

한국의 집권정당별 거시경제정책 실증분석

- Granger causality test 중심 -

김 종 권 *

국문요약

본 연구는 미국경제의 영향을 비교적 많이 받고 있는 한국경제가 미국경제에서와 같이 집권정당별로 정당 간에 추가수익률을 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 추가 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 추가수익률과 경기동행지수증가율에 긍정적인 작용을 한 시기로 나타나고 있다. 둘째, 김대중대통령정부 기간 중에는 추가수익률, 회사채수익률과 경기동행지수증가율 사이에 특별한 외생성이 없이 상호영향을 준 시기로 판단된다. 셋째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷한 가운데 이로 인한 유동성이 추가수익률에 연결된 시기로 보인다.

Keywords : 추가수익률, 거시경제정책, 집권정부

I. 서론

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. 1929년 대공황을 맞은 미국의 위기를 극복한 것은 민주당 출신의 루스벨트 대통령이였다.

* 신홍대학 경상정보계열 교수

루스벨트는 케인즈의 '총수요이론'을 바탕으로 한 뉴딜 정책을 시행하였다. 이는 정부 개입의 확대를 의미하는 것이었고, 기존의 고전학과 경제학의 이론 틀을 벗어나는 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 수익률차, 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

터 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 평균이상인 데에서 기인하고 있다. 이러한 결과는 10개의 소규모와 대규모 기업군들에 있어 집권 정당 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 차이 나는 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 위험에 대한 보상이라는 가설검증을 위하여 공화당보다 민주당에서 위험이 더 키지는 지를 살펴보았다. 이러한 위험의 차이는 양 정부의 경제정책 상의 상이함에서 비롯되거나 이들 정책에 따른 투자의 불확실성에서 비롯될 수 있다.

이러한 위험은 공화당과 민주당 사이에 주가의 초과수익률의 변동성을 측정하여 이 가설을 검증할 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 위험에 대한 보상으로 더 높을 것이라는 가설에 위배되는 것이다.

마지막으로 Santa-Clara · Valkanov(2003)에서는 AAA등급 및 BAA등급 회사채 사

이의 수익률 차(default spread)와 같은 경기변동 관련변수를 포함하여 주가 초과수익률의 변동성의 차이를 분석하였다.

이 결과에 따르면, 공화당과 민주당의 집권정당 변수를 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 확대되는 결과를 얻었다.

III. 실증분석

3.1 기초 통계량 분석

본 연구에서 사용되는 각종 자료들은 1980년 9월부터 2006년 12월까지의 월별자료를 기준으로 하였다. 집권정부는 전두환대통령정부(1980년 9월~1988년 2월), 노태우대통령정부(1988년 2월~1993년 2월), 김영삼대통령정부(1993년 2월~1998년 2월), 김대중대통령정부(1998년 2월~2003년 2월), 노무현대통령정부(2003년 2월~2006년 12월)로 구분하였으며, 또한 경제의 효율성과 형평성에 따라 보수정부(전두환대통령정부~김영삼대통령정부)와 개혁정부(김대중대통령정부~노무현대통령정부)로 구분하였다.

본 연구에서 사용한 자료는 통화증가율과 회사채수익률(장외3년 AA-등급), 주가수익률, 산업생산 및 경기동행지수 증가율을 사용하였다. 그러나 외환위기 이후에는 한국은행법 개정과 함께 물가안정 목표제(inflation targeting)를 채택하면서 통화량보다는 금리를 중시(credit view)하는 통화정책을 수행함에 따라 김대중대통령정부에서의 자료부터는 통화량 대신 금리지표를 중심지표로 채택하여 분석하였다. 그리고 본 논문에서 사용한 각각의 변수들은 물가상승률을 차감하여 실질화하였다.

