

국제거시금융의 최근 연구 동향 : 토론*

김 광 환 (한양대학교 경제금융대학 교수)

1. 총 평

논문은 국제거시금융(international macro-finance)분야의 출현 배경과 최근의 연구 동향을 아주 시의적절한 시점에 소개하고 있다. 국제거시금융 분야는 국제자산가격결정이론과 국제거시모형을 하나의 분석체계로 결합하려는 시도로 최근의 국제적 금융위기와 대규모 글로벌 불균형(Global imbalance)로 인해 그 중요성이 증대되고 있다. 사실 거시와 금융을 동시에 보려는 시도는 이미 폐쇄경제모형에서 진행되고 있다. 이 부분에서 연구는 크게 두 갈래로 진행되고 있다. 그 중 한 갈래는 거시경제모형에서 주요한 요소가 자산 가격에 미치는 영향을 분석하는 방향이고¹⁾ 다른 방향으로는 차입제약(collateral constraint)등으로 인한 금융시장의 마찰(friction)이 거시경제에 미치는 영향을 분석 하는 것이다.²⁾ 그러나 논문에서는 국제거시금융 각 연구방향을 병렬적으로 단순 소개에 그치는 측면이 있다. 좀 더 논문이 유익한 서베이가 되기 위해서 위에서 제시된 틀을 가지고 소개하면 어떨까 하는 생각이 든다. 즉 거시경제 부분이 국제금융시장에 미치는 연구방향과 반대로 국제금융시장의 확대가 거시경제에 미치는 연구방향을 분류해서 소개하면 관련 연

* 본 원고는 2011년도 한국경제학회 주최로 개최된 워크숍(2011. 11. 10(목), 한국은행 소공별관 13층 대회의실), 「글로벌 경제위기와 경제학의 새로운 연구 동향」에서 발표자 이근영 교수의 논문(국제거시금융의 최근 연구 동향)에 대한 토론 내용을 정리한 것임.

- 1) Boldrin, Christiano, and Fisher(2001) 및 Jermann(1998)은 폐쇄경제실물경기모형에서 거시경제충격의 과급효과에 중요한 역할을 하는 투자나 노동공급의 조정비용이 자산 가격에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구를 하였다.
- 2) Campbell and Hercowitz(2005)는 1980년 이후 미국의 금융자유화로 인한 가계의 차입제약 완화가 거시경제에 어떤 역할 하는지 분석하였고, Iacoviello(2005)는 가계나 기업의 차입제약이 통화정책의 효과에 미치는 효과를 분석하였다.

구자들에게 현실적으로 많은 도움이 될 것으로 기대된다. 그리고 다양한 연구 주제를 소개하기 보다는 국제거시금융에서 활발히 다루고 있는 주제를 좀 더 깊이 있게 소개하였으면 하는 아쉬움이 남는다.

본 논평의 이후 구성은 아래와 같다. 우선 국제거시금융 분야에서 초점을 맞추고 있는 두 주제인 국제자산포트폴리오 구성(composition of international portfolio)과 자산가치효과(valuation effects)와 글로벌 불균형에 대해 논문에서 제시된 것보다 좀 더 자세히 정리한 다음 논문에서 소개하지 않은 향후 연구 방향을 제시하도록 하겠다.

2. 국제자산포트폴리오 구성

전통적인 일반균형 국제자산포트폴리오 이론은 부존경제(endowment economy; 생산과 고정 자본투자가 생략되어 있는 경제)하에서 국제금융시장이 국제간 위험분산(international risk sharing)이 효율적(efficient)으로 달성할 수 있는지에 초점을 맞추어 왔다. 그러나 최근 국제거시금융 분야에서는 거시경제모형의 요소인 노동공급, 실물자본 축적, 가격의 경직성이 국제자산포트폴리오 구성에 미치는 효과에 대한 연구가 활발히 진행되고 있다.

국제자산포트폴리오 구성에 관련된 문헌에서 중요한 이슈중의 하나가 국내자산편향현상(home equity bias)이다. 논문에서 국내자산편향현상에 관련된 연구를 독립적으로 간략하게 소개하고 있으나 국제자산포트폴리오 구성에 연관시켜 자세히 소개하는 것이 더 바람직하여 보인다.

기존연구에서는 국내자산편향현상이 주로 국가 간 무역에서의 거래비용(transaction cost)나 국제간 자본거래의 정보비용(information cost) 때문에 발생하는 것으로 설명하고 있고, 따라서 국제간 위험분산이 효율적으로 이루어지지 않고 있다고 보고 있다. 그러나 지난 20년간 진행되어온 무역 및 자본 자유화에도 불구하고 국내자산편향현상은 여전히 상당부분 존재하는 것으로 나타나고 있다. 그래서 최근의 국제거시금융 연구 방향 중 하나는 완벽하게 통합된 국제금융시장(fully integrated financial market)에서도 국내자산의 편중현상이 발생할 수 있으며 따라서 국내자산 편중된 포트폴리오가 반드시 국제간 위험분산이 비효율적(inefficient)으로 이루어지고 있는 것을 의미하는 것은 아니라는 흐름이다. 이러한 흐름의 대표적 논문으로는 Coeurdacier, Kollman, and Martin(2010)와 Engel and Matsumoto(2006)이 있다. 전자는 내생적 노동공급 및 자본축적과 주식 및 채권의 국제거래가 이루어지는 거시금융 모형의 효율성으로부터 국내 편향적인 자산 선택이 나타날 수 있음을 보이고 있고, 후자는 노동공급은 고정되어 있는 상황에서 가격의 경직성(price stickiness)이 국내자산 편중현상을 설명하는 주요한 요소임을 보이고 있다.

