

# 환율 · 금리 변화와 주식 시장의 향방

김원규 / 현대경제사회연구원, 거시경제(經博)

김희성 / 현대경제사회연구원, 선물·금융(經博)

환율 및 금리 변화가 산업별 주가지수 수익률에 미치는 효과와 산업별 중요도, 그리고 환율 및 금리 변화에 따른 주식 시장의 향방을 시나리오별로 분석해보았다. 분석 결과와 시사점을 살펴보면 첫째, 원/달러 환율 및 금리의 변화는 대부분의 산업별 주가지수 수익률에 부(-)의 효과를 미치고 있으며, 원/100 엔 환율의 변화는 대부분 유의적인 영향을 미치지 못하였다. 둘째, 산업별 중요도를 분석한 결과를 보면 원/달러 환율의 중요도가 가장 높게 나타났으며, 금리와 원/100 엔 환율의 경우에는 전반적으로 금리의 중요도가 더 높게 나타났다. 끝으로, 최근 금융소득 종합과세의 영향으로 주식 시장이 활황을 보일 것으로 기대되고 있는 현 시점에서, 환율 및 금리의 변화 방향에 따라 주식 시장의 향방이 엇갈릴 수 있음을 유념해야 한다. 또한 주식 시장 개방폭이 점차 확대됨에 따라 투자자들은 앞으로 환율 및 금리 변화에 보다 많은 관심을 가져야 할 것이다.

## 최근의 주식 시장 동향

1995년 상반기의 주식 시장은 국내 경기가 활황세를 유지하고 외국인 주식 투자 한도가 확대되었음에도 불구하고 침체 국면을 벗어나지 못하였다. 종합주가지수는 월평균 기준으로 1994년 11월에 1,110.5의 최고치를 달한 후 점차 하락하기 시작하여 1995년 5월에 884.2를 나타내었다. 이처럼 주식 시장이 부진을 면치 못한 이유는 증시 수급 구조의 악화에 따른 투자

심리의 위축, 고금리 추세의 지속 등의 악재가 시장 분위기를 주도하였기 때문이다. 그러나 1995년 6월 이후에는 다소의 등락을 보이다가 최근 금융소득 종합과세 실시 확정과 함께 급 상승하여 1995년 9월에는 종합주가지수가 월평균 기준으로 981포인트까지 상승하였다.

이처럼 최근 주식 시장이 활황을 보이고 있는 것은 주식 시장이 금융소득 종합과세 대상에서 제외됨에 따른 주식 시장 활황에 대한 기대 심리가 크게 작용한 것으로 보인다. 앞으로

도 금융소득 종합과세 회피를 목적으로 주식 시장으로의 자금 유입이 확대될 것으로 기대됨에 따라 주식 시장이 활황세를 지속할 것으로 전망된다. 그러나 환율과 금리의 변화에 따라 주식 시장의 향방이 바뀔 수도 있고, 주식 시장의 활황을 가속화시킬 수 있음을 유념해야 한다. 특히, 주식 시장 개방과 이에 따른 외국인 투자 급증에 따라 환율 및 금리의 변화가 주식 시장의 향방에 지대한 영향을 미치고 있으며 앞으로 주식 시장 개방이 확대될수록 환율 및 금리의 변화는 주식 시장의 향방을 가름할 수 있는 더욱 중요한 요인이 될 것이다.

따라서 여기서는 우선 환율과 금리 변화가 산업별 주가지수에 미치는 효과를 살펴보고자 한다. 또한 환율과 금리 변화에 의해 산업별 주가지수 수익률 변동이 얼마만큼 영향을 받는지를 살펴보기 위해 산업별 환율 및 금리의 중요도를 분석하고자 한다. 그리고 환율 및 금리 변화에 대한 여러 가지 시나리오를 구성하여 향후 주식 시장의 향방을 분석하고자 한다.

### 환율 및 금리 변화의 산업별 주가지수 수익률에 대한 효과

#### 분석 방법

환율과 금리의 변화가 주가지수 수익률에 미치는 효과를 분석하기 위해 회사채 수익률

(CBY, 월평균), 對美 달러 원화 환율(USD, 월말), 엔화 대비 원화 환율(YEN, 월말), 주가지수(SP, 월평균) 등 4 변수로 구성된 VAR (Vector Auto-regression) 체계를 구성하였다. 이러한 VAR 체계를 추정하고 주가지수 수익률에 대한 충격반응함수를 도출한 다음 충격반응함수의 시차별 부호와 유의성 검증을 통하여 효과 분석을 시도하였다.

