GM	고객자금 헤지운용(S&T)과 상품 소싱/유통, 국제운용(고유자금 등) 담당

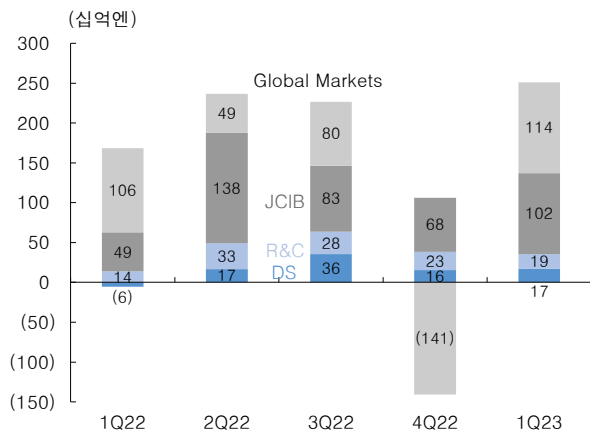
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 76] 사업부문별 연간 순영업이익



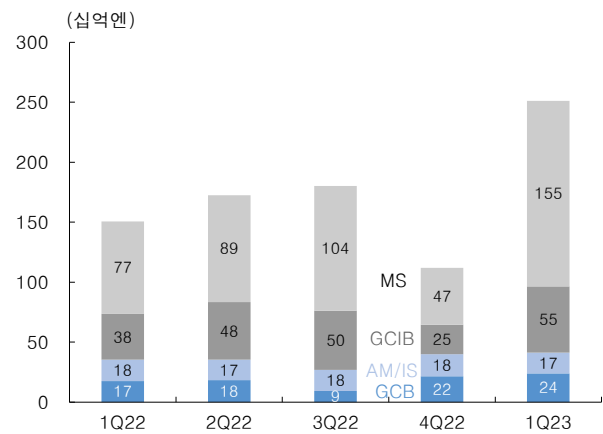
주: DS 사업부문은 2021년 4월에 R&C 사업부문에서 독립. FY20 사업부문 실적은 DS 설립됐다고 가정하고 1년 소급해 제시  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 77] 사업부문별 분기 순이익(국내 사업부 중심으로)



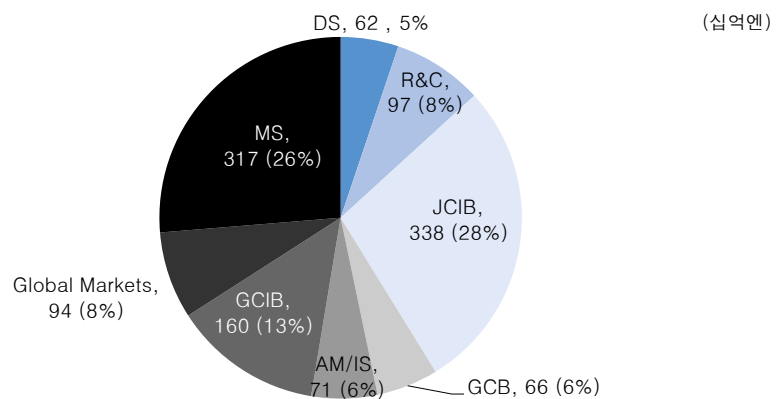
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 78] 사업부문별 분기 순이익(해외 사업부 중심으로)



주: GCIB 순이익에는 MUFG Union Bank(MUB)의 U.S. Bancorp로의 매각 손익 제외  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 79] FY22 사업부문별 순이익 분포



주: 기타 부문 및 일회성 요인 제외 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

**해외 부문 순이익 비중은  
44% 이상**

계열사 기준으로 살펴보면, 직접적인 해외 자회사/손자회사의 FY22 기준 순이익 비중은 16%다. Morgan Stanley 지분법이익 가산 효과까지 감안하면 전체 해외 부문 순이익 비중은 FY22 기준 44%까지 상승한다. 한편 국내 은행 계열사의 높은 해외 대출 비중까지 고려하면 Morgan Stanley 지분법이익 효과를 제외하더라도 실질적인 해외사업부 실적 비중은 16%를 훨씬 상회할 것으로 보인다. MUFG Bank와 the Trust Bank 내 해외사업 관련 손익이 추가될 것이기 때문이다.

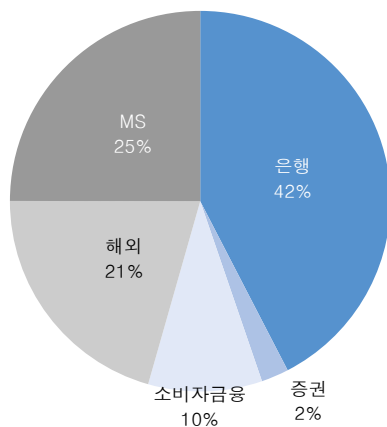
**<표 30> 계열사별 순이익**

(단위: 십억엔, %)

	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22	1Q22	1Q23	YoY
<b>순이익</b>	<b>873</b>	<b>528</b>	<b>777</b>	<b>1,131</b>	<b>1,116</b>	<b>114</b>	<b>558</b>	<b>391.5</b>
MUFG Bank	663	270	144	188	600	181	405	123.8
the Trust Bank	95	113	96	160	125	68	17	(75.4)
the Securities HD	25	21	39	17	45	9	14	62.4
NICOS(소비자금융)	(116)	64	5	4	2	1	(0)	(150.0)
ACOM(소비자금융)	15	24	31	22	22	7	5	(16.9)
MUAH(미국)	111	67	49	195	40	28	-	-
KS(태국)	79	97	67	89	96	22	24	6.8
BDI(인도네시아)	-	23	7	11	21	4	5	28.2
FSI(호주)	-	-	17	29	22	6	5	(25.4)
Morgan Stanley	225	226	295	421	317	77	155	100.3
기타 계열사	(225)	(32)	26	(6)	45	(18)	(70)	287.8
일회성 요인	0	(343)	1	0	(217)	(271)	0	-

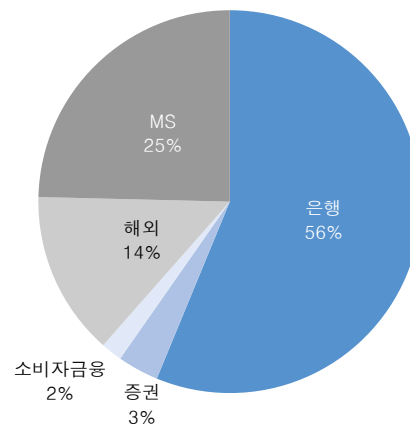
주: MUAH의 주요 계열사인 MUB 매각에 따라 1Q23부터 별도 구분 없음  
자료: MUFG, 한국투자증권

**[그림 80] 계열사별 순이익 비중(FY19)**



주: 1. 은행(the Bank+the Trust Bank), 2. 소비자금융(NICOS+ACOM)  
3. 해외(MUAH, KS, BDI, FSI), 4. 기타 부문과 일회성 요인 제외 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

**[그림 81] 계열사별 순이익 비중(FY22)**

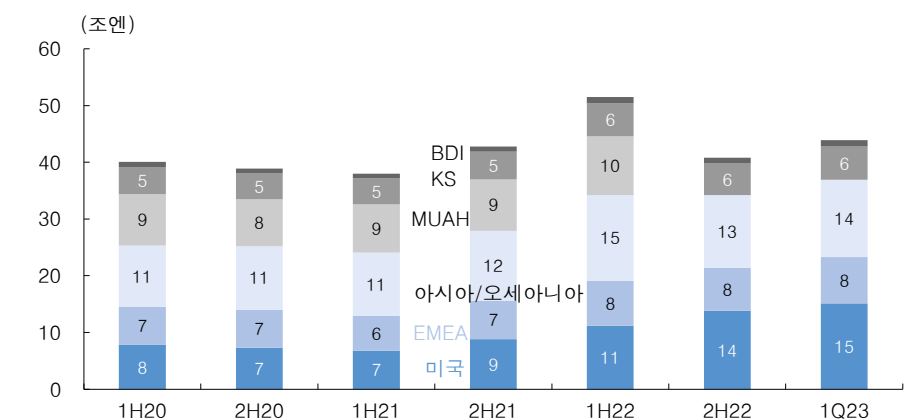


주: 1. 은행(the Bank+the Trust Bank), 2. 소비자금융(NICOS+ACOM)  
3. 해외(MUAH, KS, BDI, FSI), 4. 기타 부문과 일회성 요인 제외 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

**해외 대출 및 유가증권의  
높은 성장성과 수익성 개선  
부각**

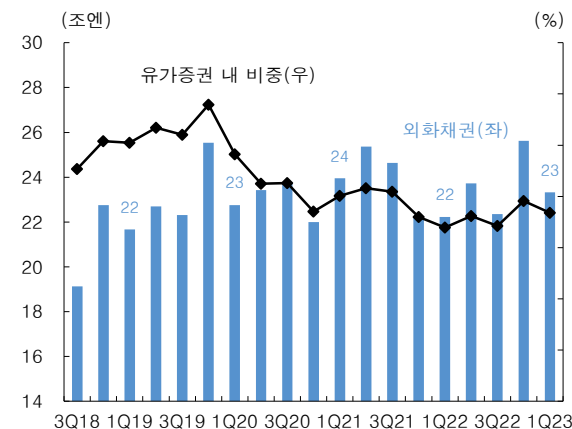
실제로 그룹 기준 전체 대출 113조엔 중 해외 부문 대출은 44조엔이다. 해외 부문 대출은 아메리카 15.1조엔, EMEA 8.2조엔, APAC 13.6조엔, KS(태국) 5.9조엔, BDI(인나) 1.1조엔으로 구성되어 있다. 한편 그룹 유가증권 운용규모 82.1조엔 중 외화채권 규모는 23.3조엔으로 비중이 28%로 상당하다. 외화 지분증권은 절대 규모는 작지만 4Q20 860억엔에서 1Q23 4,669억엔으로 운용 규모가 빠르게 커지고 있다. 앞서 언급했듯이, 전반적으로 해외 부문 자산의 절대 규모가 큰 상황 속에서, 국내자산 대비 성장률이 높고 수익성이 개선되고 있는 점이 긍정적으로 부각되고 있다.

