

한국과 미국의 집권 정부형태별 경제영향 분석

김종권 *

1. 서론

우리나라의 집권정부형태별 경제영향 분석을 실시하여 경제정책의 유효성과 각 집권 정부별 차이점을 분석하고자 한다. 이에 따라 우리나라의 경제에 가장 큰 영향을 미치고 있는 미국의 경우 집권정부별로 어떤 차이점을 보이고 있는지를 살펴보고자 한다.

미국의 집권정부는 공화당과 민주당으로 대별되고 있는데, 먼저 공화당과 민주당의 유래와 성격에 대해 살펴보면, 공화당은 1854년 휘그당과 자유토지당이 중심이 되어 결성되었는데 아브라함 링컨이 대통령에 당선되면서 미국의 집권당의 되었지만 1929년 대공황(Great Depression)이 발생하면서 민주당의 루즈벨트가 대통령에 당선되면서 소수당으로 전락하였다.

그러나 1970년대 초부터 미국사회의 보수화와 베트남전쟁의 실패로 공화당의 지지가 증가하였으나, 1992년 대통령 선거에서 민주당의 빌 클린턴이 당선됨으로써 다수당이 되었으나, 최근에는 공화당 출신의 부시 행정부가 들어서 있다. 공화당과 민주당은 각각 프리드먼과 케인즈 경제학을 바탕으로 그 경제 정책의 차이점을 나타내고 있다.

1929년 대공황을 맞은 미국의 위기를 극복한 것은 민주당 출신의 루즈벨트 대통령이었다. 루즈벨트는 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, 따라서 실업이 발생하면 직접적으로 정부가 공공투자를 늘려야 한다는 점에 바탕을 두고 있는 것이다. 이와 같은 케인즈 이론을 바탕으로 민주당의 경제 정책이 입안되고 있다.

반면에 공화당은 케인즈 이론에 반기를 든 밀턴 프리드먼과 같은 통화주의 이론을 배경으로 자유경쟁을 지향하며, 정부의 시장에 대한 개입을 최소화하고자 정책을 집행한다. 프리드먼은 시장의 기능을 저하시키고, 개인의 자유를 침해하는 정부의 개입을 줄여야 한다고 주장하였다. 또한 케인즈가 소득의 변화에 따라 소비도 변화한다고 했던 것과는 다르게, 프리드먼은 사람들의 소비지출을 장기적으로 변동하지 않으므로 안정된 흐름으로 간주해야 한다고 하는 "항상소득가설(permanent income hypothesis)"을 주장하였다. 이러한 프리드먼의 견해가 옳을 경우, 정부의 재정정책은 경제에 그다지 큰 영향을 미치지 않게 됨을 시사한다.

* 신홍대학 경상정보계열 교수

이러한 경제이론을 바탕으로 한 두 정당의 실제 경제 정책을 살펴보면 민주당의 대공황 때의 뉴딜정책과 1960년에 케네디의 재정정책을 예로 들 수 있겠다.

이와 같이 미국의 경우 집권정부별로 상이한 경제정책을 취하여 경제에 영향을 주었는데 우리나라의 경우에도 집권정부별로 경제현상이 나타났는지를 분석하고자 한다. 이에 따라 우리나라의 경우 1980년 9월부터 2006년 11월까지 각각의 정부별로 나누어 살펴보고자 한다.

2. 기존문헌 연구

Valkanov(2004)는 공화당 정부와 민주당 정부 사이에 금융변수, 정부형태 관련변수, 통제변수들을 포함시켜 집권 정부형태별 경제영향 분석을 하였다. 여기에 사용된 데이터는 1927년 1월부터 1998년 12월까지의 월별변수이다. 관측치(observation)는 864개이고 18번의 선거와 10번의 민주당 정부 그리고 8번의 공화당 정부기간을 포함하고 있다. 이 연구는 세기간으로 나누어지는데, 첫째 1927년 1월부터 1998년 12월까지의 전체 기간과 둘째, 대공황 및 2차 세계대전을 포함하는 1927년 1월부터 1962년 12월까지의 기간으로 432개의 관측치와 세 번의 공화당 정부기간 그리고 6번의 민주당 정부기간이 들어있다. 셋째, 1963년 1월부터 1998년 12월까지의 기간으로 432개의 관측치와 5번의 공화당 정부 그리고 6번의 민주당 정부를 포함하고 있다. 여기서 금융변수(financial variables)로 주가 초과수익률은 통화정책 및 물가상승률을 감안한 가중된 포트폴리오(VWR: value-weighted portfolios)와 단순평균 포트폴리오(equal-weighted portfolios)로 나누어져 있으며 로그값을 취한 월별자료이다.¹⁾ 또한 채권수익률은 로그값을 취한 3개월물의 국채수익률이며, 물가상승률도 로그 값을 취한 월별자료를 이용한 것이다.