구성된 VAR 체계는 (식 1)과 같으며 (식 1)에서  $SP_j(j=1,2,\dots,39)$ 는 종합주가지수와 산업별 주가지수 등을 나타내고  $u_1, u_2, u_3, u_4$ 는 각 방정식의 잔차항을 나타낸다.

(식 1)

$$\Delta CBY(t) = a_0 + a_1 \times \Delta CBY(t-1) + \dots + a_{12} \times \Delta CBY(t-12) + u_1(t),$$

$$\Delta \ln USD(t) = b_0 + b_1 \times \Delta \ln USD(t-1) + \dots + b_{12} \times \Delta \ln USD(t-12) + u_2(t),$$

$$\Delta \ln YEN(t) = c_0 + c_1 \times \Delta \ln YEN(t-1) + \dots + c_{12} \times \Delta \ln YEN(t-12) + u_3(t),$$

$$\Delta \ln SP_j(t) = d_0 + d_{11} \times \Delta CBY(t-1) + \dots + d_{16} \times \Delta CBY(t-6) + d_{21} \times \Delta \ln USD(t-1) + \dots + d_{26} \times \Delta \ln USD(t-6) + d_{31} \times \Delta \ln YEN(t-1) + \dots + d_{36} \times \Delta \ln YEN(t-6) + d_{41} \times \Delta \ln SP(t-1) + \dots + d_{46} \times \Delta \ln SP(t-6) + u_4(t) \quad (j=1,\dots,39)$$

여기에서 추정을 위해서는 1986년 1월에서 1995년 7월까지의 월별 자료를 이용하였다.

상기의 VAR 체계를 추정하는 데 있어서 Choleski Factorization Method를 사용하였으며, 이에 따르면 상기의 잔차항들은 (식 2)와 같이 서로 독립적인 충격들의 선형 결합으로 구성되어 있다.

(식 2)

$$\begin{aligned} u_1(t) &= \varepsilon_1(t), \\ u_2(t) &= e_{21} \times \varepsilon_1(t) + \varepsilon_2(t), \\ u_3(t) &= e_{31} \times \varepsilon_1(t) + e_{32} \times \varepsilon_2(t) + \varepsilon_3(t), \\ u_4(t) &= e_{41} \times \varepsilon_1(t) + e_{42} \times \varepsilon_2(t) + e_{43} \times \varepsilon_3(t) + \varepsilon_4(t). \end{aligned}$$

여기에서  $\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3, \varepsilon_4$ 는 서로 독립적인 각 방정식의 잔차항(충격)을 나타낸다.

(식 2)의 가정 하에 (식 1)의 VAR 체계를 추정 한 후, 각 변수에 대한 충격반응함수를 도출할 수 있다. 주가지수 수익률은 (식 3)과 같이 각 충격들의 현재 및 과거치들의 선형 결합으로 나타난다. 여기에서 각 충격에 대한 충격반응함수는  $a(i,j), b(i,j), c(i,j), d(i,j)$  ( $i=0,1,2,\dots,\infty, j=1,2,\dots,39$ )이다.

(식 3)

$$\Delta \ln SP_j(t) = \sum_i a(i,j) \times \varepsilon_1(t-i) + \sum_i b(i,j) \times \varepsilon_2(t-i) + \sum_i c(i,j) \times \varepsilon_3(t-i) + \sum_i d(i,j) \times \varepsilon_4(t-i),$$

여기에서  $i=0,1,2,\dots,\infty, j=1,2,\dots,39$

상기의 충격반응함수에 대한 유의성 검증을

위해서는 충격반응함수에 대한 표준편차를 산출해야 한다. 충격반응함수는 VAR 추정 계수들의 비선형 결합으로 구성되어 있으므로, 단순한 방식에 의해서는 충격반응함수들의 표준편차를 산출하기가 어렵다는 문제가 있다. 이러한 문제를 해결하기 위한 방법이 Monte-Carlo Integration Technique이라고 할 수 있다. 이 방법에 따라 VAR 추정 계수들의 사후적 분포로부터 계수들을 100 번 추출한 다음 그에 따른 100 개의 충격반응함수를 도출하고 이를 통해 충격반응함수의 표준편차를 구하였다.