[그림 82] 해외 부문 대출의 지리적 분포



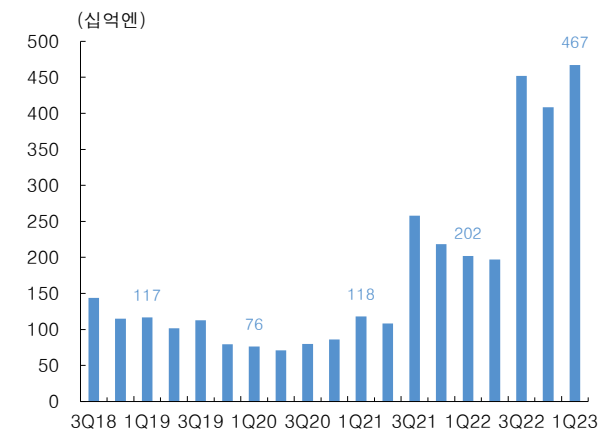
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 83] 외화채권 규모 및 유가증권 내 비중



자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 84] 매도가능증권 내 외화 지분증권



자료: MUFG, 한국투자증권

M&A, 소수지분 투자,  
전략적 제휴 등으로 글로벌  
진출

**M&A와 지분투자, 전략적 제휴관계 통해 APAC 지역에서 존재감 부각:** APAC 지역에서 다양한 금융업을 영위하는 업체들의 경영권을 인수하거나 소수지분을 투자하고 전략적 제휴관계를 맺으면서 지난 수년간 공격적으로 해외 부문을 확대하고 있다. 우선 2013년에 Bank of Ayudhya(Krungsri, KS)를 인수했다. Krungsri는 태국에 575개의 은행 지점과 40개의 오토금융 영업점을 운영하는 은행이며, 신용카드 발급사로서의 시장점유율은 15%에 달한다. Bank Danamon Indonesia(BDI)는 인도네시아 은행으로서 879개의 지점과 출장소를 보유하고 있는 업체다. MUFG는 BDI에 2017년 최초 지분투자 후 2019년 최대주주로 등극했다.

2023년 들어서도 필리핀,  
인도네시아, 태국 지역에서  
추가적인 입지 강화

2023년 들어 풍부한 고유동성자산과 자본 여력, 호실적 등을 바탕으로 추가적인 해외사업 확대가 가시화되고 있다. 네덜란드 소비자금융회사인 Home Credit(HC)으로부터 자동차/가전 할부금융 현지 서비스를 제공하고 있는 필리핀 법인과 인니법인 인수를 진행 중이다. 또한 태국 증권사인 Capital Nomura Securities 인수를 통해 태국 리테일 비즈니스를 추가로 강화할 방침이다.

펀드 형태로 다양한 성장  
기업에 대한 투자 진행

M&A뿐만 아니라 펀드 투자를 통해 미래 고성장산업의 성장 과실을 향유하고자 한다. MUFG Ganesha Fund나 MUIP Garuda Fund, MARS 등을 통해 인도와 인도네시아, 유럽, 일본 지역의 스타트업과 유니콘 기업에 대한 투자를 진행 중이다.

부동산이나 사모채권 등  
대체투자 관련 역량 강화도  
추진

한편 그룹 차원에서 부동산 등 대체투자 사업 경쟁력도 강화하고자 한다. 상품 소싱이나 직접투자 등 다양한 영역에서 이를 추진하고 있는데, 그 일환으로 2019년 인수한 호주 자산운용사인 First Sentier Investors(FSI)에서 AlbaCore 인수를 추진 중이다. AlbaCore 인수를 통해 사모채권 자산군에 대한 상품 제조 및 판매 역량 강화가 예상되며, 이는 궁극적으로 고객군 확대와 자산운용/자산관리 AUM 확대에 연결될 것이다.

〈표 31〉 글로벌 외형 성장

(단위: 십억엔)

회사명	투자금액	투자시기	설명
<b>디지털 및 아시아 부문</b>	<b>406</b>		
Home Credit 관련	87	2023	Home Credit(HC)은 네덜란드 소비자금융회사. 해당 회사의 필리핀법인 지분을 85%, 인니법인 지분을 85% 인수 예정 ↑ 현지 소비자금융인 POS대출(자동차 및 가전 할부금융)의 지배적인 사업자
Akulaku	26	2022	인도네시아를 중심으로 후불결제 등의 디지털 금융 서비스 제공
DMI Finance	32	2023	인도의 소비자 디지털 대출을 위한 비은행 금융회사
MUFG Ganesha Fund	37	2022	인도 중/후기 스타트업에 3억달러 투자 계획(현재까지 3건 투자)
MUIP Garuda Fund	13	2023	인도네시아 스타트업 투자 목적 조성 펀드
MARS	133	'20-'23	VC인 Liquidity Capital과의 JV 설립. 펀드 규모는 7.5억달러. 인공지능 활용 유럽/일본 스타트업 투자
Grab	78	2020	금융 서비스 공동 개발 및 제공. 그랩 플랫폼 활용한 대출 제공
<b>아시아 부문</b>	<b>1,396</b>		
Krungsri(KS)	536	'13~'15	태국 은행. 13년, MUFG Bank가 지분 72% 인수. 15년 추가 인수 통해 지분을 76.9%까지 상승
Bank Danamon(BDI)	687	'17~'19	인니 은행. 17년, MUFG Bank가 지분 20% 인수. 19년 추가 인수 후 현재 지분을 93%
VietinBank	63	-	베트남 은행. 지분을 19.7% 보유
Security Bank	89	2020	필리핀 은행. 현재 지분을 20% 보유
Capital Nomura Securities	21	2023	태국 증권사. Krungsri가 약 210억엔에 인수 예정. 리테일 사업 확대 위한 증권업 강화의 일환
<b>글로벌 자산운용/자산관리</b>	<b>376</b>		
AlbaCore	-	2023	FSI가 인수주체. 사모채권 자산군 경쟁력 강화로 고객군 및 AUM 확대 계획
First Sentier Investors(FSI)	300	2019	19년, Commonwealth Bank of Australia로부터 인수한 호주 자산운용사(9개 운용 계열사 집단)
MUFG Investor Services	76	'13-'20	-
<b>철수 사업부문</b>			
UnionBank	2,100	2022	미국 상업은행. 미네소타 기반의 미국 대형은행인 U.S. 뱅코프(Bancorp)에 매각 완료(FY22)

자료: MUFG, SEC, 한국투자증권

## 선진화된 주주환원정책

**주주환원은 주가 상승의 원동력:** 선진화된 주주환원 및 자본정책 의사결정 체계가 확립된 것에 주목한다. DPS의 점진적 확대와 여유 자본에 대한 자사주 매입/소각 실시로 ROE 제고를 추구하는 점은 이미 자연스럽게 업계 관행으로 정착되어 있다.

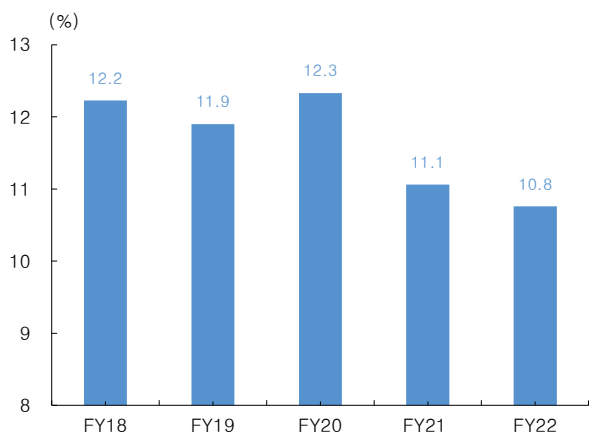
최저 규제비율은 8.54%고  
회사 목표치는 9.5~10.0%.  
주주환원 확대에 문제없음

추후 주주환원 여력을 살펴보기 위해 자본규제를 먼저 살펴보면 다음과 같다. MUFG의 보통주자본비율 최저 규제비율은 8.54%다. 이는 보통주자본 4.5%, 자본보전완충자본(CCB, capital conservation buffer) 2.5%, ‘G-SIB(global-systemically important bank) 추가자본(surcharge)’ 1.5%, 경기대응완충자본(CCyB, counter-cyclical capital buffer) 0.04%로 이뤄진다. FY22 4분기 보통주자본비율은 10.76%인데, FY23부터 적용될 ‘바젤 III 최종안’ 기준으로는 10.3%다. MUFG는 경영진 버퍼(management buffer)까지 감안해 중기적으로 보통주자본비율을 9.5~10.0% 수준으로 유지하고자 하며, 현재 및 목표 비율 수준을 고려할 때 점진적인 주주환원 확대 추세는 지속될 것이다.

