



통화정책과 금융여건 변화가 자산시장에 미치는 영향 : 주식시장

자본시장연구원 거시금융실
연구위원 장보성

목 차

1 개관

2 국내 통화정책의 영향

3 추가 고려사항: 미 연준의 통화정책

1

개관

통화정책과 주가의 관계: 배경

통화정책의 기본목표

- ▶ [거시경제 안정] 물가와 경기순환 조절
 - 물가안정목표제: 한국, 영국, 캐나다, 뉴질랜드 등
 - 이중책무(dual mandate): 미국

긴축적 통화정책의 주가에 대한 영향: 거시경제학적 관점

- ▶ [실물] 실질금리 상승으로 총수요 감소 : 주가 하락 요인
 - 가계의 소비, 기업의 투자 감소 → 총수요 감소
- ▶ [금융] 금융비용 등에 부정적 영향 : 주가 하락 요인
 - 기업 순자산가치하락 → 금융비용상승 (Bernanke, Gertler & Gilchrist, 1999)
 - 금융기관 B/S·리스크 관리 지표 악화 → 신용축소 (Adrian & Shin, 2010)
 - 위험회피강화 → 리스크 프리미엄 상승 (Borio & Zhu, 2008; Adrian & Shin, 2010)

기준금리 결정시 주가 변화

기준금리 조정폭과 KOSPI 지수 변화: 2000.1월~2022.1월

기준금리 조정폭과 KOSPI 지수 변화

기준금리			주가				수익률 평균(%)
조정폭 (%p)	빈도	상승 빈도		하락 빈도			
		전체	+1SD 이탈	전체	-1SD 이탈		
인하	-1	1	1	0	0	0	(0.74)
	-0.75	1	1	0	0	0	(0.82)
	-0.5	4	1	0	3	1	(-0.80)
	-0.25	20	9	3	11	3	(-0.01)
	소계	26	12	3	14	4	..
	(평균)	(-0.07)
동결	0	201	107	20	94	26	(-0.04)
인상	0.25	21	6	0	15	1	(-0.38)
계		248	125	23	123	31	..

특징

- ▶ 기준금리 인하: 26회
 - 상승·하락 빈도 대칭적
 - ▶ 기준금리 인상: 21회
 - 하락 빈도 더 높지만
평균은 -0.38%로 소폭
 - ▶ 금리 조정시
 - 이상 등락(1SD 이탈)
빈도(17%)는 제한적
- * 금리 결정일 여부 무관한
전 기간 기준: 21%

주: 1) 상승, 하락은 기준금리 결정 전일과 당일 종가 변화 기준

2) +1SD 및 -1SD 이탈은 일상적 변동성(전 기간 일별 수익률의 1표준편차)을 이탈한 빈도를 의미

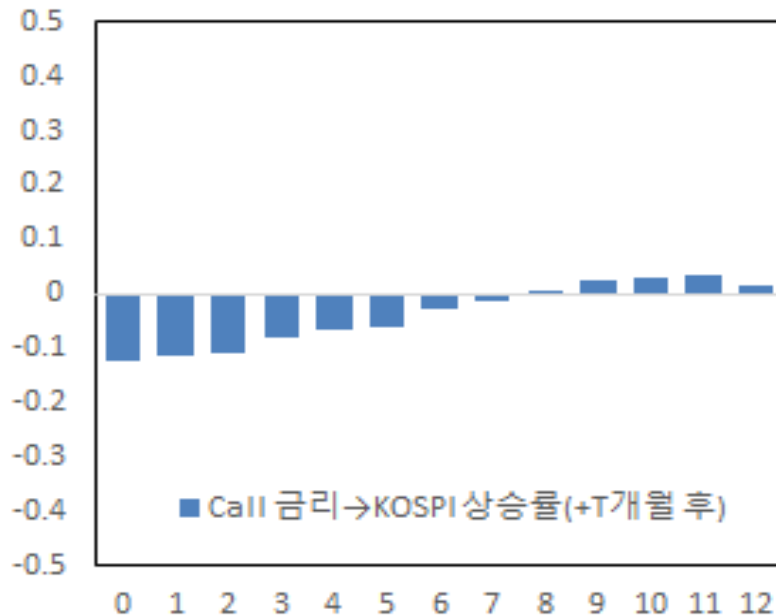
통화정책 지표와 수익률의 상관계수

통화정책 지표(콜 금리 및 M2 증가율)와 KOSPI 수익률 간 시차상관계수

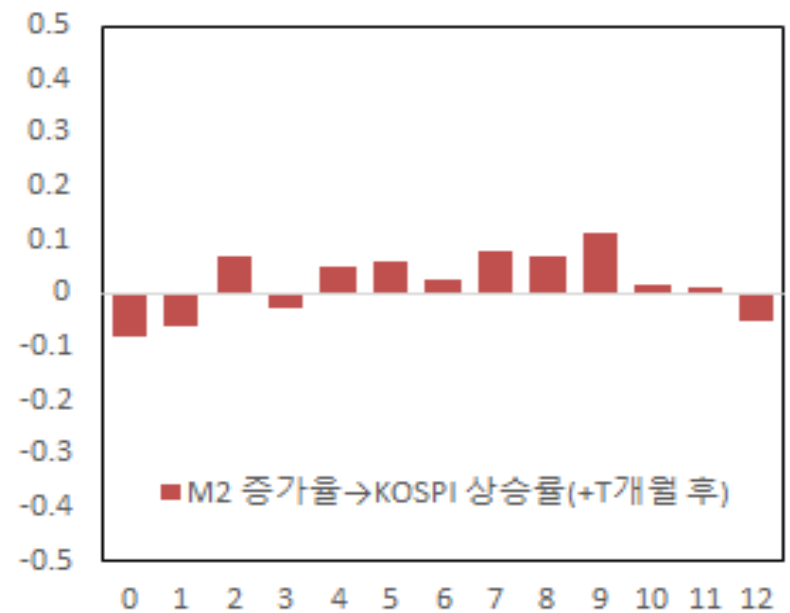
▶ 통화정책 지표와 수익률 간 단순 상관관계는 약한 편

· 시차상관계수: (절대값) 최대 약 0.1 정도

콜 금리 → KOSPI



M2 증가율 → KOSPI



2

국내 통화정책의 영향

통화정책의 주가에 대한 영향: 분석방법

개요

▶ 방법론 및 분석대상

- 추정방법 : 부호제약을 이용한 벡터자기회귀(sign-restricted VAR) 모형으로 통화정책 충격에 대한 주가의 반응 분석
- 변수 : 산업생산지수, 소비자물가, 신용스프레드, 통화정책지표, 주가지표
- 통화정책지표 : 콜금리 및 M2 각각 적용
- 주가지표 : KOSPI·KOSDAQ, 업종(10개) 포트폴리오 분석
- 대상기간 : 2000.1~2021.10월

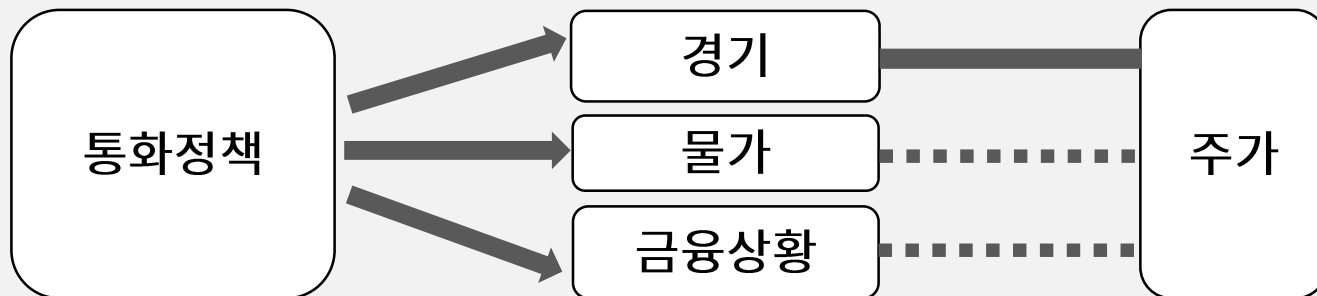
통화정책의 주가에 대한 영향: 주요 결과

전반적 특징

- ▶ M2 긴축 충격 발생시 주가는 하락
- ▶ 영향의 지속기간은 1~2개월
 - 다만, 금리인상 충격에 대한 반응은 상하방 불확실성이 높아 유의성 부족

업종별 특징

- ▶ IT, 산업재, 소재, 경기소비재의 반응이 상대적으로 큰 편
- ▶ 경기, 물가, 금융상황 중 경기와의 상관성이 높을수록 뚜렷한 반응

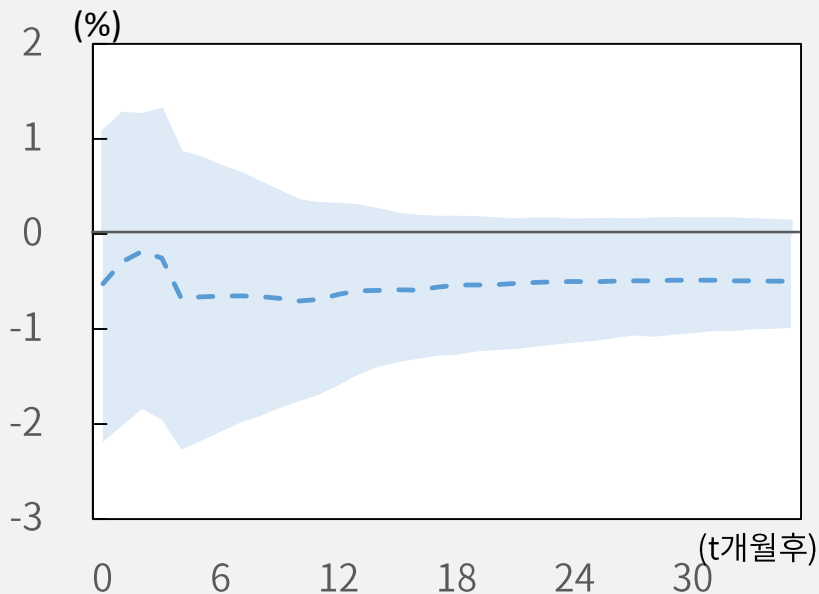


통화정책의 주가에 대한 영향: 금리충격

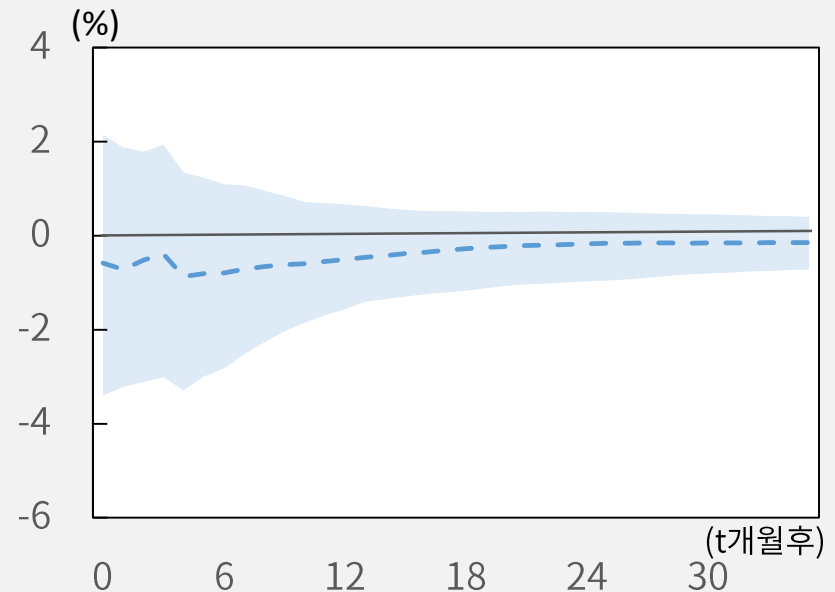
결과

- ▶ 주가는 하락하지만 불확실성이 커서 유의성 부족
- (+)/(-) 넓은 영역에 신뢰구간이 분포 (포트폴리오도 공통)

콜 금리 → KOSPI



콜 금리 → KOSDAQ



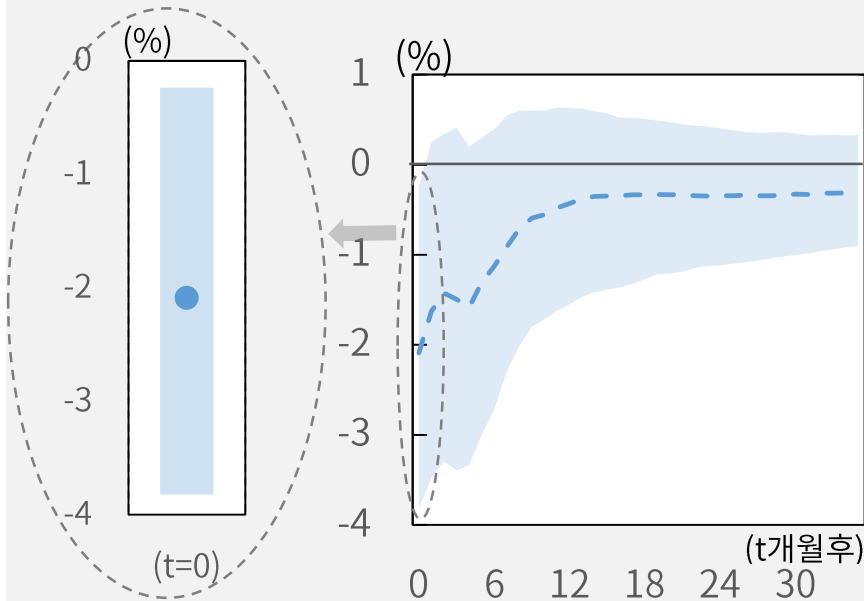
주: 1) 음영은 1표준편차(68%) 기준 신뢰구간
2) 점선은 중위수(median) 기준 반응

통화정책의 주가에 대한 영향: 유동성 충격

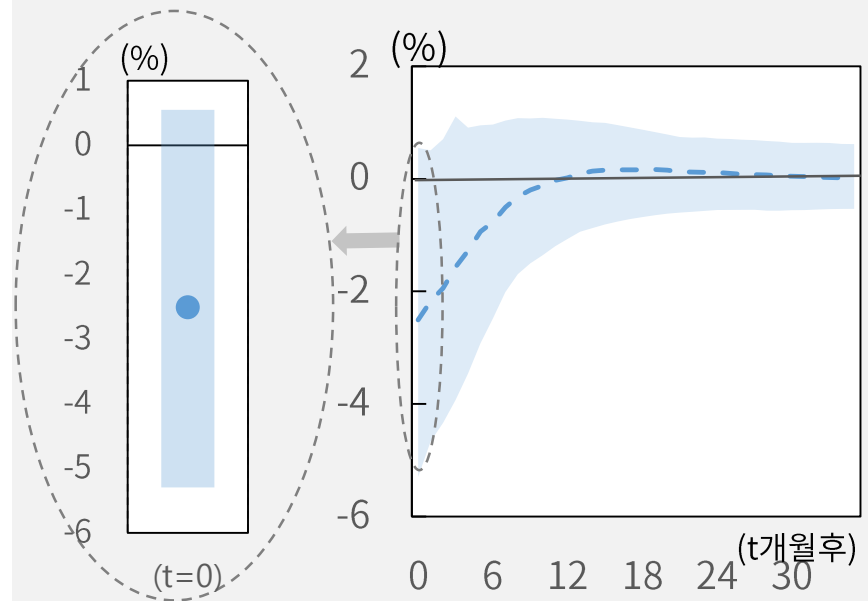
결과: KOSPI/KOSDAQ

- ▶ M2 감소 충격 발생시 KOSPI 지수 하락이 비교적 뚜렷
 - 크기 : M2 0.2% 감소시 KOSPI 지수 약 2% 하락
 - 지속성 : 단기적, 1개월 후 대체로 이전 주가 수준을 회복

M2 → KOSPI



M2 → KOSDAQ

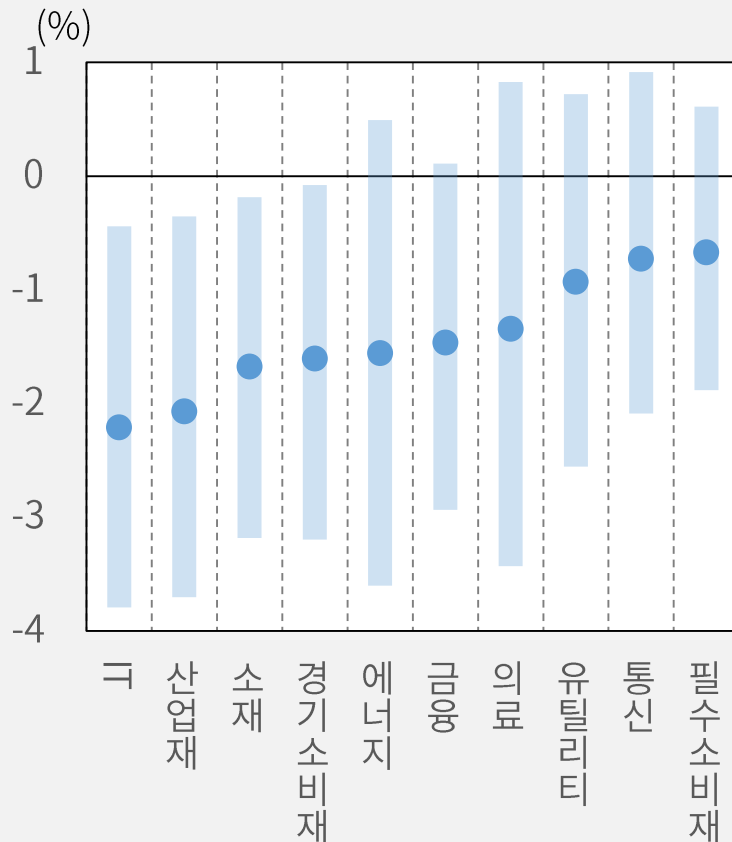


주: 1) 상하방 음영은 1표준편차(68%) 기준 신뢰구간
2) 점(원형) 및 점선은 중위수(median) 기준 반응

통화정책의 주가에 대한 영향: 유동성 충격

결과: 업종 포트폴리오

M2 → 업종: 최대반응



특징

- ▶ 업종 수준에서도 비교적 뚜렷
- ▶ 주요 업종 : IT, 산업재, 소재, 경기소비재
- ▶ 크기 : -2% 내외 (위 4개 업종)
- ▶ 최대반응 : 충격발생 당시
- ▶ 지속성 : 단기적 (1~2개월 후 회복)

주: 1) 상하임영은 1표준편차(68%) 기준 신뢰구간
2) 점(원형) 및 점선은 중위수(median) 기준 반응

주요 거시변수와의 관계 및 특징

포트폴리오 수익률과 주요 거시변수 간 상관계수: 6개월 이동평균 기준

구분		최대 충격반응 (%)	수익률과의 상관계수			
			산업생산 증가율	소비자물가 상승률	신용 스프레드	대출 증가율
업종	IT	-2.21	0.42	-0.07	0.02	-0.12
	산업재	-2.07	0.48	0.11	-0.12	-0.07
	소재	-1.68	0.47	0.09	-0.02	0.01
	경기소비재	-1.60	0.59	0.12	0.09	-0.03
	에너지	-1.56	0.40	0.15	-0.01	-0.07
	금융	-1.47	0.59	-0.01	-0.07	0.03
	의료	-1.34	0.15	-0.18	-0.09	-0.20
	유틸리티	-0.93	0.33	-0.10	-0.21	-0.11
	통신	-0.73	0.09	-0.26	-0.17	-0.20
	필수소비재	-0.67	0.31	0.00	-0.12	0.01
KOSPI		-2.09	0.41	-0.01	-0.05	-0.06
KOSDAQ		-2.51	0.29	-0.17	-0.10	-0.31

특징

- ▶ 대체로 산업생산지수가 물가 및 금융상황 지표보다 수익률과 강한 상관관계
- ▶ 경기와의 상관관계가 높은 업종일수록 유동성 충격에 대한 반응이 뚜렷한 편
- ▶ 통화정책이 주가에 미치는 영향은 일차적으로 경기 경로

주: 최대 충격반응에서 회색음영은 1표준편차 수준에서 유의함을 의미

시사점

통화정책은 경기 경로를 통해 주가에 영향

- ▶ 긴축 충격 발생 시 경기가 하락하면서 KOSPI 및 주요 업종 지수 하락
- ▶ 대체로 경기와의 상관관계 높을수록 뚜렷하게 하락

다만, 통화정책에 과민 반응하기보다는 실물경제 상황에 주목할 필요

- ▶ 통화정책 충격 영향의 지속기간은 1~2개월
- ▶ 중장기적인 주가 흐름을 변화시키지 않으므로 실물경제 전개상황에 초점 맞춤 필요

인플레이션 주도 요인에 대한 전망과 분석 중심으로 리스크에 대비

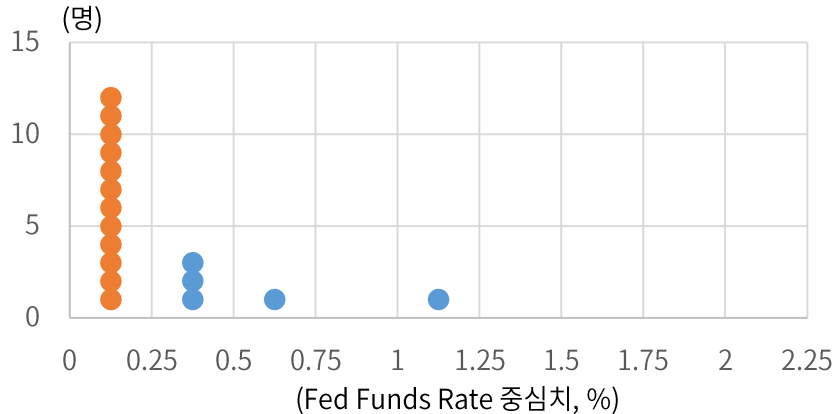
- ▶ 최근 인플레이션은 수요 요인과 공급 요인이 동시에 작용한 결과
 - 수요요인은 국내외 경기회복, 공급요인은 글로벌 공급망 문제·지정학적 리스크 등
- ▶ 향후 공급 측면의 압력이 완화되고 경기회복에 따른 수요 측 요인의 영향이 커진다면, 이에 따른 인플레이션은 주가에 대한 부정적인 신호만은 아닐 것

3

추가 고려사항: 미 연준의 통화정책

미 연준의 통화정책

[20.12월] FOMC의 2023년말 정책금리 예상

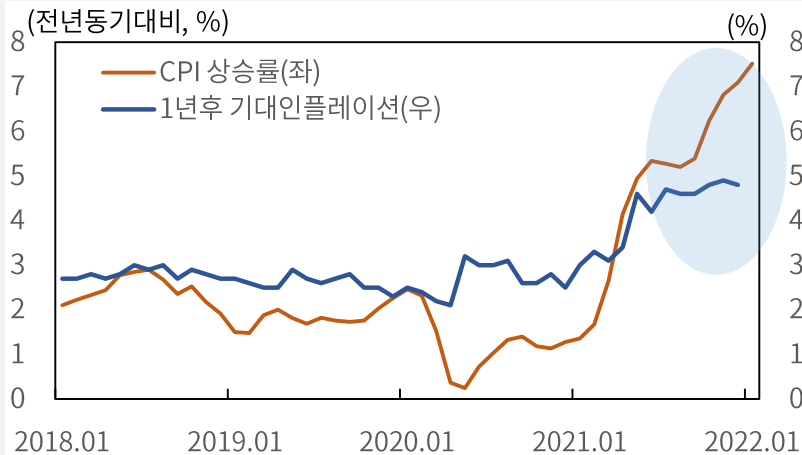


당시 통화정책 방향

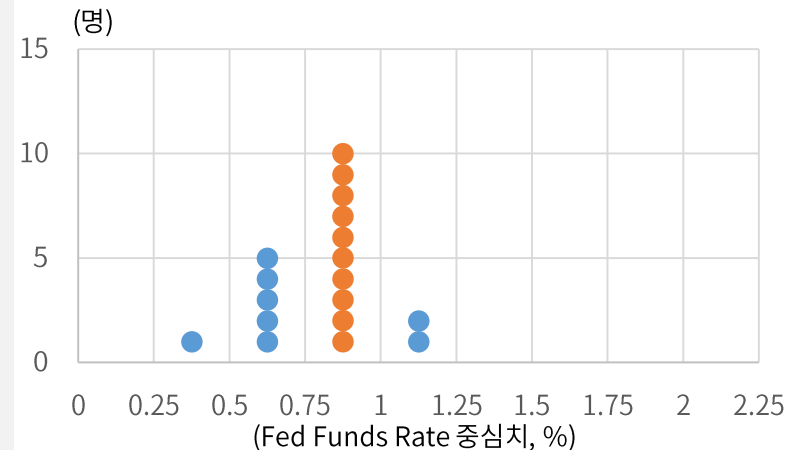
- ▶ [Forward Guidance] 다음 조건 하에서 2023년까지 제로 금리를 유지할 것으로 발표
- ① 지속가능한 최대 고용 달성시까지
 - ② 목표 인플레이션(2%) 도달시까지
 - ③ 인플레이션이 2%를 다소 상회하더라도 일부 용인

최근 FOMC의 정책금리 예상 변화

미국 소비자물가상승률



[21.12월] Summary of Economic Projection

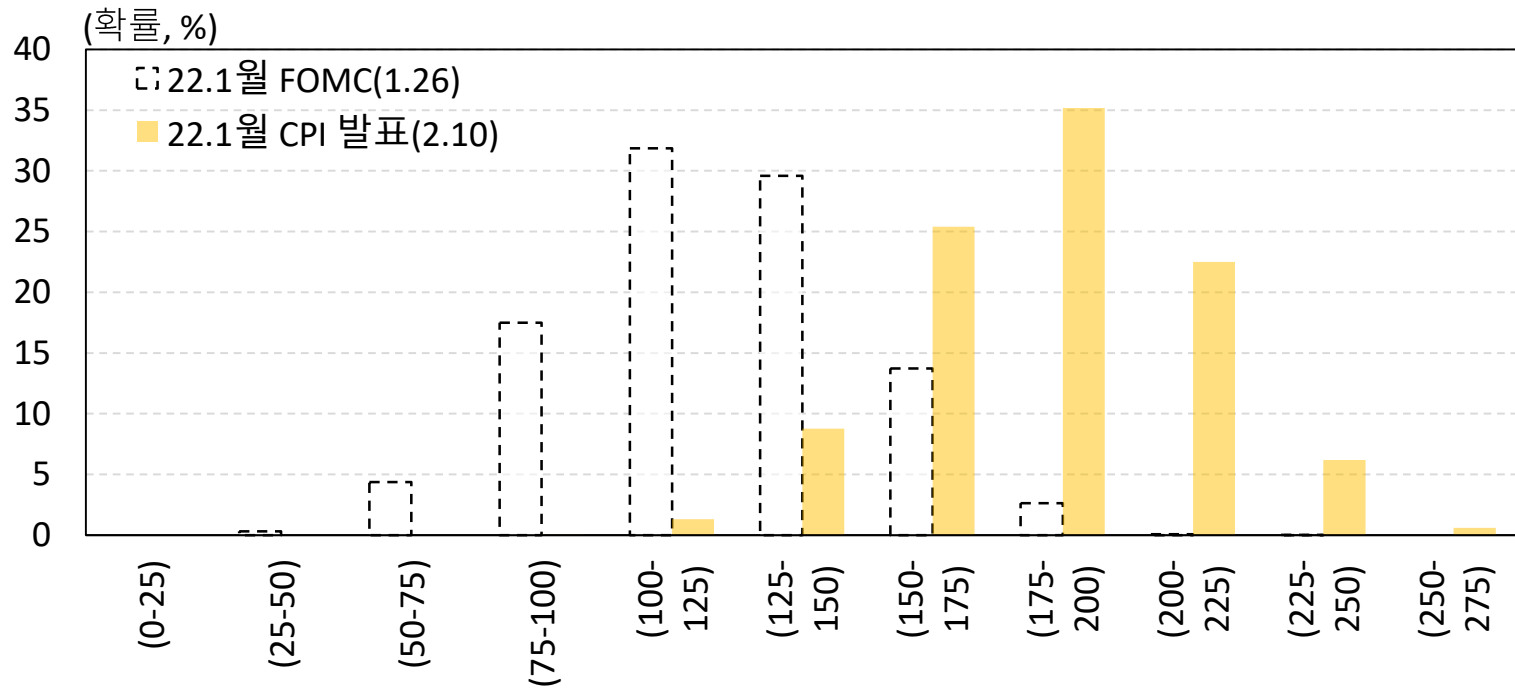


미 연준의 통화정책

미 연준의 인플레이션에 대한 대응 강도가 높아질 것으로 전망

▶ 인플레이션에 대한 우려가 높아지면서 정책금리에 대한 예상치가 크게 상향 조정

정책금리 수준별 예상 확률(2022.12월 기준 Fed Funds Futures 내재확률)



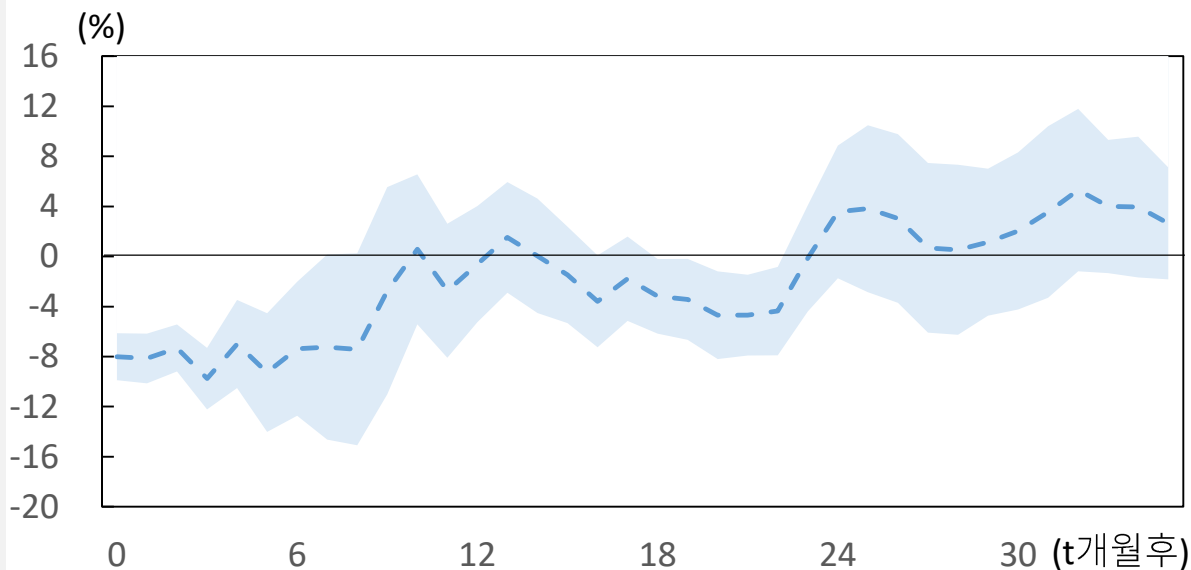
자료: CME Group

미 연준 통화정책의 영향


미국 통화정책 충격의 국내 주식시장에 대한 영향

- ▶ 100bp 인상 충격 발생시 KOSPI 지수가 약 8% 하락하는 것으로 추정
- ▶ 인상 충격 가능성만 존재하는 것은 아니며, 향후 전개상황에 따라 상하방 충격 모두 가능
 - 실제 정책금리 < 시장 예상 → 실질적으로는 인하 충격(dovish hike)

Fed Funds Rate 인상(+100bp) 충격시 KOSPI 지수의 반응



주: 1) 음영은 1표준편차(68%) 기준 신뢰구간, 국소투영법(local projection) 이용 추정
2) 점선은 평균 반응



감사합니다.