

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2023. 5. 25 (목)

meritz Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

2023년 하반기 전망 시리즈 (해설판)

1. 주식시황\_반전(反轉): 종반전과 전반전

### 칼럼의 재해석

Apple, 일본 Books 앱에서 웹툰 서비스 시작

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**Strategy Idea**

본 자료의 원본은 2023년 5월 22일 발간된  
 [2023년 하반기 전망 시리즈 1 - 주식전략: 전(轉: 세상의 '전환')] 임



▲ **주식시황**  
 Analyst **이종빈**  
 02. 6454-4893  
 jongbin.lee@meritz.co.kr

2023년 하반기 전망 시리즈 1 (해설판)

**[주식시황] 반전(反轉): 종반전과 전반전**

- ✓ **긴축의 반전(反轉):** 과거 금리인상 중단 이후의 환경은 양호함. 핵심은 기준금리 인상 중단에 따른 '시장금리'의 하락
- ✓ **금리인상 중단의 수혜:** 금리인상으로 가장 피해를 받은 업종은 풍력. 초기 Project Finance의 어려움, 높은 차입비용 비중, IRR 매력도 저하가 그 이유
- ✓ **일본의 반전(反轉):** 일본의 반전은 자발적인 개혁의지에 기반. 다른 국가들과 달리 투자사이클 확장 중이며, 디지털화 노력 지속. 한국은 일본의 S/W 변화에서 수혜를 찾을 수 있을 것

**하반기 전망 이슈 두 가지: 금리인상의 반전과 일본의 반전**

하반기의 시계에서 주목할만한 매크로 이슈로 1) 연준 기준금리 인상의 중단과 2) 상반기 일본의 강세를 본다. 연준은 유동성 환경을 좌지우지할 이슈이기에 당연하게 중요하며, 일본은 최근 시장 자체의 강세와 함께 한-미-일 공급망 협력의 속도가 가속화되고 있는 상황에서 앞으로 상당부분 우리와 이슈를 함께 할만한 국가라 본다.

**종반전 Q1. 금리인상 중단 이후가 더 어려울 것이라는 반론**

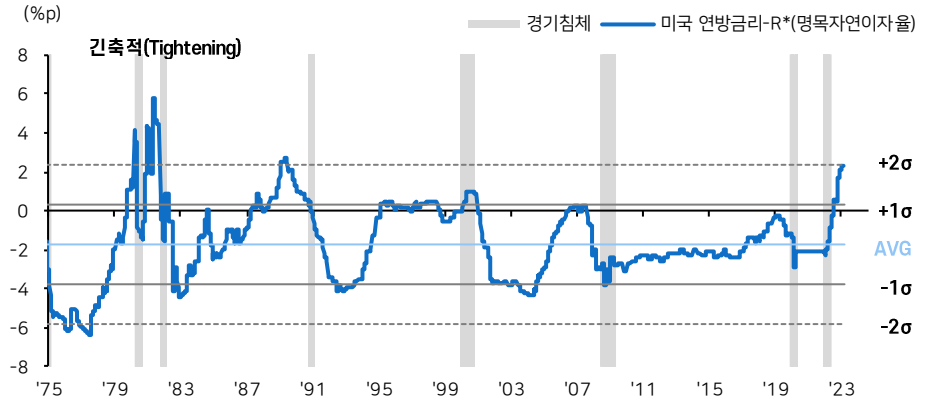
1960년대 이후 인플레이션 상승기 이후를 보면 물가상승률 정점 이후 0~3개월 이후 기준금리 인상은 멈추었고 지수는 시장금리 하락과 함께 상승탄력을 이어갔다. 우리는 이러한 경험적 사실에 근거해 주식시장을 둘러싼 매크로 상황의 변곡점으로 기준금리 인상 중단을 강조했다.

이번 기준금리 인상 중단 시기는 핵심물가 상승률과 기준금리가 맞닿을 때로 예상되었는데 5월 FOMC 기준금리는 5.00~5.25%, 4월 핵심물가 상승률은 5.5%를 기록했다. 곧 금리인상의 마무리 단계가 머지 않았다는 의미다. 금리인상 중단 이후의 그림을 다시 한번 그려볼 때다.

인상 중단을 변곡점으로 짚었을 때 가장 많이 들었던 의문은 두가지 였다. 1) 금리인상 중단 전후로 주식시장은 낙폭을 키운 사례도 적지 않다라는 점과 2) 금리인상의 중단이지 당분간 높은 금리 레벨은 유지될 것이니 경기는 더 위축될 것이라는 점이었다. 때문에 이번 분석에서는 유사 사례 평균의 함정보단 케이스 별로 접근했다.

2가지 의문에 맞춰 참고가 될 수 있는 사례는 총 5차례 1980, 1989, 1995, 1997, 2006년이다. 경제의 기초 금리 체력을 의미하는 자연이자율과 대비해 기준 금리가 어느정도 높은 수준인지를 고려해서 긴축의 강도를 측정했고, 동 시기들은 해당 기준 하에서 +1표준편차 이상의 긴축강도에서 금리인상의 중단과 고금리가 2개분기 이상 지속된 시기이다.

**그림1** 가까워진 인상 중단, 레벨 관점에서 금리 부담은 시장에 어떻게 작용할까?

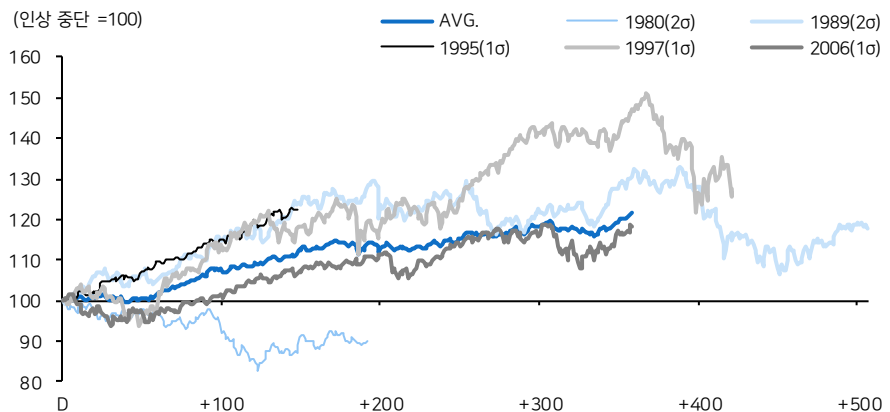


자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

### 금리인상 중단 이후 주식시장 성과는 전반적으로 양호

해당시기 인상 중단 이후 주식시장 성과는 양호했다. 1980년을 제외하고 1989, 1995, 1997, 2006년 모두 첫번째 금리인하까지 상승 추세를 보였다. 업종별로는 1989년엔 헬스케어, 비내구재, 통신 등 경기방어업종이 우세했고 1995, 1997, 2006년은 IT, 경기소비재 등 경기민감업종이 상대적으로 우세했다. 물론 평균의 함정에 빠져서는 안된다. 그래도 우선 상승한 시기와 하락한 시기 간 차이를 먼저 구분한 후 상승한 시기별 내용을 보면 조금 더 명확한 기준을 세울 수 있을 듯 하다.

