

뒤늦은 30년! 일본 자본시장 머니 무브 정책 알아보기

2026년 3월 30일

Contents

1. 일본의 거버넌스 개혁, 머니 무브 정책 배경	4
2. 일본의 정책 성과: 주가/경제	29
3. 일본의 정책 성과: 기업 거버넌스	33
4. 일본의 정책 성과: 머니 무브	42



Executive Summary

(1) 일본의 거버넌스 개혁, 머니 무브 정책 배경

- 1990~2010년까지 일본 잃어버린 20년. 2013년 아베노믹스 세번째 화살인 '성장 전략'은 일본 산업 부흥과 기업의 글로벌 경쟁력 확대를 목표
- '성장 전략'의 일환으로 이토 보고서에서 일본 기업의 경쟁력 강화를 위한 자본 효율성 경영과 이사회 역할 등을 강조. 기업 거버넌스 개혁 배경
- 2022년 기시다 내각은 경제 성장과 기업 이익이 가계로 돌아가지 않는다는 문제 인식. '새로운 자본주의' 출범 통해 '저축에서 투자로' 전환 목표

(2) 일본의 정책 성과: 주가/경제

- 2024년 2월 22일 일본 니케이225 지수는 39,098pt를 기록하며 1989년 12월 이후 34년만에 역대 최고치를 경신. 되찾은 30년!
- 아베 2기 내각 출범 이후 토픽스 업종별 성과를 보면 상사, 전자기기, 기계 등이 아웃퍼폼. 해외 수출 비중 높은 업종 중심 성과 아웃퍼폼
- 일본 기업의 경상이익은 2010~2020년대 꾸준히 확대. 잠재성장률도 개선. 일본 증시는 경제와 기업들의 펀더멘탈 개선에 강세를 보인 것

(3) 일본의 정책 성과: 기업 거버넌스

- '14년 스투어드십 코드 도입과 '15년 기업 거버넌스 코드 도입, 회사법 개정 등을 통해 일본 정부는 기업 거버넌스 개선 지속
- 도쿄증권거래소는 2023년 기업 이사회에 '자본비용과 주가를 의식한 경영 실현' 의견을 공식 요청. 이사회에 실질적인 행동 변화를 목표한 것
- 정책보유주식 및 중복상장 감소세. 기업의 투자자와 대화도 늘어남. 기업의 수익성과 효율성 개선 움직임

(4) 일본의 정책 성과: 머니 무브

- 2010년대 이후 기업 거버넌스 개선에 일본 증시에서 외국인 지분율 증가. 정보 비대칭성 줄어 중형주의 외국인 비중 확대도 눈에 띈
- 2020년대 기시다 내각 '자산소득배증 계획' 실시 이후 가계 머니 무브도 본격화. 新NISA 출범이 결정적. 新NISA를 통한 위험자산 투자 확대
- 2020년대 인플레이션 압력 높아지면서 예금의 투자 매력도를 감소시킨 점도 가계의 머니 무브 발생시킨 요인. 정책과 환경의 조화



I. 일본의 거버넌스 개혁, 머니 무브 정책 배경



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

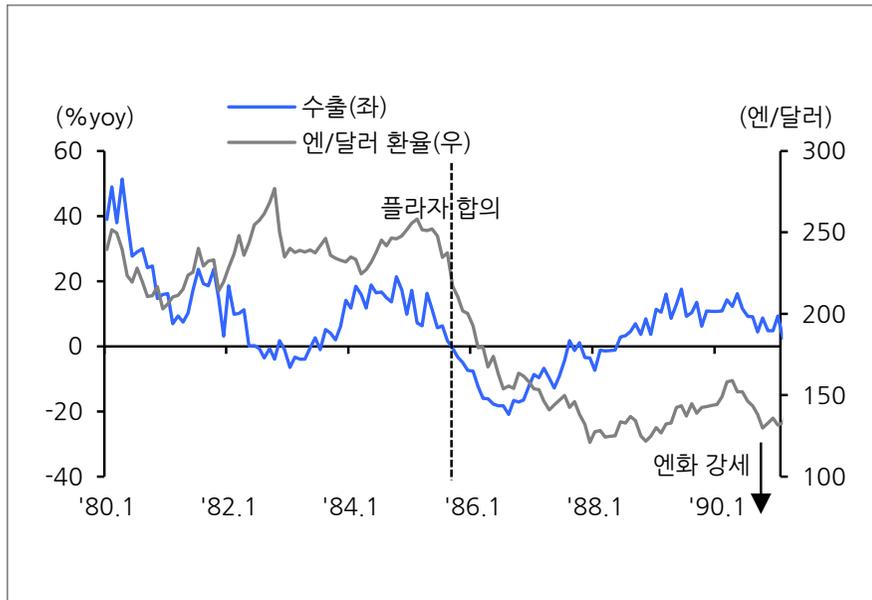


GLOBALITY

일본 잃어버린 20년 다시보기: (1) 플라자 합의와 버블의 시작

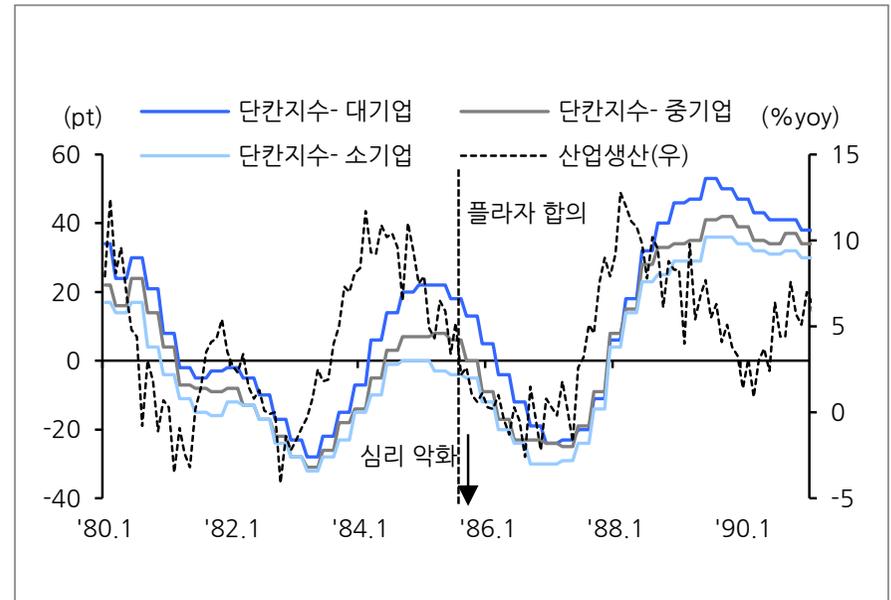
- 일본은 1980년대 중반('85년7월~ '86년11월)부터 경기 하강 국면 진입
- 1985년 9월 플라자 합의로 엔화 환율이 급격히 절상(강세) 보인 영향. 1980년대 중반 달러당 240엔 수준이었던 환율은 100엔 초반까지 상승
- 엔화 강세는 수출에 큰 타격. '85년 9월부터 전년대비 마이너스 성장을 보인 수출은 '87년 7월까지 역성장
- 수출 부진에 산업생산 악화와 함께 기업들의 심리도 빠르게 나빠짐. 특히 규모가 작은 소기업들이 더 큰 영향을 받음
- 1985~1986년 불황은 엔고 불황(Endaka Recession)이라고 불림

플라자 합의 이후 일본 수출 급격히 축소



자료: 블룸버그, 현대차증권

산업생산 감소에 일본 기업 심리 소기업 중심으로 악화



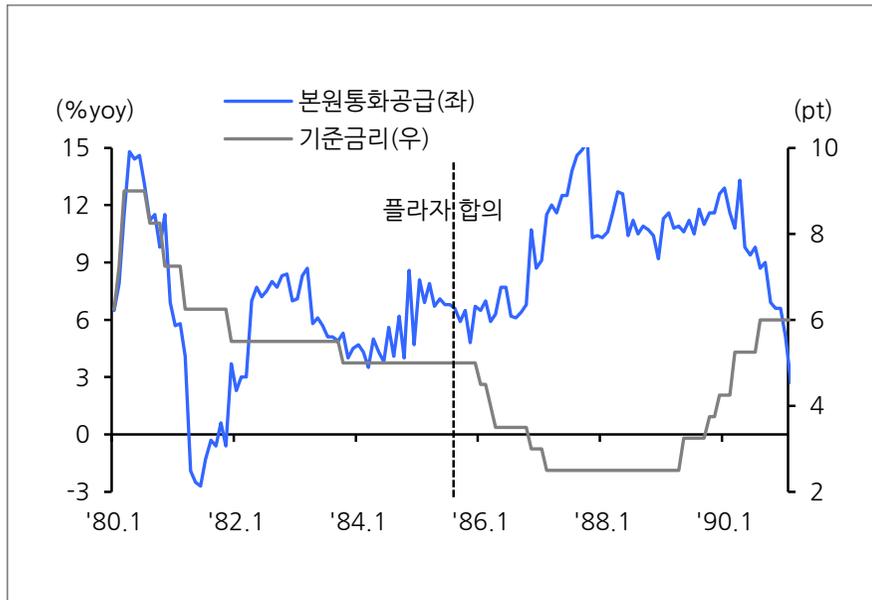
자료: 블룸버그, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (1) 플라자 합의와 버블의 시작

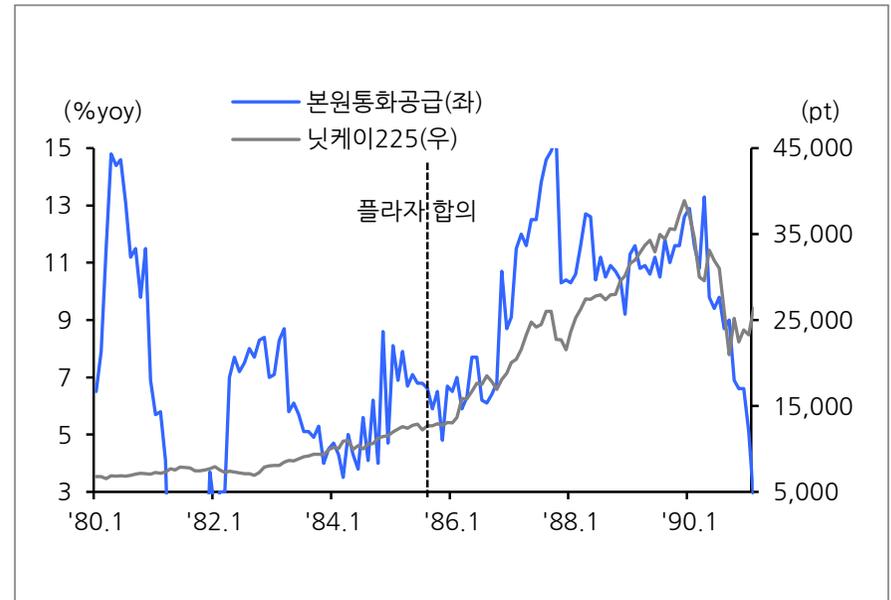
- 엔고 불황에서 탈출하기 위해 일본 정부와 BOJ는 완화적 정책을 실시
- 경기 둔화에 BOJ는 기준금리를 5%에서 역대 최저 수준인 2.5%로 인하, 본원통화 공급 확대
- 저금리 상황에서 기업들은 대출과 회사채 발행을 통한 사업 확장 및 주식과 부동산 투자를 확대. 이는 주가와 부동산 가격 상승을 이끌어 기업들의 담보가치 상승 및 차입 여력 확대로 이어짐. 이는 주식과 부동산에 대한 추가 투자 확대를 야기
- 이에 중시는 급등. 닛케이225는 '85년 9월말 기준 12,700선에 불과했지만, '86년초 기준금리 인하를 시작한 이후 연말 19,000선에 근접. '89년 12월 말 38,915에 도달

BOJ는 플라자 합의 이후 완화적 통화정책 실시



자료: 블룸버그, 현대차증권

엔고 불황 탈출 위한 완화 정책에 일본 중시 급등



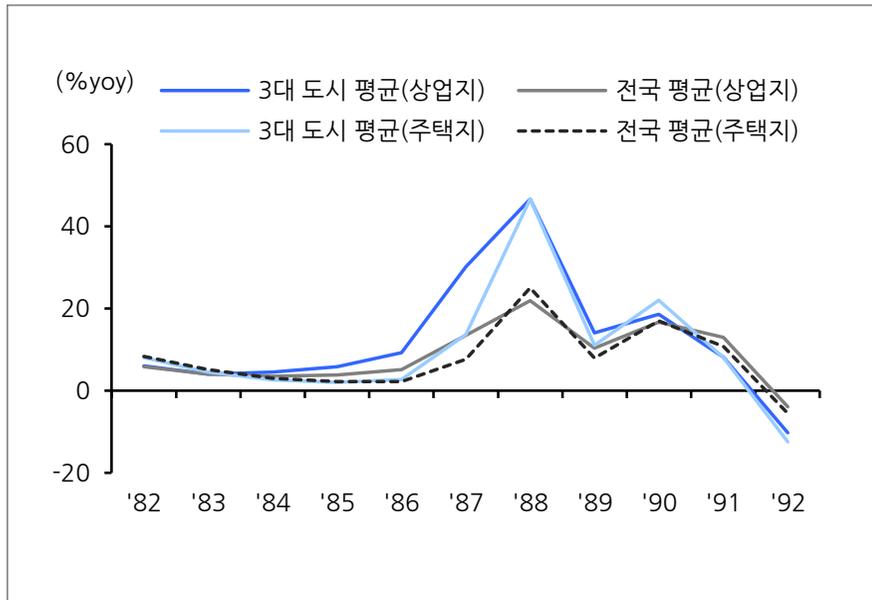
자료: 블룸버그, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (2) 버블 붕괴와 장기 불황

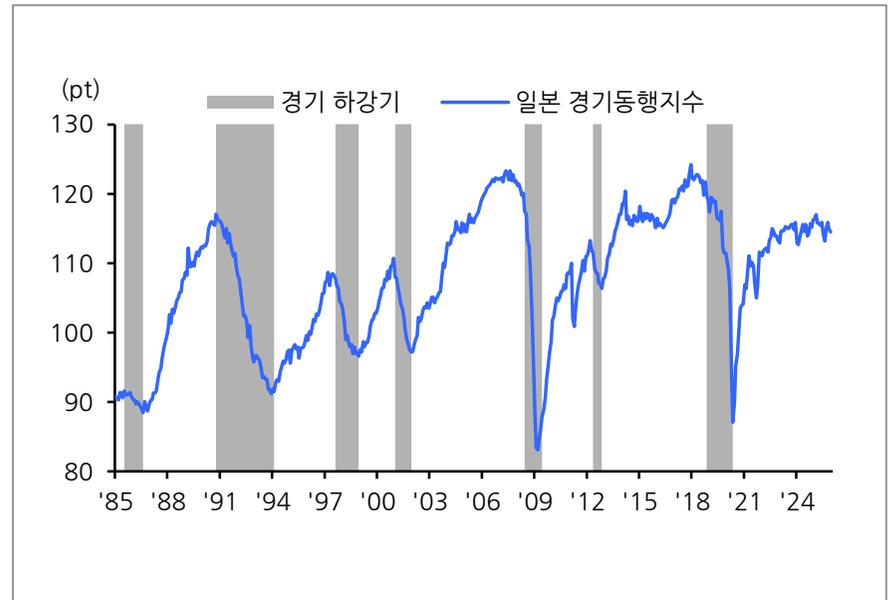
- 1990년 일본 주식시장 붕괴. 1989년 12월 29일 니케이225 지수는 38,915pt를 기록한 이후 1990년초부터 하락을 시작
- BOJ의 기준금리 인상이 시발점. BOJ '89년 5월 기준금리 75bp 인상(2.5%→3.25%). 이후 '90년 8월에 6%까지 5차례 인상
- '90년 3월 대장성(현 재무성)은 부동산 대출 증가율을 총 대출 증가율 이하로 억제하는 부동산 대출 총량 규제 실시
- 부동산 대출 총량 규제와 금리 인상이 동시에 진행되자 규제 강도와 파급력 예상보다 높아짐
- 긴축적인 금융 정책에 일본 경기 '91년 3월부터 하강 국면 진입. 이후 32개월간 하강 국면 지속. 2차 오일쇼크 이후 가장 기간 불황

일본 공시지가 변동률 추이



주: 매년 1월 1일 기준 지가 전년대비 증감율
 자료: 일본 국토교통성, 현대차증권

일본 경기동행 지수와 경기 하강기



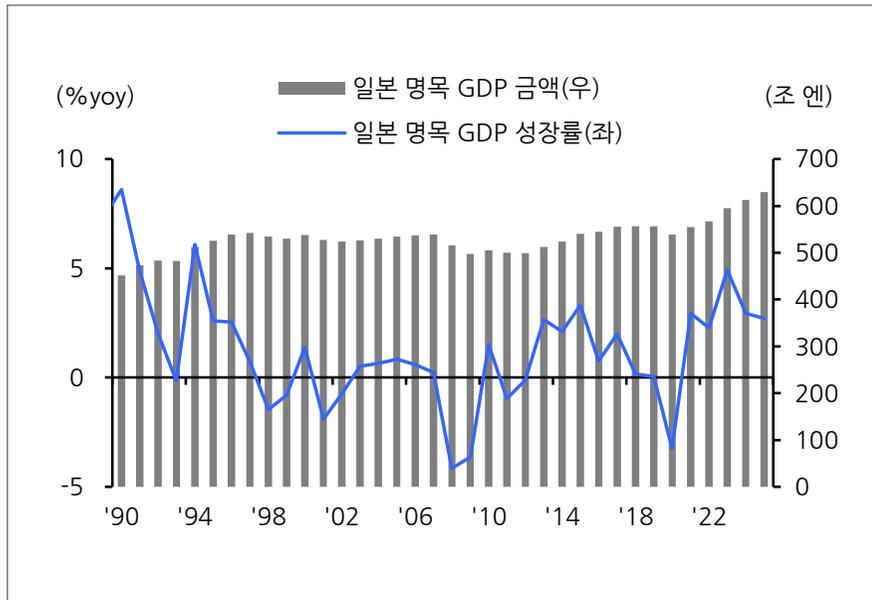
자료: 블룸버그, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (2) 버블 붕괴와 장기 불황

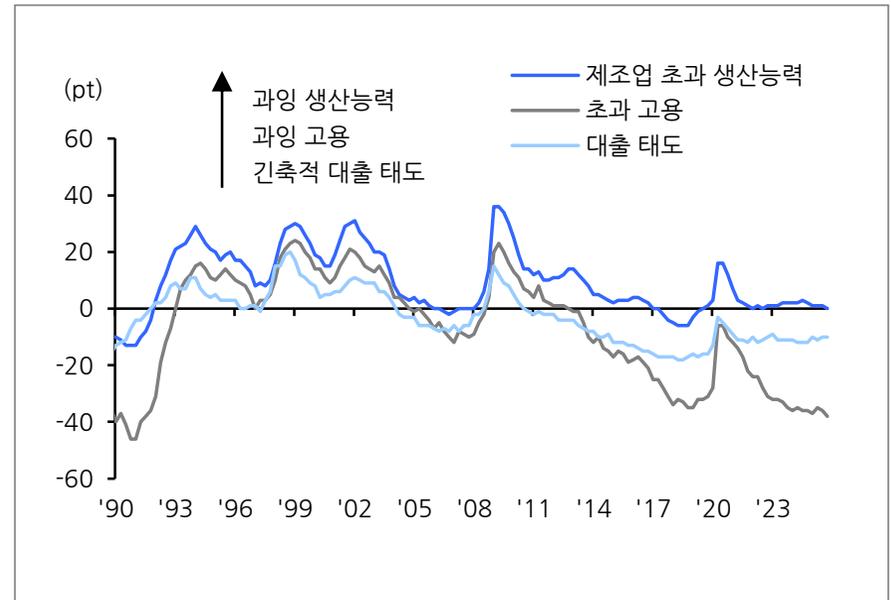
- '90년 주식버블 붕괴와 '91년 부동산 버블 붕괴 이후 '92~ '02년까지 일본 경제는 침체와 미약한 회복을 반복
- 버블 붕괴 이후 완화 정책으로 전환하면서 '93년 11월 이후 경기 회복 국면에 진입하지만, 엔고와 버블 후유증으로 '95년에만 반짝 성장
- '96년 11월 출범한 하시모토 2기 내각은 '6대 개혁' 발표. 재정적자를 줄이기 위해 '97년 4월 소비세율 인상(3%→5%)
- 소비세 인상과 함께 '97년 아시아 금융위기를 겪으면서 회복을 보이던 일본 경제는 재차 역성장 진입. '02년 IT 버블까지 경기 침체 반복
- 버블 붕괴 이후 늘어난 부실채권과 과잉투자, 과잉고용 3가지가 일본 경제 회복의 발목을 잡음. 부실채권 문제가 10년 가까이 해결되지 못했고, 1980년대 누적된 과잉 설비가 신규 투자를 저해. 과잉고용 해소를 위한 인력 효율화는 고용 불안정성 높여 민간 소비심리 위축

일본 명목 GDP 추이, 1990년 이후 20년간 성장 정체



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 90년대 과잉 생산과 고용, 긴축적 대출 이어짐



자료: 블룸버그, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (3) 2000년대, 구조개혁 시작

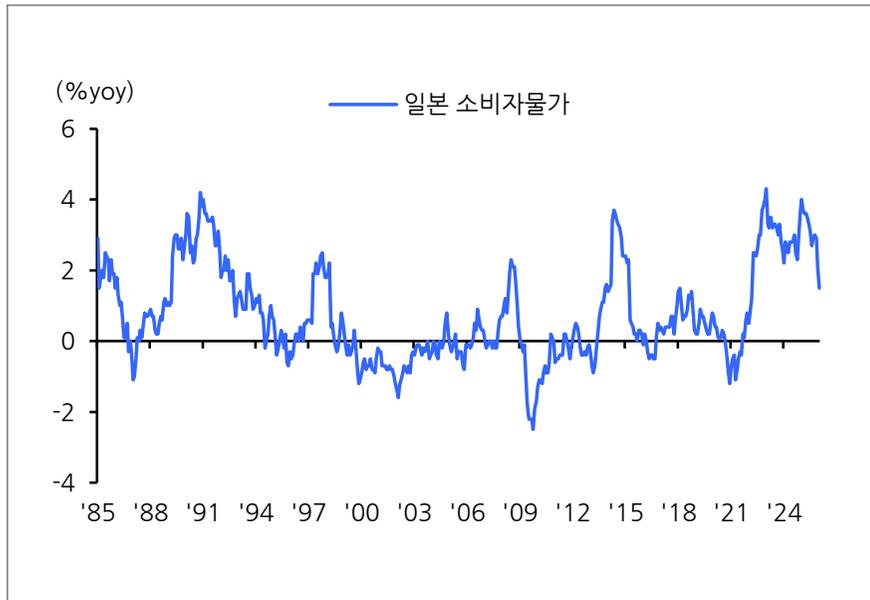
- '90년대 계속된 정책 실패는 일본 경제의 유동성의 함정 진입과 디플레이션의 자기강화 부추김. 2000년대까지 디플레이션 환경 지속
- '01년 고이즈미 내각 탄생과 함께 금융시스템 개혁을 통해 부실채권 정리를 가속화하고, 재정 축소 및 민영화, 노동시장 구조개혁 실시
- 고이즈미 내각은 버블 붕괴 이후 저성장, 디플레이션, 부실채권, 과잉규제, 과잉노동을 정리해 일본 경제를 시장 중심 경제로 변화하길 목표
- 다만 노동시장 개혁에 비정규직 늘어난 점은 임금 상승을 제약하며 내수 부진 야기. 일본 비정규직 비중은 '90년 20%에서 '08년 34%로 상승
- 비정규직의 2/3은 시간제 근로자로, 시간제 고용 비중은 OECD 국가 중 세번째로 높음. 시간제 근로자의 시간당 임금은 전일제 대비 40% 수준*

* OECD Economic Surveys: Japan 2009

- 비정규직 증가는 실질 가처분소득 감소와 미래 불안정성 높여 소비 감소 초래. 일본 세대주 기준 비정규직일 경우 저축률이 5.9~7.8% 높은 경향*

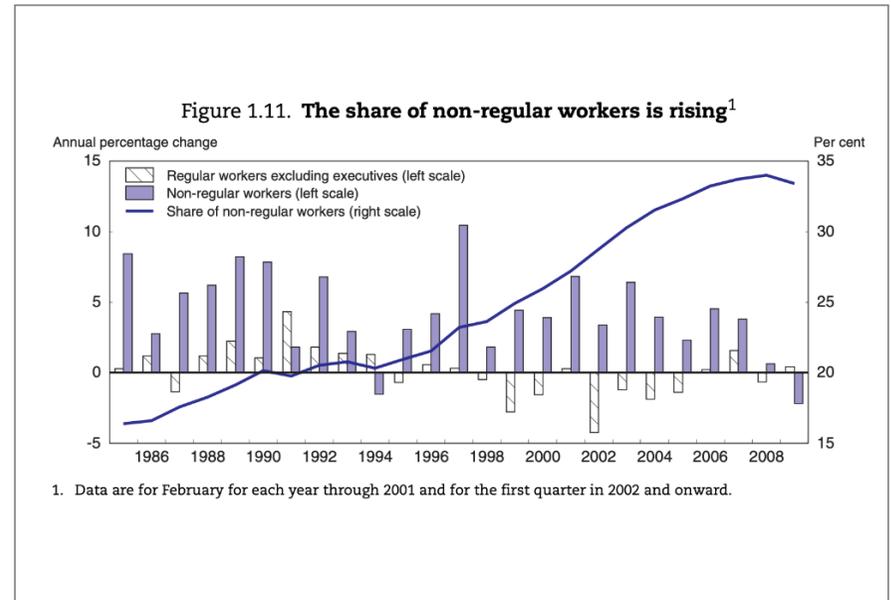
* 김양희 · 김은지(2009)

2000년대 본격화된 일본 디플레이션 환경



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본의 높아진 비정규직 비중



주: OECD Economic Surveys: Japan 2009 참조

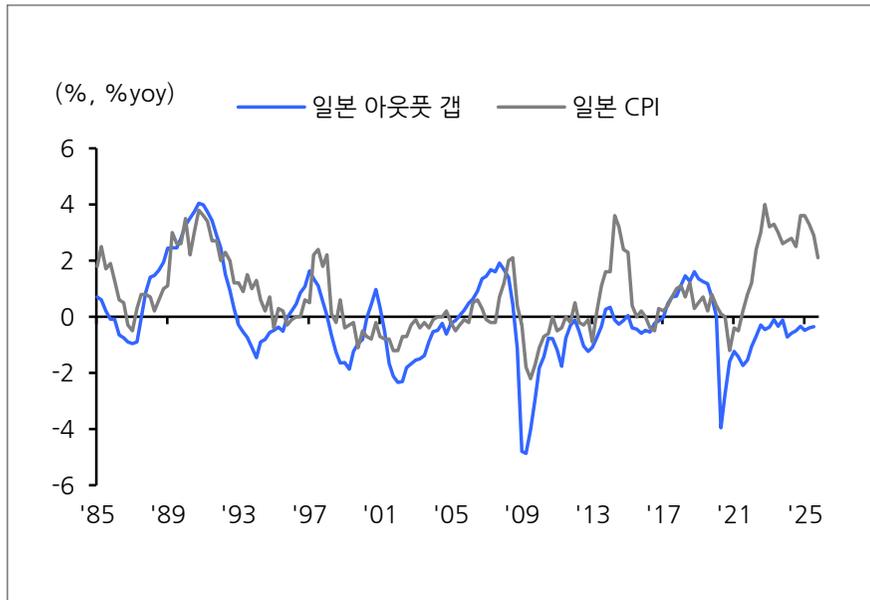
자료: OECD, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (3) 2000년대, 구조개혁 시작

