

미국의 집권 정부형태별 경제영향 분석에 대한 小考

김종권*

Jong-Kwon Kim

* 신홍대학 경상정보계열 교수

I. 서론

민주당 정부와 공화당 정부 사이에 주가의 초과수익률을 비교할 때, 민주당 정부에서 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.

이전의 연구결과를 살펴보면, 공화당 정부에서 GDP성장률이 더 낮으며, 이에 따라 민주당 정부에서 물가상승률이 더 높다는 사실을 발견하고 있다. 이는 민주당 정부에서 저소득층을 위한 통화확대 및 재정지출을 팽창시키는 정책을 취한 결과로서 보이며, 이에 따라 금리가 하락세를 나타낸 것이다.

II. 데이터

이 연구에서 사용된 데이터는 1927년 1월부터 1998년 12월까지의 월별변수로서 금융변수, 정부형태 관련변수, 통제변수들을 포함하고 있다. 이에 따라 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.

1. 데이터 소개

1.1 금융변수(financial variables)

이 분석에서 사용된 주가수익률은 통화정책 및 물가상승률을 감안한 포트폴리오(VWR: value-weighted portfolios)와 그것을 고려하지 않은 포트폴리오(equal-weighted portfolios)한 값으로 나누어져 있으며 로그값을 취한 월별자료이다. 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 이용한다.¹⁾

1.2 집권정부변수(political variables)

집권정부변수는 Hibbs(1977)와 Alesina(1987)에서와 같이 더미변수로서 사용하였다. 이들은 기업정책 및 개인소득, 소비세, 정부지출, 보험, 사회복지 등의 분야에서 민주당 및 공화당 정부정책 사이에서에는 뚜렷한 차이점이 있다고 지적한다.

1.3 통제변수(control variables)

통제가능 변수로는 연율로서 로그값을 취한 배당률과 10년만기 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.

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.

III. 실증분석

이 장에서는 집권정부의 기간이 실질 무위험이자율 및 주가의 초과수익률과 관련성을 갖고 있다는 가정에 의해 실증분석 결과를 제시한다. 더욱이 민주당 정부와 공화당 정부의 주가수익률 차이가 표본기간을 달리해도 그대로 적용됨을 알 수 있었다.

1927년부터 1998년까지의 기간동안에 각 집권정부의 연평균 주가의 초과수익률을

1) 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.

살펴보면, 공화당정부에서는 주가의 초과수익률이 민주당정부의 초과수익률보다 대체로 낮음을 알 수 있었다. 민주당정부인 루스벨트대통령의 1937년부터 1941년까지의 기간동안 주가의 초과수익률 평균보다 낮았는데 이는 이기간 동안의 민주당정부 10번 중의 1번에 불과한 것이다. 한편 공화당정부인 아이젠하워대통령의 재직기간인 1953년부터 1957년 기간동안에는 주가의 초과수익률 평균보다 높았는데 이는 이기간 동안의 공화당정부 8번 중에 1번에 해당한다.

주가의 초과 및 실질수익률과 집권정부 변수 사이에 상관계수를 계산하기 위하여 다음과 같은 식을 구성해 볼 수 있다.

$$r_{t+1} = a + \beta\pi_t + u_{t+1} \quad (1)$$

여기서 주가의 초과 및 실질수익률은 r_{t+1} 이고 집권정부 변수는 π_t 이다. 이 분석의 귀무가설은 집권정부의 형태가 주가의 초과 및 실질수익률에 영향을 주지 않는다는 것이며 즉 $\beta=0$ 이다.