

## I. 개요

1. 일시 : 2011. 11. 23 (수) 16:30~18:00

2. 장소 : KIEP 9층 회의실

3. 발표자 : 양두용 교수(경희대학교)

## 4. 참석자

박복영 실장 (KIEP 국제경제실)  
안지연 박사 (KIEP)  
조종화 박사 (KIEP)  
허인 팀장 (KIEP)  
이동은 팀장 (KIEP)  
남궁찬 인턴 (KIEP)

## 5. 제목

- "Why don't Asians invest in Asia? The determinants of cross-border portfolio holdings"

## II. 주요 발표내용 (상세 내용 별첨 참조)

- 발표논문은 아시아에서 외국으로 투자할 때, 아시아권역 이외의 금융시장에 집중되는 현상을 이해하기 위한 연구임.
- 40개국 이상의 국가간 포트폴리오의 지역적 구성을 분석하였으며, 4개의 국가그룹(선진경제, 신흥경제, 유럽권경제, 아시아태평양경제)으로 나누어 비교분석하였음.
- 분석결과 아시아 지역간의 거리적 이점, 대규모의 무역교류 등에도 불구하고 아시아 자본이 아시아 이외의 지역에 투자되는 주요 원인은 아시아 금융시장의 유동성이 부족하기 때문인 것으로 나타났음.
- 따라서, 아시아 금융시장의 유동성을 높이는 것이 아시아 지역내의 금융통합을 촉진하는 방법일 것임.

## III. 주요 논의사항

- 발표논문과 자국편의(Home Bias) 주제와 어떠한 관련이 있는가?
  - 자국편의란 해외투자를 통한 위험분산 등의 장점에도 불구하고, 국내에서 투자가 집중되는 현상을 의미함. 본 연구의 주제는 국내에 투자가 집중되는 현상을 이해하는 것이 아니라, 해외투자 중에 작은 비중만 지역내로 투자가 분산되는 역지역편의에 대한 연구라고 볼 수 있음.
  - 본 연구는 아시아 금융시장이 빠른 속도로 세계화(financial globalization)되고 있고 지역내의 무역거래가 증가했음에도 불구하고 지역내의 통합은 저조한 것에서 의문이 시작되었음.
  - 유럽을 예로 들면, 유럽은 해외 투자의 상당한 비중이 유럽내로 집중되어 있으나, 동아시아의 경우 80%이상의 해외투자가 아시아가 아닌 유럽 및 미국으로

집중되어 있음.

□ 자본의 지역간 흐름에 대한 자료 출처는 어디인가?

- 국가별 국제자본이동 자료는 IMF에서 발간하는 BOP(Balance of Payment)에서 볼 수 있으나, 본 연구에서는 지역간 흐름자료를 필요로 하여, IMF의 CPIS(Coordinated portfolio investment survey)를 참조하였음.

□ 해외투자의 상당비중에 지역내로 집중되지 않는 것이 학술적으로 의문시되는 근거는 무엇인가?

- 신고전학과 이론에 따르면, 아시아는 '루카스의 역설(Lucas' Paradox)', 즉 부자인 국가에서 가난한 국가로 자본이 이동하지 않는 현상의 대표적 사례임.

- Portes and Rey(2006)과 Shin and Yang(2006) 연구에서는 중력모형을 이용하여 금융자본이동에 거리의 근접성이 중요함을 보여주었음.

- Lane and Milesi-Ferretti(2008)에서는 무역통합과 금융통합은 상호보완적임을 보여주었음.

- 즉, 아시아에서 해외투자의 상당비중이 지역외로 집중되는 현상은 기존의 연구결과 등과 일맥상통하지 않아 연구의 가치가 있음.

□ 국가간의 금융자산 투자의 결정요인을 분석하여 아시아 지역외로 집중되는 투자에 대해 설명하고자 하였는데, 고려한 요인은 무엇인가?

- 투자의 결정요인을 분석하기 위하여 중력모형을 활용하였으며, 투자국과 투자대상국의 GDP, 두 국가사이의 거리, 언어, 무역량, Sharpe Ratio, 세금, 유동성 등을 고려하였음.

- 특히, Sharpe Ratio를 계산하기 위해서 위험도가 조정된 수익률(risk-adjusted return)을 활용한 점, 유동성을 변수로 고려한 점이 주요한 특징임.

□ IMF의 양국가간 자본이동자료(bilateral financial flows)를 사용하였는데, IMF자료의 장점은 무엇인가?

- 양국가간 자본이동 자료는 IMF의 CPIS자료 이외에 Portes and Rey(2005)의 14개국 증권이동 자료가 있으나 3개의 아시아 국가만 존재하며, Imbs(2004)의 미국의 파트너와의 자산현상 파악자료(gross asset position)이 있으나 거 개 경제국에 편되어 있음.

- CPIS자료는 70개국의 현황자료로서 가장 광범위한 정보를 알려줌. 또한, 주식과 채권투자가 구분되고, 6개국의 아시아 국가가 자료에 포함되어 있는 장점이 있음.

- 다만, 지역적 한계, 보고의 한계, 자료수집의 한계, 외환구성에 대한 정보가 없는 점과 2001년에서 2005년의 자료만 이용가능하다는 단점이 있음.

□ Share ratio는 수익률의 평균은 표준편차로 나눈 값임. share ratio를 설명변수로 넣은 대신에 수익률과 표준편차를 따로 넣는 방법도 고려하였는가? 통계적으로 차이가 있는지?

- 두 변수로 모델에 포함시켰을 때도, 비슷한 결론을 얻었으며 통계적으로 경제학적 의미로도 거의 차이가 없는 것으로 판단됨.

□ 종속변수의 출처는 연도별이고, 설명변수는 월별인데 어떻게 분석이 가능하였는지?

- 연도별 종속변수를 월별자료로 추정하기 위하여 보간법(interpolating)을 적용했음.

□ 분석결과는 70개국의 자료를 통하여 국가간 투자의 결정요인을 분석한 것인데, 처음에 가졌던 아시아와 관련된 함의가 잘 도출되기 위해서는 설명변수의 아시아 평균값등을 제시하여 보여줄 필요가 있음.

- 타당하며, 검토하겠습니다.

- 분석결과 유동성이 주요한 설명변수이며, 아시아의 경우 유동성이 낮으므로 투자가 아시아외로 유출된다고 결론을 내리고 있음. 그러나 다른 설명변수도 주요한 값으로 도출된 것이 있는데, 세부 검토가 필요해 보임.
- 유동성에 초점을 두어 분석했으며, 다른 변수는 모델설정애 따라 유의성과 부호가 자주 바뀌어 결과에 신뢰성이 떨어져 정책적 함의와 관련하여 강조하지 않았음.
- 채권투자의 경우, 아시아는 채권시장이 미약하여 투자가 아시아외로 빠져나가는 것이 당연해보임.
- 시장규모에 대해서도 고려하겠음.
- 양국가간 세금자료에 주식과 채권항목이 분리되어있는가?
- 구분된 자료이며, 직접 구축하였음.