

Issue Brief

# 일본경제 퍼즐 맞추기

일본경제를 둘러싼 궁금증 풀기

삼일PwC경영연구원

May 2024



삼일회계법인



# Contents

## 1 | 일본경제 현황

만성 저성장 체제에 무슨 일이 일어나고 있는가?

## 2 | 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증 풀기

퍼즐 1. 고환율(엔저)이 지속되는 이유는?

퍼즐 2. 주가는 왜 고공행진하는가?

퍼즐 3. BOJ의 통화정책 전환(금리인상) 가능성은?

퍼즐 4. 경제 전반의 구조적 변화인가?

퍼즐 5. 일본의 산업 경쟁력 및 한국과의 경합도는?

## 3 | 시사점





## 들어가며

일본 주식시장이 활황을 이어가고 있다. 글로벌 인플레이션 추세 속에서 안정적 수준을 유지하던 일본의 물가도 뒤늦게 상승세를 나타내며, '23년은 3% 수준의 물가상승률을 보였다. 증세 기간을 제외하고 최근 30년 동안 일본의 소비자물가상승률이 지금처럼 2% 이상을 유지한 적은 없었다. 또한, 기업들은 최고 수준의 경상이익과 영업이익을 기록하고 있다.

이러한 수치들만 보면, 일본은 '잃어버린 30년'을 지나 장기 경기침체의 터널에서 벗어나고 있는 것으로 보인다. 그런데도 일본은행(BOJ)은 여전히 확장적 금융정책을 유지하고 있다.

목표로 내건 소비자 물가상승률 2%를 달성했음에도 불구하고, BOJ가 통화정책 스탠스를 바꾸지 못하는 이유는 무엇일까? 일본경제는 장기 불황에서 탈출하여 구조적으로 변화하고 있는 것인가? 일본의 산업별 경쟁력은 어떠하며, 한국 기업에는 어떠한 영향이 있을까? 본 보고서에서는, 이와 같은 일본경제를 둘러싼 궁금증들을 면밀히 살펴보겠다.



# Summary

만성 저성장 일본경제에 무슨 일이 일어나고 있는가?

5低: 저환율, 저성장, 저물가, 저금리, 낮은 주가

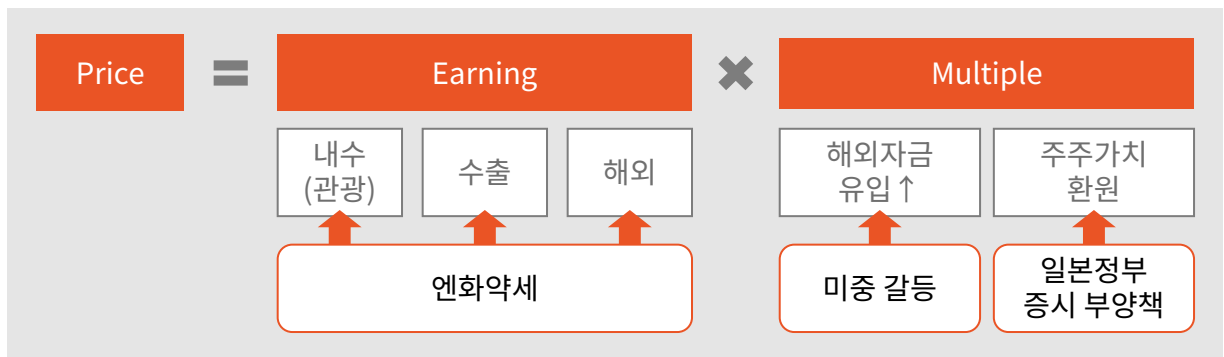
5高 가능성 증대: 고환율, 높은 주가, 중성장, 중물가, 금리상승 움직임

## 1 고환율(엔저)이 지속되는 이유는?

- 미-일 양국 통화정책 차이로 인해 엔저 현상 발생 (미국: 기준금리 인상 vs 일본: 제로금리 유지)
- '24.3월 일본의 기준금리 인상(+0.15%p)에도 불구하고, 미-일 금리차는 20년 내 최대치 → 엔저 지속

## 2 주가는 왜 고공행진하는가?

- 엔화약세 + 미중 갈등에 따른 반사 이익 + 주가 밸류업 정책



## 3 일본은행의 통화정책 전환(금리인상) 가능성은?

- 가능성은 높으나 속도는 빠르지 않을 것
- 채권/ 외환시장 변동성 다소 확대될 수 있으나, 주식시장에 대한 영향은 미미할 것으로 예상

## 4 경제 전반의 구조적 변화인가?

- 불확실성은 있으나 가능성 존재
  - ✓ 구조적 변화 가능성의 주요 지표인 설비투자 지속 증가
  - ✓ 수출 호조 - 기업이익 증가 - 실질임금 상승이 연계될 경우 구조적 변화 가능성 상승

## 5 일본의 산업 경쟁력 및 한국과의 경합도는?

- 한-일 수출경합도는 예전 대비 낮으나 여전히 높은 수준
- 엔저 지속 시 수출경합도 높은 업종에 불리
  - ※ 단, 반도체는 경합도는 높지만 세부 강점 분야가 다르고, 확실한 비교우위 구축으로 영향 미미

# 1. 일본경제 현황

## 만성 저성장 체제에 무슨 일이 일어나고 있는가?

### ● 지금 일본경제는 지난 20여 년의 ‘5低’를 벗어나 ‘5高’의 전환점에 위치

#### ① 2000년~ 2012년: 버블붕괴(1990년) 이후 일본경제는 장기 경기침체를 경험

- 아베노믹스(‘13년) 전까지, 22년간 ‘5低’(저금리, 저환율, 저성장, 저물가, 낮은 주가) 지속
- 불황에도 불구하고 ‘엔화=안전자산’이라는 인식으로, 낮은 환율(엔고) 유지되는 아이러니 발생

#### ② 2013년~2019년: 아베노믹스 기조 下 양적완화 정책에 기반한 강력한 경기부양책 추진

- 양적완화 통한 인위적 엔화절하로 수출기업 위주의 호황 구가
- 그러나 기업이익 증가가 가계소득 증대로 이어지지 못하는, 절반의 성공 구현

#### ③ 2020년~ 2022년: 팬데믹 기간 중 역성장 발생했으며, 다른 국가들 대비 느린 회복세

#### ④ 2023년~ 현재: ‘5高’ 전환점에 위치

- 2高(환율(엔저), 주가), 2中(소비자물가상승률, 경제성장률)의 시기
- 통화정책 전환으로 금리상승까지 더해질 경우, ‘5高 시대’ 도래 가능성 증대

### 각 기간별 주요 경제지표(해당 기간 평균)

		①	②	③	④
		'00~'12년	'13~'19년 (아베노믹스)	'20~ '22년 (팬데믹)	'23~'24.03
금리(%)	정책금리	0.1	-0.1	-0.1	0.0
	단기금리(3개월)	0.4	0.1	0.0	0.2
	장기금리(10년)	1.3	0.2	0.2	0.7
환율(엔/달러)		103.9	113.4	117.1	146.3
주가지수(니케이, pt)		11,739	19,768	26,124	32,469
기업이익: Topix, 상장기업 EPS(엔)		60.7 <sup>1)</sup>	94.2	108.0	143.5 <sup>2)</sup>
소비자물가상승률(%)		-0.3	0.9	1.2	2.6
GDP 성장률(%)		0.78	0.9	-0.2	1.9 <sup>2)</sup>
설비투자 증가율(%)		-1.25	3.7	2.4	3.4 <sup>2)</sup>

