

주가수익률과 거시경제정책의 관련성에 관한 小考

김 종 권*

Abstract

이 논문은 기존의 포트폴리오와 관련된 모형에 경기변동(business cycle)과 관련된 변수들을 포함하였을 경우 경기변동이 개인투자자들의 현금 및 주식보유를 통한 자본이득 극대화와의 어떤 관련성이 있는지와 관련된 것이다. 기존 문헌들을 살펴보면, 개인투자자들은 경기호황기에는 모멘텀 투자와 소형주와 성장주 등에 포트폴리오를 분산 투자하지만 경기가 침체기(recession)에 들어설 경우 수익률이 급등락하는 특성을 지니는 소형주(small cap)에 집중적인 투자를 하는 성향을 나타내고 있다.

한편 이 논문의 분석결과에 따르면, 경기안정과 금리안정정책, 물가안정 등은 서로 상충관계(trade-off)에 놓여 있음에도 불구하고 코스피수익률과 코스닥수익률에 모두 향후 영향을 미칠 것으로 판단된다. 이는 현재까지의 정책조합(policy mix)보다 더 정교하고 타이밍을 잘 포착하지 않으면 정책실패에 따른 경기와 물가불안이 동시에 나타나는 스태그플레이션(stagflation)으로 이어질 수 있음으로 정책집행의 효율성이 어느 때보다도 중요해 질 것으로 보인다.

1. 서 론

이 논문은 기존의 포트폴리오와 관련된 모형에 경기변동(business cycle)과 관련된 변수들을 포함하였을 경우 개인투자자들의 현금 및 주식보유를 통한 자본이득 극대화에 도움이 되는지와 관련된 것이다. 이러한 경기변동과 관련된 연구로서 Keim and Stambaugh(1986)와 Fama and French(1989)는 배당수익률과 기간 스프레드, 채무불이행위험 스프레드, 국채수익률 등을 사용하고 있다. 그리고 Stambaugh(1997)에서는 경기변동과 관련된 변수들을 가지고 포트폴리오 수익률과의 상관관계와 포트폴리오 수익률의 분산 값, 평균값을 구하여 시간흐름에 따른 변화를 분석하고 있다. 또한 Ferson and Harvey(1991)은 포트폴리오 수익률의 미래 예측 값의 변화를 추정하여 해당 포트폴리오 수익률의 변동성 확대에 따른 위험을 알아내고 있다.

* 신홍대학교 세무회계학과장

한편 개인투자자들은 경기호황기에는 모멘텀 투자와 소형주와 성장주 등에 포트폴리오를 분산투자하지만 경기가 침체기(recession)에 들어설 경우 수익률이 급등락하는 특성을 지니는 소형주(small cap)에 집중적인 투자를 하는 성향을 나타내고 있다.

이에 따른 개인투자자들의 주식 투자와 관련하여 거시경제변수를 포함시켰을 경우 포트폴리오 수익성에 대한 모형으로는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$r_{t+1} = \alpha(z_t) + \beta(z_t)f_{t+1} + v_{t+1}, \quad (1)$$

$$\alpha(z_t) = \alpha_0 + \alpha_1 z_t, \quad (2)$$

$$\beta(z_t) = \beta_0 + \beta_1(I_K \otimes z_t), \quad (3)$$

$$f_{t+1} = a_f + A_f z_t + v f_{t+1}, \quad (4)$$

$$z_{t+1} = a_z + A_z z_t + v z_{t+1}, \quad (5)$$

여기서 r_{t+1} 은 무위험이자율(risk free rate)을 초과하는 시점 t 에서의 투자수익률을 나타내는 N_t 벡터이다. 그리고 f_{t+1} 은 K 개 포트폴리오의 무위험이자율에 대한 초과수익률을 의미한다. z_t 는 r_{t+1} 의 확률분포함수(probability distribution function)와 관련된 시점 t 에서의 M -벡터 거시경제변수를 나타낸다. α_0 와 α_1 은 각각 고정된 상수를 나타내는 N_t 벡터의 절편(intercept)과 시간에 따라 변하는 모형을 나타내는 $N_t \times M$ 행렬이다. $\beta(z_t)$ 는 시간에 따른 민감도(sensitivities)를 나타내는 $N_t \times K$ 행렬이고, \otimes 는 크로네커곱(Kronecker product)을 의미한다. 그리고 v_{t+1} 는 주가의 변동에 대한 N_t 의 평균이 0인 벡터이다. 한편 v_{t+1} 과 $v f_{t+1}$ 사이의 공분산(covariance)은 0을 나타내고 있다.