### 환율 · 금리 변화의 산업별 주가지수 수익률에 대한 효과 분석

#### ○ 원/달러 환율 변화의 효과

우선 원/달러 환율의 변화가 종합주가지수 수익률에 미치는 효과를 보면, 현재 환율 변화의 충격이 2 개월, 4 개월, 10 개월, 12 개월 후의 주가지수 수익률에 부(-)의 방향으로 유의적인 영향을 미치고 있다. 한편, 시장1부의 경우에는 현재 환율 변화의 충격이 1 개월, 4 개월, 10 개월 후의 주가지수 수익률에 유의적인 영향을 미치나, 시장2부의 경우에는 4 개월 후의 주가지수 수익률에만 유의적인 영향을 미친다. 또한 대형주의 경우에는 현재의 환율 변화

충격이 2 개월, 4 개월, 10 개월, 12 개월, 13 개월 후의 주가지수 수익률에 유의적인 영향을 미치고 있으며, 중형주·소형주의 경우에는 4 개월 후의 주가지수 수익률에만 영향을 미친다. 산업별로 보면, 환율 변화가 대부분의 산업별 주가지수 수익률에 부의 방향으로 유의적인 영향을 미치고 있다. 그러나 환율의 변화는 음식료 제조업, 의복, 나무 제품업, 비금속 광물, 기타 제조업, 육상 운수 등의 주가지수 수익률에는 유의적인 영향을 미치지 못하였다.

이처럼 원/달러 환율 변화율이 종합주가지수 뿐만 아니라 산업별 주가지수 수익률에 부(-)의 효과를 나타내고 있는데, 이는 對美 달러 원화 환율의 평가 절하는 향후의 주가지수 수익률을 저하시키는 요인으로 작용한다는 것을 나타낸다. 對美 달러 원화 환율의 평가 절하는 이론적으로 볼 때 두 가지의 상반된 방향으로 주식 가치에 영향을 미치는데, 하나는 원화의 평가 절하가 향후에도 계속해서 원화 가치를 떨어뜨릴 것이라는 기대 심리를 초래하여 외국 자본의 증시 유입을 감소시켜 증시에 마이너스 효과로 작용한다는 것이다. 다른 하나는 원화의 평가 절하가 기업의 수출 경쟁력을 제고시켜 수출을 증가시키고, 기업의 성과 증대를 통하여 해당 주식의 가치를 상승시킨다는 것이다. 여기서의 실증 분석 결과에 의하면, 전자의 효과가 후자의 효과를 지배하여 결과적으로 원화의 평가 절하가 주식 가치를 떨어뜨리는 요

인으로 작용한다고 할 수 있다.

### ○ 원/100 엔 환율 변화의 효과

원/100 엔 환율의 변화는 종합주가지수, 시장1부, 시장2부, 대형주, 중형주, 소형주 등의 주식 수익률에 대해 유의적인 영향을 미치지 못한다. 산업별로 보더라도 대부분 산업의 주가지수 수익률이 원/100 엔 환율의 변화에 영향을 받지 않음을 알 수 있다. 주가지수 수익률이 원/100 엔 환율의 변화에 영향을 받는 산업으로는 어업, 의복, 고무, 비철 금속, 전기 기계, 운수 장비, 도매업, 육상 운수, 은행, 보험업 등이다. 원/100 엔 환율의 변화에 영향을 받는 산업 중 대부분의 산업은 환율 변화의 충격이 해당 주가지수 수익률에 정의 영향을 미치고 있다.

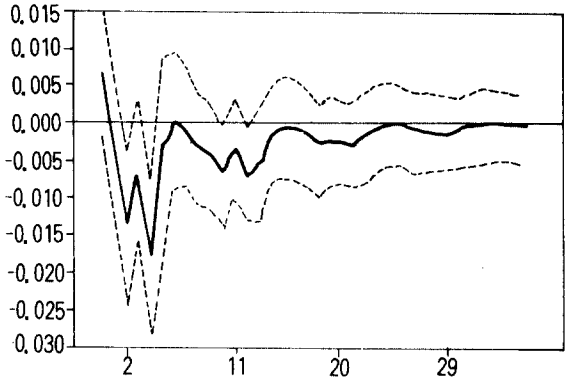
앞에서 살펴본 것처럼 원/100 엔 환율의 변화는 주가지수 수익률에 큰 영향을 미치지 못함을 알 수 있으나, 몇몇 산업의 경우에는 엔화 대비 원화의 평가 절하는 해당 주식 가치를 상승시키는 요인으로 작용한다. 엔화 대비 원화 환율의 평가 절하가 주식 시장에 미치는 효과는 두 가지의 상반된 방향으로 작용한다고 할 수 있는데, 하나는 엔화 대비 원화 환율의 평가 절하는 일본에 비해 해외 시장에서 우리 기업의 수출 경쟁력을 높이는 방향으로 작용하여 기업의 수익에 긍정적인 효과를 미치고 이는 바로 해당 주식의 가치 상승으로 연결된다는