한편, 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.²⁾

집권정부변수(political variables)로서는 Hibbs(1977)와 Alesina(1987)에서와 같이 더미변수로서 사용하였다. 이들은 기업정책 및 개인소득, 소비세, 정부지출, 보험, 사회복지 등의 분야에서 민주당 및 공화당 정부정책 사이에서는 뚜렷한 차이점이 있다고 지적하고 있다. 통제변수(control variables)는 연율로서 로그값을 취한 배당률(dividend-price ratio)과 10년 만기 국채와 3개월물 국채의 만기수익률 사이의 기간간 스프레드(term spread), AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차, 기준금리인 1년간 이동평균한 값을 사용한 3개월물 국채수익률과 각종 이자율의 차이 등을 사용하였다.

1) 가중된 포트폴리오는 상대적으로 규모가 큰 기업군에 가중치가 더 부여된 것이고 단순평균 포트폴리오는 규모가 작은 기업군에 가중치가 주어진 것이다.

2) 각 정부의 통화정책에 따른 물가상승과 주가수익률 영향은 Fama(1981)과 Geske와 Roll(1983), Kaul(1987), Goto와 Valkanov(2000)에 분석되어 있다. 한편, 이러한 논문들에서는 민주당 정부의 통화확대 정책으로 공화당 정부보다 물가상승률이 높았음을 지적하고 있다.

배당률과 기간간 스프레드, AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차 등을 통하여 집권정부와 주가사이의 관계에 관하여 연구한 문헌은 Keim과 Stambaugh(1986), Campbell과 Shiller(1988), Fama와 French(1988, 1989), Fama(1991) 등에 포함되어 있다.

Valkanov(2004)에서 1927년부터 1998년까지 민주당정부 기간동안 주가의 초과수익률은 연간 10.69%이었으나, 공화당정부는 1.69%에 지나지 않았다. 이 차이는 9.01%이며 경제적 그리고 통계적으로 유의성을 지니고 있다. 이와 같은 차이가 존재하는 것은 실질 주가 초과수익률이 민주당정부 기간에 높음을 의미함과 동시에 민주당정부 기간 동안에 국채수익률이 낮았음을 반증하고 있는 것이다. 이것은 집권정부 변수와 초과수익률 사이에 상관성이 있음을 의미한다. 전체 표본기간에서 주가의 초과수익률 9.01%는 민주당정부의 기간 동안 공화당정부의 기간동안보다 평균 주가 초과수익률이 5.31% 높고 실질 국채수익률의 경우에 있어서는 3.70% 낮은 데에 기인하고 있다. 이러한 주가의 초과수익률 차이는 기간을 둘로 나누어서 살펴본 경우에 있어서도 비슷하였다. 1963년부터 1998년까지의 경우는 공화당정부의 집권시기가 많았던 시점인데, 이 경우의 주가의 초과수익률 차이가 6.85%이었다. 한편, 1927년부터 1962년까지의 기간 동안에는 주가의 초과수익률 차이가 9.45%인 것으로 나타났다.

Valkanov(2004)의 몬테칼로(Monte Carlo) 방법으로서 여러 구간으로 나누어 미국 데이터로 시험한 통계분석 결과에 따르면, 관측치 수의 부족과 두 정부의 기간 간 불균형으로 인하여 통계적 유의성이 떨어짐을 알 수 있었다. 특히, 1927년부터 1962년까지의 기간 동안에는 3번의 공화당정부를 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 공화당정부와 민주당정부의 차이는 전 기간에 있어서 16.52%이고 1927년부터 1962년 기간동안에는 14.93%, 1963년부터 1998년 기간 동안에는 17.19%이었다. 이러한 차이점은 대개 민주당정부 하에서 포트폴리오의 주가 초과수익률이 평균이상인데에서 기인하고 있다. 이러한 결과는 10개의 소규모와 대규모 기업군들에 있어 집권정부 정책의 상이함에 따른 영향을 받은 것이다. 이 중에서 가장 작은 기업군에 있어 공화당정부와 민주당정부 사이에 가장 큰 차이를 보였는데 연간 데이터로 21%나 되었다. 이와 반면에 가장 규모가 큰 기업군에서는 공화당정부와 민주당정부 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 집권정부 변수의 효과가 차이는 것은 소규모기업 주가의 시장베타 값이 대규모 기업 주가의 베타 값보다 큰 것에 주로 기인한다. 다시 말하면, 집권정부 변수는 시장 전반에 걸쳐 영향을 주게 되고, 소규모 기업에 대한 큰 효과는 시장 변화에 대한 민감도(sensitivity)가 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

모 기업에서는 없어지나 소규모 기업들의 주가에서는 상존하고 있는 것으로 나타났다.