1) '05~'12년 평균

2) '23년 연간 수치

자료) 한국은행, 통계청, Bloomberg

### ● 2013년~2020년(아베노믹스): ‘저온호황’, 호경기 기업과 불경기 가계의 공존

- 버블붕괴(1990년) 후 경제성장을 둔화에도 불구하고, 막대한 해외자산·높은 제조업 경쟁력·내수 성장 둔화에 따른 수입감소 → 누적된 무역수지 흑자 기반, 엔화는 안전자산으로서 지위 강화
  - ☞ 엔화강세로 인한 수입물가 하락은 i) 소비자물가 하락을 초래하며, 디플레이션 발생, ii) 수출 부진으로 기업 경쟁력 약화 및 고용시장 위축
- 이에 아베정부(’12.12월~’20.9월)는 양적완화를 통한 인위적 엔화절하를 유도하여, ‘수출기업 경쟁력 증대·완만한 인플레이션·가계소득증가’라는 ‘아베노믹스’ 추진
  - ☞ 엔저로 인해 수출기업 위주의 호황을 구가하였으나, 기업이익 증가가 가계로 이어지지 못하는, 반쪽짜리 효과 구현 (일본 제조업 생산의 25%는 해외에서 일어나는 구조로 국내 투자 부진 지속)

#### 아베노믹스 “세개의 화살” 주요 내용 및 효과

1. 대담한 금융정책	2. 기동적 재정정책	3. 성장전략
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2% 인플레이션 목표</li> <li>• 무제한 양적 완화</li> <li>• 엔화절하 유도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 대규모 공공투자</li> <li>• BOJ의 건설국채 매입 및 장기보유</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 규제완화와 구조개혁</li> <li>• 법인세 실효세율 인하</li> <li>• 국민총소득(GNI) 매년 3% 성장 목표</li> </ul>

자료) 삼일PwC경영연구원



#### 긍정적 효과

- BOJ의 적극적인 엔화약세 정책 → 수출 증가로 인한 기업이익 개선
- 역성장을 지속하던 일본 경제성장률이 (+)로 전환되고, 자산가격 상승 기대감 형성

#### 미흡한 점

- 엔저로 인한 기업이익 증가가 국내 고용 및 설비투자로 이어지지 못하며, 가계의 불경기 지속
- 한계에 다다른 재정 문제는 소비세율 인상으로 이어지며 내수 침체 → 정책 효과 반감  
(일본 소비세율: ’89년 3% → ’94년 4% → ’97년 5% → ’14년 8% → ’19년 10%)

● 2020년~ 현재: 주요국 대비 늦은 팬데믹 회복. 슈퍼 엔저 기반 기업이익 증가

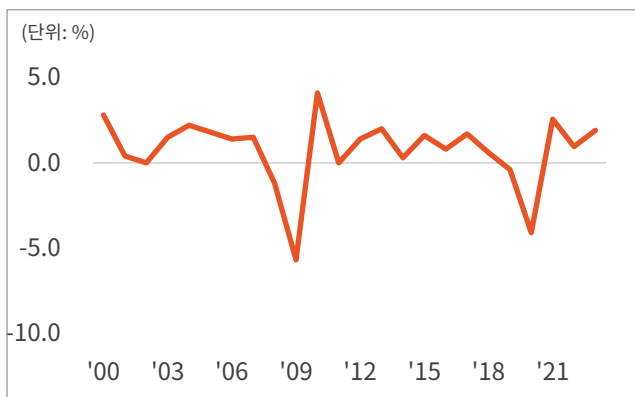
- 팬데믹 기간('20~'21년) 중 일본 경제규모 2.2% 감소, 이후 주요국 대비 늦은 회복세 시현
  - 팬데믹 대응 위해 정부가 유동성 공급에 나섰으나, 가계/기업의 소극적 소비/투자 성향으로 효과 반감 → 세계적 인플레이션 국면에서 일본은 낮은 물가상승률 유지
- '22년 이후 인플레이션 대응 위한 미국의 급격한 금리인상 → 미-일 양국간 금리차 확대 → 달러 강세 & 슈퍼 엔저 발생
- 또한, 미-중 갈등 심화되는 가운데 일본이 수혜국으로 부상
  - TSMC, 마이크론, 삼성전자 등의 글로벌 기업이 일본에 공장과 연구소 신설
  - 일본 기업들이 생산시설을 국내로 이전하는 리쇼어링도 눈에 띄게 늘어남

슈퍼 엔저로 인해 기업이익 증가(수출증가 + 외화환산이익) → 주가 상승

수입물가 상승은 소비자물가 상승을 초래 → 3% 수준의 인플레이션 발생

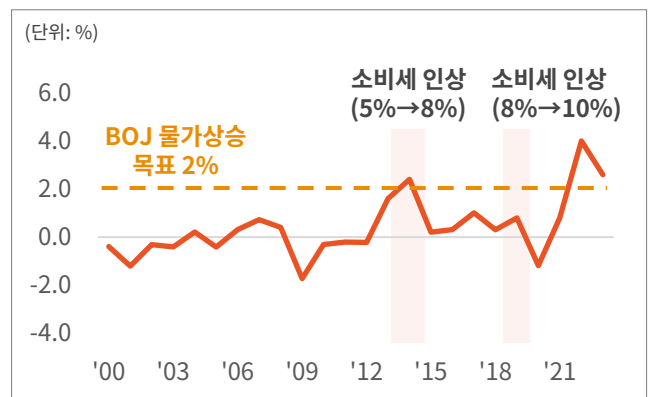
글로벌 공급망 변화(脫중국)로 일본 내 설비투자 증가 → 1.5%대의 GDP성장률

실물경제: GDP 성장률



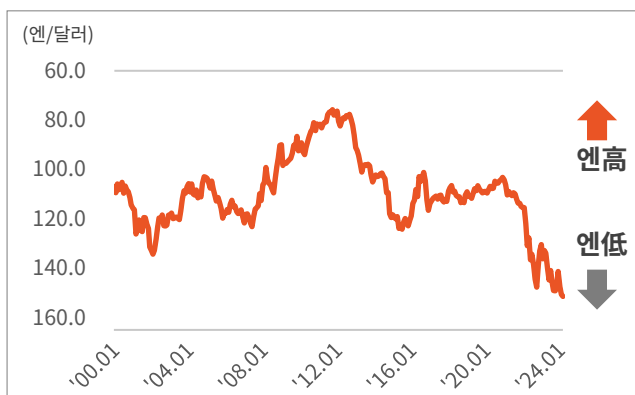
자료) 한국은행, 통계청

실물경제: 물가상승률



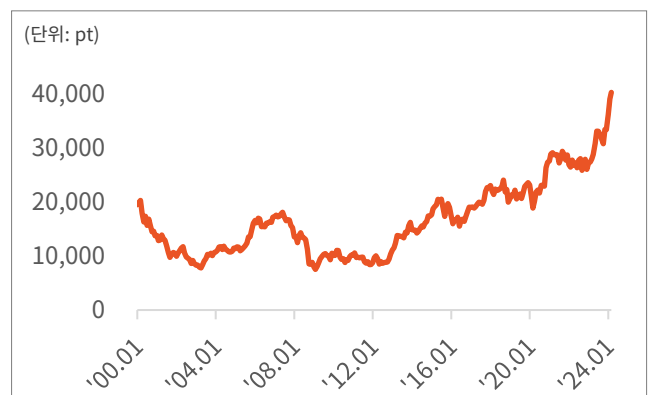
자료) 한국은행, 통계청

금융시장: 엔/달러 환율(역축)



