

두 나라 이야기*

김 경 수**

논문 초록

지난 10년 한미 양국의 순대외자산은 그 이전 10년과 반대의 패턴을 보인다. 기조적인 경상수지흑자에도 불구하고 부(-)의 순대외자산을 기록했던 우리나라의 순대외자산은 정(+)으로 전환했다. 한편 미국은 수지적자보다 훨씬 작았던 순대외자산의 감소폭이 경상수지적자를 추월했다. 두 현상은 우연이 아니다. 우선, 순대외자산 패턴의 변화는 양국 대외부채 비거래요인이 주도했으며 글로벌금융불안에 따른 안전자산 선호가 동반한 강(強)달러가 양국 대외부채의 비거래요인에 큰 영향을 미쳤을 것으로 추정된다. 다음, 양국 대외자산과 부채 수익률의 수렴현상에는 수익률이 높은 쪽으로 한국의 대외자산, 미국의 대외부채 구성의 리밸런싱도 기여했다. 무엇보다도 우리나라 대외자산에서 차지하는 준비금의 비중이 크게 준 대신 직접투자, 주식의 비중이 늘어나 대외자산의 수익률을 높이는데 기여했다. 마찬가지로 미국의 대외부채도 기타투자의 비중이 감소하는 대신 주식의 비중이 증가했다. 이와 같은 중심국 위험자산에 대한 수요의 증가는 그만큼 자본의 교차거래가 확대되는 것을 말한다. 이 추세는 앞으로도 계속될 때 국제통화체제 중심국의 '얼토당토 않은 특권'에 제약요인으로 작용할 것으로 기대된다. 덧붙여 우리나라 대외자산구성의 선진화가 앞으로도 계속되기 위해서는 원화국제화 등 외환시스템의 정비가 불가피하다.

핵심 주제어: 국제투자대조표, 국제수지표, 대외자산, 대외부채, 거래요인, 비거래요인
경제학문헌목록 주제분류: F31, F32, F34, F39

투고 일자: 2020. 8. 21. 심사 및 수정 일자: 2020. 9. 19. 게재 확정 일자: 2020. 10. 5.

* 유익한 토론과 지적을 해 주신 두 분 익명의 심사위원께 감사드립니다.

** 성균관대학교 경제대학 명예교수, e-mail: kimks@skku.edu

I. 들어가는 말

국제투자대조표(International investment position, IIP)는 한 나라의 대외자산과 부채를 직접투자, 포트폴리오투자, 기타투자 등 세부항목별로 보여준다. 이 세부항목은 국제수지표(Balance of payments BOP) 상 금융계정(Financial account)의 항목과 동일한데 전자는 저장(Stock) 변수, 후자는 유량(Flow) 변수라는 차이가 있다. IIP는 외국인으로부터 조달한 자금, 즉 외국인이 내국인을 상대로 운용한 자금과 내국인이 외국인을 상대로 운용한 자금을 특정시점에서 측정한다. 따라서 시간대에 따른 IIP의 변동은 그 기간 동안에 발생한 BOP를 반영한다. 예를 들어서 다른 조건이 일정할 때 경상수지흑자(적자)는 대외자산에서 부채를 차감한 값인 순대외자산이 같은 크기만큼 증가(감소)하게 한다.

한편 IIP는 누적 경상수지뿐 아니라 투자한 자산가치의 변화도 반영한다. 투자자산은 BOP에 기록되는 거래요인뿐 아니라 가격, 환율 등 비거래요인에 의해서도 그 가치가 변하기 때문이다. 그러므로 IIP는 단지 BOP만이 아니라 대외자산과 부채의 구성에도 영향받게 되며 한 나라가 글로벌경제에서 어떻게 자리매김을 하면서 경제를 영위해왔는지, 어떤 잠재적 위험을 안고 있는지에 대한 단서를 제공한다.

IIP는 1993년 IMF에 의해 처음 소개되었으며 Lane and Milesi-Ferretti(2001)가 국가별 패널 IIP를 구축하면서 본격적으로 관심을 받게 되었다. 이들은 높은 자본이동성 하에서 경상수지보다는 순대외자산이 대외부문의 지속가능성 지표이며 대외충격의 취약성과 국가간 위험공유의 잣대로서 IIP구성의 중요성을 통계수치로 보여주었다. 이들은 후속연구를 통해 IIP가 소득수준, 지역에 따라 일정한 패턴을 보이며 통합된 IIP로부터 금융글로벌화가 포트폴리오투자, 직접투자, 준비자산 등 자본흐름의 패턴에 미치는 영향을 설명하였다(Lane and Milesi-Ferretti, 2007; 2018).

IIP는 일국 통화가 글로벌통화로 사용될 때 일어나는 국제통화시스템의 문제를 음미할 수 있게 한다. 글로벌 불균형으로 상징되는 미국 경상수지적자의 지속가능성을 지지하는 암흑물질가설은 막대한 대외수지적자에도 불구하고 비거래요인의 존재가 미국의 순대외자산의 가치를 안정적이게 한다는 주장에 근거한다(Hausmann and Sturzenegger, 2005). 여기서 비거래요인은 미국의 사적자본이 신흥개도국의 주식에 투자하고 신흥개도국 공공부문이 미국의 채권에 투자하는 비대칭적 자본거래에서 비롯하며 달러화 중심의 국제통화질서에서 중심국이 가지는 ‘얼토당토 않은 특권’(Exorbitant privilege)이다.¹⁾ Gourinchas and Rey(2007a, 2007b)는 중심국이

전세계에 안전자산의 공급을 독점하는 특권으로부터 미국을 저렴하게 자금을 조달해 신용을 공급하는 세계의 은행가로 그리고 안전자산을 발행하는 대신 위험자산에 투자, 초과수익을 얻는 세계의 벤처자본가로 특징 지웠다. 한 걸음 더 나아가 중심국과 주변국의 비대칭성으로부터 미국을 글로벌 보험자로 규정하였다(Gourinchas, Rey and Sauzet, 2019). 즉 중심국은 평상 시 (위험자산에 초과수익을 창출함으로써) 주변국으로부터 위험 프리미엄을 받는 대신 주변국 위험자산의 가치가 폭락하는 위기 시 (떠안은 투자손실만큼) 보험금을 지급함으로써 위험공유를 가능하게 한다고 보았다.