**그림2** 금리인상 중단일(D) 이후 주식시장 성과



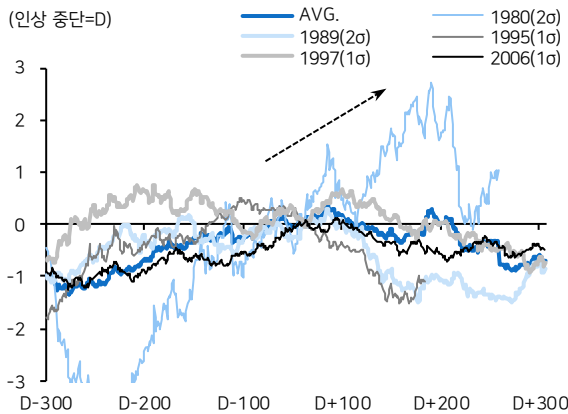
자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

### 상승과 하락을 나눈 원인은 시장금리(w. 인플레이션)

1980년은 왜 하락했는가? 상승과 하락을 나눈 원인은 금리(w. 인플레이션)이었다. 1980년을 제외한 해는 아래 그림 3, 4에서와 같이 장단기금리가 금리인상 중단 이후 하락했다. 이는 연간전망에서 금리인상 중단의 신호를 변곡점 요소로 뽑은 이유와 같다. 기준금리가 멈추면 시장금리가 하락하면서 상대적인 유동성은 완화효과를 가지게 된다.

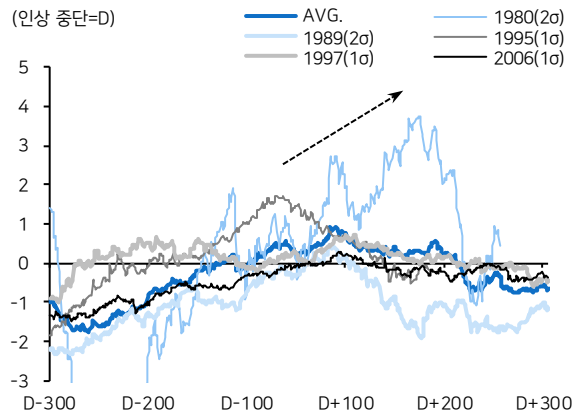
반면 1980년 3월 정점을 거친 물가상승률이 8월(+10.8% YoY)로 재차 두 자릿수에 진입했다. 금리인상 중단에도 장단기 금리는 계속해서 상승했고 경기는 더블딥으로 진행되었다. 기준금리는 멈췄지만 시장금리가 상승하면서 시장 유동성 완화효과를 주지 못한 것이다. 지금은 어떠한가? 이전 연간전망 때 기준금리는 4.00%에 대표적 시장금리인 모기지 금리는 7%를 상회했다. 반면 현재는 기준금리 5.25%에 모기지금리는 6%대로 내려온 상태다. 포워드 가이드스 덕에 실제로 멈추지 않았지만 점차 시그널은 가시화 되는 중이다. 아직 물가에 대한 노이즈는 남아있는 부분은 불확실성 요소이지만 상승률 둔화가 이어져 준다면 인상 중단은 분명 주식시장에 긍정적인 요소다.

그림3 금리인상 중단 전후 미국채 2년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 금리인상 중단 전후 미국채 10년물 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 종반전 Q2. 곧 다가올 경기침체(?)에 대한 우려는 외생적 충격과 내생적 문제를 구분할 필요

시장금리가 하락하고 있다면, 다음은 높은 금리 레벨로 인한 문제를 짚어볼 필요가 있다. 금리인상 중단 이후 잦은 빈도로 경기침체가 발생했기 때문이다. 앞으로 주식시장에 큰 조정이 있을 수 있다는 근거이기도 하다.

다만 이는 외생적 요인과 내생적인 요인을 구분할 필요가 있다고 생각한다. 외생적인 요인은 통제할 수 없는 Shock이며 내생적인 요인은 금리 레벨로 인해 벌어진 이벤트인데 외생적 요인이 고금리 장기화 시기에 벌어졌다고 해서 그 충격을 높은 금리 때문이라 이야기 하기는 어렵다.

그림 2에서 상승한 시기 중 큰 조정을 거친 경우(1989, 1997)와 그렇지 않은 경우를 나눠보다. 상기한 두 시기의 조정의 이유는 각각 걸프전과 LTCM이라는 외생적 충격 때문이었다. 이를 제외하면 어떠한가? 내생적 위기라 볼 수 있는 것은 크게보면 2008년 금융위기라 볼 수 있겠으나 현재는 당시의 학습효과로 상당히 정책의 대응이 빠르다.

표1 제목											
기간(강도)	마지막 금리인상 -1M (a)	금리인하 +1M (b)	S&P500		고점일	고점 (pt)	Return (%)	금리인하 이전	금리인하 이후	고점대비 조정 폭	NBER 경기침체
			(a) 증가	(b) 증가							
1980(2σ)	Apr-80	Dec-81	136.6	122.7	1981-04-01	136.6	-10.1	-9.1	-1.2	-10.1	Oct-81
1989(2σ)	Feb-89	Jan-91	277.7	326.5	1990-07-16	369	17.5	10.5	6.3	-11.5	Oct-90
1995(1σ)	Jan-95	Jul-95	459.3	562.1	1995-07-27	565.2	22.4	14	7.3	-0.6	
1997(1σ)	Feb-97	Oct-98	786.2	1,002.60	1998-07-17	1,186.80	27.5	41.5	-9.9	-15.5	
2006(1σ)	May-06	Oct-07	1,305.20	1,546.60	2007-07-19	1,553.10	18.5	12.3	5.5	-0.4	Jul-08
AVG							15.2	13.9	1.6	-7.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

### 금리의 전달경로 Wall street vs. Main street

금융위기와 같은 시스템 리스크의 위기 경로는 1) Wall Street, 2) Main Street 경로로 나누어볼 수 있다.

먼저 금융경로를 살펴보면 SVB 發 은행 위기, 상업용 부동산 관련 우려 등은 급격한 금리인상으로 인한 금융기관의 파열음임은 분명하다. 그리고 예금금리도 계속 오르고 있는 상황이다. 다만 모니터링은 필요하나 아직은 통제 가능한 영역이라 판단한다.

국채 미실현손실은 연준의 BTFP가 국채/MBS 이를 담보로서 손실의 실현을 방어해주고 있다. 실질적으로 제한인창구에서의 은행들의 자금 차입은 상대적으로 더 조건이 좋은 BTFP로 옮겨가고 있는 상태다. 아직 절대적인 차입금액도 3월달 보다 적은 수준이기에 은행들의 자금 부족 상황도 아니라 볼 수 있다.

상업용 부동산의 키는 연체율로 본다. 연체율이 높아져야 곧 담보로서 경매에 넘어가고 가치가 크게 손상되며 미실현손실이 손실로 인식되기 때문이다. 그리고 이

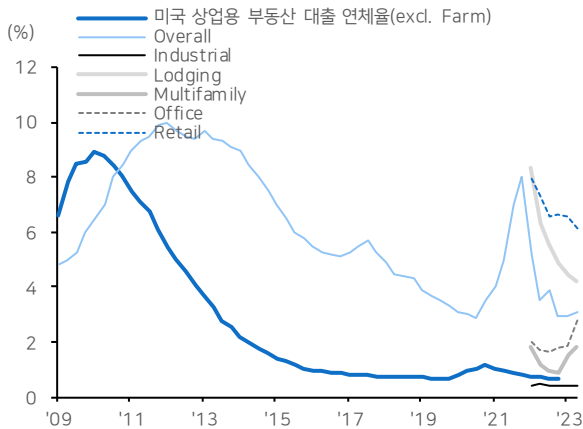
는 아직 코로나19 이전 대비해서는 낮거나 유사한 수준이다. 1) 연체율과 2) 은행 예금금리의 지속적인 상승이 지속된다면 분명 큰 문제로서 받아들여야 하나 아직 그 수준은 아니라 생각된다.

