

2021/ 1/ 27

Strategist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

## 주식시장이 감내할 수 있는 금리 상승 범위는?

주식시장 환경 변수들 중에서 최근 가장 컨션이 강한 변수는 '금리'이다. 주가가 단기간에 많이 오른 상황에서 '고평가', '과열'이라는 우려 섞인 단어들도 자주 등장하고 있는데 만약 현 주식시장이 정말 '과열' 국면인데다 금리도 앞으로 빠르게 올라갈 상황이 될 경우 주가는 추세적 약세 국면으로 전환될 확률이 높아지기 때문이다.

이에 대해서는 현 주식시장이 '과열' 상황인가를 판단하는 것이 우선 순위이다. 필자는 지난 자료들('연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6, '버핏 지수에 대한 오해와 시사점', 2021.1.20 등)을 통해 현재 주식시장이 단기 급상승으로 인해 일정 부분의 조정을 받을 수는 있겠지만 중기 이상의 관점에서는 '과열' 국면이라 보기엔 이르다는 주장을 한 바 있다. 본 자료에서도 다른 지표들을 통해 다시 한번 더 현 주식시장은 '과열' 국면은 아닐 가능성이 높다는 점을 주장하고자 한다(후술할 <Chapter 1> 참조).

그리고 그 다음으로는 어느 정도까지 금리가 오르는 것을 주식시장이 감내할 수 있을 지에 대해 시뮬레이션해 보기로 한다. 향후 경기가 회복되는 과정에서 금리가 오를 수 있기 때문이다. 물론 앞서 언급한 바와 같이 현재 주식시장이 과열 국면이 아니라면 향후 금리가 상승한다 해도 주가도 같이 더 상승할 여지가 충분히 있다. 유동성 장세를 지난 실적 장세의 대표적인 모습이기 때문이다. 다만 실적 개선 효과를 앞지르는 금리 상승이 계속 이어질 경우가 문제인데 후술할 <Chapter 2>에서는 예상해 볼 수 있는 기업이익 개선 범위를 고려할 때 주식시장의 방향성까지 바꾸지는 않을 금리 상승의 임계 범위는 어느 정도 수준일 것인지를 추정해 본다.

마지막으로 <Chapter 3>에서는 시뮬레이션과는 별도로 향후 금리가 실제로 어떤 모습의 흐름을 보일 가능성이 높을 것인지(특정 레벨이 아닌)에 대해 필자의 의견을 제시하였다. 경제 펀더멘탈, 정책적 스탠스 등을 함께 고려하였다.

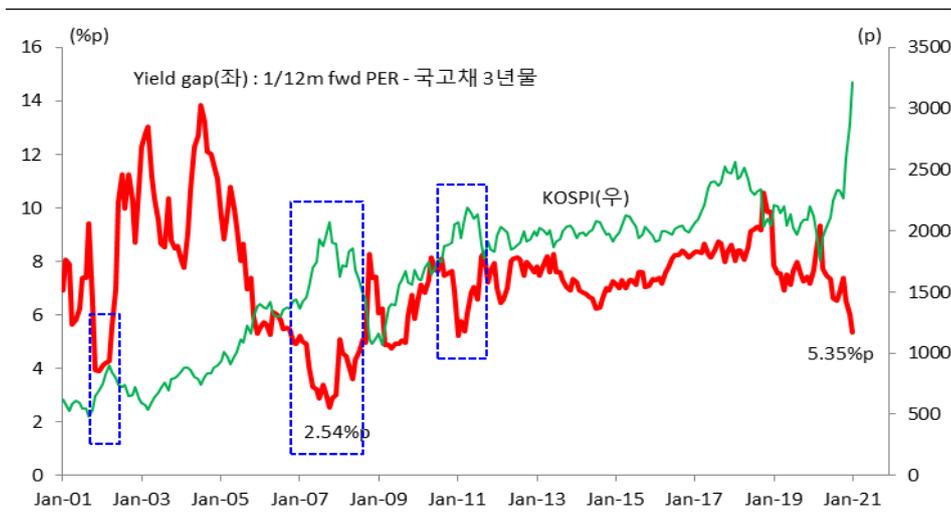
<Chapter 1> 현 주식시장은 '과열' 국면이 아닐 가능성이 높다

우선 현재 주식시장이 '과열' 국면에 있다고 보기는 힘들다는 논거를 기존 발간 자료 외에 추가로 제시하고자 한다. 다음 세 가지 조건이 충족되는지 여부가 중요하다. i) 현재 경기 위치가 정점 근처인가, ii) 이에 따라 기업이익 예상치의 하향 조정이 임박해 있는가, iii) 금리가 최근 빠르게 상승하고 있거나 조만간 그렇게 될 확률이 높은가이다. 주지하다시피 주식시장은 경기(正의 관계), 기업이익(正의 관계), 금리(負의 관계)의 함수이면서 이에 선행하는 흐름을 보인다.