김경수·송은영(2012)은 2000-2010년을 표본기간으로 한 우리나라의 대외자산과 부채의 변동요인을 분석했다. 이들은 순대외자산이 경상수지와 다른 추세를 보이는 것은 순대외자산, 특히 대외부채변동의 비거래요인이 (경상수지 등) 거래요인을 압도한데서 비롯했으며 대외자산과 부채의 구성요인에서 그 이유를 찾았다. 대외자산 가운데 준비자산이 절대적 비중을 차지하는데 반해 대외부채는 주식에 대한 투자비중이 높은 비대칭적 대외자산과 부채의 구성이 순대외자산의 변동에 결정적인 영향을 미친 것이다. 한편 글로벌금융위기가 일어난 2008년 대외부채의 가치가 폭락, 순대외자산이 급증했는데 주식 등 원화표시자산을 보유한 외국인이 對원화절상이 일어난 통화표시자산을 보유한 내국인에 대한 부의 재분배가 일어났기 때문이다. 이와 같은 결과로부터 이들은 비록 두 나라를 직접 비교하지는 않았으나 글로벌경제에서 한국은 미국의 대척점(對蹠點)에 위치해 있다고 결론을 내렸다.

그런데 우리나라의 순대외자산은 2014년부터 플러스로 돌아섰다. 반면 미국은 순대외자산에 부(負)의 비거래요인이 일어나 경상수지 적자폭보다 더 크게 감소하는 추세를 보인다. 이 변화는 우리나라가 미국의 대척점에 있다는 김경수·송은영(2012)의 결론을 고려할 때 우연의 일치로 볼 수는 없으며 Lane and Milesi-Ferretti(2018)가 강조했듯이 글로벌금융불안에 따른 자본흐름패턴의 변화의 탓으로 규정할 수도 없다.

본고는 한미 양국의 대외자산과 부채의 변동요인을 식별하고 어떤 공동요인이 작용하고 있는지를 규명하는데 목적이 있다. 구체적으로 2011-2019년을 2000-2010년과 비교할 때 우리나라 대외자산과 미국의 대외부채의 구성에 일어난 유의미한 변화가

1) Gourinchas and Jeanne(2013). 한편 Farhi and Maggiori(2018)는 패권(Hegemon) 통화가 독점적 지대를 추구하는 국제통화시스템의 이론모형을 제시하였다.

주는 함의를 논의한다. 이 변화는 IIP를 이용한 기존의 연구와 달리 국제통화체제의 중심국 미국의 ‘얼토당토 않은 특권’이 상당한 제약을 받게 되는 요인으로 작용할 수 있다. 당초 Lane and Milesi-Ferretti (2001, 2007)가 발견했던 정형화된 사실과 달리 주변국의 대외자산, 즉 중심국 대외부채 구성의 선진화는 미국의 대척점에서 벗어나고 있는 나라가 단지 우리나라만은 아닐 가능성을 제기하기 때문이다.

제Ⅱ장에서 한미 양국의 IIP와 BOP를 이용해 표본기간을 2000-2019년으로 확대하고 지난 10년이 그 전의 10년과 비교할 때 대외자산과 부채가 어떤 요인에 의해 변동했는지 개관한다. 제Ⅲ장에서는 분석모형을 통해 추세의 변화가 어떤 요인에서 비롯한 결과인지를 규명하고 그리고 이 변화가 가지는 함의를 논의한다. 제Ⅳ장에서 마무리한다.

Ⅱ. 개 관

앞서 지적했듯이 저장변수인 IIP는 유량변수인 BOP를 편입하면서 변동한다. 두 변수가 어떻게 연결되는지 이해하기 위해서는 우선 BOP가 어떻게 작성되는 지에 대한 이해가 필요하다. BOP는 비거주자를 상대로 한 모든 형태 - 재화 및 서비스, 각종 소득, 이전, 금융 등 - 의 거래를 복식부기방식으로 기록한다. 재화와 서비스 거래를 나타내는 경상수지와 자본수지를 금융자산과 부채의 거래를 기록하는 금융계정으로 연결하며 다음의 식으로 나타낸다.

$$BOP_t = -FA_t = CA_t + KA_t + SD_t \quad (1)$$

금융계정 ($-FA$)은 비거주자로부터 매입한 금융자산의 합계에서 비거주자에게 매각한 금융자산의 합계를 차감한 값이며 경상수지 (CA)와 자본수지 (KA)를 합친 값을 반영한다. 자본수지가 균형이고 통계불일치 (SD)가 없다고 가정하면 금융계정은 경상수지의 거울과 같다. 만약 경상수지도 균형이라면 매입한 금융자산과 매각한 금융자산의 가치는 같다. 이를테면 은행이 해외에서 조달한 차입금을 내국인이 해외주식투자로 운용하는 경우다. 경상수지가 흑자라면 비거주자로부터 매입한 금융자산이 매각한 금융자산보다 흑자분 만큼 크다. 요컨대 금융계정은 돈의 흐름이라는 측면에서 일정기간동안 다양한 경로를 통해 거주자가 조달(운용)한 자금이 어떻게 금융자산으로 운용(조달)되었는지를 세부 항목별로 보여준다.

한편 IIP는 특정 시점에서 BOP상 금융계정의 분류체계에 따라 거주자가 보유한 대외금융자산과 금융부채를 기록한다. 본고는 대부분 관련문헌을 따라 IIP와 BOP상 금융계정의 파생금융상품 항목은 모두 제외한다.²⁾ 대외자산과 대외부채의 변동은 다음의 두 요인으로 구성된다.

$$A_{t+1} - A_t = FA_{t+1}^A + CG_{t+1}^A \quad (2)$$

$$L_{t+1} - L_t = FA_{t+1}^L + CG_{t+1}^L \quad (3)$$

FA_{t+1}^A 는 $t+1$ 기동안 거주자가 비거주자를 상대로 한 금융자산의 순매입(수입) 규모를, FA_{t+1}^L 는 금융자산의 순매각(수출) 규모를 각각 나타낸다. CG_{t+1}^A (CG_{t+1}^L)는 A_t (L_t)에 대한 미실현 가치의 증가, 즉 평가차익을 표시하며 IIP와 BOP로부터 산출된다. 두식을 차감하면 순대외자산 변동의 식을 구할 수 있다.

$$NEA_{t+1} - NEA_t = (A_{t+1} - L_{t+1}) - (A_t - L_t) = -FA_{t+1} + CG_{t+1} \quad (4)$$

여기서 다음의 등식이 성립한다: $FA_{t+1}^L = FA_{t+1}^L - FA_{t+1}^A$; $CG_{t+1} = CG_{t+1}^A - CG_{t+1}^L$.