<표 1>은 각각의 자료에 대한 통계치를 요약시킨 결과를 보여 주고 있다.. <표 1>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 노무현대통령정부 들어 저금리가 이어지고 높은 주가수익률을 기록하고 있음을 알 수 있다. 또한 집권 보수정당에서 보다 진보정당이 집권한 경우에 있어서 산업생산증가율과 경기동행지수 증가율, 주가수익률이 높았음을 알 수 있다.

<표 1> 통계치 요약 (단위 : %)

구분	평균	표준편차	구분	평균	표준편차
회사채수익률(장외3년, AA- 등급)			경기동행지수 증가율		
전두환대통령			전두환대통령정부	0.02	0.9
노태우대통령			노태우대통령정부	-0.11	0.5
김영삼대통령			김영삼대통령정부	-0.15	1.0
김대중대통령	8.8	3.3	김대중대통령정부	0.2	1.0
노무현대통령	4.7	0.6	노무현대통령정부	0.1	0.6
			보수정당	-0.06	0.8
진보정당	7.0	3.2	진보정당	0.2	0.8
통화증가율			주가수익률		
전두환대통령정부	1.7	1.5	전두환대통령정부	1.6	6.6
노태우대통령정부	1.3	1.2	노태우대통령정부	-0.2	7.8
김영삼대통령정부	1.1	0.9	김영삼대통령정부	-0.3	9.2
김대중대통령정부	0.6	1.2	김대중대통령정부	1.2	13.2
노무현대통령정부	0.3	0.9	노무현대통령정부	1.8	5.7
보수정당	1.4	1.3	보수정당	0.5	7.8
진보정당	0.5	1.1	진보정당	1.1	9.7
산업생산증가율			인플레이션율		
전두환대통령정부	0.7	5.9	전두환대통령정부	0.4	0.7
노태우대통령정부	0.01	5.9	노태우대통령정부	0.5	0.5
김영삼대통령정부	0.3	6.2	김영삼대통령정부	0.4	0.5
김대중대통령정부	0.7	6.2	김대중대통령정부	0.2	0.4
노무현대통령정부	0.7	6.3	노무현대통령정부	0.2	0.4
보수정당	0.4	6.0	보수정당	0.5	0.6
진보정당	0.8	6.3	진보정당	0.2	0.4

주 : 통화증가율, 산업생산증가율, 경기동행지수증가율, 인플레이션율은 월별 증감율을 사용하였으며 물가상승률을 차감하여 모두 실질화하였다.

3.2 집권정당에 대한 거시경제변수의 경제효과

한국의 경우에 있어서 거시경제적 요소들이 주가수익률과 경기동행지수증가율에 대한 예측력이 있는가를 분석하기 위해서는 먼저 거시경제변수들과 주가수익률, 경기동행지수증가율 사이에 어떤 관련성이 있는가를 조사하기로 한다.

즉, 거시경제변수들과 주가수익률, 경기동행지수증가율 사이의 인과성(causality)의 방향을 결정할 수 있는지를 조사하여야 한다. 이러한 인과성검정은 주가수익률과 경기동행지수증가율, 거시경제적 요소들의 변동성으로 구성되는 VAR모형으로서 추정이

가능하다. 이를 위해서는 다음 몇 가지 가설이 필요하다. 본 연구에 필요한 첫 번째 가설은 거시경제 요소들이 주가수익률, 경기동행지수증가율을 설명할 수 있다는 것이다. 두 번째 가설은 주가수익률과 경기동행지수증가율, 거시경제변수 사이에 인과성(causality)의 방향이 존재한다는 것이다.