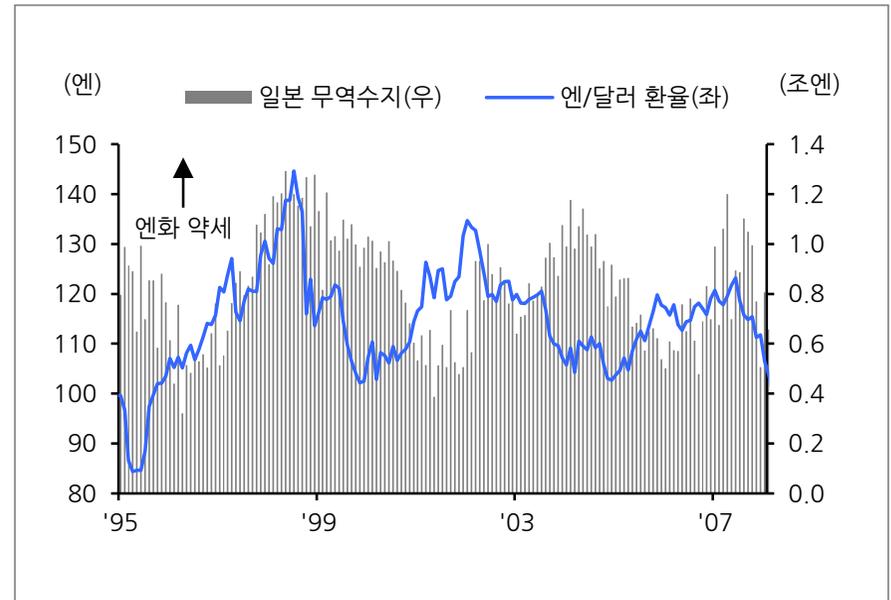
- 결론적으로 2000년대 일본 디플레이션은 과도한 투자와 고용을 해결하기 위한 과정에서 구조개혁으로 인한 내수 부족으로 인해 발생한 것
- 버블 경제 당시 과잉 투자로 인해 기업들 투자는 부진하고, 고용 및 임금 환경 악화가 내수 부진을 초래, 국내 수요 부족에 물가 하락이 발생
- 여기에 더해 엔화 강세가 수입 물가의 하락을 주도해 일본내 디플레이션 압력을 확대. 내수 부진에 일본의 수입은 줄어들었지만, 기술 집약적인 자동차, 정밀기계, 소재 등의 해외 수출은 견조해 무역수지 흑자 유지, 엔화 강세 나타남
- '02~ '07년 일본 전후 최장 경기 확장은 수출과 관련 기업 투자가 주도. 특히 중국 경제 성장에 중국으로의 수출이 크게 증가
- 또한, 일본이 대규모 순대외 자산국이라는 점에서 소득수지 흑자 확대. 배당·이자·직접투자 수익이 일본에 유입되며 엔화 강세 유발
- 이처럼 2000년대 구조적인 내수 부진과 엔화 강세는 일본내 디플레이션 환경을 강화했음

일본 과잉 투자·고용으로 낮아진 아웃풋 갭이 물가 부진 야기



자료: 블룸버그, 현대차증권

2000년대 무역수지 흑자 지속에 엔화 강세



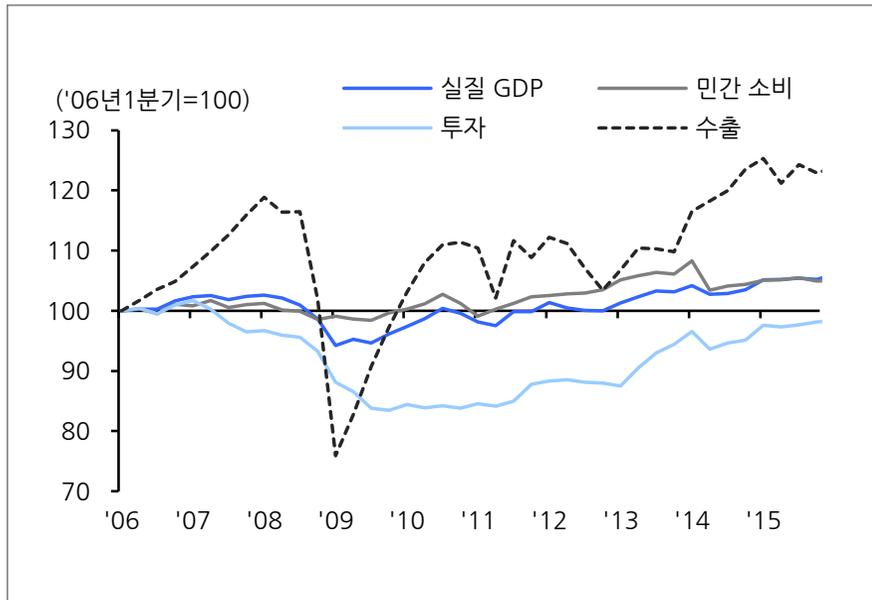
자료: 블룸버그, 현대차증권



일본 잃어버린 20년 다시보기: (4) 아베노믹스 정책 탄생 배경

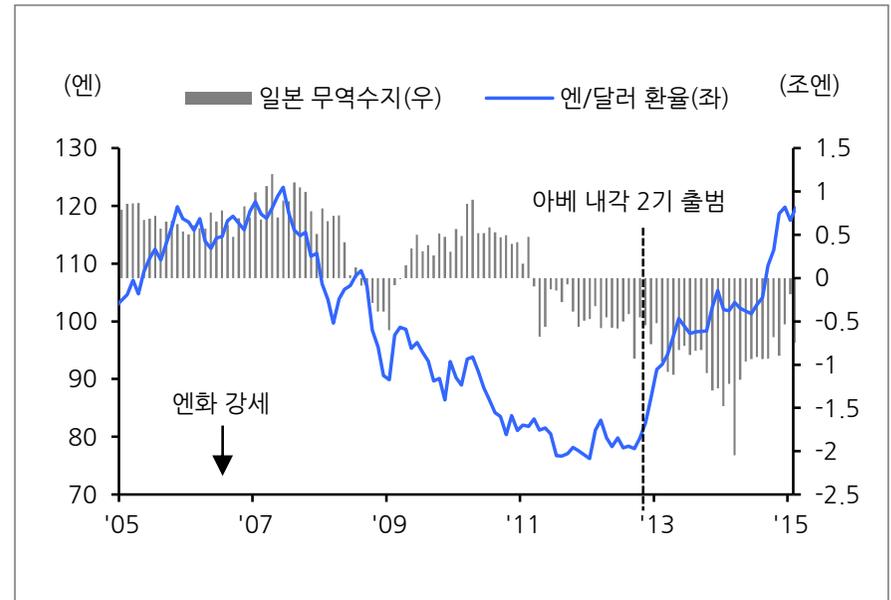
- '08년 글로벌 금융위기 이후 '09년 총선거에서 자민당 대패, 1955년부터 이어진 자민당 장기 집권을 끝내고 민주당 압승, 연립정권 구성
- 하지만 GFC 이후 연준의 완화정책과 안전자산인 엔화 선호 심리 확대 영향으로 엔화는 구조적 강세장에 돌입. 이는 수출과 기업 이익에 악영향
- 일본 경제는 '11년 3월 동일본 대지진 영향 재차 충격. 민간소비가 위축 뿐만 아니라 글로벌 공급망 이탈, 전력수급, 정부 재정 등에 큰 충격
- 이와 함께 '11년 1월부터 확대된 남유럽 경제위기는 유로존 시스템 리스크 야기. ECB는 '11년 11월부터 기준금리 인하 사이클 진입
- 연준과 ECB의 기준금리 인하와 동일본 대지진에 따른 보험금 지급 위한 보험사 해외자산 매도 등은 '12년까지 엔화의 구조적 강세를 이끌
- 내수 부진에 수출 부진까지 일본 경제는 '08년 이후 5년간 3차례 경기 후퇴. 일본 실질 GDP는 '06년 1분기 수준을 '12년 4분기에 회복
- 이에 민주당 총사퇴 후 '12년 12월 총선거 열리고 자민당 압승, 아베 2기 정부 출범

2006년 이후 성장 멈춰버린 일본 소비와 투자



자료: 블룸버그, 현대차증권

2008년 이후 엔화 강세는 수출 부진에 무역수지 악화 야기



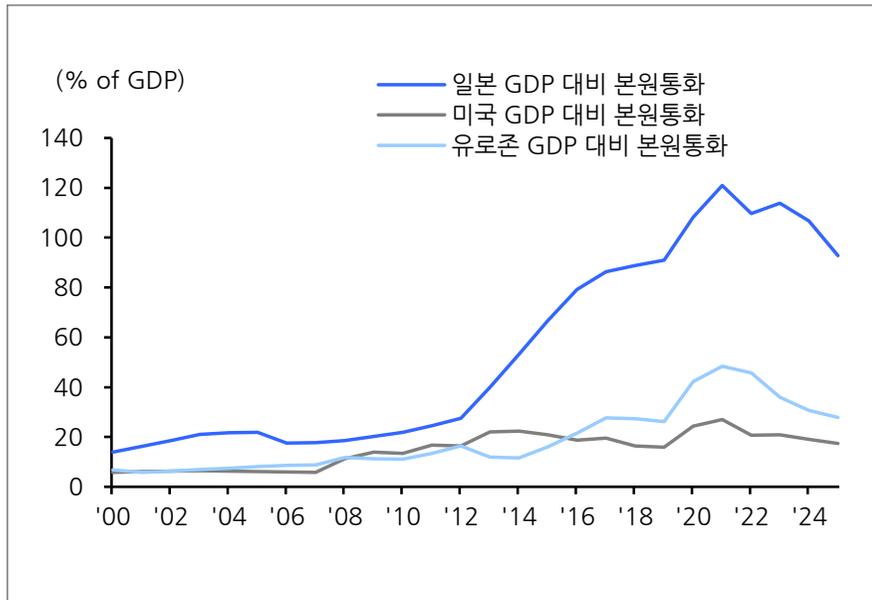
자료: 블룸버그, 현대차증권



2013년 아베노믹스: (1) 3개의 화살 정책

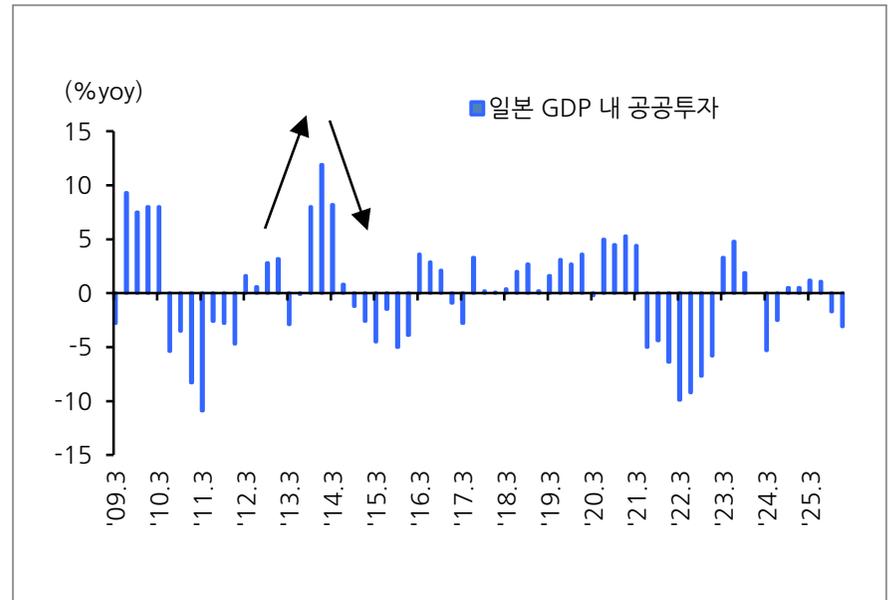
- '12년 12월 총선에서 자민당 압승하며 아베 2기 내각이 출범 (재임 기간: '12년 12월 ~ '20년 9월)
- '13년 1월 3대 정책 발표. (1) 대담한 금융 정책, (2) 기동적 재정 정책, (3) 민간투자를 촉진하는 성장전략, 총 '3개의 화살'
- 장기간 이어진 엔고와 디플레이션, 저성장에서 탈출하여 디플레이션 심리를 깨고, 총수요를 확대하며, 잠재성장률을 높이기 위한 정책
- '13년 4월 취임한 BOJ의 구로다 총재는 '차원이 다른 금융완화 정책'을 발표. (1) 국채 연간 50조엔 규모 순매수(이후 80조엔 확대), (2) ETF 연간 1조엔 규모 순매수(이후 최대 12조엔 확대), (3) 본원통화 약 80조엔 규모 확대 목표, (4) 마이너스 금리와 YCC 도입 등 진행
- 이에 엔화는 약세 반전. '12년초 76엔/달러 수준에서 '14년초 120엔/달러까지 엔화 큰 폭 약세. 물가도 플러스 전환
- 반면 재정 정책의 경우 '13년 대규모 추경 예산까지 편성하면서 정부 지출을 늘렸지만, 경기회복과 재정 부족에 지속적으로 늘리진 못함

주요국 GDP 대비 본원통화 규모



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 정부 투자 전년대비 증가율, 2013년 반짝 급등



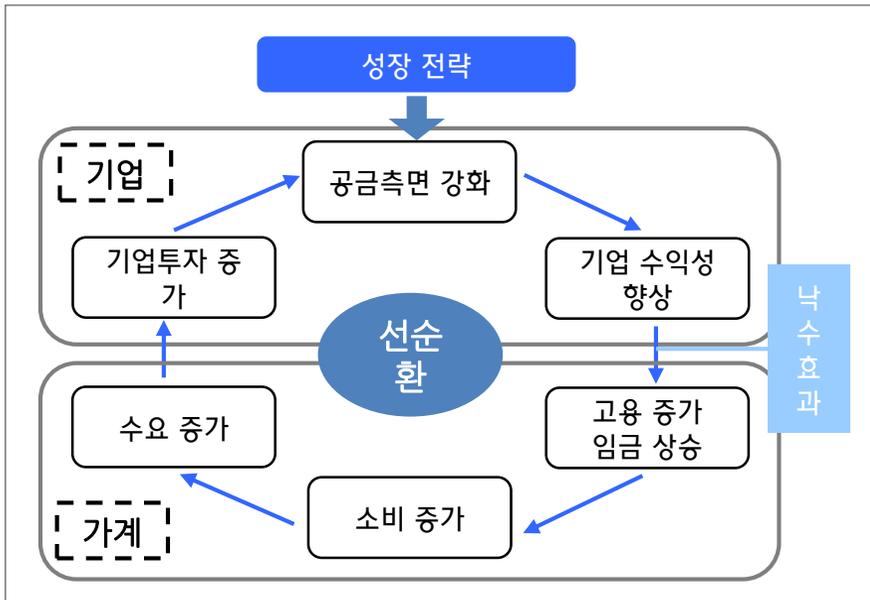
자료: 블룸버그, 현대차증권



2013년 아베노믹스: (2) 세번째 화살인 성장 전략

- 아베노믹스의 세번째 화살은 '민간투자를 촉진하는 성장 전략'으로 일본이 고령화와 에너지·의료·농업 문제 등 구조적인 문제 상황에서 민간의 투자·생산성·고용을 높이고 글로벌에서 경쟁 가능한 경제 구조로 개혁하기 위한 전략
- (1) 산업을 부흥하고, (2) 전략시장 진출하고, (3) 국제화 등을 핵심으로 설정
- (1) 산업부흥: 산업구조를 개편하고 고용제도를 개혁해 기업들을 경쟁력을 제고하고 기업 친화적인 환경을 조성. 기업 경쟁력 제고를 위한 기업 거버넌스 코드를 도입하고, 실효 법인세율을 인하하는 등 기업경영환경 개선
- (2) 전략시장 진출: 유망 산업·기술·인프라 육성 정책을 실시. 신산업을 육성하고 IoT에 투자하는 등 차세대 인프라 구축
- (3) 국제화: 글로벌 경쟁강화에 대응하여 자유무역협정(FTA)과 TPP 등 양자·다자간 무역협정을 체결, 무역규제 완화, 해외자금의 투자환경 정비

아베노믹스 성장 전략의 선순환 구조



주: 한국은행 '일본경제(3): 아베노믹스의 성과와 과제(2017)' 재인용
 자료: 미즈호총연, 한국은행, 현대차증권

아베노믹스 1단계 일본 성장 전략의 주요 내용

연도	목표	주요 정책	특징
2013년	- 경쟁력 강화 - 프론티어 창출 - 성장성과 분배	- 산업경쟁력 강화법 제정 - 의료정보전자화 - 자유무역협정 체결	기업활동 촉진
2014년 개정	- 수익성 회복 - 노동개혁 - 성장동력발굴	- 법인실효세율 20%대 인하 - 인구감소대책 마련 - 전문직 노동시간 규제 완화	규제 개혁
2015년 개정	- 생산성 향상 - 4차 산업혁명 기반 마련	- 로봇개발 및 IoT 투자 - 지방경제 활성화 및 중소기업 개혁	취약계층 (지방 및 중소기업)으로 확산

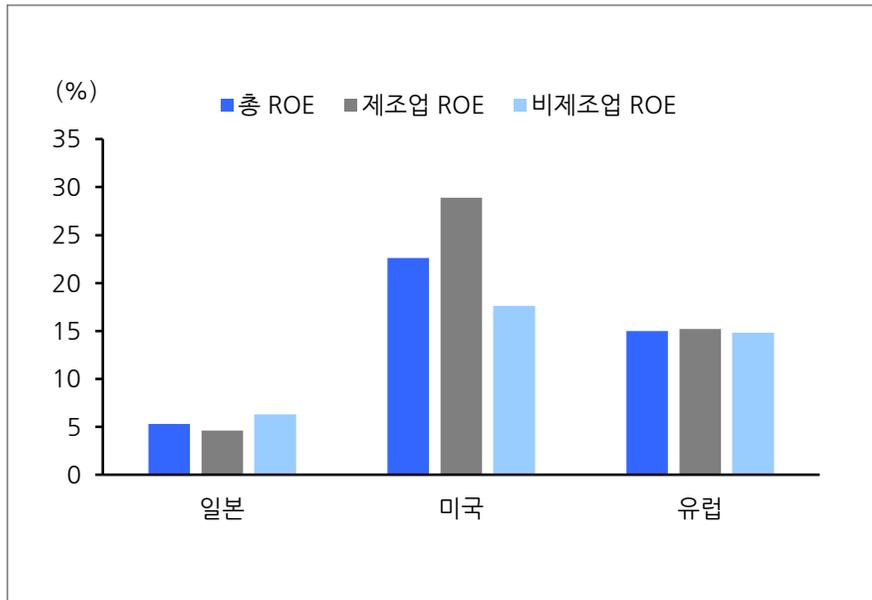
주: 한국은행 '일본경제(3): 아베노믹스의 성과와 과제(2017)' 재인용
 자료: 수상 관저, 한국은행, 현대차증권



2013년 아베노믹스: (3) 성장 전략의 일환, 이토 보고서

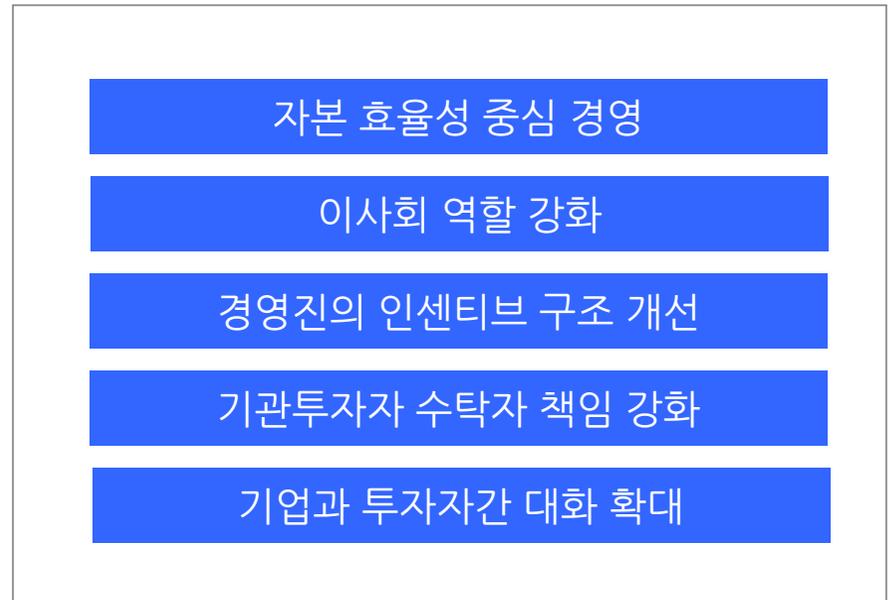
- 세번째 화살로 일본 기업의 경쟁력 강화 촉구됨. 일본 기업의 높은 현금 보유와 투자 기피 등의 현상을 해결하기 위한 방안
- 경제산업성(METI) 의뢰를 통해 이토 구니오 교수가 '이토보고서' 작성. 일본 기업들의 낮은 수익성과 투자 정체, 내부 유보 문제를 지적
- 이토 보고서는 일본 경제가 지속가능한 성장을 위해 기업은 경쟁력과 수익성을 확보해야 하고, 이를 위해서는 자본 비용(Cost of Capital)을 초과하는 수익을 창출해 기업 가치를 높이는 '자본 비용 인식'을 통해 중장기적인 수익 확대를 추구해야 함
- 구체적으로 (1) 자본 효율성 중심 경영, (2) 이사회 역할 강화, (3) 경영진 인센티브 구조 개선, (4) 기관투자자 수탁자 책임 강화, (5) 기업과 투자자간 대화 확대를 통해 기업은 자본 비용 인식 및 대화 방식을 바꾸고, 투자자도 장기 Engagement로 변화해 기업의 중장기 가치 창출을 확대

2012년 당시 주요국 대비 낮은 일본 기업들의 ROE



주: 2012년 각국 주요 지수 기준(일본 TOPIX500, 미국 S&P500, 유럽 블룸버그 European 500)
 자료: Ito Review 재인용, 현대차증권

이토 보고서의 주요 정책 제언



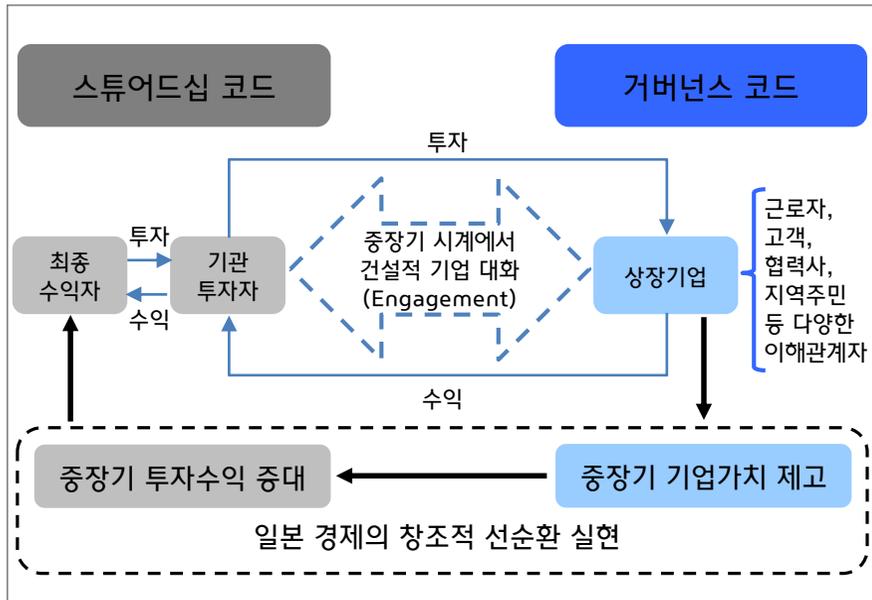
주: 자본시장연구원 '일본 자본시장 개혁의 성공 동인 및 국내 시사점(2024) 재인용
 자료: 자본시장연구원, 현대차증권



2013년 아베노믹스: (4) 스튜어드십 코드 · 거버넌스 코드 도입

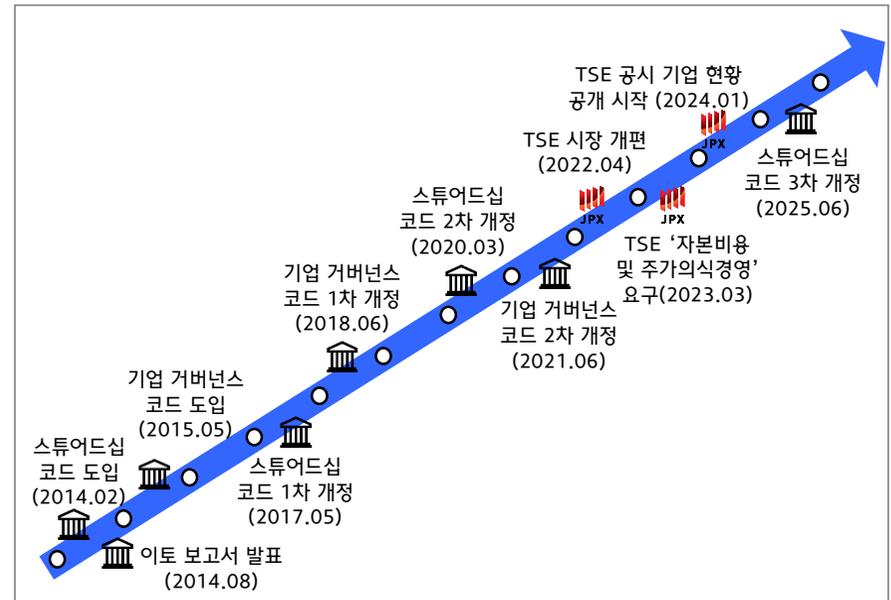
- 이토 보고서(2014)를 계기로 아베노믹스의 세번째 화살인 ‘성장전략’을 구체화하기 위해 금융청은 일본거래소(JPX)와 함께 스튜어드십 코드(‘14년)과 기업 거버넌스 코드(‘15년) 도입. 이토보고서가 ‘성장전략’의 논리를 제시했고, 두 코드를 통해 자본시장에서 제도화한 것
- 기업 수익성을 높이고 적극적인 투자를 위해서는 자본시장의 규율(스튜어드십 코드)과 기업 지배구조(지배구조 코드)를 바꿔야 한다고 본 것
- 첫째, 스튜어드십 코드 도입. 기관투자자가 수탁자 책임을 다하기 위해 기업과 대화를 통해 중장기 성장을 촉진하고 투자 수익률을 높이는 원칙
- 스튜어드십 코드 도입은 기관투자자에게 수탁자 책임의 원칙을 부여하고, 주주의 행동에 대한 정당성을 제공해 기관투자자를 움직이게 만들
- 둘째, 기업 거버넌스 코드 도입. 상장기업이 경쟁력과 수익성을 높이기 위해 스스로 투명성과 공정성을 높이고, 이사회와 주주책임 강화
- 기업의 행동 규범으로, 기업의 ‘설명하고 응답할 기준’ 설정을 통해 주주들의 요구할 기준을 제시하고, 개선을 요청할 수 있게 만들

