

글로벌 경제동향 속보

핫이슈

2008. 10. 27.

일본 주가변동성 확대 요인

목차

- I. 서브프라임 사태 이후 각국의 주가 추이
- II. 일본 및 주요 증시의 변동성 추이
- III. 최근 일본 주가의 변동성 확대 요인
- IV. 평가 및 전망

작성 : 정호성 수석연구원
(panco88@seri.org)
02-3780-8048

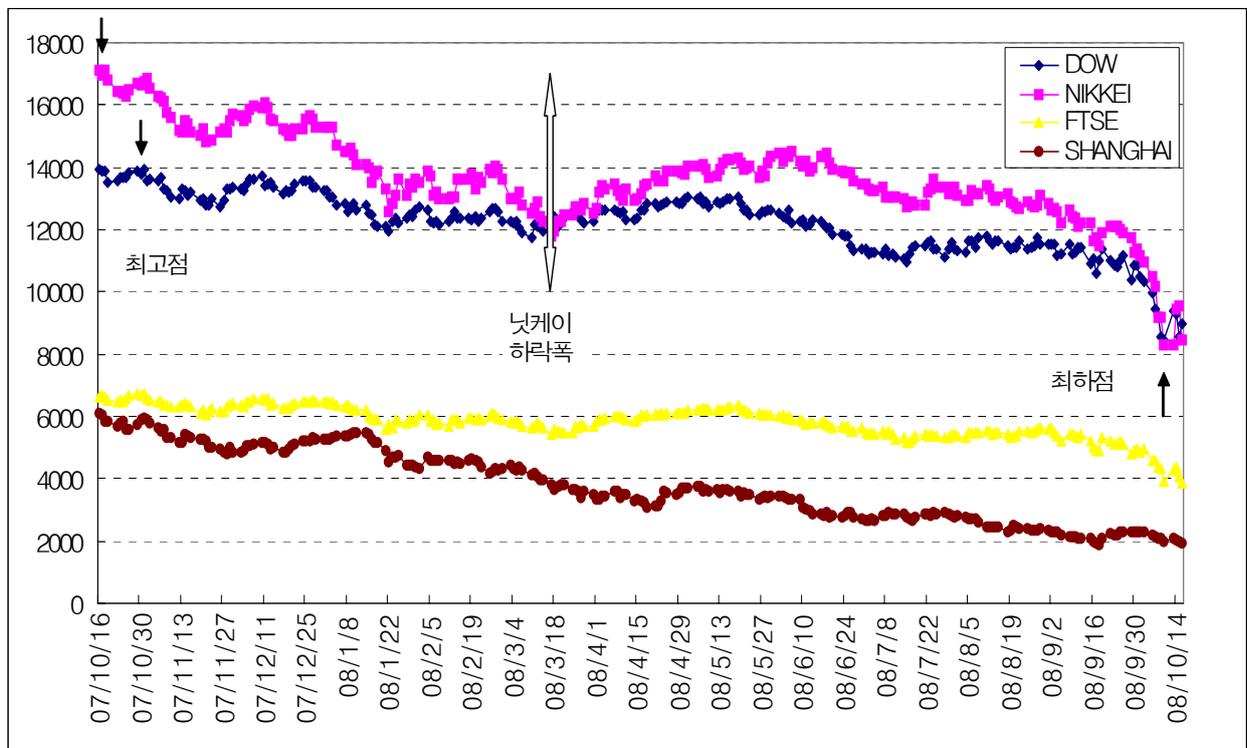
I. 서브프라임 사태 이후 각국의 주가 추이

최근 1년간 세계 주요 증시는 전체적인 하락기조

□ 최근 1년간 글로벌 금융위기의 여파로 전 세계 증시는 꾸준히 하락

- 특히 다우와 닛케이 지수는 2007년 9월 서브프라임 사태로 인한 금융위기의 직간접적인 영향권 안에 들면서 큰 폭으로 하락
- 다우 지수는 2007년 10월 31일 1,3930.0의 최고점과 2008년 10월 10일 8,451.2의 최저점을 기록하며 1년간 약 40%가 하락
- 닛케이 지수도 2007년 10월 16일 1,7131.9엔에서 2008년 10월 10일 8,276.4엔으로 1년 사이 절반 이하로 추락

최근 1년간 주요국 주가 지수



주: 2007년 10월 16일 2008년 10월 16일 기간, 총 263일

자료: Thomson Reuters, Datastream.