이상의 가설을 토대로 하여 본 연구의 VAR모형을 구성하면 다음 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 S_t &= \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \delta_i M_{t-i} + U_{S_t} \\
 I_t &= \epsilon_0 + \sum_{i=1}^k \epsilon_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \zeta_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \eta_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i M_{t-i} + U_{I_t} \quad (1) \\
 V_t &= \zeta_0 + \sum_{i=1}^k \zeta_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \kappa_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \lambda_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \mu_i M_{t-i} + U_{V_t} \\
 M_t &= \phi_0 + \sum_{i=1}^k \nu_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \xi_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \sigma_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \pi_i M_{t-i} + U_{M_t}
 \end{aligned}$$

식(1)에서 S_t 는 주가수익률, I_t 는 인플레이션율, V_t 는 경기동행지수증가율, M_t 는 통화증가율 또는 회사채수익률(김대중대통령정부와 노무현대통령정부)을 의미한다. 한편, 이들 국내 변수들은 주가수익률과 경기동행지수증가율의 상관계수를 토대로 0.4 이상의 유의성이 있는 변수들로 선정하였다.

따라서 식(4)에서는 이들 변수로 구성된 4개의 축약형회귀방정식을 나타내고 있다. 한편, C_i 는 상수항이며 설명변수 S_t, I_t, V_t, M_t 앞의 그리스문자는 모수이다. 표준 VAR모형에서 각 회귀방정식의 잔차항 U_{S_t} 와 $U_{I_t}, U_{V_t}, U_{M_t}$ 는 평균이 0이며 분산-공분산(Ω)이 정의 부호를 갖는 대칭행렬을 가정하고 있다.

본 연구에서는 식(1)의 변수들을 추정함에 있어 단위근을 갖는 변수는 차분 방법을 이용하여 변수를 안정화(stationary)시킨 후 회귀방정식을 분석하였다. 즉, 이번 연구에서는 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검증의 결과 노무현대통령정부의 회사채수익률과 김영삼대통령정부의 경기동행지수증가율의 경우 1차차분한 이후 1%의 수준에서 안정성(Stationary)을 가짐을 알 수 있었다.

한편 전두환대통령정부의 인플레이션율과 보수정당의 통화증가율, 경기동행지수증가율의 경우 5%의 수준에서 안정성을 보였으며, 나머지 변수들과 정부에서는 모두 1% 수준에서 안정성을 갖고 있었다.

<표 2> 단위근 검정결과(ADF)

구 분	전두환 대통령정부	노태우 대통령정부	김영삼 대통령정부	김대중 대통령정부	노무현 대통령정부
회사채수익률				-3.6886	-5.6161*
통화증가율	-4.2809	-4.8888	-7.0685	-5.4604	-5.4285
인플레이션율	-3.2774**	-4.3496	-4.0473	-6.5175	-5.3671
경기동행지수증가율	-4.0137	-5.1456	-6.1984*	-4.6249	-3.7312
주가수익률	-4.9166	-5.1582	-6.0037	-4.0317	-4.6171
구 분	보수정당	진보정당			
회사채수익률		-5.8895			
통화증가율	-6.2659	-3.2655**			
인플레이션율	-4.4449	-8.3583			
경기동행지수증가율	-2.9171**	-4.5014			
주가수익률	-6.1555	-4.2915			

주 : 맥키넨 임계치(MacKinnon critical values)를 기준으로 하였으며, 각각의 정부 기간 동안은 1% -3.50~-3.57, 5% -2.89~-2.92, 10% -2.58~-2.60이었고, *는 1차차분 후 1%에서 안정성을 보인 것을 의미하며, **는 5%에서 안정성을 보인 것을 나타낸다.

또한 본 연구에서 사용한 표본수는 359개이고, 월별자료에 대한 기준을 참조하여 시차는 3으로 정하였다. 시차를 달리하였을 경우 오차항에 시계열상관에 대한 Box Pierce 통계량에서 시계열상관이 없는 것으로 나타났다.

또한 요한슨 공적분 검정결과를 보면 단위근이 존재한다는 가설을 모두 기각하고 있어서 본 연구의 시계열 자료는 I(0)과정으로 안정적 시계열임을 나타내고 있다. 본 논문에서는 S_t, I_t, V_t, M_t 네 변수 사이에 공적분관계가 없다고 가정하고 VAR 모형을 추정하였다.