자료) 한국은행, 통계청

금융시장: 니케이 지수



자료) 한국은행, 통계청

## 2. 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증

### 퍼즐 1 고환율(엔저)이 지속되는 이유는?

#### ● 현재는 1985년 플라자 합의 이후 가장 긴 엔저 국면

- 엔저 장기화는 미국경제 호황, 또는 미 연준의 금리인상 시기에 발생. 즉, 미국이 엔화약세를 어느 정도 용인할 수 있는 펀더멘탈 국면에서 가능 (단, 아베노믹스 시기 제외)
- 현재 진행되고 있는 엔저는 미-일 금리차에 기인
  - 팬데믹 기간의 유동성 확대로 전세계적인 인플레이션 발생 → '22년 중반부터 미 연준 급격한 금리인상
  - 글로벌 인플레이션 국면에서 일본은 비교적 낮은 물가상승률<sup>1)</sup> 유지 → 일본은행(BOJ) 마이너스 금리정책 유지하며, 미-일 금리차 확대

1) 국가별 물가상승 고점: 미국 9.1%('22.6월), EU 10.6% (22.10월), 일본 4.0%('22.10월)

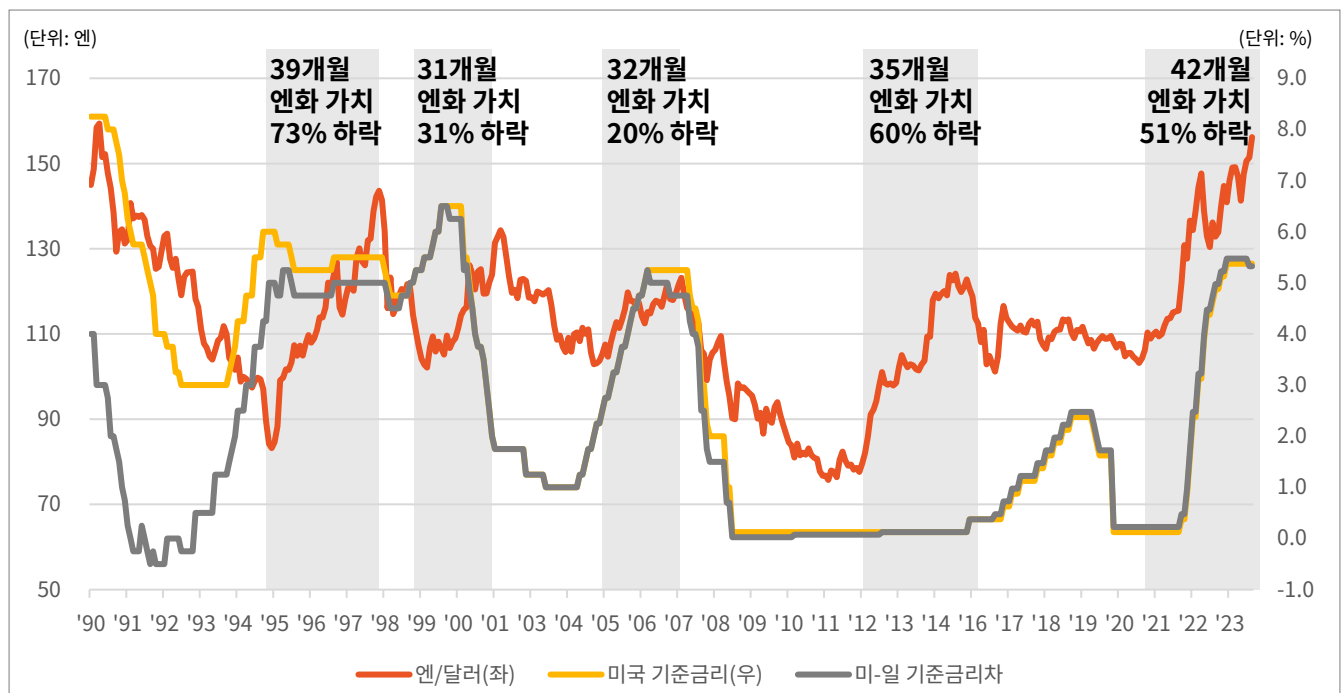
#### ● '24.3월 BOJ의 기준금리 인상에도 불구하고, 엔/달러 환율은 여전히 고공행진 중

- BOJ 기준금리 인상폭(0.15%p)이 크지 않으며, 여전히 미-일 금리차는 20년 내 최대 수준
- 또한, 미 연준 금리인하 시점 지연 예상되며, 양국간 금리차 축소에 대한 기대 미미

#### View point

- ✓ 연말로 갈수록 미-일 통화정책 기조 전환 가능성 높아지며, 엔저 현상 다소 완화 전망
- ✓ 다만, 양국의 통화정책 변화가 예상보다 더딘 속도로 진행됨에 따라, 엔/달러 환율의 급격한 추세 변화보다는 완만한 수준의 변화 전망

#### 엔/달러 환율상승(엔저) 구간 비교



자료) Bloomberg

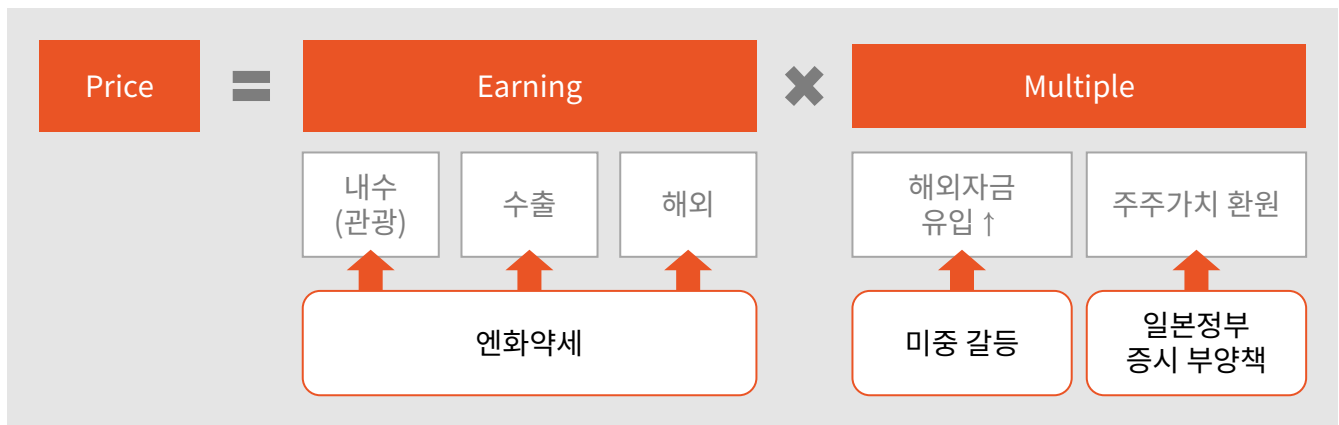


## 2. 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증

### 퍼즐 2 주가는 왜 고공행진하는가?

- 4월 이후 상승세가 다소 주춤하나, '24년 3월 니케이지수는 4만pt를 기록하며 최고치 경신
- 주가 구성 요소별 상황을 살펴보면, 기업이익(Earning) 증가와 Multiple 상승이 동시에 진행되고 있으며, Valuation이 크게 과열된 수준은 아니라는 시각이 우세
  - [Earning] 엔화약세 기반 기업실적 호조: 외국인 관광객증가, 수출 및 외화평가이익 증가
  - [Multiple] 해외자금 유입 증가, 정부의 증시 부양책에 따른 Multiple 상승. 최근 12개월 예상 PE는 14.7배까지 상승했으나, 지난 10년 간 추이(12~16배) 비교시 평균 수준
    - 해외자금: 미중 갈등으로 글로벌 투자자금 중국증시 이탈 → 대안으로서 일본 증시 부상 (중국 증시를 떠난 자금이 일본으로 유입되며, 일본 증시 시가총액이 아시아 1위로 복귀)
    - 주주가치 환원: 배당강화 조치, PBR 1X 미만 기업 대책지시 등 일본정부의 증시 부양책