표2 금융기관이 활용 가능한 자금조달 창구와 현황

	재할인창구(Primary Credit)	BTFP
현황(수정)	3월 8일 이후 1,530억 달러 조달 현재 90억 달러 잔고 →대부분 순상환	870억 달러로 늘어나는 중
담보력	가장 넓은 범위의 담보력 인정. 회사채나 대출 등도 가능	UST, MBS 등 안전자산
Valuation	시장가치	액면가
만기	1~90일	1년
금리	연방기금금리 상한(5.00%)	1Y OIS + 10bp

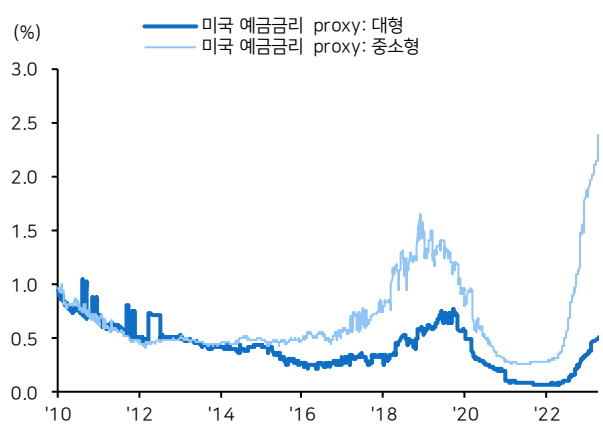
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림5 상업용 부동산 업태별 연체율: 아직 코로나19 이전



자료: Trepp, 메리츠증권 리서치센터

그림6 은행 자금 여력 = 예금금리를 Proxy로



자료: Bankrate.com, 메리츠증권 리서치센터

Wall street의 우려가 Main street으로 넘어 올 가능성도 생각해 볼 수 있다. 대표적인 것이 대출태도 약화 경로다. 대출경로의 약화가 곧 신용경색이며 이 때 기업체의 구조조정 혹은 파산이 실업과 경기침체로 이어질 수 있다는 것이다. 다만 동 관점에서선 신규 대출과 파산을 구별할 필요가 있다고 생각된다. 신규 대출은 새로운 투자를 제약하는 요인이기는 하나 현재 이자비용 부담이 크지 않거나 부채가 높은 수준이 아니라면 구조조정과 파산까지 이어질 가능성은 제한적이다.

그림 7,8을 보면 이자비용이 거시적으로 이익 대비 크게 높은 수준이 아니다. 코로나19 이후 민간은 부채를 더 늘려가지 않았기 때문이다. 추가적인 디레버리징 사이클이 부채할 것이라 보는 이유이기도 하다. 때문에 상당부분 건전화가 진행된 상황에서 추가 파산과 구조조정 보다는 지금의 신용경로는 추가 투자의 제한 정도로 해석하는 것이 맞을 듯 하다.



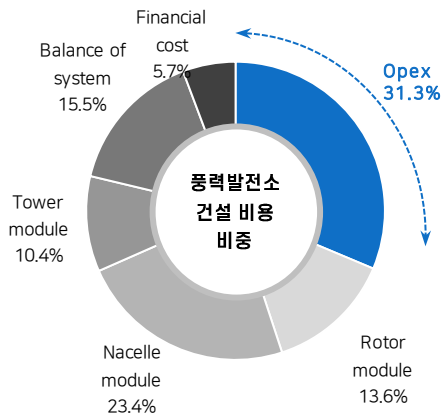
### [탑다운 아이디어 1] 정책 투입 + 시장금리하락

매크로 환경은 시장금리의 완만한 하락 속 위험자산에 '숨통'을 트이게 하는 것이 핵심이다. 여기서 가장 수혜를 입을 수 있는 업종은 무엇인가? 시장금리 하락이 위험자산에 미치는 경로는 1) 투자, 2) 소비, 3) 밸류에이션 개선(수급)이겠다. 그리고 수요가 경기와 무관하다는 전제 하에선 대규모 자금 투자가 필요한 수주 산업도 금리 하락의 수혜를 받을 수 있을 것이다.

금리 인상에서 가장 피해를 받은 업종은 신재생에너지 업종이라 본다. 신재생에너지는 정책에 기반한 경기 무관한 수요를 가진 산업이지만, 작년 말부터 금리인상과 인플레이션으로 피해를 받아온 업종이다. 풍력 기준 신재생에너지 발전단지 자금은 PF(Project Financing)의 대출 자금조달이 80%이며 초기 Capex 비중이 크다. 초기 자금력과 금리 수준이 수주에 미치는 영향이 크다는 의미다.

Discount rate 관점에서도 금리에 대한 민감도가 크다. 할인율은 프로젝트의 매력도 관점에서 소요되는 기간(N)에 대한 현재가치를 고려할 때 중요한 요소다. IRR 매력도가 크지 않으면 금리인상기 신규투자 유치는 쉽지 않은 환경이다. 때문에 신재생에너지가 느끼는 매크로 압박은 (그림 8)에서 Capex, Discount rate, N으로 표시된다. 각각 자금력, 할인율, 프로젝트 기간이다.

그림7 Capex 비중 높아 PF 의존도 높은 재생에너지



자료: BNEF, 메리츠증권 리서치센터

그림8 신재생에너지 프로젝트 원가 산정과 매크로 압박

$$\text{LCOE} = \frac{\text{Total Life Cycle Cost (CAPEX + OPEX)}}{\text{Total Lifetime Energy Production}}$$

$$= \frac{\text{Initial Investment} - \sum_{n=1}^N \frac{\text{Depreciation}^n \times (\text{Tax Rate})}{(1 + \text{Discount Rate})^n} + \sum_{n=1}^N \frac{\text{Annual Costs}^n \times (1 - \text{Tax Rate})}{(1 + \text{Discount Rate})^n} - \frac{\text{Residual Value}}{(1 - \text{Discount Rate})^N}}{\sum_{n=1}^N \frac{\text{Initial kWh/kWpx}(1 - \text{System Degradation Rate})^n}{(1 + \text{Discount Rate})^n}}$$

자료: Lazard, 메리츠증권 리서치센터

Capex와 Discount rate는 앞으로 점차 완화될 상황에서 N도 줄어들 듯 하다. 국회에서 논의 중인 '해상풍력특별법'이 프로젝트 허가기관과 절차를 간소화해 정책적인 불확실성을 줄이고 결과적으로 N을 줄일 것으로 예상된다. Vestas는 글로벌 정책 불확실성을 매크로 압박 중 하나로 언급하기도 했는데 국내에서도 이에 대한 공감대 형성과 함께 초당적인 해상풍력특별법의 필요성이 대두되었고 하반기 통과가 기대된다. 이는 신재생에너지에 트리거 이벤트가 될 수 있다는 생각이다.