〈표 1〉은 2000-2019년 기간동안 발생한 우리나라 대외자산과 부채의 변동을 금융계정 상 금융자산과 부채의 순증가분과 가격변동, 환율변동 등에 따른 평가차익으로 구분한 것이다. 전자를 거래요인, 후자를 비거래요인이라고 각각 부르기로 한다. 김경수·송은영(2012)이 고려한 2000-2010년과 비교하기 위해 표본기간을 둘로 나누었다. 2000-2010년 기간에 수지흑자에도 불구하고, 평가손실이 더 커 오히려 순대외자산은 감소했다. 그러나 2014년부터 대외자산이 대외부채를 초과해 순대외자산국이 되었는데 2011-2019년을 2000-2010년과 비교하면 상대적으로 수지흑자폭이 더 늘어났을 뿐 아니라 평가손실도 크게 줄어들어 2000-2010년과 달리 거래요인이 비거래요인을 압도한 결과다. 비거래요인이 감소한 것은 대외자산변동의 비거래요인이 여전히 낮은 수준이기는 하나 전기보다는 증가한 가운데 대외부채변동의 비거래요인이 크게

2) 파생금융상품은 2009년 국제투자대조표와 국제수지표의 기초자료가 변경되어 일관성 있는 함의를 찾기 어렵다.

감소했기 때문이다.

〈표 1〉 대외자산과 대외부채의 변동분해: 한국(백만 USD)

	2000년말	FA	CG	2010년말	FA	CG	2019년말
NEA ¹⁾	-36,455	148,321	-244,739	-132,873	676,090	-42,067	501,150
EA ²⁾	180,878	467,750	17,579	666,207	907,240	96,803	1,670,250
EL ³⁾	217,333	319,430	262,318	799,080	231,150	138,870	1,169,101

주: 1) NEA 순대외자산; 2) EA 대외자산; 3) EL 대외부채.

자료: 한국은행 ECOS 자료로부터 계산.

한편 같은 기간동안 미국은 반대의 패턴을 보인다(〈표 2〉). 전기간에 걸쳐 대외자산의 변동에서 차지하는 비거래요인의 비중은 기간에 관계없이 비슷하지만 대외부채 변동의 비거래요인은 2010년 전후가 전혀 다른 모습이다. 2010년 이후 대외부채에서 발생한 비거래요인이 대외자산의 비거래요인보다 커 거래요인과 비거래요인 모두 순 대외자산을 감소하는 요인으로 작용했다. 이 기간에서는 암흑물질가설은 성립하지 않는다. 미국에 투자하는 외국인이 더 큰 평가차익을 누렸기 때문이다.

〈표 2〉 대외자산과 대외부채의 변동분해: 미국(백만 USD)

	2000년말	FA	CG	2010년말	FA	CG	2019년말
NEA	-1,536,248	-5,530,878	4,445,672	-2,621,454	-3,383,308	-5,065,895	-11,070,657
EA	7,642,326	6,358,567	4,115,341	1,8116,234	4,706,449	4,539,687	27,362,370
EL	9,178,574	11,889,445	-330,331	20,737,688	8,089,757	9,605,582	38,433,027

자료: Bureau of Economic Analysis(BEA) 자료로부터 계산.

〈표 3〉와 〈표 4〉는 양국 대외자산·부채의 변동요인을 거래요인과 비거래요인 대신 1) 거래요인에서 투자수익을 차감한 값인 신규투자자와 2) 투자수익을 기존 보유자산에 따른 평가이익에 합쳐 구분한 것이다. 2011-2019년을 2000-2010년과 비교하면 대외자산과 부채가 벌어들이는 투자수익과 평가이익은 신규투자자보다 상대적으로 더 큰 비중을 차지한다. 선진국보다 늦게 자본개방을 단행한 우리나라는 여전히 신규투자가 압도하고 있으나 2000-2011년 보다 상대적인 비중은 감소했다. 미국은 대외자산에 부(負)의 신규투자가 일어났다.

〈표 3〉 대외자산·부채 변동요인: 한국(백만 USD)

	2000년말	$FA - I^{(1)}$	$CG + I^{(2)}$	2010년말	$FA - I$	$CG + I$	2019년말
EA	180,878	337,877	147,452	666,207	643,650	360,393	1,670,250
EL	217,333	153,378	428,370	799,080	35,402	334,619	1,169,101

주: 1) (금융계정 >) 대외자산- (경상수지 > 투자소득수지 >) 투자소득수입; 대외부채-투자소득지급.

2) 평가이익+투자소득수입; 평가이익+투자소득지급.

출처: ECOS.

〈표 4〉 대외자산·부채 변동요인: 미국(백만 USD)

	2000년말	$FA - I$	$CG + I$	2010년말	$FA - I$	$CG + I$	2019년말
EA	7,642,326	791,807	9,682,101	18,116,234	-3,400,637	12,646,773	27,362,370
EL	9,178,574	7,057,679	4,501,435	20,737,688	1,994,616	15,700,723	38,433,027

출처: BEA.

대외자산과 부채에서 차지하는 비거래요인의 중요성은 대외자산·부채 변동과의 상관관계로부터 가늠할 수 있다. 〈표 5〉는 2001-2019년 기간동안 국제투자대조표로부터 양국의 대외자산과 대외부채의 연간 변동치를 구하고 국제수지표를 이용해 그 변동치를 거래요인과 비거래요인으로 분해해 주요 변수들 사이의 상관계수를 보고한 것이다.³⁾ 두 나라 모두 순대외자산의 변동에 거래요인보다 비거래요인이 더 많은 영향을 미치는 것은 비거래요인이 대외자산과 부채의 변동에 더 많은 영향을 미치기 때문이다. 다만 우리나라의 경우 대외자산의 변동과 거래요인 사이의 상관계수(0.91)

〈표 5〉 대외자산·부채 변동, 거래·비거래요인간 상관계수: 한국(미국)

	ΔEA	$\Delta EL > FA^L$	$\Delta EL > CG^L$	ΔNEA
ΔEL	0.74 (0.89)	0.67 (0.52)	0.98 (0.95)	
$\Delta EA > FA^A$	0.91 (0.66)			
$\Delta EA > CG^A$	0.82 (0.98)		0.87 (0.85)	
$\Delta NEA > FA$				0.43 (0.08)
$\Delta NEA > CG$				0.86 (0.99)

주: ΔEA (ΔFL) 대외자산(부채)의 변동; ΔNEA 순대외자산의 변동; FA^A (FA^L) 금융자산매입(매각); CG^A (CG^L) 대외자산(부채) 재평가.

출처: ECOS, BEA.

3) 관심있는 독자의 요청 시 계산과정을 공유하고자 한다.

가 미국(0.66) 보다 훨씬 크다. 그 이유는 외환시스템의 특성 상 준비자산과 같은 안전자산이 대외자산의 높은 비중을 차지하고 있기 때문이다. 한편 우리나라 대외부채의 변동과 비거래요인과의 상관계수(0.98)가 매우 큰 것은 외국인들이 주식과 같은 위험자산을 위주로 국내에 투자하기 때문이다.