필자는 위 세 가지 포인트들을 동시에 판단해 볼 수 있는 지표로 Yield gap(PER의 역수와 무위험 수익률간의 갭 = 기대 수익률(예상 기업이익/시가총액) - 국채 금리 = E/P - r)을 참고해 볼 것을 추천한다. 만약 i) Yield gap 이 크게 좁혀져서 투자자들이 더 이상 그 폭에 만족할 수 없는 상황이 되었다거나 또는 ii) 현재의 경제 상황하에서는 Yield gap 이 무위험 수익률보다 높다 하더라도 이제는 안전자산에 투자하는 것이 더 바람직하다고 판단될 경우에는 투자자들은 주식시장을 떠날 가능성이 높다. 이후 주가가 상당 부분 하락하여 Yield gap 이 충분히 벌어지기 시작하면 투자자들은 그 때부터 다시 주식 비중을 높여가는 전략을 취할 것이다.

만약 그 동안 주가가 많이 오른 상황에서 경기는 피크 근처에 도달해 있는 상황이고, 이에 따라 기업이익 예상치의 하향 조정이 임박(E/P 하락 전환 직전)해 있으며 금리는 그 동안의 경기 호조를 반영하여 추세적으로 오르는 상황(r의 상승세)이라면 투자자들은 그 시점에서의 Yield gap 이 (+)이더라도 더 이상 만족하지 않을 수 있고, 오히려 안전자산 선호도를 높이기 시작할 수 있다. 이에 대해서는 <그림 1>에서 보는 바와 같이 과거 리먼 사태 직전 때의 경험을 대표적인 예로 삼아 볼 수 있다. 2007년 10월 기대 수익률(E/P)은 무위험 수익률(r)보다 높았지만(Yield gap +2.54%p) 경기 정점 임박, 계속된 금리 상승 등이 투자자들의 안전자산 선호도를 높이는 요인으로 작용했다. 2002년 카드 사태 발발 직전, 2012년 유로존 PIGS 사태 발생 직전에도 비슷한 모습이었다.

<그림 1> 한국의 Yield gap 추이(1/25 증가 기준)



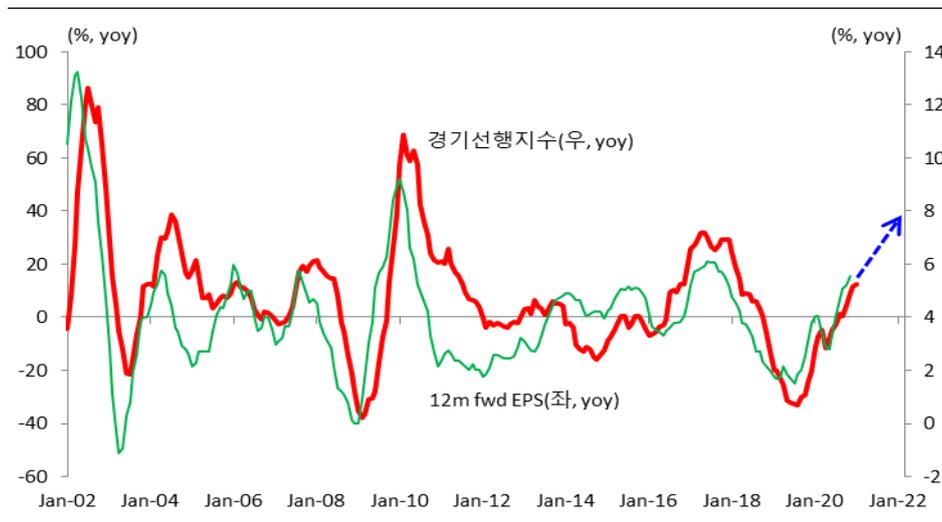
자료 : FnGuide, 리딩투자증권

그렇다면 현 시점의 Yield gap 5.35%p 대에서는 어떤 해석이 가능할까? 일단 통계적으로 보면 과거 리먼 사태, 카드 사태, 유로존 PIGS 사태 직전 레벨보다는 Yield gap 이 높은 수준이다. 좀 더 구체적으로 설명하면 무위험 수익률이 투자 대상으로서의 효용이 매우 낮아진 상황인데다 주식 기대 수익률과의 갭은 분석대상 기간(2001년부터 최근까지) 평균치로부터 -1 표준 편차도 넘어서지 못한 상황이다(동기간 Yield gap 평균 : 7.38%p, 표준편차 : 2.02%p, 평균 대비 -1 표준편차 값 : 5.36%p). 통계적으로는 여유가 있어 보인다는 것이다.