닛케이 지수의 역대 하락률 순위

순위	일시	하락률(%)	요인
1	1987.10.20	14.90	블랙먼데이(뉴욕 주가 대폭락)
2	2008.10.16	11.41	미 금융위기 中 (10월 10일, 9.62% 등)
3	1953.03.05	10.00	스탈린 폭락(스탈린 중태 보도)
4	1970.04.30	8.69	'이어나기 경기'말 변동
5	1971.08.16	7.68	닉슨 쇼크 (금과 달러의 교환 정지)

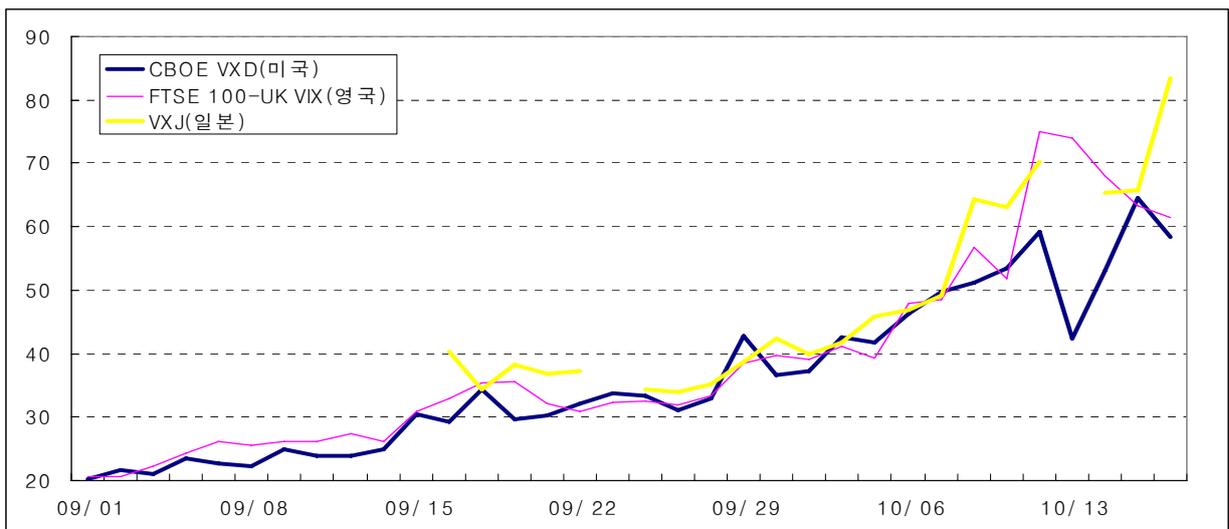
주: 2008년 10월 들어서 9% 이상 하락률만 3회 기록

금융시장의 변동성도 최고조에 도달

□ 급격한 하락세와 함께 증시변동성도 점차 확대

- 리먼 쇼크를 기점으로 다우, FTSE, 닛케이 등 선진국 주요 증시의 변동성(Volatility Index)이 급상승
- 시카고 옵션거래소(CBOE)의 DJIA VIX(VXD)¹⁾ 지수도 10월 15일 64.52로 최고점 기록

주요국의 VIX 지수 추이



주: VXJ 지수는 오사카 대학 금융보험교육연구센터가 닛케이225 옵션 가격에 근거해 작성하는 지수로서 시카고 옵션거래소(CBOE) VIX의 산출방식을 따름

자료: Thomson Reuters, Datastream.

¹⁾ Dow Jones Industrial Average Volatility Index

II. 일본 및 주요 증시의 변동성 추이

일본 주가는 하락폭과 변동성에서 타 증시를 압도

□ 서브프라임 사태 이후 일본의 주가변동성²⁾은 타 선진국 증시를 압도

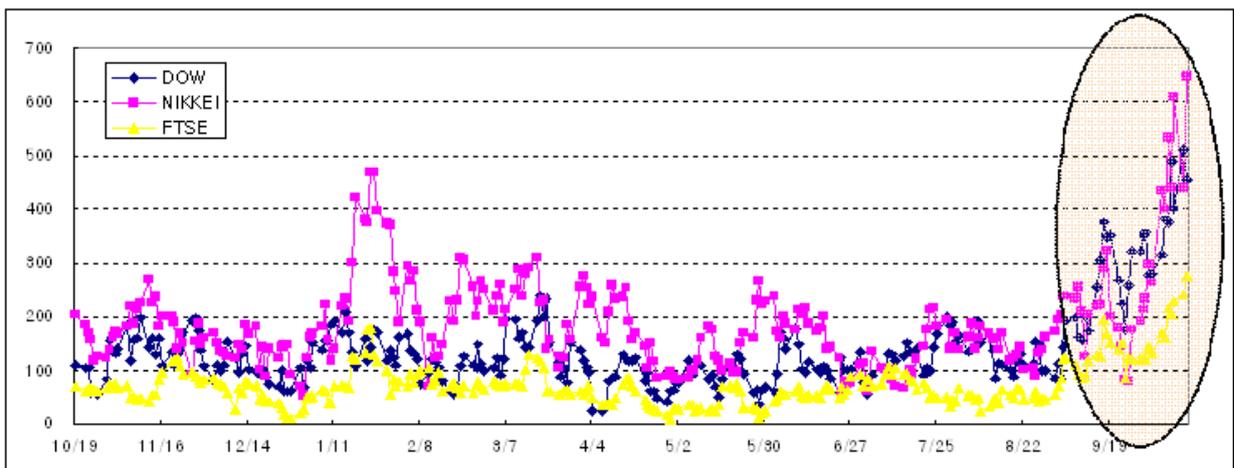
- 실제로 지난 1년간 상하이 증시에 비해서는 안정적이었으나 미국, 영국 증시보다는 큰 변동성을 보여왔음
- 최고점 대비 하락률은 51.7%로 선진국 증시 중 최대이며 주가변동성의 주요 지표인 표준편차도 1,511.7로 최고