것이다. 다른 하나는 엔화 대비 원화의 평가 절하가 對II 수입 의존도가 높은 기업의 수익을 저하시키고 이는 바로 해당 주식의 가치 하락으로 연결된다는 것이다. 여기서의 실증 분석 결과에 의하면, 대부분의 산업별 주가지수 수익률은 엔화 대비 원화 환율의 변화에 큰 영향을 받지 않으나, 일부 산업의 경우에는 전자의 효과가 후자의 효과를 상쇄하여 결과적으로 엔화 대비 원화 환율의 평가 절하는 주식 시장에 긍정적인 영향을 미친다고 할 수 있다.

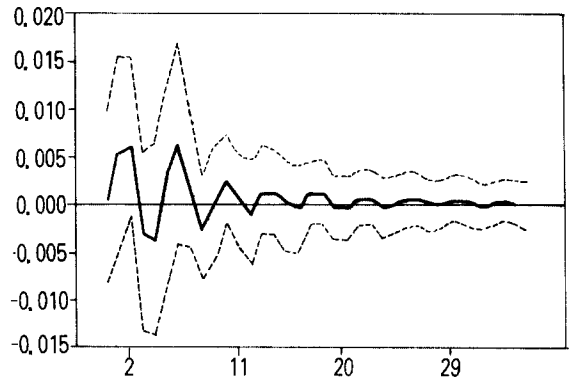
○ 금리 변화의 효과

금리 변화의 충격은 종합주가지수 수익률에 유의적인 영향을 미치고 있는데, 현재의 충격이 1 개월, 3 개월, 10 개월, 12 개월 후의 주가지수 수익률에 부(-)의 영향을 미치고 있다. 시장1부, 시장2부, 대형주, 중형주, 소형주 등의 경우에도 금리 변화의 충격이 해당 주가지수 수익률에 부(-)의 유의적인 효과를 미치고 있다. 산업별로 보면, 대부분 산업의 경우 금리 변화의 충격이 해당 주가지수 수익률에 부(-)의 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 그러나 음료품, 섬유, 의복, 나무 제품업, 종이 제품업, 제1차 금속, 기계를 제외한 조립·기계, 종합 건설업, 도매, 해상 운수를 제외한 운수 창고업, 은행 등의 경우에는 금리의 변화가 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

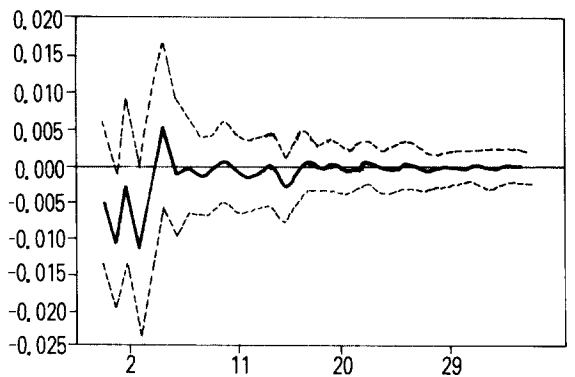
<그림 1> 종합주가지수 수익률에 대한 원/달러 환율의 충격반응함수



<그림 2> 종합주가지수 수익률에 대한 원/100 엔 환율의 충격반응함수



<그림 3> 종합주가지수 수익률에 대한 회사채 수익률의 충격반응함수



금리의 변화는 여러 가지 경로를 통하여 주식 시장에 영향을 미치나 모두가 한쪽 방향으로 영향을 미친다. 우선, 금리가 상승할 경우 투자자는 주식 대신에 채권을 선호하게 되므로 주식 시장은 부정적인 영향을 받게 된다. 또한 금리의 상승은 기업의 금융 비용 부담의 증가를 의미하게 되므로, 채산성이 악화되어 기업의 주식 가치를 떨어뜨리는 요인으로 작용한다. 한편, 이러한 금리 상승은 은행 대출 및 회사채 발행을 통한 기업의 자금 조달 비용의 증가를 초래하게 되므로 기업은 주식 시장을 통한 자금 조달을 선호하게 되고 이는 주식 시장의 물량 부담으로 작용하여 주식 시장의 침체를 가져올 수 있다. 그 원인이야 어떻든 금리의 상승은 주식 시장에 부정적인 영향을 미친다고 할 수 있다.