이보다 더 중요한 점은 현 시점이 위험 자산에서 안전 자산으로 넘어가야 할 상황이라고 보기에 이르다는 것이다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 현재 경기 흐름상의 위치는 정점 근처가 아닌 아직 회복 초반부에 있고, 이에 따라 이익 예상치는 하향 조정 압박이 아니라 오히려 추가 상향 조정의 가능성이 높은 상황이라는 것이다. 만약 현재의 높은 주가 수준에서도 향후 이익 예상치의 상향 조정이 지속되면서 기대수익률(E/P)이 상승하는 폭이 금리 상승폭 보다 더 크다면 Yield 갭은 더 확대될 수도 있다.

전술한 내용들을 다시 한번 정리해 본다. i) 그 동안 많이 오른 현재 주가 수준에서도 Yield gap 은 +5%p 대의 여유를 가지고 있고, ii) 무위험 수익률은 그 절대 레벨이 투자 대상으로서의 효용이 매우 낮은 상황이고, iii) 경기가 정점 근처에 임박해 있어 현재가 (+) Yield gap 상황이라 하더라도 그 신뢰도가 없어진 것도 아니며 iv) 만약 주가가 단기에 많이 오른 이유로 인해 일정 부분 조정을 받게 된다면 기대수익률 E/P 는 더 확대될 수도 있다는 점을 고려할 필요가 있다. 즉, 현재의 주식시장 상황은 중기 이상의 관점에서 볼 때 '과열' 국면이 아닐 가능성이 높다는 것이다.

<그림 2> 경기 지표의 추가 상승 → 기업이익 예상치의 추가 상승 예상



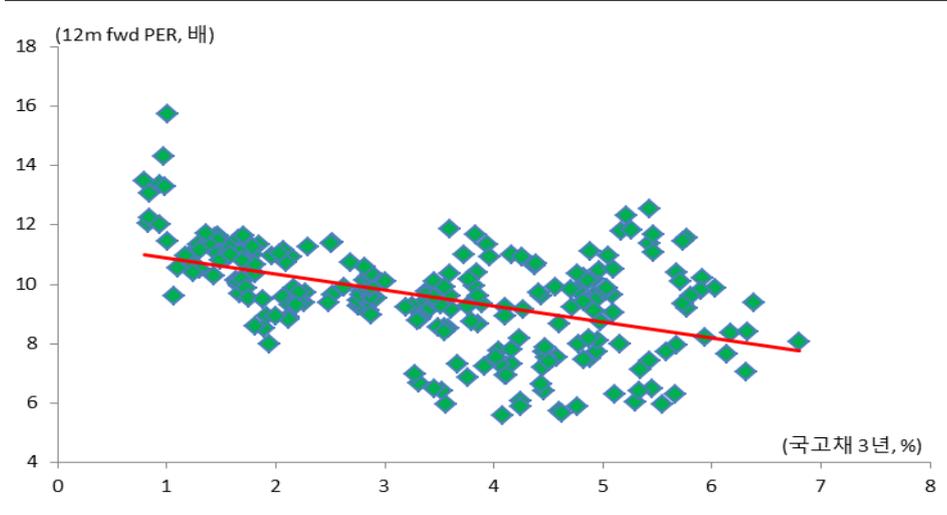
자료 : FnGuide, 리딩투자증권

<Chapter 2> 주식시장의 방향성이 바뀔 수도 있는 금리 상승의 임계 범위 추정

현 주식시장이 과열 국면이 아니라는 점을 염두에 두고, 이제부터는 향후 금리(r)가 얼마나 오르면 주식시장의 방향성까지 바꿀 수 있을 것인지에 대한 추정으로 넘어가 본다. 이 부분에 대해서는 '향후 주가 변화율 = 예상이익의 향후 변화율 + PER의 향후 변화율'이라는 관계에서 판단해 보기로 한다. 주지하다시피 금리와 PER은 眞의 관계에 있다(<그림 3> 참조). 그 관계를 이용하여 i) 향후 금리가 특정 수준으로 오르면 PER은 얼마나 하락하는지를 추정하고, ii) 이를 예상이익의 향후 변화율 추정치와 비교하면서 주식시장의 방향성까지 바뀔 수 있게 되는 금리 수준은 어느 정도일 것인지를 시뮬레이션해 보기로 한다.

우선 금리와 PER 간의 계량경제학적인 인과 관계가 있는지부터 조사해 본다. 후술할 금리 상승 충격이 PER에 미칠 부정적 강도를 추정하기 위해서는 단순한 상관 관계 분석 뿐만이 아닌 '금리 → PER'로의 인과 관계' 검증도 필요하다. 이에 대해서는 Granger Causality 테스트를 활용해 볼 수 있다(금리와 PER에는 각각 단위근이 있어 1차 차분 변수(전월대비 변화율)로 테스트). 테스트 결과 '금리 → PER'로의 인과 관계가 성립되는 것으로 추정된다(<표 1> 참조). 참고로 'PER → 금리'로의 인과 관계'는 없는 것으로 추정된다.