한편 <그림 1>에서 확인할 수 있듯이 양국 순대외자산의 변동에는 부(-)의 상관관계(상관계수 -0.82)가 일어나는데 이는 양국 비거래요인의 강한 부(-)의 상관관계(-0.85)에서 비롯한다(<표 6>).⁴⁾ 주목할 것은 순대외자산을 대외자산과 대외부채로 분리해 볼 때 양국의 대외부채변동을 제외하면 양국 비거래요인 사이에 강한 정(+)의 상관관계가 일어난다는 사실이다.⁵⁾ 여기서 별도로 보고하지는 않았으나 대외자산과 부채의 세부항목 가운데 증권투자>지분성증권, 즉 주식이 정(+)의 상관관계를 주도하고 있다.⁶⁾ 표본기간을 단축해도 유사한 패턴이 관찰된다.

<표 6> 대외자산·부채 변동과 그 요인간 상관계수: 한국과 미국

		한국				
		ΔNEA	FA	CG	$\Delta EA > CG^A$	$\Delta EL > CG^L$
미국	ΔNEA	-0.82 (-0.88)				
	FA		0.64 (0.40)			
	CG			-0.85 (-0.91)		
	$\Delta EA > CG^A$				0.90 (0.93)	0.92 (0.95)
	$\Delta EL > CG^L$				0.81 (0.90)	0.65 (0.88)

주: 괄호 안은 2001-2010년 기간의 상관계수.

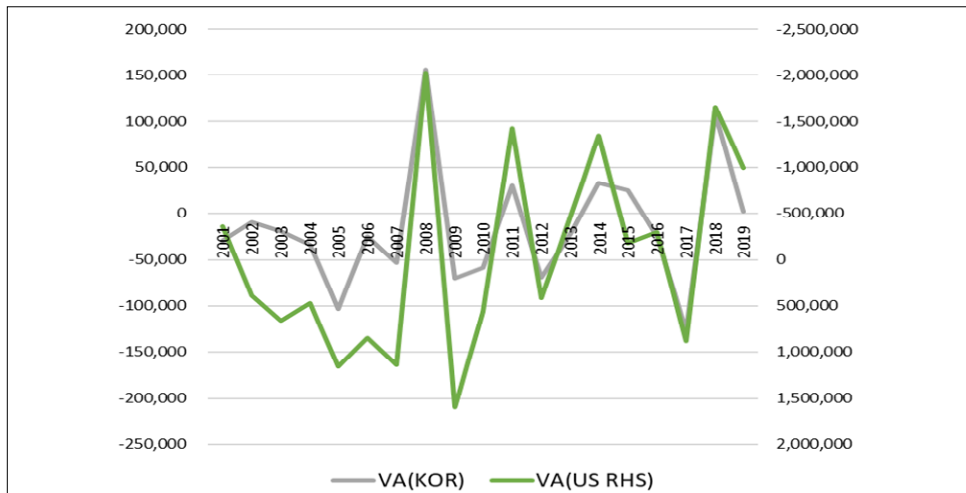
출처: ECOS, BEA.

4) 참고로 2019년을 기준으로 단일 국가 가운데 미국은 우리나라 대외자산과 부채 그리고 각 세부 항목의 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 2011-2019년 기간동안 대외자산의 평균 26.5%, 대외부채의 27.3%를 차지하고 있다. 특히 대외자산>증권투자는 40.7%, 대외부채>증권투자는 35.2%에 이르며 증가하는 추세다.

5) 양국 순대외자산 변동이 부(-)의 상관관계를 가지는 것은 <표 1>에서 보듯이 우리나라 대외부채의 비거래요인이 대외자산의 비거래요인보다 큰 데서 연유한다.

6) 글로벌 주식시장통합에 관한 223개 문헌의 서베이에 따르면 아시아금융위기와 글로벌금융위기는 통합화를 가속화하는 사건이었다(Raju and Pavto, 2019). 유사한 맥락에서 글로벌금융위기 이후 미국을 중심으로 한 글로벌 주식시장이 국내금융시장에 미치는 영향력은 증가했다(이근영·김남현, 2012).

〈그림 1〉 비거래요인: 한국과 미국(백만 USA)



출처: BEA, ECOS.

Ⅲ. 분석모형

아래와 같이 대외자산과 부채를 일종의 증권으로 보되 그 가치의 변동을 대외자산과 부채에서 발생하는 투자소득의 흐름을 별도로 거래요인에서 분리해 수익률에 포함시키는 것으로 표시한다. 이와 같은 접근방법은 대외자산과 부채의 변동을 비거래요인과 거래요인으로 구분하는 대신 기존 자산에서 발생하는 요인과 신규투자에 의해 일어나는 요인으로 나눌 수 있게 한다.

$$A_{t+1} - A_t = (r_{t+1}^A + h_{t+1}^A)A_t + (FA_{t+1}^A - I_{t+1}^A) \quad (5)$$

$$L_{t+1} - L_t = (r_{t+1}^L + h_{t+1}^L)L_t + (FA_{t+1}^L - I_{t+1}^L) \quad (6)$$

$$r_{t+1}^A = \frac{CG_{t+1}^A}{A_t}, \quad h_{t+1}^A = \frac{I_{t+1}^A}{A_t}, \quad r_{t+1}^L = \frac{CG_{t+1}^L}{L_t}, \quad h_{t+1}^L = \frac{I_{t+1}^L}{L_t} \quad (7)$$

여기서 변수 r_{t+1}^A 은 t 기 대외자산 A_t 의 평가수익률을, h_{t+1}^A 은 투자수익률을 각각 나타내며 A_t 의 수익률을 구성한다. 마찬가지로 r_{t+1}^L 은 t 기 대외부채 L_t 의 평가수익률을, h_{t+1}^L 은 투자수익률을 표시한다. I_{t+1}^A 은 $t+1$ 기 (경상수지 > 본원소득수지 > 투자소득수지 가운데) 대외자산에서 실현된 배당 및 이자 소득을, 마찬가지로 I_{t+1}^L

은 $t+1$ 기 대외부채에서 실현된 투자소득을 표시한다.

두 식을 다음과 같이 순대외자산의 식으로 통합하면 순대외자산 변동을 1) 기존 순대외자산이 벌어들이는 투자수입, 2) 투자수익률 차에 따른 수입, 3) 대외자산과 부채의 평가차익 그리고 4) 신규 순대외자산의 증가의 네 요인으로 구분할 수 있다.

$$NEA_{t+1} - NEA_t = h_{t+1}^A NEA_t + (h_{t+1}^A - h_{t+1}^L) L_t + (r_{t+1}^A A_t - r_{t+1}^L L_t) - (FA_{t+1} + I_{t+1}) \quad (8)$$

$$NEA_t \equiv A_t - L_t, \quad I_{t+1} = I_{t+1}^A - I_{t+1}^L \quad (9)$$

I_{t+1} 는 경상수지에서 본원소득수지 항목 가운데 투자소득수지를 나타낸다. 앞에서 설명했듯이 달러화 중심의 국제통화질서에서 세계의 은행가, 벤처자본가로서 ‘얼토당토 않은 특권’을 누리는 미국은 오른편 식의 두번째, 세번째 항을 통해 보일 수 있다. 이 특권은 낮은 금리(h^L)로 달러화를 조달해 높은 금리(h^A)로 운용할 때 그 차($h^A - h^L$) 만큼 투자소득을, 안전자산을 매각하고 위험자산에 투자할 때 위험 프리미엄($r_{t+1}^A A_t - r_{t+1}^L L_t$)을 수취할 수 있게 한다.