레버리지비율도 안정적으로  
관리 중

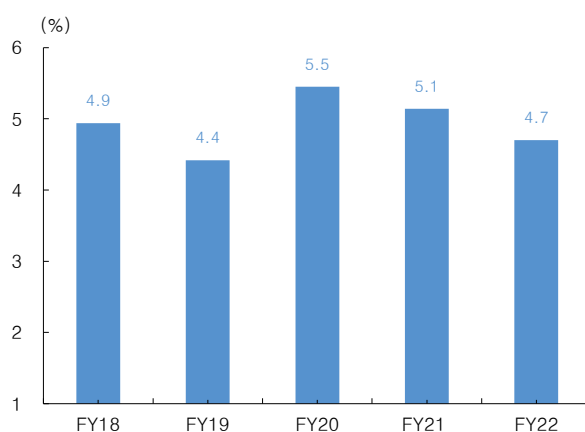
FY22 4분기 레버리지비율은 4.7%다. G-SIB 추가자본의 50%만큼 레버리지비율에 가산하는 등 추가적인 자본규제 강화가 점진적으로 이뤄지고 있다. 그럼에도 불구하고 2024년 4월부터 MUFG에 적용될 최저 레버리지비율인 3.95%를 현재 여유있게 상회하고 있기 때문에 레버리지비율로 인한 익스포저나 주주환원에 대한 축소 압력은 크지 않다.

[그림 85] MUFG 보통주자본비율



주: 바젤 III 최종안 기준 FY22 보통주자본비율은 10.3%  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 86] MUFG 레버리지비율



자료: MUFG, 한국투자증권



순이익과 배당성향 개선으로  
FY23 DPS 가이드는 전년  
대비 34% 증가

배당은 꾸준히 증가하고 자사주 매입/소각은 신축적으로: FY22 배당성향은 34.9%, 연간 DPS는 30.5엔이었다. FY23 가이드는 DPS 41.0엔으로 전년대비 34% 증가할 것으로 제시됐다. FY23 순이익 가이드가 1.3조엔으로 전년 1.1조엔 대비 16% 증가할 것으로 제시됐고, 목표 배당성향도 상승한 덕분이다. FY23 목표 배당성향은 37.9%로 전년대비 3%p 개선되는 것으로 제시했는데, 올해 Morgan Stanley 손익 이중계상 이슈를 제외한 실질 순이익은 1.24조엔으로 해당 실질 순이익 기준으로 배당성향 40%를 달성하는 셈이다. 배당성향 40%는 FY20에 밝혔던 3개년(FY21~FY23) 사업계획 내 배당성향 최종 목표치다.

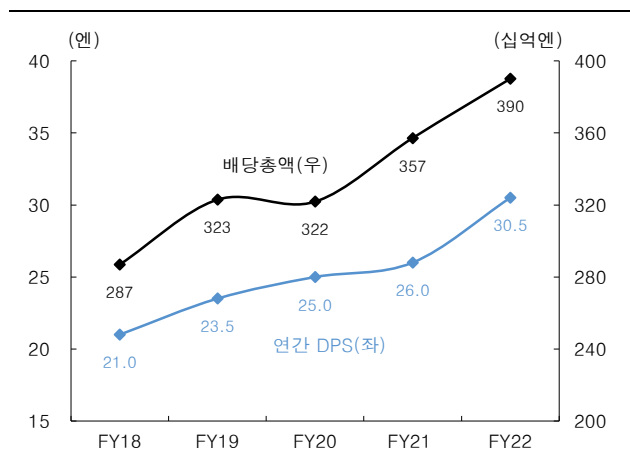
발행주식수의 5%를 초과한  
자사주는 전량 소각 원칙

코로나19로 인해 FY20에 일시적으로 중단됐던 것을 제외하면 자사주 매입 및 소각도 꾸준히 실시하고 있다. MUFG는 발행주식수의 약 5%만큼만 자사주로 보유하고 그 이상의 매입분은 전량 소각한다는 원칙을 가지고 있다. 수년간 발행주식수 내 자사주 비율이 5% 내외를 꾸준히 기록함에 따라 사실상 신규로 발표하는 자사주 매입은 그대로 소각으로 연결되고 있다. FY22에는 자사주 매입을 4,500억엔, 자사주 소각을 5,943억엔 실시했다.

11월 중순에 3,000억엔에서  
4,500억엔 규모의 자사주  
매입/소각 발표 예상

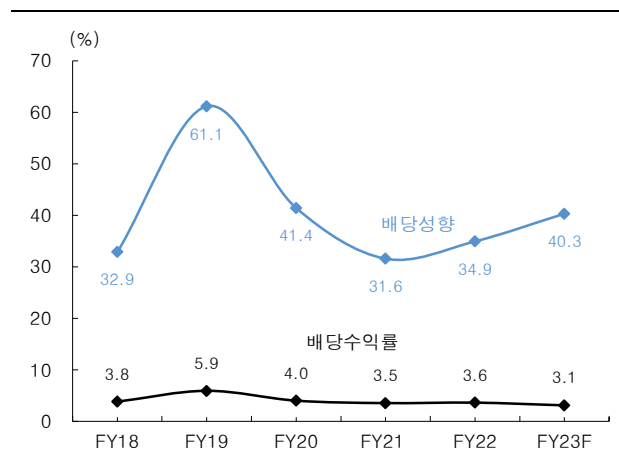
참고로 FY22에는 MUFG Union Bank의 U.S. Bancorp(뱅크프)로의 매각에 따라 생긴 여유 자금을 감안해 1,500억엔만큼을 추가로 자사주 매입했다. 이를 제외한 FY22 경상 자사주 매입 규모는 3,000억엔이었다. 아직까지 FY23 회계연도에 대한 자사주 매입/소각 발표는 없었는데, FY23 2분기 실적이 발표되는 올해 11월 중순에 올해분 자사주 매입/소각 계획에 대해 구체적으로 밝힌다는 방침이다. FY23 자사주 매입 규모는 3,000억~4,500억엔으로 예상되며, 해당 발표는 하반기 주가 강세 요인이다.

[그림 87] 연간 DPS와 배당총액



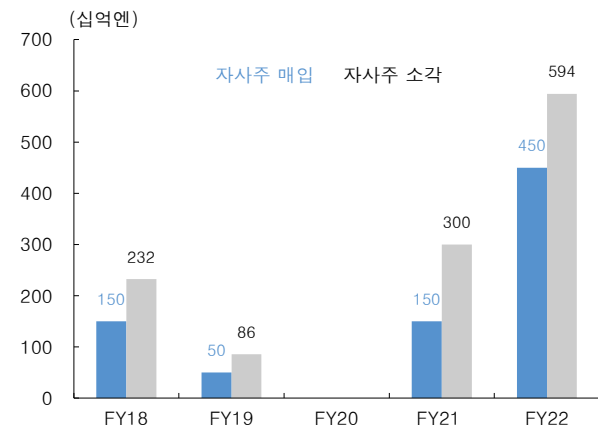
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 88] 배당성향과 배당수익률



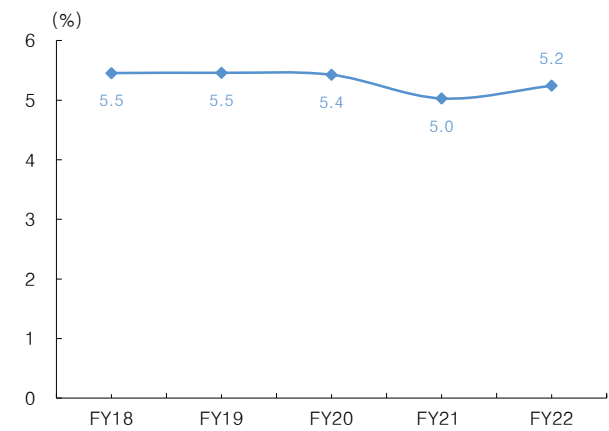
주: 1. FY23F 배당성향은 회사 가이드스 기준, 2. 중기 배당성향 목표는 40%  
3. FY23F 배당수익률은 2023년 9월 22일 종가 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 89] 연간 자사주 매입 및 자사주 소각 규모



주: FY22 자사주 매입 중 1,500억엔은 MUB 계열사 매각 따른 유휴자본 활용 건  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 90] 발행주식수 내 자사주 비율