표3 한국 '해상풍력특별법' 발의 상세

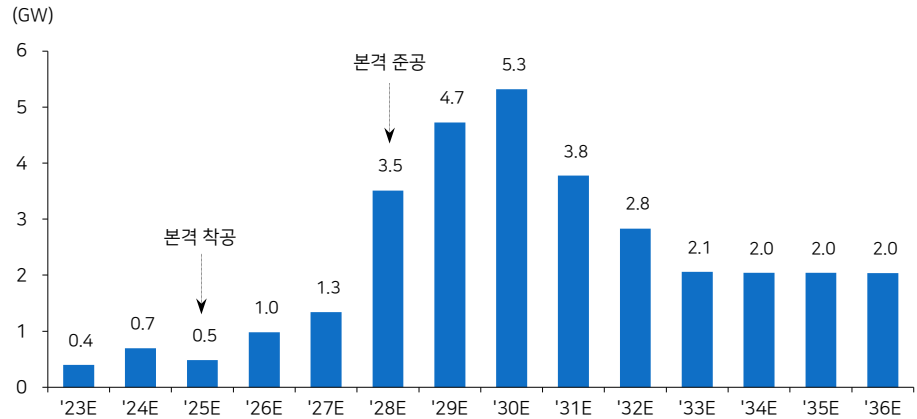
	김원의 의원 (더불어민주당)	김한정 의원 (더불어민주당)	한무경 의원 (국민의 힘)
법안명	풍력발전 보급촉진 특별법안	해상풍력 보급 활성화에 관한 특별법안	해상풍력 계획입지 및 산업육성에 관한 특별법안
목적	풍력 발전 단지 보급 활성화 및 이해당사자의 이익 공유, 해상풍력발전위원회 설치를 통한 인허가 과정 일원화		
발의 시기	2021년 5월	2023년 2월	2023년 2월
대상	육상/해상풍력	해상풍력	해상풍력
어민 참여 여부	민관협의회가 의무조항이 아님	민관협의회 내 어업인 참여 의무화	민관협의회 내 어업인 참여 의무화
환경영향평가 주체	환경부가 사전환경성조사 실시	100MW 이상은 환경부, 이하는 산업부와 해수부	해수부 일원화
개별 사업 허용 여부	개별 신규사업 및 계측기 설치 허용	개별 신규사업 제한. 계측기 설치 금지	개별 신규사업 및 계측기 설치 허용

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

더불어 현 정부는 태양광에 대해 상당히 보수적인 태도를 취하고 있고, 수소 발전은 RPS(Renewable Portfolio Standard)요건에서 제외되었다. 발전사들의 RPS 충족을 위한 선택지가 줄어들어 가는 것이다. 해상풍력 외 대안이 적다고 볼 수 있다.

10차 전력수급기본계획(2023년 1월)에선 공격적인 목표가 발표되기도 했다. 현재까지 발전사업허가는 20.8GW다. MW 당 60억원의 사업비를 가정하면 120조 원이 넘는 시장이 개화하는 시점이다. 금리환경이나 정책환경 모두 신재생에 우호적인 하반기가 예상된다.

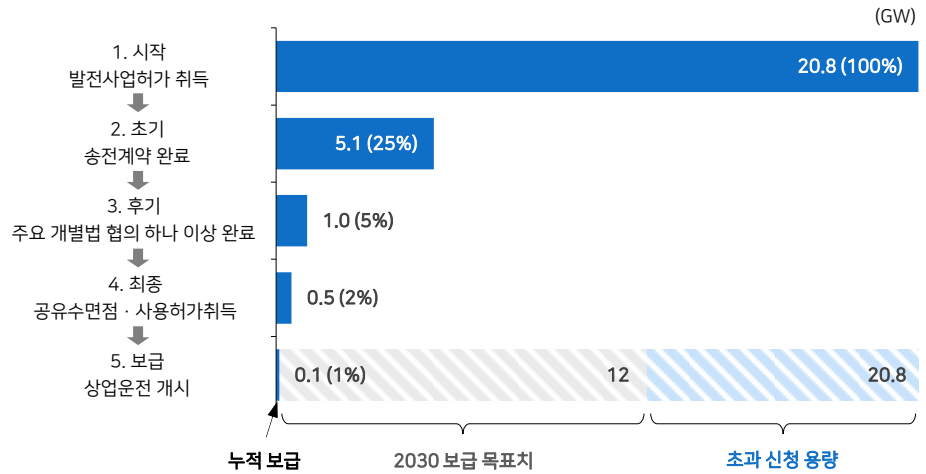
그림9 국내 풍력 발전 용량 순증: 2028년부터 확대. 이를 위해서는 2025년 본격 착공 필요



주: 재생에너지 Indepth '대한 사람 해상으로' 재인용  
 자료: 10차 전력수급기본계획(산업통상자원부), 메리츠증권 리서치센터



그림10 국내 해상풍력 프로젝트의 인허가 단계별 발전 용량



주: 재생에너지 Indepth '대한 사람 해상으로' 재인용  
자료: 기후솔루션(해상풍력 인허가 문제점과 개선방안, 2023.01), 메리츠증권 리서치센터

### 전반전: 일본에 대한 관심이 심상치 않다

연초 대비 주요국 증시의 수익률은 일본의 TOPIX가 글로벌 주요국 중 가장 좋은 성과를 보이고, Warren Buffett은 버크셔 해서웨이 주주총회에서 '일본에 대한 투자는 끝나지 않았다' 발언했다. 버크셔 해서웨이는 일본 종합상사들의 지분을 보유하고 있음으로 유명하기도 한데 일본의 일시적 반동일까? 30년 간 금융시장에서 다소 소외 되어왔던 일본에 대한 관심은 왜 높아질까? 한-미-일 협력이 점차 구체화 되고 있는 상황에서 하반기 이슈로 일본의 전반전을 지켜볼 필요가 있다.

그림11 워렌버핏 '일본에 대한 투자는 끝나지 않았다'

COMPANIES

#### Warren Buffett says 'we're not done' investing in Japan

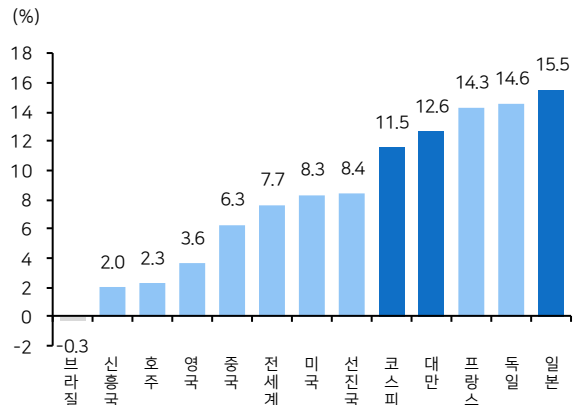
\*Oracle of Omaha' evasive on TSMC at Berkshire Hathaway's annual meeting



The 92-year-old Warren Buffett and 99-year-old Charlie Munger were on stage for five hours taking questions during Berkshire Hathaway's annual meeting in Omaha, Nebraska, on May 5. (Photo by Kenji Kawase)

자료: Nikkei

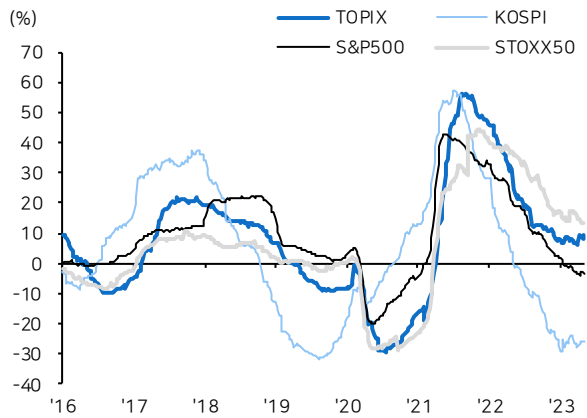
그림12 주요국 연초 이후 주가지수 성과: TOPIX 1위



주: 5월 19일 기준  
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

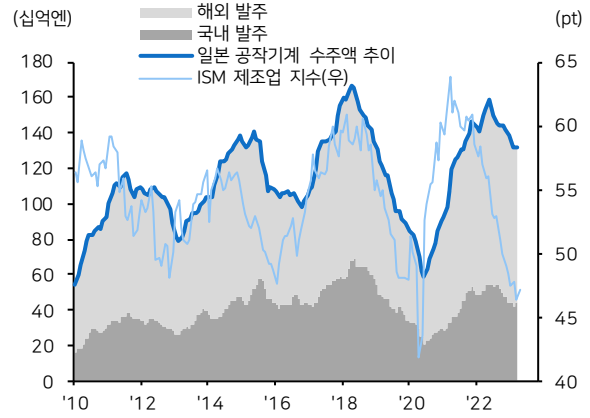
증시 상승의 이유는 역시 실적이다. 글로벌 증시 중에서 실적 향상이 두드러지는 국가가 일본, 유럽이다. 그림 13에서 보듯 12M Fwd. EPS는 미국, 한국이 하향조정 되고 있는 반면 일본/유럽은 상향조정 되는 중이다. 다만 주가 수익률 관점에서 주도 업종은 경기소비재, IT, 산업재, 금융 등이고 실적 향함도 해당 업종에서 두드러진다. 유럽 같은 경우 에너지/제약/명품이 주도주로서 이해되나 일본은 글로벌 제조업 환경이 올해 내내 악화되어 왔음을 고려하면 경기민감업종 중심의 실적향상은 특이현상이다(그림 14).

