

가 가

2001. 5

·
LG

가

·

< >

가 가 /

가가

가 .

가

5가 .

5가 가

가 .

Chen, Roll, Ross

,

가

가

가 .

가 가

,

가 (-)

(+)

가 (-) 가 .

가 가

,

가 (-)

가 (+)

. /

가 (-)

, (+) J 가 .

가 가

, /

가 .

가 가 가

, 가

가 (-) . 가

.

IMF

, 가

가

.

가

가

/ , 가 , , 가

50bp

50bp

가

10

가 1

3

() / () 가

가

		가 (:p)		
		1	3	6
/	100	-23	45	55
	1%	20	33	42
	1000p	29.6	23.4	17.5
	1%p	-1.3	14.7	17.1
	1%p	0.1	8.1	7.0
	1%	4.8	5.7	5.4
	10	31	15.3	2.9
	50bp	-5	0.6	-2
	1%p	-7.7	8.8	-8.7
가5		7.3	-14.1	-16.2
	50bp	-4.5	-12.9	-23.1
	10	-24.2	-7.5	-29.9
가	1%	2.8	1.6	-28.8

: 가 6

< >

< >

. .1

II. .2

1. .2
2. .4

. .6

1. 가 가 .6
2. 가 가 .16

IV. .26

< 1> .28

< 2> .31

< >.36

< . >

< 1> . 5
 < 2> ADF . 29
 < 3> . 30

< II- 1 >	가	.4
< III-1>	1% 가	. 6
< III-2>	가 1%	. 8
< III-3>	1%p 가	. 9
< III-4>	1%p 가	. 11
< III-5>	(M2) 1% 가	. 13
< III-6>	50bp 가	. 15
< III-7>	50bp 가	. 17
< III-8>	1000p 가	. 19
< III-9>	10 가	. 21
< III-10> /	100 가	. 22
< III-11> /	10 가	. 24
< III-12>	가 5 가	. 25

II.

1.

가
가

가 가 가 .
Chen, Roll and Ross(1986)¹ 가

Chen, Roll and Ross .

$$P = \frac{E(c)}{k} \text{-----} (1)$$

, P; 가 , E(C); , K;

(1) 가 ,

가 가 .

Chen, Roll and Ross 가 ,

가 가 가 ,
가 가 .

¹ Chen, Nai-Fu, Richard Roll and Stephen A. Ross, "Economic Forces and the Stock Market," Journal of Business, 1986, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403.

Chen, Roll and Ross가 가 가 가 , 가 가 .

Ross가 가 , Chen, Roll and Ross가 .

가 IMF 가 .

가 (),

가 : (, ,),

가 : (, ,), , ,

가 : / , / , 가(, S&P500), (Federal Fund Rate), 가 (WTI)

가 .

가 가 ,

가 가 .

가 가 .

가 가 .

가 , 가, / , 가 .

/

가 .

가 가

가 .

/ / 가 .

가 가

가 가 .

가 < 1> .

< 1>

	가					
1: Chen, Roll, Ross	→	→	→	→	가	
2: 가	가	→	→	→	→	가
	가					
3:	가	가	→	→	→ /	→ 가
4: /	가	가	/	→ /	→	→ 가
5:	가	가	가	가→	→	→ 가

III.

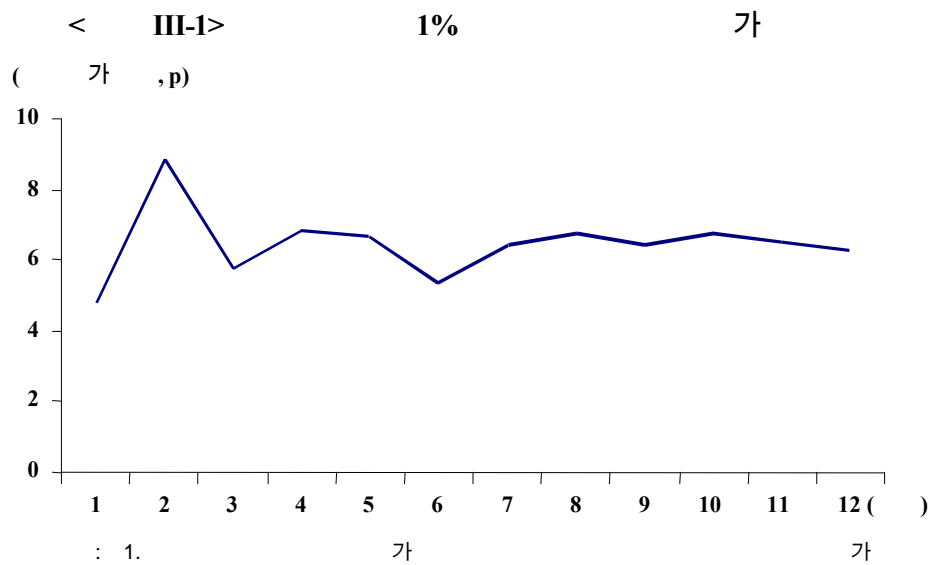
1. 가 가

(1) 1:Chen, Roll, Ross

가 (+) 가

가²
가, , , 가
가
가가³

가 < III-1> .



² Chen, Roll, Ross(1986), Cultler, Poterba, Summers(1989), MukerJe, Naka(1995), (1999)

³ , (2001), (2000)

가 (-) ⁵

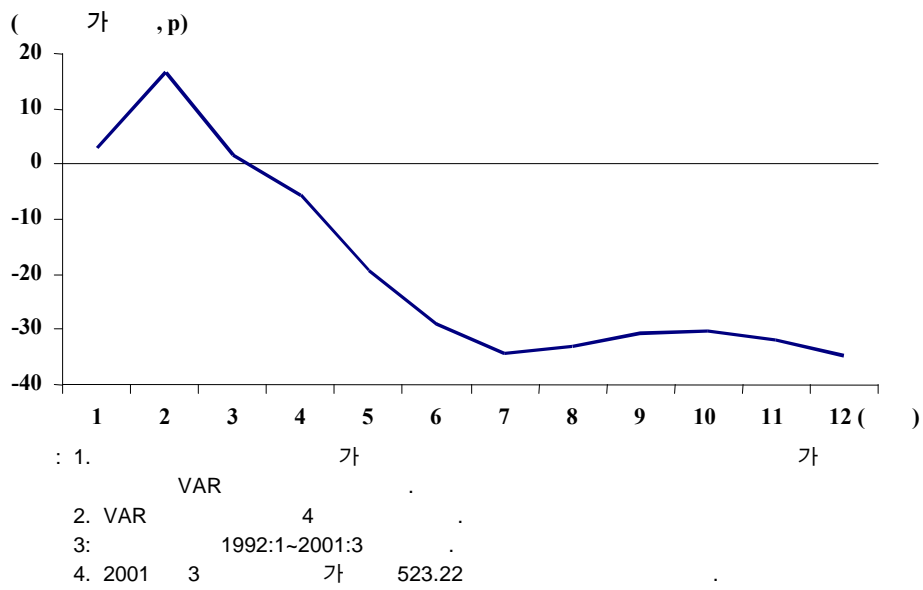
(2000) . 가 (+)

가 ⁶

가 가

< III-2> .