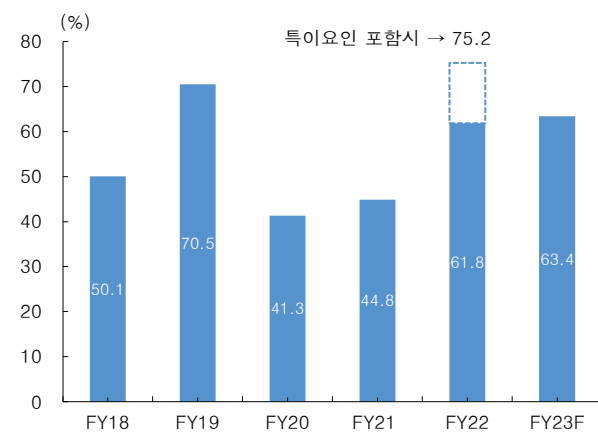


자료: MUFG, 한국투자증권

### FY23 주주환원율은 63.4% 예상

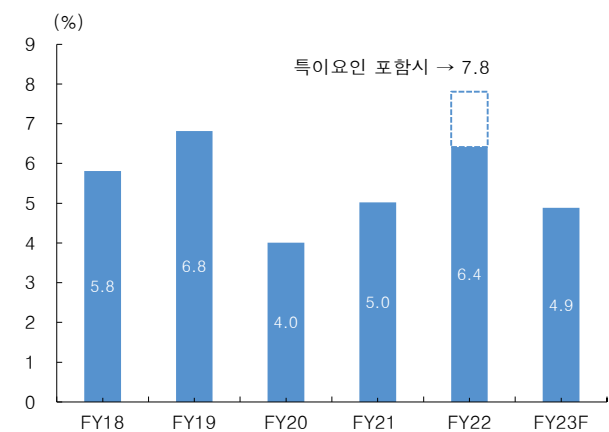
자사주 매입까지 포괄한 FY23 주주환원율은 63.4%로 예상된다. 손자회사인 MUB 매각에 따른 특별 자사주 매입 효과를 제외한 FY22 주주환원율 61.8% 대비 소폭 개선되는 수치다. 한국 은행들의 주주환원율 27~33% 대비 높다. 이에 따라 FY23 예상 배당수익률은 3.1%이지만, 매입성향까지 포괄한 주주환원 수익률은 4.9%다. 연초 대비 주가가 50% 상승했음에도 주주환원이 확대되는 추세 덕분에 여전히 양호한 주주환원 수익률을 기록 중이다.

[그림 91] 주주환원율



주: FY23F 주주환원율 계산 시 순이익/배당은 가이던스, 매입성향은 전년 유지 가정  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 92] 주주환원 수익률

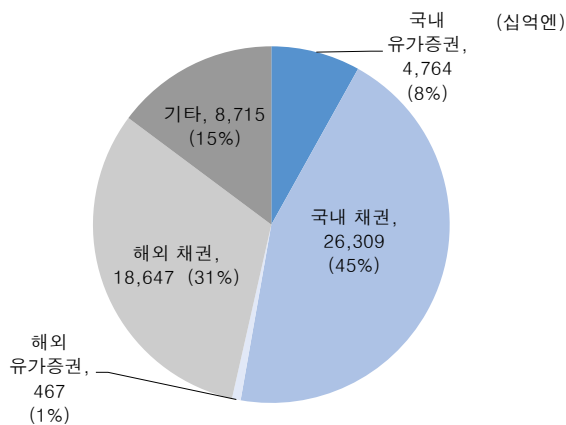


주: 1. FY23F 주주환원 수익률 내 순이익/배당은 가이던스, 매입성향은 전년 유지 가정  
2. FY23F 주주환원 수익률은 2023년 9월 22일 종가 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

매도가능증권 규모 및  
듀레이션 축소로 향후 채권  
관련 손익 민감도 관리

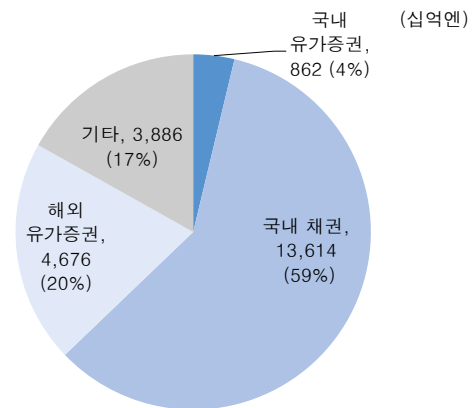
**채권평가손실 우려는 제한적:** 인플레이션과 글로벌 경기 둔화 우려에 따라 시장 리스크와 신용 리스크를 점검할 필요가 있다. 우선 시장 리스크의 핵심은 금리상승에 따른 채권평가손실이다. 실제로 FY20 4분기 3.8조엔에 달했던 매도가능증권에 대한 미실현이익누계액은 FY21 4분기 2.4조엔, FY22 2분기 0.8조엔까지 축소됐다. 다만 FY22부터 가시화된 매도가능증권에서 만기보유증권으로의 교체 확대, 채권 듀레이션 축소 노력, 금리반등 등으로 매도가능증권 미실현이익누계액은 FY22 4분기 1.4조엔까지 반등했다. FY22에 외화채권 위주로 금리가 상승했다면 FY23에는 YCC 유연화 정책으로 인해 일본 국채 금리 가능성이 높아진 상황이다. 다만 MUFG는 일본 국채 듀레이션을 기존 2.9년에서 선제적으로 1.5년으로 축소함에 따라 향후 금리 관련 채권손익 민감도를 축소시킨 상황이다.

[그림 93] 매도가능증권 구성(1Q23)



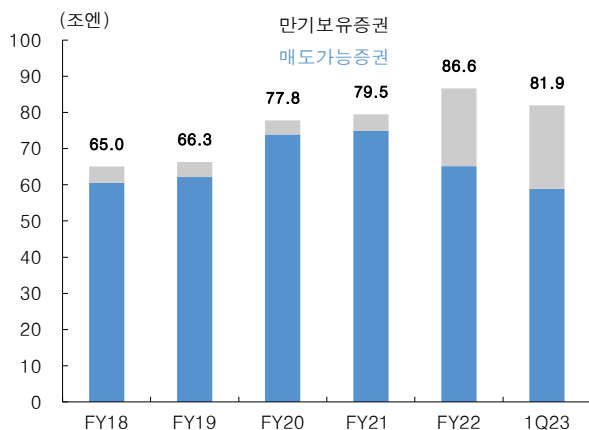
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 94] 만기보유증권 구성(1Q23)



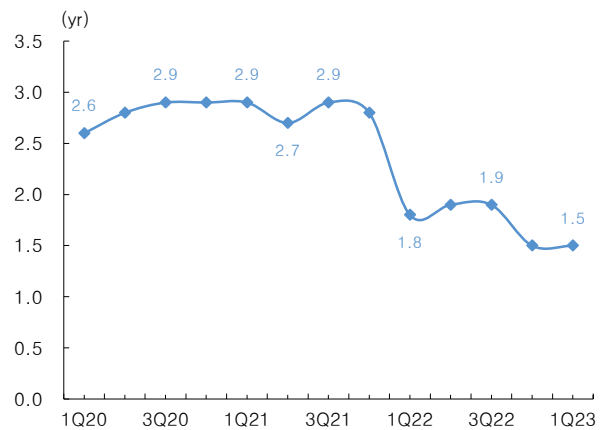
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 95] 유가증권 규모 추이



자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 96] 일본 국채 듀레이션



주: 외화채권 듀레이션은 FY22 2분기 5.9년에서 FY22 4분기 5.1년으로 축소  
자료: MUFG, 한국투자증권

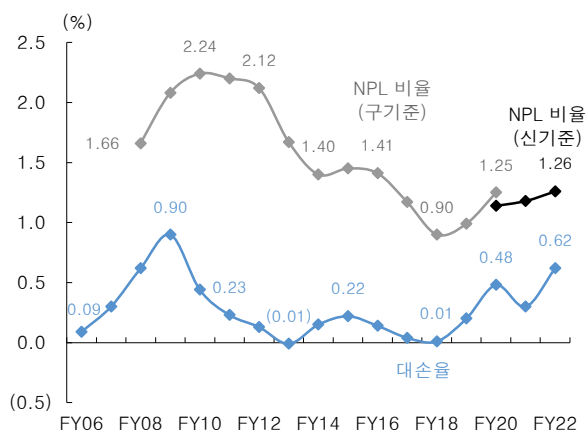
## 대손율은 상승 국면

**신용리스크는 감당 가능한 수준:** 차주의 이자비용 부담 증가와 일부 기업/가계의 재무여력 악화로 대손율이 상승하고 있는 국면이다. 이에 KIS 기준 FY22 대손율은 코로나19 직전인 FY19 0.20% 대비로도 높은 0.54%를 기록했다. 대손비용으로는 FY22 6,748억엔에 해당한다. 한국 은행들과 마찬가지로 FY22에는 부실채권 확대에 따른 정상적인 총당금 적립뿐만 아니라 특별총당금까지 확대한 모습이다.