일본 스튜어드십 코드 및 거버넌스 코드의 상호 작용



자료: 일본 금융청, 자본시장연구원, 현대차증권

이토 보고서 이후 거버넌스 관련 개혁 타임라인

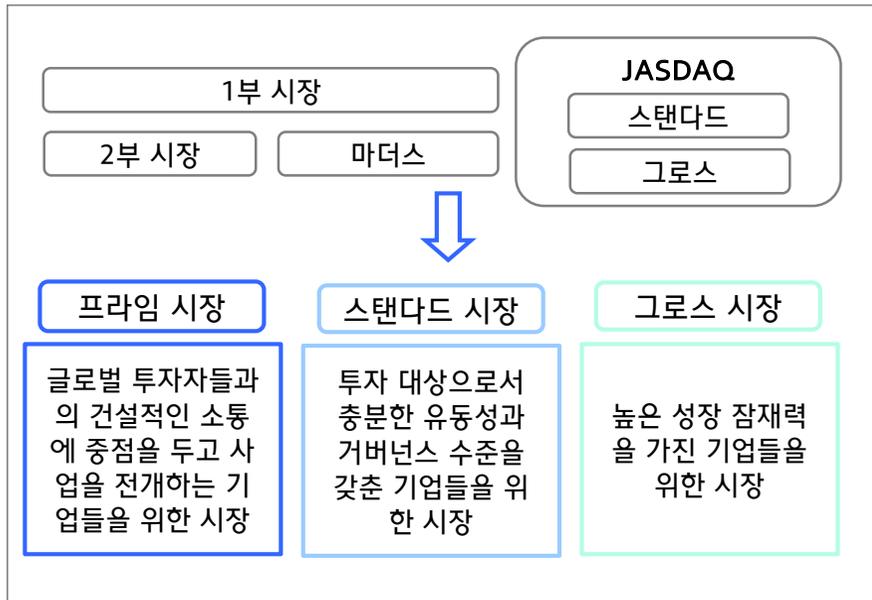


자료: 현대차증권

2013년 아베노믹스: (5) 거래소 통한 거버넌스와 지속가능성 개선

- '19년 이후 일본증권거래소(JPX)는 글로벌 5위 거래소로 밀리게 되면서 일본 자본시장의 개혁 필요성이 대두됨
- 도쿄증권거래소(TSE)는 5개로 분류되어 시장별 특성이 없고, 1부 상장 기준이 낮아 기업들 이미지를 위해 1부에 상장이 집중되는 문제점 발생
- JPX는 유동성과 거버넌스, 성장성 기준으로 시장을 재설계해서 매력적인 시장을 만들고 기업의 거버넌스 개선 및 지속가능한 성장을 유도
- '22년 JPX는 5개 거래소 시장을 3개로 개편. Prime은 시가총액과 유동성은 물론 영문공시, 주주와의 대화, 거버넌스를 갖춘 기업으로 한정
- '20년 JPX의 시장 재편 작업 준비에 맞춰 기업 거버넌스 코드도 개정해 Prime 시장에 더 높은 기준을 반영
- Prime 시장은 기존 기업 거버넌스 코드에 더해 Prime을 위한 거버넌스 코드 이행 필요. Prime 기업에게 수준 높은 거버넌스와 투자자와의 대화를 요구해 글로벌 기관투자자에게 더욱 매력적인 시장을 만들어 국제적인 경쟁력 있는 메인 보드를 추구하는 것

도쿄증권거래소(TSE) 시장 재편(2022년)



자료: JPX, 현대차증권

도쿄증권거래소(TSE) 상장시장 구분(2022년 4월 시행)

항목	프라임	스탠다드	그로스
상장 기준	유동주식 시가총액 100억엔 이상 유동주식비율 35% 이상 사업영위 3년 이상	유동주식 시가총액 10억엔 이상 유동주식비율 25% 이상 사업영위 3년 이상	유동주식 시가총액 5억엔 이상 유동주식비율 25% 이상 사업영위 1년 이상
종목 수	1,586	1,565	600
섹터 비중	전기기기(18.1%) 은행(10.8%) 도매(8.4%)	소매(13.7%) 전기기기(11.0%) 도매(8.8%)	정보통신(28.1%) 서비스(20.0%) 의약품(16.7%)
일평균 거래량	약 7조 6,646억엔	약 2,203억엔	약 1,6956억엔
시가총액	1,323.9조엔	35.9조엔	9.6조엔
PER	21.5	22.3	455.4
PBR	1.95	1.32	4.04
배당수익률	1.72%	1.83%	0.49%

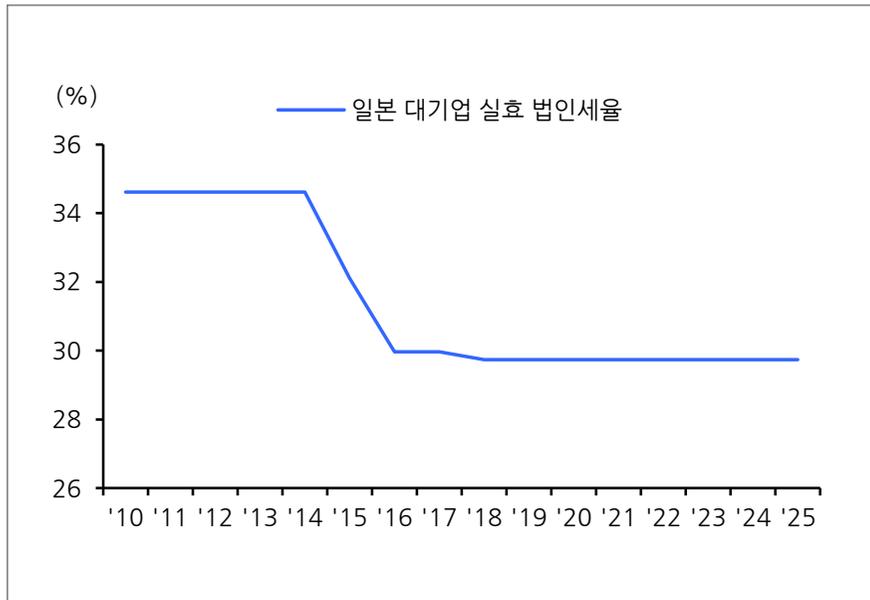
주: 일평균 거래량은 '26년 1월 기준, 그 외 2월말 기준
자료: JPX, 현대차증권



2013년 아베노믹스: (6) 성장 전략 위한 법인세 인하, 엔화 약세

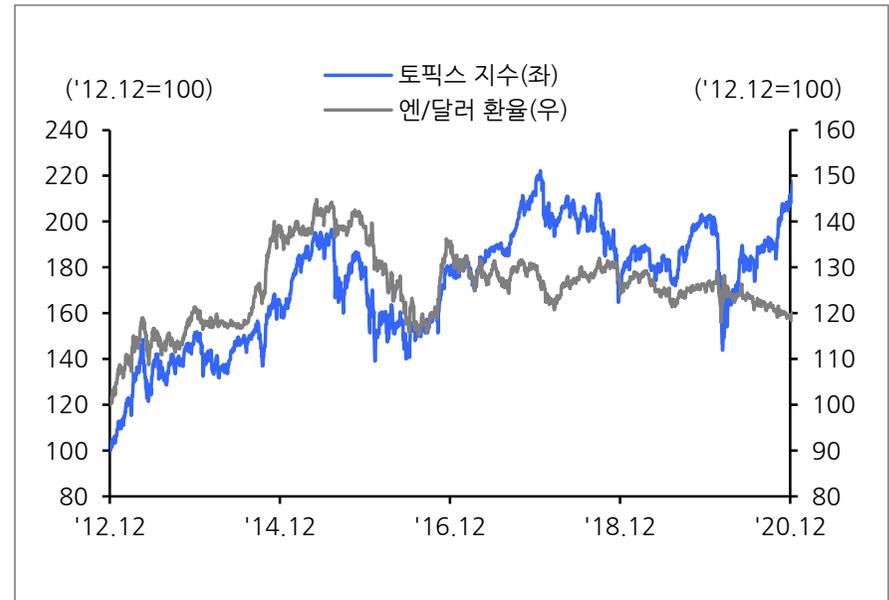
- 아베 정부의 성장전략을 위해 기업 실효 법인세율도 37%에서 29.74%까지 인하. 기업들을 투자 촉진과 잠재성장률 제고를 위한 조치
- 아베노믹스의 완화적 통화정책에 엔/달러 환율 약세를 보인 점도 수출기업의 가격경쟁력 개선하고, 일본 증시 강세를 이끌
- IMF는 2015년 보고서에서 일본 대기업 수익성 개선과 증시 강세 배경으로 엔화 약세, 법인세 인하, 거버넌스 개혁, 자사주 매입 등을 언급
- 다만 기업들의 이익 개선은 나타났지만, 법인세 증가를 통한 투자 증가는 제한적. 기업들은 세금 감소분의 상당 부분을 현금으로 쌓았음
- 기업들의 경상이익 증가와 이익률 개선에 주가는 상승했지만, 국내 투자와 임금 인상으로 전환되진 않은 것
- 투자가 늘지 않은 이유로 인구감소에 따른 내수 성장 기대 약화와 기업들의 해외투자 확대가 영향

아베 2기 내각 출범 이후 실효 법인세율 인하 진행



주: 일본 회계연도(Fiscal Year) 기준으로, 다음해 3월까지 유효
 자료: 일본 재무성, 현대차증권

아베 2기 내각 기간 동안 엔/달러 환율 약세와 일본 증시 강세



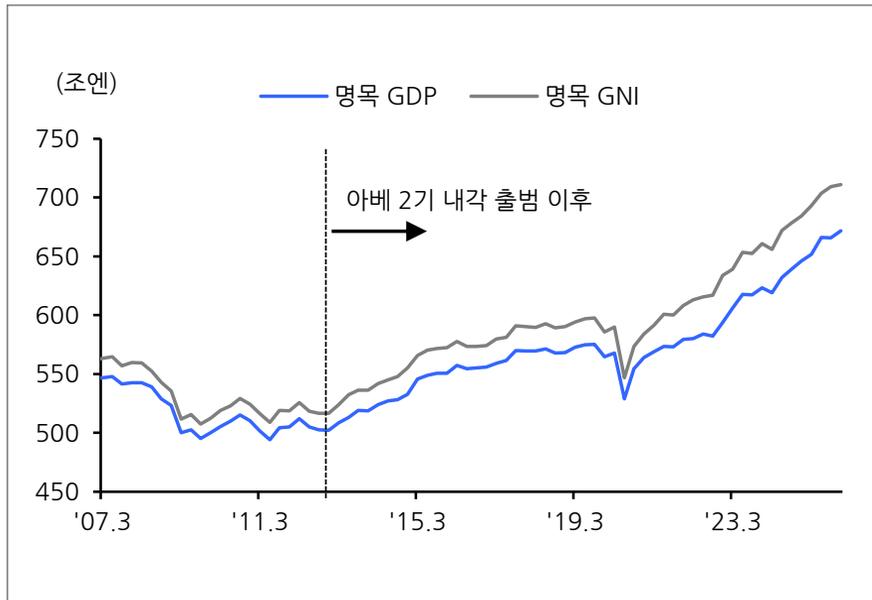
자료: 블룸버그, 현대차증권



아베노믹스의 결과: (1) 표면적으로는 성공적

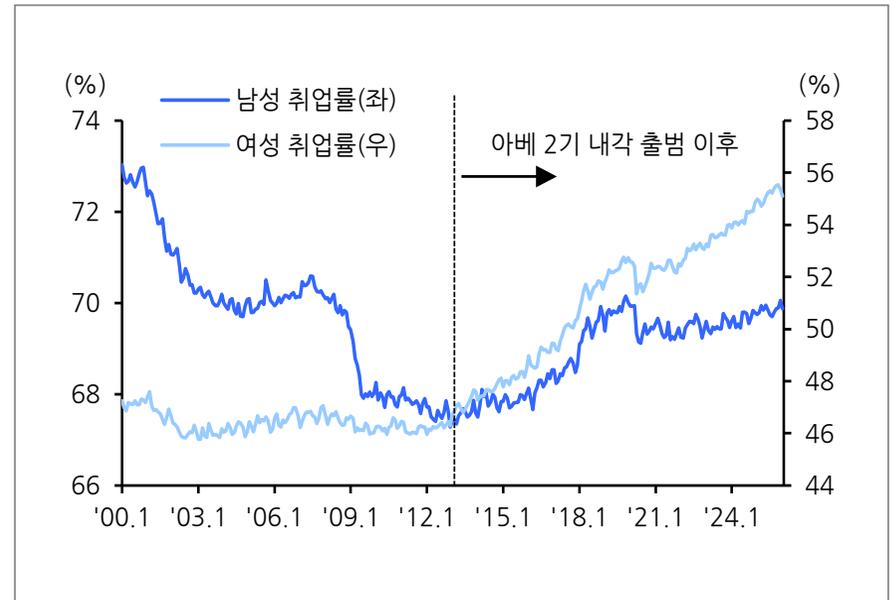
- 아베 정부는 장기 불황과 동일본 대지진으로 침체되어 있던 일본의 정치, 경제, 사회 분위기를 일신하고 활력을 높였다는 평가
- 아베노믹스 실행 이후 명목 및 실질 GDP는 사상 최대 수준으로 증가. 글로벌 금융위기 이후 감소한 명목 GNI도 회복
- 실업률은 낮아지고 유효구인배율(구인자수/구직자수)은 높아지는 등 고용여건도 개선
- 특히 여성 및 고령 인력을 활용하려는 움직임 활발. 여성들의 전연령대 걸쳐 취업률 상승했고, 경력단절 현상도 완화

일본 명목 GDP 및 명목 GNI



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 남녀 취업률, 아베 2기 내각 출범 이후 상승



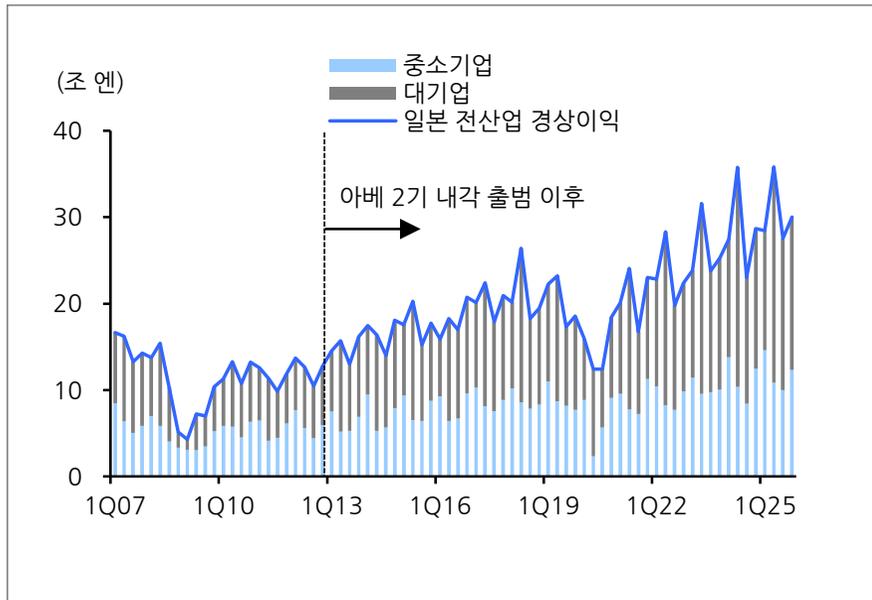
자료: 총무성, 현대차증권



아베노믹스의 결과: (2) 성장 전략 효과가 대기업에 집중

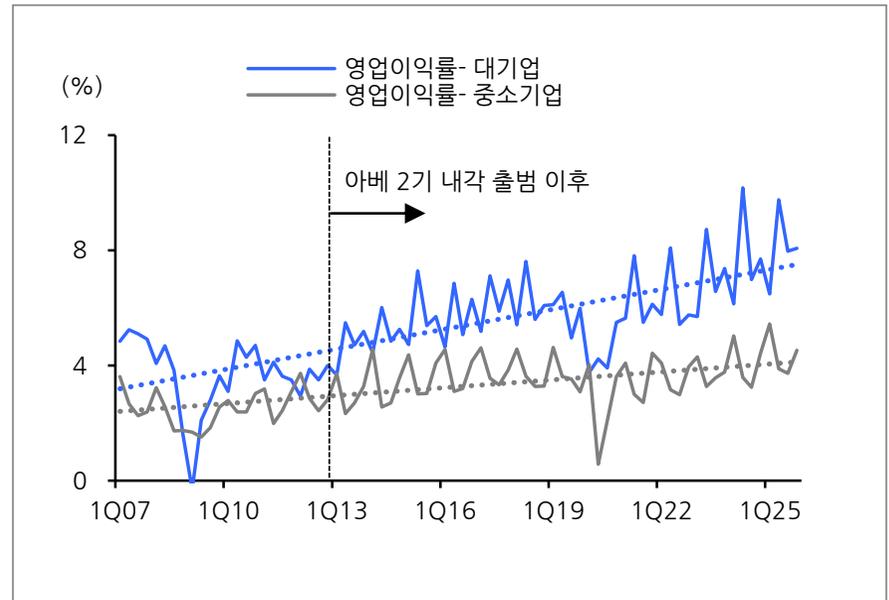
- 아베노믹스 추진 이후 일본 기업들의 경상이익 개선. 전산업 영업이익은 2012년 이전 수준을 크게 상회, 영업이익률도 상승
- 다만 기업규모별로 보았을 때 대기업의 경상이익과 영업이익률 증가 폭 중소기업보다 크게 상회
- 기업 규모에 따라 엔화 약세 효과 다르게 작용
- 대기업의 경우 수출 비중 높고, 해외 판매 네트워크를 보유해 달러 매출의 엔화 환산 이익이 증가. 반면 중소기업은 내수 중심으로 수입 원자재 비용 증가에 부정적

일본 규모별 경상이익, 대기업 중심으로 이익 확대



주: 대기업은 자본금 10억엔 이상, 중소기업은 자본금 10억엔 미만 기준
 자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 전산업 규모별 영업이익률, 대기업 이익률 호조



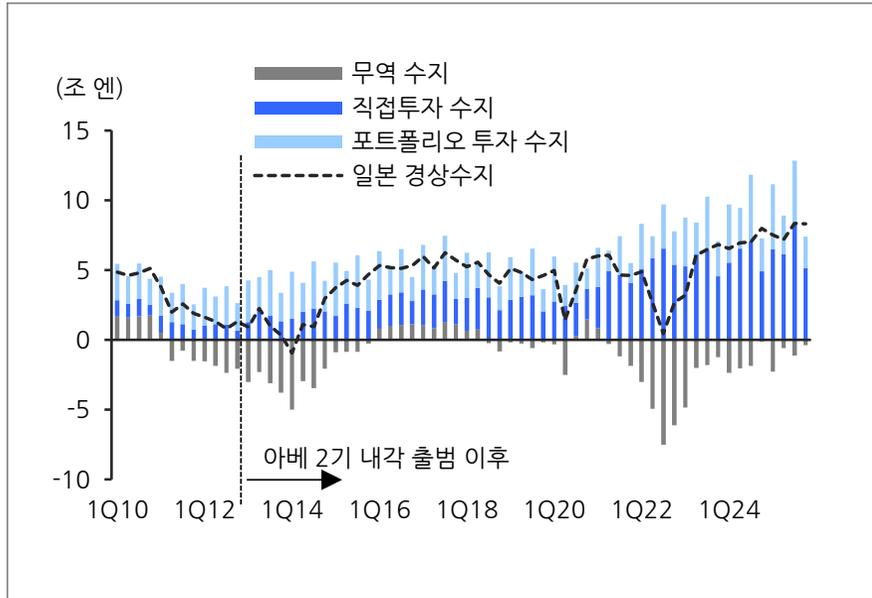
주: 대기업은 자본금 10억엔 이상, 중소기업은 자본금 10억엔 미만 기준
 자료: 블룸버그, 현대차증권



아베노믹스의 결과: (3) 해외 투자 늘린 기업이 이익 증가 수혜

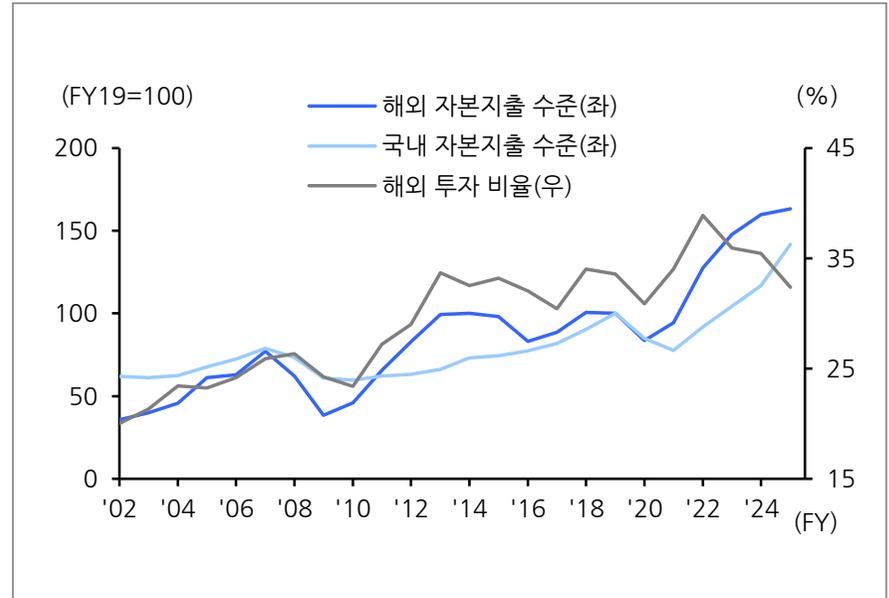
- 구체적으로 2010년대 이후 일본 대기업의 해외 부분 이익 증가가 눈에 띈
- 2011년 일본 동일본 대지진 이후 대기업들은 공급망 분산을 위해 수출 제품의 경우 해외 생산 비중 늘림. 화학, 비철금속, 전기, 전자장비, 자동차 등 수출 업종이 해외 투자를 확대
- 해외 직접투자 증가는 해외 자회사 지분 이익과 배당금의 증가로 이어짐. 일본 경상수지 중 본원소득 확대가 눈에 띄는데, 해외 직접투자·포트폴리오 투자 증가에 따른 이익 증가한 영향. 해외 투자 비중이 작은 중소기업들은 이러한 혜택 누리지 못함
- 해외투자 증가에 일본 국내 설비투자는 현금흐름 창출에 비해 적은 추세. 기업들이 현금흐름을 창출하는 것 이내로 국내에 투자하고 있는 것

일본 경상수지와 무역수지, 직접/포트폴리오 수지 추이



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 주요 기업들 해외 설비투자 비중 확대



주1: 일본 Fiscal Year 기준(다음해 3월까지)으로, FY24 이후로는 일본정책투자은행 예측치

주2: 해외 자본지출 비율 = (해외 자본지출/국내+해외 자본지출 총액의 비율)

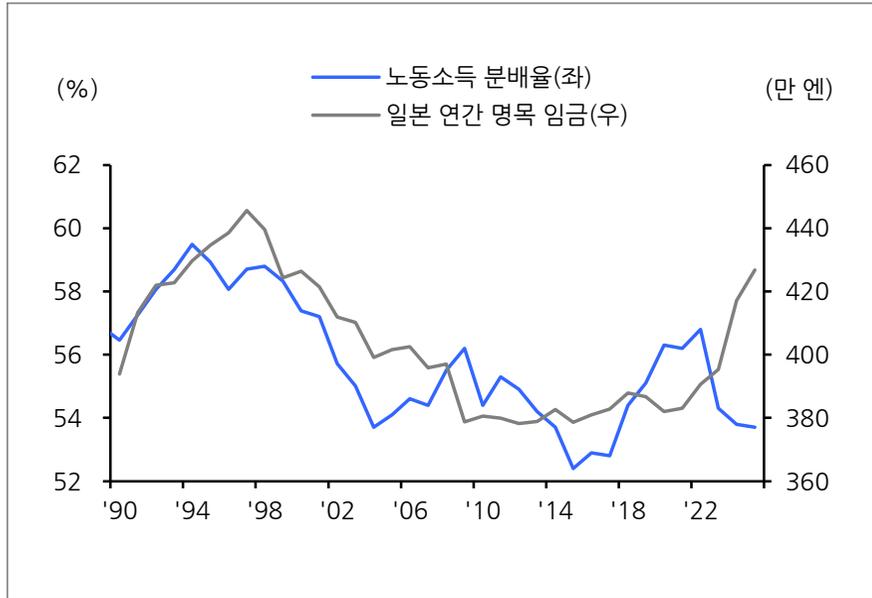
자료: 일본정책투자은행(DBJ), 현대차증권



아베노믹스의 결과: (4) 가계는 기업이익 및 증시 상승 수혜 보지 못함

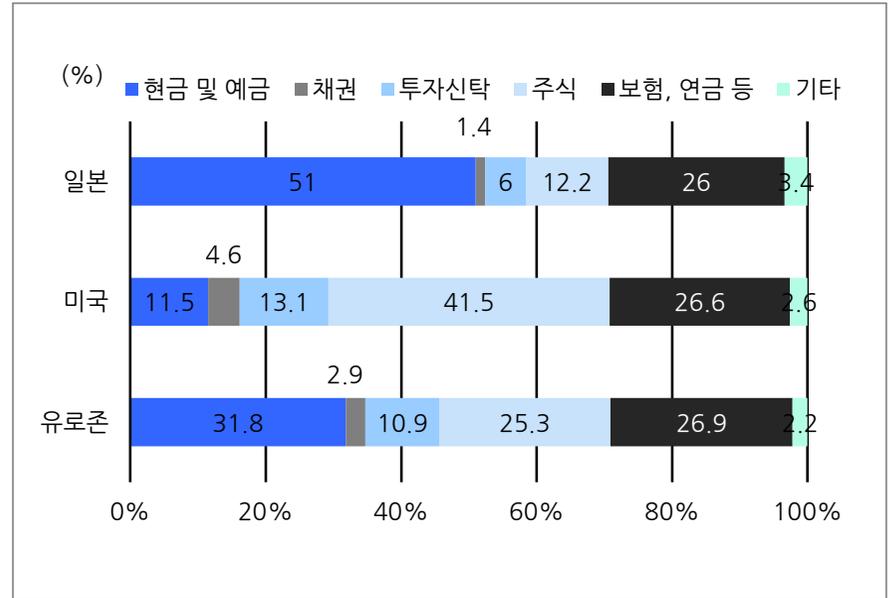
- 일본 가계는 기업 실적 확대와 일본 증시 강세에 대한 수혜를 누리지 못함
- 임금 인상이 기업 이익 개선에 미치지 못해 노동소득 분배율이 하락하는 등 소득분배 악화
- 2019년 이후 팬데믹에 기업들 이익 하락에 노동소득 분배율 일시적으로 개선되었지만, 2023년 이후로는 재차 하락
- 또한 예금 중심 포트폴리오 영향으로 일본 가계는 일본 증시 강세에 따른 수혜가 타국가 대비 상대적으로 작았음
- 일본 가계가 예금 비중 높은 이유는 장기 디플레이션과 저성장으로 인해 현금의 실질 가치 감소가 줄어들어 현금의 상대적 매력도 높아지기 때문
- 위험자산 투자 선호가 강한 30대 이하 계층은 투자에 쓸 돈이 부족하고, 가장 큰 자산을 축적한 50~60대는 위험자산 투자에 신중한 것도 영향