〈표 7〉는 2000-2019년 기간동안 발생한 한미 양국 순대외자산의 변동을 위 식에 따라 네 항목으로 나눈 것이다. 괄호안은 2000-2010년의 해당항목의 수치다. 두 기간을 비교할 때 우리나라가 2014년 순대외자산국으로 전환한 것은 무엇보다 신규투자, 즉 경상수지흑자가 크게 증가한 데 요인이 있다. 다음으로 평가이익은 2000-2010년과 달리 표본기간이 늘어나도 크게 감소하지 않았는데 투자수입이 늘어난 것으로 고려하면 대외자산구성에 위험자산의 비중이 늘어난데 그 배경이 있는 것으로 추정된다.

한편 미국의 경우 평가차익이 오히려 마이너스로 전환된 것은 Gourinchas, Rey and Sauzet (2019)가 제기했듯이 2011-2019년에 남유럽재정위기, 긴축발작, 미 연준의 중립적 통화정책 등 글로벌금융시장의 불안이 집중되어 글로벌보험자의 역할을 수행했기 때문일 수 있다. 더욱이 금융불안에 따른 안전자산선호로 달러화 환율이 상승했을 것을 고려하면 대외자산에 환차손이, 대외부채에 환차익이 발생했을 것이다. 실제로 미 경제분석국(BEA)은 2003년부터 환율변동에 따른 비거래요인을 별도로 발표하고 있으며 이 기간에 대외자산에 환차손이 집중적으로 발생했다.⁷⁾ 그러나 평가손실을 단지 글로벌보험자의 탓으로만 볼 지 여부는 추가로 논의가 필요하다. 한편 막

대한 규모의 정(+)의 스프레드는 미국을 세계의 은행가로 보기에 손색이 없다.

〈표 7〉 순대외자산 변동(2000-2019)의 구성(백만 USD)

	합계	투자수입	스프레드	평가차익	신규투자
한국	537,605 (-96,418)	-14,410 (-33,429)	46,073 (-2,750)	-286,806 (-244,739)	792,748 (184,499)
미국	-9,534,409 (-1,085,206)	-3,553,209 (-1,098,852)	6,300,148 (1,833,846)	-620,223 (4,445,672)	-11,661,125 (-6,265,872)

주: 괄호 안은 2000-2010년.

자료: ECOS, BEA.

한편 대외자산과 부채를 명목 GDP대비 비율로 표시하고 그 동태식을 구할 수 있다. 이 접근방식은 대외자산과 부채의 변동을 조감(鳥瞰)하고 나라별 변동요인을 경제규모에 관계없이 비교할 수 있다는 장점이 있다. 대외자산의 식은 다음과 같이 표시한다.

$$a_{t+1} = (\tilde{h}_{t+1}^A + \tilde{r}_{t+1}^A)a_t + fa_{t+1}^A + in_{t+1}^A \quad (10)$$

$$a_t = \frac{A_t}{GDP_t}, \quad \tilde{r}_{t+1}^A = \frac{r_{t+1}^A}{G_{t+1}}, \quad \tilde{h}_{t+1}^A = \frac{1+h_{t+1}^A}{G_{t+1}}, \quad G_{t+1} = \frac{GDP_{t+1}}{GDP_t},$$

$$fa_{t+1}^A = \frac{FA_{t+1}^A}{GDP_{t+1}}, \quad in_{t+1}^A = \frac{I_{t+1}^A}{GDP_{t+1}} \quad (11)$$

마찬가지 방법으로 대외부채의 식은 다음과 같다.

$$l_{t+1} = (\tilde{h}_{t+1}^L + \tilde{r}_{t+1}^L)l_t + fa_{t+1}^L + in_{t+1}^L \quad (12)$$

$$l_t = \frac{L_t}{GDP_t}, \quad \tilde{r}_{t+1}^L = \frac{r_{t+1}^L}{G_{t+1}}, \quad \tilde{h}_{t+1}^L = \frac{1+h_{t+1}^L}{G_{t+1}}, \quad fa_{t+1}^L = \frac{FA_{t+1}^L}{GDP_{t+1}},$$

$$in_{t+1}^L = \frac{I_{t+1}^L}{GDP_{t+1}} \quad (13)$$

7) 실제로 2003-2010년 기간 환차익은 1,163,641백만달러에 이르나 반대로 2011-2019년 기간은 2,467,204백만달러의 환손실을 보았다. 그러나 대외부채에서 일어난 환율변동에 따른 비거래요인은 일부 항목들에서 영(零)으로 처리해 신뢰하기는 어렵다.

두 식은 다음과 같이 하나로 묶으면 식(8)과 유사한 GDP대비 순대외자산의 변동 식으로 전환할 수 있다.

$$nea_{t+1} = \tilde{h}_{t+1}^A nea_t + (\tilde{h}_{t+1}^A - \tilde{h}_{t+1}^L)l_t + (\tilde{r}_{t+1}^A a_t - \tilde{r}_{t+1}^L l_t) - (fa_{t+1} + in_{t+1}) \quad (14)$$

$$nea_t = a_t - l_t, \quad fa_{t+1} = \frac{FA_{t+1}}{GDP_{t+1}}, \quad in_{t+1} = in_{t+1}^A - in_{t+1}^L \quad (15)$$

〈표 8〉은 2000-2019년 기간동안 GDP대비 순대외자산의 변동을 위의 식에 따라 구분한 것이다. 표의 두번째 그리고 세번째 열의 총수익률은 기하 연평균으로 측정했으며 나머지는 모두 산술 연평균 값이다. 괄호안의 숫자는 2000-2010년의 해당 항목이다. 우리나라의 GDP 대비 대외순자산이 플러스로 돌아선 것은 대외부채의 비거래요인($\tilde{r}^L l$)이 감소하고 신규투자($-(fa + in)$)가 늘어났기 때문이다. 한편 미국의 경우 신규투자($-(fa + in)$)가 덜 감소했고 투자수익률차($\tilde{h}^A - \tilde{h}^L$)는 더 증가했음에도 불구하고 순대외자산은 더 감소한 것은 대외부채의 비거래요인($\tilde{r}^L l$)이 크게 증가했기 때문이다.