## NPL 비율 낮고 선제적으로 총당금 적립해 연착륙 가능

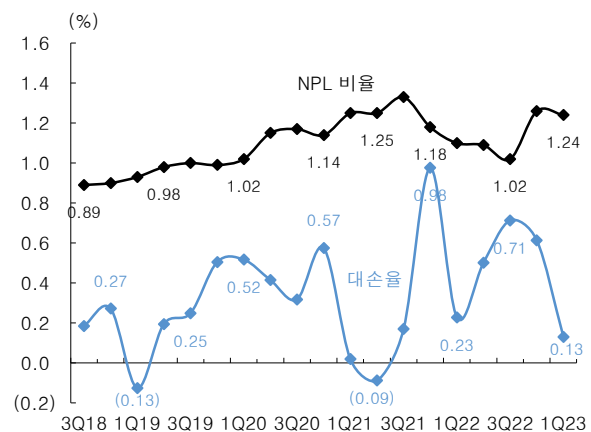
다만 특별총당금을 제외한 FY22 정상 대손율은 0.38%로 낮아진다. 또한 MUB 계열사 매각에 따른 대출채권 관련 평가손실을 모두 제외할 경우 FY22 연간 대손비용은 2,809억엔, 대손율은 0.23%에 불과하다. 따라서 업황에 따른 자연스러운 대손율 상승을 감안하더라도 NPL 비율이 여전히 1.2%로 낮은 수준을 기록하고 있고, 코로나19 발생 이래 선제적으로 총당금을 기적립했던 점을 감안하면 향후 대손비용 증가 추세는 완만할 것으로 보인다. 즉 양호한 손실흡수능력을 가지고 있다.

[그림 97] 중장기 대손율 및 NPL 비율 추이



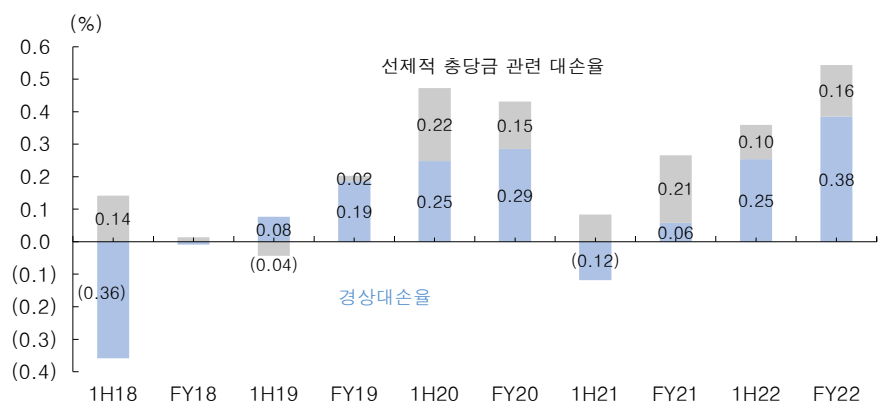
주: 대손율(KIS 기준)  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 98] 최근 분기 대손율 및 NPL 비율 추이



주: 대손율(KIS 기준)  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 99] 정상 및 선제적 총당금 적립 따른 대손율 구분



주: 대손율(KIS 기준)  
자료: MUFG, 한국투자증권

〈표 32〉 대손비용의 계정별 구성

(단위: 십억엔)

	1H18	FY18	1H19	FY19	1H20	FY20	1H21	FY21	1H22	FY22
전체 대손비용	118	(6)	(18)	(223)	(258)	(516)	18	(331)	(244)	(675)
일반충당금	0	0	(24)	(111)	(79)	(20)	0	65	45	(37)
대손비용	(47)	(143)	(43)	(215)	(211)	(379)	(73)	(485)	(364)	(746)
대손상각비	(60)	(155)	(68)	(179)	(88)	(189)	(69)	(158)	(294)	(548)
특별충당금	0	0	23	(18)	(123)	(174)	0	(259)	(71)	(198)
기타 대손비용	13	12	1	(18)	(0)	(16)	(4)	(69)	1	(1)
대손충당금 환입	78	15	0	0	0	0	44	0	0	0
상각채권추심익	31	67	44	95	31	67	42	89	47	97
잔차	56	55	5	8	0	(0)	6	0	28	12

자료: MUFG, 한국투자증권

〈표 33〉 대손비용의 지역별 구성

(단위: 십억엔)

	1H18	FY18	1H19	FY19	1H20	FY20	1H21	FY21	1H22	FY22
전체 대손비용	118	(6)	(18)	(223)	(258)	(516)	18	(331)	(244)	(675)
은행 2개사(별도기준, 해외사업 포함)	173	130	77	13	(49)	(223)	74	(234)	95	(99)
소비자금융 2개사(NICOS+ACOM)	(41)	(82)	(42)	(88)	(33)	(64)	(31)	(66)	(35)	(77)
은행 및 신탁 해외 자회사	(12)	(52)	(51)	(142)	(177)	(232)	(21)	(29)	(297)	(508)
KS	-	-	-	-	-	-	-	(82)	-	(65)
BDI	-	-	-	-	-	-	-	(48)	-	(33)
MUAH	-	-	-	-	-	-	-	102	-	(16)
일회성 요인(MUB 매각 관련)	-	-	-	-	-	-	-	0	-	(394)
기타 부문	(2)	(2)	(2)	(6)	1	5	(5)	(3)	(7)	9

자료: MUFG, 한국투자증권

## 해외 위주 성장과 수익성 개선, 비용 절감

순이익과 ROE는 올라간다: 수익성 높은 해외 부문 위주 차별적 성장과 금리 상승, 비용 절감 노력 등으로 순이익과 ROE 개선 추세는 지속될 것이다. FY22부터 진행 중인 해외사업 투자 건만 약 2,000억엔에 달하며 특히 수익성과 성장성이 높은 동남아시아 은행 및 소비자금융 영역으로부터의 차별적 이익 증가가 예상된다. FY23 기준 Home Credit 계열사 2곳과 Capital Nomura Securities, SHB Finance Company 인수를 통한 순이익 증가폭은 약 200억엔으로 추산되고 있다.

## 경쟁력 강화와 효율화 등으로 이익경비율 하락 예상

FY22 2.9조엔이었던 일반관리비는 향후 FY20 수준인 2.7조엔 내외로 관리할 방침이다. 그리고 미국에서 상대적으로 경쟁력이 낮았던 상업은행 부문인 MUB은 매각하고 홀세일 부문 위주로 자원을 배분하고 있다. 또한 Morgan Stanley와의 추가 제휴 강화를 통해 투기등급 회사채와 중소기업(Middle market) 등 CIB 부문과 S&T 경쟁력을 추가 강화할 방침이다. 이에 MUB 매각 등으로 FY22 76.9%로 일시적으로 높아졌던 이익경비율(cost income ratio, CIR)은 FY23 이후 60% 초중반대로 개선될 것으로 보인다.

## FY23 순이익 가이드스는 1.3조엔. 일회성 제외하면, 1.24조엔

FY23 순이익 가이드스는 1.30조엔이다. Morgan Stanley 지분법이익을 1분기 후행해서 MUFG 연결 손익에 인식하던 것을 적시성 및 중요성 원칙에 따라 동행해서 인식하는 것으로 바꿨다. 이에 FY23 1분기에 Morgan Stanley 관련 지분법 이익이 일시적으로 6개월분(2023년 1~6월) 인식됐다. 해당 일회성 요인을 제거한 FY23 경상 순이익 가이드스는 1.24조엔이다.

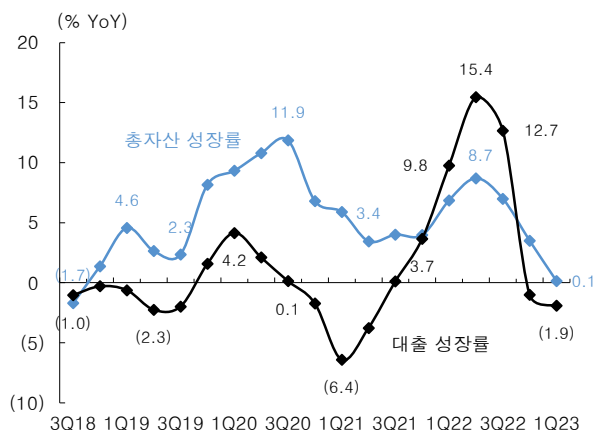
## 1분기 실적 호조로 연간 가이던스 초과 달성 유력

그런 가운데 FY23 1분기 순이익이 5,583억엔으로 매우 견조했다. Morgan Stanley의 회계인식 시점 차이 관련 일회성 요인을 제외해도 약 5,000억엔을 달성한 것이다. 국내외 기업금융과 디지털, 트레이딩 부문 실적이 개선된 결과다. 이에 향후 있을 4분기 계절성 대손비용 증가를 감안해도 FY23 순이익은 가이던스 1.3조엔을 여유 있게 초과 달성할 것으로 보인다.