**그림13 12M Fwd. EPS YoY: 일본/유럽 상향 지속**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림14 일본 순수 제조업 업황이 좋았는가는 의문**

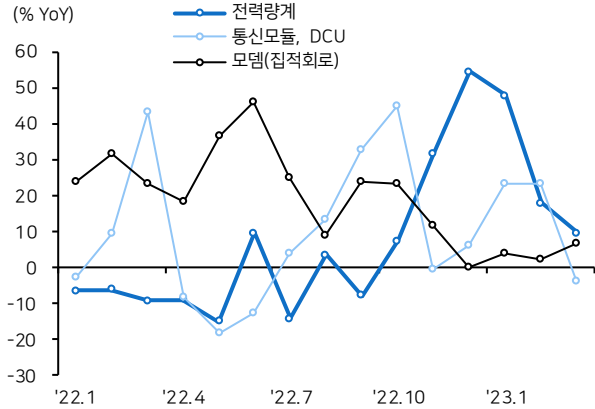


자료: 일본기계공작회, ISM, 메리츠증권 리서치센터

때문에 업종 수준보다 더 나아가 실적이 상향되는 종목들을 세부적으로 열어보면 광학센서, 집적회로 등 IT 부품과 전선/전력계통과 자동차/반도체로 구분된다. 그리고 이들의 강세는 일본 수출에서 증명된다. 한국이 수출 악화 속에서 공급망 변화의 수혜를 받는 특정 업종이 있듯 일본 또한 대외 인프라 수요에 힘입어 글로벌 전력망 확충에 따른 전력계통(전력량계, 통신모듈, 집적회로) 등의 수출이 좋았다. 한국은 이러한 종목들이 알파 종목이었지만 일본은 이들이 주도주였다는 것이 차이점이다.

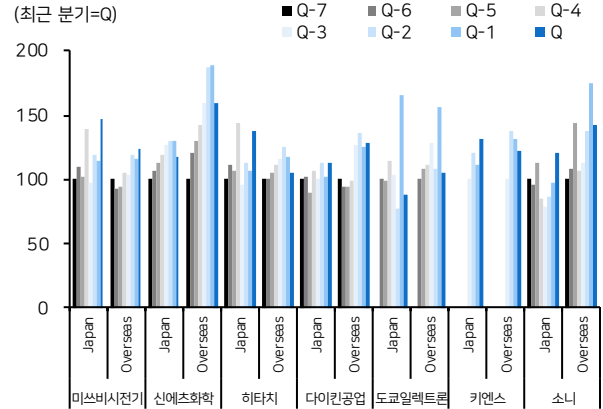
다만 해당 제품들의 수출 모멘텀은 기저효과와 함께 다소 둔화된 상태다. 대신 실적의 주체는 대외수요에서 내수로 이동하고 있다. (그림 16)에서와 같이 주요기업들의 해외 매출 감소를 국내 매출 증가가 상쇄해주고 있다. 내수 확장의 기반은 투자다. 일본은 내부 설비투자과 Software + R&D 투자가 다른 나라들과 달리 늘어나고 있다.

**그림15 전력계통 관련 수출: 일본 선두업체 많아**



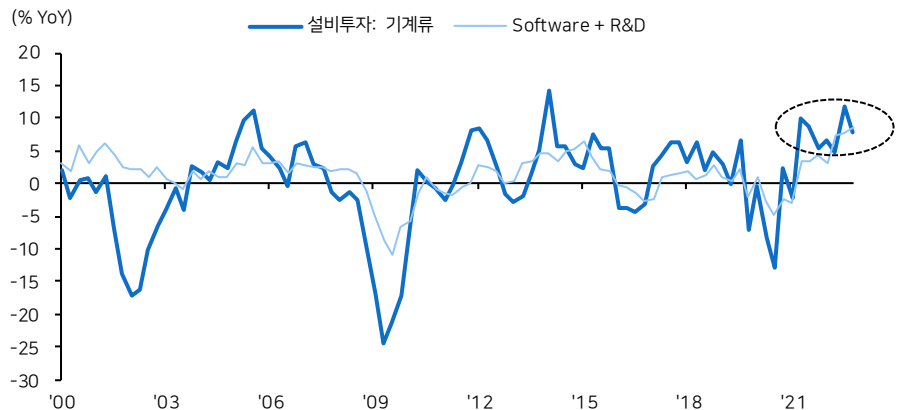
자료: 한국무역협회, 메리츠증권 리서치센터

**그림16 TOPIX 주요기업: 최근 분기 내수 매출 버티는 양상**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

**그림17 일본 투자사이클 확장: 다른 국가들과는 다른 양상**



자료: ESRI, 메리츠증권 리서치센터

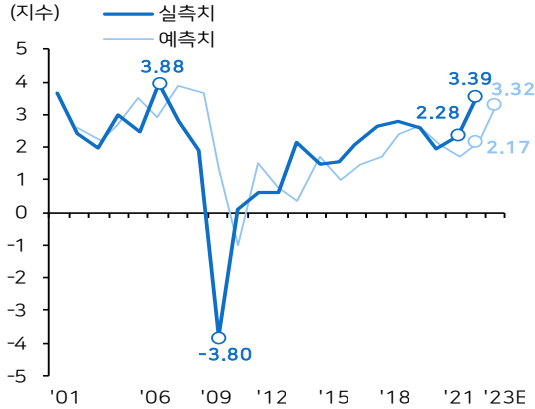
**일본의 디지털화: 민간과의 양방향 소통이 진행중**

일본 GDP에서 투자가 늘어나고 있는 이유는 일본의 디지털화와 연관이 크다. 일본정부는 1) 정부, 2) 산업, 3) 디지털화 기초와 기반 세 갈래로 나누어 전반적인 디지털화를 내세우고 있는데 중요한 것은 과거와 달리 민간에서도 디지털화에 대한 공감대가 형성되었다는 것이다. 코로나19로 인해 비대면 생활을 경험하고 효율화의 필요성을 느꼈기 때문이다.

2020년부터 ITR의 IT투자 지수 추이 상승하며 역대 최고 수치인 것과 단칸 설비투자 계획 증감도 연도를 거듭하면서 상승하는 것이 이를 방증한다. 50% 이상의 기업이 DX 관련 부분에 예산을 편성하고 있다.