〈표 8〉 GDP 대비 순대외자산의 변동요인

	nea_{2000}	\tilde{h}^{A1}	\tilde{h}^L	비거래요인		$-(fa + in)$	nea_{2019} (nea_{2010})
				$\tilde{r}^A a$	$\tilde{r}^L l$		
한국	-0.06	0.98 (0.97) ²⁾	0.98 (0.97)	0.00 (0.00)	0.02 (0.03)	0.03 (0.02)	0.30 (-0.12)
미국	-0.15	1.01 (1.01)	0.99 (1.00)	0.03 (0.03)	0.03 (0.00)	-0.04 (-0.05)	-0.52 (-0.17)

주: 1) $\tilde{h}^A(\tilde{h}^L)$ 기하평균이며 나머지는 산술평균.

2) 괄호 안은 2000-2010년.

자료: ECOS, BEA.

IIP의 대외자산과 부채는 BOP상 금융계정의 분류체계를 따라 직접투자, 증권투자, 파생금융상품과 기타투자로 구성되어 있으며 다만 대외자산의 경우 준비자산을 추가한다. 다시 증권투자는 주식과 같은 지분증권과 채권과 같은 부채성증권으로 세분된다. 대외자산과 부채의 변동에는 거래 및 비거래요인을 구성하는 다양한 세부항

목이 있기 때문에 구체적으로 어떤 항목이 변동요인에 얼마나 기여했는가를 분석하는 것이 필요하다. 이를 위해 $t+1$ 기 말 대외자산 i 의 평가액 A_{t+1}^i 는 다음과 같이 네 항목으로 구성한다.

$$A_{t+1}^i = A_t^i + r_{t+1}^{Ai} A_t^i + h_{t+1}^{Ai} A_t^i + (FA_{t+1}^{Ai} - h_{t+1}^{Ai} A_t^i) \quad (16)$$

$$r_{t+1}^{Ai} = \frac{CG_{t+1}^{Ai}}{A_t^i}, \quad h_{t+1}^{Ai} = \frac{I_{t+1}^{Ai}}{A_t^i} \quad (17)$$

오른 쪽 첫째 항 A_t^i 는 t 기말 자산 i 의 평가액, 두 번째 항 r_{t+1}^{Ai} 은 A_t^i 의 평가수익률, 세 번째 항 h_{t+1}^{Ai} 는 $t+1$ 기 동안 A_t^i 로부터 발생한 투자수익률을 표시한다. 마지막 항 $(FA_{t+1}^{Ai} - h_{t+1}^{Ai} A_t^i)$ 는 거래요인으로서 $t+1$ 기 동안 투자소득을 제외한 내국인이 취득한 자산 i 의 증가분이다. 다시 이 식을 자산 i 의 변동($A_{t+1}^i - A_t^i$)을 자산 A_t^i 로부터 발생한 평가이익 및 실현된 투자수익 그리고 신규자산 증가분으로 구분해 다음과 같이 표시한다. 전체 대외자산의 평가액 A_{t+1} 은 다음의 식으로 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned} A_{t+1} &= \sum_i A_{t+1}^i = \sum_i A_t^i \sum_i (1 + r_{t+1}^{Ai} + h_{t+1}^{Ai}) \frac{A_t^i}{\sum_i A_t^i} + \sum_i (FA_{t+1}^{Ai} - I_{t+1}^{Ai}) \\ &= A_t \sum_i a_t^i (1 + r_{t+1}^{Ai} + h_{t+1}^{Ai}) + \sum_i (FA_{t+1}^{Ai} - I_{t+1}^{Ai}) \\ &= (1 + r_{t+1}^A + h_{t+1}^A) A_t + (FA_{t+1}^A - I_{t+1}^A) \end{aligned} \quad (18)$$

$$a_t^i = A_t^i / \sum_i A_t^i; \quad \sum_i a_t^i = 1 \quad (19)$$

여기서 a_t^i 는 전체 대외자산 A_t 에서 차지하는 A_t^i 의 비중을, $a_t^i(1 + r_{t+1}^{Ai} + h_{t+1}^{Ai})$ 는 A_t 의 가중치부가 총수익률을 각각 나타내며 $r_{t+1}^A = \sum_i a_t^i r_{t+1}^{Ai}$, $h_{t+1}^A = \sum_i a_t^i h_{t+1}^{Ai}$ 의 등식이 성립한다. 이와 같은 방법으로 투자자산 가치변동의 비거래요인을 다시 대외자산구성에 따른 구성효과(Composition effect)와 투자자산의 수익률에 따른 수익효과(Return effect)로 측정할 수 있다. <표 9>와 <표 10>에서 보듯이 우리나라가 미국보다 안전자산인 준비자산의 비중이 크나 직접투자나 주식과 같은 위험자산의 비중은 작다. 그러므로 구성효과는 우리나라 대외자산의 비거래요인이 미국보다 작게 할

요인으로 작용한다. 한편 수익효과는 미국의 얼토당토 않은 특권을 고려할 때 같은 유형에 속한 자산의 수익률이 두 나라 사이에 유의미한 차이를 가지게 할 것으로 기대된다.

같은 방법으로 대외부채에 대한 식을 다음과 같이 세분할 수 있다.

$$L_{t+1}^j = L_t^j + r_{t+1}^{Lj} L_t^j + h_{t+1}^{Lj} L_t^j + (FA_{t+1}^{Lj} - h_{t+1}^{Lj} L_t^j) \quad (21)$$

$$\begin{aligned} L_{t+1} &= \sum_j L_{t+1}^j = \sum_j L_t^j \sum_j (1 + r_{t+1}^{Lj} + h_{t+1}^{Lj}) \frac{L_t^j}{\sum_j L_t^j} + \sum_j (FA_{t+1}^{Lj} - L_{t+1}^{Lj}) \\ &= L_t \sum_j l_t^j (1 + r_{t+1}^{Lj} + h_{t+1}^{Lj}) + \sum_j (FA_{t+1}^{Lj} - L_{t+1}^{Lj}) \\ &= (1 + r_{t+1}^L + h_{t+1}^L) L_t + (FA_{t+1}^L - L_{t+1}^L) \end{aligned} \quad (22)$$

$$l_t^j = L_t^j / \sum_j L_t^j ; \sum_j l_t^j = 1 \quad (23)$$

앞의 경우와 마찬가지로 l_t^j 는 전체 대외부채 L_t 에서 차지하는 L_t^j 의 비중을, $l_t^j(1 + r_{t+1}^{Lj} + h_{t+1}^{Lj})$ 은 L_t 에 대한 가중치부가 총수익률을 각각 나타내며 $r_{t+1}^L = \sum_j l_t^j r_{t+1}^{Lj}$, $h_{t+1}^L = \sum_j l_t^j h_{t+1}^{Lj}$ 의 등식이 성립한다.