최근 1년간 세계 주요 증시의 주가변동성

구분	DOW	FTSE	NIKKEI	KOSPI	SHANGHAI
표준편차	996.5	520.2	1511.7	178.5	1168.0
최대	13930.0	6721.6	17137.9	2064.9	6092.1
최소	8451.2	3861.4	8276.4	1213.8	1895.8
하락폭	5478.8	2860.2	8861.5	851.1	4196.2
변동률	39.3%	42.6%	51.7%	41.2%	68.9%

주: 변동률=(최고점-최저점)×100/최고점

최근 1년간 일일 주가변동폭



주: 금일 증가에서 전일 증가를 뺀 값의 절대치

자료: Thomson Reuters, Datastream.

²⁾ 주가변동성은 일반적으로 VIX 지수로 나타낼 수 있으나 산출방식 등에 차이가 있어, 기간 내 전 주가의 표준편차, 일일 변동률 등을 대리변수로 활용해 비교

□ 특히 리먼 쇼크 이후 한 달간 일본 증시의 변동성은 최고조를 시현

- 지난 9월 15일부터 10월 16일까지 일일 평균 주가변동률은 1위

주가변동성 비교(2008.9.15~10.16)

증시	NIKKEI	DOW	FTSE	SHANGHAI	KOSPI
표준편차	1352.9	951.1	441.9	135.9	82.4

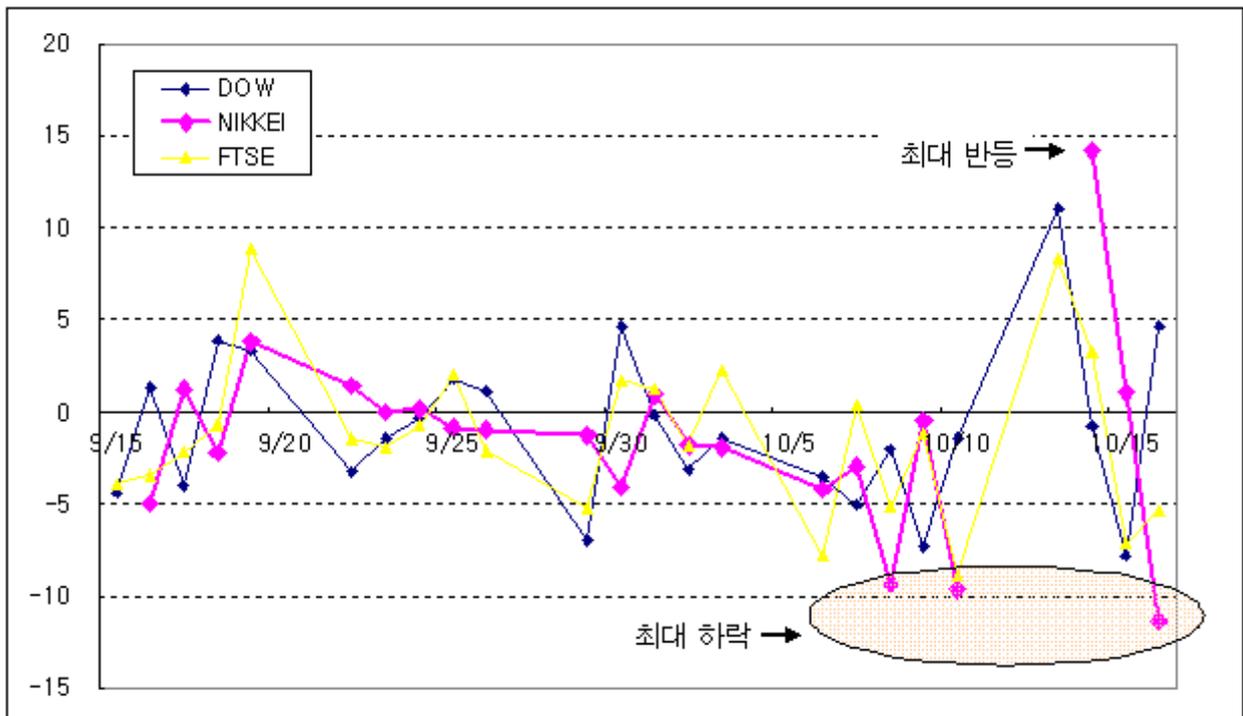
주: 기간 내 전체 샘플의 표준편차

- 특히 10월 이후 일일 주가변동률에서도 미국과 영국 증시를 압도

· 하락폭뿐만 아니라 반등폭도 타 증시보다 큰 것이 특징

최근 한 달간 일일 주가변동률

(단위: %)



주: 전일 증가 대비 등락률

자료: Thomson Reuters, Datastream.