< III-2> 가 1% 가



가 가 가

< III-2> 가 1% ,
 가 2 16.5p 6
 28.8p . 가 가
 12 34.8p .
 가 가

⁵ Chen, Roll, Ross(1986), Cultler, Poterba, Summers(1989),MukerJe,Naka(1995)

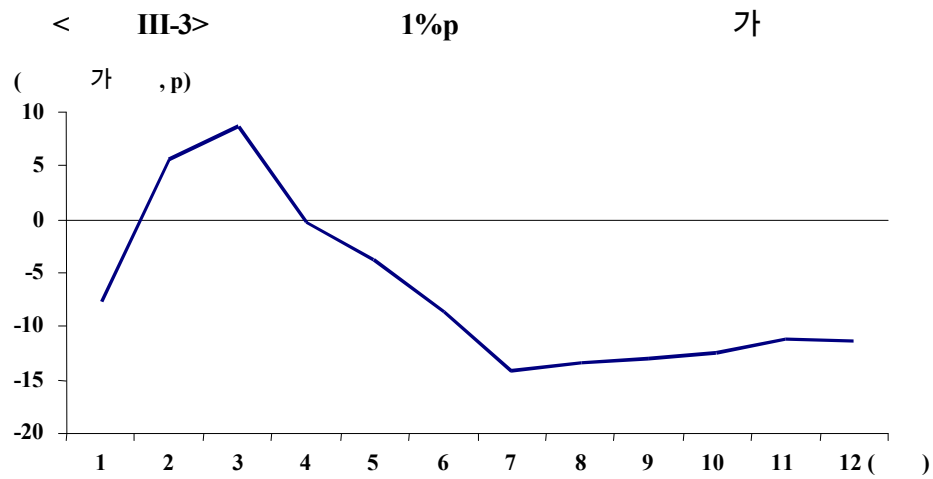
⁶ (2000)

가 (-) 가

7 .

3 3
(Credit Spread) .

가 < III-3> .



: 1. 가 가

VAR
2. VAR 4
3. 1992:1~2001:3
4. 2001 3 가 523.22

< III-3> 1%p 가 1
7.7p , 3 8.8p 가 7 14p
12
11.3p .

⁷ (2001)

가가

.

가

.

가 (+) 가

⁸

,

가 1~3

가

가

가 2~3

,

가

.

,

가

.

가

,

가 가

가

가

.

가

가

가

가

.

,

가

,

가

(+)

가

.

가

.

(Term Spread)

1 5

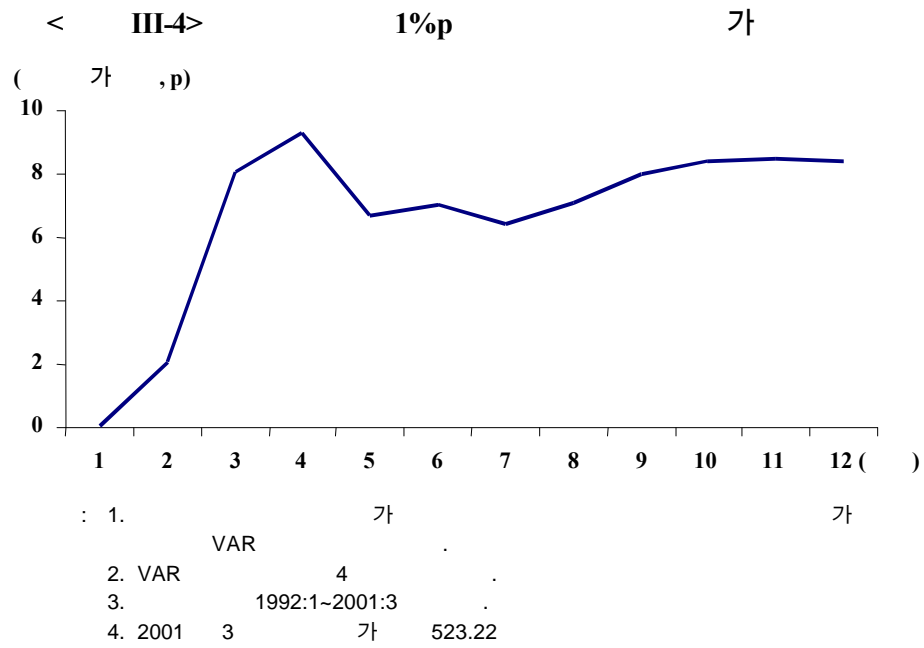
.

가

<

⁸ (2001)

III-4> .



< III-4> 1%p , 가 2
2p , 3 8p , 6 7p
.

가가 (+)

가
가 , 가
가가 .

(2) 2: 가 가

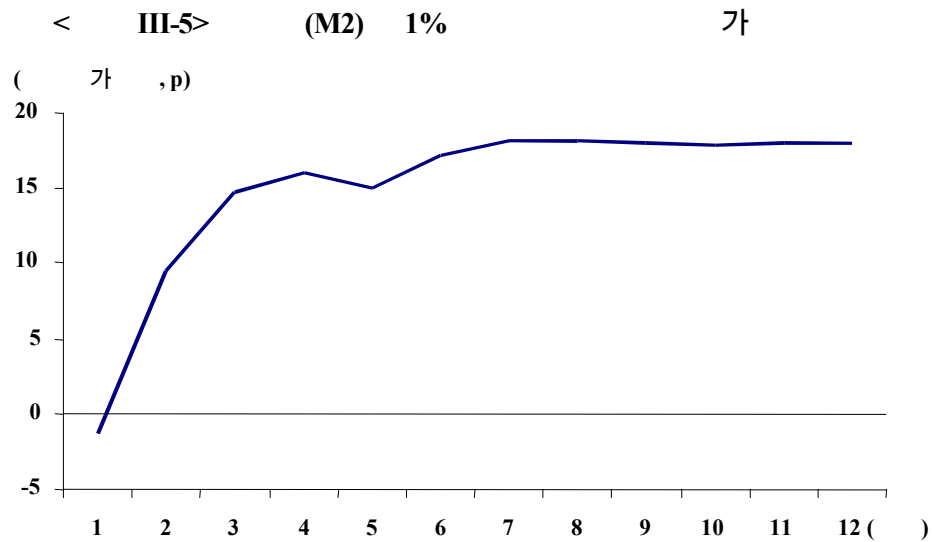
가

가 , , , . 가 가
가 가가 , .⁹
 ,
 .
가 가 가
가 . 가
가 . 가
가가 .
가 가 가
가 .
가 가 가
가 , 가
가 가 .
 , 가 가 가
 , 가 가
 .
(: (2000)) 가 (-)
¹⁰ .
(M1), (M2), (M3)