## 환율도 도움. ROE 개선 지속

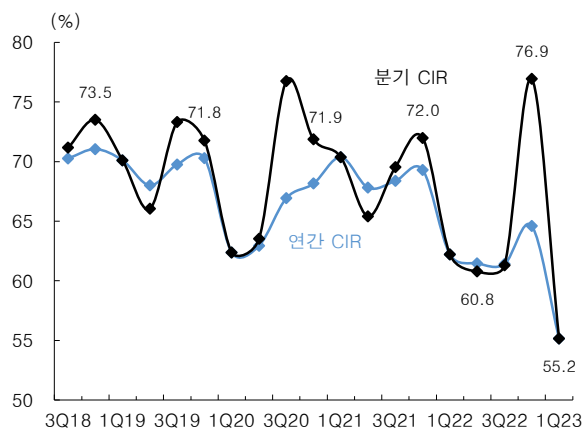
특히 환율도 유리한 경로로 움직이고 있다. FY23 가이던스상 엔달러 환율은 달러당 120엔 초반대다. 해당 환율경로 적용으로 인한 연간 세전손실 가정치는 1,300억엔이었다. 하지만 FY22 평균 환율과 기말 환율은 각각 136엔, 133엔이었는데, 9월 22일 기준 FY23 평균 및 기말 환율은 각각 141엔, 148엔이다. 즉 엔화 약세 중이다. 이에 해외사업 관련 손익이 오히려 개선되면서 FY23 순이익은 추가로 증가할 것이다. 조정 ROE는 Morgan Stanley 효과 제외 기준으로 FY22 7.0%에서 FY23 7.5%로 개선시킨다는 방침인데, 중장기적으로 9~10% 조정 ROE 달성을 위한 동남아 진출확대 등 성장전략이 지속적으로 추진될 점도 긍정적이다.

[그림 100] 총자산 및 대출 성장률



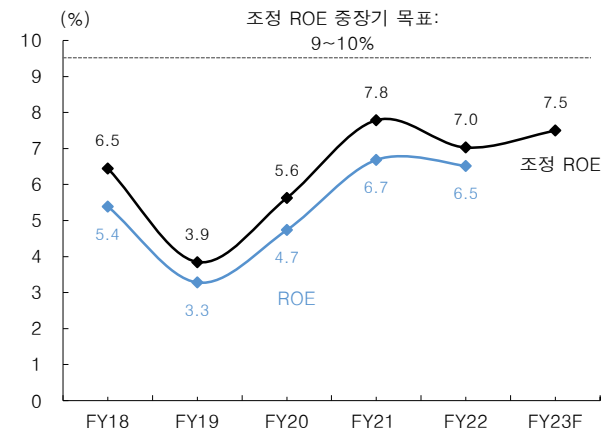
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 101] 이익경비율(CIR) 추이



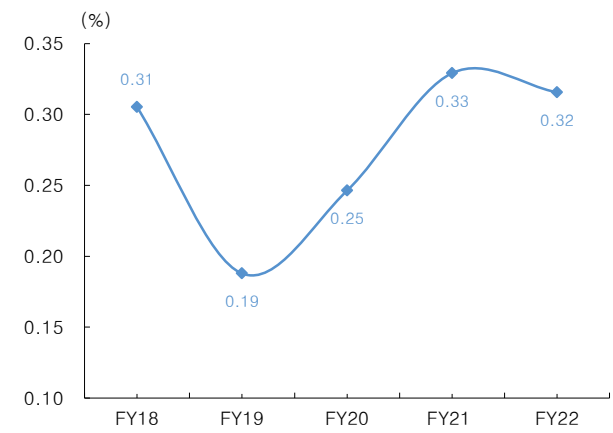
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 102] 그룹 ROE



주: ROE는 J-GAAP 기준, 조정 ROE는 환율 효과 제외 기준  
자료: MUFG, 한국투자증권

[그림 103] 그룹 ROA

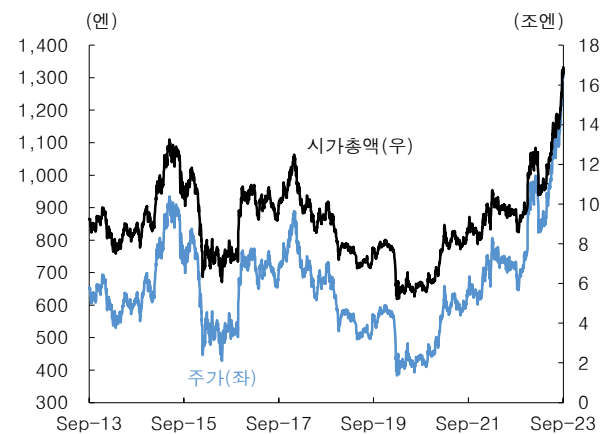


자료: MUFG, 한국투자증권

주가 상승했지만 투자  
포인트는 여전히 유효

**주가와 PBR은 상승세:** MUFG 시가총액은 현재 16.9조원으로 연초 대비 50% 상승했다. 엔화 약세나 일본 증시 매력도 제고와 같은 외부 요인과 자체적인 성장 전략 및 주주환원정책의 차질 없는 이행이라는 내부 요인이 모두 작용한 결과다. 국내 부문 NIM의 기저효과가 매우 낮아 추후 확대 여력이 크고, 기실시되거나 예정된 M&A나 소수지분 투자를 통해 해외 부문 성장이 가시화된 점, 자사주 매입/소각을 포함해 연말 추가적인 주주환원정책 발표가 예상되는 점에 주목한다. 이에 연초 이래 큰 폭의 주가 상승에도 불구하고 PBR 0.7~0.9배인 현재 밸류에이션 수준에서는 추가적인 리레이팅이 가능하다.

[그림 104] 주가 및 시가총액



자료: FactSet, 한국투자증권

[그림 105] PBR 추이



자료: FactSet, 한국투자증권

〈표 34〉 MUFG 상세 손익계산서

(단위: 십억엔)

	산식	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23			FY19	FY20	FY21	FY22	FY23F
		22.06	22.09	22.12	23.03	23.06	YoY	QoQ	20.03	21.03	22.03	23.03	가이던스
<b>총영업이익</b>	<b>A</b>	<b>1,125</b>	<b>1,199</b>	<b>1,256</b>	<b>923</b>	<b>1,241</b>	<b>10%</b>	<b>34%</b>	<b>3,986</b>	<b>3,921</b>	<b>3,964</b>	<b>4,503</b>	—
이자이익		987	687	640	594	584	-41%	-2%	1,893	1,905	2,044	2,908	—
비이자이익		138	512	617	330	657	376%	99%	2,093	2,016	1,920	1,596	—
수수료이익		369	403	476	448	401	9%	-10%	1,472	1,398	1,575	1,695	—
기타 비이자이익		(231)	108	141	(118)	256	흑전	흑전	621	618	346	(100)	—
<b>일반관리비</b>	<b>B</b>	<b>700</b>	<b>729</b>	<b>770</b>	<b>710</b>	<b>685</b>	<b>-2%</b>	<b>-4%</b>	<b>2,802</b>	<b>2,673</b>	<b>2,747</b>	<b>2,909</b>	<b>2,673</b>
일반총당급적립전 순영업이익	C=A-B	425	470	486	213	557	31%	162%	1,184	1,248	1,217	1,594	—
일반총당급	D	—	—	—	—	—	—	—	111	204	(65)	37	—
순영업이익	E=C-D	—	—	—	—	—	—	—	1,073	1,045	1,282	1,558	—
비경상손익	F=— G+H+I+J+K+L+Q	—	—	—	—	—	—	—	163	9	255	(537)	—
대손비용	G	—	—	—	—	—	—	—	215	379	485	746	—
총당급환입	H	—	—	—	—	—	—	—	0	0	0	0	—
상각채권추심익	I	—	—	—	—	—	—	—	95	67	89	97	—
지분증권 관련손익	J	19	57	127	85	44	130%	-49%	31	130	333	288	—
지분법이익	K	123	116	119	68	200	63%	194%	277	322	442	426	—
기타 비경상손익	L	(230)	(145)	(233)	(4)	(33)	적지	적지	(34)	(132)	(122)	(613)	—
전차	Q	—	—	—	—	—	—	—	8	1	0	12	—
경상손익	M=E+F	263	328	258	172	726	176%	322%	1,236	1,054	1,538	1,021	1,850
일회성손익	N	(22)	(35)	(7)	614	(23)	적지	적전	(406)	(12)	(48)	549	—
<b>세전이익</b>	<b>O=M+N</b>	<b>241</b>	<b>293</b>	<b>251</b>	<b>785</b>	<b>703</b>	<b>192%</b>	<b>-10%</b>	<b>829</b>	<b>1,042</b>	<b>1,490</b>	<b>1,570</b>	—
법인세비용	P	(107)	(154)	(121)	12	(128)	적지	적전	(221)	(185)	(283)	(370)	—
당기순이익	O+P	134	139	130	797	576	330%	-28%	609	857	1,207	1,200	—
<b>지배순이익</b>		<b>114</b>	<b>117</b>	<b>112</b>	<b>773</b>	<b>558</b>	<b>391%</b>	<b>-28%</b>	<b>528</b>	<b>777</b>	<b>1,131</b>	<b>1,116</b>	<b>1,300</b>
비지배순이익		20	22	18	24	17	-15%	-28%	81	80	76	84	—
<b>총 대손비용</b>	<b>D+G-H-I-Q</b>	<b>74</b>	<b>170</b>	<b>241</b>	<b>190</b>	<b>42</b>	<b>44%</b>	<b>78%</b>	<b>223</b>	<b>516</b>	<b>331</b>	<b>675</b>	<b>300</b>