Ⅲ. 최근 일본 주가의 변동성 확대 요인

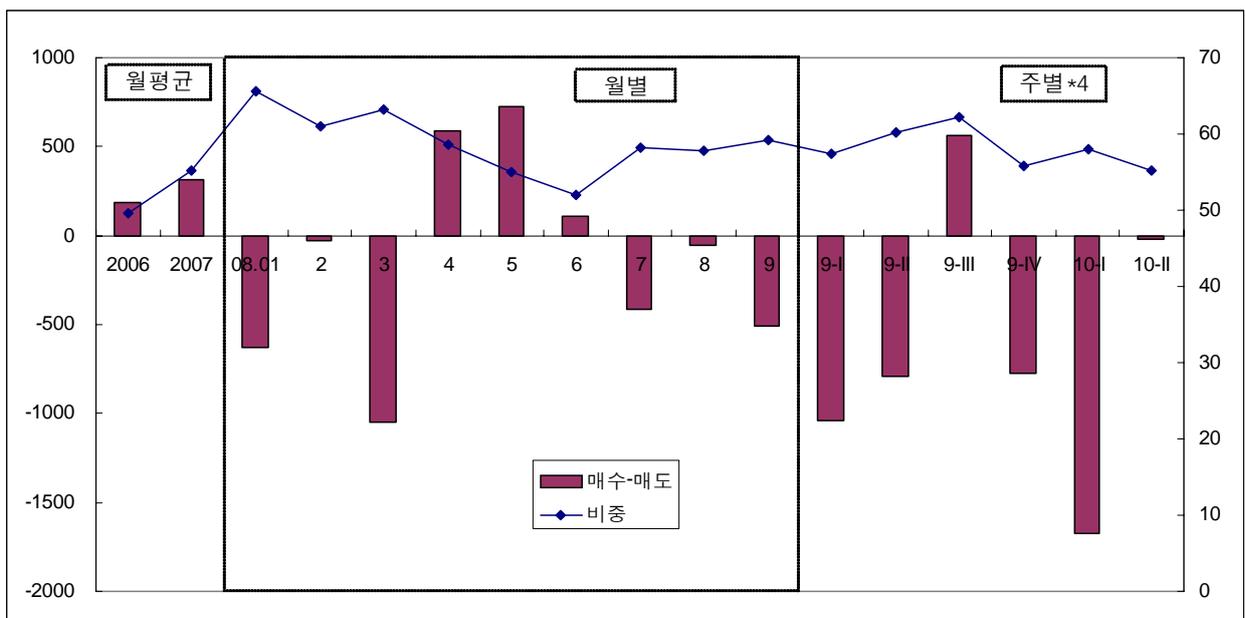
급격히 증가한 외국인 주식 매매가 주가변동성 확대의 최대 요인

□ 외국인 투자자의 거래 비중이 증가하면서 외국인 매매변동이 전체 주가 변동에 결정적 영향³⁾

- 2007년 이후 외국인 투자자의 주식 거래량은 전체의 50% 이상을 차지하고 있으며 2008년 10월 현재 60%에 육박
- 2008년에 들어서 외국인 투자자의 매도 우위와 매수 우위가 급변동한 것이 전체 주가의 변동폭을 확대시킨 요인
 - 10월 2주차(6일10일)에는 단일 주간 거래로는 연중 최고치인 1,130만 주를 거래

도쿄증권거래소 외국인 매매 추이

(위: 천 株, %)



주: 20062007년은 월평균, 2008년 9월 1주부터 10월 2주차까지는 월 기준 환산 추정치
 자료: 도쿄증권거래소 1부, 통계정보

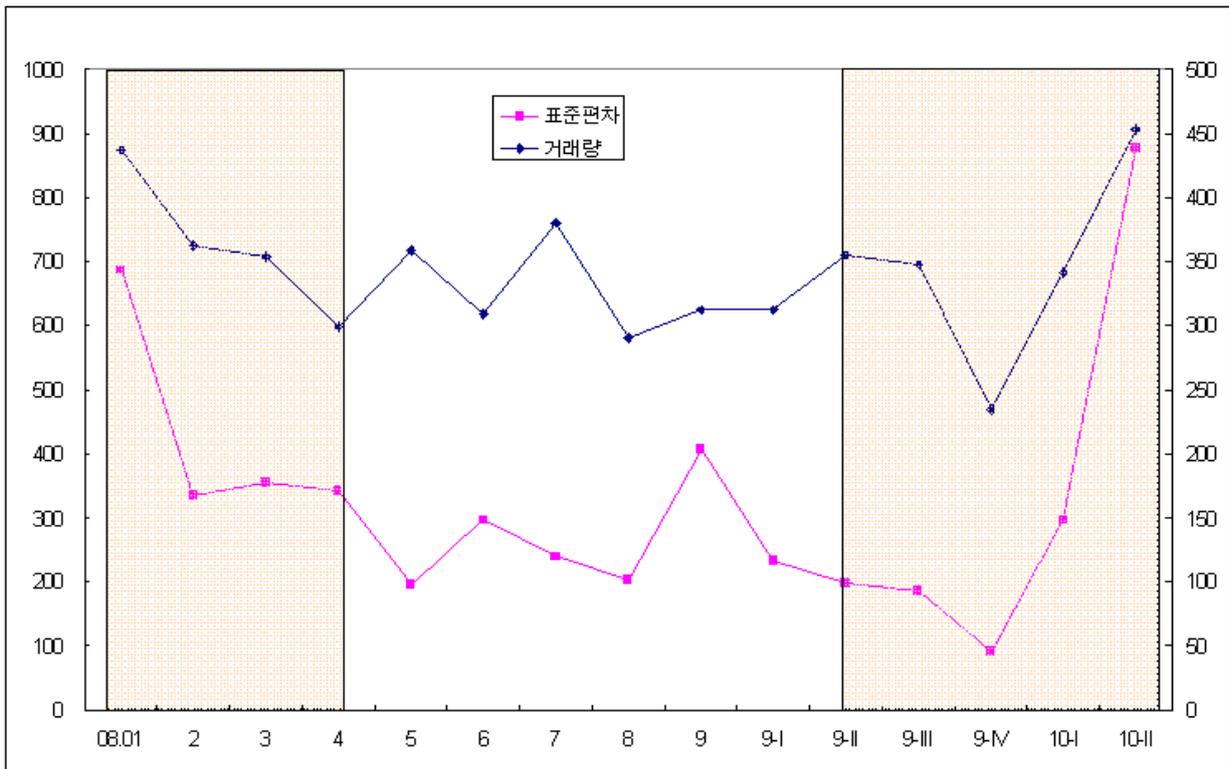
³⁾ 최근 3년간 외국인 주식 소유 비중은 26~28%이나 거래 비중은 50~60%로 높은 수준