⁹ Cullter, Poterba, Summers(1989), MukerJe,Naka(1995), , (1999), , (2001)

¹⁰ , (1999), , (2001)

5> . 가 < III-



- : 1. 가 가
 2. VAR Akaike 2
 3. 1992:1~2001:3
 4. 2001 3 가 523.22

< III-5> (M2) 1% , 가
 1 1.3p , 3 14.7p 6 11.
 17.16p ,

1 가 가

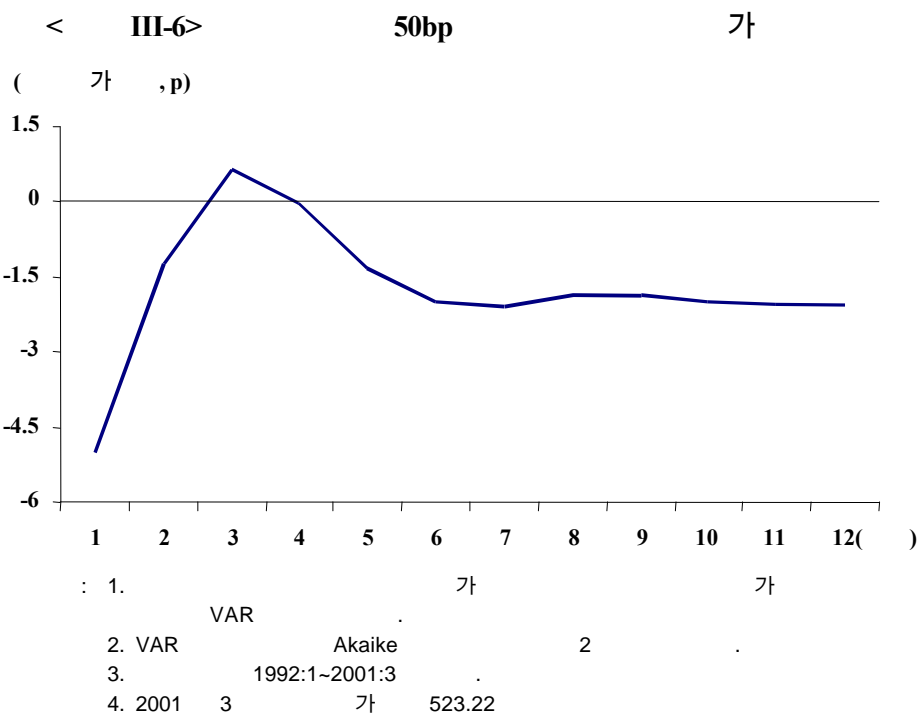
가 .

11 (M2) (M1) (M3)
 (M3) 1% , 가 1 9.8p
 , 3 15p 6 20p , 12
 23.5p (M1) 1%
 1 1.6p , 3 8.3p 6 12p , 12
 13p .

, IMF IMF VAR
 IMF 가 (-)
 (+) IMF 가
¹² .
 가 (-) 가
 가 가 가 가 가
¹³ .
 () ()
 () 가 () .
 () ()
 () ()
 가 가
 .
 (1990) 가 (+)
 가
 가 가 (+) 가 ,
 가 가 .
 3 .
 가 < III-6>

¹² 1992 1 1997 10 IMF
 1% 가 1 1.4p ,3 15p ,6 15p (M2)

¹³ , (2001)



< III-6> 14 50bp 가

, 가 1 5p 3 0.6p , 가

6 2p , .

가가 3

가

가

2. 가 가

(1) 3: 가 가

[illegible]

가

가

가

.

50bp

가

3p

,

가

가

.

IMF

가

가

(+)

가

.

IMF

가

¹⁵

.

가

가

(+)

가

가

가

가

.

가

.

2000

233.4

50%

,

10%,

7%

.

2000

85.5

74%

.

가

가

가

가

.

,

, S&P500

가

.

¹⁵

1992 1
50bp

1997 10

가

1

IMF

7p

, 3

4p

, 12

8p

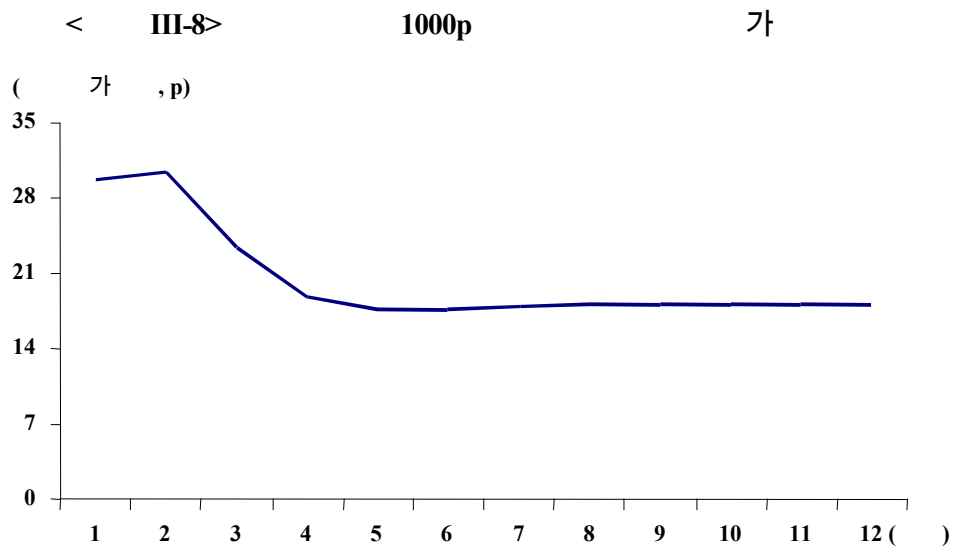
.

가 가 <
III-8> .

< III-8> 1000p
가 1 29.6p, 3 가 23.4p, 6
17.52p 16 .

가

가
가 .



- : 1. 가
2. VAR
3. VAR Schwarz 1
4. 1992:1~2001:3
5. 2001 3 가 523.22

IMF ,
가 가
IMF 가

16 가 S&P500 100p 가 1 28.7p , 3
11.8p , 12 가 3.4p
100p 가 1 6p , 6 2.7p ,
12 3.7p .

,

17.

가 (+) 가

1992 . 가
.

98 5 가

.

97 가 가 14.6%
98 18.6%, 99 21.9%, 2000 30.1%

가 .

가 ,
18.

가 가

가

.

가

< III-9> .

< III-9> 10 가
, 가 1 31p
, 3 15.3p , 가 19.
6 가

17 1992 1 1997 10 IMF
1000p 가 1 16p ,3 15p ,6 16p

18 (1999)

19 10 가 1 10.5p ,3 13.1p ,
.