일본 명목 시간당 임금 지수와 노동소득 분배율 추이



주: 노동소득 분배율은 ~'03년까지 FRED, '04년 이후부터 ILO 기준
자료: FRED, ILO, 블룸버그, 현대차증권

일본 가계 금융자산 중 현금/예금 비중 높음

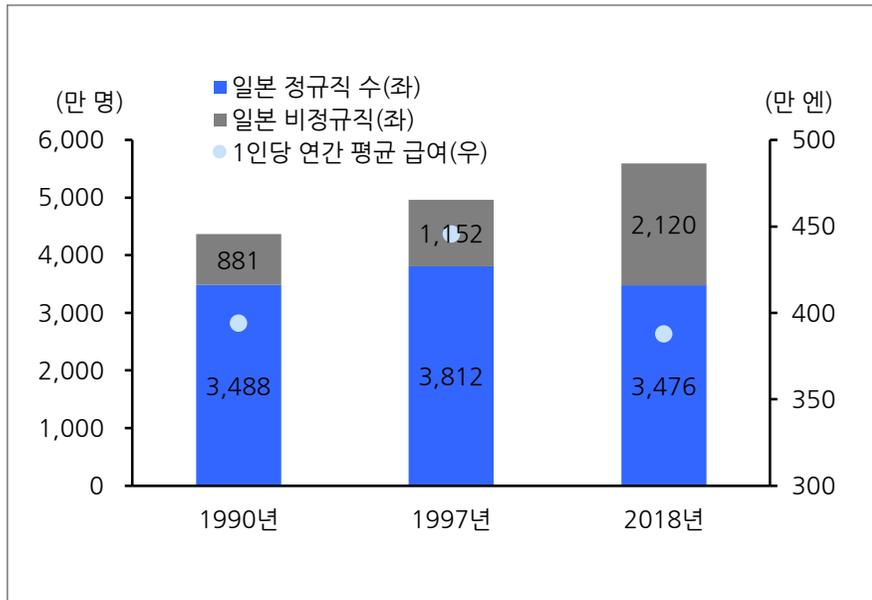


주: 2025년 3월 기준
자료: BOJ, 현대차증권

아베노믹스 결과: (5) 노동시장 개혁은 가계 높은 예금 비중 고착화

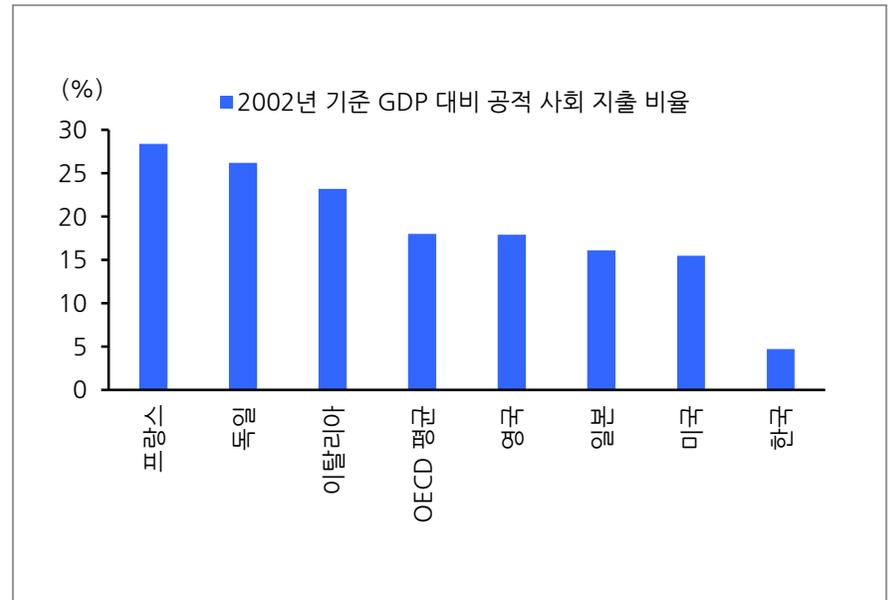
- 2000년대 노동시장 개혁은 비정규직 증가와 임금 감소를 야기. '97년 하시토모 내각부터 고이즈미 내각, 아베 1기 내각 등 '07년까지 비정규직 활용 확대 정책이 이어지면서 2000년대 이후 명목 임금이 오히려 감소하는 환경 만들어짐
- 고용시장 유연화를 위한 파견법 개정으로 인해 임금이 낮은 비정규직 비중 크게 증가. 평균 임금 감소와 고용 불안정성 확대
- 구조개혁으로 인한 민영화와 글로벌 경쟁 심화에 따른 기업 인건비 절감 움직임, 기업 해외 공장 이전 등은 임금 악화를 가속화
- 2000년대 고이즈미의 작은 정부 추구 기조는 OECD 국가 대비 크지 않았던 정부의 사회복지 지출 기여를 더욱 줄이는 결과를 낳음
- 고용과 임금에 대한 불안과 정부의 낮은 사회복지 지출 수준은 일본 가계의 노후에 대한 걱정을 높여 예금 사랑을 더욱 고착화

일본 정규직/비정규직의 구성 변화와 평균 임금



주: 1인당 연간 평균급여는 임금과 성과급의 합
 자료: 일본 총무성, 일본 후생성, 블룸버그, 현대차증권

일본, 선진국과 비교했을 때 GDP 대비 낮은 공적 지출 상황이었음

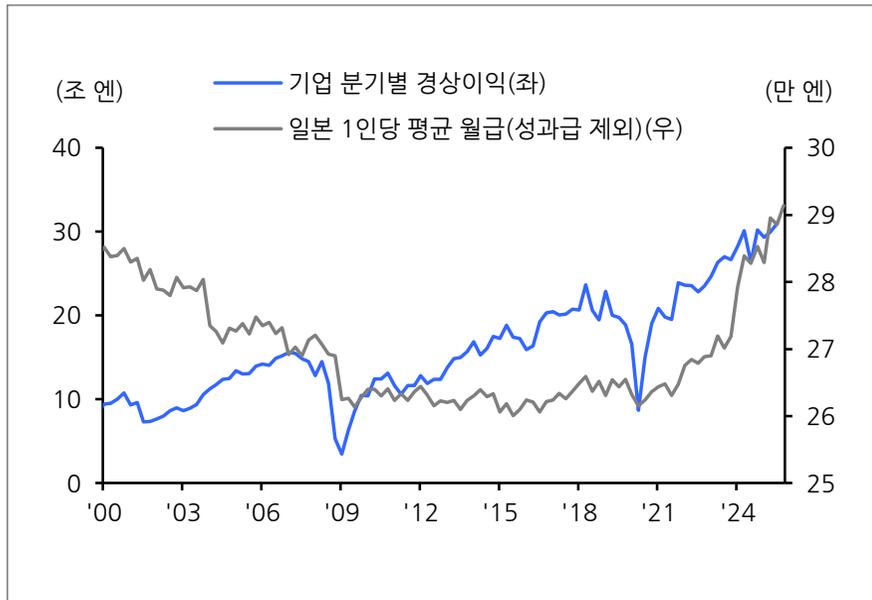


주1: OECD가 발표하는 GDP 대비 Public Social Expenditure 비율, 2002년 기준
 주2: 공적 사회 지출이란 공적연금, 공공의료, 실업급여 등 다양한 공공 지원 및 서비스 포함
 자료: OECD, 현대차증권

기시다 새로운 자본주의: (1) 가계의 투자 확대 목표

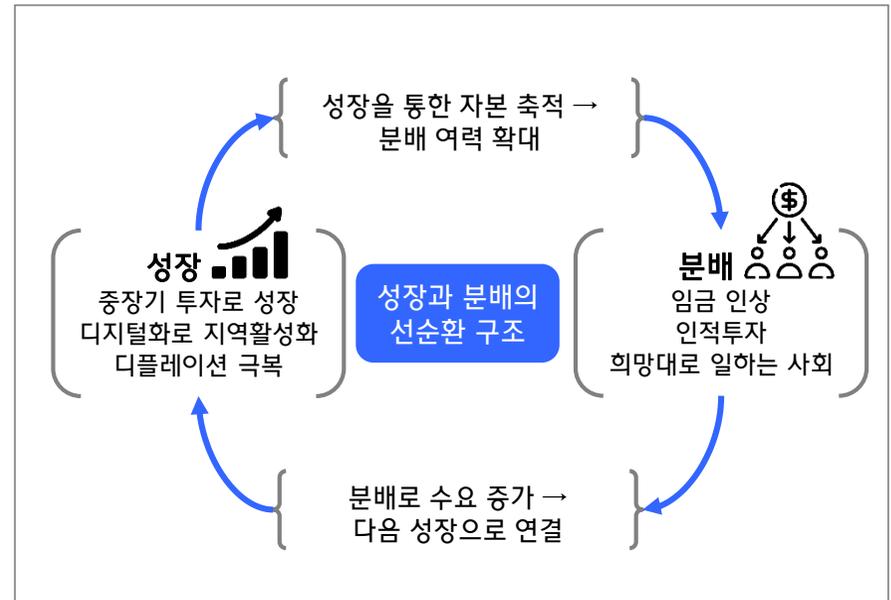
- '21년 10월 출범한 기시다 내각은 2010년대 기업 이익 증가의 과실이 임금과 가계로 충분히 돌아가지 않는 문제를 인식
- 노동 규제 완화에 따른 비정규직 증가와 소득격차 확대, 청년 및 서민층의 자산 축적 어려움 등으로 정치·사회적인 압력 높아진 영향
- 기시다 내각은 '22년 6월 '성장'과 분배의 선순환'을 위한 '새로운 자본주의' 정책의 실행 계획 발표
- 주요 목표로 (1) 임금 인상을 유도하고, (2) 자산소득배중 계획을 통해 가계 자산을 늘리며, (3) 혁신 투자, 스타트업 육성 및 그린전환 등을 제시
- 특히 가계 금융자산 2,000조엔 중 절반이 예금에 머물러 자금이 생산적 분야로 흐르지 않고, 가계는 기업 이익 증가를 누리기 어렵다는 인식 공감
- 자산소득배중 계획을 통해 가계의 자산을 늘리고, 저축에서 투자로 전환을 목표

일본 기업 이익 성장 대비 낮은 임금 증가율



자료: 블룸버그, 현대차증권

기시다 내각의 '새로운 자본주의'의 성장과 분배의 선순환



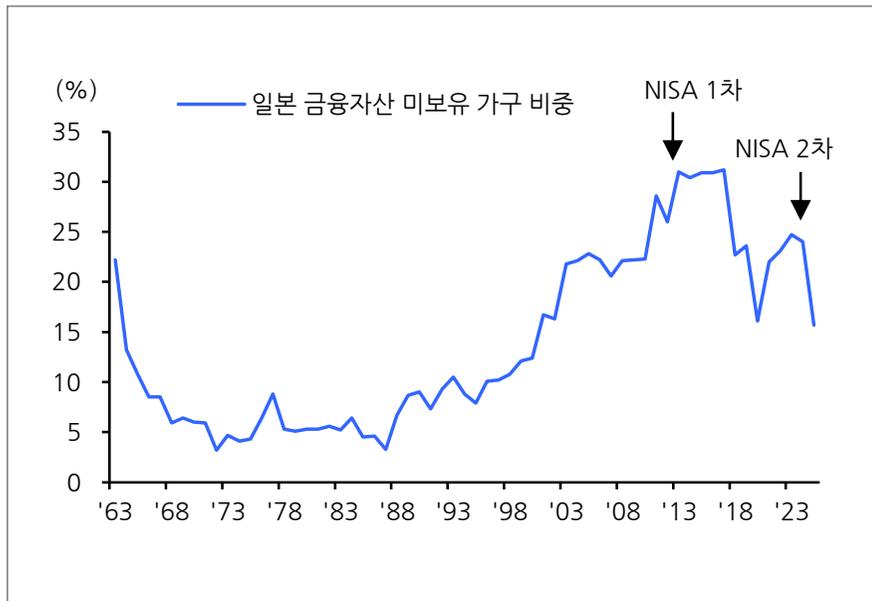
자료: 일본 정부, 현대차증권



기시다 새로운 자본주의: (2-1) 新NISA 중심의 자산소득배중 계획

- 새로운 자본주의를 구축하기 위한 핵심 중 하나인 자산소득배중 계획은 가계의 과도한 저축을 투자로 전환 하기 위한 정책
- 기시다 내각은 '22년 11월 '저축에서 투자로' 목표 달성을 위한 제도·인프라·교육·자문을 망라하는 종합 패키지 발표
- 과거 '14년 일본 정부는 가계의 자산 형성과 자본시장으로 위험 자산 투자 확대를 위해 소액투자 비과세제도인 NISA(Nippon Individual Savings Account) 도입. 일본은 주식, ETF, 펀드의 양도차익·배당수익에 대해 20% 과세하는데, NISA는 이를 면제해 주는 것
- 기시다 내각은 자산소득배중 계획에서 중산층의 안정적인 자산형성을 핵심 목표로 (1) 기간과 한도를 확대한 新NISA 제도 발표('24년 1월 적용), (2) 금융경제 교육 강화, (3) 일본 투자 생태계 개혁을 추진
- 新NISA는 기존 NISA에 대해 연간 납입할 수 있는 투자한도는 물론, 비과세 한도액을 1,800만엔으로 늘리고, 비과세 기간도 평생으로 확대

일본 가계 중 금융자산 미보유 가구 비중 추이



자료: J-FLEC, 현대차증권

기존 NISA 및 2024년 시행된 新NISA 비교

구분	구NISA		신NISA	
	적립투자	일반투자	적립투자	성장투자
연간 투자한도	40만엔	120만엔	120만엔	240만엔
비과세 기간	20년	5년	제한 없음	
비과세 한도액	800만엔	600만엔	총합 1,800만엔 (성장투자는 1,200만엔 상한)	
보유 방법	두 유형 중 택일		두 유형 병행 가능	

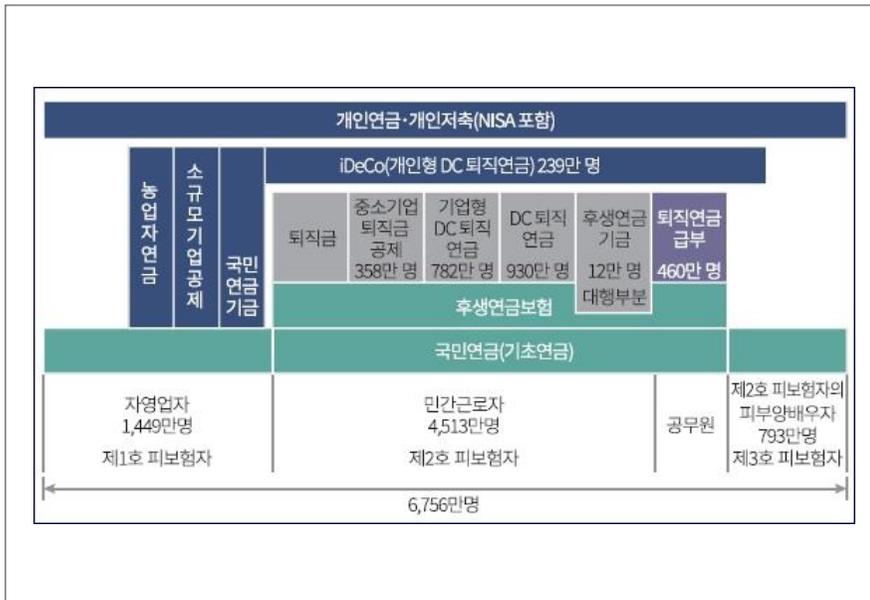
자료: 일본 금융청(FSA), 현대차증권



기시다 새로운 자본주의: (2-2) 新NISA와 함께 iDeCo 확대

- '22년 11월 발표된 기시다 내각의 자산소득배증 계획에서 新NISA와 함께 iDeCo(개인형 DC 연금) 제도 개혁 추진
- iDeCo는 스스로 가입해 납입·운용하고, 60세 이후 급여를 받는 개인형 DC 연금 제도 (기업형 DC/DB와 대비)
- iDeCo는 (1) 납입금에 대해 전액 소득 공제되고, (2) 운용수익이 비과세 재투자되며, (3) 수령 시 세제 우대 제공
- 기시다 내각은 iDeCo 개혁을 통해 (1) 가입 가능 연령 70세까지 인상, (2) 납입한도 상향하고, (3) 계좌개설, 가입 등 절차 간소화·신속화
- 가계의 현금·예금 비중이 높은 상황에서 新NISA는 청년층·중산층의 저축이 투자로 전환하는 입구로 사용된다면, iDeCo는 청년층·중산층이 미래 노후를 위한 장기·지속 투자 유도
- 기시다 내각의 자산소득배증 계획에서 NISA가 제 1의 기둥이라면, iDeCo는 제 2의 기둥으로 배치

일본 연금 제도, 기본/후생 연금 바탕에 개인/기업 연금 추가



주: 자본시장연구원 '연금세제의 특성분석 및 개선방향(2024)' 재인용
 자료: 자본시장연구원, 현대차증권

NISA, iDeCo, 기업형 DC 비교

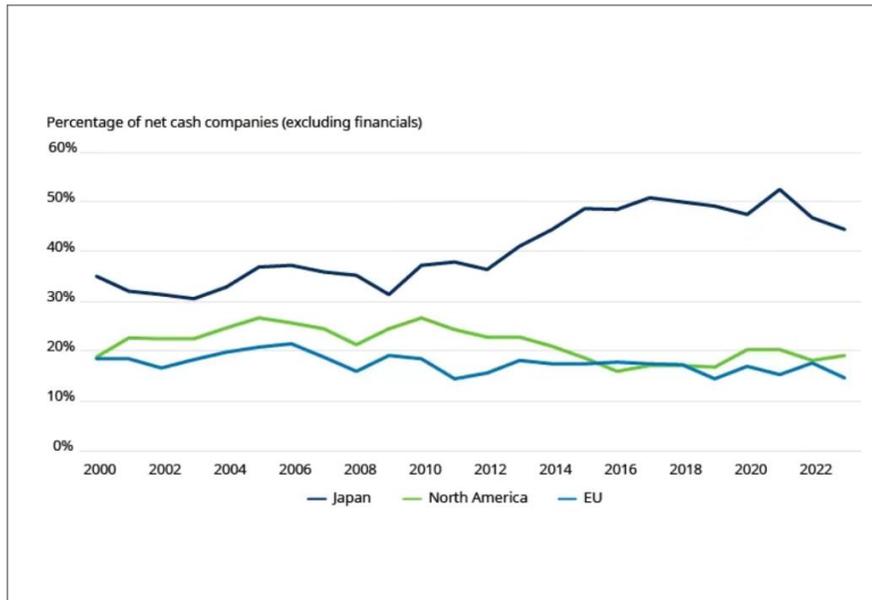
구분	신NISA		iDeCo	기업형 DC
	적립투자	성장투자		
연간 투자한도	120만엔	240만엔	14.4~81.6만엔	240만엔
대상	일본 거주 18세 이상		65세 미만	70세 미만 (기업별 차이)
대상 상품	저위험 상품 (ETF·펀드)	주식·ETF·펀드 등 제한 없음	정기예금·펀드·보험 등	정기예금·펀드·보험 등
세제 우대 -납입 시	없음	없음	납입금 소득 공제	납입금 소득 공제
세제 우대 -운용 시	운용수익 비과세	운용수익 비과세	운용수익 비과세	운용수익 비과세
세제 우대 -수령 시	운용수익 비과세	운용수익 비과세	과세 (공제 적용)	과세 (공제 적용)
최대 투자 기간	제한 없음	제한 없음	65세까지	회사 정한 연령
인출	제한 없음	제한 없음	원칙적으로 60세까지 불가	원칙적으로 60세까지 불가

주: 2026년 12월 1일부터 가입 가능 연령과 납입한도 상향 예정
 자료: FSA, 후생노동성, 현대차증권

기시다 새로운 자본주의: (3-1) 자본비용과 주가 의식 경영 촉구

- 기업 지배구조 코드가 도입된 이후 2차례 개정을 통해 독립 이사 비율 확대 등이 이뤄졌지만, 일각에서는 지나치게 형식적이라는 비판 존재
- '12년 이후 기업 거버넌스 개혁에도 불구하고 일본 상장기업의 현금 보유 비중은 증가. '23년 7월 기준 프라임 시장의 56%가 PBR 1배 미만
- 이에 기시다 내각은 실제 기업 행동 개선에 집중, '23년 3월부터 일본증권거래소(JPX)은 프라임 및 스탠다드 시장의 기업들에게 낮은 밸류에이션을 해결하고 자본 비용(Cost of Capital)을 인식한 경영을 하는 '자본비용 및 주가의식 경영'에 대한 의견 공식 요청
- 구체적으로 PBR 1배 미만인 기업 중심으로 이사회는 (1) 기업의 ROE 등 자본수익성 지표와 주가와 PBR 등 시장 평가를 비교해 분석하고, (2) 개선을 위한 구체적인 방침과 목표를 설정하고, (3) 분석 내용과 개선을 위한 방침을 투자자와 대화하고 정기적으로 공시하도록 요청
- JPX 요구는 강제성을 띄지는 않지만, 기관 투자자들이 수탁자 책임 이행을 위해 행동에 나설 수 있고, 거래소도 프라임 지수 편입 요건에 산정

주요국 상장 기업들의 현금 보유 비율



주: MSCI 기준
자료: Schroders, 현대차증권

일본증권거래소 상장기업 PBR 개혁 주요 내용('23.3)

항목	주요 내용	대상
자본비용 및 주가의식 경영	'자본효율성, 주가, 경영상황 등 점검 / 이사회가 개선정책 마련, 재무·비재무 목표 및 계획 수립 / 주주와 소통 강화' 등의 내용을 자율 공시	프라임시장, 스탠다드시장
지배구조의 품질 향상	Comply or Explain 제도 이행이 미흡한 기업 대상으로 개별지도 등 보완 요청	프라임시장, 스탠다드시장
주주와의 대화 강화	주주와 의사소통 강화 독려, 주주로부터 제안받은 사항의 이행 여부를 공시	프라임시장
영문공시	2025년 4월부터 모든 주요 공시 항목에 대해 영문으로도 공시 의무화	프라임시장

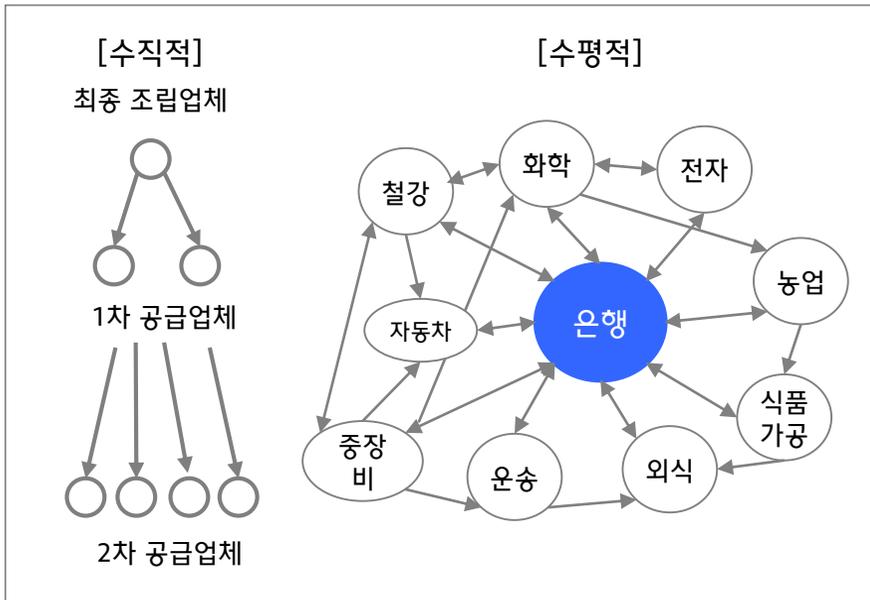
자료: JPX('23.3), 자본시장연구원 재인용('24.8), 현대차증권



기시다 새로운 자본주의: (3-2) 정책보유주식 축소 계획 구체화

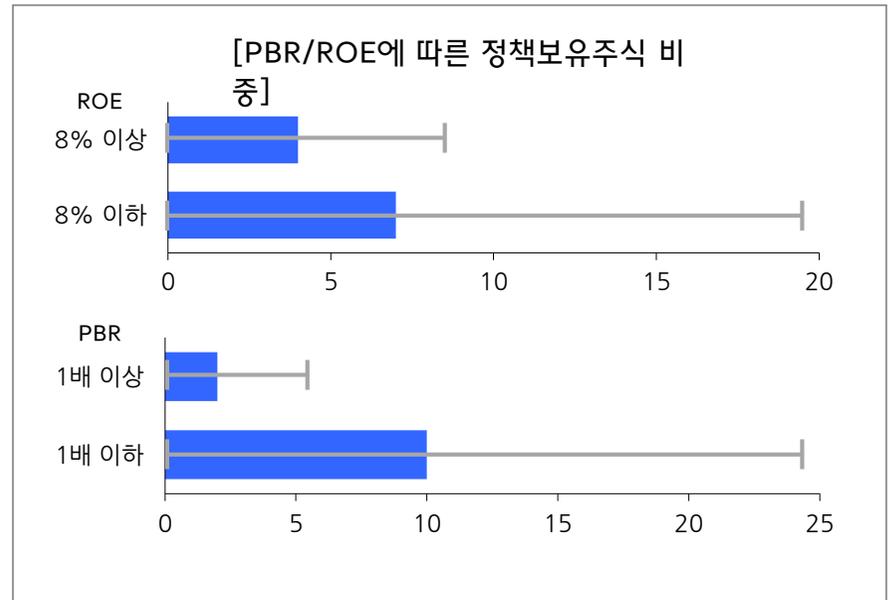
- 일본의 정책보유주식(Cross-shareholdings)는 순수 투자 목적이 아닌 영업상 거래 관계·업무상 제휴 등의 목적으로 보유하는 주식 의미
- 과거부터 일본은 은행/제조사 중심으로 기업 간 거래 관계와 지배구조 강화 위해 상호 주식을 보유, 은행/제조사 중심 계열(게이레츠) 체제 구축
- 기시다 내각은 상장 기업의 정책보유주식 보유가 자본 효율을 떨어뜨리고, 경영진에 대한 거버넌스를 약화시키며, 투자자에게 합리적인 설명이 부족할 경우 기업가치 제고를 저해할 수 있다고 본 것
- 이에 기시다 내각은 정책보유주식 축소의 실무화·실질화 추진. '23년 3월 JPX의 '자본비용 및 주가의식 경영'을 바탕으로 정책보유주식의 보유 목적과 합리성을 자본비용 관점에서 점검 요청
- '23~ '24년 실천 방안으로 정책보유주식의 보유 목적을 구체적으로 설명하고, 자본비용에 비추어 합리성을 따지며, 실제 감축이 어떻게 이뤄지는지 정량화하며, 향후 매각 방침 등에 대한 공시가 강화

