

한국의 집권정당별 거시경제정책 기초조사 小考

김 종 권 *

국문 요약

본 연구는 미국경제의 영향을 비교적 많이 받고 있는 한국경제가 미국경제에서와 같이 집권정당별로 정당 간에 주가수익률을 비롯한 거시경제정책 뚜렷한 차이가 있을지를 분석하였다. 미국의 경우 공화당과 민주당은 각각 프리드먼과 케인즈 경제학을 바탕으로 그 경제 정책의 차이점을 나타내고 있다. 미국의 기존연구 결과들을 살펴보면, 대체로 주가 초과수익률, 금리수준, GDP성장률 및 실업률 등에서 집권정당별로 뚜렷한 차이점을 보이고 있는 것으로 발표되고 있다. 본 연구의 분석결과, 우리나라의 경우에는 각 집권정부별로 상이한 특징을 발견할 수 있었다. 첫째, 김영삼대통령정부 들어서부터 통화정책의 외생성이 나타나면서, 통화가 증가하면서 인플레이션율에 영향을 주었고 이는 다시 주가수익률과 경기동행지수증가율에 긍정적인 작용을 한 시기로 나타나고 있다. 둘째, 김대중대통령정부 기간 중에는 주가수익률, 회사채수익률과 경기동행지수증가율 사이에 특별한 외생성이 없이 상호영향을 준 시기로 판단된다. 셋째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷한 가운데 이로 인한 유동성이 주가수익률에 연결된 시기로 보인다.

Keywords : 주가수익률, 거시경제정책, 집권정부

I. 서 론

본 논문은 우리나라의 집권정부 즉, 전두환대통령정부, 노태우대통령정부, 김영삼대통령정부, 김대중대통령정부, 노무현대통령정부별로 정당정책의 거시경제영향 분석을 실시하여 정책의 유효성을 분석하고 각 집권정당별 차이점을 진단해 보는데 그 목적이 있다. 먼저 본 논문과 관계하여 우리나라의 경제에 비교적 큰 영향을 미치고 있는 미국에서는 집권정당별로 어떤 차이점을 보이고 있는지를 살펴보고자 한다.

미국의 집권정당은 공화당(Republican Party)과 민주당(Democratic Party)으로 대별된다. 공화당과 민주당의 경제정책은 각각 프리드먼(Friedman)과 케인즈(Keynes) 경제학을 바탕으로 차이점을 나타내고 있다.

* 신홍대학 경상정보계열 교수

1929년 대공황을 맞은 미국의 위기를 극복한 것은 민주당 출신의 루스벨트 대통령이었다. 루스벨트는 케인즈의 ‘총수요이론’을 바탕으로 한 뉴딜 정책을 시행하였다. 이는 정부 개입의 확대를 의미하는 것이었고, 기존의 고전학과 경제학의 이론 틀을 벗어 나는 것이었다. 이러한 케인즈 이론의 핵심은 국민경제가 항상 완전고용 상태에 머물 수 없을 뿐만 아니라 영속적인 실업이 가능하다는 점에서 시장의 자동적인 균형회복 기능을 부정한다.

즉 케인즈에 따르면 실업은 유효수요의 부족에 의한 것으로, 실업이 발생하면 직접적으로 정부가 공공투자를 늘려야 한다는 점에 바탕을 두고 있는 것이다. 민주당의 경제정책은 지금도 케인즈 이론을 바탕으로 입안되는 성향이 짙다.

공화당의 경제정책은 케인즈 이론 추종자와는 달리 주로 통화론자의 이론을 근거로 하여 입안된다. 당시 통화론자들을 대표하는 프리드만은 시장의 기능을 저하시키고, 개인의 자유를 침해하는 정부의 개입을 줄여야 한다고 주장하였다. 또한 케인즈가 소득의 변화에 따라 소비도 변화한다고 했던 것과는 다르게, 프리드만은 사람들의 소비지출을 장기적으로 변동하지 않으므로 안정된 흐름으로 간주해야 한다고 하는 ‘항상소득가설(permanent income hypothesis)’을 주장하였다. 이러한 프리드만의 견해가 옳다면, 이것은 정부의 재정정책은 경제에 그다지 큰 영향을 미치지 않게 됨을 시사한다.

이와 같이 미국의 경우 집권정당별로 상이한 경제정책을 취하여 거시경제에 영향을 주고 있다. 즉, 공화당정부 집권시기와 민주당정부 집권시기 사이에 주가의 초과수익률을 비교할 경우 민주당 정부에서 5% 정도 높았으며, 실질이자율은 4% 정도 낮았다.