가

Iteration	Number of Nodes
1	31
2	26
3	15
4	7
5	4
6	3
7	3
8	3
9	3
10	3
11	3
12	3

2.	VAR	Schwarz	1
3.	1992:1~2001:3		
4.	001 3	가	523.22

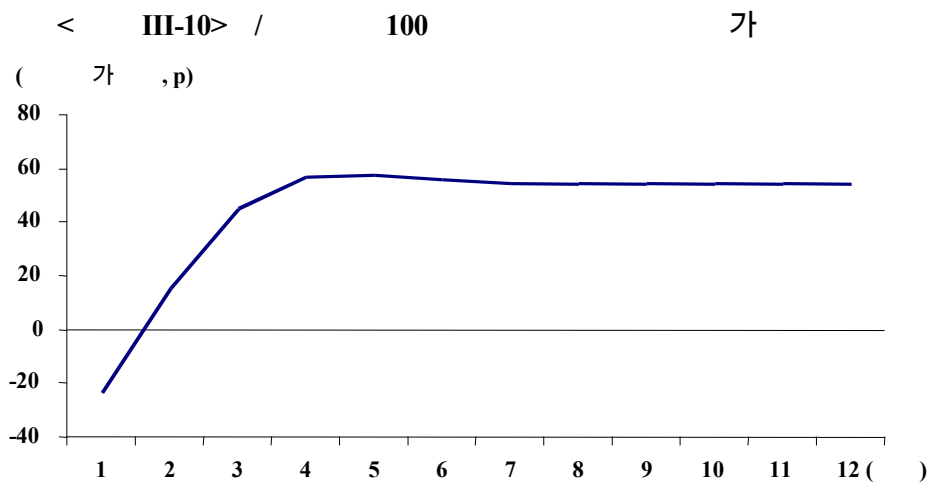
[illegible]

/ 가 (+) 가

가
가 .
가
가 , J-curve
. 가
가 ,
가
가
가
가
가

가 ²⁰.

가 .
 가 가
 가 (2000) 가 가 (+) ,
 / (-) 가 ²¹.
 / 가 < III-10> .



- : 1.
 가 VAR .
 2. VAR Schwarz 1 .
 3. 1992:1~2001:3 .
 4. 2001 3 가 523.22 .

< III-10> / 100
 가 1 23.9p , 3 45.23p , 6
 55.6p .
 가 . 가
 J .

²⁰ , (1999), , (2001)

²¹ (2000)

가 가 가
, 가 가
.

(2) 4: / 가 가

/ 가 (-) 가

/ / 가

.
가
가

.
가 ,
/

, 가 가
. 가 /

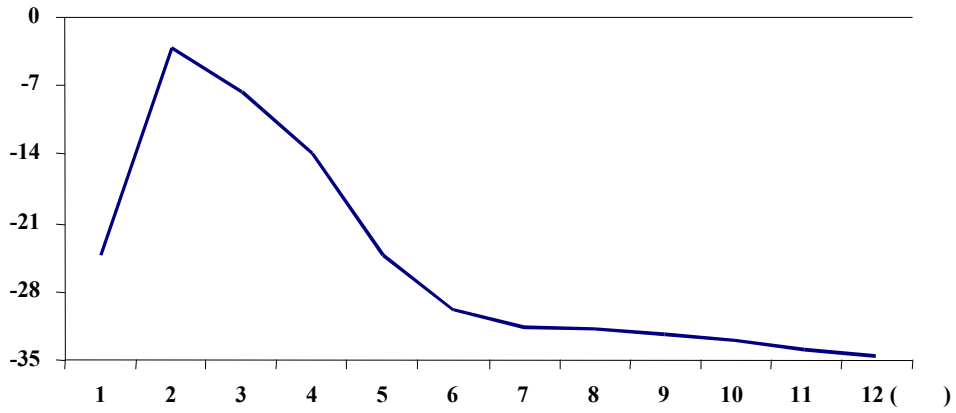
가가
가

/ , / ,
VAR < III-11> .

< III-11> / 10 가
1 24.2p 3 7.5p
, 6 30p ,
.

< III-11> / 10 가

(가 , p)



: 1. / 가

VAR

2. VAR Akaike 2 .

3. 1992:1~2001:3 .

4. 2001 3 가 523.22 .

가

가

가

가 가

.

3) 6: 가 가 가

가

가

.

Jones and Kaul (1996)

가

가

.

가 가 (-)

가

가

.

1999 2000

2000 9

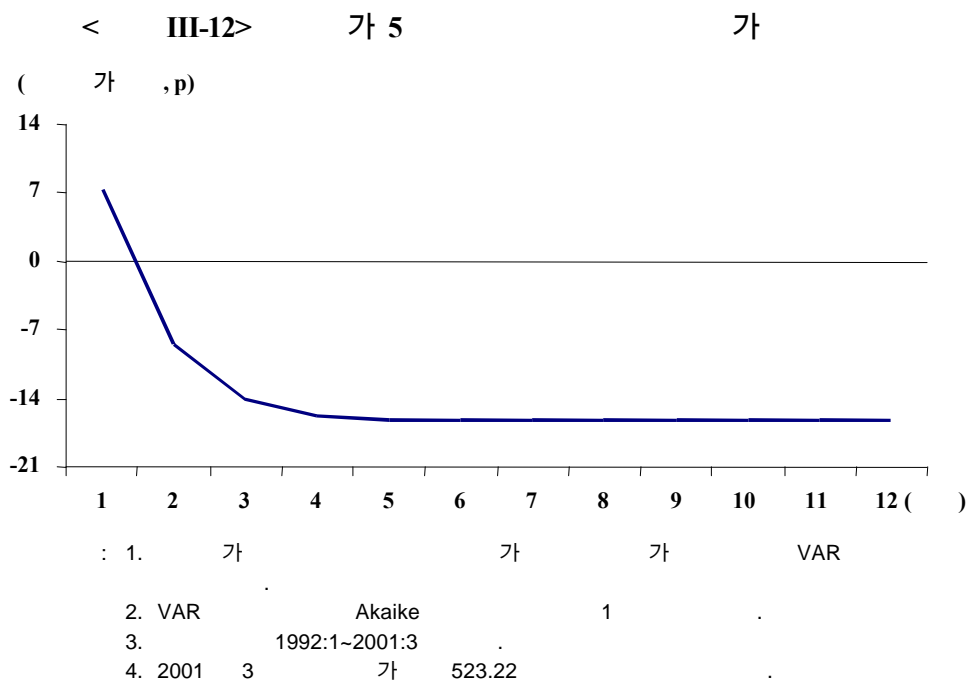
가

가 , 가 .

가 가 .

가(WTI) 가 <

III-12> .



< III-12> 가(WTI) 5 가 1

7.3p , 3 14.1p 6

16.3p ,

.

가 가

가가

가 가 .

VI.

