



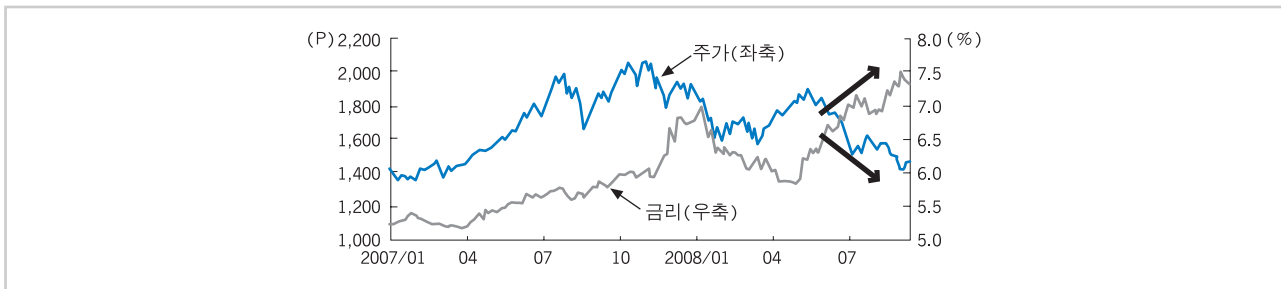
「주가 - 금리」의 관계 및 향후 전망

李大基 (研究委員, 3705-6258)

최근의 「주가하락-금리상승」은 경기정점을 지난 경기후퇴기 초반에 나타날 수 있는 현상임. 향후 경기가 후퇴기 중반에 진입하면 「주가-금리」의 동반 하락 현상이 나타날 것으로 전망됨.

- 최근 주가는 하락하는 반면 금리는 상승하여 주가와 금리 간에 負(-)의 상관관계를 보이는데 이는 일반적인 인식이나 이론적인 관계와 일치함.
 - 주가와 금리의 관계를 설명하는 이론은 대체로 負(-)의 상관관계를 지지하는데 크게 배당현금할인 모형과 자산대체효과 모형에 바탕을 둬.
 - 배당현금할인 모형에 따르면 주가는 미래배당금을 적정금리로 할인한 현재가치로서 금리가 상승할 경우 기업의 금융비용 부담이 늘어나고 향후 기대이익(미래배당 현금흐름)이 감소하여 주가하락으로 이어짐.
 - 자산대체효과 모형은 주식과 채권 간에 자산대체효과가 존재하므로 금리가 상승하면 채권기대수익률 상승에 의한 채권수요가 증가와 함께 상대적인 주가기대수익률 하락에 의한 주식수요 감소와 주가하락을 가져옴.
- 그러나 이러한 負(-)의 상관관계는 주가와 금리가 지속적으로 동반 상승하였던 지난해의 전체적인 모습과는 큰 차이가 있음.

〈그림 1〉 주가와 금리 추이



- 주가와 금리 간의 경험적 관계에서는 시계열 관점에 따라 正(+)의 상관관계가 나타날 수 있음.
 - 경기순환주기 등 장기시계열 관점에서는 이론적인 관계와 마찬가지로 負(-)의 상관관계



가 확인되지만 각각의 경기순환주기를 네 개의 독립된 국면(회복기 → 확장기 → 후퇴기 → 수축기)으로 나눌 경우 경기회복기와 후퇴기에 正(+)의 상관관계가 자주 나타남.

〈표〉 경기국면별 주가와 금리간 관계

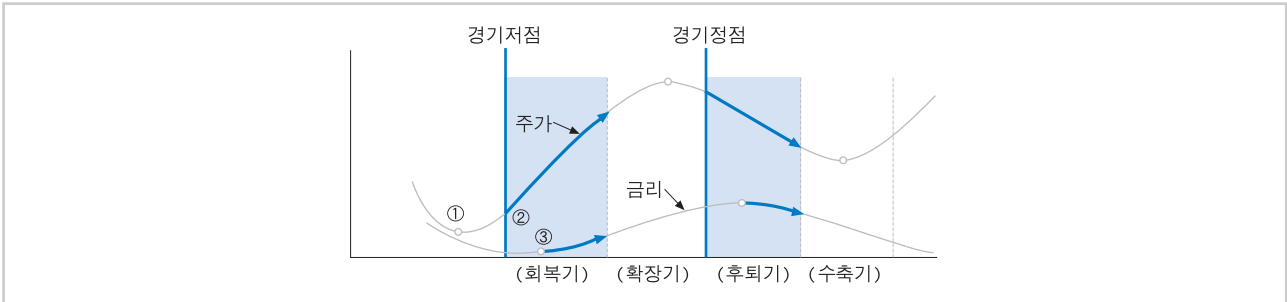
(단위 : %p, %)

기 간	금리변동치	주가상승률
89.8~07.6 (199개월)	-0.05	0.59
상승기 (134개월)	0.02	1.29
회복기 (72개월)	0.04	1.83
확장기 (62개월)	0.00	0.67
하락기 (65개월)	-0.14	-0.81
후퇴기 (39개월)	-0.15	-1.85
수축기 (26개월)	-0.11	0.64

주 : 1) 금리 : 월평균 3년만기 회사채수익률 전월대비 변동치 2) 주가 : 월평균 KOSPI 지수의 전월대비 상승률
 3) 경기 정·저점 구분방법 : 통계청의 경기순환국면, 「경기동행지수 순환변동치」를 이용
 4) 외환위기 여파로 주요 금융변수가 불안정하였던 것으로 평가되는 기간(97.10~99.1)은 분석대상에서 제외

- 경기회복기와 후퇴기에「주가-금리」가 正(+)의 상관관계를 보이는 것은 시차관계 존재에 기인함.
 - 주가는 기업이익 변동을 반영하여 경기에 선행하는 경향이 있어 경기변동의 전환점인 이 구간에서는 경기에 선행하면서 正 (+)의 상관관계를 가짐.
 - 금리는 기업의 자금수요 변화*와 통화당국의 정책기조 변경시차** 등으로 인해 경기에 후행하면서 이 구간에서 역시 正(+)의 상관관계를 가짐.
 - * 기업의 투자계획은 경기상황에 따라 단시일내에 탄력적으로 변경되기 어렵기 때문에 투자계획변경이 실제 자금수요 변화로 이어지기까지 일정시간이 소요됨.
 - ** 경기전환점 통과여부 확인에는 어느 정도 시간이 소요되기 때문에 통화당국은 경기국면 전환 이후에도 종전의 통화정책 기조를 유지하는 경향이 있음.

〈그림 2〉 「경기-주가-금리」의 시차관계



- 이와 같이 주가와 금리의 관계를 경기측면에서 분석하면 현재의 「주가하락-금리상승」의 모습은 경기정점을 지난 경기후퇴기 초반에 나타나는 현상이며 향후 경기가 후퇴기 중반에 접어들게 되면 주가와 금리의 동반 하락 현상이 나타날 것으로 전망됨.
 - 주가는 경기 회복세가 뚜렷해지기 이전에 상승세로 전환되겠지만 금리는 경기회복이 상당히 진전될 때까지 하락세를 이어갈 것으로 전망됨. **KIF**