<그림 3> 眞의 상관 관계에 있는 금리와 PER



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

<표 1> Granger Causality 테스트 : '금리 → PER'로는 인과 관계 존재, 'PER → 금리'로는 인과 관계 없음

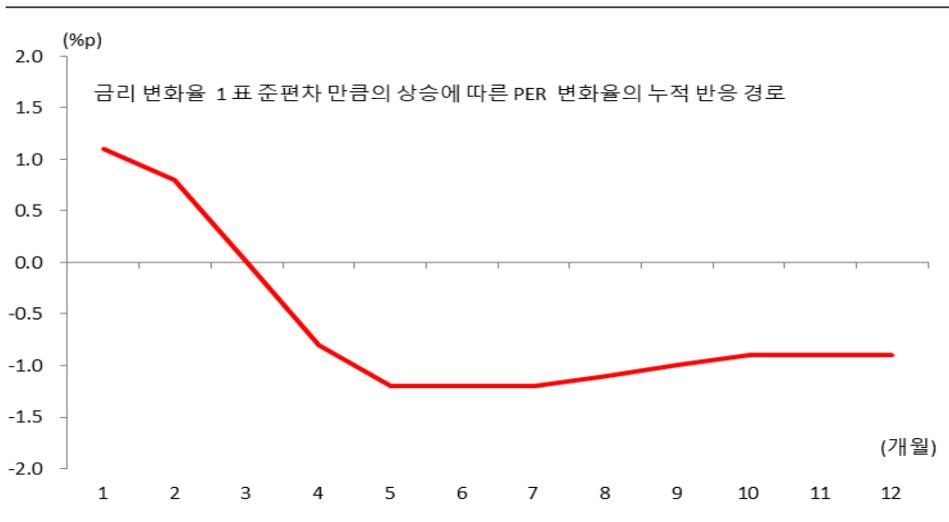
Pairwise Granger Causality Tests  
 Sample: 2001M01 2021M12  
 Lags: 6

인과관계 방향성	관측치 갯수	F 통계량	신뢰구간
PER --> 금리	234 개	1.0675	61.7%
금리 --> PER		2.5021	97.7%

자료 : FnGuide, 리딩투자증권

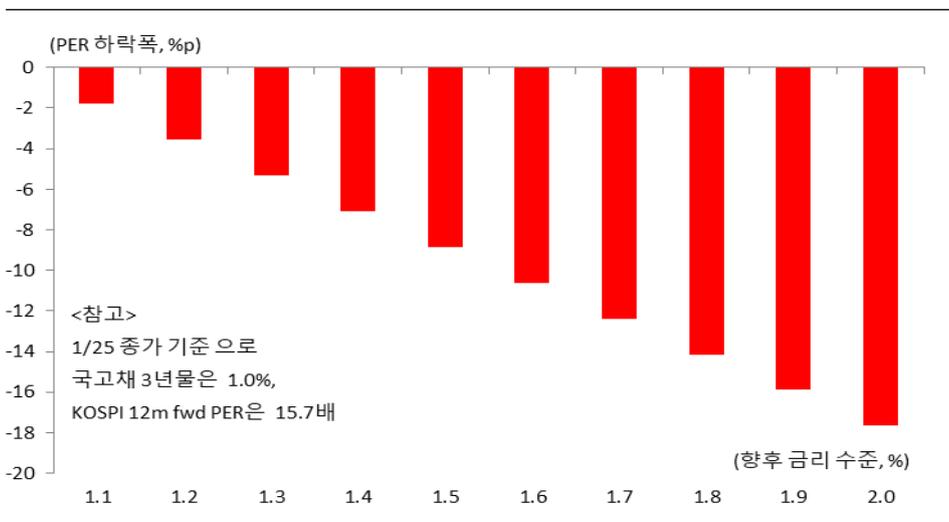
'금리 → PER 로의 인과 관계'가 성립하기 때문에 벡터자기회귀(VAR) 모형의 부산물인 충격반응함수(Impulse Response Function)를 통해 금리가 상승할 경우 PER 은 얼마나 부정적 영향을 받는지를 추정해 볼 수 있다. <그림 4>는 금리(국고채 3년물)가 그 변화율의 단위 표준편차만큼 상승했을 때 KOSPI PER(12m fwd)은 얼마만큼 부정적 영향을 받는지를 기간 누적한 값을 도시하고 있다. 차트에서와 같이 금리가 상승하면 향후 5개월까지 누적적으로 PER 이 마이너스 영향을 받는다(5개월이 지나면서부터는 금리 상승 충격에 따른 변화량이 0에 근접하는 흐름). 이러한 추정 값을 근거로 하여 향후 금리가 몇 %가 되면 PER 은 5개월간 누적적으로 몇 % 하락할 것인지를 시뮬레이션해 보았다(<그림 5> 참조).