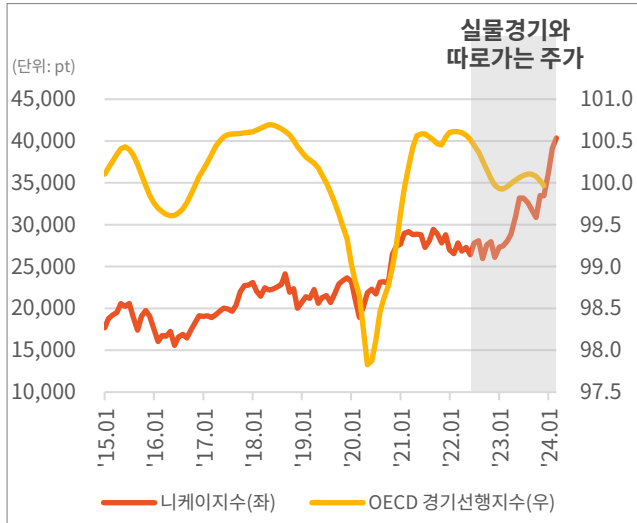
#### 일본 증시 상승 요인 분석



#### View point

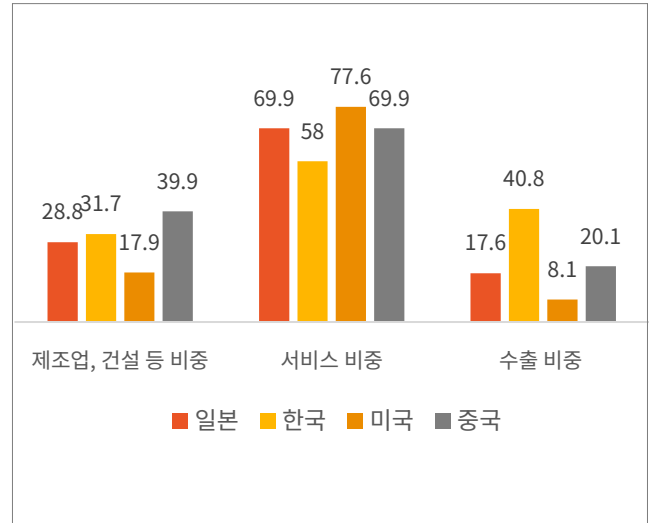
- ✓ **일본 경기와 주가의 디커플링 양상 지속될 것으로 전망**
  - **경기 고려 시 주식시장 과열이나, 기업이익 및 Valuation 측면에서는 과열 상황 아님**
  - 다만, 일본경제 내 높은 서비스 비중(70%, '21년)으로 인해 기업 vs 실물경기의 온도차 지속될 것
- ✓ 투자자들은 중장기적 관점에서 일본 기업 및 자본시장의 구조적 변화여부에 주목
  - 중국경제 · 미국 제조업 부활이라는 미국 측 필요에 의해 일본 기업 반사이익 기대
  - 가계 문제를 해결하기 위해 일본정부는 기업에게 부의 배분(임금상승, 배당 등의 주주환원)을 지속적으로 요구 → 증시 Multiple 레벨업 가능성 존재

## 경기선행지수와 일본 증시



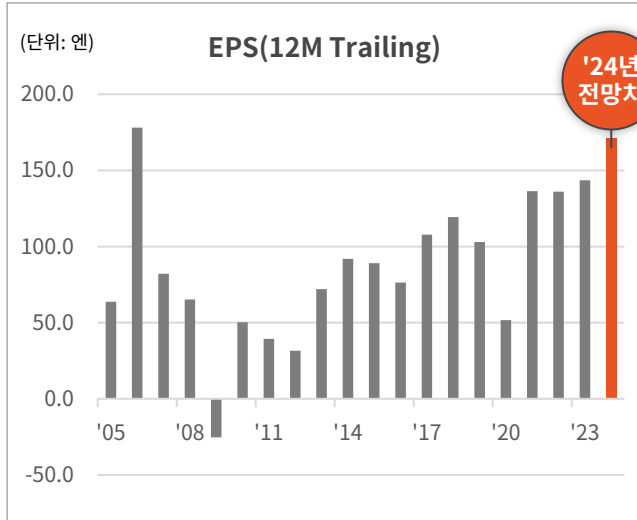
자료) OECD, Quantiwise

## 주요국 대비 일본의 산업구조('21년 기준)



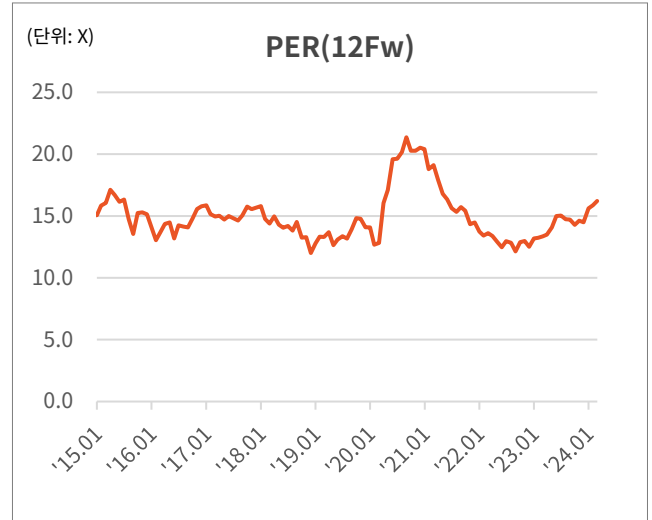
자료) Bloomberg

## 기업이익 상승 지속: TOPIX 기준



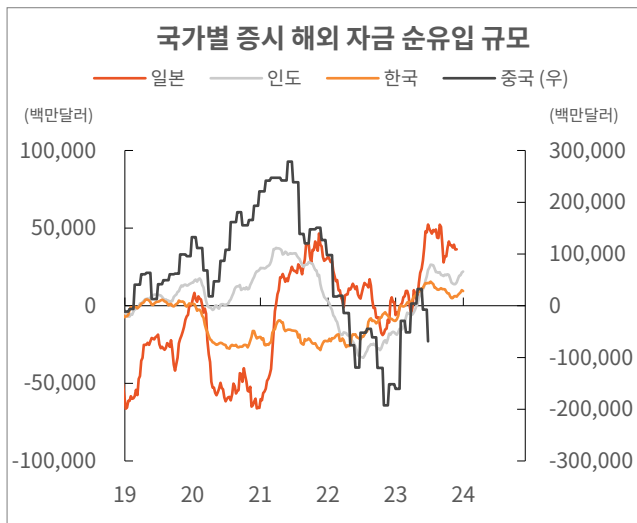
자료) Bloomberg ('24.4월 기준)

## 일본 증시 Valuation Multiple: TOPIX 기준



자료) Bloomberg ('24.4월 기준)

## 일본 증시 해외 자금 순유입 규모



자료) Bloomberg

## 일본정부의 증시 부양책

'22.5	<p>[신 자본주의의 그랜드 디자인]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>인재, 과학기술, 스타트업, 탄소화, 디지털화 분야 투자시 세제 혜택 제공</li> </ul>
'22.12	<p>[기업가치 증진 논의]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>기업인식 및 지배구조 개선 방안 논의</li> </ul>
'23.1	<p>[기업가치 증진 방안 발표]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>PBR 1배 이하 기업 대상, 개선방안 마련 요구</li> </ul>
'24.1	<p>[ISA 개편]</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>연간 투자한도 확대(120만엔 -&gt; 240만엔)</li> <li>비과세 투자기간 폐지</li> <li>총 투자한도 확대(600만 엔 -&gt; 1800만 엔)</li> </ul>