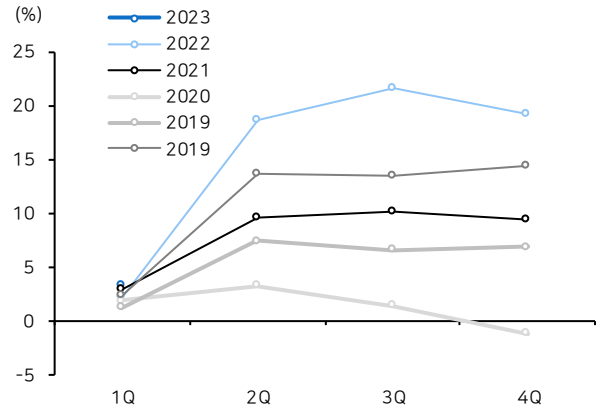
디지털화에 알맞게 소프트웨어가 투자의 축이다. 2023년도 신규도입가능성은 1위 전자계약/계약관리, 2위 AI/머신러닝이며 3위 5G, 4위 IoT 순이다. 투자증감지수는 1위가 BI/데이터분석, 2위 5G, 3위 SaaS 순이다.

그림18 ITR IT 투자동향: 신규 IT 투자 의향 커



자료: ITR, 메리츠증권 리서치센터

그림19 단칸 설비투자 계획 증감: 상승 중



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

표4 ITR IT 투자동향 2023: 투자우선순위 S/W~H/W

순위	2023연도 신규 도입 가능성	순위	투자증감지수
1	전자 계약/계약관리	1	BI/데이터분석
2	AI/기계 학습	2	5G
3	5G	3	SaaS
4	IoT	4	AI/기계 학습
5	IT서비스 관리	5	IoT
6	챗봇	6	VR/AR/MR
7	하이브리드 클라우드	7	PaaS
8	SFA/영업지원	8	운영 자동화
9	5G(로컬)	9	위성 컨스텔레이션
10	에지컴퓨팅	10	FaaS

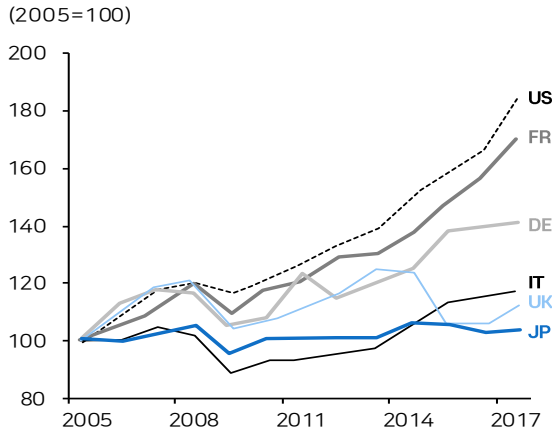
자료: ITR, 메리츠증권 리서치센터

### 격차가 누적된 만큼 더 역동적으로 바뀌어야 한다

일본을 바라보는 포인트는 선진국이지만 디지털화 여력이 크다는 것이다. 신흥국 대비 수요여력이 크고 안정적이다. 글로벌 스탠다드를 따라가려면 우리 예상보다 더 역동적으로 바뀌어야 할 듯하다. 지난 20년 간 미국은 +80%, 프랑스/독일이 +40~60% 가량 투자를 늘려오는 동안 일본은 제자리걸음이었기 때문이다. 정부가 2021년 추경에서 ICT 투자에 1년 과학기술진흥비보다 더 큰 예산을 배정하기도 한 이유다.

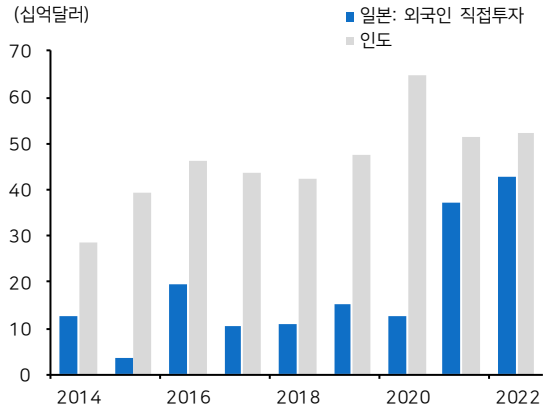
해외기업들도 눈독을 들이고 있다. TSMC, Google, 마이크론, 에퀴닉스 등 글로벌 IT 기업 일본 현지 투자 확대 중이다. 거시적으로 일본으로 유입되는 FDI 금액은 2021년부터 2배 이상 급증했고 해외투자처로 향한 인도와 유사한 수준까지 올라왔다. 기시다 총리는 10년에 걸쳐 공공 및 민간 부문에 150조엔 이상을 투자한다는 목표를 설립하기도 했다.

그림20 국가별 ICT 투자액: 미국과 Flow로 두배 이상 차이



자료: IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림21 해외투자 유입: 일본 투자자금 유입 가속



자료: BOJ, 메리츠증권 리서치센터

### [탑다운 아이디어 2] 한국과는 S/W 협력 가능성(w. AI/E-Commerce)

기시다 총리의 이러한 목표는 지난주 진행된 정부 AI 전략협의회부터 본격적으로 시작되었다. 5월 11일 첫 회의의 발을 땀 협회가 인정한 가장 큰 사실은 Chat-GPT와 같은 대규모 언어 모델의 일본어 버전이 부재하다는 사실이다. 그러면서 국내 AI 기술 수준을 제고하는데 있어 대규모 언어모델이 부재하게 되면 중장기적 미래 사업에 지장이 될 수 있다는 것이 첫 회의의 중심 주제였다.

한국은 일본의 디지털화에 있어 H/W & S/W 모두의 파트너가 될 수 있다. 올해부터 윤석열 대통령과 기시다 총리 간의 협력이 본격화 되고 있는듯 하며 하반기 공급망 협력 이벤트가 많다(표 6). 다만 H/W 부문은 좀 더 구체화가 될 필요가 있다. 이미 일본이 잘하고 있는 부문이기도 하며 반도체 소재 수출규제 해제 등의 이해관계는 우리나라와는 방향성을 잘 봐야할 이슈다.

반면에 S/W는 이야기가 다르다. 디지털화에서 뒤쳐진 일본은 S/W 부문에서 레벨업이 필요하다. 일본 내 스타트업이 B to B S/W 중심으로 성장하고 있는 것도 같은 맥락이다. 다만 AI 전략회의에서 인정했듯 당분간은 해외와의 협력이 필요할 공산이 크다. 이 부문에서 네이버의 약진이 기대된다. 일본 정부의 AI 전략에서 '클로바'를 가진 라인이 중심적 역할을 할 가능성이 크다. 클로바는 네이버와 라인의 AI 공동브랜드로 네이버의 하이퍼클로바는 일본어 언어모델 규모를 확대해 언어당 파라미터를 2,040억 개로 확대하기도 했다.

일본 시장에 메신저와 B to B SaaS의 과점적인 지위도 AI 침투 확대의 교두보다. 라인메신저와 라인웍스는 일본 내 점유율이 50%를 상회한다. 데이터 수집면에서나 기술 침투 관점에서나 네이버/라인의 연합이 유리할 수 밖에 없는 구조다. 네이버는 올해를 본격적인 일본 침투의 시점으로 삼고 마이스마트스토어 정식 런칭 및 AI 검색 등의 서비스를 내세울 예정이다. 일본은 E-commerce 침투 여력도 높다. 기술침투와 함께 이어질 리레이팅에 대비해야 할 시점이다.