<그림 4> 금리 → PER 로의 누적 충격반응함수



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

<그림 5> 향후 금리 상승시 금리 수준별 PER 하락폭 시뮬레이션



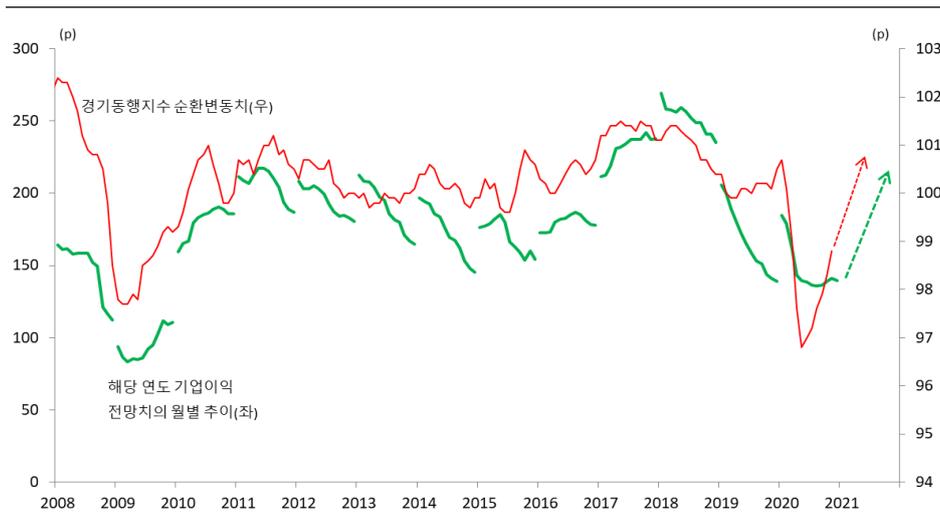
자료 : FnGuide, 리딩투자증권

그렇다면 이제 향후 기업이익 예상치가 경기 회복으로 인해 얼마나 더 상향 조정될 수 있을지에 대한 추정치가 필요하다. 그 추정치의 절대 값과 특정 수준으로 금리가 올랐을 때의 PER 하락 폭 절대 값간에 차이가 없으면 그 금리 수준이 결국 주식시장이 감내할 수 있는 금리 수준이 될 수 있기 때문이다.

<그림 6>은 경기가 하강 국면 또는 지지부진할 경우에는 해당 연도 기업이익 전망치가 연초에 가장 높고, 시간이 갈수록 하향 조정되는 반면 경기 상승 국면에서는 연초로부터 시간이 갈수록 상향 조정된다는 점을 보여 주고 있다. 금년 기업이익 예상치는 시간이 갈수록 상향 조정될 가능성이 높다는 것이다.

한편 이번 기업이익 회복 속도는 리먼 사태 이후보다는 그 강도가 약할 가능성이 높고, 2017 년의 경우보다는 소폭 강할 확률이 높다는 생각이다(경제성장률은 2017 년 3.2%, 금년 예상치 3.0%로 비슷). 리먼 사태 이후 때는 구조조정을 일정 부분 진행한 이후의 회복이라 그 회복력이 강했으나 이번의 경우는 그 보다는 약할 수 있음을 감안했다. 2017 년보다는 회복 강도가 소폭 클 것으로 본 이유는 그 당시의 기업이익 회복은 대부분 반도체 산업에 의한 것이었는데 이번에는 반도체 뿐 아니라 반도체 이외 업종도 회복세를 탈 것으로 보기 때문이다. 실제로 리먼 사태 이후 경기 회복 국면에서 연초 시점 대비 연말까지의 기업이익 예상치 상향 조정은 2009~10 년 평균 17.1%p 였다. 2017 년의 경우는 12.4%p 였는데 두 값의 평균 수준인 14~15%p 정도를 금년 초 이후의 기업이익 상향 조정 예상 폭으로 추정한다.