일본의 수평적, 수직적 게이레츠 구조



자료: Boston University School of Law, 현대차증권

PBR과 ROE 높을수록 정책보유주식 비중 낮음



주1: QUICK 'Cross-shareholdings lowering capital efficiency' 재인용

주2: 바는 전체 표본의 최소-최대를 나타내고, 박스는 전체 표본의 25%-75%의 값을 나타냄

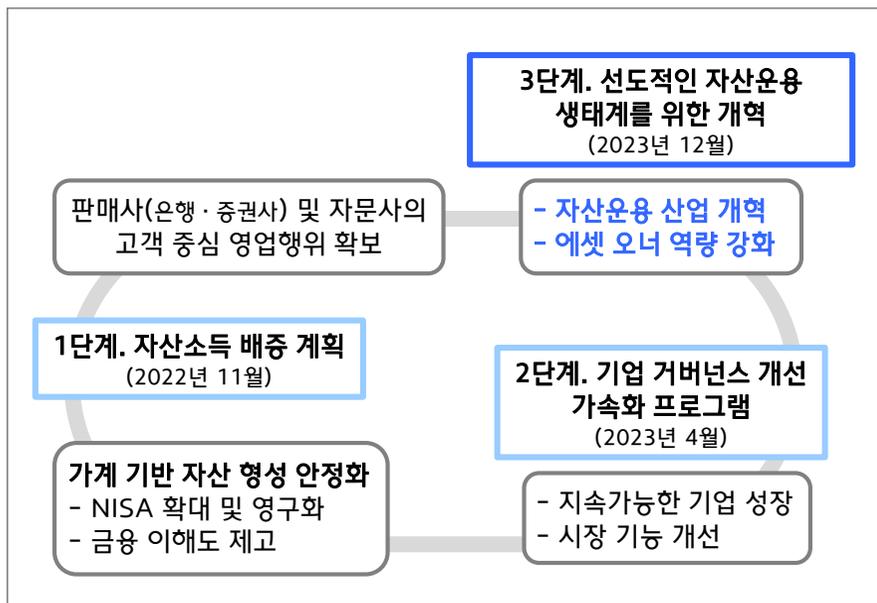
자료: QUICK, 현대차증권



기시다 새로운 자본주의: (4) 선도적인 자산운용 생태계 위한 개혁

- 기시다 내각은 자산소득배증 계획에서 가계의 돈이 실제로 더 잘 굴러가도록 자산운용 생태계의 개혁도 추진
- 新NISA와 iDeCo가 가계의 자산 형성을 지원하고, 기업 거버넌스 개혁이 기업의 중장기적 성장과 기업가치 제고를 목표로 한다면, 기시다 내각의 자산소득배증 계획의 마지막 목표인 자산운용 생태계 개혁은 가계의 자산을 잘 운용해 수익으로 연결하기 위한 정책
- (1) 판매사는 고객에게 맞는 장기·분산투자 상품을 제공하고, 설명과 자문 업무의 중요성을 강조
- (2) 자산운용사는 운용 능력 향상과, 상품 거버넌스 개선, 경쟁 촉진, 국내외 신규 진입 확대를 추구. 운용업 자체 업그레이드 목표
- (3) 퇴직연금을 개혁하고, 에셋 오너는 수익자의 이익을 위해 운용사 선정과 거버넌스, 리스크 관리 등을 강조하는 ‘에셋 오너 원칙’ 발표
- (4) 도쿄증권거래소와 협력해 ‘자본비용 및 주가의식 경영’을 위한 기업 활동을 점검하고, Engagement를 확대하는 등 스튜어드십 활동 이행

기시다 내각 새로운 자본주의 정책 흐름도



자료: 일본 금융청(FSA), 현대차증권

에셋 오너 원칙 받아들인 명단(2026년 2월 기준)

에셋 오너	종류	자산 규모 (십억 달러)	에셋 오너 원칙 (AOP) 수용 여부*
GPIF (정부연금투자기금)	연기금	1,876 ⁽²⁾	✓
DB형 기업연금	연기금	428 ⁽³⁾	245
지방공무원연금기금협회	연기금	247 ⁽²⁾	✓
PFA (연금기금협회)	연기금	83 ⁽¹⁾	✓
중소기업 및 지역혁신기구	연기금	79 ⁽¹⁾	✓
국가공무원공제조합연합회	연기금	80 ⁽²⁾	✓
근로자퇴직급여공제회	연기금	45 ⁽²⁾	✓
사립학교공제기구	연기금	41 ⁽²⁾	✓
국민연금기금협회	연기금	39 ⁽²⁾	✓
생명보험사	보험	2,715 ⁽¹⁾	33
손해보험사	보험	192 ⁽¹⁾	10
JST (일본과학기술진흥기구)	대학	80 ⁽¹⁾	✓
학교법인	대학	N/A	33

주1: (1)은 2025년 3월 기준(\$1=150엔), (2)는 2025년 9월 기준(\$1=148엔),

(3)은 2025년 12월 기준(\$1=157엔)

주2: DB형 기업연금, 생명보험사, 손해보험사, 학교법인 등 다수 집단은 받아들인 기관 수로 표기

자료: 일본 금융청(FSA), 현대차증권



II. 일본의 정책 성과: 주가/경제



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

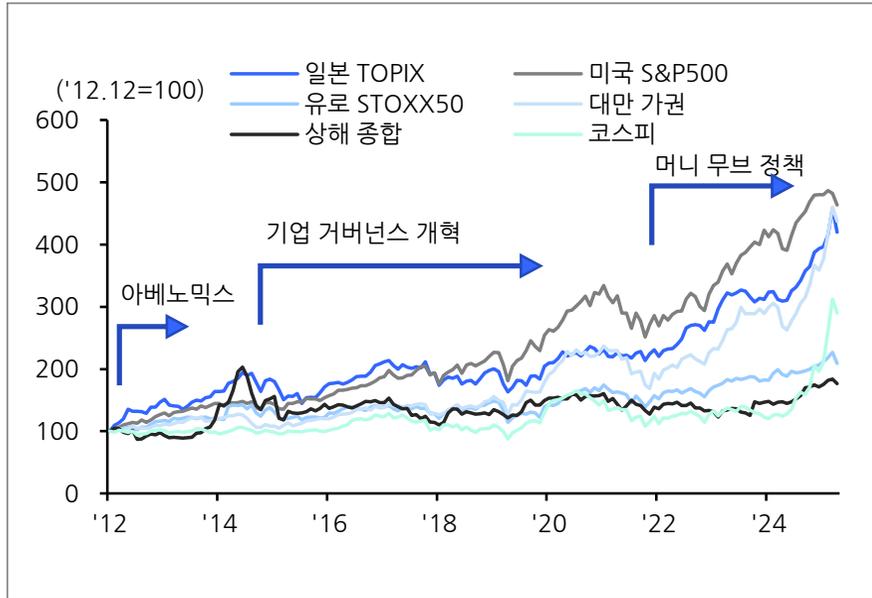


GLOBALITY

일본 증시 13년 성과, 글로벌 주요국 중 상위권

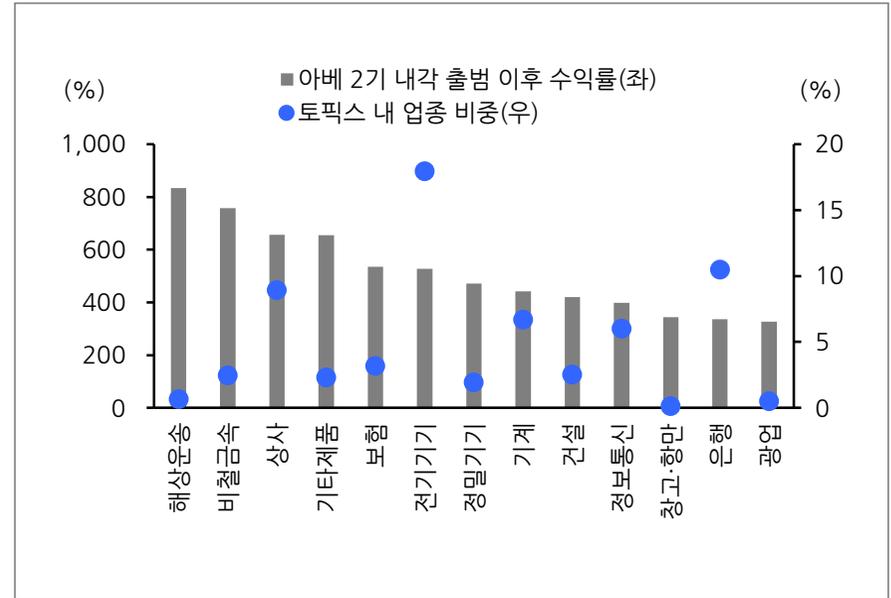
- 2024년 2월 22일 일본 니케이225 지수는 39,098pt를 기록하며 1989년 12월 이후 34년만에 역대 최고치를 경신
- 니케이225 지수는 아베 신조 2기 내각이 출범한 2012년 12월 26일 이후 연평균 14%의 성장. 아베노믹스 이후 13년 3개월 동안 일본 토픽스는 미국 S&P500, 대만 가권지수와 함께 300% 넘게 상승하며 주요국 증시 중 눈에 띄는 성과 기록
- 일본 증시는 2013년 아베노믹스의 대규모 통화완화와 확장적 재정정책을 통해 강한 리레이팅이 진행
- 이후 2014년부터 진행된 기업 거버넌스 개혁과 2022년 기시다 내각에서 시행된 가계의 자산 증가 정책(머니 무브)에 증시 꾸준히 탄력을 받음
- 아베 2기 내각 출범 이후 토픽스 업종별 성과를 보면 상사, 전자기기, 기계 등이 아웃퍼폼. 해외 수출 비중 높은 업종 중심 성과 아웃퍼폼

아베 2기 내각 출범 이후 주요국 증시 흐름



주: 아베 2기 내각 출범한 2012년 12월말 100 기준
 자료: 에프엔가이드, 현대차증권

업종별 수익률, 해외 수출 비중 높은 업종 아웃퍼폼



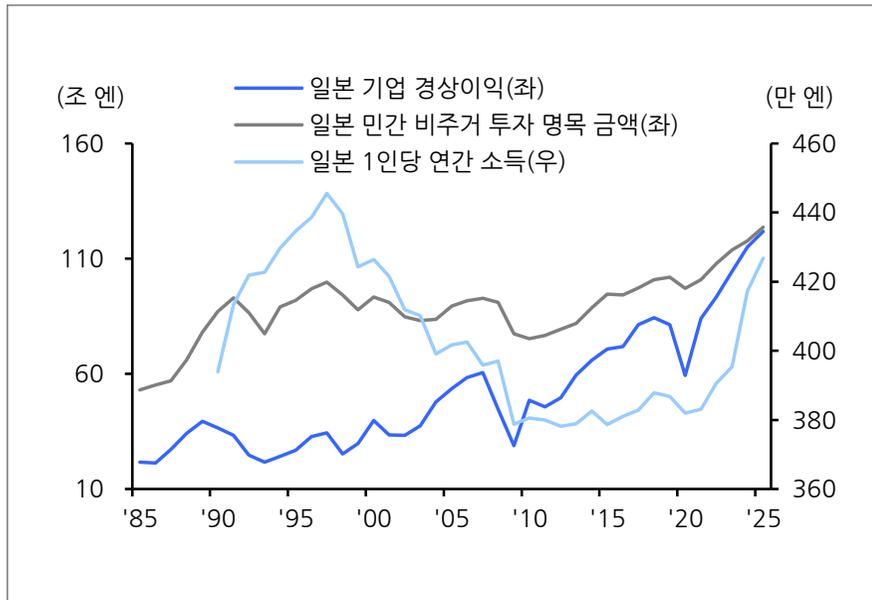
주1: 아베 2기 내각 출범한 2012년 12월 26일 이후 성과
 주2: 토픽스 전체 33개 업종 중 토픽스 지수 아웃퍼폼한 13개 업종만 표시
 자료: FACTSET, 현대차증권



일본 경제 및 잠재성장률 반등 중

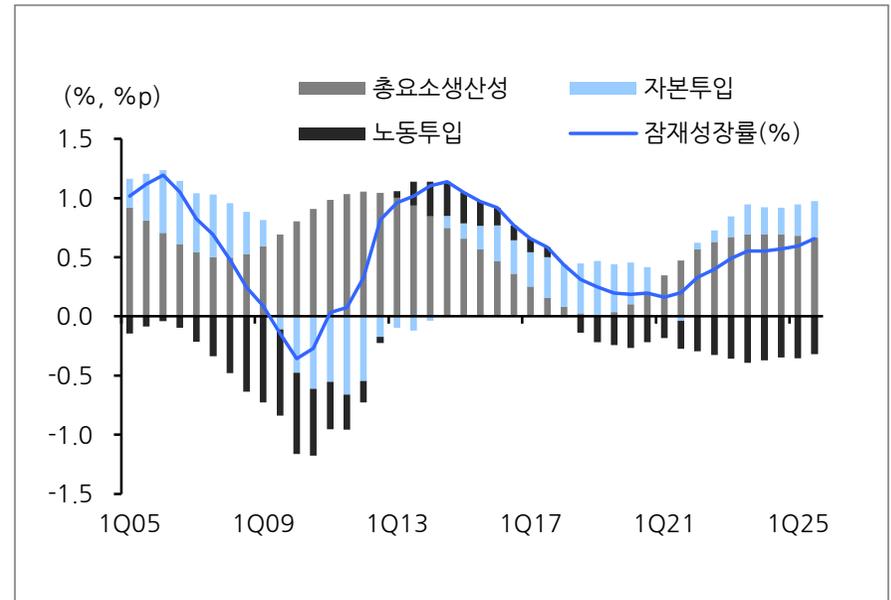
- 일본 기업의 경상이익은 글로벌 금융위기 이후 바닥을 찍은 후 2010~2020년대 팬데믹 기간 제외하면 꾸준히 확대
- 일본 명목 민간 비주거용 투자도 '90년 버블 붕괴 이전 수준을 상회하며 확장 중
- 부진했던 명목 임금 증가도 2020년대 물가 상승과 실업률 하락, 기시다 내각의 임금 확대 정책 등으로 인해 늘어나고 있음
- 일본의 잠재성장률도 회복세. 노동투입 자체는 인구 감소 영향으로 감소 지속 중이나, 노동참가 개선에 노동투입 감소 영향 축소. 또한, 노동생산성(TFP)이 큰 폭 회복되고 있고, 자본축적(설비투자)도 확대됨
- 노동생산성 증가 요인으로는 디플레이션 환경에서 벗어나 기업들 투자를 늘리기 시작했고, 디지털화와 인적자본 투자 확대 등의 영향

일본 기업 경상이익과 민간 투자, 명목 임금



자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 잠재성장률 추이와 항목별 기여도



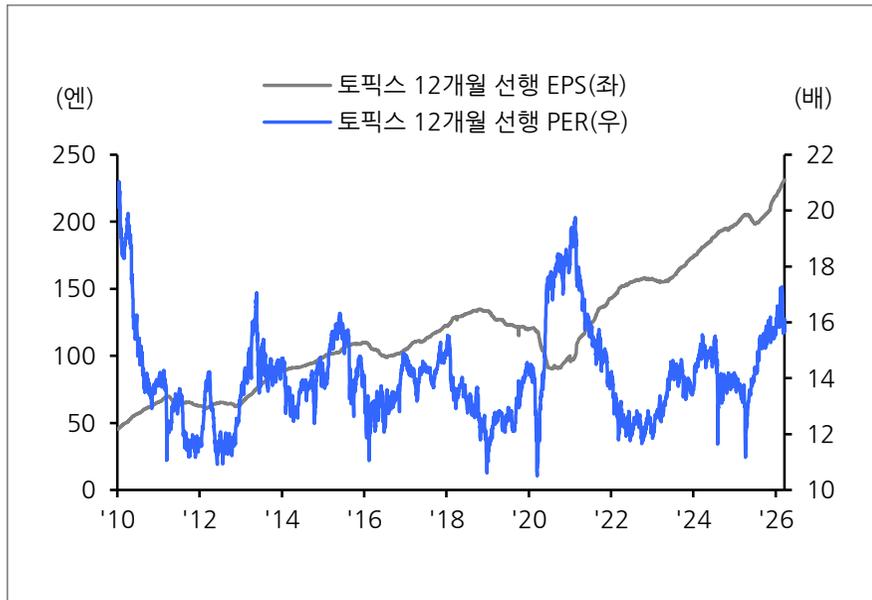
자료: Bank of Japan, 현대차증권



일본 증시 펀더멘털 개선이 핵심, 밸류에이션도 일부 확대

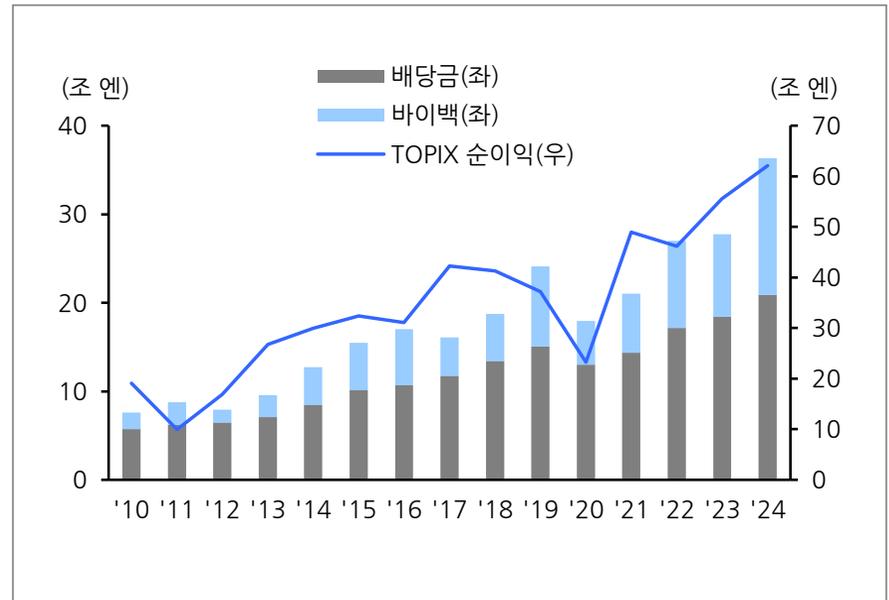
- 일본 증시는 일본 경제와 기업들의 펀더멘털 개선에 강세를 보인 것. 엔화 약세와 양호한 대외 여건에 수출 기업 중심으로 실적 성장 지속
- 토픽스의 12개월 선행 EPS는 아베 2기 내각 출범한 2012년 12월 26일 64엔 수준에서 2026년 약 230엔으로 260% 가량 상승. 주가 상승분 326%를 대부분 설명 가능
- 일본 증시의 밸류에이션도 일부 확대. 토픽스의 12개월 선행 PER은 2010년대 13.7배에서 2020년대 14.6배로 확대
- 일본 기업 이익이 개선되는 만큼 자사주 매입과 배당이 증가. 주주환원 증가는 이익 증가와 함께 일본 증시를 뒷받침하는 가장 중요한 요인

일본 증시 펀더멘털 중심 개선, 밸류에이션도 일부 확대



자료: FACTSET, 현대차증권

일본 TOPIX 순이익 증가와 함께 주주환원 확대



주: TOPIX 구성종목 Net Income, Dividend, Buyback 금액 연간 합산
자료: FACTSET, 현대차증권



III. 일본의 정책 성과: 기업 거버넌스



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

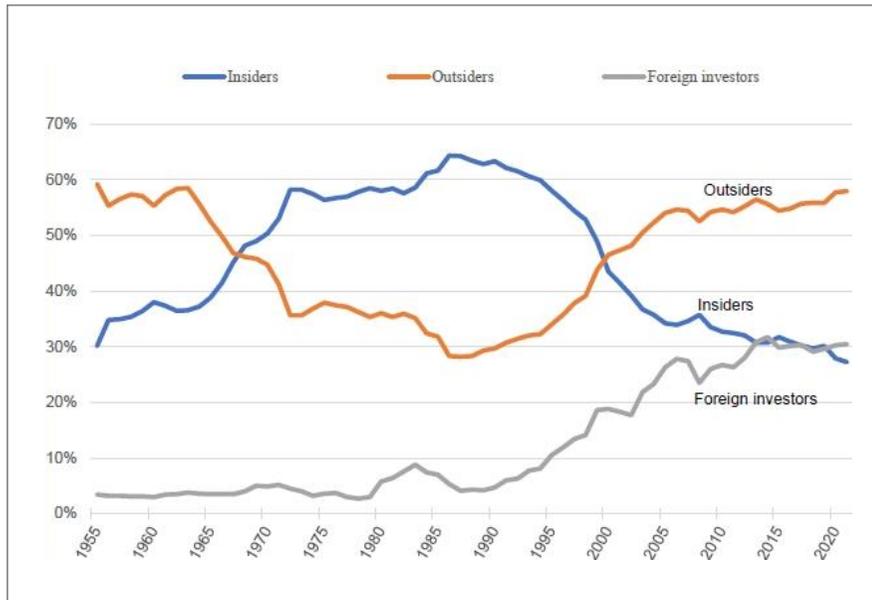


GLOBALITY

일본 기업 거버넌스 개선: (1) 이사회 독립성 증가

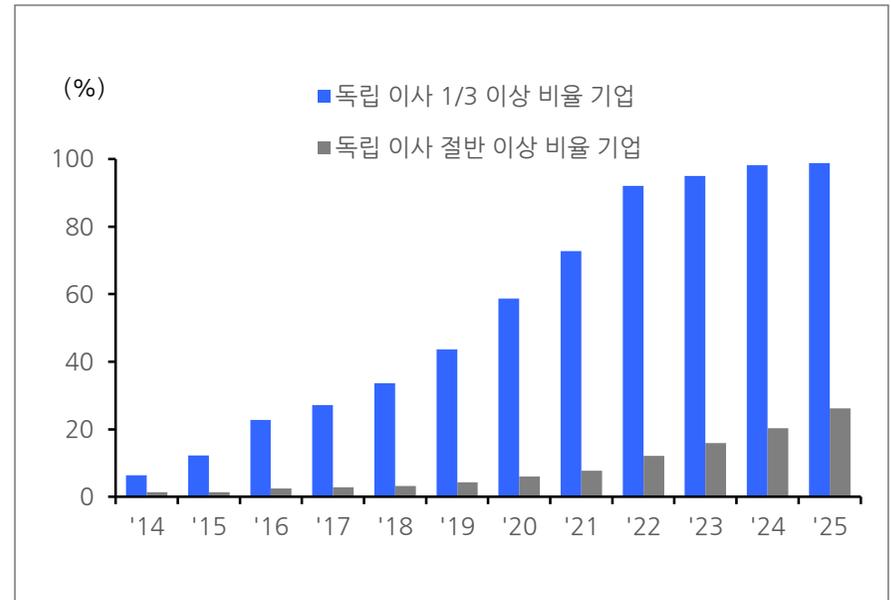
- '14년 스투어드십 코드 도입과 '15년 기업 거버넌스 코드 도입, 회사법 개정 등을 통해 일본 정부는 기업 거버넌스 개선 지속
- 과거 일본의 지배구조는 은행과 보험사, 기업간 상호 정책보유주식을 통한 기업 집단(게이레츠) 형성. 이사회는 기업의 임원이나 전직 관료, 변호사 등 기업 관계자나 경영 경험이 없는 게이레츠 우호 인물로 구성. 이는 주주 이익보다는 기업 집단의 안정성과 보수적인 의사결정 야기
- 스투어드십 코드와 기업 거버넌스 코드가 고도화되면서 이사회의 구성과 의사결정 변화. 외부 주주와 독립 이사 비중 큰 하이브리드 체제로 이동
- 독립 이사의 비중이 늘어나고, 임원추진위원회와 보수위원회 설치 비중도 높아지면서 이사회와 거버넌스의 투명성과 독립성이 강화

일본 외부 주주와 외국인 투자자 비중 증가



주: RIETI의 'Overview of the Evolution of Corporate Governance(2025)' 재인용
 자료: 일본 경제무역산업성연구소(RIETI), 현대차증권

일본 프라임 시장 기업들의 독립 이사 비율



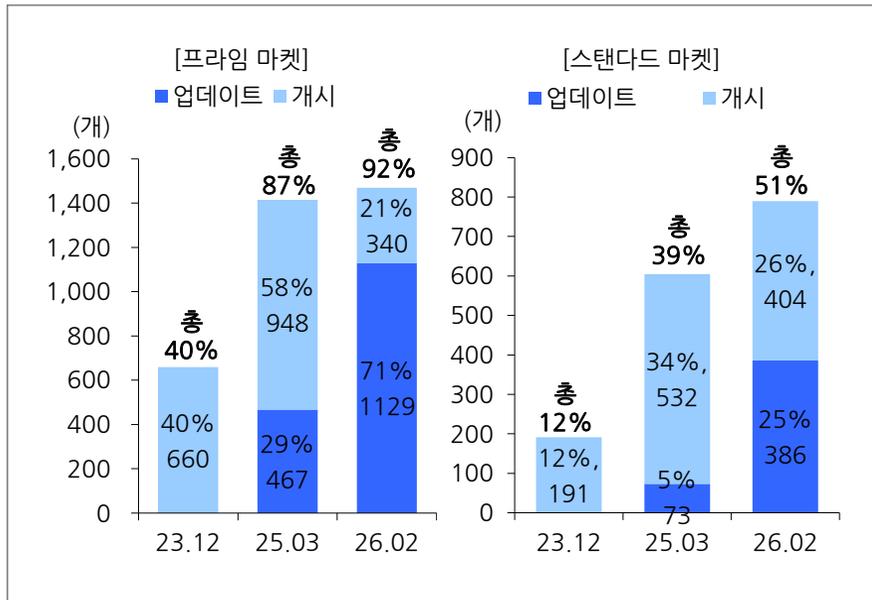
자료: JPX, 현대차증권



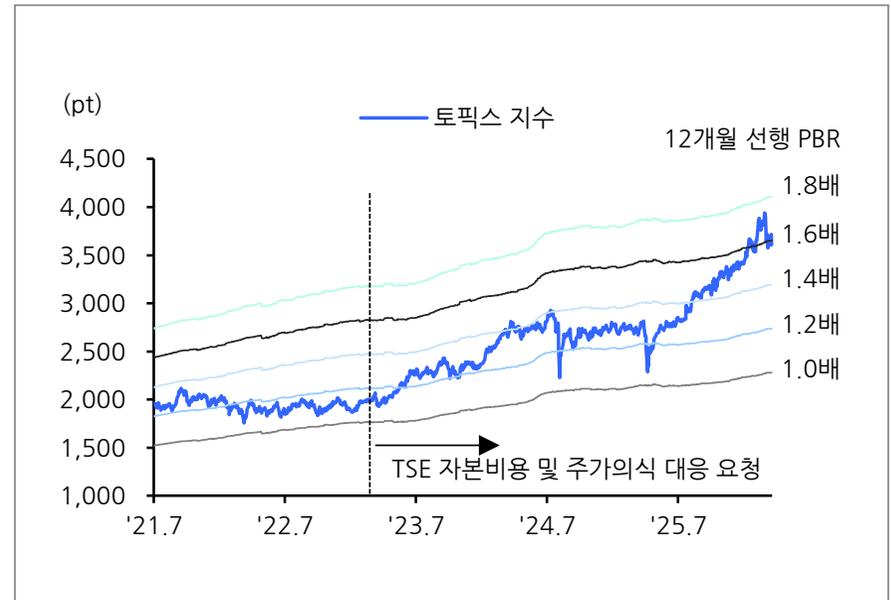
일본 기업 거버넌스 개선: (2-1) 자본비용 및 주가의식 응답 요청

- TSE(도쿄증권거래소)는 2023년 3월부터 프라임 및 스탠다드 시장의 상장사에 대해 ‘자본비용과 주가를 의식한 경영 실현’ 의견을 공식 요청
- TSE는 2024년 1월부터 공시 기업 리스트를 공개. 이후 매월 말 기준 업데이트
- JPX의 회신 요구에 대한 기업 대응 꾸준히 개선. 2026년 2월말 기준 공시한 기업 비중은 프라임 시장은 92%, 스탠다드 시장은 51%
- 또한 2024년부터 레퍼런스 사례집을 발표해 ‘자본비용 및 주가의식 경영 실현’ 응답을 위한 구체적인 Case 제공. 양적이 아닌 질적 개선 추구
- 양적인 측면의 형식적인 기업 거버넌스 개선이 아닌 거래소를 통해 기업들의 자본비용과 주가를 의식한 경영을 목표로하면서 PBR 개선 진행
- 토픽스의 12개월 선행 PBR은 2022년 7월 거래소 중심 개혁 이전 1.1배에서 2026년 1.6배를 상회