자료) 기사 종합

## 2. 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증

### 퍼즐 3 BOJ의 통화정책 전환(금리인상) 가능성은?

- '24년 3월 일본은행(BOJ)은 17년만에 기준금리 인상을 단행 (기준: -0.1% → 변경: 0~0.1%)
- 물가-임금 선순환에 대한 BOJ의 확신이 강화됨에 따라 금년 중 추가 금리인상이 단행될 수 있다는 의견과, 대내외 경제 불확실성 등을 근거로 제로금리가 유지될 것이라는 시각이 공존



View  
point

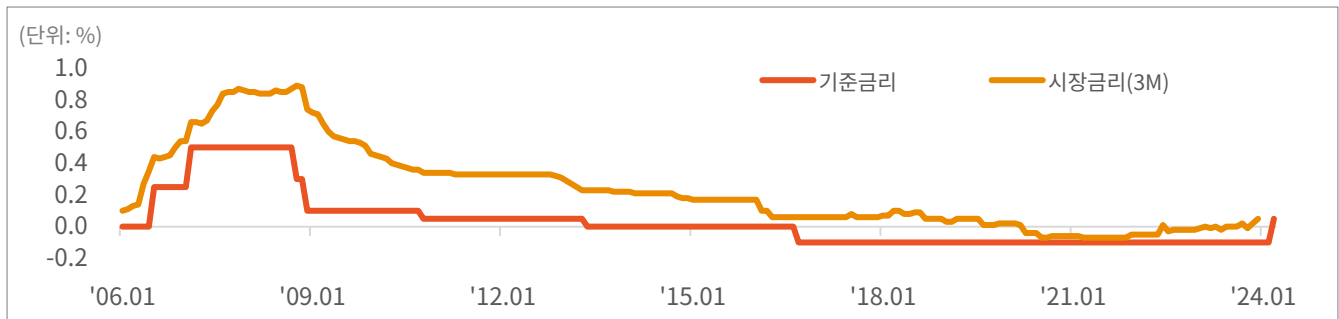
#### ✓ 일본의 통화정책 전환(금리인상) 가능성 높으나 속도는 빠르지 않을 것으로 전망

- 3년 연속 2% 이상의 물가상승 지속되었으나 실질임금은 감소한 현황 고려시, '물가상승 → 임금상승'의 선순환 확인까지 시간이 더 소요될 것으로 전망
- 또한, 일본정부의 부채 규모(GDP 대비 252%, 세계 1위('23년 말 기준)) 감안 시, 정부 이자부담 증가로 급격한 금리인상은 어려울 것

#### ✓ 통화정책 변화 움직임으로 인해 채권 및 외환 시장의 변동성은 다소 확대될 수 있으나, 주식 시장에 대한 영향은 미미할 것으로 예상

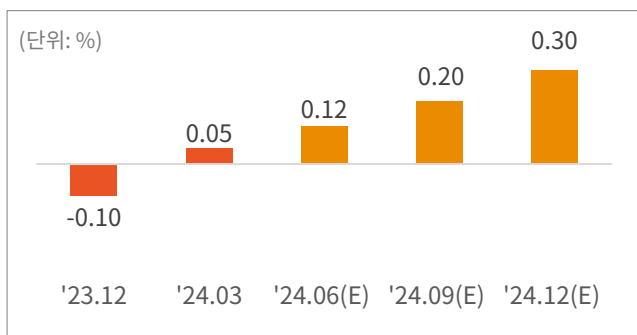
- [채권] 통화정책 전환 기대로 시장금리는 완만한 상승세를 보일 것으로 전망
- [환율] 미국-일본 통화정책 차이(미국: 금리인하 기대 vs 일본: 금리인상 기대) 고려시, 하반기로 갈수록 엔고(환율 하락) 전환 기대. 변화폭은 미국 통화정책 변화강도에 따라 좌우될 것으로 전망
- [주식] 금리상승으로 인한 주식시장 하방압력은 제한적. 오히려 실물경제 회복에 대한 BOJ의 자신감으로 해석시, 주가 상승 기폭제가 될 가능성도 높음

### 일본 금리 현황



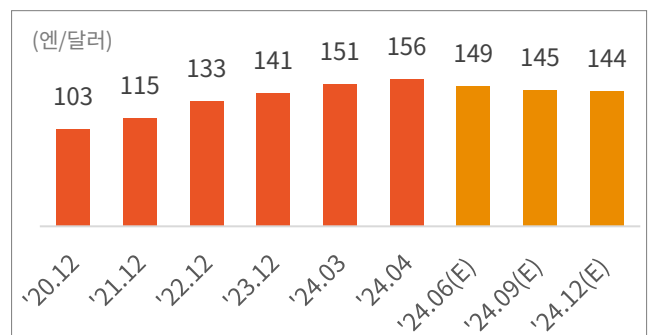
자료) Bloomberg

### 일본 기준금리 전망: IB컨센서스



자료) Bloomberg('24.4월 말 기준)

### 엔/달러 환율 전망: IB컨센서스



자료) Bloomberg('24.4월 말 기준)



## 2. 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증

### 퍼즐 4 경제 전반의 구조적 변화인가?

- **[경기]** 일본경제는 내수를 중심으로 '24년에도 완만한 회복세를 이어가겠으나, 해외수요 부진 등으로 전년 대비 낮은 1% 수준의 경제성장률 예상
  - 민간소비: 물가상승세 둔화 및 임금인상 등에 따른 가계소비 소폭 회복
  - 설비투자: 탈탄소·디지털화 관련 투자수요 증가, 리쇼어링 등으로 회복세 전망
  - 수출: 글로벌 경제 불확실성 확대 및 수요 둔화 가능성 등으로 '23년 대비 증가세 둔화
- **[물가]** 전년 대비 증가폭은 다소 줄어드나, 엔저로 인한 수입 發 물가상승 지속되며, '24년에도 2% 대의 물가상승 기대. 3년 연속 BOJ의 물가목표치(2%) 초과 달성 전망  
(소비자물가상승률(신선식품 제외): '22년 3.0% → '23년 2.8% → '24년E 2.8% (BOJ))
  - 미-일 금리차 축소시 엔화강세 전환 가능성 ↑. 다만, 연초 기대와 달리 미국 기준금리인하시점이 지연되는 분위기로, 당분간 엔저에 기인한 물가상승 지속 예상
- **[노동시장]** 인력 부족으로 낮은 실업률이 유지되는 상황에서도, 2년 연속 실질임금 감소.  
**향후 실질임금 증가 여부에 따라 실물경제 회복 수준이 결정될 것**
  - 실업률: 생산가능인구 감소로 노동공급 축소 vs 설비투자확대 등으로 노동수요 증가 → 노동시장의 수급 불균형 지속으로 낮은 실업률 유지
  - 임금: 명목임금상승률 < 물가상승률 → 실질임금 하락으로 가계의 소비여력 감소
    - 고용시장 호조에도 임금상승률이 낮은 이유는 i) 여성·고령층·외국인 노동공급 확대, ii) 해외생산 확대, iii) 비정규직 증가 등
    - 일본정부는 세제 혜택 등으로 기업들의 임금 인상을 독려하고 있고, 일본 노동계도 '24년에는 5% 이상의 높은 임금인상을 요구 중