□ 외국인 투자자의 거래 동향과 주가변동성은 밀접한 상관관계

- 외국인 전체 거래량과 주가변동성 간에 양의 상관관계를 시현
- 9월 2주차 이후에는 두 변수 간 움직임이 거의 유사

외국인 거래량과 주가변동성 간 상관관계

(단위: 10만 株)



주: 기간 내 전체 주가의 변동성을 표준편차로 대체(주 단위 거래량은 월 단위로 환산)

자료: Thomson Reuters, Datastream.

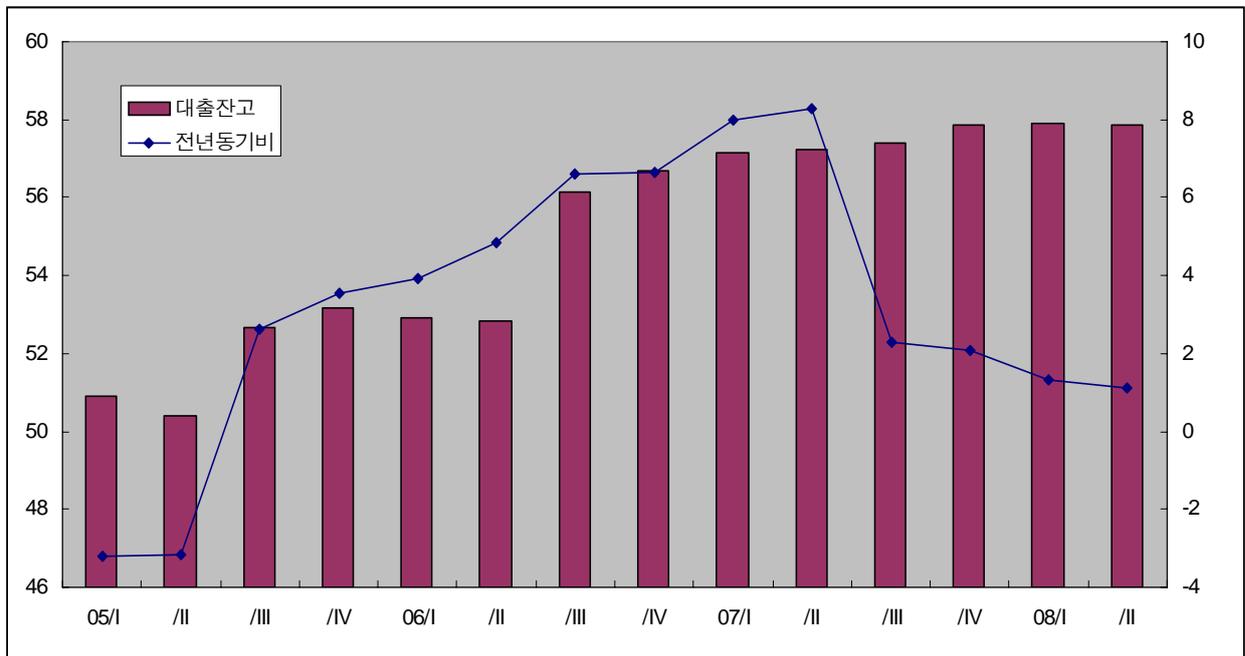
- 주가변동성과 외국인 전체 거래량의 선형회귀분석 결과에서도 두 변수 간 유의한 상관관계가 입증
- 표준편차 = $-633.9 + 2.81(\text{P-value}, 0.001) \times \text{거래량}$ 의 관계로 유의
- 이는 글로벌 금융불안으로 일본 주식시장에 기 투자된 외국 자본이 단기적으로 급격히 이동하면서 증시불안을 고조시켰음을 시사