### 환율 및 금리의 중요도

#### 분석 방법

종합주가지수 및 산업별 주가지수 수익률 변동이 환율 및 금리의 변동에 의해 얼마만큼 영향을 받는지를 살펴보기 위해서 여기서는 다음과 같은 방식을 사용하였다. (식 3)의 충격반응 함수를 보면 각각의 주가지수 수익률은 금리, 원/달러 환율, 원/100 엔 환율, 해당 주가지수 수익률에 대한 충격들의 선형 결합으로 이루어

져 있다. 따라서 (식 3)에서 알 수 있듯이 주가지수 수익률의 변동성에서 환율 및 금리에 대한 충격반응함수의 변동성이 차지하는 비중은 바로 환율 및 금리의 중요도라고 할 수 있다. 즉, 환율 및 금리의 중요도는 주가지수 수익률의 변동성에 대한 환율 및 금리 변동성의 설명력이라고 할 수 있다.

환율 및 금리의 중요도는 다음과 같은 방식에 의해 도출된다. 우선 (식 3)에 분산을 취할 경우 주가지수 수익률의 변동성(분산)은 (식 4)로 표시되고 환율 및 금리의 중요도는 (식 5)로 나타난다.

(식 4)

$$\text{VAR}(\Delta \ln SP_j(t)) = \sum_i a(i,j)^2 + \sum_i b(i,j)^2 + \sum_i c(i,j)^2 + \sum_i d(i,j)^2, j=1,2,\dots,39, i=0,1,\dots,36$$

(식 3)의  $\varepsilon_1, \varepsilon_2, \varepsilon_3, \varepsilon_4$ 는 평균 0, 분산 1의 표준 정규분포를 나타내기 때문이다.

(식 5)

$$\text{금리의 중요도} = (\sum_i a(i,j)^2) / \text{VAR}(\Delta \ln SP_j(t))$$

$$\text{원/달러 환율의 중요도} = (\sum_i b(i,j)^2) / \text{VAR}(\Delta \ln SP_j(t))$$

$$\text{원/100 엔 환율의 중요도} = (\sum_i c(i,j)^2) / \text{VAR}(\Delta \ln SP_j(t))$$

#### 산업별 환율 및 금리의 중요도 분석

(식 5)의 방식에 의해 계산된 환율 및 금리의 중요도를 계산해보면, 종합주가지수 수익률의

경우 원/달러 환율의 중요도가 가장 크고 그 다음으로 금리의 중요도가 크며 원/100 엔 환율의 중요도는 매우 작음을 알 수 있다. 이 세 가지의 중요도를 합산한 환율 및 금리의 총 중요도는 0.38이다. 시장1부와 2부를 비교해볼 때 시장1부의 주가지수 수익률 변동성은 시장2부의 경우보다 작은 상황에서 시장1부의 경우 시장2부에 비해 원/달러 환율의 중요도는 큰 반면, 엔/100 원 환율과 금리의 중요도는 낮은 수준을 보인다. 대형주, 중형주, 소형주를 비교해볼 때 소형주, 대형주, 중형주의 순으로 주가지수 수익률 변동성이 크게 나타났다. 원/달러 환율의 중요도는 대형주, 원/100 엔 환율의 중요도는 소형주, 금리의 중요도는 중형주의 경우가 가장 높게 나타났다. 환율과 금리의 총 중요도를 보면 시장1부가 시장2부보다 높게 나타났으며 대형주, 중형주, 소형주의 순으로 총 중요도가 높게 나타났다. 상기의 사실에서 알 수 있는 것은 시장1부에 속하면서 대형주에 해당하는 주식 수익률의 변화는 환율 및 금리 변화에 의해 가장 잘 설명되고 가장 크게 영향을 받는다는 것이다.