#### View point

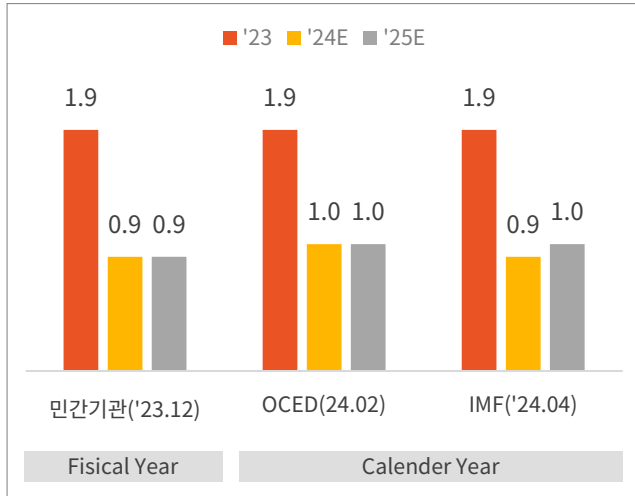
#### ✓ 불확실성에도 불구하고, 실물경제의 구조적 변화 가능성 존재

- '24년에도 기업이익 증가, 2% 대의 물가상승, 1% 이상의 GDP 성장 기대
- 기업이익 증가에도 불구하고 실질임금 감소하는 한계 존재했으나, '24년에는 변화 기대: 실적 호조로 기업들의 임금인상 여력이 강화되고 노조의 요구도 증가. '24년 춘투 임금인상률은 '23년을 상회하는 수준에서 결정될 가능성 증대

※ '24년 평균 임금인상 요구율 5.85%로, '23년 실제치(4.49%) 및 목표치(5.0%) 상회

- 또한, 엔저와 미중 무역분쟁에 따른 국내 설비투자 증가는 중장기적 산업 경쟁력 강화를 가져올 가능성 높음

## 일본경제 성장률 전망



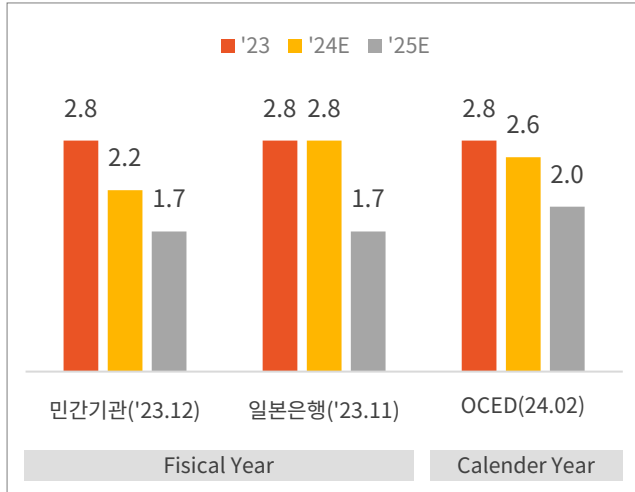
민간기관은 38개 기관 전망 평균  
자료) JCER, OECD, IMF

## 요소별 성장률 전망

	실질 GDP	민간 소비	민간 주택	설비 투자	정부 지출	공공 투자	수출
'21	2.8	1.8	0.1	1.7	3.2	-6.5	12.4
'22	1.5	2.7	-3.4	3.4	1.4	-6.1	4.7
'23E	1.5	0.1	1.9	0.1	0.7	2.6	3.1
'24E	0.9	1	-0.2	2.1	0.6	0.8	2.0

'21~'22년은 실적(내각부), '23~'24년은 민간기관 전망 평균  
자료) 내각부, JCER(23.12)

## 소비자물가상승률(신선식품 제외) 전망



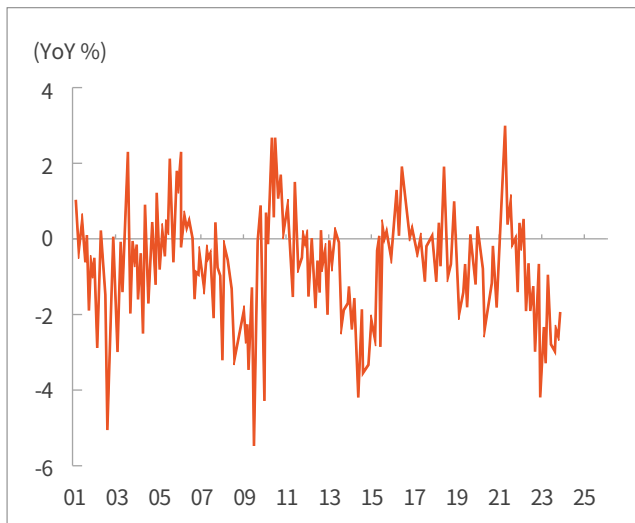
민간기관은 38개 기관 전망 평균  
자료) JCER, BOJ, OECD

## 실업률



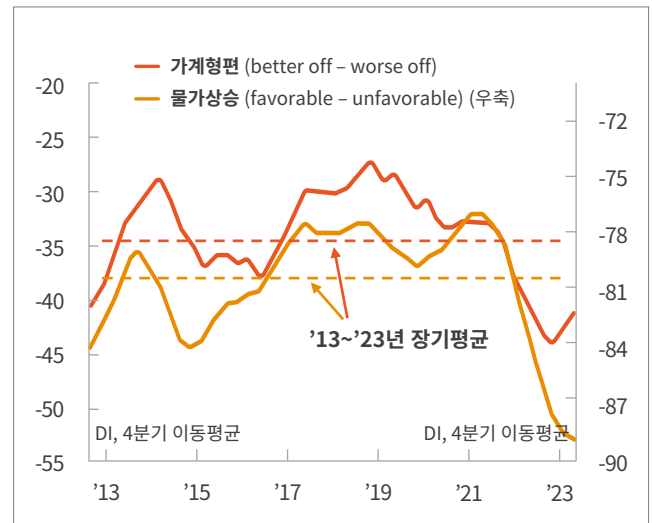
자료) Bloomberg

## 실질임금 상승률



자료) Bloomberg

## 가계의견조사



자료) BOJ, 국제금융센터

## 2. 일본경제 퍼즐 맞추기: 일본경제를 둘러싼 궁금증

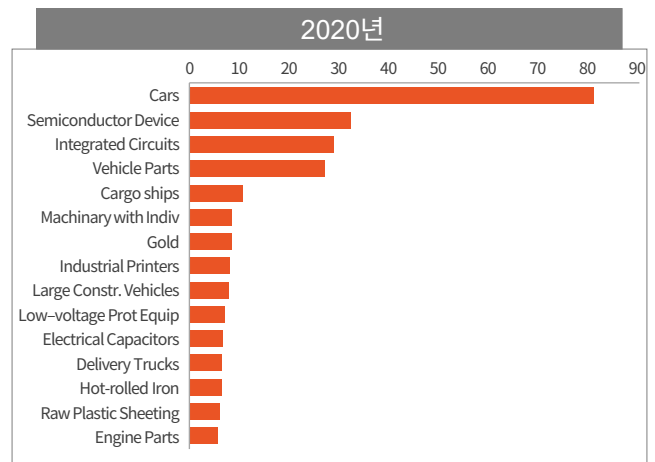
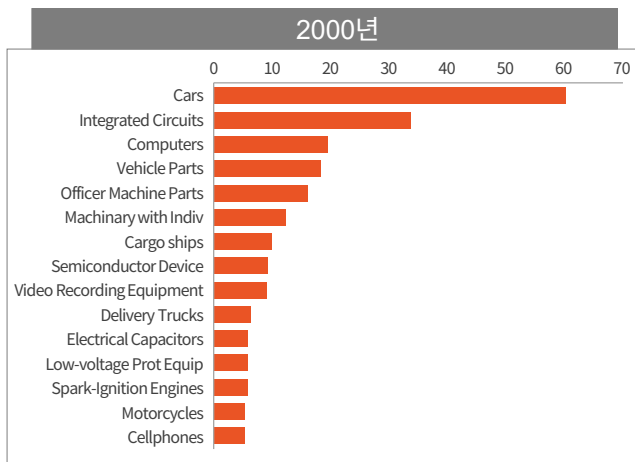
### 퍼즐 5 일본의 산업 경쟁력 및 한국과의 경합도는?