이 결과는 민주당 정부의 경우 저소득층을 위한 통화확대 정책을 취한 결과로서 통화확대 정책에 따른 금리하락이 이루어졌기 때문이다. 또한 정부의 경제정책에 대하여 투자자들이 예상하지 못한 경우에만 주가의 초과수익률이 통계적 유의함을 보였다. 그리고 공화당정부 집권시기에서 GDP성장률이 더 낮았으며, 민주당정부 집권시기에서 물가상승률이 더 높다는 사실을 발견되고 있다.

본 논문에서는 우리나라의 경우에도 미국과 유사하게 집권정당별로 이러한 경제현상이 나타났는지를 분석하고자 한다. 이에 따라 우리나라의 경우 1980년 9월부터 2006년 12월까지 각각의 정당별로 나누어 살펴보고자 한다.

각각 정당별 집권기간은 1980년 9월부터 1988년 2월까지의 전두환대통령정부, 1988년 2월부터 1993년 2월까지의 노태우대통령정부, 1993년 2월부터 1998년 2월까지의 김영삼대통령정부, 1998년 2월부터 2003년 2월까지의 김대중대통령정부, 그리고 2003년 2월부터 2006년 12월까지 노무현대통령정부로 구별된다. 또한 본 논문에서는 경제의 효율성(efficiency)을 중요시 하느냐와 형평성(equity)을 중요시 하느냐를 기준으로 각 정당별 집권기간을 1980년 6월부터 1998년 2월까지의 보수정부(전두환대통령 정부부터 김영삼 대통령 정부까지)과 1998년 1월부터 2006년 11월까지의 개혁정부(김대중 대통령 정부부터 노무현 대통령 정부까지)로 나누어 추가로 분석하기로 한다.

II. 문헌연구

각 집권정당의 통화정책에 따른 물가상승과 주가수익률 영향은 Fama(1981)과 Geske와 Roll(1983), Kaul(1987), Goto와 Valkanov(2000) 등이 분석하고 있다. 이 논문들에서는 민주당의 통화확대 정책으로 공화당보다 물가상승률이 높았음을 지적하고 있다. Bartels와 Zaller(2001)은 1948년부터 2001년까지의 연구결과를 토대로 공화당 기간 동안에 빈곤계층 보다 상위계층의 소득 증가가 두드러졌으며, 빈부 격차도 심화되었음을 분석하였다. 이러한 빈부 격차는 실업률 차이와 GDP성장률에서 비롯되었는데, 민주당에서 실업률이 평균적으로 낮았으며, GDP성장률도 평균적으로 더 높았다. 민주당에서 이러한 낮은 실업률과 높은 GDP성장률은 상위계층보다 빈곤계층의 소득증가에 더 많은 영향을 준 것으로 나타났다.

Hibbs(1977)와 Alesina(1987)는 집권정당변수로서 더미변수로서 사용하여 경제정책과 집권정부사이의 관계를 분석하였다. 연구결과를 보면 기업정책 및 개인소득, 소비세, 정부지출, 보험, 사회복지 등의 분야에서 민주당 및 공화당 정책 사이에서는 뚜렷한 차이점이 있다고 지적하고 있다. 이 밖에도 Keim과 Stambaugh(1986), Campbell과 Shiller(1988), Fama와 French(1988, 1989), Fama(1991) 등은 배당률과 기간간 스프레드, AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차 등을 통하여 집권정당과 주가 사이의 관계에 관하여 연구하였다. 한편 Hensen과 Ziemba(1995), Chittenden, Jensen과 Johnson(1999)과 Siegel(1998) 등의 연구들에서는 주가의 초과수익률 대신에 S&P 500 지수의 주가수익률을 사용한 결과로부터 공화당과 민주당 사이에 약 5% 정도의 차이가 있음을 지적하고 있다.

집권 정당형태별 경제영향 분석은 Santa-Clara · Valkanov(2003)에 의하여 체계적으로 분석되었다. 그는 공화당과 민주당 사이에 금융변수, 집권정당변수, 통제변수들을 포함시켜 경제영향 분석을 하였는데, 여기에 사용된 데이터는 1927년 1월부터 1998년 12월까지의 월별변수이다. 또한 이 분석은 Kenneth French(1987)에서와 같이 기업규모별로 10개 포트폴리오를 구성한 초과수익률을 토대로 하고 있다. 통화정책 및 물가상승률을 감안한 포트폴리오로서는 주가수익률에서 3개월물의 국채수익률을 뺀 수치와 주가수익률에서 물가상승률을 뺀 주가의 초과수익률을 이용하였다. 집권정당변수로는 Hibbs(1977)와 Alesina(1987)에서와 같이 더미변수로서 사용하였다. 통제변수는 연율로서 로그값을 취한 배당수익률과 10년만기 국채와 3개월물 국채의 만기수익률 사이의 기간간 스프레드, AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차, 기준금리인 1년간 이동평균한 값을 사용한 3개월물 국채수익률과 각종 이자율의 차이 등을 사용하였다.