<그림 6> 경기 회복 국면에서는 연초 시점의 기업이익 예상치가 시간이 갈수록 상향 조정



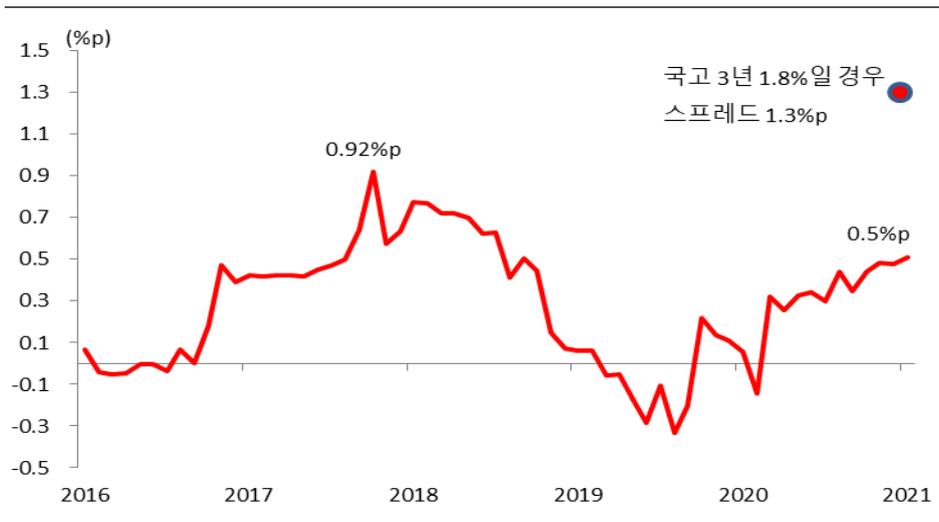
자료 : FnGuide, 리딩투자증권

이제 <그림 5>의 시뮬레이션 값과 기업이익 상향 조정 예상 폭을 비교해 본다. 그림에서와 같이 향후 국고채 3 년물 금리가 1.8% 수준으로 올라갈 경우 PER 은 14.1% 하락하는 것으로 추정되는데 이는 향후 기업이익 상향 조정 예상 폭인 14~15%와 그 절대 값에서 비슷하다. 따라서 금리가 국고채 3 년물 기준으로 1.8%를 넘어가는 오름세만 보이지 않는다면 주식시장의 방향성이 우하향으로 바뀔 가능성은 낮다는 추론을 해 볼 수 있다.

<Chapter 3> 임계 범위까지 금리가 상승할 수 있을까?

그러면 시뮬레이션과는 별도로 향후 금리 흐름은 실제로 어떤 모습일 가능성이 높은 지에 대한 필자의 의견을 제시해 본다. 특정 수준까지 오를 수 있다는 주장이 아니라 국고채 3년물 기준으로 1.8% 수준까지 올라갈 가능성이 있는지에 대한 의견이다. 국고채 3년물 기준 1.8%는 기준금리 0.5%와 1.3%p 벌어진 값이다. <그림 7>에 도시된 2017년의 국고채 3년물과 기준금리간의 스프레드를 비교 참조해 보기 바란다. 당시 경기는 회복 국면이었으며 경제성장률은 금년 예상 경제성장률 3.0%와 비슷한 3.2%였다. 그림에는 표시되지 않았지만 2017년 소비자 물가 상승률은 금년 예상치인 1.0%보다는 높은 1.4%였다.

<그림 7> 국고채 3년물과 기준 금리간 스프레드



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

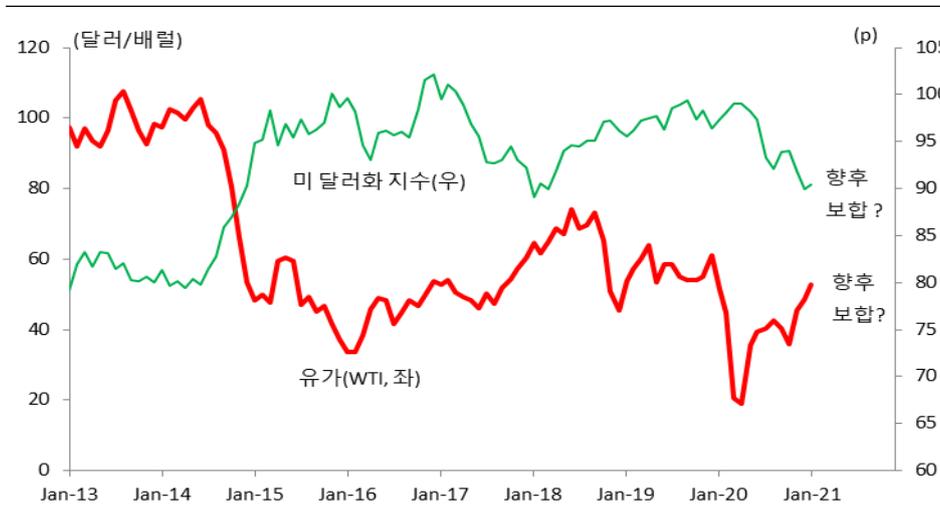
만약 국고채 3년물 금리가 1.8%까지 오른다면 앞서 언급한 바와 같이 금년 중 기준 금리 인상이 없을 경우 그 스프레드는 1.3%p 까지 확대된다. 2017년 최고치 0.92%p 보다 더 확대되는 수준이다. 금년 경제성장률과 물가 상승률 측면에서 2017년을 능가하지 않는 데도 그 스프레드가 2017년을 넘어설 확률은 낮지 않나 예상한다(필자는 금년 중 기준금리 인상의 가능성은 희박하다고 판단함).