TSE 의견 요구에 대한 응답 공시 높아지고 있음



거래소 중심 개혁에 토픽스 PBR 유의미한 개선



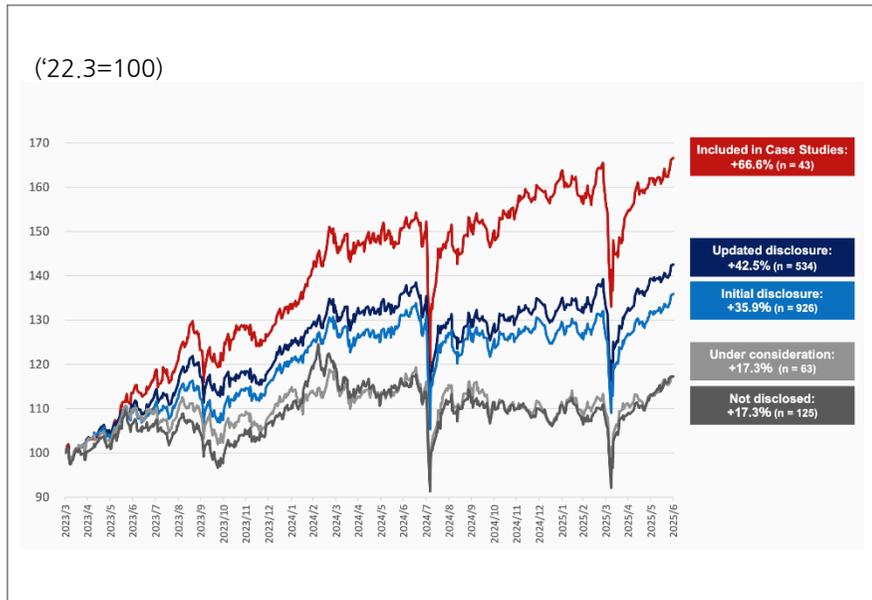
주: Initial Disclosure, Updated Disclosure만 공시로 판단. Under Consideration은 공시 상태에서 제외
자료: JPX, 현대차증권

주: 12개월 선행 PBR 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

일본 기업 거버넌스 개선: (2-2) 응답에 따른 주가 수익률

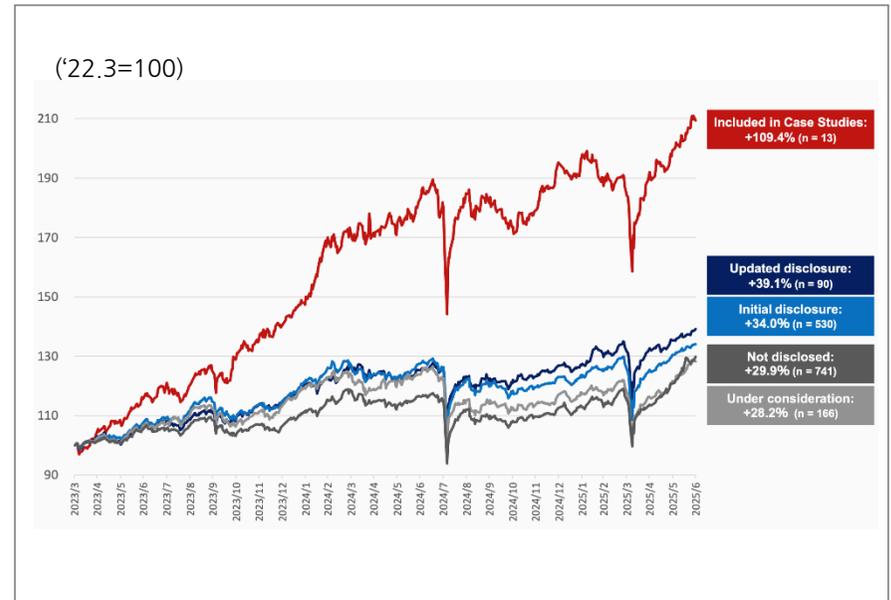
- TSE 요청에 응답한 기업들의 주가 성과 아웃퍼폼하는 경향
- 특히 공시·설명·투자자 대화와 관련해 레퍼런스로 선정된 Case study 기업들의 성과는 더욱 우수
- 스탠다드 시장에서 이러한 경향이 더욱 두드러짐. 프라임 시장에서는 현재 93%의 기업들이 요청에 대해 응답하고 있다는 점에서 변별력이 크지 않을 수 있으나, 스탠다드 시장에서는 51%만 응답 중. 특히 질적으로 우수한 사례에 속하는 기업들의 투자자 반응 더욱 높은 경향

프라임 시장에서 TSE 요청 대한 공시 정도에 따른 수익률



주: TSE 개혁 이니셔티브 시작 직전인 2022년 3월말 기준 100으로 정규화
자료: JPX, 현대차증권

스탠다드 시장에서 TSE 요청 대한 공시 정도에 따른 수익률



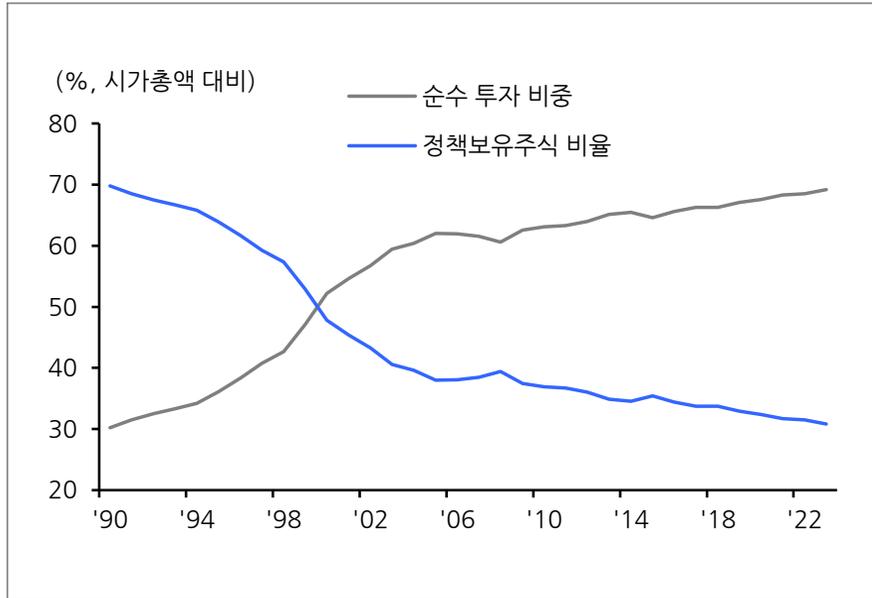
주: TSE 개혁 이니셔티브 시작 직전인 2022년 3월말 기준 100으로 정규화
자료: JPX, 현대차증권



일본 기업 거버넌스 개선: (3) 정책보유주식 & 중복상장 감소세

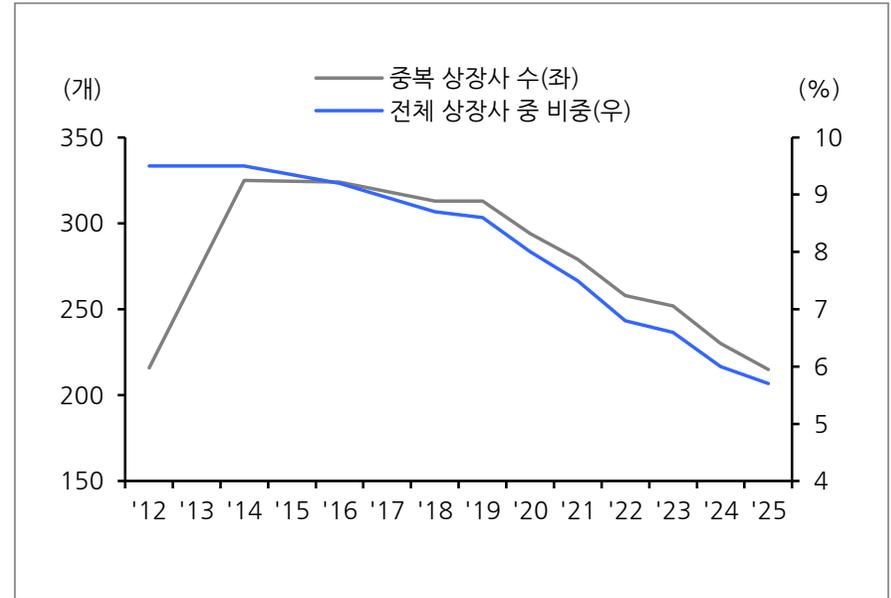
- 일본의 정책보유주식(Cross-shareholdings)은 1990년 버블 붕괴 이후 일본 은행 재무건전성 악화와 자본건전성 훼손에 1차 감소
- 이후 2010년대 스튜어드십 코드, 기업 거버넌스 코드가 강화되고, 주주 행동주의가 확대되고 있는 점은 기업이 정책보유주식 축소를 늘리는 배경
- 기업들은 자본 비용을 의식하고 정책보유주식의 합리성에 대한 설명이 요구되는 상황에서 뒤쳐질 시 주주와 행동주의 펀드의 압력 높아짐
- 장기적으로 정책보유주식 보유 감소는 은행·거래처를 통한 상호 안정적인 지배구조 실현이 어렵다는 점에서 이사회와 경영진의 책임 경영이 강화되고, 일반 투자자에 대한 의식 높아질 것. 또한, 정책보유주식 비중 축소는 자본을 더 높은 수익률의 용도로 재배분 가능
- 자본효율을 높이고, 정책보유주식 구조를 해체하는 과정에서 모자기업이 동시 상장되는 중복상장도 감소. 일본의 중복상장은 2012년 기업 거버넌스 개혁 추진에 2025년 7월 215개로 감소. 모회사 완전 편입이나 자회사 지분 매각 진행

일본 정책보유주식 보유 추세



자료: 노무라자본시장연구소, 현대차증권

도쿄증권거래소(TSE) 내 중복상장사 수와 비중



주: 자회사와 모회사가 모두 상장되는 친자상장 기준

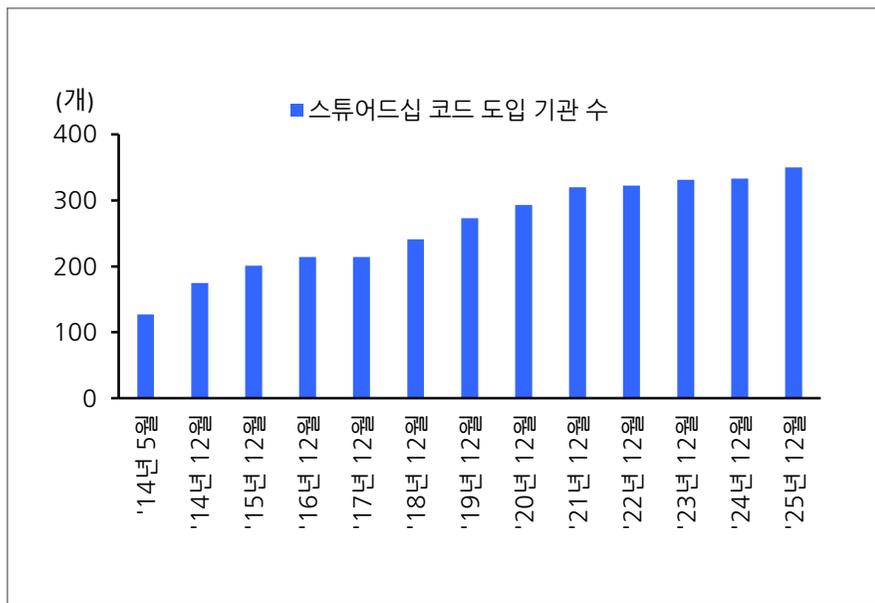
자료: JPX, 현대차증권



일본 기업 거버넌스 개선: (4) 투자자와 대화 확대

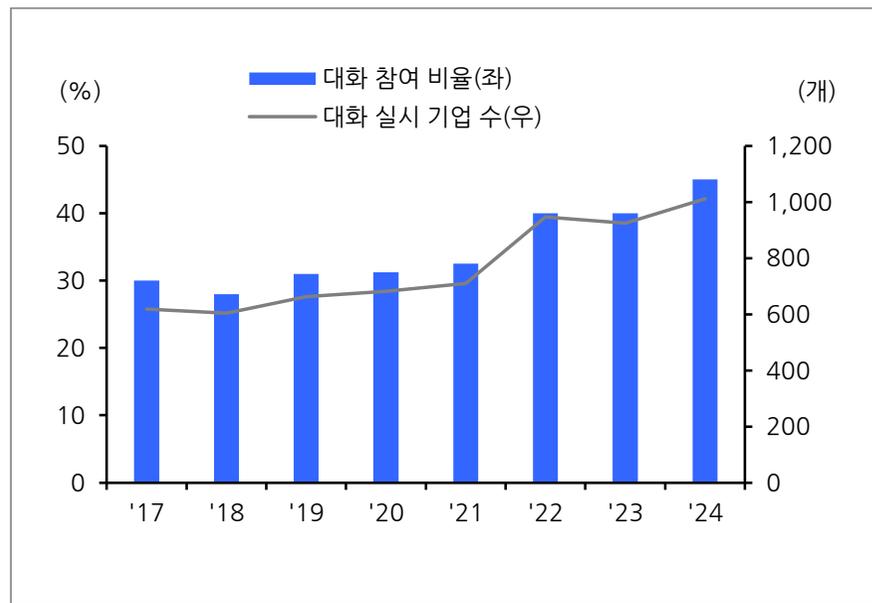
- '14년 스투어드십 코드와 '15년 기업 거버넌스 코드 도입을 통해 투자자와 기업간 대화(Dialogue) 의무 부여
- 이후 '18~ '21년 코드 개정을 통해 대화 의제와 수준을 구체화했고, 글로벌화와 중장기적 목표 확대. JPX 개혁 이후 자본비용도 대화 의제에 포함. '25년부터는 TSE의 모든 상장사가 상시 IR 시스템 구축을 의무화. 투자자와의 대화를 경영진과 이사회 체계에 연결
- 스투어드십 코드를 받아들인 기관 투자자 수는 꾸준히 증가. 2014년 127개에서 2024년 340개로 증가
- GPIF도 2014년 5월 스투어드십 코드 채택. GPIF는 외부 운용사를 통해 대화(Dialogue) 수행. 외부 운용사의 대화 정도를 평가 및 압박
- 외부 운용사를 통해 GPIF의 투자 대상 기업 중 대화를 행하고 있는 기업 수와 비중 확대. 2024년 기준으로 GPIF가 보유한 국내 주식 종목 중 45% 기업에 대해 대화 실시. 시가총액 기준으로는 96%. TOPIX 100 기업은 100%, TOPIX MID 400 기업과는 95% 대화 수행

일본 스투어드십 코드 수용 기관투자자 수



자료: FSA, 현대차증권

일본 GPIF의 피투자 기업과 대화 증가 기초



주: Fiscal year 기준으로 당해 4월부터 다음해 3월 기준

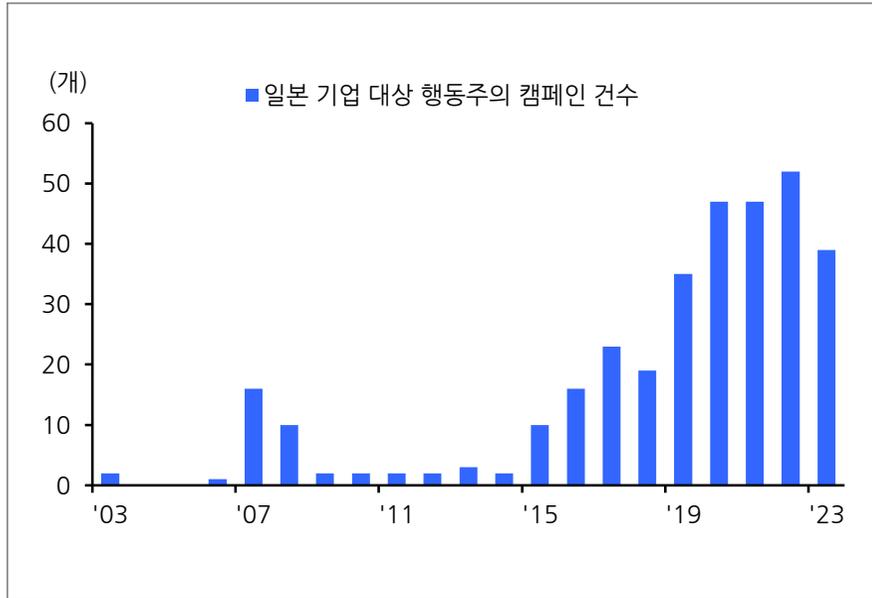
자료: GPIF, 현대차증권



일본 기업 거버넌스 개선: (5) 일본 주주 행동주의 확대

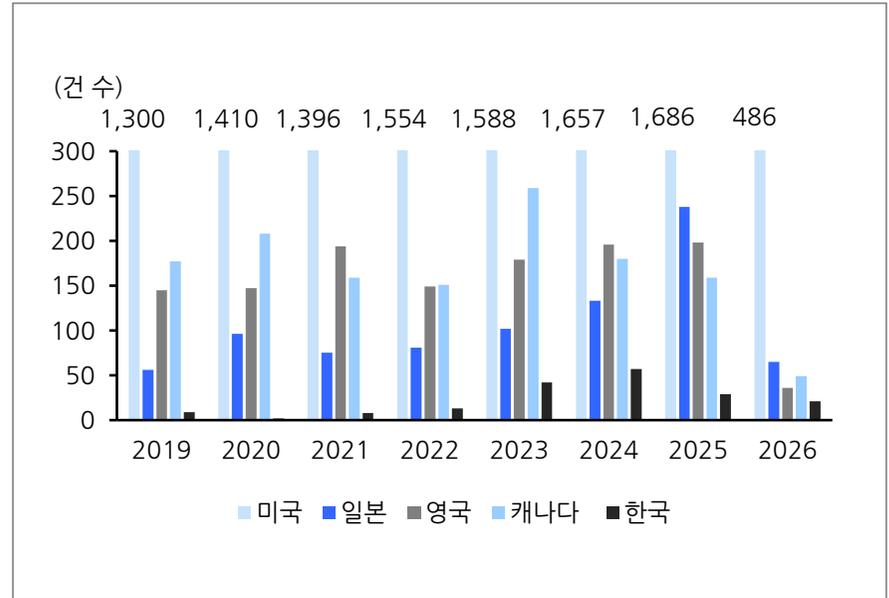
- 일본 내에서 기업 의사결정에 주주들이 적극적으로 영향력을 행사하는 주주 행동주의(Activism)가 확대되고 있음
- 블룸버그에 따르면 2025년 일본 기업을 대상으로 한 행동주의 캠페인은 미국에 이어 두 번째로 많은 활동이 이루어짐
- 주주 행동주의가 2010년대 중반부터 확대된 이유는 스튜어드십 코드 도입에 기관 투자자들의 수탁자 책임 이행이 강화되었고, 기업 거버넌스 코드 도입에 거버넌스 항목에 대한 설명이 요구되고, 독립이사 증가와 정책보유주식 감소 등 경영권 방어 수단이 약화되었기 때문
- 일본 기업의 주가 저평가 인식이 커진 점도 우호적. 2020년 이후 글로벌 투자자들 중국 비중 축소 과정에서 일본 비중 확대. 글로벌 투자 증가에 해외 행동주의 펀드들 일본 기업 지분 확보하면서 경영 개선 요구 늘어남. JPX '자본비용 및 주가의식 경영' 요청도 행동주의 펀드에 정당성 부여
- 주주 행동주의 확대에 일본 기업들의 주주친화 경영이 확산되고, 투명하고 책임있는 경영 추구. 이는 장기적인 일본 기업 매력도 높임

일본 기업 대상 행동주의 캠페인 건수



주: Calendar year 기준
 자료: 노무라자본시장연구소, Factset, 현대차증권

국가별 행동주의 캠페인 건수, 일본에서 활동 눈에 띄

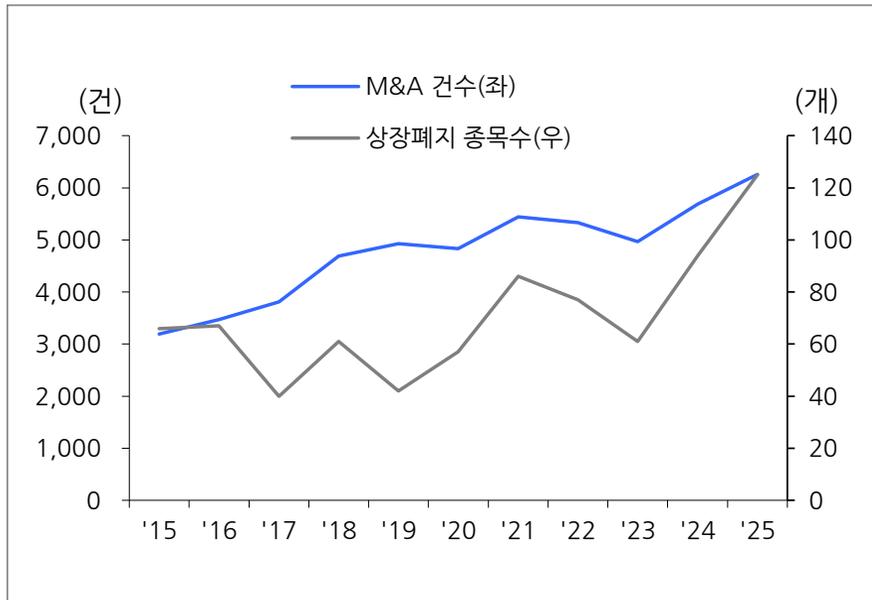


주: 상장 거래소 국가 기준
 자료: 블룸버그, 현대차증권

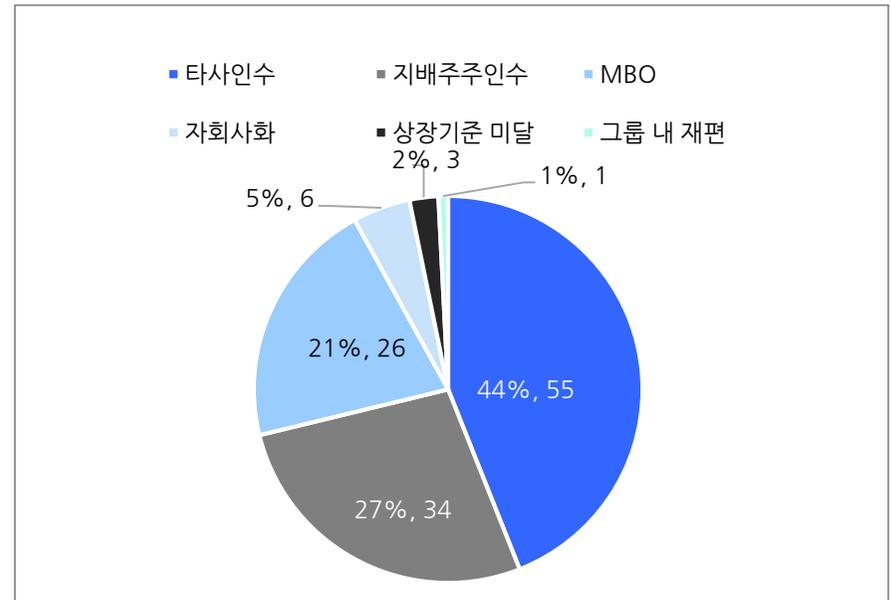
일본 기업 거버넌스 개선: (6) 자발적 상장폐지 증가

- 일본 거버넌스 개혁 이후 행동주의 캠페인의 전개가 늘어남에 따라 비상장사 전환(자발적 상장폐지) 및 MBO가 늘어나고 있음
- 로이터는 '25년 일본 기업들의 비상장사 전환이 늘어난 이유로 주주 행동주의와 도쿄증권거래소(TSE)의 효율성 및 저PBR 개선 요구 등을 지목
- 이외에도 환경 변화에 따른 기업 포트폴리오 재편 필요성 확대, 풍부한 유동성으로 인한 PEF 시장 확대 등도 자발적 상장폐지를 증가시킨 요인
- 일본의 M&A 건수와 상장폐지 종목 수는 '24~ '25년 2년 연속으로 사상 최고치를 경신. ION Analytics에 따르면 일본의 비상장화 전환을 위한 M&A는 2024년 30건에서 2025년 48건으로 증가. ION은 기업 거버넌스 개혁과 주주 행동주의 증가가 비상장사 전환의 배경으로 판단
- 2025년 TSE의 상장폐지 사유 분류를 보면 상장기준 저촉으로 인한 상장폐지는 3건(2%)에 불과
- PEF는 기존 경영진에게 경영 기회 부여하는 경향. 이에 경영진은 투자자 압박에서 벗어나고, 자유로운 경영을 위해 우선적으로 M&A를 타진

일본 M&A 건수 증가와 상장사 상장폐지 건수 증가



2025년 도쿄증권거래소 상장폐지 사유 분석



주: 도쿄증권거래소 전체 상장폐지 건수 중, TOKYO PRO(대체시장)과 신주우선권 뺀 상장주식 건수
 자료: 일본 경제산업성(METI), 현대차증권

주: 숫자는 각 항목의 비중과 건수
 자료: 일본 경제산업성(METI), 현대차증권

일본 기업 거버넌스 개선: (7) 기업 수익성, 효율성 개선

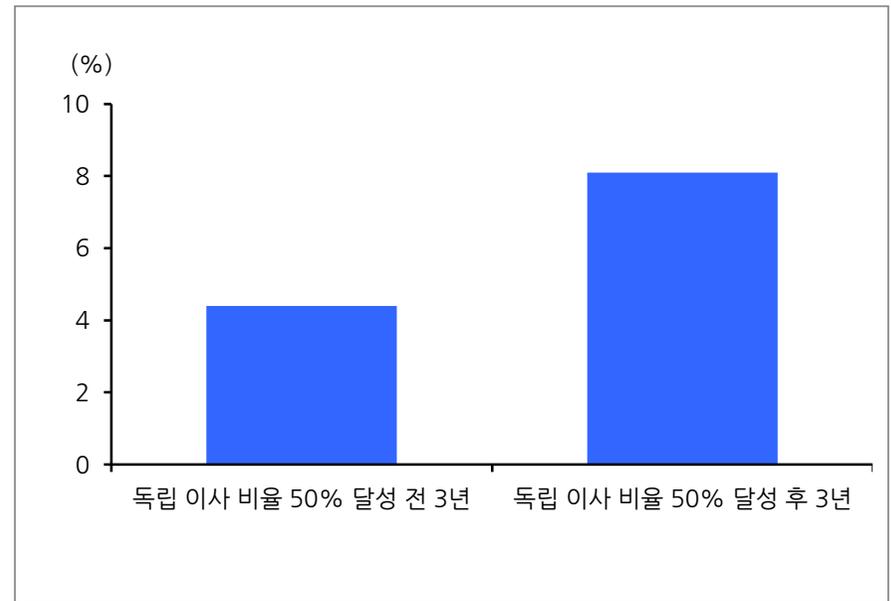
- 일본 기업 거버넌스 개선에 일본 기업들의 수익성과 효율성 개선되는 움직임. 정책보유주식 비중이 감소하고 기관 및 외국인 투자 증가하면서 독립 이사 비율이 높아지면서 수익성과 효율성 중심 경영 확대
- RIETI의 연구(2025)에 따르면 일본 기업 재무제표를 거버넌스 개혁 전후로 나눠 비교하면 수익성 향상이 확인되나, 효율성(총자산 회전율)이 아닌 마진 상승 덕분. 이익이 설비투자, R&D 등 성장 위한 지출로 이어지진 않았고, 주주 환원 증가와 재무안정성 유지에 사용됨
- 독립이사 증가가 기업의 수익성과 효율성 강화한다는 연구도 있음. 다이이치 생명의 연구(2026)에 따르면 이사회에서 독립 이사 비중이 50%를 상회할 경우 추후 기업 ROE 개선 나타남을 보여줌. ROE 개선은 재무 레버리지 변화가 아닌 마진 증가와 총자산 회전율 증가에 의해 촉진됨
- 반면 Morikawa(2020)의 연구에 따르면 2015년 이후 독립 이사 증가가 기업의 수익성과 효율성에 영향 주지 못했다고 결론. TSE가 2023년부터 '자본비용 및 주가 의식 경영'에 대한 의견을 이사회에 요청하는 이유. 형식적인 이사회 개편이 아닌 실질적인 변화 유도