**표5 정부 AI 전략협의회의 소집**

**주요 내용**

- 5월 11일 AI 전략회의회 첫 회의 소집
- 마쓰오 유타카 도쿄대 교수, 마쓰모토 다케야키 총무상, 니시무라 아스토시 통상교섭본부장, AI 전문가가 패널
- 국내 AI 기술 수준 제고, 잠재력 극대화 및 리스크 해소 지시
- 6월 국무회의에서 재정운영 및 개혁기본책에 반영할 의사
- G7 디지털/기술장관 회의에선 AI 관련 선언문 채택
- 일본어 대규모 언어 모델이 만들어지지 않으면 미래 사업에 지장을 줄 수 있음을 중장기적 기술력 향상 필요성을 언급 하며 Chat GPT, Bard와 같은 대형 언어모델의 부재를 인정
- 단기 해외기업과의 협업 필요성

자료: Nikkei, 메리츠증권 리서치센터

**표6 한-일 공급망 협력 관련 이벤트 일정**

행사명	시기	의제	참석
제 23회 한일 신산업 무역회의	3월	한일 경제연계 확대 한일 상호교류 증진	60개사
제 55회 한일 경제인 회의	5월	첨단산업 한일 협력 강화 한일기업 제3국 시장 공동진출	200개사
제 12회 한일 상의 회장단 회의	5월 말	양국 상의 협력방안 한일청년 인재플랫폼 국축방안	40개사
제 1회 한일 비즈니스 전략대화	6월 중	2025오사카-2030 부산 엑스포 연계 방안	40개사
2023 아시아 비즈니스 서밋	7월 초	한일 양자협력 제 3국 내 한일 기업 협력 방안	70개사

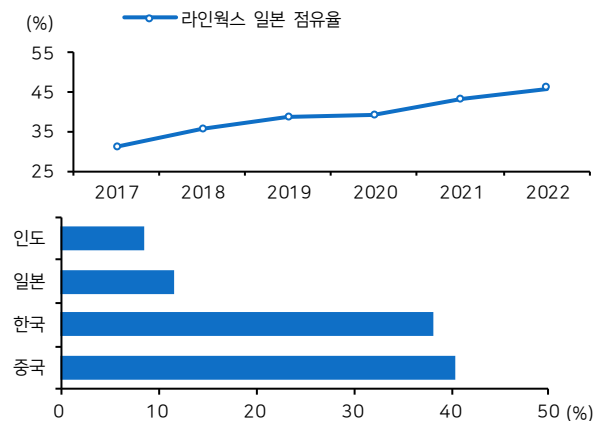
자료: 언론정리, 메리츠증권 리서치센터

**그림22 일본 진출 본격화 하는 네이버**



자료: NAVER, 메리츠증권 리서치센터

**그림23 라인웍스는 과점적 지위, E-commerce 침투여력도**



자료: NAVER, IMF, 메리츠증권 리서치센터

**칼럼의 재해석** 강하라 연구원

**Apple, 일본 Books 앱에서 웹툰 서비스 시작 (FORTUNE)**

지난 달, 애플은 일본 Books 앱에서 세로 읽는 만화(Tate-Yomi-Manga), 웹툰 서비스를 시작했으며 향후 이를 51개국으로 확장할 예정이다. 애플은 이를 위해 작년 12월 국내 웹툰 기업 케나즈와 3년 동안 웹툰을 독점 받는 계약을 체결했으며, 전문 웹툰 작가 양성 프로그램 '케나즈 웹툰 아카데미'를 한국과 일본에서 시작할 예정이다.

케나즈는 약 140명의 작가가 소속되어있는 웹툰 기업으로 현재 영화 <글래디에이터>의 원작자와 웹툰을 제작 중이며, 프랑스 인기 작가 베르나르 베르베르의 <개미> 3부작 또한 웹툰으로 기획 중이다.

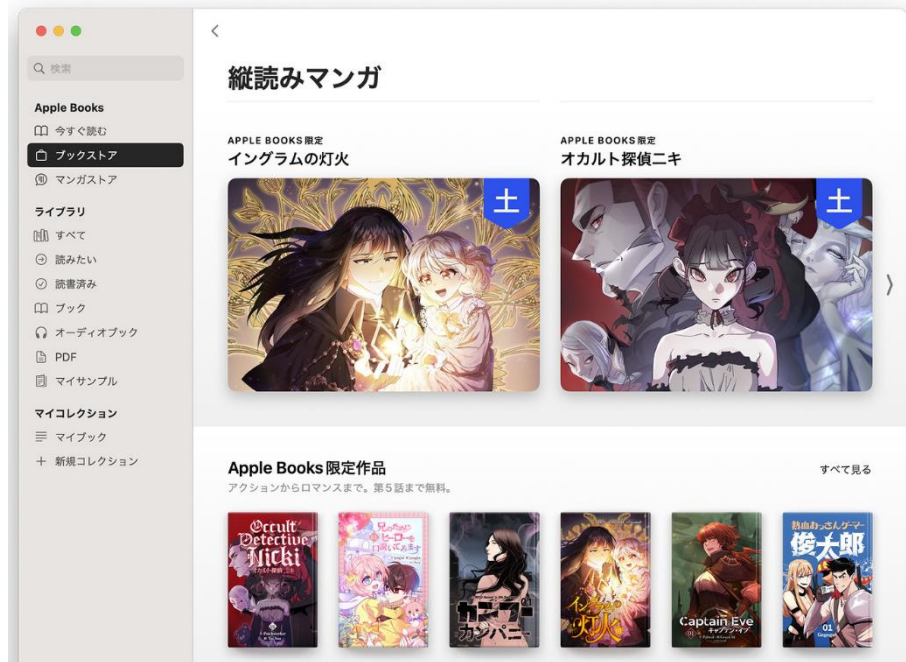
**글로벌 빅테크들의 일본 웹툰 시장 진출**

애플 웹툰 서비스,  
향후 51개국으로 확장 계획

지난 달, 애플은 일본 Books 앱에서 세로 읽는 만화(Tate-Yomi-Manga), 웹툰 서비스를 시작했으며 향후 이를 51개국으로 확장할 예정이다. 애플은 이를 위해 작년 12월 국내 웹툰 기업 케나즈와 3년 동안 웹툰을 독점 받는 계약을 체결했으며, 전문 웹툰 작가 양성 프로그램 '케나즈 웹툰 아카데미'를 한국과 일본에서 시작할 예정이다.

케나즈는 약 140명의 작가가 소속되어있는 웹툰 기업으로 현재 영화 <글래디에이터>의 원작자와 웹툰을 제작 중이며, 프랑스 인기작가 베르나르 베르베르의 <개미> 3부작 또한 웹툰으로 기획 중이다.