#### 일본의 산업 경쟁력

- 수출 품목을 살펴보면, 일본은 전통의 강점을 가진 자동차·반도체장비·자동차부품·기계류에 대해서는 변함 없이 강세 유지. 반면, 컴퓨터·비디오카메라·핸드폰 등은 디지털 전환 실패, 경쟁심화 등으로 주력 품목에서 사라짐
- 업종별로는 자동차, 소재/장비 분야 높은 경쟁력 보유. 최근 반도체 장비에 대한 관심 집중
  - 4차 산업혁명 및 미-중 무역분쟁(공급망 재편)으로 인해 반도체 산업 내 일본 위상 강화
  - 반도체 부문에서 일본의 총부가가치는 14%로 글로벌 3위. 특히 1980년대부터 육성된 반도체 소부장 기업들은 오랜 기간 기술이 축적되며, 글로벌 시장 내 확고한 입지 구축
- 반면 일본 산업에서 가장 필요한 요소는 디지털 트랜스포메이션(DX)
  - 디지털 경쟁력 순위(IMD)에서 일본은 매년 20-30위권에 랭크되며, 아시아 내 싱가포르, 한국, 홍콩, 대만, 중국에 지속적으로 뒤처짐

#### 일본 주력 수출품목의 변화

(단위: 십억 달러)



자료) 기사 종합, 하이투자증권

#### 반도체 분야별 시장 점유율

	시장 크기	분야별 Market Share						
		미국	한국	일본	대만	유럽	중국	기타
Desing SW	2%	96%	<1%	3%	0%	0%	<1%	0%
Core IP	1%	52%	0%	0%	1%	43%	2%	2%
Wafers	3%	0%	10%	56%	16%	14%	4%	0%
Fab tools	15%	44%	2%	29%	<1%	23%	1%	1%
ATP <sup>1)</sup> tools	2%	23%	9%	44%	3%	6%	9%	7%
Design	30%	47%	19%	10%	6%	10%	5%	3%
Fab	38%	33%	22%	10%	19%	8%	7%	1%
ATP <sup>1)</sup>	10%	28%	13%	7%	29%	5%	14%	4%
합계		39%	16%	14%	12%	11%	6%	2%

1) ATP: Assembly, Testing, Packaging / 자료) CSET Policy brief, 하이투자증권

#### 일본의 5대 과제

	'21	'22	'23
1	DX	DX	DX
2	5G	순환경제	기후변동
3	로봇	에너지 전환	에너지 전환
4	3D 프린터	수소사회	수소사회
5	언택트 사회	공급망	이차전지

자료) 도레이경영연구소



## 한-일 산업 경합도

### 한-일의 제조업 수출 경합도\*는 69.2('20년 기준)로 주요국 중 가장 높은 수준

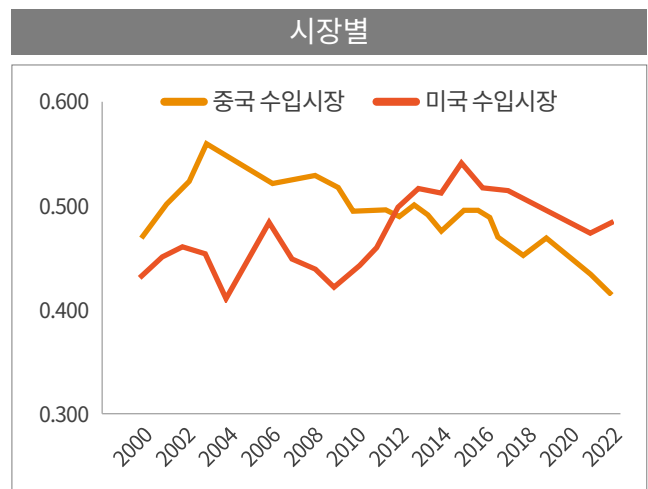
- [품목별] 석유제품, 자동차/부품, 선박, 기계, 반도체의 경합도가 높음
  - 10년 전('12년) 대비 반도체, 화학, 전기전자 부문은 경합도 소폭 감소 vs 자동차/부품, 섬유·의복은 증가
- [시장별] 중국 대비 미국 시장 경합도가 더 높음. 중국 경합도는 '03년 이후 지속 감소

\* 해외시장에서 양국간 경쟁 강도를 나타내는 지표로 수출 구조가 완전히 유사하면 100  
주요국 제조업 경합도: 한일(69.2), 한미(68.5), 한독(60.3), 한중(56.0) 順 (한국경제연구원, '20년)

### 한-일 대세계 수출 경합도(전 산업)

품목별			
	'12	'17	'22
석유제품	0.84	0.81	0.83
자동차 및 부품	0.63	0.69	0.66
선박	0.65	0.56	0.65
기계	0.57	0.58	0.58
반도체	0.57	0.50	0.53
섬유의복	0.45	0.47	0.51
철강/비철금속	0.53	0.51	0.51
화학공업제품	0.50	0.51	0.47
전기전자	0.50	0.52	0.46
농수산물	0.09	0.09	0.10
전 산업	0.48	0.46	0.46

자료) 무역협회



### 한-일간 높은 수출 경합도로 인해 엔저 현상 지속 시 한국 수출품에 불리

- 엔화 대비 원화가 평가절상될 경우, 수출 경합도가 높은 품목은 타격 불가피
  - 현재('24.4월) 원/엔 환율은 8.9로, '00년 이후의 평균치(10.6) 대비 원화 17% 고평가

### 원/엔 환율



자료) Bloomberg

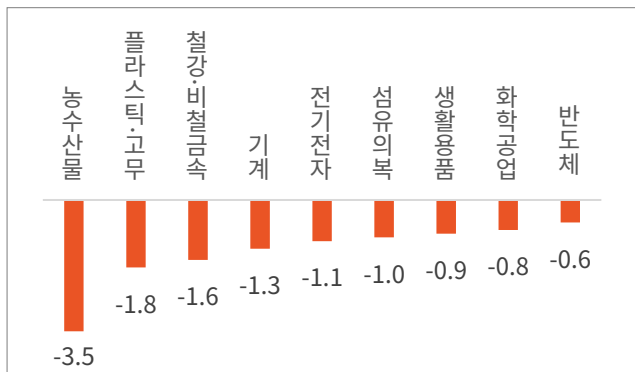
## 한-일 산업 경합도, 계속

### ● 다만, 한국 비교우위\* 품목의 경우 비교열위 상품 대비 상대적으로 엔저 영향도가 적음

- 엔화 평가절하 시 수출에 유의미한 영향을 받는 분야는 농수산물, 고무/가죽, 철강/비철금속, 기계류 순. 반면 반도체의 경우 가장 적은 영향을 받는 품목(무역협회, '22년)
- 반도체는 압도적 비교우위 품목으로, 가격탄력성이 낮아 엔저 영향 적은 것으로 판단

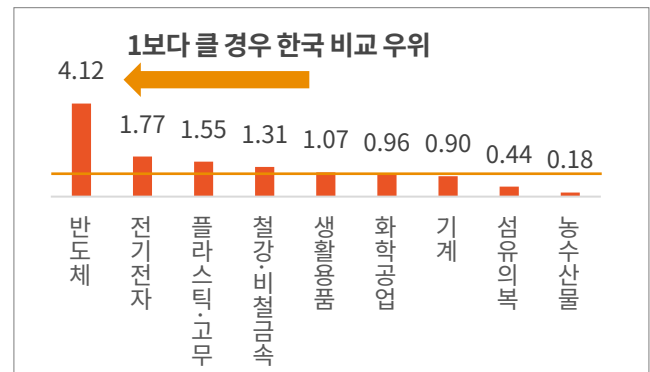
\* 현시비교우위지수(Revealed Comparative Advantage, RCA): 품목별 수출 경쟁력을 나타내는 지표. RCA가 1보다 크면 해당 국가의 특정 품목이 상대적인 수출 경쟁력(비교우위)을 가진다고 해석