부동산 및 건설경기의 침체로 인한 '미니버블'의 붕괴도 변동성을 증폭

- 2002년 2월부터 시작된 戰後 最長の 경기확대 영향으로 2005년 말부터 수도권 상업지를 중심으로 미니버블이 형성
 - 2007년 9월 전까지 외국인 투자, 펀드 등의 풍부한 자금이 부동산 투자 신탁(J-REIT)을 통해 도심부로 유입되며 가격 상승을 유도
 - 2007년 기준 지가 변동률을 보면, 상업지 기준 도쿄 8구 24.2%, 도쿄 권 12.1%, 3대 도시권 10.4% 등 지가 상승이 현저
 - 국내 은행의 부동산 대출잔고도 2005년 6월 말 전년 동기 대비 3.1% 감소로 저조했으나, 2007년 6월 말에는 전년 동기 대비 8.3%까지 증가

은행의 부동산 대출잔고 추이

(단위: 조 엔, %)



자료: 일본은행

- 서브프라임 사태로 인한 금융위기가 가시화되면서 미니 버블이 붕괴 상황에 직면

- 고급 아파트에 대한 수요감소, 외국자본의 투자회수 등으로 지가가 하락세로 전환되고 부동산 대출도 정체
 - 2008년 7월 1일 기준 전국 상업지 평균 지가는 전년비 -0.8% 하락⁴⁾했으며, 부동산 대출도 2008년에 들어서 1%대로 증가율이 정체
 - 리먼브러더스 일본 법인의 파산 등 금융위기 여파로 외국인 투자자의 부동산 이탈이 가속화되고 국내 부동산 관련 상장폐지가 속출
 - 메릴린치 일본증권이 부동산 투자은행 부문을 폐쇄했으며 독일 West LB 은행도 부동산 업무를 청산
 - 지난 9월 19일 부동산 개발회사 Humans21이 파산을 신청했으며, 10월 9일에는 상장 REIT사 중 처음으로 뉴시티레지던스가 파산⁵⁾
- 외국인 투자자의 매매 변동에 의한 J-REIT의 변동성 확대가 증시변동성 확대로 연결
- 최근 부동산 전반에 걸친 자금 흐름이 글로벌화되면서 J-REIT 시장에서 외국인 투자자의 영향력이 급격히 확대
 - 견조한 펀더멘털(공실률, 임대료 등)에 착안한 외국인 투자자가 2006년 12월 2007년 5월에 약 4,450억 엔을 집중 매수(10월 이후 거래의 50% 이상을 지속적으로 유지)
 - 하지만 2007년 5월 이후 외국인 투자자에 의한 매도, 매수가 반복되면서 J-REIT의 변동성이 급격히 확대
 - 주간 J-REIT Volatility도 35%까지 상승해 고수준에서 정착
 - J-REIT와 닷케이 지수의 Volatility 간 상관관계도 2007년 9월 이후 80%에 접근⁶⁾

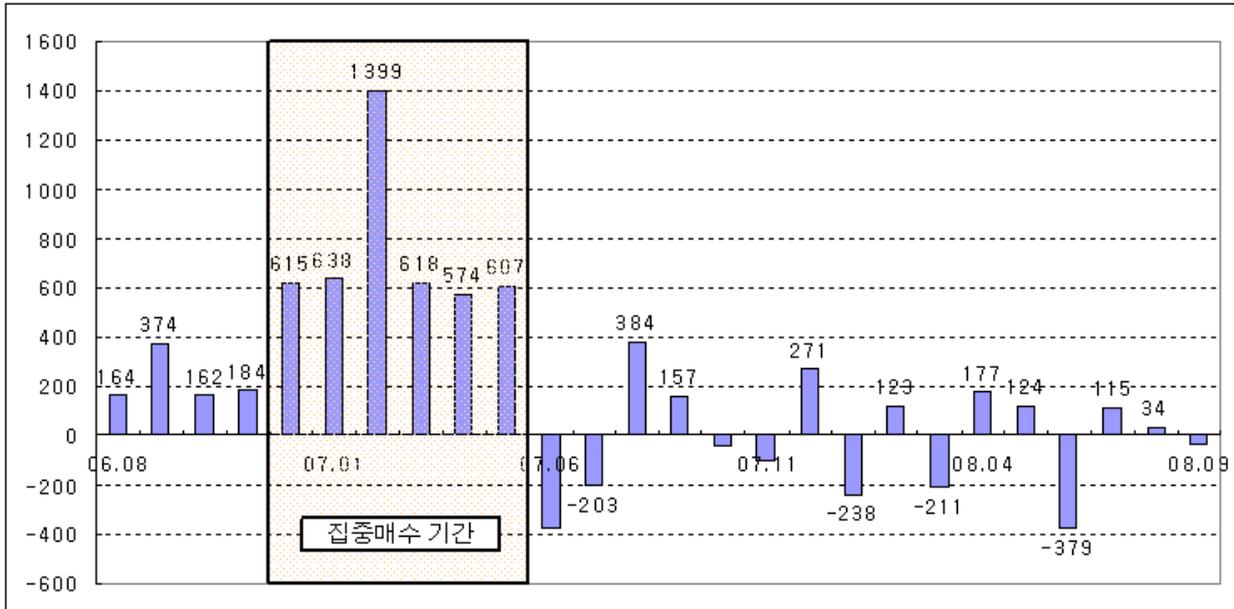
⁴⁾ 도쿄, 오사카, 나고야 등 3대 도시는 3년 연속 상승하고 있으나 2007년 5.1% 상승에 비해 크게 낮은 1.7%의 상승률에 그침

⁵⁾ 뉴시티레지던스의 파산으로 J-REIT 지수는 10일 전일비 11.99%를 하락한 734.1포인트를 기록하면서 사상 최저치를 경신

⁶⁾ QBR(Quick Business Research) 投信(2008.5.14), "J-REITのVolatility上昇の背景."