1992 2001 3 가
가 가 가
.
5가 , 가
가 가 .
Chen, Roll, Ross , 가
가 .
가 가 (+)
(-) 가
가 가
가 가
가 .
가 가 ,
가 (-) (+)
가 (-) 가
.
IMF VAR IMF
가 (-) (+)
IMF 가 (+)
.
가 가 ,
가 (-) 가 (+)
.
(-) , (+) J 가
.

IMF 가

가 IMF 가 ,

/ 가 가 , /

가 .

가 가 가 , 가

가 가 (-) .

가

/ , 가 , , 가

가 50bp 50bp

가 .

10

가 1 3

() / ()

가 .

IMF , 가 가

가 .

가

가가 IMF .

$\langle 1 \rangle$

1.

가

가

VAR

.

가

IMF

가

.

가

(),

:

: (M2), ,

: (Federal Fund Rate), / ,

, / , 가(WTI)

가 1992 1

001 3

가 M2, , 가 X-12 ARIMA

2.

가 (spurious regression)
.

가

(unit root test)

1

가 DF (Dickey-Fuller test), ADF
(Augmented Dickey-Fuller test), PP (Phillips-Perron test)

< 2> ADF

	1	2	3	4
가 (KOS)	-2.0181	-1.8393	-1.8138	-1.6989
(LDKOS)	-7.2027***	-5.0744***	-5.7691***	-4.6016***
(IP)	0.5627	0.3008	0.0956	0.1012
(LDIP)	-7.6808***	-5.0114***	-4.3633***	-4.2066***
가 (CPI)	-0.5886	-0.5718	-0.5447	-0.4724
(LDCPI)	-7.1723***	-6.8013***	-5.1606***	-5.0702***
(RISK)	-4.7154***	-3.9737***	-4.1610***	-4.0154***
(TERM)	-3.3219**	-3.1438**	-2.9736**	-2.5619
(M2)	3.5814	3.1133	2.7151	2.8313
(LDM2)	-6.0731***	-5.1546***	-4.6301***	-3.6571***
(CBR)	-2.3252	-2.3187	-2.4263	-2.5031
(DCBR)	-8.9111***	-6.4953***	-5.4240***	-4.5459***
(FFR)	-1.2940	-1.7423	-2.3607	-2.2659
(DFFR)	-4.1999***	-2.6973*	-2.7752*	-2.6094*
(DOW)	-0.4836	-0.4685	-0.3596	-0.2920
(LDDOW)	-5.882***	-5.641***	-4.802***	-5.414***
(FSI)	-5.9364***	-4.9347***	-4.8251***	-4.1169***
/ (WD)	-1.9984	-1.1424	-1.2820	-1.1084
(LDWD)	-7.5949***	-5.6261***	-5.3944***	-4.2451***
/ (YD)	-1.8926	-2.1729	-2.4031	-2.1897
(LDYD)	-6.0333***	-5.0349***	-5.1665***	-5.2123***
가(WTI)	-1.3278	-1.2160	-1.5930	-1.5814
(LDWTI)	-7.101***	-4.629***	-4.602***	-4.019***

: 1. ADF 1%:-3.49, 5%:-2.88, 10%:-2.58
2. ***, **, * Mackinnon 1%, 5%, 10%

4

ADF

가 가

29

< 2> .

< 2> ADF , , 가 .

< 2> 가 .

:

:

:

3.

가

AIC, SIC

.

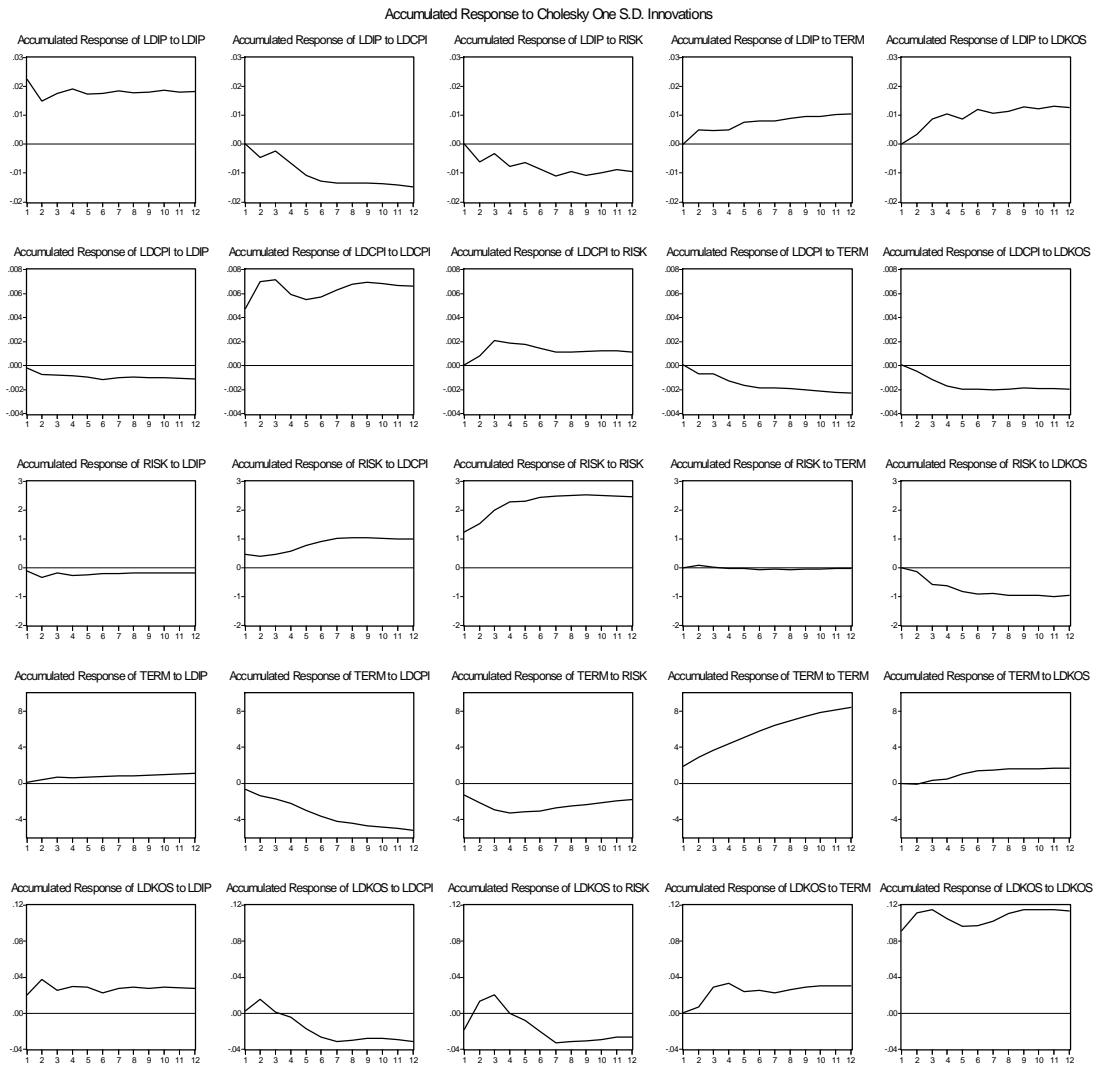
< 3>

	1	2	3	4	
1	-6.559	-6.663	-6.541	-6.362*	4
2	-16.803	-16.98*	-16.78	-16.51	2
3	-2.877**	-2.302	-1.480	-0.832	1
4	-2.995	-3.069*	-2.949	-2.934	2
5	-16.45*	-16.43	-16.35	-16.14	1