주: J-GAAP 기준

자료: MUFG, 한국투자증권

〈표 35〉 연간 실적 및 주요 지표

(단위: 십억엔)

	2022.03	2023.03	2024.03F	2025.03F	2026.03F
총영업이익	3,964	4,503	4,416	4,552	4,653
순이자이익	2,044	2,908	—	—	—
비이자이익	1,920	1,596	—	—	—
총당급전입액	331	675	254	255	261
일반관리비	2,747	2,909	—	—	—
당기순이익	1,131	1,116	1,326	1,359	1,370
EPS(엔)	88.5	90.7	113.7	118.5	122.6
EPS 증가율(%)	46.2	2.6	25.3	4.2	3.4
BPS(엔)	1,350	1,433	1,537	1,616	1,691
ROA(%)	0.33	0.32	0.34	0.35	0.35
ROE(%)	6.7	6.5	7.4	7.3	7.2
조정 ROE(%)	7.8	7.0	—	—	—
보통주자본비율(%)	11.1	10.8	10.5	—	—
DPS(엔)	26.0	30.5	41.1	46.1	48.1
배당성향(%)	31.6	34.9	36.1	38.9	39.3
주주환원율(%)	44.8	75.2	63.2	63.3	62.8
배당수익률(%)	3.5	3.6	3.2	3.5	3.7
주주환원수익률(%)	5.0	7.8	5.5	5.8	5.9
PBR(배)	0.59	0.62	0.85	0.81	0.77
PER(배)	8.9	9.6	11.4	11.0	10.6

자료: MUFG, FactSet, 한국투자증권



## 일본거래소그룹(8697 JP)

TOPIX INDEX (9/22)	2,376.3
주가(9/22, 엔)	2,676.5
시가총액(십억엔)	1,414.7
52주 최고/최저가(엔)	2706.0/1811.2
일평균 거래대금(6개월, 백만엔)	3,800.7
유동주식비율(%)	98.3
주요주주(%)	GOVT PENSION INVST F 9.0
	노무라 홀딩스 6.1

	매출 (백만엔)	영업이익 (백만엔)	순이익 (백만엔)	EPS (엔)	BPS (엔)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
2020	133,343	74,565	51,389	96.0	600.4	27.0	4.3	16.6	0.1	2.6
2021	135,432	73,473	49,955	94.4	598.4	24.2	3.8	15.7	0.1	3.1
2022	133,991	68,253	46,342	88.0	599.5	22.9	3.4	14.7	0.1	3.1
2023F	144,714	75,608	53,630	102.7	-	25.3	-	20.0	0.1	2.5
2024F	150,047	76,877	52,855	101.2	-	25.6	-	16.8	0.1	2.5

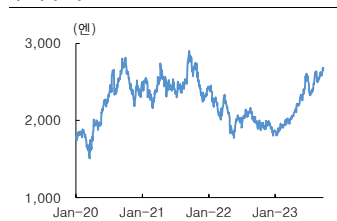
자료: Bloomberg, FactSet

### 금융정책 정상화 보완 정책 수혜주

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	7.2	31.5	32.7
상대주가(%)	2.2	8.2	7.0

#### 주가추이



자료: Bloomberg

**금융자산 다각화 정책 수혜 기대:** 일본거래소그룹은 글로벌 5위 증권거래소로 거래수수료, 청산, 상장, 정부 제공 등을 통해 수익을 창출하는 기업이다. 일본 금융정책 정상화로 유동성 약화 우려가 확산되는 시기에도 기시다 내각의 금융자산 다각화를 위한 정책 발표가 거래 수수료 증가 동력이 될 것으로 기대된다. 주식, ETF, 파생상품 거래 등의 통한 매출 성장이 기대되는 만큼 비은행 기업 중 최선호 금융주로 제시한다.

**최근 실적 및 가이드:** 일본거래소그룹의 4~6월기 매출은 전년동기대비 10.1% 증가한 369.5억엔, 영업이익은 40.8% 늘어난 250.4억엔이었다. 컨센서스였던 367.3억엔과 193.2억엔을 모두 상회했다. 현물, 파생상품 거래수수료가 전년동기대비 17.5%, 9.8% 증가했고, 청산, 상장 관련 수익이 각각 9.6%, 10.4% 증가했기 때문이다. 시스템 유지비용 증가에도 주식/파생상품 거래가 늘어나며 영업이익률이 전년동기(52.9%), 전분기(49.3%) 대비 높은 67.8%를 기록했다.

2024년 3월기(23년 4월~24년 3월) 가이드는 매출이 1,345억엔, 영업이익이 685.0억엔으로 제시됐다. 컨센서스 대비 보수적으로 발표했으나, 일본 공모투자 신탁 순자산규모가 7개월 연속 사상 최고치를 갱신하고 있고, 액티브 ETF 거래 수요가 늘어나고 있는 만큼 가이드를 상회하는 매출 달성이 기대된다.

**금융정책 정상화에도 기시다 내각 수혜 기대 업체:** 일본거래소그룹은 일본 내각 정책 수혜가 기대되는 대표적인 기업이다. 기시다 내각은 외국인 자금 유입을 위한 정책을 강조하고, 생산 시설 건설을 위한 지원금을 제공하는 등 친기업 정책을 지속하고 있다. 개인 금융 자산 중 50%가 넘는 예금을 주식, 펀드 등으로 다각화할 계획도 발표했다. 2022년 4월 일본거래소 개편에 이어 100단원(100주 단위) 기준으로 거래가 이뤄지는 일본 주식 거래 부담을 주식분할로 상쇄했다. 최저 투자금액이 50만엔을 넘어서는 기업 중 1/5이 분할계획을 발표했다. 일본에서 금지됐던 액티브 ETF 거래도 허용됐다. 2024년 1월부터는 신NISA(소액투자비과세제도)도 도입된다. 상장주식/펀드/ETF 거래 증가에 따라 추가 매출 성장이 기대되는 만큼 주목 기업으로 제시한다.

#### 최보원

bochoi@koreainvestment.com

[그림 106] 글로벌 Top10 증권거래소

거래소명	국가	시가총액(조달러)
뉴욕증권거래소	미국	24.3
나스닥	미국	20.1
상하이증권거래소	중국	6.9
유로넥스트	유럽	6.4
일본거래소	일본	5.6
선전증권거래소	중국	4.7
홍콩증권거래소	홍콩	4.2
인도증권거래소	인도	3.3
런던증권거래소	영국	3.1
사우디증권거래소	사우디아라비아	2.8

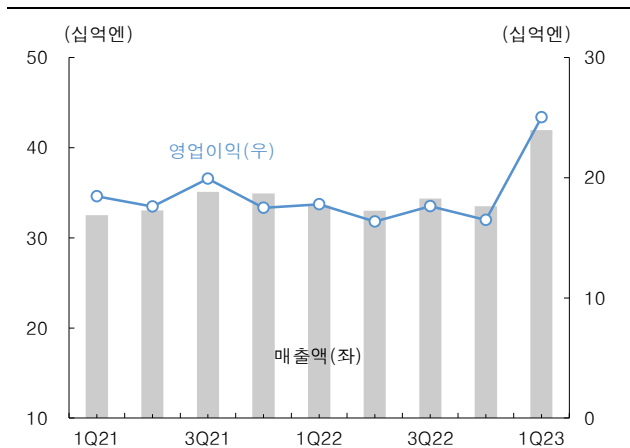
기준: 23년 5월 말 기준  
자료: Trade Brains, 한국투자증권

[그림 107] 글로벌 Top10 증권거래소별 상장기업 수

거래소명	국가	상장기업 수(개)
일본거래소	일본	3,901
나스닥	미국	3,525
선전증권거래소	중국	2,809
홍콩증권거래소	홍콩	2,606
뉴욕증권거래소	미국	2,325
인도증권거래소	인도	2,250
상하이증권거래소	중국	2,232
유로넥스트	유럽	1,943
런던증권거래소	영국	1,881
사우디증권거래소	사우디아라비아	291

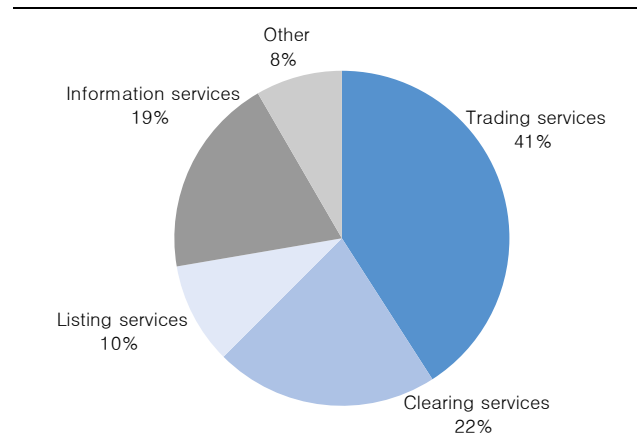
자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 108] 분기별 매출액 및 영업이익