특히 인플레이션 측면에서 금리 상승 압력이 우려보다는 크지 않을 수 있다는 생각이다. 인플레이션 압력은 수요 측면(GDP 갭)과 공급 측면(원자재 가격) 모두에서 작용하는데 수요 측면의 압력은 금년에도 여전히 낮을 가능성이 높다고 본다('연초 주식시장에 내재된 기대와 시사점', 2021.1.6 참조). 금년 실제 GDP가 회복되겠으나 여전히 잠재 GDP 수준 아래에 있을 가능성이 높고, 실제 물가 상승률은 GDP 갭(실제 GDP - 잠재 GDP)에 2~3분기 후행하는 경향이 강하기 때문이다.

다만 공급 측면, 즉 원자재 가격 상승이 금년 물가 상승률을 주도할 전망이다. 이 중 가장 중요한 변수는 유가일 것이다. 유가는 금년 경기 회복으로 인해 오를 전망이다. 다만 글로벌하게 진행될 환경 친화적 정책 기조가 더 심화되기 전에 OPEC+의 감산 정책은 오히려 빠른 속도로 와해(이미 와해 과정 진행 중인 것으로 판단)될 가능성이 높다고 본다. 산유국들이 더 늦기 전에 물량으로 밀어 붙이려는 전략을 취할 확률이 높아 보이는데 이로 인해 유가의 상승 속도가 제어될 가능성이 있다는 것이다.

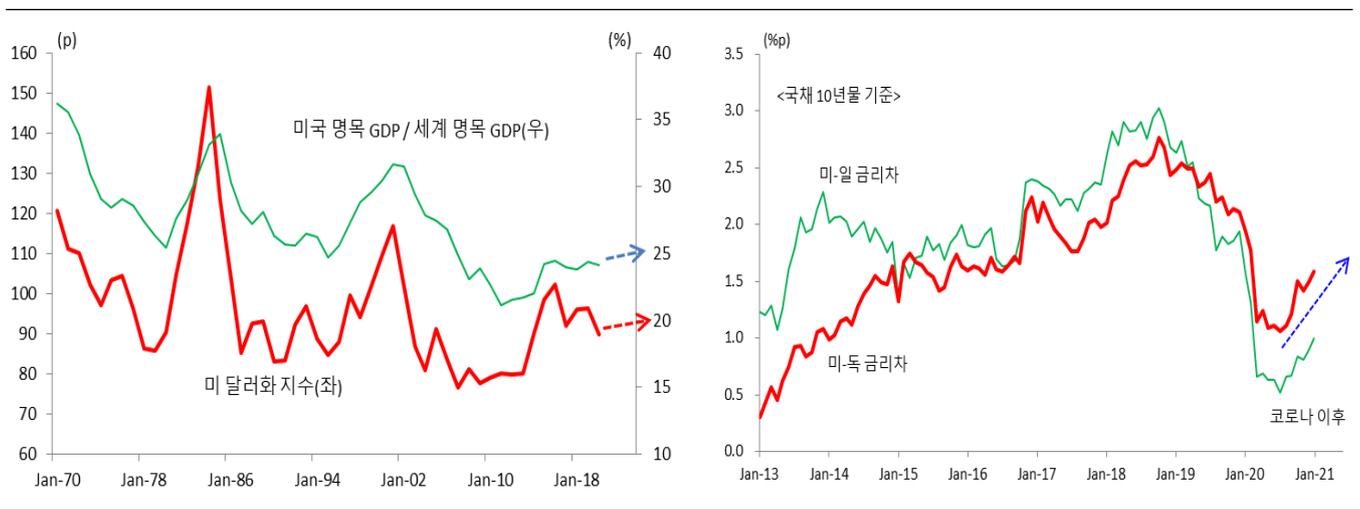
유가와 방향성을 달리하는 미 달러화가 당초 예상과는 달리 그다지 약세를 보이지 않을 가능성이 높아 보인다는 점도 향후 유가 상승 속도를 제어할 것으로 예상된다(<그림 8>). 전년 말까지 회자되었던 '금년 중 달러화 약세 심화'에 대해 필자는 다소 회의적이다. 강세 전환까지는 아니더라도 최소한 약세가 지속될 것 같지는 않아 보인다. 미 달러화 가치와 밀접한 正의 관계를 가지고 있는 '미국 경제의 글로벌 경제에서 차지하는 비중', 이와 연관된 '미국과 주요 지역간 금리 차, 주식수익률 차' 등의 측면에서 달러화 약세 지속을 주장할 만한 근거가 약하다는 판단에서이다(<그림 9>). 금년 미국 경제의 회복 속도가 유로존, 일본 보다는 빠를 가능성이 높다는 점, 이에 따라 미국과 관련 지역간 금리 및 주식 수익률 차가 좁혀질 가능성이 높아 보이기도 않다는 점 등에서 그러하고, 재정 및 통화 정책 스탠스 등에서 관련 지역이 미국과 방향성을 달리할 가능성도 없다는 점에서도 그러하다는 생각이다. 만약 달러화가 약세를 지속하지 않는다면 이는 앞서 언급한 OPEC+의 공급량 확대 가능성과 함께 유가 상승 속도가 제약되는 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