Santa-Clara · Valkanov(2003)의 연구결과, 1927년부터 1998년까지 민주당 기간동안 주가의 초과수익률은 연간 10.69%이었으나, 공화당정부는 1.69%에 지나지 않았다.

1927년부터 1962년까지의 기간 동안에는 3번의 공화당을 포함하고 있는데, 이는 431개월 중에서 179개월에 해당되며 전 기간에서 차지하는 비중이 40%에 달하는 것이다.

더욱이 1927년부터 1962년까지의 기간 동안의 통계적 유의성이 낮은 것은 1963년부터 1998년 사이의 기간에 비하여 주가의 초과수익률의 분산이 이 기간에 있어서 더

큰 것에 기인하고 있다. 단순평균 포트폴리오의 경우 주가의 초과수익률의 공화당과 민주당의 차이는 전 기간에 있어서 16.52%이고 1927년부터 1962년 기간동안에는 14.93%, 1963년부터 1998년 기간 동안에는 17.19%이었다. 이러한 차이점은 대개 민주당 하에서 포트폴리오의 주가 초과수익률이 평균이상인데에서 기인하고 있다. 이러한 결과는 10개의 소규모와 대규모 기업군들에 있어 집권정당 정책의 상이함에 따른 영향을 받은 것이다. 이 중에서 가장 작은 기업군에 있어 공화당과 민주당 사이에 가장 큰 차이를 보였는데 연간 데이터로 21%나 되었다. 이와 반면에 가장 규모가 큰 기업군에서는 공화당과 민주당 사이에 7.71%를 나타내 가장 규모가 작은 기업군과 세 배 정도의 차이점을 보이고 있다. 이와 같은 전체 기간 대신에 1927년부터 1962년까지와 1963년부터 1998년까지를 나누었을 경우에도 유사한 결과를 얻었다. 10개의 포트폴리오들에서 주가의 초과수익률에 대한 집권정당 변수의 효과가 차이나는 것은 소규모기업 주가의 시장베타 값이 대규모 기업 주가의 베타 값보다 큰 것에 주로 기인한다. 다시 말하면, 집권정당 변수는 시장 전반에 걸쳐 영향을 주게 되고, 소규모 기업에 대한 큰 효과는 시장 변화에 대한 민감도가 크다는 것을 의미한다. 이에 따라 대규모 기업과 소규모 기업 사이의 0.93부터 1.39까지 다양하게 분포되고 있다. 한편 표본기간을 세분화시켜 최근 동향을 살펴보면, 이러한 통계적 유의성이 대규모 기업에서는 없어지나 소규모 기업들의 주가에서는 상존하고 있는 것으로 나타났다.

또한 Santa-Clara · Valkanov(2003)는 경기변동과 관련된 변수를 사용하여 주가의 초과수익률을 회귀분석한 후 예상된 주가의 초과수익률과 잔차항의 예상치 못한 주가의 초과수익률로 나누어 분석하였다. 이 분석의 결과에 따르면, 주가의 초과수익률에서 관측된 공화당과 민주당에서 차이의 대부분이 예상치 못한 주가의 초과수익률에 기인하고 있다. 전 기간에서 예상된 주가의 초과수익률은 공화당에서 1.84% 높은 데 불과하였지만 예상치 못한 주가의 초과수익률은 민주당 기간에서 10.84% 더 높음을 알 수 있었다. 이러한 분석결과를 보면, 주가의 초과수익률은 예상치 못한 주가의 초과수익률 움직임에 주로 의존하고 있다. 그는 민주당에서 높은 주가의 초과수익률은 위협에 대한 보상이라는 가설검증을 위하여 공화당보다 민주당에서 위협이 더 키지는 지를 살펴보았다. 이러한 위협의 차이는 양 정부의 경제정책 상의 상이함에서 비롯되거나 이들 정책에 따른 투자의 불확실성에서 비롯될 수 있다. 이러한 위협은 공화당과 민주당 사이에 주가의 초과수익률의 변동성을 측정하여 이 가설을 검정할 수 있다. 이는 공화당과 민주당의 집권정당 변수의 월별 주가의 초과수익률 변동성에 대한 회귀분석과 관련된 것이다. 전체분석 대상기간으로 볼 때, 민주당 기간보다 공화당 기간에서 변동성이 연간 1.41% 더 높은 것을 알 수 있었다. 1963년 이후로 살펴보면, 이 변동성의 차이가 2.38%로 확대되었다. 하지만, 변동성의 차이가 통계적으로 유의하지 못한 것으로 나타났다. 이는 민주당 기간 동안의 주가의 초과수익률이 위협에 대한 보상으로 더 높을 것이라는 가설에 위배되는 것이다.