〈표 9〉는 2001-2019년, 2011-2019년, 2001-2010년 기간의 우리나라 대외자산과 부채의 항목별 구성비중과 총수익률을 보고한 것이다. 2011-2019년을 2001-2010년과 비교하면 대외자산의 구성에 상당한 변화가 일어난 것을 확인할 수 있다. 준비자산의 비중이 크게 감소했고 대신 직접투자와 주식의 비중은 늘어났다. 주식과 직접투자의 수익률은 증가했지만 전체수익률에서는 차이가 없다. 만약 직접투자와 주식의 비중이 늘어나지 않았더라면 전체수익률은 감소했을 것이다. 한편 대외부채의 경우 기타투자와 직접투자 비중이 감소했으며 대신 주식, 채권의 비중이 증가했다. 대외부채의 총수익률이 연평균 7% 감소했는데 채권을 제외한 모든 부문에서 하락했으며 특히 주식에서 수익률이 크게 감소했다.

미국도 두 기간동안 대외자산과 대외부채의 총수익률 격차가 평균 5%에서 1%로 감소해 양국 모두 수렴하는 현상이 일어났다(〈표 10〉). 대외자산은 직접투자를 제외한 모든 항목에서 수익률이 감소했으나 대외부채는 직접투자, 주식에서 수익률의 증가가 일어났다.⁸⁾ 대외부채에서 가장 큰 구성의 변화가 일어난 기타투자(-5%)와 주

8) Curcuro, Thomas, and Warnock(2013)에 따르면 1990-2011년 기간동안 미국 대외자산과 부

식(+5%)이 대외부채 총수익률이 증가하는 데 기여했음은 자명하다. 양국 모두 대외 자산과 부채에서 기타투자의 비중이 감소가 일어나고 대신 주식과 채권의 비중이 증가한 것은 글로벌경제의 자본흐름이 자본시장을 중심으로 일어나고 있음을 시사한다.⁹⁾

〈표 9〉 대외자산·부채 구성과 수익률: 한국(2001-2019년, {·} 2011-2019년, (·) 2001-2010년)

	직접투자		주식		채권		기타투자		준비자산		WR ³⁾
	S ¹⁾	R ²⁾	S	R	S	R	S	R	S	R	
대외자산	0.18 [0.25] (0.13)	1.05 [1.06] (1.03)	0.10 [0.14] (0.06)	1.01 [1.06] (0.97)	0.07 [0.08] (0.07)	0.94 [0.94] (0.93)	0.20 [0.19] (0.21)	1.09 [1.06] (1.12)	0.45 [0.35] (0.53)	1.02 [1.01] (1.02)	1.04 [1.04] (1.04)
대외부채	0.19 [0.19] (0.20)	1.09 [1.07] (1.11)	0.37 [0.40] (0.35)	1.13 [1.05] (1.22)	0.19 [0.22] (0.17)	1.00 [1.01] (0.99)	0.24 [0.19] (0.29)	1.04 [1.01] (1.06)			1.08 [1.04] (1.11)

주: 1) 구성비중; 2) 연간총수익률($1+r_{t+1}^{Ai}+h_{t+1}^{Ai}$)의 기하평균; 3) 가중합계연간총수익률($1+\sum_i a_t^i r_{t+1}^{Ai}+\sum_i a_t^i h_{t+1}^{Ai}$)의 기하평균.

자료: ECOS.

〈표 10〉 대외자산·부채 구성과 수익률: 미국(2001-2019년, {·} 2011-2019년, (·) 2001-2010년)

	직접투자		주식		채권		기타투자		준비자산		WR
	S	R	S	R	S	R	S	R	S	R	
대외자산	0.33 [0.32] (0.33)	1.08 [1.08] (1.07)	0.27 [0.31] (0.24)	1.09 [1.09] (1.10)	0.12 [0.13] (0.11)	1.08 [1.05] (1.10)	0.25 [0.21] (0.29)	1.05 [1.02] (1.07)	0.02 [0.02] (0.02)	1.07 [1.00] (1.14)	1.07 [1.07] (1.08)
대외부채	0.23 [0.23] (0.24)	1.04 [1.09] (1.00)	0.18 [0.21] (0.16)	1.08 [1.13] (1.04)	0.36 [0.37] (0.35)	1.04 [1.03] (1.05)	0.23 [0.20] (0.25)	1.03 [1.03] (1.03)			1.05 [1.06] (1.03)

자료: BEA.

채의 수익률 차이 1.9%를 구성효과와 수익효과로 구분할 때 1.8%가 수익효과에 기인하며 직접투자에서 대부분의 수익률의 차이가 일어났다.

- 9) 실제로 공공보유 미 국가채무, 즉 미 정부가 금융시장을 통해 조달한 채무 가운데 외국인 보유 비중은 2012.9월 49%를 정점으로 하락추세를 보인다(Treasury Department, 2020). 2020.3월 외국인 보유비중은 39%에 이르며 나머지는 연준(24%), 뮤추얼펀드(21%), 연기금(11%) 등 내국인이 보유하고 있다(Peterson Foundation, 2020).

IV. 요약 및 맺는 말

지난 10년 한미 양국의 순대외자산은 그 이전 10년과 반대의 패턴을 보이고 있다. 기조적인 경상수지흑자에도 불구하고 부(-)의 순대외자산을 기록했던 우리나라는 정(+)으로 전환했다. 한편 미국의 경우 수지적자보다 훨씬 작았던 순대외자산의 감소폭은 경상수지적자를 추월했다.

글로벌경제지도에서 차지하는 두 나라의 위치를 고려할 때 두 현상을 단지 우연으로 볼 수는 없으며 설명되어야 할 과제다. 우선 순대외자산 패턴의 변화는 양국 대외부채 비거래요인이 주도했다. 달러화로 측정된 우리나라 대외부채 비거래요인은 크게 감소한 반면 미국 대외부채 비거래요인은 크게 증가했다. 2003년부터 미 경제분석국(BEA)이 발표한 대외자산 비거래요인 가운데 환차손의 발생이 이 시기에 집중된 사실로부터 글로벌금융불안에 따른 안전자산 선호가 동반한 강(強) 달러가 요인으로 작용했을 것으로 추측할 수 있다.¹⁰⁾

달러화 강세가 양국 대외부채의 비거래요인에 큰 영향을 미쳤을 것으로 추정할 수는 있으나 모든 것을 설명할 수는 없다. 양국 대외자산과 부채 수익률의 수렴에는 수익률이 높은 쪽으로 우리나라 대외자산, 미국의 대외부채 구성의 리밸런싱도 기여했다. 무엇보다도 우리나라 대외자산에서 차지하는 준비금의 비중이 크게 준 대신 직접투자, 주식의 비중이 늘어난 것은 주목할 만하다. 이와 같은 자산구성의 선진화는 우리나라가 글로벌경제지도에서 미국의 대척점에서 벗어나고 있다는 증거다.