Valkanov(2004)에서 경기변동과 관련된 변수 X_t 를 사용하여 주가의 초과수익률을 회귀분석한 후 예상된 주가의 초과수익률과 잔차항의 예상치 못한 주가의 초과수익률로 나누어 분석하였다. 이 분석의 결과에 따르면, 주가의 초과수익률에서 관측된 공화당정부와 민주당정부에서 차이의 대부분이 예상치 못한 주가의 초과수익률에 기인하고 있다. 전 기간에서 예상된 주가의 초과수익률은 공화당정부에서 1.84% 높은 데 불과하였지만 예상치 못한 주가의 초과수익률은 민주당정부 기간에서 10.84% 더 높음을 알 수 있었다. 이러한 분석결과를 보면, 주가의 초과수익률은 예상치 못한 주가의 초과수익률 움직임에 주로 의존하고 있다.

Valkanov(2004)에서는 민주당정부에서 높은 주가의 초과수익률은 위험에 대한 보상(compensation for risk)이라는 가설검증을 위하여 공화당정부보다 민주당정부에서 위험이 더 키지는 지를 살펴보았다. 이러한 위험의 차이는 양 정부의 경제정책 상의 상이함에서 비롯되거나 이들 정책에 따른 투자의 불확실성(uncertainty)에서 비롯될 수 있다.

이러한 위험은 공화당정부와 민주당정부 사이에 주가의 초과수익률의 변동성(volatility)을 측정하여 이 가설을 검증할 수 있다. 이는 공화당정부와 민주당정부의 집권정부 변수의 월별 주가의 초과수익률 변동성에 대한 회귀분석과 관련된 것이다. 전체분석 대상기간으로 볼 때, 민주당정부 기간보다 공화당정부 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 민주당정부 기간 동안의 주가의 초과수익률이 위험에 대한 보상으로 더 높을 것이라는 가설에 위배되는 것이다.

Valkanov(2004)에서는 AAA등급 및 BAA등급 회사채 사이의 수익률 차(default spread)와 같은 경기변동 관련변수 X_t 를 포함하여 주가 초과수익률의 변동성의 차이를 분석하였다. 이 결과에 따르면, 공화당정부와 민주당정부의 집권정부 변수를 통한 주가 초과수익률의 변동성 차이가 작아짐을 알 수 있었다. 최근의 기간을 통한 공화당정부와 민주당정부의 주가 초과수익률의 변동성 차이를 살펴보면, 일반적인 견해와 달리 실증분석 상 주가 초과수익률의 차이가 공화당정부에서 작지만 오히려 변동성이 확대되는 결과를 얻었다.

이와 반면에 Hensen과 Ziemba(1995), Chittenden, Jensen과 Johnson(1999)과 Siegel(1998) 등의 이전 연구들에서는 주가의 초과수익률 대신에 S&P 500 지수의 주가수익률을 사용한 결과로부터 공화당정부와 민주당정부 사이에 약 5% 정도의 차이가 있음을 지적하고 있다.

4. 실증적 분석

4.1 기초 통계량 분석

본 연구에서 사용되는 각종 자료들은 1980년 9월부터 2006년 11월까지의 월별자료로 전두환대통령정부(1980년 9월 ~ 1981년 2월, 1981년 2월 ~ 1988년 2월), 노태우대통령정부(1988년 2월 ~ 1993년 2월), 김영삼대통령정부(1993년 2월 ~ 1998년 2월), 김대중대통령정부(1998년 2월 ~ 2003년 2월), 노무현대통령정부(2003년 2월 ~)에 해당한다. 이들 연구를 위하여 사용한 데이터는 통화증가율³⁾과 회사채수익률(장외3년 AA-등급)⁴⁾, 추가수익률, 산업생산 및 경기동행지수 증가율을 사용하였다. 본 논문에서 사용한 각각의 변수들은 물가상승률을 차감하여 실질화하였다. <표 1>은 각각의 데이터에 대한 통계치의 요약이다.