본 연구에서는 안정적 시계열 $\{S_t, I_t\}, \{I_t, V_t\}, \{S_t, V_t\}, \{I_t, M_t\}, \{S_t, M_t\}, \{V_t, M_t\}$ 등에 대하여 Granger 인과검정을 수행하였다. Granger 인과검정은, 예를 들어 안정적인 시계열 $\{S_t, V_t\}$ 가 있는 경우에 다음과 같은 식 (2)를 통하여 설명할 수 있다.

$$\begin{aligned} S_t &= \gamma + \sum_{i=1}^k \rho_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \phi_i V_{t-i} + \varepsilon_{S_t} \\ V_t &= \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i V_{t-i} + \varepsilon_{V_t} \end{aligned} \quad (2)$$

위 식(2)에 의한 Granger 인과검정은 각 회귀방정식에서 해당변수의 시차가 모두 종속변수의 미래치를 예측하는 데 아무런 영향을 미치지 않는다는 가설로 검정한다. 예를 들면, 위의 식(2)의 예에서 S_t 가 V_t 를 Granger 인과성을 갖고 있다는 가설은 V_t 의 회귀식에서 S_t 의 과거변수들의 계수가 모두 0이라는 가설을 검정함으로써 알 수 있다. Granger 인과성 검정 결과를 표로 나타내면 <표 3>과 같다.

<표 3>에서 얻어진 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 전두환대통령과 노태우대통령정부 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성(exogenous)이 뚜렷하지 못했던 시기로 파악되었다.

둘째, 김영삼대통령 정부 들어서부터 통화정책의 외생성이 나타나면서, 통화가 증가하면서 인플레이션율에 영향을 주고 이는 다시 경기동행지수증가율과 추가수익률에 긍정적인 작용을 하였다.

셋째, 김대중대통령정부 기간 중에는 회사채수익률과 경기동행지수증가율, 추가수익률 사이에 특별한 외생성이 없이 상호영향(interactive)을 준 시기로 판단된다.

넷째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷한 가운데 이러한 유동성이 추가수익률에 연결된 시기로 보인다.

다섯째, 집권 보수정당 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성이 떨어지는 시기로 파악되었다.

여섯째, 집권 진보정당의 경우에는 경기동행지수증가율이 인플레이션율에 영향을 주고, 인플레이션율이 추가수익률에 영향을 준 것으로 나타났다. 이러한 3변수 간의 관계 이외에도 경기동행지수증가율과 회사채수익률이 직접적으로 추가수익률에도 영향을 준 시기로 판단된다.