: * Akaike Information Criteria
 ** Schwarz Information Criteria

< 2 >

1:Chen, Roll, Ross

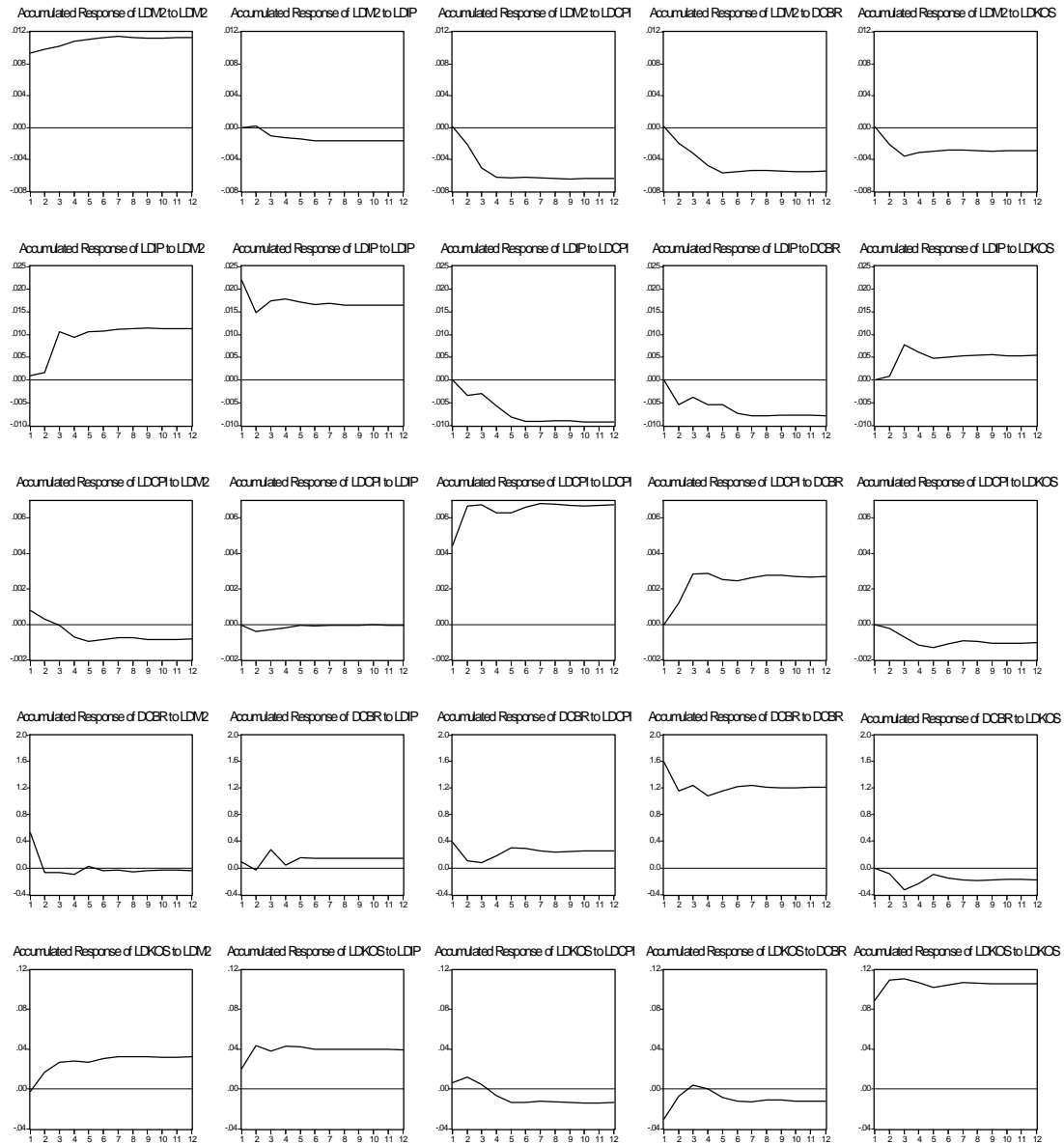


: 1. VAR (LDIP) -> 가 (LDCPI) -> (RISK) -> (TERM) -> 가 (LDKOS) .

