

집권정당별 주가수익률과 경기변동 통계분석 중 충격반응 분석

김 종 권*

개인투자자들은 자신이 지지한 정당이 집권을 하였을 경우 경제상황이 좋아질 것이라는 기대감(expectation)을 갖게 된다. 이에 따라 개인투자자들은 지지한 정당이 집권하였을 때, 경제의 불확실성(uncertainty)이 줄어들고 주가도 상승할 것이라고 믿는 경향이 있다. 이러한 개인투자자들은 실제로 주식투자 규모를 늘려가는 상황을 만들며, 소형주(small cap)를 비롯하여 가치주(value stocks), 경기민감주 등에 대한 투자규모를 늘리는 경우가 흔히 발생하고 있다. 이와 같은 새로운 정부에 대한 기대감이 반영되면서 새로운 정부의 집권 초기에 이들 개인투자자들은 주식보유기간을 보다 길게 가져가려는 경향도 보인다. 반면에 개인투자자들의 경우 자신이 지지하지 않는 집권정부가 들어섰을 때 경제의 불확실성(uncertainty)이 증가한다고 판단하여 보유주식을 처분하려는 경향이 증대되고 있다. 한국의 경우 개인투자자들의 투표성향이 체감 소득수준 및 집권정부별 경제정책에 따라 영향을 받을 수 있는 것으로 나타나 주가수익률 등의 움직임에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

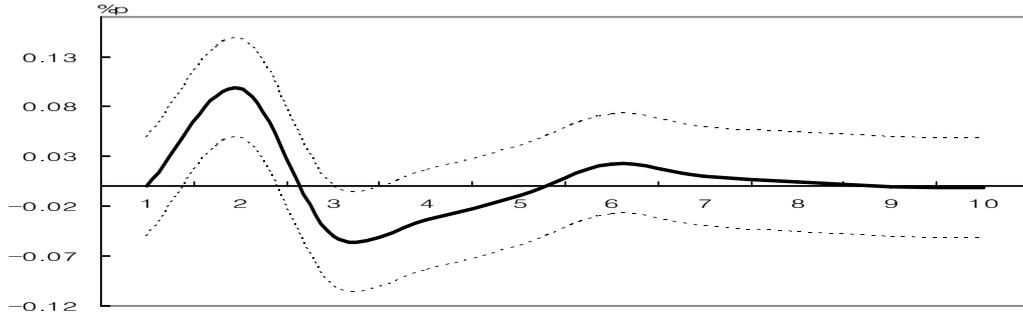
1. 실증분석

어떤 거시 경제 변수의 분산에 기대치 못한 충격이 주어졌을 때 동태적인 주가수익률과 경기동행지수증가율의 반응은 충격반응분석을 통하여 시간에 따른 영향으로 알아 볼 수 있다. 충격반응분석은 충격반응함수(impulse response function)를 사용하여 이루어진다. 충격반응함수는 VAR모형에서 한 변수에 충격 혹은 혁신(innovation)이 발생할 경우 모형내의 다른 변수에 미치는 동태적 영향을 나타내는 것이다. 본 연구에서 사용된 충격반응함수를 예를 들어 소개하면 다음 식(1)과 같다. 즉, 식(1)은 통화증가율 또는 회사채수익률에 충격이 발생할 경우 주가수익률과 경기동행지수증가율의 반응이 어떻게 되는지를 나타내는 수식이다. 본 연구에서는 주가수익률과 경기동행지수증가율에 영향을 주는 통화정책관련 변수들에 대하여만 충격반응분석을 실시하였다.

$$S_t = \alpha + \sum_{i=1}^p \phi_i M_{t-i} + \varepsilon_t \quad (1)$$

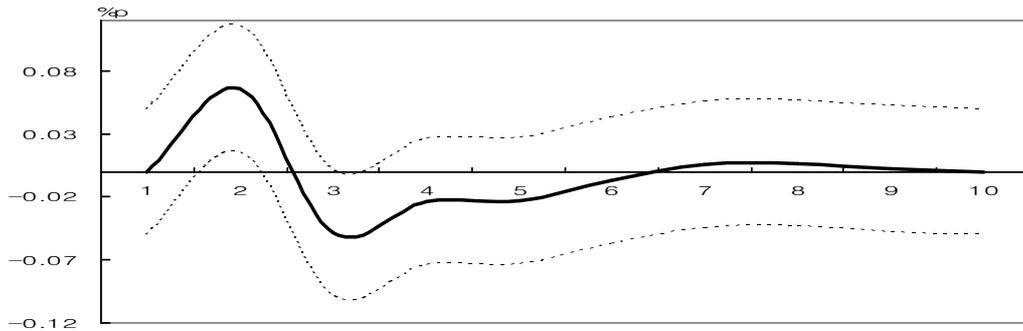
* 신홍대학교 세무회계학과

통화증가율 혹은 회사채수익률 충격에 대한 경기동행지수증가율과 주가수익률의 반응을 그림으로 나타내면 각각 [그림 1] ~ [그림 4]와 같다. 여기서 그림들은 각 집권 정부별 유의성을 기준으로 하여 주요 특징이 있는 경우만을 보여주기로 한다.