#### 엔저(10%) 발생 시 한국 수출 물량 영향(%)



자료) 무역협회 (엔/달러 실질환율 변화 시 시뮬레이션)

#### 주요 품목별 현시비교우위지수(RCA\*)



자료) 무역협회

## 주요국과의 관계

### ● 주요국 경기와의 상관관계를 살펴보면

- 한국과 일본의 수출 모두 미국경기과 높은 상관관계를 보임
- 반면, 중국 경기와의 상관성은 일본이 한국보다 낮은 상황

☞ 미-중 무역분쟁 상황에서 일본이 상대적으로 유리한 구조에 놓여있음

#### 수출과 주요국 경기의 상관관계(2010년 이후)

	미국 경기와의 상관관계	중국 경기와의 상관관계
한국 수출	0.59	0.39
일본 수출	0.59	0.25

자료) 하이투자증권



View point

#### ✓ 엔화약세 및 미-중 무역분쟁 수혜국으로서 일본 제조업 경쟁력 강화 가능성 높음

- 한-일 수출경합도 높은 산업에 대해 세심한 관심 필요하며, 특히 반도체 분야에 주목

- 미국을 중심으로 우방 세력은, 엔저로 유리한 투자환경 구축된 일본에 투자

※ TSMC(대만) 1.2조 억엔, 삼성전자 400억 엔, 마이크론(미국) 5000억 엔 투자 예정

- 한-일은 반도체 강점 분야가 다르기 때문에, 일본 반도체 산업 강화가 한국에 직접적 위협이 되지는 않음. 다만, 공급망 관리를 위한 우호 관계 구축 필요

#### ✓ 엔화약세에도 한국 수출이 경쟁력을 갖기 위해서는, 비교우위 개선이 중요

- 수출 경쟁력 확보를 위해서는 외형적 성장을 통한 가격경쟁보다, 부가가치 창출·생산성 향상·신기술 등을 통한 근본적 경쟁력 확보가 필요

### 3. 시사점 - ① 실물경제 및 금융

#### 현황

- ✓ 엔저로 인한 수입물가 상승에 기반, 2% 이상의 소비자물가 상승 지속  
→ 디플레이션 탈출 기대 점증
- ✓ 슈퍼 엔저와 미-중 무역분쟁 수혜로 기업 실적 호조 → 주식시장 호황
- ✓ BOJ는 17년만에 금리를 인상하며, 마이너스 금리 시대 종료



#### View Point

#### 실물경제

- **실질임금 상승 전환 시, 일본경제 전반의 구조적 변화 가능성 존재**
  - '24년에도 2%대의 물가상승, 1% 이상의 경제성장 지속 전망
  - 엔저와 미중 무역전쟁에 따른 수혜로, 일본 내 설비투자 증가
  - 실질임금 증가 시, 기업이익호조의 온기가 가계로 전이되며 소비 부문 회복 전망

#### 금융시장

- **[주식] 사상 최고치 경신에도 불구하고, 기업이익 및 Valuation 측면에서는 과열 상황 아님**
  - Earning: 엔화약세 기반 기업 실적 호조
  - Multiple: 과거 평균 대비 다소 높은 수준(20% 내외)이나, 과열국면은 아님. 脱중국 외국인 투자자금 유입과 일본정부의 적극적 주주환원 정책에 기인
- **[환율] 미-일 금리차에 기인한 슈퍼엔저 현상은 '24년 말로 갈수록 완화될 것으로 전망**
  - '24년 하반기 이후 '미 연준의 금리인하 & BOJ의 금리인상' 기대감 높아지며, 양국간 금리차는 줄어들 것 → 달러 약세 전환에 따라 엔/달러 환율 하락 전망
  - 단, 글로벌 불확실성(지정학적 리스크, 인플레이션 지속 등)으로 인해 미국 금리인하가 지연될 수 있어, 엔화강세 추세로의 급격한 전환 가능성은 낮음
- **[금리] BOJ의 통화정책 전환에 따라, 시장금리는 완만한 상승세를 보일 것으로 전망**
  - 다만 일본정부의 막대한 부채 규모와 '물가상승-암금증가'의 실물경제 선순환 구조 확인이 필요한 만큼, 금리인상 속도는 빠르지 않을 것



### 3. 시사점 - ② 산업

#### 현황

- ✓ 과거 대비 수준은 감소했으나, 일본은 여전히 한국과 가장 높은 수출 경합도를 보이는 국가
- ✓ **일본은 자동차 및 부품, 기계·반도체·로봇 관련 소재/장비 분야에 강점을 가진 반면, 디지털 트랜스포메이션(DX)은 취약**
- ✓ 주요국 경기와 한/일 수출의 상관관계를 살펴보면, 미국에 대해서는 한/일 양국이 유사한 상관도를 보이고 있으나, 중국에 대한 상관도는 한국이 더 높음



#### View Point

#### 일본 대비 한국의 산업 경쟁력 강화 방안

##### ● 디지털 부분의 초격차 구축

- 한국의 DX 경쟁력은 세계 6위, 인구 2천만명 이상 국가 중에서는 2위(1위는 미국)  
- 분야별로는 신기술 적응도, 과학기술, 사업능력에서 글로벌 Top 수준이지만, 규제 및 자본여건, 인재육성 부분의 경쟁력이 뒤쳐지는 상황

##### 세계 디지털경쟁력 평가('23년)

[전체 순위]

1위	2위	3위	4위	5위	6위	7위	8위	9위	10위
미국	네덜란드	싱가포르	덴마크	스위스	한국	스웨덴	핀란드	대만	홍콩

[세부 분야별 한국 순위]

미래준비도			환경			지식		
신기술 적응도	사업능력	정보기술통합	규제여건	자본여건	기술여건	인재	교육훈련	과학기술
1	3	12	26	24	8	31	6	2

자료) IMD (스위스 국제경영개발원)

- 일본과 경합 분야 제조업 경쟁력도 중요하지만, DX 강점을 살려 디지털 초격차화 구축.  
이를 위해 규제 완화, 세제혜택 등의 투자 지원, 인재 육성을 위한 산학 협력 필요
- 또한 한국의 디지털 경쟁력을 활용하여, AI를 중심으로 하는 미래 산업으로의 전환 중요. 다만, 로봇·반도체 등 미래 핵심산업 장비 분야에서 일본의 입지가 확고한 만큼, 중장기적으로 해당 장비의 국산화 추진하되, 일본과 우호적 기술 협력 관계 유지 필요

##### ● 중국에 대한 의존도를 낮추고, 인도·아세안·중동 등 시장 다변화 추구

- 중국은 여전히 한국의 1위 수출국(전체 수출 내 중국 비중: '18년 26.8% → '23년 19.7%)
- 미-중 무역분쟁 지속에 따라 공급망 및 수출처 다변화 필요

## Author Contacts

**이은영** 상무

삼일PwC경영연구원

eunyoung.lee@pwc.com

**오선주** 책임연구위원

삼일PwC경영연구원

sunjoo.oh@pwc.com

삼일PwC 경영연구원

**최재영** 경영연구원장

jaeyoung.j.choi@pwc.com

[www.samil.com](http://www.samil.com)

삼일회계법인의 간행물은 일반적인 정보제공 및 지식전달을 위하여 제작된 것으로, 구체적인 회계이슈나 세무이슈 등에 대한 삼일회계법인의 의견이 아님을 유념하여 주시기 바랍니다. 본 간행물의 정보를 이용하여 문제가 발생하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 법적 책임도 지지 아니하며, 본 간행물의 정보와 관련하여 의사결정이 필요한 경우에는, 반드시 삼일회계법인 전문가의 자문 또는 조언을 받으시기 바랍니다.

S/N: 2405W-RP-031

© 2024 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. “PricewaterhouseCoopers” refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.