<그림 8> 미 달러화와 유가



자료 : FnGuide, 리딩투자증권

<그림 9> 금년 중 일방적 달러화 약세 가능성 낮을 전망

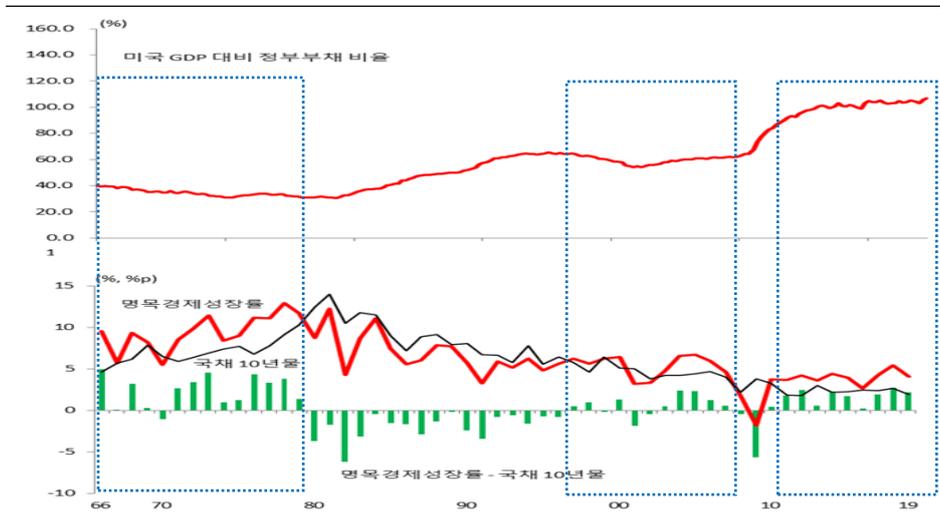


자료 : Bloomberg, FnGuide, 리딩투자증권

인플레이션 압력 외에 글로벌 정책당국의 정책 스탠스에서도 금리 상승 속도가 제어될 가능성이 높음을 짐작해 볼 수 있다. 코로나 19 사태는 과거 2008 년 금융위기 때와는 달리 사태를 극복하기 위한 정책 처방에 있어서 법적, 경영활동적 책임이 있는 대상을 구조조정하고 가는 것이 아닌 모두 안고 가는 경제 정책을 지속시켰다. 그러했기 때문에 금리 상승에 취약한 부문의 비중이 크게 확대되었다. 경제 회복 및 정상화를 위해 정책 당국이 고려할 수 밖에 없는 변수이다.

정부 부채 관리 측면에서도 향후 금리 상단을 제어할 필요성은 매우 크다. 주로 적자 국채 발행 증대를 통해 경제를 회복시켜야 할 상황이다 보니 정부 부채 비율 부담은 갈수록 커지고 있다. 그렇다면 향후 경제 성장률이 금리보다는 계속 높아야 정부 부채 비율을 줄여 나갈 수 있다. 이는 과거 미국의 경험으로부터 유추해 볼 수 있다. 국채 금리가 명목 경제성장률보다 낮을 때 정부 부채비율이 하락하거나 유지되는 경향을 보이기 때문이다(<그림 10> 참조).

<그림 10> 금리가 경제 성장률보다 낮아야 정부부채 비율이 관리됨



자료 : FRED, 리딩투자증권

<Chapter 3>에서의 논의들을 종합해 볼 때 <Chapter 2> 시뮬레이션에서 언급된 '국고채 3 년물 금리 1.8%'는 그 도달 가능성이 낮아 보인다. 그 수준까지 금리가 올라가지 않는다면 향후 금리 상승으로 인해 주식시장의 방향성까지 바뀌는 상황은 발생하지 않을 것으로 예상된다.

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.