기업 거버넌스 개혁 이후 수익성 향상은 마진 개선 영향

단위: %	ROE	이익 마진	매출/총자산	CAPEX 비율	R&D 비율	Payout ratio	Cash ratio
2010	5.4	6.1	114.0	12.6	2.6	2.3	24.8
2011	5.0	5.9	113.0	14.0	2.7	2.4	25.4
2012	5.8	5.9	111.0	15.9	2.7	2.4	27.2
2013	7.5	6.6	112.0	16.8	2.5	2.4	27.5
2014	7.3	6.8	110.0	16.9	2.5	2.6	28.0
2015	7.4	7.2	111.0	17.4	2.5	3.1	29.7
2016	7.9	7.3	108.0	17.2	2.6	3.2	30.7
2017	8.6	7.7	107.0	17.2	2.5	3.1	31.1
2018	8.1	7.8	108.0	19.1	2.5	3.5	32.7
2010-2012	5.4	6.0	113.0	14.2	2.6	2.3	25.8
2014-2018	7.9	7.4	109.0	17.6	2.5	3.1	30.4
거버넌스 개혁 전후 차이	2.4	1.4	-3.9	3.4	-0.1	0.7	4.6

주: 2010-2012년을 기업 거버넌스 개혁 이전, 2014-2018년을 개혁 이후로 판단
 자료: 일본 경제무역산업성연구소(RIETI), 현대차증권

독립 이사 비율 50% 달성 후 ROE 유의미한 확대 나타남



주: 독립 이사 비율이 50%를 넘는 시점을 Event 발생 시점으로 판단
 주2: 프라임 시장 상장 종목 중 2015~2024년 회계연도 재무제표를 구할 수 있고, 독립 이사 비율 50% 상회하는 54개 기업을 표본으로 함 / 자료: 다이이치 생명 보고서('26.2) 재인용, 현대차증권



IV. 일본의 정책 성과: 머니 무브



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



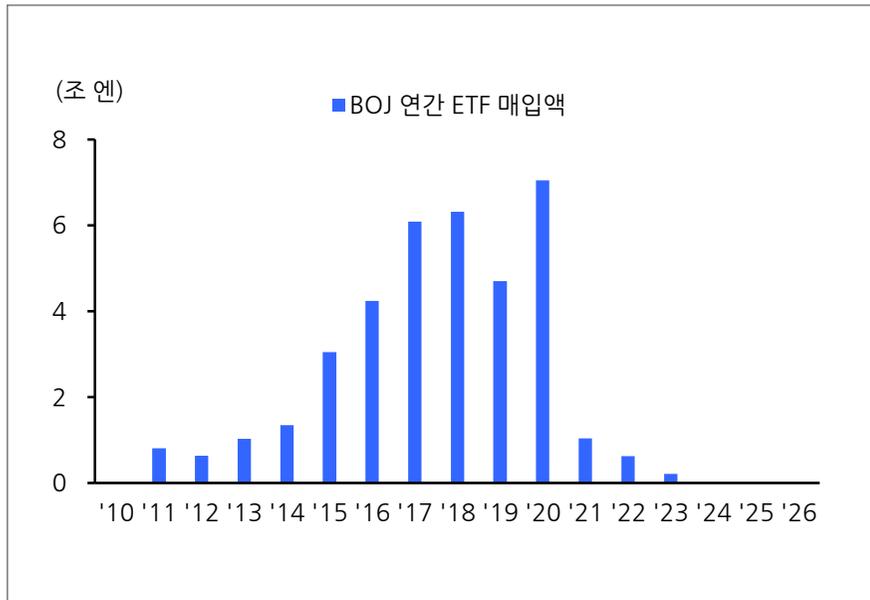
GLOBALITY

(1) 일본 정부의 머니 무브: BOJ와 GPIF의 일본 주식 매수

- 일본 BOJ는 2013년 4월 양적·질적 금융완화 정책을 통해 장기국채 매입은 물론, 일본 주가지수 ETF와 REITS를 매입
- BOJ의 ETF 매입은 연간 1조엔 규모로 시작된 이후 3조엔 규모로 확대되었다가, 팬데믹 기간 최대 12조엔까지 확대. 2021년 매입 중단
- TOPIX 뿐만 아니라 ROE와 독립이사 비율, 지배구조보고서 등 거버넌스 항목을 고려한 니케이400 ETF에도 투자해 거버넌스 개혁에 동참
- BOJ의 누적 ETF 매입 규모는 37조엔 수준이고, 2021년 이후 일본 중시 상승분을 감안하면 현재 BOJ 보유 ETF 가치는 85조엔을 상회할 것으로 전망. 이는 2026년 1,200조엔 수준의 도쿄 증권 거래소(TSE) 시가총액의 5%를 상회
- 연구에 따르면 BOJ의 패시브 투자 증가는 기업 지배구조 개선한다는 것을 확인. M&A 방어를 낮추고, 임원의 스탁 옵션을 도입하고, 독립 이사와 여성 이사 비율이 높아지고, 이사회 규모 작아지며, 배당 확대 가능성 높아짐. BOJ의 ETF 투자가 일본의 교차 지분 구조를 개선하는데 도움

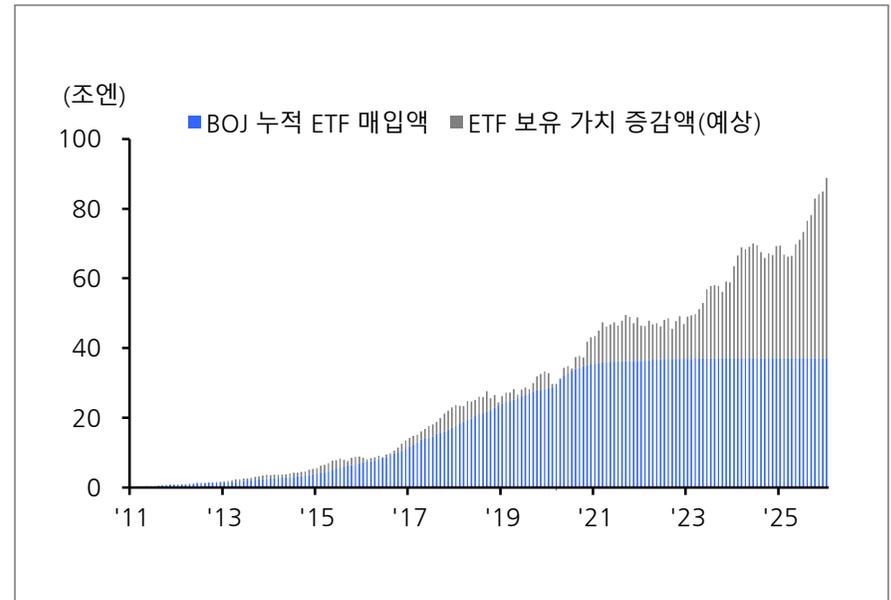
* Does passive ownership affect corporate governance? Evidence from the Bank of Japan's ETF purchasing program (Masumi Sai, Kazuo Yamada, 2025)

BOJ의 연간 ETF 매수 규모



주: Calendar year 기준
자료: 블룸버그, 현대차증권

BOJ의 ETF 보유 규모



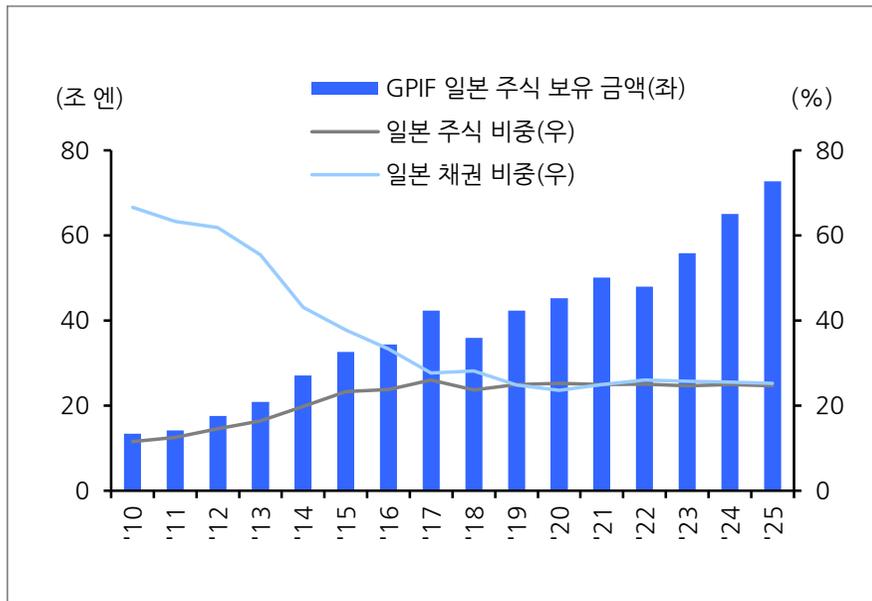
주: BOJ 보유 ETF는 상당수 TOPIX를 추종한다는 점에서 TOPIX 월간 성과 반영에 보유 규모 추정
자료: 블룸버그, 현대차증권



(1) 일본 정부의 머니 무브: BOJ와 GPIF의 일본 주식 매수

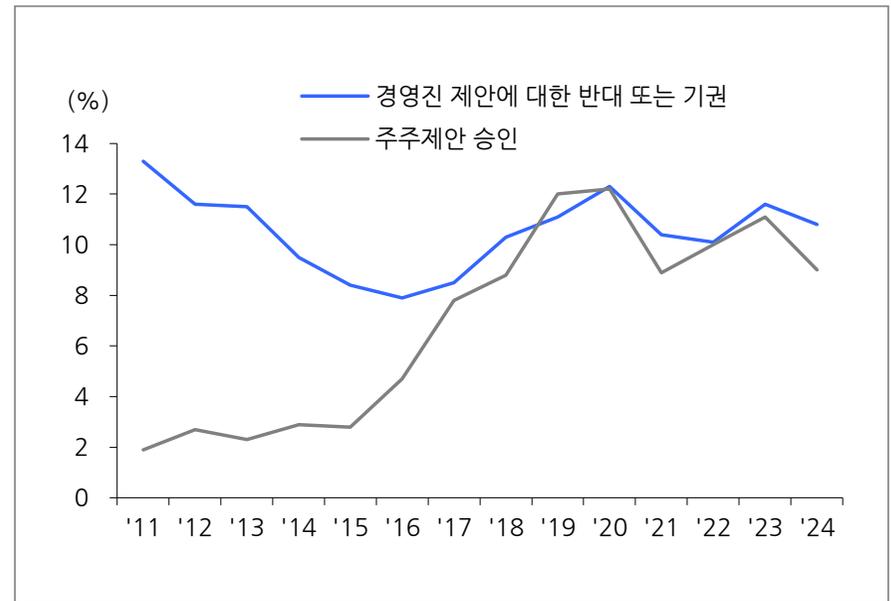
- 일본 연기금인 GPIF도 일본 주식 순매수 확대. 2010년대 전체 금액은 물론, 비중 측면에서도 일본 채권을 줄이고 일본 주식 비중 확대
- GPIF는 기업 거버넌스 개혁에 동참. GPIF는 2014년 스튜어드십 코드 도입 이후 이를 수용해 위탁운용사 선정 시 피투자 기업에 대한 거버넌스 개선을 촉구하고, 의결권 행사 내용을 구체적으로 공시
- GPIF의 위탁운용사들은 일본내 투자 기업들의 경영진/IR/이사회를 대상으로 대화를 실시. GPIF가 직접적으로 기업과 대화하는 것이 아닌 위탁운용사의 스튜어드십 활동 모니터링과 정량 집계, 효과 측정 등을 진행. 주주권도 적극적 행사. 특히 '포이즌 필' 관련 높은 반대율(FY24년 94.5%)
- JPX의 '자본비용 및 주가의식 경영 구현 방침'과 관련해 GPIF는 스튜어드십 활동 일환으로 위탁운용사가 투자 기업에 대한 JPX의 요청에 관한 대화를 실시하고 있는지 점검. 운용사들은 의결권 행사에 대해서 ROE 기준을 상향하고, 정책보유주식 기준을 더욱 엄격히 적용

GPIF의 일본 주식 매입 규모



주: 일본 GPIF는 일본 주식/채권, 해외 주식/채권 비중을 각각 25%로 유지
 자료: GPIF, 현대차증권

GPIF의 의결권 행사 결과, 주주제안 찬성 건수 증가



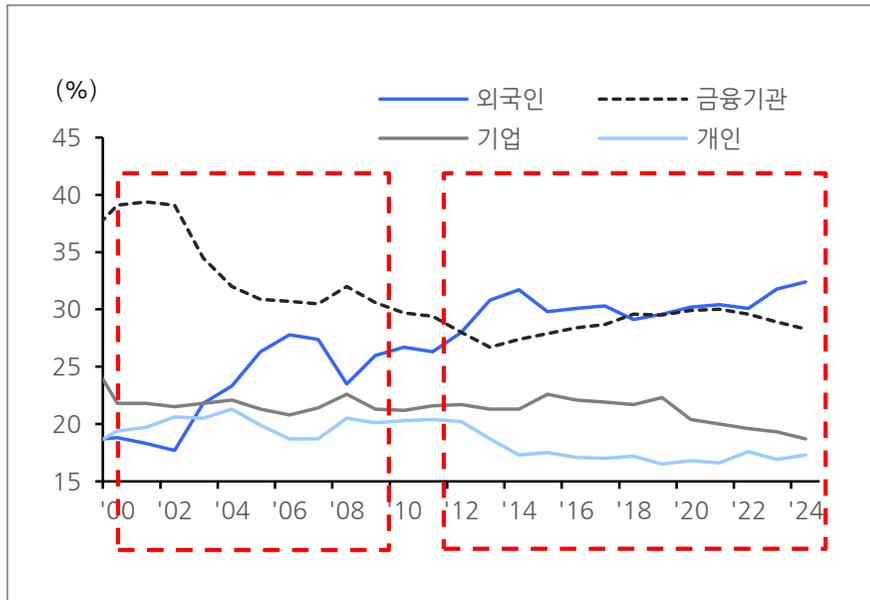
주: Fiscal year 기준으로 당해 4월부터 다음해 3월 기준
 자료: GPIF, 현대차증권



(2) 외국인 머니 무브: 외국인 지분율 증가 기조

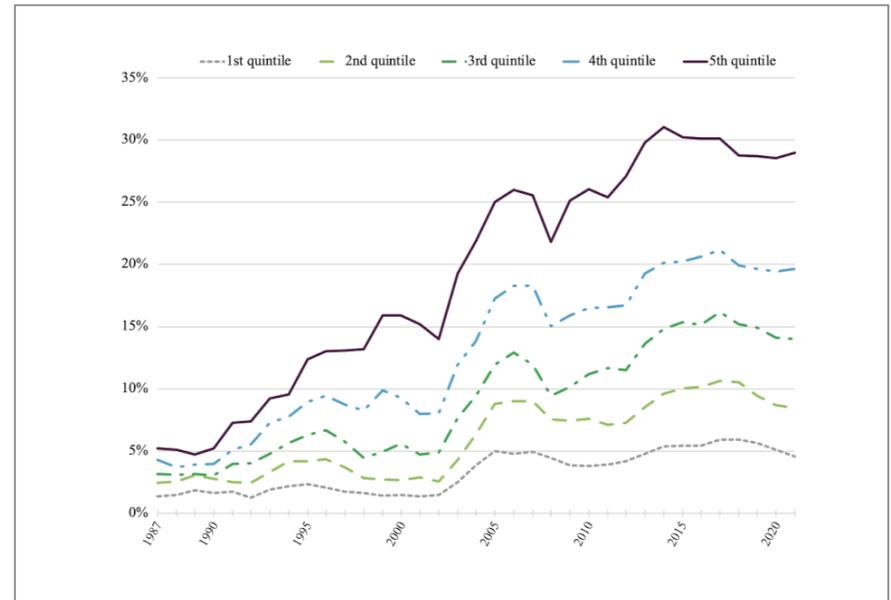
- 1990년대부터 2000년까지는 국내 금융기관·기업의 정책보유주식을 해소하는 과정에서 외국인 비중이 높아짐
- 버블 붕괴 이후 은행과 기업 재무 건전성 악화에 정책보유주식 매도 압력 높아졌고, '01년엔 은행의 주식보유 한도를 Tier 1 자본 이하로 한정('06년까지 진행)하고 시가평가 회계를 도입. 은행의 비금융회사 의결권 제한도 시행. 금융기관·기업 매도를 외국인 투자자가 매웠음
- '14년 이후 스투어드십 코드, 기업 거버넌스 코드 도입 등 기업 거버넌스 개선에 외국인 투자자 비중 추가 확대. 특히 외국인은 2010년대 중순까지 대형주 중심 투자를 했지만, 거버넌스 개혁이 정보 비대칭성을 줄이면서 중형주의 외국인 비중이 상승('11년 11.6% -> '18년 20.0%)
- '22년 TSE의 재편과 '23년 자본비용 경영 요청은 추가적인 외국인 지분 상승을 이끌. TSE의 외국인 지분율은 32.4%로 사상 최고 기록
- Miyajima 교수의 논문에 따르면 외국인 지분율 결정 요인으로 90년대에는 대형주, MSCI 편입, 수출기업(해외에서 친숙) 등이 중요했지만, 2010년대로 올수록 가치주(PBR), 수익성(ROA), 재무건전성, 기업 거버넌스가 중요. 거버넌스 개혁이 외국인 지분율 증가에 분명한 영향

도쿄증권거래소(TSE)의 외국인 지분율 확대



자료: TSE, 현대차증권

2010년대 기업 거버넌스 개혁은 중형주 외국인 지분율 높임



주: Hideaki Miyajima 교수의 'The evolution of corporate governance in Japan' 재인용
자료: Miyajima, 현대차증권



[참조] 일본 증시에서 외국인 지분율 결정 요인

외국인 기관 투자자 지분율과 재무 및 지배구조 관련 변수 간의 관계

변수	Period I (1990-1997)		Period II (1998-2005)		Period III (2006-2013)		Period IV (2014-2021)	
	계수의 시계열 평균	표준오차	계수의 시계열 평균	표준오차	계수의 시계열 평균	표준오차	계수의 시계열 평균	표준오차
시가총액	0.033***	0.007	0.051***	0.003	0.078***	0.003	0.055***	0.001
거래회전율	0.014**	0.005	0.005**	0.002	0.003	0.004	-0.002	0.001
장부가치 대비 시장가치	0.017	0.029	0.026**	0.010	0.054***	0.003	0.022***	0.003
ROA	0.409***	0.031	0.490***	0.058	0.584***	0.040	0.110***	0.025
매출 성장률	0.016	0.015	-0.014	0.014	0.016	0.017	0.001	0.007
배당수익률	-1.268***	0.137	-0.428**	0.176	0.086	0.182	0.104	0.083
주가 변동성	-0.047	0.038	0.046***	0.008	0.065**	0.022	0.099***	0.017
자산 대비 부채비율	-0.061***	0.005	-0.083***	0.008	-0.110***	0.009	-0.049***	0.006
현금 보유 비율	0.042*	0.019	0.170***	0.023	0.139***	0.012	0.059***	0.008
해외 매출 비중	0.051**	0.016	0.049***	0.003	0.045***	0.004	0.046***	0.003
MSCI 지수 편입 여부	0.025**	0.009	0.042***	0.004	-0.018*	0.009	-0.015***	0.003
이사회 구성원 수	-0.001***	0.000	-0.001***	0.000	-0.003***	0.001	-0.001*	0.000
사외이사 비율	0.030***	0.006	0.002	0.006	0.015**	0.006	0.098***	0.006
자회사 여부	0.011**	0.004	-0.013	0.007	0.021***	0.003	-0.034***	0.002
상호출자 비율	-0.094***	0.012	-0.031	0.023	-0.126***	0.035	-0.198***	0.005
추가 수익률	0.035***	0.009	-0.003	0.005	0.002	0.007	-0.003	0.004
상수항	0.155	0.178	-0.279***	0.016	-0.403***	0.086	-0.171***	0.010
종속변수 평균	0.098		0.133		0.201		0.161	
종속변수 표준편차	0.092		0.126		0.149		0.127	
조정 결정계수	0.488		0.610		0.544		0.540	
관측치 수	6,026		6,425		7,195		12,584	

주1: Hideaki Miyajima 교수의 'The evolution of corporate governance in Japan(2025)' 재인용

주2: 주: 표본은 도쿄증권거래소 1부에 상장된 비금융 기업으로 구성. 분석에는 Fama-MacBeth(1973) 방법론이 사용, 연도별 횡단면 회귀분석에서 추정된 계수들의 시계열 평균을 계산하는 방식.

표준오차는 괄호 안에 제시되어 있으며, **, *, 는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서의 통계적 유의성을 의미

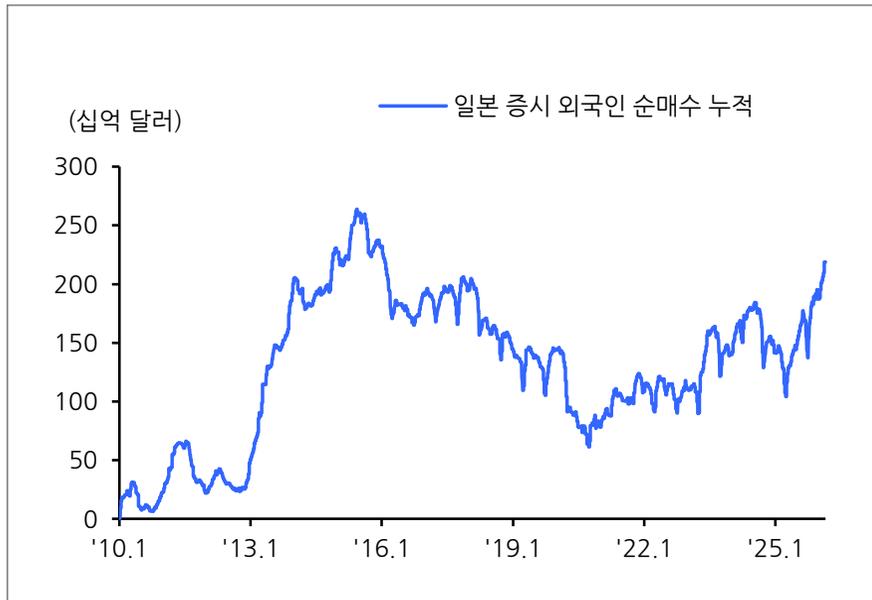
자료: Miyajima, 현대차증권



(2) 외국인 머니 무브: 2020년대 외국인 순매수 재차 증가

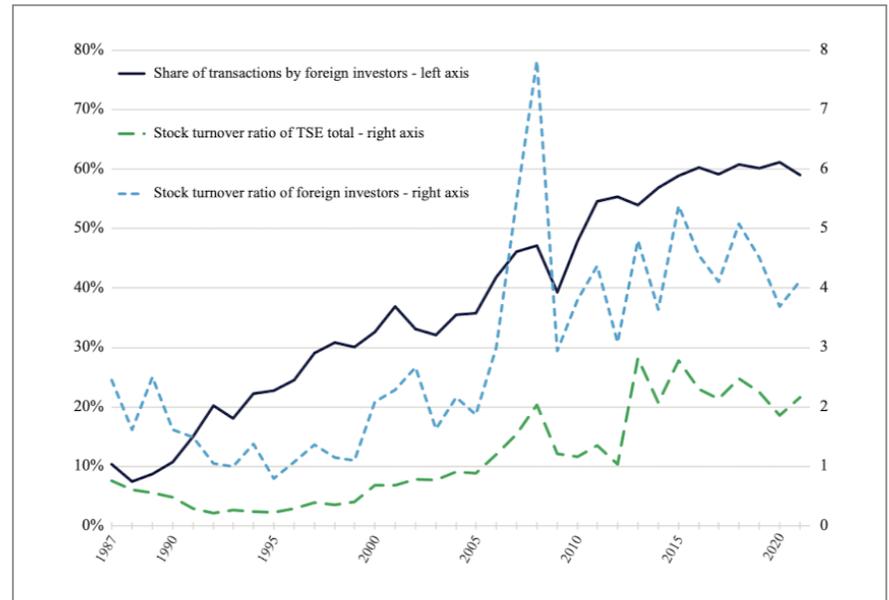
- 버블 붕괴 이후 외국인 투자자는 2003~2006년 고이즈미 구조개혁 강세장과 2012~2015년 아베노믹스 강세장에서 순매수 확대
- 2003년 봄 이후 시작된 고이즈미 구조개혁 강세장 동안 니케이225는 3년간 130% 상승, 이 기간 외국인 약 29조엔 순매수
- 2012년말 시작된 아베노믹스 상승장 동안 니케이225는 2년 반 동안 약 140% 상승, 이 기간 외국인 약 19조엔 순매수
- 외국인 순매수는 2020년 이후 다시 확대. 외국인 지분율 2024년 최고치 경신. JPX 중심으로 진행된 거버넌스 개혁 2탄이 영향
- JPX 개혁으로 외국인 투자자 정보 비대칭성 감소. 대표적으로 영어 공시 확대. TSE Prime의 영어공시 의무화 이후 실적발표 99.6%, 적시공시 96.8%가 영어로 제공 중. 2025년 TSE의 해외 투자자 대상 설문에 따르면 응답자의 88%가 일본의 영어공시 수준이 개선되었다고 평가
- TSE에서 외국인 투자자의 거래대금 비중은 60%에 근접. 매매회전율 역시 외국인 투자자가 전체 평균 대비 높음. 의결권 행사와 행동주의 펀드 확대 등을 통해 외국인 투자자의 영향력 커짐

일본 증시 외국인 순매수 누적 금액



주: 2010년 1월 1일 이후 누적 금액
자료: 블룸버그, 현대차증권

일본 증시 외국인 순매수 누적 금액



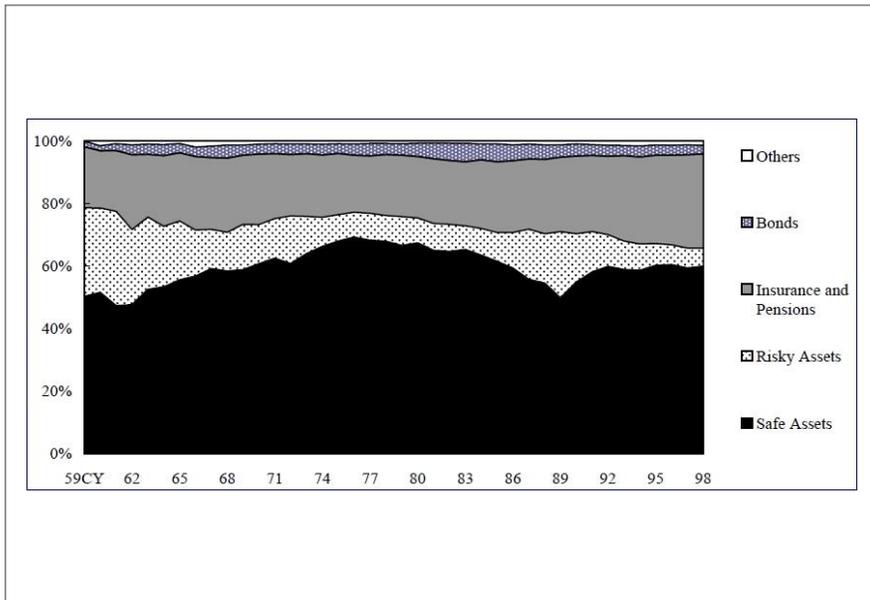
주: Hideaki Miyajima 교수의 'The evolution of corporate governance in Japan(2025)' 재인용
자료: Miyajima, 현대차증권