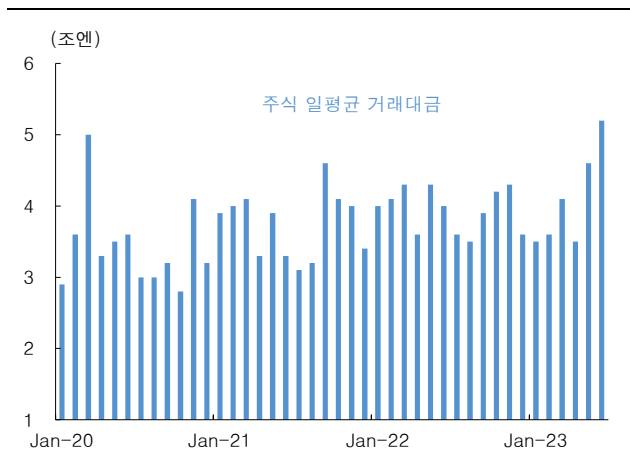
자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 109] 세부 매출 비중(1Q23)



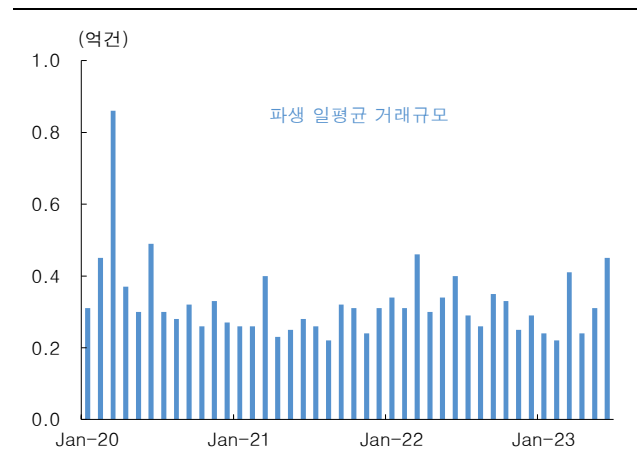
자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 110] 일본 일평균 거래대금(주식)



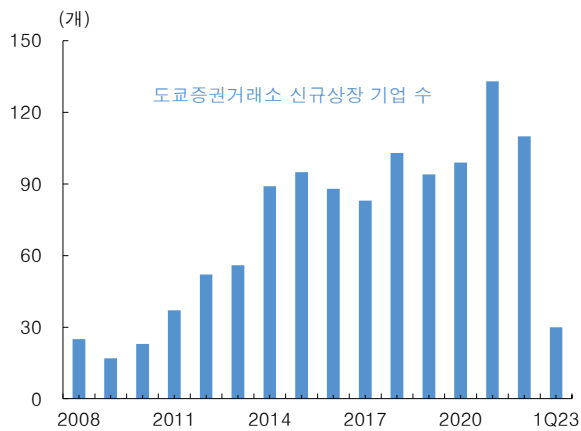
자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 111] 일본 일평균 거래규모(파생)



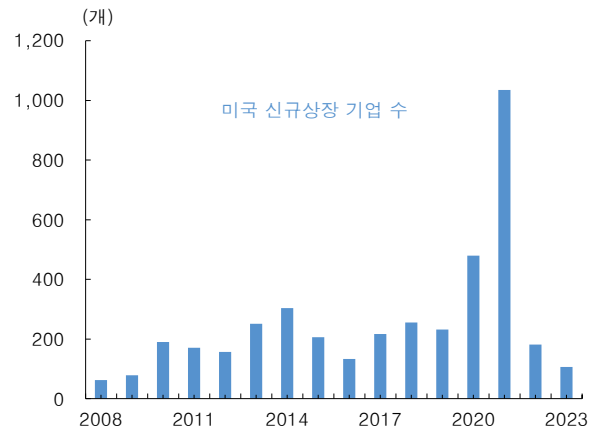
자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 112] 도쿄증권거래소 IPO 기업 수



자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

[그림 113] 미국 IPO 기업 수



자료: 일본거래소그룹, 한국투자증권

<표 36> 새로운 일본 소액투자 비과세제도(NISA)

	기존		신규	
	적립식	일반	적립식 투자	성장 투자
비과세 기간	최대 20년	최대 5년	무기한	
비과세 규모	40만엔	120만엔	120만엔	240만엔
활용방법	둘 중 하나를 선택		두개 병행 가능	
매년 최대 비과세 규모	120만엔		360만엔	
최대보유한도액	800만엔	600만엔	1,800만엔(성장투자는 1,200만엔)	
기한	~2042년	~2023년	2024년 1월 이후 무제한	

자료: 일본신NISA가이드맵, 한국투자증권

<표 37> 1분기(4~6월기) 실적발표 요약

(단위: 백만엔, 엔, %)

	1Q22	4Q22	1Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이
매출액	33,576	33,462	36,953	10.1	10.4	36,728	0.6
EPS	22.93	21.27	34.08	48.6	60.2	26.59	28.2

자료: 일본거래소그룹, Bloomberg, 한국투자증권

〈표 38〉 일본거래소그룹 분기 실적 요약

(단위: 백만엔, 엔, %, %p)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	YoY	QoQ	2Q23F
<b>매출</b>	<b>33,576</b>	<b>32,910</b>	<b>34,042</b>	<b>33,462</b>	<b>36,953</b>	<b>10.1</b>	<b>10.4</b>	<b>36,926</b>
거래관련수익	13,479	12,924	13,568	13,116	15,118	12.2	15.3	—
거래수수료	10,944	10,466	11,078	10,653	12,606	15.2	18.3	—
현물	7,898	7,513	8,273	7,729	9,280	17.5	20.1	—
파생	2,694	2,625	2,482	2,559	2,959	9.8	15.6	—
원자재	352	327	322	364	366	4.0	0.5	—
기타	2,535	2,458	2,490	2,463	2,512	(0.9)	1.9	—
청산수익	7,273	6,869	7,114	6,751	7,974	9.6	18.1	—
상장수익	3,286	3,357	3,462	3,558	3,627	10.4	1.9	—
신규	321	457	572	671	726	126.2	8.2	—
연간상장료	2,965	2,900	2,890	2,887	2,901	(2.2)	0.5	—
정보수익	6,723	6,851	6,975	7,045	7,142	6.2	1.4	—
기타	2,815	2,909	2,923	2,992	3,092	9.8	3.3	—
<b>영업이익</b>	<b>17,777</b>	<b>16,350</b>	<b>17,637</b>	<b>16,488</b>	<b>25,038</b>	<b>40.8</b>	<b>51.9</b>	<b>19,123</b>
영업이익률	52.9	49.7	51.8	49.3	67.8	14.8	18.5	60.9
<b>순이익</b>	<b>12,089</b>	<b>11,099</b>	<b>11,986</b>	<b>11,167</b>	<b>17,736</b>	<b>46.7</b>	<b>58.8</b>	<b>—</b>
순이익률	36.0	33.7	35.2	33.4	48.0	12.0	14.6	—

자료: 일본거래소그룹, Bloomberg, 한국투자증권

〈표 39〉 일본거래소그룹 연간 실적 요약

(단위: 백만엔, 엔, %, %)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출</b>	<b>121,134</b>	<b>123,688</b>	<b>133,343</b>	<b>135,432</b>	<b>133,991</b>	<b>144,714</b>
거래관련수익	48,660	48,589	53,171	53,196	53,089	—
거래수수료	39,248	39,118	43,463	43,298	43,143	—
현물	28,084	25,757	31,056	31,563	31,414	—
파생	11,163	12,255	10,393	10,168	10,361	—
원자재	—	1,104	2,014	1,567	1,366	—
기타	9,412	9,471	9,708	9,898	9,946	—
청산수익	24,788	26,427	27,939	27,945	28,008	—
상장수익	14,025	14,322	16,660	15,736	13,666	—
정보수익	21,029	21,977	24,128	27,175	27,597	—
기타	12,632	12,373	11,445	11,380	11,631	—
<b>영업이익</b>	<b>69,535</b>	<b>68,533</b>	<b>74,565</b>	<b>73,473</b>	<b>68,253</b>	<b>75,608</b>
영업이익률	57.4	55.4	55.9	54.3	50.9	52.2
<b>순이익</b>	<b>49,057</b>	<b>47,609</b>	<b>51,389</b>	<b>49,955</b>	<b>46,342</b>	<b>53,630</b>
순이익률	40.5	38.5	38.5	36.9	34.6	37.1

자료: 일본거래소그룹, Bloomberg, 한국투자증권

#### ■ Compliance notice

- 당사는 2023년 9월 25일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

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