한편 우리나라 대외자산구성의 변화와 유사하게 미국의 대외부채도 기타투자의 비중이 감소하는 대신 주식과 채권의 비중이 증가했다. 이 추세는 미국의 대외부채를 보유하고 있는 자본교역국들도 마찬가지이며 그만큼 글로벌경제에서 자본의 교차거래가 확대되는 것을 말한다. 이 추세가 앞으로도 계속된다면 중심국의 '얼토당토 않은 특권'에 어떤 함의를 가지게 되는 지 지켜볼 일이다.

덧붙여 우리나라 대외자산구성의 선진화를 무리없이 수용하기 위해서는 원화국제화 등 외환시스템의 정비가 필요하다. 스스로 안전자산을 제조할 수 없는 나라에서

10) 만약 환율변동으로만 설명한다면 대외자산과 부채 항목 가운데 주식의 투자수익률이 높은 상관계수 값(0.91)을 가지는 것은 정당화하기 어렵다. 직접투자(0.92)도 마찬가지다. 대외부채의 비거래요인이 증가한 배경으로서 미국경제의 장기호황을 들 수 있다. 달러화 환율을 고려한 MSCI 세계주가지수는 2011-2019년 기간동안 138% 상승했으나 같은 기간 SP500지수는 152% 상승했기 때문이다.

아무런 제약없이 위험자산에 대한 투자가 일어날 수는 없다. 변동성이 높은 자본흐름에 대응해 외환당국이 끊임없이 보유외환을 확충하거나 어떤 형태로든 위험자산투자에 대한 규제는 불가피하기 때문이다. 2007년 내국인 해외주식투자가 활성화되었을 때 당시 경상수지흑자가 줄어들자 그 재원을 해외차입 등 외채로 조달했다. 이 때 늘어난 외채는 다음 해 한국경제가 글로벌금융위기로 크게 고통을 받는 요인이 되었다. GDP수준이 우리나라와 비슷하나 통화국제화가 충분히 진전된 호주와 달리 원화국제화가 미흡해 당초 외채를 원화로 발행하지 못했을 뿐 아니라 국제통화로 발행 시 환리스크를 국제금융시장에서 헤징할 수 없었다(김경수, 2013). 결국 정부는 해외차입을 규제하는 거시건전성정책을 시행했다.

■ 참 고 문 헌

1. 김경수, “비통념적 시각에서 본 금융인정체계의 구축,” 『금융연구』, 제27집 제4호, 2013, pp. 1-24.
2. 김경수 · 송은영, “우리나라 대외자산 · 부채 변동요인의 분석,” 『국제경제연구』, 제18집, 제2호, 2012, pp. 29-58.
3. 이근영 · 김남현, “국내외 금융변수들의 연계성분석,” 『국제경제연구』, 제18집 제2호, 2012, pp. 1-36.
4. Curcuru, S. E., C. P. Thomas, F. E. Warnock, “On Returns Differentials,” *FRB International Finance Discussion Papers*, Number 1077, 2013.
5. Farhi, E. and M. Maggiori, “A Model of the International Monetary System,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133, Issue 1, 2018, pp. 295-355.
6. Gourinchas, P-O., and H. Rey, “International Financial Adjustment,” *Journal of Political Economy*, Vol. 115, No. 4, 2007a, pp. 665-703.
7. _____, “From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege,” in R. Clarida, ed. *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, 2007b.
8. Gourinchas, P-O., H. Rey, and M. Sauzet., “The International Monetary and Financial System,” *NBER WP*, 25782, 2019.
9. Gourinchas, P-O. and O. Jeanne, “Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle,” *Review of Economic Studies*, Vol. 80, Issue 4, 2013, pp. 1484-1515.
10. Hausmann, R. and F. Sturzenegger, “‘Dark Matter’ Makes the U.S. Deficit Disappear,” *Financial Times*, December 7, 2005.
11. Lane, P. R. and G. M. Milesi-Ferretti, “The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis,” *IMF Economic Review*, Vol. 66, Issue 1, No. 7, 2018, pp. 189-222.
12. _____, “The External Wealth of Nations Mark II:

- Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004," *Journal of International Economics*, Vol. 73, Issue 2, 2007, pp.223-250.
13. _____, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries," *Journal of International Economics*, Vol. 55, Issue 2, 2001, pp.263-294.
 14. Peter G. Peterson Foundation, How much is the National Debt? What are the Different Measures Used? June 5, 2020
<https://www.pgpf.org/blog/2020/06/how-much-is-the-national-debt-what-are-the-different-measures-used>.
 15. Raju, G. A. and V. S. Pavto, "Stock Market Integration: A Review of Literature from a Global Perspective," *IUP Journal of Applied Finance*, Vol. 25, No. 3, 2019, pp.66-135.
 16. U. S. Treasury Department, Treasury Direct 2020. 8. 21일 접속
<https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/pd.htm>.

A Tale of Two Countries*

Kyungsoo Kim**

Abstract

In the last decade, the net foreign assets (NEA) of both Korea and the United States have shown the opposite pattern from the previous decade. Korea's NEA, which had recorded negative despite the current account surplus (CA), has turned to a positive. Meanwhile, in the United States, there has been a decline in the NEA, that is far less than the CA deficit. These two phenomena cannot be viewed as a coincidence and should be explained. First, the change in the NEA pattern took place primarily in external debt (EL) in both countries and was driven by valuation channels. Here, the strong dollar along with the preference for global safe assets due to global financial vulnerabilities seems to have had a major impact on ELs. Second, the rates of return on Korea's external assets (EA) and US EL has converged. This is because both Korea's EA and US EL have been rebalanced to high-yield components such as 'stocks.' In Korea, the share of 'direct investments' and 'stocks' increased, which led to an increase in return on EA, while the share of 'reserves' decreased significantly. Likewise, the share of 'stocks' in US EL increased while the share of 'other investments' decreased. Increasing demand for risky assets of the center country means that international capital flows motivated by risk diversification are increasing. The paper discusses the policy implication of EA configuration evolving under the current Korea's foreign exchange system.

Key Words: international investment position, balance of payments, external assets and liabilities, financial accounts, exorbitant privilege

JEL Classification: F31, F32, F34, F39

Received: Aug. 21, 2020. Revised: Sept. 19, 2020. Accepted: Oct. 5, 2020.

* Comments and suggestions from two anonymous referees are greatly acknowledged.

** Professor of Economics Emeritus at Sungkyunkwan University, 25-2, Sungkyunkwan-ro, Jongno-gu, Seoul 03063, Korea, Phone: +82-2-760-0949, e-mail: kimks@skku.edu