2. .
 2-1 가 1 | (i=1,2,3,4,5) .
 2-2 가 i (i=1,2,3,4,5) 1
 2-3 가 가 가 가

2: 가 가

Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations

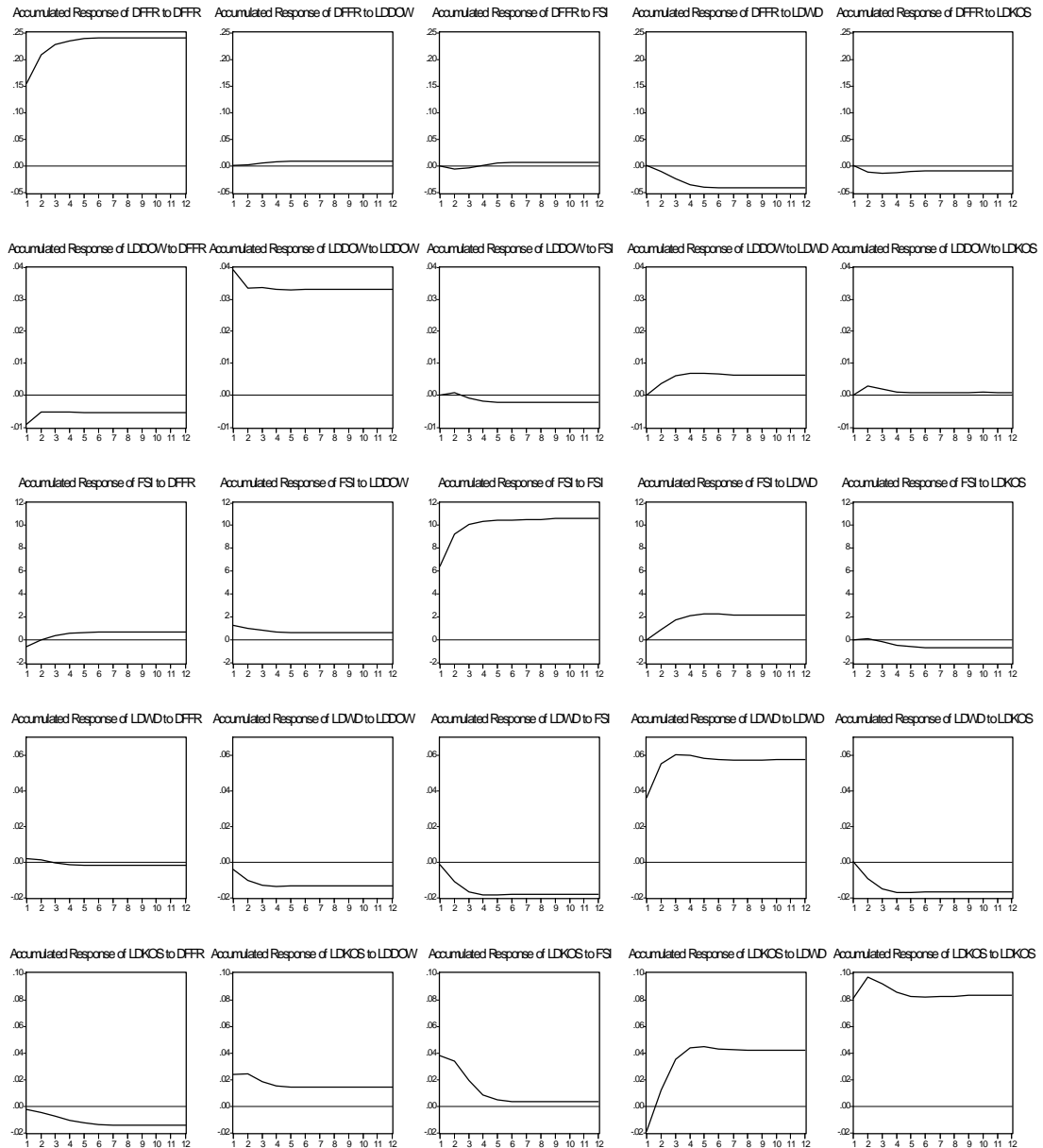


: 1. VAR (LDM2) -> (LDIP) -> 가 (LDCPI) -> (DCBR) -> 가 (LDKOS) .

2. .
 2-1 가 1 I (i=1,2,3,4,5) .
 2-2 가 i (i=1,2,3,4,5) 1
 2-3 가 가 가 가

3: 가 가

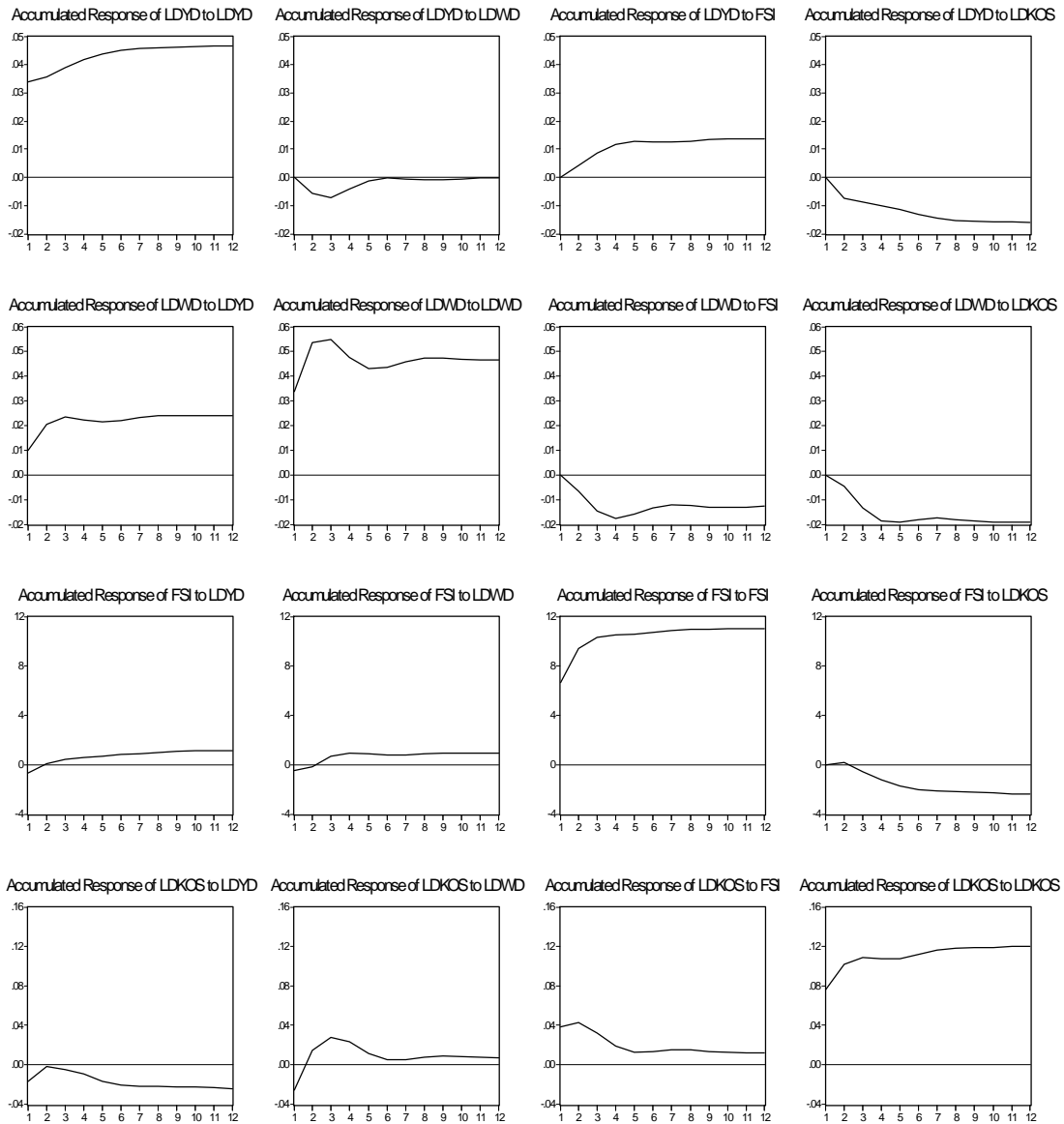
Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



1. VAR (DFFR) -> (LDDOW) -> (FSI) -> (LDWD) -> (LDKOS) .
2. 가 가 .
- 2-1 가 1 I (i=1,2,3,4,5) .
- 2-2 가 i (i=1,2,3,4,5) 1
- 2-3 가 가 가