산업별로 살펴보면 수익률 분산은 보험업, 증권, 나무 제품업, 의복업, 어업 등이 0.010 이상의 높은 수준(산업 단순 평균 0.007)을 나타내고 있다. 이러한 상황에서 총 중요도의 경우(환율·금리 모두 고려)는 화학업, 운수 장비, 제1차 금속, 해상 운수, 기계, 어업 등이 산업 단순 평균인 0.23보다 훨씬 높은 0.3 이상을 나타내

고 있다. 원/달러 환율 중요도의 경우 운수 장비, 기계, 은행, 제1차 금속, 화학, 어업 등이 0.15 이상의 높은 수준(산업 단순 평균 0.11)을 보이고 있으며 원/100 엔 환율 중요도의 경우는 광업, 의복업, 음료품 등이 0.09 이상의 높은 수준(산업 단순 평균 0.05)을 보인다. 금리 중요도의 경우는 해상 운수, 화학업, 제1차 금속, 육상 운수, 운수 장비 등이 0.09 이상의 높은 수준(산업 단순 평균 0.07)을 나타내고 있다.

### 시나리오별 주식 시장의 향방

여기서는 향후 환율 및 금리가 변화하였을 때, 주식 시장(종합주가지수)의 향방이 어떻게 결정되는지를 살펴보기로 한다. 이를 위해 원/달러 환율 및 금리의 변화 방향에 따라 9 가지의 시나리오를 구성하고 예측 모형으로는 (식 1)의 VAR 체계의 주가지수 수익률 방정식에서 원/100 엔 환율을 제외한 (식 6)의 방정식을 이용하였다. 주가지수 수익률 방정식의 추정을 위해서는 1986년 1월부터 1995년 9월까지의 월별 통계 자료들을 이용하였다.

(식 6)

$$\begin{aligned} \Delta \ln SP(t) = & e_0 + e_{11} \times \Delta CBY(t-1) + \dots + e_{16} \times \Delta CBY(t-6) \\ & + e_{21} \times \Delta \ln USD(t-1) + \dots + e_{26} \times \ln USD(t-6) + \\ & e_{31} \times \Delta \ln SP(t-1) + \dots + e_{36} \times \Delta \ln SP(t-6) + u_5(t) \end{aligned}$$

여기서 SP는 종합주가지수, CBY는 회사채 수익률, USD는 원/달러 환율을 나타낸다.

시나리오별로 주식 시장의 향방을 살펴보면 <표 1>과 같다. 우선, 원/달러 환율과 금리가 향후 1995년 9월 수준으로 고정되어 있는 경우, 시나리오5의 종합주가지수는 1996년 6월, 12월에 각각 1995년 9월 대비 5.0%, 11.0% 상승하는 것으로 나타난다. 이는 1995년 9월 이전의 환율 및 금리가 계속해서 앞으로의 종합주가지수에 영향을 미치고 또한 주가지수 수익률 방정식에 주가지수 수익률의 시차 변수가 포함되어 있기 때문이다. 주식 시장에 가장 부정적인

영향을 미칠 수 있는 시나리오1을 보면 종합주가지수가 1996년 6월에는 1995년 9월 대비 7.2% 하락하고 1996년 12월에는 13.3%나 하락하는 것으로 나타난다. 주식 시장에 가장 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 시나리오9를 보면 종합주가지수가 1996년 6월과 12월에 1995년 9월 대비로 각각 20.9%, 42.2%나 상승하는 것으로 나타났다. 원/달러 환율의 종합주가지수에 대한 효과를 살펴보면, 우선 환율이 계속적으로 매월 0.5%씩 절하될 경우(시나리오4) 1996년 12월의 종합주가지수는 1995년 9월 대비 9.6% 하락하게 된다. 반면, 환율이 지속적으로 절상될 경우(시나리오6)에는 36.4%나 상승하

<표 1> 시나리오별 주식 시장 향방(종합주가지수)

	1996년 3월	1996년 6월	1996년 9월	1996년 12월
시나리오1	943.5(-3.9)	910.3(-7.2)	878.4(-10.5)	850.5(-13.3)
시나리오2	1,008.9( 2.8)	1,016.2( 3.6)	1,029.9( 5.0)	1,045.2( 6.5)
시나리오3	1,078.8( 9.9)	1,134.5( 15.6)	1,207.6( 23.1)	1,284.6( 30.9)
시나리오4	956.3(-2.5)	931.0(-5.1)	906.8(-7.6)	886.3(-9.6)
시나리오5	1,022.6( 4.2)	1,030.3( 5.0)	1,063.3( 8.4)	1,089.2( 11.0)
시나리오6	1,093.4( 11.4)	1,160.2( 18.2)	1,246.6( 27.0)	1,338.7( 36.4)
시나리오7	969.2(-1.2)	952.1(-3.0)	936.2(-4.6)	923.6(-5.9)
시나리오8	1,036.4( 5.6)	1,062.9( 8.3)	1,097.7( 11.9)	1,135.1( 15.7)
시나리오9	1,108.3( 12.9)	1,186.6( 20.9)	1,287.0( 31.2)	1,395.0( 42.2)