한편, Devereux and Sutherland(2008)은 보다 국제금융시장이 완전(complete)할 경우뿐만 아니라 불완전(incomplete)할 경우에도 통상적인 동태적확률일반균형(dynamic stochastic general equilibrium, DSGE)모형에서 포트폴리오 선택이 가능하도록 모형을 확장시키고 있다. 그러나 여기서는 내생적 노동공급 및 자본축적은 모형에 포함되지 않고 있는 점이 한계라고 할 수 있겠다.

3. 자산가치효과와 글로벌 불균형

국제거시경제학에서 중요한 주제 중 하나는 한 국가의 대외균형(external balance)의 동태적 조정과정인데 통상적으로 ‘시제간 접근법’(intertemporal approach)을 통해서 논의가 이루어져 왔다. 그러나 최근의 국제금융시장의 발달로 인한 내국인의 해외자산 증가 및 외국인의 국내자산 증가로 국제포트폴리오의 확대가 대외균형 조정에 미치는 새로운 경로가 시제간 접근법 이외에 주목받고 있다. 즉 예상하지 못한 환율이나 자산 가격 변동으로 순 해외자산(net foreign assets) 가치변동(valuation effects)을 통해 대외균형이 조정되는 경로로 ‘자산가치경로(valuation channel)’이라고 불리어지고 있다. 최근의 실증연구들에서도 자산가치경로에 대한 중요성을 입증하고 있는데, 대표적인 논문으로는 Gourinchas and Rey(2007)가 있다.

자산가치경로는 미국의 현재의 대규모 경상수지 적자의 조정에 대한 새로운 시각을 제공하고 있다. 기존 시제간 접근법은 현재의 경상수지 적자는 미래의 생산성이 크게 증가되지 않는 상황에서 미래의 소비, 투자, 정부지출 감소를 수반한 무역수지 흑자를 통해 조정되어야 된다고 보는 반면에 자산가치경로는 외국인의 미국자산에 대한 수익률과 미국의 해외 자산수익률의 상대적 차이의 변동을 통해서도 일어 날수 있다고 보고 있다. 특히 논문에서는 환율조정이 시제간 접근법에서 대외균형조정에 필요한 요소라고 소개하고 있지만 자산가치경로에서 중요한 역할을 수행할 수도 있는 점을 부각시킬 필요가 있다. 즉, 미국의 경우 대부분의 대외부채가 달러화 표시로 되어 있고, 미국의 대외자산의 70%가 현지통화 표시로 되어 있는 상황에서 달러화의 평가절하는 단기적으로 미국 순자산의 가치를 상승시켜 대외균형 개선에 도움이 될 수도 있다는 점이다.

통상적인 국제거시모형에서는 이런 자산가격변동이 거시경제변수에 미치는 효과를 분석하고 있지는 않지만, 최근에 앞서 언급된 논문 (Coeurdacier, Kollman, and Martin, 2010; Engel and Matsumoto, 2006; Devereux and Sutherland, 2008)에서는 자산가치변동이 국제경기변동에 미치는 효과와 외부충격의 국제적 파급효과에 미치는 효과에 대해서 진일보된 분석을 하고 있다. 그러나 위의 논문들은 좀 더 현실적인 경우, 즉 국제금융시장이 불완전하고 노동공급 내생적으로 결정되고 자본축적이 있는 상황에서 자산가치변동의 국제경기변동이론에서의 중요성은 고찰되지 않고 있으므로 이에 대한 연구가 필요한 상황이다.

4. 향후 연구방향

논문에서 국제거시금융 분야의 앞으로의 다양한 연구방향을 제시하고 있다. 그러나 중요한 연구방향 중 소개되어 있지 않은 부분이 노동시장에서 마찰(일자리 탐색과정에서 마찰)이 과연 국제포트폴리오 구성이나 자산 가격에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구방향이 제시되어 있지 않고 있다. 이미 Boldrin, Christiano, and Fisher(2001)에서 폐쇄경제실물경기모형에서 노동시장에서의 마찰이 자산의 수익률에 아주 중요한 역할을 한다는 결과가 있으므로 개방경제에서도 어떤 역

할을 하는지 대한 고찰도 매우 흥미로울 것으로 판단된다.

■ 참고문헌

- Boldrin, M., L. Christiano, and J. Fisher (2001), "Habit Persistence, Asset Returns, and the Business Cycle," *American Economic Review*, 91, 149–166.
- Campbell, J., and Z. Hercowitz (2005), "The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization," NBER working paper 11330.
- Coeurdacier, N., R. Kollman, and P. Martin (2010), "International Portfolios, Capital Accumulation and the Dynamics of Capital Flows," *Journal of International Economics*, 80, 100–112.
- Devereux, M. B., and A. Sutherland (2010), "Country Portfolios in Open Economy Macro Models," *Journal of the European Economic Association*, forthcoming.
- Engel, C., and A. Matsumoto (2006), "Portfolio Choice in a Monetary Open-Economy DSGE Model," working paper, University of Wisconsin.
- Iacoviello, M. (2005), "House Prices, Borrowing Constraints and Monetary Policy in the Business Cycle," *American Economic Review*, 95, 739–764.