[그림 1] 김영삼 대통령정부 기간의 경우 통화증가율 충격에 대한 주가수익률의 반응

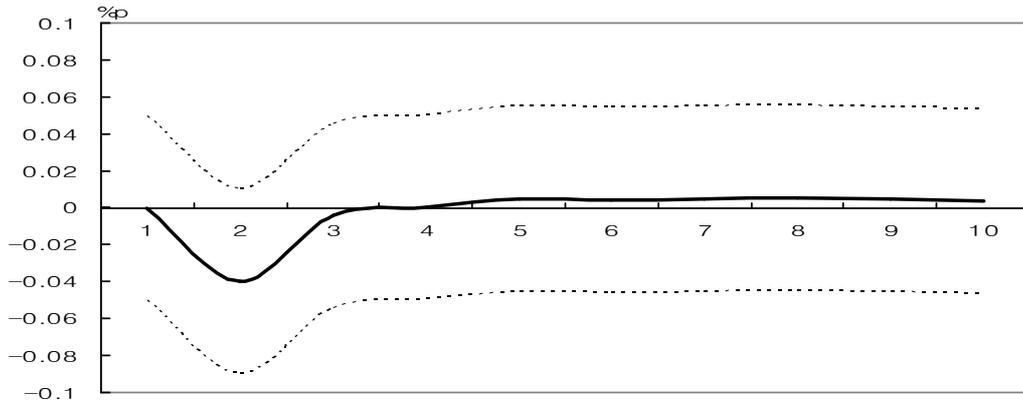
[그림 1]에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 김영삼 대통령정부 기간의 경우 통화증가율 충격에 대한 주가수익률의 반응을 통하여 보면 통계적으로 유의하게 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 즉 통화 공급 충격에 대한 주가수익률의 반응을 보면 약 2개월 후에 정점에 도달했다가 점차 소멸되고 있음을 알 수 있다.



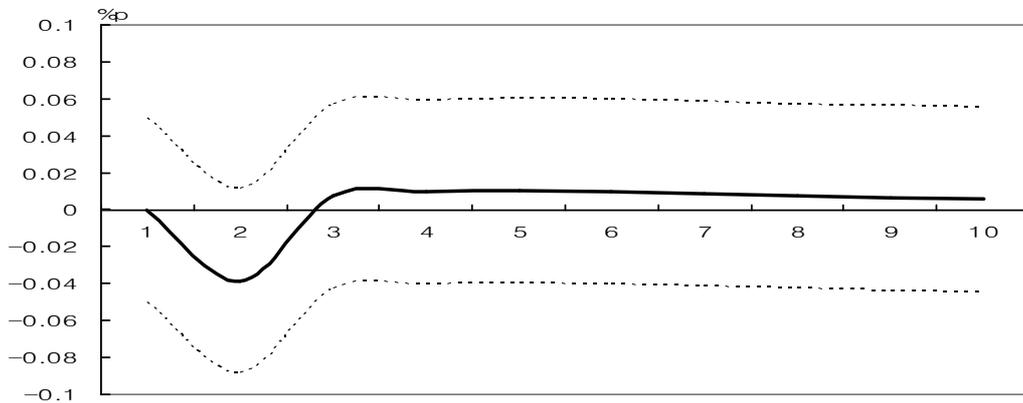
[그림 2] 김영삼 대통령정부 기간 통화증가율 충격에 대한 경기동행지수증가율의 반응

또한 [그림 2]에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 김영삼대통령정부 기간의 경우 통화증가율 충격에 대한 경기동행지수증가율의 반응을 통하여 보면 통계적으로 유의하게 영향을 받고 있는데, 통화 공급 충격에 대하여 경기동행지수증가율도 약 2개월 후에 정점에 도달했다가 점차 사라짐을 나타내어 주고 있다.