외국인 투자자의 REIT 매매 동향 (2006년 8월 ~ 2008년 9월)

(단위: 억 엔)



주: 플러스는 매수 상위, 마이너스는 매도 상위

자료: 도쿄증권거래소 1부, 통계정보

도요타 등 수출기업 주식의 집중 매도가 변동성 확대에 일조

□ 해외경기 동향에 수익이 크게 좌우되는 글로벌 기업의 주식을 중심으로 매도가 집중

- 도요타, 소니 등 세계경기에 따라 수익 변동이 큰 글로벌 기업들이 일본 증시의 핵심

· 9월 말 기준 일본의 주식 시가총액은 약 348조 엔으로 이중 시가 총액 1위 도요타가 약 15조 엔 (비중 4.34%)

- 리먼브러더스 파산 이후 금융위기가 세계 실물경제에 본격적으로 파급될 것을 우려한 외국인 투자자들이 도요타 등 수출 기업株를 집중 매도

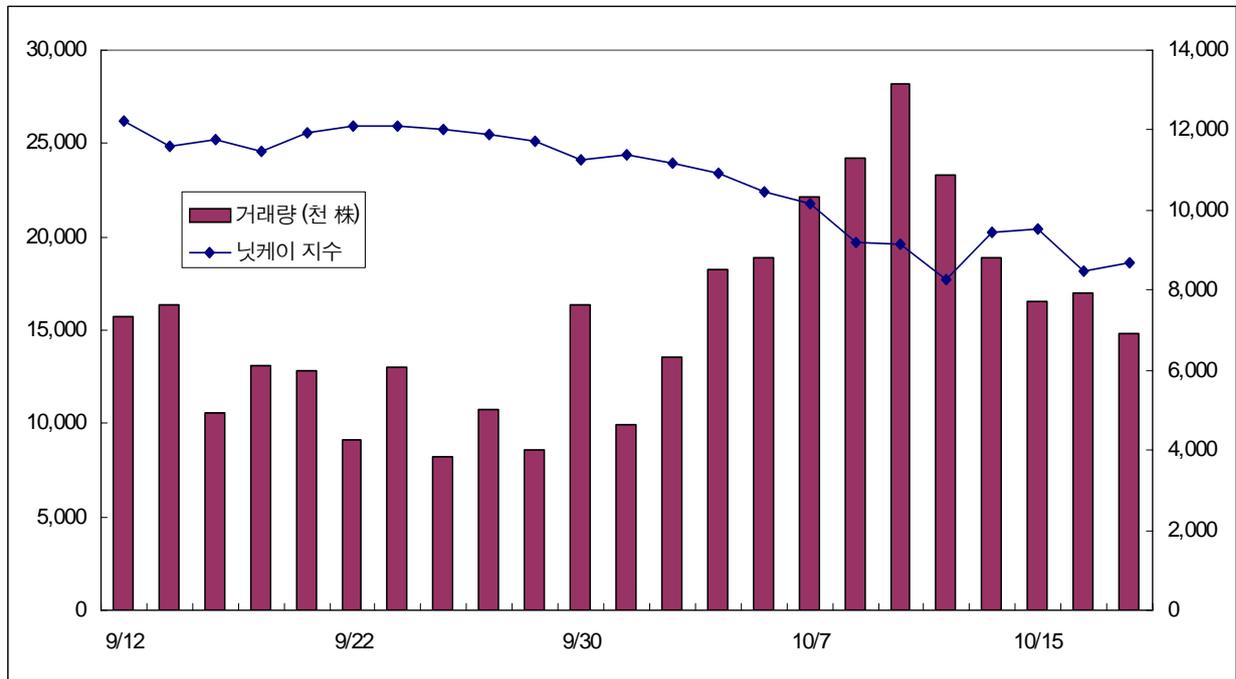
· 8월 무역통계에서는 대미수출이 전년 동월비 22% 감소

· 주가가 급락한 10월 3일~10일에 도요타 주식 거래량이 급증⁷⁾

⁷⁾ 해외 금융시장의 혼란으로 대다수의 외국인 투자자가 보유하고 있으며 환금성도 높은 도요타 등의 주력 주식이 매도 대상이 될 가능성이 높아짐

도요타 주식 거래량과 닛케이 지수

(단위: 천 株)