마지막으로 Santa-Clara · Valkanov(2003)에서는 AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차(default spread)와 같은 경기변동 관련변수를 포함하여 주가 초과수익률의 변동성의 차이를 분석하였다. 이 결과에 따르면, 공화당과 민주당의 집권정당 변

수를 통한 주가 초과수익률의 변동성 차이가 작아짐을 알 수 있었다. 최근의 기간을 통한 공화당과 민주당의 주가 초과수익률의 변동성 차이를 살펴보면, 일반적인 견해와 달리 실증분석상 주가 초과수익률의 차이가 공화당에서 작지만 오히려 변동성이 확대 되는 결과를 얻었다.

Ⅲ. 참 고 문 헌

- [1] 이해영 · 김종권 (2005), “주가수익률에 대한 거시경제변수의 영향분석,” 경영교육논총, 40, 251-270.
- [2] 정진호 (2005), “재정정책과 통화정책의 충격에 대한 한국 주식시장의 동태적 반응에 관한 연구 - 외환위기와 주식시장 개방을 전후하여 -,” 한국개발연구, 27(2), 241-251.
- [3] Alesina, Alberto (1987), “Macroeconomic policy in a two-party system as a repeated game,” *Quarterly Journal of Economics* 102, 651-678.
- [4] Bartels, Larry M., and John Zaller (2001), “Presidential vote Models: A Recount.” *Political Science and Politics*, 34(1), 9-20.
- [5] Blanchard, Oliver, and Roberto Perotti (2000), An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output, NBER Working Paper No. 7269.
- [6] Campbell, John Y., and Robert J. Shiller (1988), “Stock prices, earnings, and expected dividends,” *Journal of Finance* 43, 661-676.
- [7] Chittenden, William, Jensen, Gerald R., Johnson, Robert R. (1999), “Presidential politics, stocks, bonds, bills, and inflation,” *Journal of Portfolio Management* Fall, 63-79.
- [8] Drazen, Allan (2000), *Political Economy in Macroeconomics*, Princeton, Princeton University Press.
- [9] Fama, Eugene F. (1981), “Stock returns, real activity, inflation, and money,” *American Economic Review* 71, 545-565.
- [10] Fama, Eugene F. (1991), “Efficient capital market,” *Journal of Finance* 46, 1575-1648.
- [11] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1988), “Dividend yields and expected stock returns,” *Journal of Financial Economics* 22, 3-25.
- [12] Fama, Eugene F., and Kenneth R. French (1989), “Business conditions and expected returns on stocks and bonds,” *Journal of Financial Economics* 25, 23-49.
- [13] French, Kenneth R., William Schwert, and Robert F. Stambaugh (1987), “Expected stock returns and volatility,” *Journal of Financial Economics* 19, 3-29.
- [14] Geske, Robert, and Richard Roll (1983), “The fiscal and monetary linkage between stock returns and inflation,” *Journal of Finance* 38, 1-33.
- [15] Gonzalez, Maria (2000) Do Changes in Democracy Affect the Political Budget

- Cycle? Evidence from Mexico, Working Paper, Princeton University.
- [16] Goto, Shingo, and Rossen Valkanov (2000), The Fed's Effect on Excess Returns and Inflation is Bigger than You Think, Working Paper, Anderson School of Management, University of California.
- [17] Hensel, Chris R., and Williams T. Ziemba (1995), United States investment returns during democratic and republican administrations, 1928-1993, *Financial Analysts Journal*, March-April.
- [18] Hibbs, Douglas (1977), "Political parties and macroeconomics policy," *American Political Science Review* 71, 1467-1487.
- [19] Kaul, Gautam (1987), "Stock returns and inflation: the role of the monetary sector," *Journal of Financial Economics* 18, 253-276.
- [20] Keim, Donald B., and Robert F. Stambaugh (1986), "Predicting returns in stock and bond markets," *Journal of Financial Economics* 17, 357-390.
- [21] Pedro, Santa-Clara, and Rossen Valkanov (2003), "Political Cycles and the Stock Market," *Journal of Finance*, 58(5), 1841-1872.
- [22] Siegel, Jeremy (1998), *Stocks for the Long Run*, (Norton, New York).
- [23] Sullivan, Ryan, Allan Timmermann, and Halbert White (2001), "Dangers of Data-Driven Inference: the Case of Calendar Effects in Stock Returns," *Journal of Econometrics*, 105, 249-286.
- [24] Tavares, Jose, and Rossen Valkanov (2001), The Neglected Effect of Fiscal Policy on Stock and Bond Returns, Working Paper, Anderson School of Management, University of California.