4: / 가 가

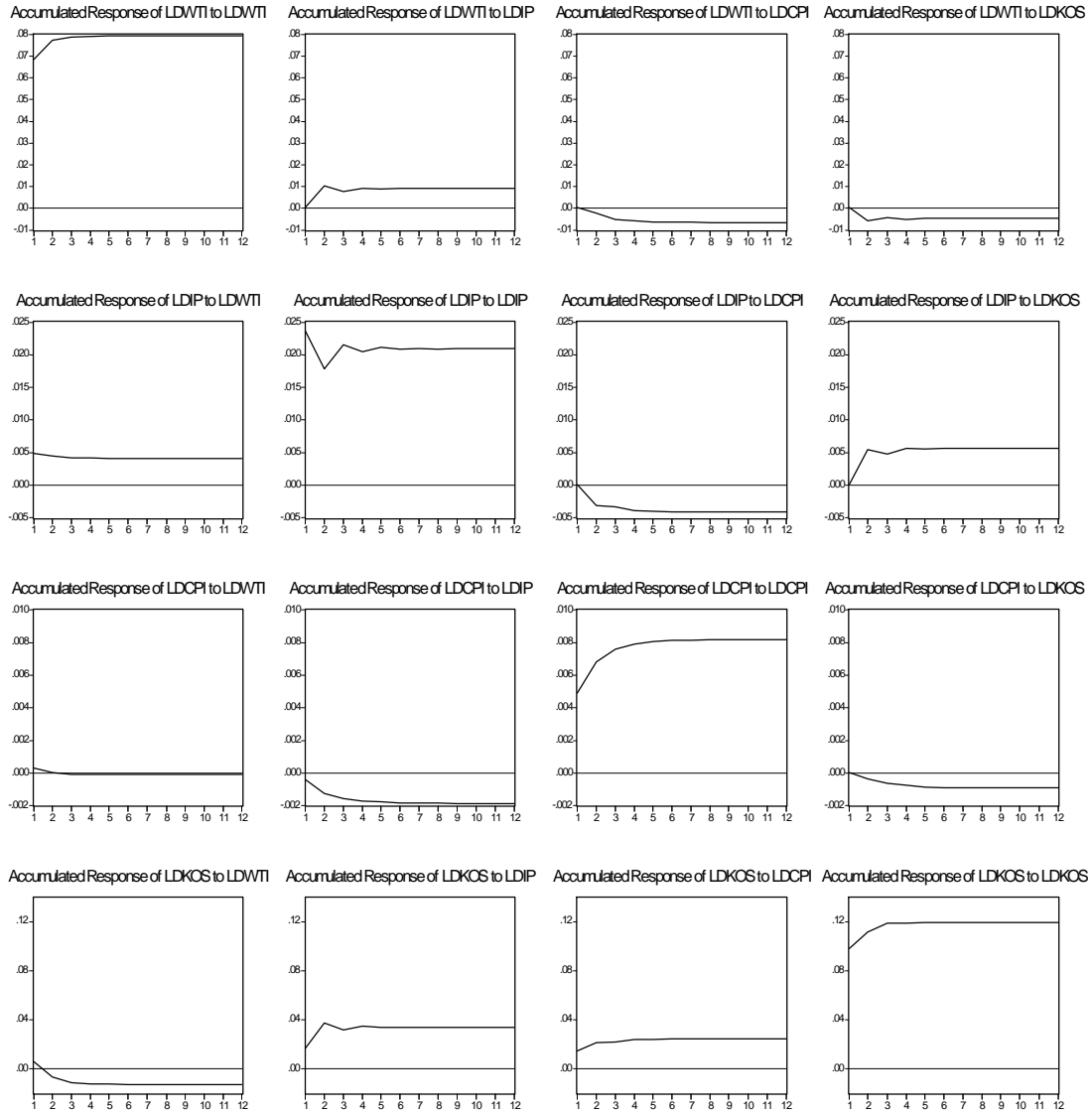
Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



1. VAR (LDYD) -> (LDWD) -> (FSI) -> 가
2. 가
- 2-1 가 1 I (i=1,2,3,4)
- 2-2 가 i (i=1,2,3,4) 1
- 2-3 가 가 가

5: 가 가 가

Accumulated Response to Cholesky One S.D. Innovations



: 1 VAR 가(LDYD) -> (LDIP) -> 가 (LDCPI) -> 가 (LDKOS) .
 2 .
 2-1 가 1 I (i=1,2,3,4) .
 2-2 가 i (i=1,2,3,4) 1
 2-3 가 가 가
 2-4. 가 .
 가 .

< >

, “ , ” 「 」 14
 2 , , 1997. 10, pp. 21~55
 , , , ” 가 , ” 「 」 2 , 1990,
 pp.375~401
 , “ 가 , ” 「 」 ,
 , 1999. 10
 , 「 」 , , 1998
 , ” 가 , ” 「 」 99-12 , ,
 1999.6
 , “ , ” 「 」 16 1 ,
 1999, pp.155~170
 , “ 가 , ” 「 」
 14 4 , , 1992 , pp. 63~77
 , , “ 가 , 「
 」 12 , , 1990, pp.347~374
 , “ - 가 , ” 「 LG 」 612 , LG
 , 2001. 2. 28
 , “ 가 , ” 「 」 62 ,
 , 1993. 10
 , “ 가 가 , ” 「
 」 3 1 , , 1990. 4, pp. 53~83
 , 「 RATS 」 , , 1997
 , “ 가 , ” 「 LG 」 613 , LG , 2001.
 3.7
 , “ -VECM , ” 「 」 17
 1 , , 2000. 6, pp.137~159
 , “ 가 , ”
 「 2001 」 , , 2001.2.24
 , “ 가 , ” 「 」 , 1995.12,
 pp. 3~27

Chen, Nai-Fu, Richard Roll and Stephen A. Ross, "Economic Forces and the Stock Market," *Journal*

- of Business*, Vol. 59, No. 3, 1986, pp. 383~403
- Cheung, Yin-Wong and Lilian K. Ng, "International evidence on the stock market and aggregate economic activity," *Journal of Empirical Finance* 5, 1988, pp.281~296
- Chung, eetaik and Bong-So Lee, "Fundamental and Nonfundamental Components in Stock Prices of Pacific-Rim countries," *Pacific-Basin Finance Journal* , vol 6, 1998, pp.321~346
- Chung, S. Kwon and Tai S. Shin, " The Effect of Macroeconomic Variable on Stock Market Returns In Developing Markets," *Multinational Business Review*, Fall 1997, pp.63~70
- Cutler, David M., James M. Poterba and Lawrence H. Summers, "What Moves Stock Price," *The Journal of Portfolio Management*, Vol. 15, No. 3, Spring 1989, pp. 4~12
- Fama, E. F and G. W. Schwert, "Asset returns and Inflation," *The Journal of Financial Economics*, Vol. 5, No. 2, 1977, pp.115~146
- Jones, Charles M. and Kaul, Gautman, "Oil and the stock Market," *Journal of finance*, June1996, pp. 463~491
- Lee, Bong-Soo, "Causal Relations Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation," *The Journal of Finance*, Vol. 47, No. 4, September 1992, pp.1591~1603
- Mukherjee, Tarun K. and Atsuyuki Naka, "Dynamic Relations Between Macroeconomic Variables and the Japanese Stock Market : An Application of a Vector Error Correction Model," *The Journal of Financial Research*, vol. 18, No. 2, Summer 1995, pp.223~237