<표 3> Granger 인과성 검정 결과

국가	구 분	F-통계치 (p값)	구 분	F-통계치 (p값)
전두 환대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	3.496(0.034)**	인플레이션율→경기동행지수증가율	1.403(0.251)
	인플레이션율→주가수익률	0.994(0.374)	경기동행지수증가율→인플레이션율	0.770(0.465)
	주가수익률→경기동행지수증가율	0.091(0.912)	인플레이션율→통화증가율	3.653(0.030)**
	경기동행지수증가율→주가수익률	7.672(0.001)*	통화증가율→인플레이션율	1.367(0.260)
	주가수익률→통화증가율	1.894(0.157)	경기동행지수증가율→통화증가율	0.650(0.524)
	통화증가율→주가수익률	0.055(0.945)	통화증가율→경기동행지수증가율	0.251(0.778)
노태 우대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	0.750(0.476)	인플레이션율→경기동행지수증가율	0.247(0.781)
	인플레이션율→주가수익률	1.608(0.209)	경기동행지수증가율→인플레이션율	2.586(0.084)**
	주가수익률→경기동행지수증가율	0.619(0.541)	인플레이션율→통화증가율	5.810(0.008)*
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.467(0.628)	통화증가율→인플레이션율	1.770(0.179)
	주가수익률→통화증가율	0.367(0.693)	경기동행지수증가율→통화증가율	1.111(0.336)
	통화증가율→주가수익률	0.545(0.582)	통화증가율→경기동행지수증가율	0.930(0.400)
김영 삼대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	5.187(0.008)*	인플레이션율→경기동행지수증가율	5.643(0.005)*
	인플레이션율→주가수익률	6.208(0.003)*	경기동행지수증가율→인플레이션율	5.334(0.007)*
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.382(0.259)	인플레이션율→통화증가율	1.877(0.162)
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.979(0.381)	통화증가율→인플레이션율	3.891(0.026)**
	주가수익률→통화증가율	3.076(0.053)**	경기동행지수증가율→통화증가율	0.019(0.980)
	통화증가율→주가수익률	4.447(0.016)**	통화증가율→경기동행지수증가율	0.877(0.421)
김대 중대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	1.421(0.355)	인플레이션율→경기동행지수증가율	2.470(0.093)**
	인플레이션율→주가수익률	2.499(0.091)**	경기동행지수증가율→인플레이션율	1.584(0.471)
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.152(0.398)	인플레이션율→회사채수익률	0.714(0.520)
	경기동행지수증가율→주가수익률	5.081(0.009)*	회사채수익률→인플레이션율	1.505(0.482)
	주가수익률→회사채수익률	3.141(0.050)**	경기동행지수증가율→회사채수익률	1.351(0.572)
	회사채수익률→주가수익률	2.468(0.094)**	회사채수익률→경기동행지수증가율	2.465(0.095)**
노무 현대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	1.414(0.352)	인플레이션율→경기동행지수증가율	1.470(0.363)
	인플레이션율→주가수익률	1.996(0.308)	경기동행지수증가율→인플레이션율	1.844(0.556)
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.125(0.878)	인플레이션율→회사채수익률	3.672(0.034)**
	경기동행지수증가율→주가수익률	1.082(0.967)	회사채수익률→인플레이션율	1.553(0.357)
	주가수익률→회사채수익률	1.141(0.897)	경기동행지수증가율→회사채수익률	1.351(0.411)
	회사채수익률→주가수익률	2.466(0.095)**	회사채수익률→경기동행지수증가율	1.028(0.974)
보수 정당	주가수익률→인플레이션율	0.293(0.746)	인플레이션율→경기동행지수증가율	5.875(0.003)*
	인플레이션율→주가수익률	0.162(0.850)	경기동행지수증가율→인플레이션율	1.436(0.240)
	주가수익률→경기동행지수증가율	0.458(0.632)	인플레이션율→통화증가율	8.248(0.000)*
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.697(0.499)	통화증가율→인플레이션율	3.283(0.039)**
	주가수익률→통화증가율	0.120(0.886)	경기동행지수증가율→통화증가율	0.422(0.655)
	통화증가율→주가수익률	0.415(0.660)	통화증가율→경기동행지수증가율	0.185(0.830)
진보 정당	주가수익률→인플레이션율	0.655(0.521)	인플레이션율→경기동행지수증가율	1.933(0.150)
	인플레이션율→주가수익률	2.594(0.079)**	경기동행지수증가율→인플레이션율	4.205(0.017)**
	주가수익률→경기동행지수증가율	0.335(0.715)	인플레이션율→회사채수익률	0.669(0.514)
	경기동행지수증가율→주가수익률	5.110(0.007)*	회사채수익률→인플레이션율	0.160(0.851)
	주가수익률→회사채수익률	0.733(0.482)	경기동행지수증가율→회사채수익률	1.424(0.245)
	회사채수익률→주가수익률	2.940(0.057)**	회사채수익률→경기동행지수증가율	0.296(0.744)

주 : * 1%, ** 5%, *** 10% 수준에서 통계적인 유의성이 있다.