그림1 애플, 일본에서 세로 읽는 만화(Tate-Yomi-Manga) 출시



자료: Apple Books



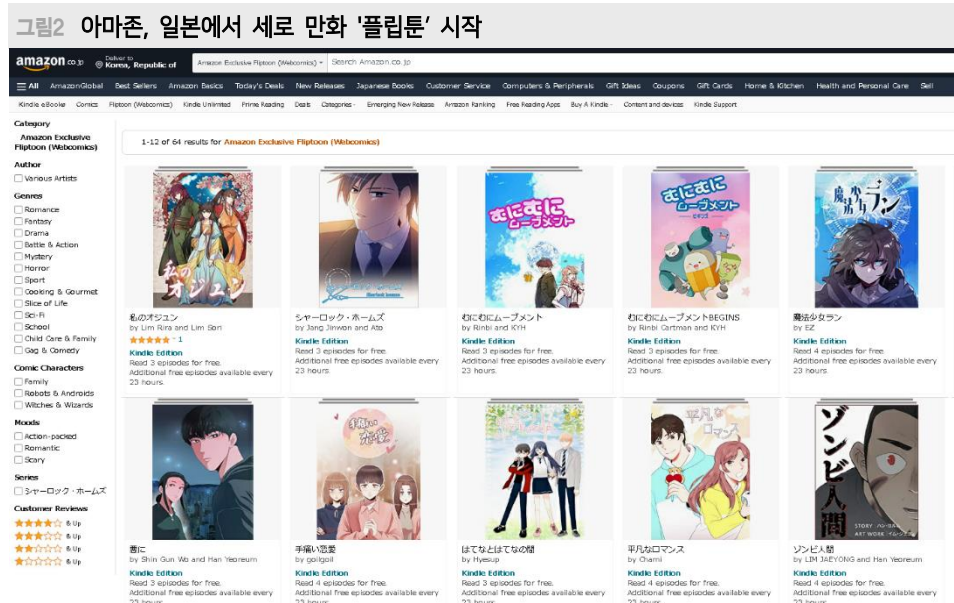
### 아마존, 세로 만화 서비스 '플립툰' 서비스 시작

'기다리면 무료' 프로모션 또한 진행

아마존 또한 최근 일본에서 '플립툰'이라는 이름으로 웹툰 서비스를 제공하기 시작했다. 플립툰은 스마트폰과 태블릿에서 감상이 가능한 세로 만화 서비스를 제공한다. 현재 제공되는 작품은 미스터블루, 키다리 스튜디오, 레진 코믹스 등 국내 웹툰 기업의 작품이 대부분이다. 또한 앞선 에피소드를 감상하고 평균 23시간이 지나면 다음화를 무료로 감상할 수 있는 '기다리면 무료' 서비스 또한 런칭 시점부터 시작했는데 이는 국내 웹툰 플랫폼 네이버와 카카오에서 채택하고 있는 프로모션이다.

애플, 아마존 모두 국내 웹툰 공급받아 일본에서 서비스

흥미로운 점은 애플과 아마존 모두 국내 웹툰을 공급받아 일본에서 서비스를 처음으로 시작하는 방식으로 웹툰 사업에 진입했다는 것이다.



자료: Amazon

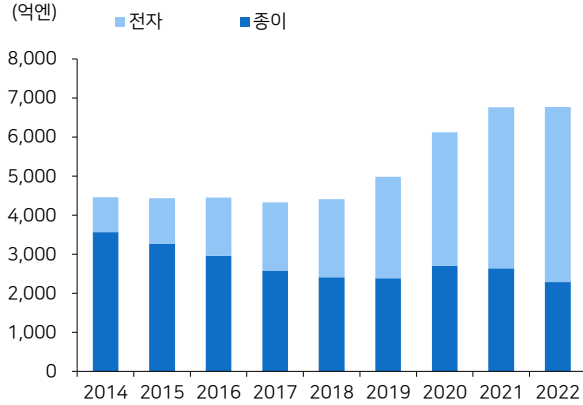
### 일본 전자 만화 시장

일본은 세계적인 만화 강국으로 2022년 전체 만화 시장 규모는 약 6천 8백억엔에 달한다. 주로 책 형태로 인쇄된 종이만화를 소비해오던 일본 만화 시장에서 전자만화가 처음으로 종이 만화를 앞지른 때는 2019년으로, 그 이후 종이 만화의 규모는 점차 감소하는 한편 전자만화는 큰 폭으로 성장하고 있다.

아직 종이 만화를 디지털화한 콘텐츠가 전자만화에서 큰 비중

그러나 이 전자만화가 모두 웹툰에 해당되는 것은 아니다. 일본에서는 아직 종이 만화를 그대로 스캔하거나 종이 만화를 웹툰화한 콘텐츠가 전자만화에서 큰 비중을 차지하고 있다. 하지만 이러한 형식의 만화는 디지털 방식의 장점을 제대로 살리지 못한다는 평가를 받고 있다.

그림3 일본 전자 만화 시장 비중 확대



자료: 일본출판과학연구소, 메리츠증권 리서치센터

그림4 일본 출판만화의 디지털화



자료: 디지털장인

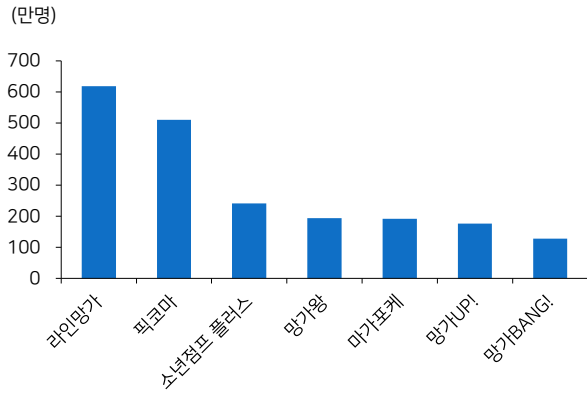
일본 웹툰시장 네이버 라인망가와 카카오 픽코마 각각 1, 2위

현재 일본 웹툰 시장은 국내 기업들이 우위를 차지하고 있다. 일본 출판과학연구소에 따르면 2022년 일본 만화 플랫폼 순위 1위, 2위를 네이버 라인망가와 카카오 픽코마가 각각 차지하고 있으며 네이버가 인수한 이북재팬과 NHN의 코미코 또한 8위, 11위에 달한다. 사용자 수 기준으로 보았을 때도 월간 사용자 상위 7개 중 라인망가와 픽코마가 절반 이상의 이용자를 보유하고 있다. 앞서 언급한 일본 디지털 만화의 한계는 이러한 일본 웹툰 시장에서의 국내 업체의 약진의 배경 중 하나로 언급되고 있다.

국내 업체들이 일본 웹툰 시장에서 성장할 수 있었던 또 하나의 배경으로는 편집자의 권한이 강한 일본 만화 제작 문화가 꼽힌다. 일본에서는 우선 편집자가 신인 작가를 발굴해 데뷔까지 육성한다. 데뷔 이후에도 작가에게 각각 담당 편집자가 있으며 편집자들을 관리하는 편집장까지 최소 세 명 이상의 사람이 만화 제작에 관여하게 된다. 이러한 구조에서는 작가 개개인의 자유도가 저해될 수 밖에 없다는 단점을 가지고 있다.

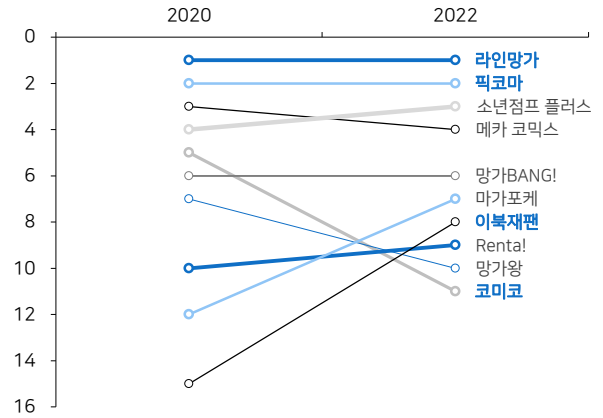
반면 국내 웹툰 작가들은 시나리오부터 콘티까지 작품의 진행 방향을 혼자서 결정하며 자유롭게 그리고 자유롭게 공개해 높은 자유도가 보장되고 이는 일본 독자들을 사로잡을 수 있었다. 하지만 웹툰 시장의 잠재력을 확인한 애플, 아마존 등 빅테크들이 일본을 시작으로 새로이 웹툰 시장에 진입했으며 추후 글로벌 확장 계획 또한 밝힌 만큼, 웹툰 시장에서의 경쟁 구도가 다각화 될 것으로 예상된다.

그림5 일본 만화 플랫폼 MAU



자료: Manamina, 메리츠증권 리서치센터

그림6 일본 만화 플랫폼 순위



주: 파란색 4개 업체 국내 웹툰 기업  
 자료: 일본출판과학연구소, 메리츠증권 리서치센터

원문: Apple turns to South Korea's 'webtoons'—short, vertically read, and made for small screens—to revive its Books app (FORTUNE)