주: ( )는 95년 9월 대비 증가율임. 시나리오1·2·3은 95년 10월 이후 금리가 매월 0.1%포인트 상승할 때 원/달러 환율이 매월 0.5% 상승, 9월과 동일, 0.5% 하락하는 경우를 나타냄. 시나리오4·5·6은 금리가 9월과 동일하고 원/달러 환율이 매월 0.5% 상승, 9월과 동일, 0.5% 하락하는 경우를 나타냄. 시나리오7·8·9는 금리가 매월 0.1%포인트 하락하고 원/달러 환율이 매월 0.5% 상승, 9월과 동일, 0.5% 하락하는 경우를 나타냄.



게 된다. 금리의 종합주가지수에 대한 효과를 살펴보면, 우선 금리가 계속적으로 매월 0.1% 포인트씩 상승할 경우(시나리오2), 1996년 12월의 종합주가지수는 1995년 9월 대비 6.5% 상승하는 데 그치고, 반면 금리가 지속적으로 하락하게 될 경우(시나리오8)에는 15.7% 상승하게 된다. 향후 금리와 환율이 변화하지 않을 경우(시나리오5), 1996년 12월에 11.0% 상승한다는 점을 감안할 때 금리의 상승은 주식 시장에 부정적인 영향을, 금리의 하락은 긍정적인 영향을 미침을 알 수 있다.

#### 맺음말 - 금리 및 환율 변화의 시사점

본 고에서는 주식 시장에 대한 금리 및 환율 변화의 중요성이 점차 더해감에 따라, 환율 및 금리 변화의 산업별 주가지수 수익률에 미치는 효과 및 산업별 중요도 분석과 환율 및 금리 변화에 따른 주식 시장 향방의 시나리오별 분석을 해보았다. 분석 결과들과 시사점을 다시 한번 종합해보면 다음과 같다.

첫째, 원/달러 환율 및 금리의 변화는 종합주가지수 및 대부분의 산업별 주가지수 수익률에 부(-)의 효과를 미치고 있으며, 원/100 엔 환율의 변화는 일부 산업별 주가지수 수익률에만 정(+)의 방향으로 영향을 미치고, 대부분의 경우에는 유의적인 영향을 미치지 못하였다.

둘째, 산업별 중요도 분석 결과를 보면, 공통

적으로 원/달러 환율의 중요도가 가장 높게 나타났으며, 금리와 원/100 엔 환율의 경우에는 산업별로 중요도 순위가 교차하고 있으나, 종합주가지수나 산업별 단순 평균의 견지에서는 금리의 중요도가 더 높게 나타났다. 이러한 사실은 그동안 주식 시장이 원/달러 환율 및 금리의 변화에 매우 크게 영향을 받아왔음을 알려주고 있다.

셋째, 시나리오별로 주식 시장의 향방을 분석해본 결과, 원/달러 환율이 지속적으로 평가 절하되고 금리가 지속적으로 상승하게 될 경우, 주식 시장은 침체 국면으로 빠질 수 있음을 알 수 있다. 그 반면, 원/달러 환율이 평가 절상되고 금리가 하향 추세를 보일 경우, 1996년의 주식 시장은 예상보다 큰 활황세를 보일 것으로 전망된다. 최근 금융소득 종합과세의 영향으로 주식 시장이 활황을 보일 것으로 기대되고 있는 현 시점에서, 환율 및 금리의 변화는 주식 시장의 침체를 초래할 수도 있고 활황세를 가속화시킬 수 있는 매우 중요한 변수로 작용한다는 사실을 유념해야 한다.

끝으로, 향후 주식 시장 개방폭의 확대에 따라 외국인 주식 투자 비중이 증대할수록 환율 및 금리 변화가 주식 시장에 미치는 영향은 더욱 커질 것으로 예상되므로, 투자자들은 경제 변수들 중 특히, 환율 및 금리 변화에 보다 많은 관심을 가져야 할 것이다.♣