[그림 3]과 [그림 4]는 이명박대통령정부 기간의 경우 회사채수익률 충격이 일어난 후에 주가수익률과 경기동행지수증가율이 어떻게 반응하는지를 보여주고 있다. 회사채수익률 충격이 발생한 후 각각 2개월 후에 저점을 보인 후 3개월 이후에는 효과가 소멸되고 있음을 알 수 있다.



[그림 3] 이명박 대통령정부 기간의 경우 회사채수익률 충격에 대한 주가수익률의 반응



[그림 4] 이명박대통령정부의 회사채수익률 충격에 경기동행지수증가율 반응

분산분해(Variance Decomposition)를 통하여 콜금리 w_t 의 충격이 있을 후 특정기간 이후 VAR 예측모형의 MSE를 분석해 볼 수 있다.

$$E(Y_{t+h} - E_t Y_{t+h})(Y_{t+h} - E_t Y_{t+h})'$$

h 분기 후의 변수에 대한 예측 오차분산은 위의 식과 같이 정의할 수 있다.

<표 1>에서부터 <표 4>까지는 김영삼 대통령정부와 이명박 대통령정부의 주가수익률과 경기동행지수증가율에 대한 분산분해 결과를 나타낸 것이다.

<표 1> 분산분해 결과 (김영삼 대통령정부의 주가수익률 변수 사용)

월	김영삼대통령정부 주가수익률의 분산분해			
	통화증가율	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률
1	0.03	1.03	2.66	96.25
2	12.99	6.13	2.86	78.01
3	13.01	6.01	3.92	77.03
5	12.79	6.47	4.85	75.88
8	12.20	9.01	6.15	72.62
10	11.95	8.75	8.22	71.06

<표 2> 분산분해 결과 (김영삼 대통령정부의 경기동행지수증가율 변수 사용)

월	김영삼대통령정부 경기동행지수증가율의 분산분해			
	통화증가율	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률
1	6.19	72.29	21.50	0.00
2	3.31	75.49	20.70	0.48
3	2.30	54.09	32.19	11.40
5	4.24	40.04	40.69	15.01
8	2.84	37.41	48.50	11.23
10	2.78	30.70	54.10	12.40

<표 3> 분산분해 결과 (이명박 대통령정부의 주가수익률 변수 사용)

월	이명박대통령정부 주가수익률의 분산분해			
	회사채수익률	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률
1	36.90	2.17	0.00	60.92
2	39.07	2.38	0.70	57.82
3	38.79	2.31	0.68	58.20
5	40.22	2.32	0.90	56.54
8	40.23	2.34	0.95	56.47
10	40.24	2.34	0.95	56.45

<표 4> 분산분해 결과 (이명박대통령정부의 경기동행지수증가율 변수 사용)

월	이명박대통령정부 경기동행지수증가율의 분산분해			
	회사채수익률	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률
1	2.04	33.50	64.44	0.00
2	9.08	26.89	63.97	0.03
3	27.06	20.44	51.36	1.11
5	41.85	16.27	40.75	1.11
8	43.02	16.01	39.87	1.08
10	43.08	15.99	39.83	1.08

<표 1>에서부터 <표 4>까지의 분산분해 분석결과에 따르면, 증가수익률의 경우 자기 변수인 증가수익률이 가장 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 그 다음에 김영삼 대통령정부에서는 통화증가율이 두 번째로 큰 영향력을 갖고 있었으며, 이명박 대통령정부에서는 회사채수익률이 두 번째로 큰 영향력을 보이고 있는 것으로 나타났다. 이에 따라 증가수익률 안정에 있어서 통화신용정책의 영향력이 중요한 변수이었으며 향후에도 중요한 변수임을 나타내 주고 있다. 한편 경기동행지수증가율의 경우 김영삼 대통령정부에서는 자기변수인 경기동행지수증가율보다 인플레이션율이 1개월에 있어서 가장 큰 영향력을 보이고 있으며, 10개월 후에 있어서는 자기변수인 경기동행지수증가율이 가장 큰 영향력을 나타내고 있다. 이는 김영삼 대통령정부에 있어서는 통화정책에 따른 인플레이션율이 실물변수인 경기동행지수증가율에 순차적인 영향을 미치며 경기변수 변동에 가장 밀접한 영향력을 보인 것으로 판단된다. 반면에 이명박 대통령정부에 있어서는 1개월에 있어서는 자기변수인 경기동행지수증가율이 가장 큰 영향을 보이고 있으나 10개월 후에 있어서는 회사채수익률이 가장 큰 영향을 나타내고 있다. 이는 이명박 대통령정부 기간 동안 회사채수익률의 움직임이 경기안정에 가장 중요한 변수가 될 것임을 시사하고 있는 것이다.