IV. 요약 및 결론

본 연구는 미국경제의 영향을 비교적 많이 받고 있는 한국경제가 집권정당별로 미국에서와 같이 집권정당 간에 뚜렷한 경제정책 차이가 있을지를 실증적으로 분석하였다. 미국의 경우 공화당과 민주당은 각각 프리드먼과 케인즈 경제학을 바탕으로 그 경제 정책의 차이점을 나타내고 있다. 이에 따라 미국의 기존연구 결과들을 살펴보면, 대체로 금리수준과 주가 초과수익률, GDP성장률 및 실업률 등에서 뚜렷한 차이점을 보이고 있다. 즉, 민주당 정부 집권시 주가의 초과수익률이 5% 정도 높았으며, 실질이자율은 4% 정도 낮았다. 이는 민주당 정부의 경우 저소득층을 위한 통화확대 정책을 취한 결과로서 통화확대 정책에 따른 금리하락이 이루어졌기 때문이다. 한편, 정부의 경제정책에 대하여 투자자들이 예상하지 못한 경우에만 주가의 초과수익률이 통계적 유의함을 보였다.

본 연구의 분석 결과 우리나라의 경우에는 각 정부별로 상이한 특징을 발견할 수 있었다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전두환대통령과 노태우대통령정부 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성(exogenous)이 뚜렷하지 못했던 시기로 파악되었다.

둘째, 김영삼대통령 정부 들어서부터 통화정책의 외생성이 나타나면서, 통화가 증가하면서 인플레이션율에 영향을 주고 이는 다시 경기동행지수증가율과 주가수익률에 긍정적인 작용을 하였다.

셋째, 김대중대통령정부 기간 중에는 회사채수익률과 경기동행지수증가율, 주가수익률 사이에 특별한 외생성이 없이 상호영향(interactive)을 준 시기로 판단된다.

넷째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷한 가운데 이러한 유동성이 주가수익률에 연결된 시기로 보인다.

다섯째, 집권 보수정당 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성이 떨어지는 시기로 파악되었다.

여섯째, 집권 진보정당의 경우에는 경기동행지수증가율이 인플레이션율에 영향을 주고, 인플레이션율이 주가수익률에 영향을 준 것으로 나타났다. 이러한 3변수 간의 관계 이외에도 경기동행지수증가율과 회사채수익률이 직접적으로 주가수익률에도 영향을 준 시기로 판단된다.

일곱째, 분석기간을 보수정당과 개혁정당으로 나누어 분석한 결과, 보수정부 기간 중에는 경기성장 위주의 경제정책에 의한 영향이 기업들의 매출액증가로 연결되면서 주가안정으로 연결되었다. 이는 경기성장을 위한 통화팽창 정책이 경기동행지수증가율과 주가안정을 이끌었음을 시사하고 있다. 그리고 개혁정부기간 중에서는 금리인하를 비롯한 완만한 통화정책으로 인한 유동성 풍부 현상으로 주가상승을 이끌었음을 나타내고 있다. 반면에 경기성장 일변도의 정책에서 탈피하여 유동성 풍부가 곧바로 기업들의 투자수요 증가 등으로 연결되지 않고 있음을 나타내고 있다.

본 연구의 결과로부터 기업들이 요구하는 대로 정부의 규제완화 노력과 내수시장 견인 노력이 필요하겠지만, 대기업들을 중심으로 하여서는 원천기술과 미래성장동력

산업을 적극적으로 발굴하여야 하며 이를 위한 과감한 설비투자과 R&D 투자 노력이 병행되어야 한다고 판단된다. 또한 향후 우리나라는 한미 FTA 체결로 인하여 미국경제로부터 보다 밀접한 경제적 영향을 받게 될 것으로 전망된다.

따라서 추후연구과제로는 이와 같은 거시경제변수들 간의 상호연관성을 분석하는 것 외에도 주가의 경우 기업규모별로 세분화하여 분석하면 보다 많은 시사점을 발견할 수 있을 것으로 예상된다.

V. 참고 문헌

- [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.