(3) 일본 가계의 머니 무브: 가계 저축의 역사

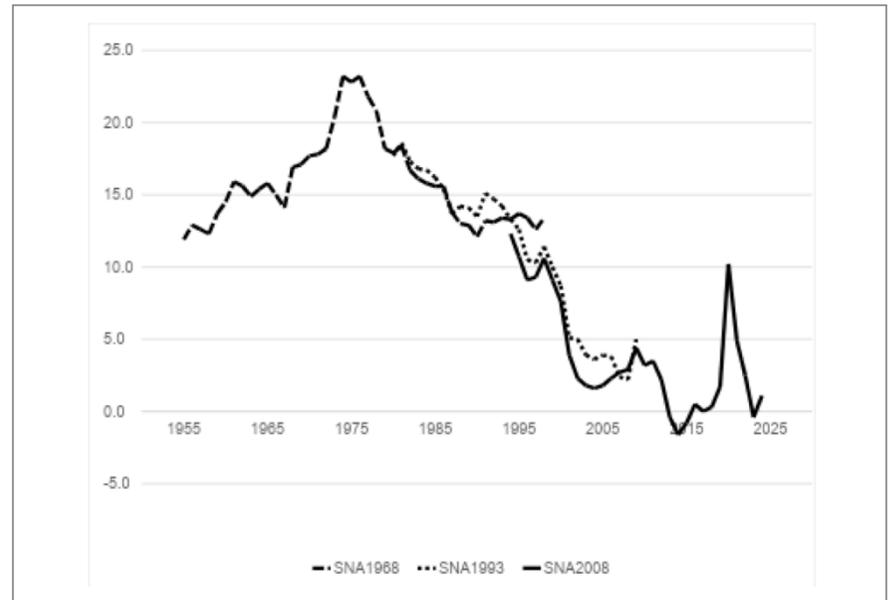
- 일본 가계는 고도성장기 예금과 우편저축 등을 통해 자산 형성. 1970년대 일본 가계의 현금 및 예금 등 안전자산 비중은 60%를 상회
- 정책도 안전자산 선호 뒷받침. 1971년 근로자 재형저축 제도 도입. 저축이 애국으로 포장되면서 가계는 높은 저축률을 바탕으로 기업에 자금 공급
- 재형저축은 1989년말 가입 건수 정점에 달했으나, 이후 저금리에 가입 건수 감소 중
- 버블 직전에 주식을 포함한 위험자산 비중이 20%에 달했지만 버블 붕괴 이후 10%를 하회, 1990~2000년대 버블 붕괴와 장기 디플레이션에 가계의 안전자산 선호는 구조화. 고령화로 인해 가계 저축률의 구조적인 하락도 영향
- 인구 고령화로 인해 가계 저축률이 낮고, 안전자산 비중이 높기 때문에 자산효과를 통한 소비 진작이나 모험 자본으로 자금 이동이 제한되는 문제
- 기시다 정부가 2022년 ‘자산소득배중 계획’ 실시를 통해 가계의 위험자산 투자 확대를 목표로한 배경

일본 가계 금융자산의 장기 시계열, 과거부터 안전자산 선호



주1: BOJ ‘Portfolio selection of financial assets by Japan’s households(2000)’ 재인용
 주2: 전체 금융자산 중 비중으로, 안전 자산은 예금, 대출신탁, 금전신탁, 퇴직금 포함. 위험자산은 주식, 개방형 펀드, 금 계좌 등을 포함
 자료: BOJ, 현대차증권

일본 가계 저축률, 0%에 수렴하고 있음

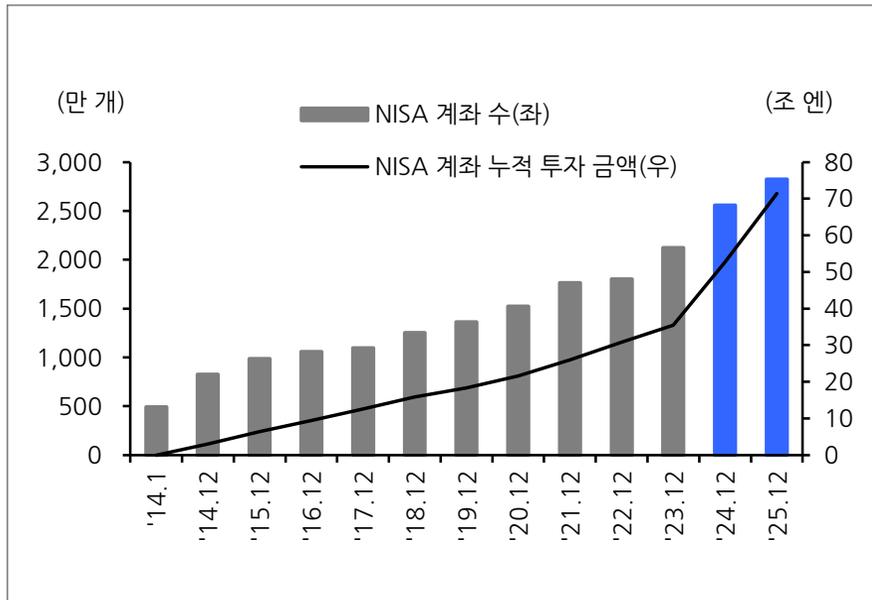


자료: Charles Yuji Horioka(‘26.1) 재인용, 현대차증권

(3) 일본 가계의 머니 무브: 新NISA 출범 이후 NISA 투자 급증

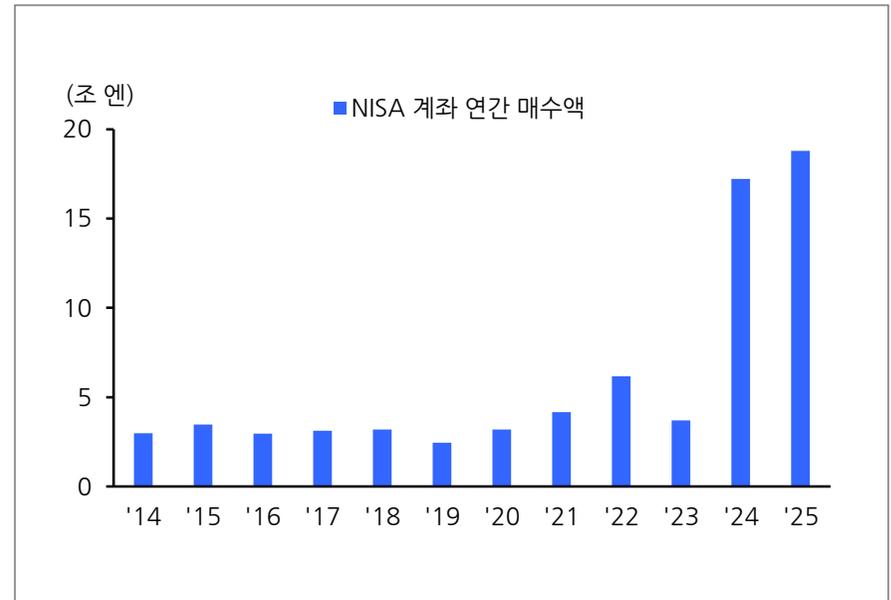
- 기시다 내각은 2022년 ‘자산소득배중 계획’에서 新NISA를 통해 가계의 위험자산 투자 확대와 자산소득 형성을 추구
- 가계 NISA 계좌 수와 누적 투자 금액은 2014년 NISA를 런칭한 이후 꾸준히 증가세
- 일본 금융청에 따르면 2025년 12월 기준 NISA 계좌 수와 누적 투자 금액은 각각 2,825만개와 71.4조엔 규모에 달함
- 특히 2024년 新NISA 시행에 계좌 수가 +20% 증가했고, 투자액은 +17.2조엔 증가. 이는 직전 10년 평균 연간 3.5조엔 내외를 5배 가량 상회
- 2025년에도 계좌 수는 +10.4% 증가했고, 투자액은 +18.8조엔 증가. 新NISA 출범 이후 NISA를 통한 투자 금액 눈에 띄는 확대

일본 NISA 계좌 수 및 누적 투자 금액 증가세



주1: 新NISA 계좌 수는 기존 NISA 계좌 수에 더해서 계산
 주2: 누적 투자 금액은 연간 매수 금액의 누적으로, 실제 잔액(AUM)과는 차이 존재
 자료: 일본 금융청(FSA), 현대차증권

2024년 新NISA 출범 이후 NISA를 통한 투자 급증

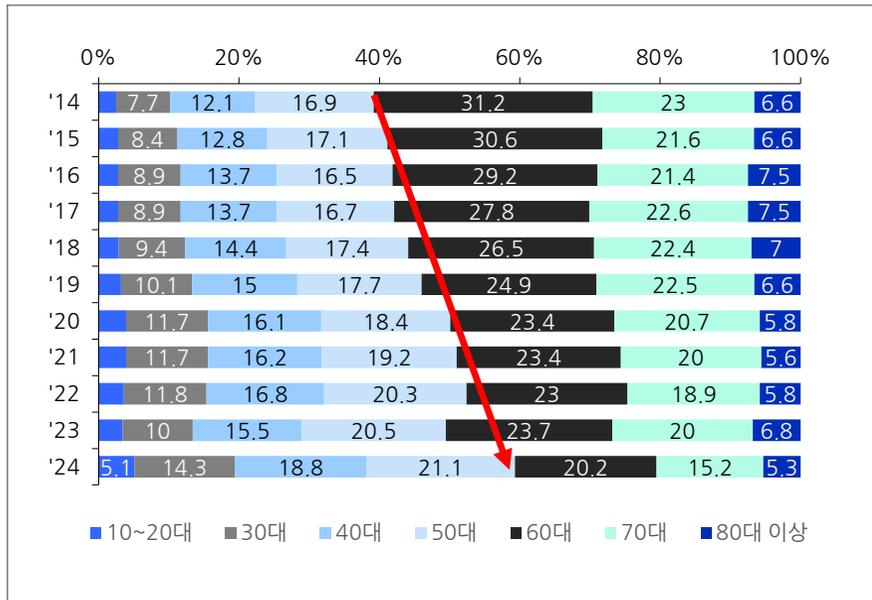


주1: 당해년도 NISA 계좌에서 발생한 매수 금액 합
 주2: 누적 투자 금액은 연간 매수 금액의 누적으로, 실제 잔액(AUM)과는 차이 존재
 자료: 일본 금융청(FSA), 현대차증권

(3) 일본 가계의 머니 무브: NISA 확대는 주식 비중 증가를 이끔

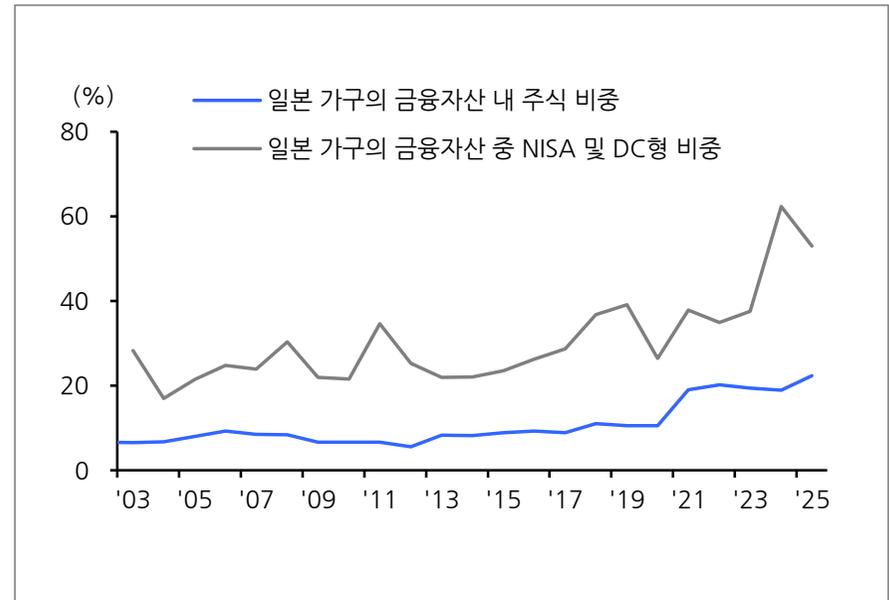
- 2024년 NISA의 연간 매수 금액은 약 +17조엔을 기록했는데, 주식·ETF·펀드 등 투자에 제한이 없는 상장투자형이 +12조엔 증가했고, 저 위험 자산에 투자 가능한 적립투자형이 +5조엔 증가
- 연령별 NISA 보급률을 보면 30대 보급률이 33.8%로 가장 높고, 40대 30.1%, 50대 27.1% 순. 2024년말 기준 전체 계좌의 40대 이하 비중이 48.7%로, 2014년말 26.3%에서 큰 폭 증가
- 연령별 매수금액 비중도 50대 이하의 젊은층 꾸준히 상승. 상대적으로 자산이 적은 젊은층의 자산증식을 위한 목표에 부합
- 성장투자형 기준으로 2024년 상품 구성을 보면 상장주식 43.5%, 투자신탁 52.3%, ETF 3.6%로 이뤄짐
- NISA 투자 확대에 가계의 금융자산 내 주식 비중 상승. 일본 가구의 금융자산 중 NISA 및 DC형 비중 확대가 주식의 비중 증가를 이끄는 것

연령별 NISA 매수금액 비중. 50대 이하 증가 눈에 띄



주: 일반NISA 및 성장투자형 NISA의 매수금액 연령대별 분포 추이
 자료: 일본 증권협회(JSDA), 현대차증권

금융자산 중 NISA 및 DC형 비중 상승과 함께 주식 비중 상승

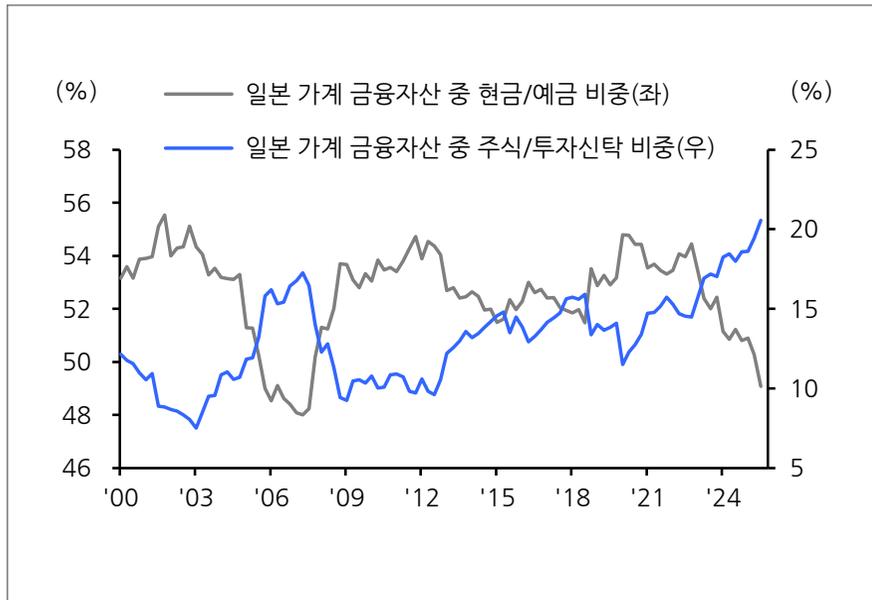


주1: 금융자산 보유가구 기준 금융자산 금액과 NISA, 기업형 DC, iDeCo 보유 금액 비율
 주2: 금융자산 보유가구 기준 금융자산 금액과 주식 보유 금액 비율
 자료: AFLEC, 현대차증권

(3) 일본 가계의 머니 무브: 가계 주식 투자 비중 확대

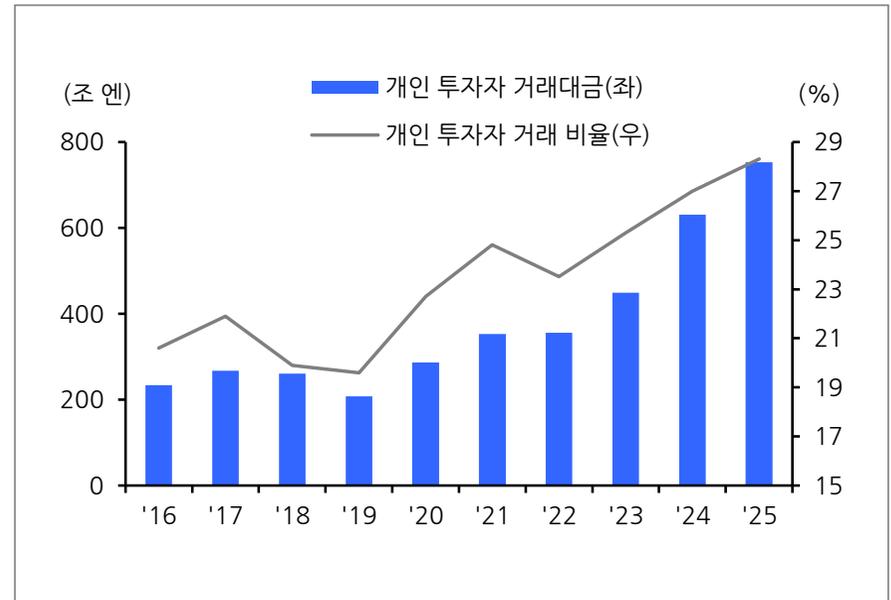
- 일본 가계의 주식·투자신탁에 대한 선호는 2014년 NISA 도입 이후 상승 중. 특히 2020년 이후 위험자산 투자 비중 더욱 확대
- 일본 증시는 2013년 이후 연평균 12.5% 수익률 기록했지만, 최근 3년(2023~2025년)은 20%대 수익률. 높은 수익률에 투자자 관심 높아짐
- 2020년대 인플레이션 압력 높아지면서 예금의 투자 매력도가 감소한 점도 일본 가계의 주식 투자 확대를 이끄는 요인
- 젊은층의 주식투자 관심도 높아졌고, 2022년 기시다 정부의 '자산소득배증 계획' 출범 이후 머니 무브가 본격적으로 진행된 것
- 일본 정부는 금융기관들의 고객 자문 역할 장려, 국민 대상 금융 교육 실시 등 머니 무브 문화 확산을 뒷받침
- 일본 정부의 가계 머니 무브 정책 강화는 개인 투자자 거래대금 증가 야기. 특히 2020년 팬데믹 이후 개인 투자자의 거래 비중이 증가했는데, 투자 플랫폼 확대에 따른 주식시장 접근성 확대, 新NISA, iDeCo 등 일본 정부의 머니 무브 정책이 효과를 발휘하는 것

2020년 이후 일본 가계 금융자산 중 주식/투자신탁 비중 상승



자료: BOJ, 현대차증권

일본 개인투자자 연간 거래대금 및 비중



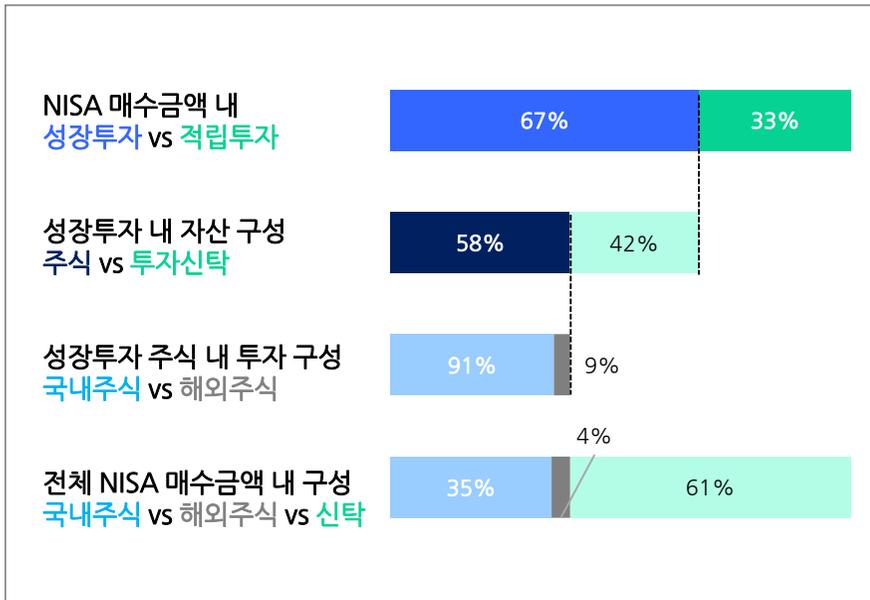
자료: JPX, 현대차증권



(3) 일본 가계의 머니 무브: 다만 해외투자 선호 심리 높음

- 다만 일본 개인 투자자들 사이에서도 해외 투자 선호 나타남. 일본에서도 ‘엔화보단 외화’ 심리 높은 것
- 지속적인 엔저 경험과 2020년대 이후 인플레이션 우려로 인해 엔화 자산을 매도하고, 달러 자산을 매수하려는 수요가 높아진 것
- 특히 NISA를 통한 투자 중 투자신탁(펀드)를 통한 해외 투자 증가 눈에 띄
- 일본 증권협회(JSDA)에서 발표한 주요 10개 증권사 기준 2025년 1~11월 NISA 투자 통계를 보면 전체 투자액 중 35%는 국내 주식, 4%는 해외 주식, 61%는 투자신탁(펀드)으로 투자. 다만 국내주식에는 국내상장 ETF도 포함
- 투자신탁의 매입액 상위 10개 펀드를 보면 성장투자형이나 적립투자형 모두 인덱스형 해외투자 펀드 비중이 높음
- NISA 계좌에서 투자신탁을 통한 해외 투자 비중이 높다는 것을 고려했을 때 국내 주식 중 해외 투자 ETF도 높을 가능성 존재

2025년 1~11월 NISA를 통한 매수 중 투자 대상 비중



2024년 NISA 투자액 상위 10개 펀드의 투자 대상 지역

성장투자형 투자신탁		적립투자형 투자신탁	
투자지역	종목수	투자지역	종목수
국내	1종목	국내	1종목
국내&국외	3종목	국내&국외	2종목
해외	6종목	해외	7종목

종류	종목수	종류	종목수
인덱스형	8종목	인덱스형	10종목
액티브형	2종목	액티브형	—

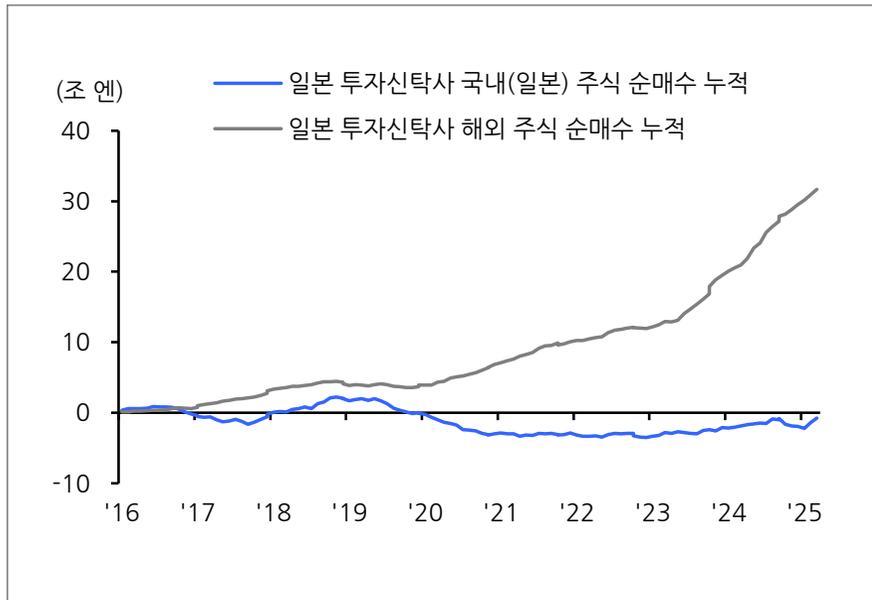
주1: 주요 10개 증권사 기준
 주2: 국내 상장 ETF는 국내주식에 포함
 자료: 일본 증권협회(JSDA), 현대차증권

주: 주요 10개 증권사 기준
 자료: 일본 증권협회(JSDA), 현대차증권

(3) 일본 가계의 머니 무브: 투자신탁의 해외주식 순매수 확대

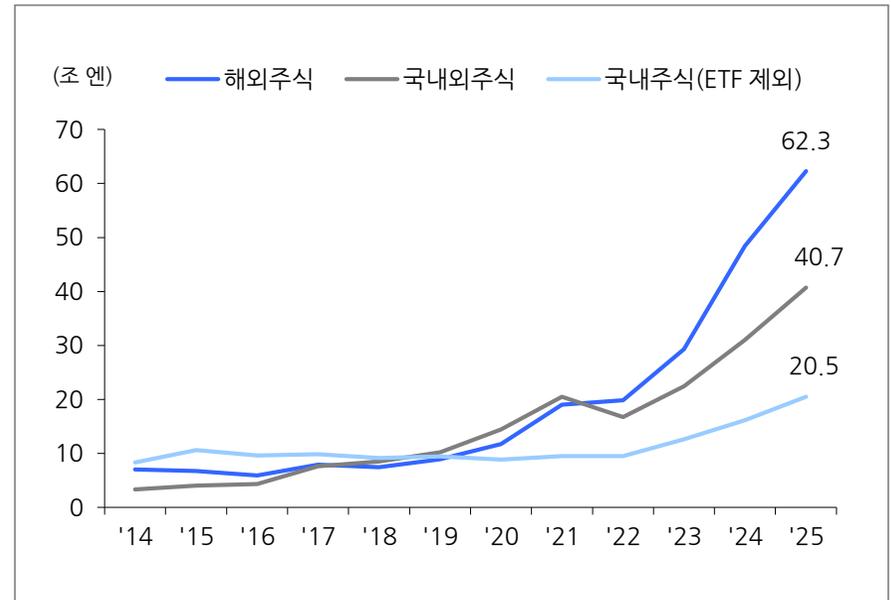
- 해외투자 증가는 일본 투자신탁사의 주식 순매수 통계에서도 확인 가능
- 일본 투자신탁사의 국내(일본)·해외 주식 순매수 누적 통계를 보면, 국내(일본) 주식에 대한 순매수는 2016년 이후 거의 변화 없었지만, 해외 주식 순매수는 구조적으로 확대
- 일본의 해외주식 인덱스펀드나 TSE에 상장된 해외주식 ETF에 대한 투자 증가로 인해 펀드를 운용하는 투자신탁사의 해외주식 순매수 늘어난 것
- 일본 공모 주식펀드의 투자 지역별 AUM을 보면 해외주식 인기 확인. 2020년대 이후 해외주식 펀드 AUM이 국내주식 펀드 대비 더 크게 확대
- 순매수 상위 펀드를 보면 전세계에 투자하는 All Country나 S&P500 관심 높음. eMAXIS Slim All Country 펀드의 AUM은 2026년 2월 10조엔을 돌파. eMAXIS Slim S&P500 펀드의 AUM도 2026년 1월 10조엔을 돌파

일본 투자신탁사의 국내(일본), 해외 주식 순매수 누적



자료: 일본 투자신탁협회, 현대차증권

일본 투자신탁사 공모 주식펀드의 투자 지역별 AUM 추이



주: 펀드 오브 펀드 중복계산을 제거하지 않음. 매년 말 기준
 자료: 일본 투자신탁협회, 현대차증권



Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY