

자본시장연구원 정책세미나

통화정책과 금융여건변화가 자산시장에
미치는 영향: 주식시장

토론: 허 준 영 (서강대학교 경제학부)

2022년 3월 7일

연구요약

- 국내 및 미국 통화정책 변화에 따른 주가지수의 반응에 대한 실증 분석
 - 분석기간: 2000:M1~2021:M10
- 국내 통화정책 변화(긴축적)가 주가에 미치는 영향을 시산하기 위해 부호제약을 부여한 벡터자기회귀(vector autoregressive, VAR) 모델을 이용하여 분석
 - 긴축적 통화정책 충격으로 인해 경기 하강과 함께 주가지수 하락 경기와
 - 의 상관관계가 높은 업종일수록 주가지수 하락이 뚜렷하게 관측됨
- 미국 긴축적 통화정책 충격에 대한 KOSPI 지수의 반응을 국소투영법(local projection)을 사용하여 분석
 - 미국 정책금리 100bp 인상 충격에 대해 KOSPI 지수가 약 8% 하락

연구에 대한 코멘트

- 통화정책이 주가에 미치는 실물 및 금융 채널이 존재
 - 본고의 VAR 모형 변수 설정에 일부 반영
 - 통화정책 변화 → 은행의 신용 변화 → 주가에 미치는 영향을 검증할 수 있는 변수는 반영되지 않음
 - 가계대출 등 신용변수를 모형에 반영하는 것을 제안
- 외생적 통화정책 충격 식별시 부호제약
 - 부호제약을 어떠한 변수에 충격 이후 몇 개월 동안 부과하였는지 제시할 필요

연구에 대한 코멘트(계속)

- 본고에서는 통화정책 충격을 금리 충격과 유동성 충격으로 구분하여 분석
 - 결과는 금리 충격보다 유동성 충격이 주가에 큰 영향을 주는 것으로 나타남
 - 이러한 결과의 이유를 제시할 것을 제안
- 유동성 충격에 대한 업종별 반응에 대한 이슈
 - 결과를 보면 금융 · 통신 등 내수 위주 산업보다 산업재 · 소재 등 해외 부문과 연관된 산업의 주가가 통화정책 변화에 크게 영향을 받는 것으로 분석 → 체계적인 이유가 있는 것인지
 - 업종별이 아닌 기업의 크기(시가총액 등)별 분석을 하면 추가적으로 얻을 수 있는 시사점이 있는지의 여부

연구에 대한 코멘트(계속)

- 최근의 COVID19 팬데믹 상황에 대한 시사점
 - COVID19는 수요충격과 공급충격의 측면을 동시에 가지고 있음
 - 부호제약 및 충격간의 직교(orthogonality) 제약을 이용하여 통화정책과는 독립적인 수요충격과 공급충격을 식별하여 이들의 거시경제적 효과를 분석 가능
- 미국의 통화정책 변화에 따른 우리나라 주식시장에의 영향
 - 채권시장과 관련하여 2008-09년의 글로벌 금융위기 이전과 이후 국내 채권시장 투자자의 구성이 달라짐(개인→연기금)으로써 국내·외 통화정책 변화가 채권가격에 미치는 영향이 달라진다는 연구가 다수 존재
 - 주식시장에서도 이러한 변화가 있었는지, 그렇다면 그와 같은 변화의 함의가 있는지

향후 관련 연구

- 통화정책이 주식시장에 미치는 영향은 경기 및 주식시장 국면에 따라 달라질 가능성
 - 호황/불황 or 주식시장 bubble/normal periods
 - 특히 최근 한동안의 주식시장 활황에 따라서 통화정책 변화의 주가에의 영향에 대한 채널 및 강도가 변했을 가능성이 있음
 - 이와 같은 시변(time-varying) 또는 상황 의존적(state-dependent) 정책효과 연구도 필요할 것으로 판단