자료: 도쿄증권거래소 1부, 통계정보

□ 그 결과 수출 관련 기업주를 중심으로 주가하락률이 커지면서 전체 주가의 하락폭을 확대

- 자동차, 전자, 철강 등의 업종을 중심으로 하락폭이 확대

· 리먼브러더스 파산 직전인 9월 12일~10월 10일까지 자동차, 전자, 철강 등의 하락률은 30%에 육박

주요 수출관련주 하락률과 하락 요인

구분	하락률(%)	하락 요인
도요타	32.7	대미 수출 하락 우려, 환금성 대상
소니	35.9	박형TV 가격 하락 압력(해외 매출 비중 80%)
미쓰비시상사	33.4	원유가 하락으로 실적저하, 신흥국 경기침체
신일본제철	38.0	세계적인 철강수요 감소

주: 9월 12일과 10월 10일 종가 기준

IV. 평가 및 전망

일본 주가변동성 상승은 심리적인 요인이 클 가능성

- 외국인 투자자들이 펀더멘털에 의해 설명할 수 없는 수준까지 매도를 집중시켜 하락폭이 확대
 - 외국인 투자자들이 기업의 재무상태나 수익정보다는 구미의 신용위기에 대비하기 위해 현금유동성을 긁어 모으는 과정에서 일본의 우량주도 대거 매도
 - 최근 한국도 이와 비슷한 상황에 직면
 - 8월 이후 유로 대비 엔고가 가속화되면서 상대적으로 하락폭이 적다고 인식한 유럽의 투자자들도 일본 주식을 매각 대상으로 선정
 - 2008년 8월 이후 금융위기의 와중에 진행된 자민당 총선도 외국인투자자에게는 정치적 불안으로 비쳐져 매도우위를 촉발
- 일본 투자자들도 버블 붕괴라는 트라우마로 인해 심리적 불안감이 증폭
 - 리먼브러더스의 파산으로 미국발 금융위기가 더 이상 '강 건너 불'이 아니라는 인식이 순식간에 확산
 - 파산으로 인한 일본의 직접적인 손실은 약 16억 7천만 달러(1700억 엔) 규모로 크지 않은 수준
 - 리먼브러더스의 파산은 일본 투자자들에게 1997년 야마이치(山一) 증권사의 파산을 상기시킴
 - 리먼이 발행한 1,950억엔 규모의 사무라이펀드의 채무 불이행으로 일본 투자자들도 신용 리스크에 대해 크게 예민해진 상태

서브프라임 사태로 인한 일본 금융시장의 직접적인 영향은 제한적

- 서브프라임 사태로 인한 일본 금융기관의 손실이 구미에 비해 한정적
 - 서브프라임 관련 상품의 보유잔고는 2008년 6월 기준 약 9,580억 엔이며 실현된 손실액도 약 7,540억 엔⁸⁾
 - 이는 BoA(Bank of America) 단일 은행의 손실액 2조 4,300억 엔에 비해 미미한 수준
- 오히려 서브프라임 사태로 손실을 입은 美 투자은행을 매수해 금융과위를 과시
 - 미쓰비시UFJ는 모건스탠리 주식의 약 1020%에 해당하는 최대 9,000억 엔의 출자를 결정(9월 22일)
 - 리먼브러더스의 중동, 아시아 태평양 부문을 인수한 노무라증권도 채권 부문을 보장하기 위해 유럽의 은행을 대상으로 제2의 매수대상을 탐색 중인 것으로 알려짐⁹⁾

기업의 펀더멘털은 양호하나 주가변동성 확대는 당분간 지속

- 일본기업의 경쟁력은 높은 수준이며 증시도 여전히 매력적
 - 상장기업 결산을 보면 2008년 2/4분기에는 금융위기의 여파로 이익이 감소했으나 1/4분기까지는 6년 연속 이익 증가를 실현
 - 경상이익률도 5.9%로 IT 버블의 붕괴로 최종손익이 적자로 전락한 2002년 1/4분기에 비해 3.5%p 증가

⁸⁾ 일본 금융청, 통계자료

⁹⁾ 週刊エコノミスト (2008.10.7), 熊野 英生, "円高、輸出減のダブルパンチ"

- 일본기업에 의한 외국기업의 M&A도 큰 폭으로 증가
 - 2008년 1월~9월 M&A 금액은 6조 엔을 넘어서면서 전년 동기간에 비해 3.5배나 확대¹⁰⁾

 - 도요타 등 주요 기업의 PBR도 상대적으로 낮은 수준으로 금융위기가 일 단락되면 주가 재상승 여력은 충분 ¹¹⁾
- 하지만 금융위기가 진정되더라도 당분간 변동성이 큰 상태가 지속될 가능성
- 10월 중순 이후에도 주요국의 경기지표나 기업실적 발표가 있을 예정
 - 최근 들어 경기지표나 기업결산에 민감하게 반응하는 투자자가 증가하는 추세

 - 상승장에서는 주가가 타 증시에 비해 큰 폭으로 오르며 변동성의 확대 요인으로 작용할 가능성
 - 14일 주가반등률은 미국의 11.08%, 영국 8.26%를 상회

¹⁰⁾ 『日本經濟新聞』(10월 13일), "競争力高め,再編に備えを"

¹¹⁾ 2008년 10월 10일 도쿄증권거래소 1부 기업의 PBR은 1배 이하로 감소