<표 1> 통계치 요약

(단위 : %)

구분	평균	표준편차	구분	평균	표준편차
회사채수익률 (장외3년,AA-등급)			경기동행지수 증가율		
전두환대통령정부			전두환대통령정부	0.5	0.4
노태우대통령정부			노태우대통령정부	0.5	0.3
김영삼대통령정부			김영삼대통령정부	0.3	0.5
김대중대통령정부	9.0	3.2	김대중대통령정부	0.5	0.8
노무현대통령정부	4.9	0.5	노무현대통령정부	0.4	0.3
통화증가율			추가수익률		
전두환대통령정부	2.1	1.4	전두환대통령정부	2.1	6.5
노태우대통령정부	1.8	1.0	노태우대통령정부	0.3	7.7
김영삼대통령정부	1.6	0.8	김영삼대통령정부	0.1	9.3
김대중대통령정부			김대중대통령정부	0.7	11.8
노무현대통령정부			노무현대통령정부	2.1	5.6
산업생산증가율			인플레이션율		
전두환대통령정부	1.2	5.8	전두환대통령정부	0.4	0.7
노태우대통령정부	0.6	5.9	노태우대통령정부	0.5	0.5
김영삼대통령정부	0.8	6.1	김영삼대통령정부	0.4	0.5
김대중대통령정부	1.0	6.1	김대중대통령정부	0.2	0.4
노무현대통령정부	0.9	6.2	노무현대통령정부	0.2	0.4

주 : 통화증가율, 산업생산증가율, 경기동행지수증가율, 인플레이션율은 월별 증감율을 사용하였다.

- 3) 통화증가율은 통화중시(money view) 정책을 취한 김영삼대통령정부까지 '통화증가율/산업생산증가율'을 사용하였다.
- 4) 외환위기 이후에는 한국은행법 개정과 함께 물가안정 목표제(inflation targeting)를 채택하면서 통화량보다는 금리를 중시(credit view)하는 통화정책을 수행하였다. 이에 따라 김대중대통령정부부터는 통화량 대신 금리지표를 중심지표로 채택하여 분석하였다.

<표 1>의 결과는 Valkanov(2004)의 미국 공화당정부와 민주당정부 연구에서와 같이 노무현대통령정부들이 서민금융 활성화를 위한 금리인하 정책으로 인하여 회사채 수익률의 평균치가 낮아졌음을 알 수 있었다. 이러한 저금리정책에 힘입어 풍부한 유동성에 힘입어 노무현대통령정부의 경우 전두환대통령정부를 제외한 이전 정부들에 비하여 높은 주가상승률을 기록하고 있음을 알 수 있다.

5. 참 고 문 헌

- [1] 김용선과 차진섭, “주가와 거시경제변수간의 관계 분석”, 「조사연구자료」, 한국은행, 1999.
- [2] 김종권, “주식수익률에 대한 거시경제변수의 영향분석”, 「재무관리연구」, 제16권 제1호, 한국재무관리학회, 1999.
- [3] 남주하·최희갑·김종권, “시간비분리 생산준거 자산가격 결정모형의 이론적 확장 과 실증분석”, 「금융학회지」, 제8권, 2003.
- [4] 이해영·김종권, “주가수익률에 대한 거시경제변수의 영향분석”, 「경영교육논총」, 제40집, 2005.
- [5] 정성창과 정석영, “우리나라 증권시장과 거시경제변수-VECM을 중심으로”, 「재무 관리연구」, 제7권 제1호, 한국재무관리학회, 2000.
- [6] 정진호, “재정정책과 통화정책의 충격에 대한 한국 주식시장의 동태적 반응에 관한 연구 - 외환위기와 주식시장 개방을 전후하여 -, 「한국개발연구」, 제27권 제2호 (통권 제96호), 2005.
- [7] 한원중, 「국내외 거시경제변수가 주가변동에 미치는 파급효과 분석」, LG경제연구원, 2001.
- [8] 허세립, “통화량, 주가 그리고 물가간의 인과관계에 대한 실증연구”, 「증권」, 1991.
- [9] 최완수, “거시경제변수를 이용한 종합주가지수 수익률 예측에 관한 연구 -ADL의 ECM을 중심으로”, 2004년 제4차 정기학술발표회, 「한국증권학회 발표논문집」, 한국증권학회, 2004.
- [10] 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.
- [11] Drazen, Allan, 2000, Political Economy in Macroeconomics, (Princeton University Press, Princeton).
- [12] Johnson, Simon, Joh, Sungwook, and Kim, Se-Jik, 2006, Remake of Political Connections, the First International Conference on Asia-Pacific Financial Markets(CAFM) of the Korean Securities Association(KSA).
- [13] Gleason, C. Kimberly, Kim, Yong H., and Kim, Young S, 2006, Corporate Governance and Diversification, the First International Conference on Asia-Pacific Financial Markets(CAFM) of the Korean Securities Association(KSA).
- [14] Gonzalez, Maria, 2000, Do changes in democracy affect the political budget cycle? Evidence from Mexico, Working Paper, Princeton University.

- [15] 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, Los Angeles.
- [16] Pedro, Santa-Clara, and Rossen Valkanov, 2003, Political Cycles and the Stock Market, *The Journal of Finance*, v58(5), pp.1841-1872.
- [17] 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, pp.249-286.
- [18] 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, Los Angeles.