

이슈보고서 20-02

ISSUE
REPORT

국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 및 특성 분석

김한수

국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 및 특성 분석

저자 김한수*

본고에서는 국내 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자 현황 및 특성을 분석하였다. 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분은 글로벌 금융위기 시점을 전후로 신흥국 중심에서 선진국 중심의 포트폴리오로 전환되는 추세를 보이고 있다. 현재 국내투자자가 가장 많이 보유하고 있는 해외주식은 미국 주식으로, 특히 연기금 등 공공부문의 미국 및 주요 선진국 투자 집중도가 높은 것으로 나타나고 있다. 기타 금융기관 및 개인·기타 투자자의 경우에는 중국, 베트남 등 일부 신흥국에 대한 투자집중도가 상대적으로 높게 나타나고 있으며, 최근에는 대미 주식투자비중이 빠르게 확대되는 추세를 보이고 있다.

이론적 최적 자산배분과의 괴리 측면에서 살펴본 지역별 해외주식투자 편향도 분석결과 국내 투자자는 베트남을 제외한 대부분 주요 투자대상국에 대해 높은 수준의 편향을 보이고 있는 것으로 나타났다. 민간부문의 해외투자 편향은 공공부문 대비 전반적으로 높은 수준으로, 특히 개인·기타 투자자의 경우 미국을 제외한 주요 선진국에 대해 매우 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있다. 반면 공공부문의 경우에는 대 선진국 투자편향이 낮은 것으로 나타나고 있으나 일부 신흥국에 대해서는 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있다. 한편 본고의 해외 주식투자 결정요인 분석에 따르면 국내투자자의 해외주식투자 결정요인은 각 투자주체별로 상이한 것으로 나타나고 있다. 일반정부의 경우 투자대상국의 유동성 및 수익성 등이 유의한 해외주식투자 결정요인으로 추정되었으며, 기타 금융기관의 경우에는 일반적인 결정요인과 더불어 위험분산 효과에 대한 고려가 해외주식투자 결정요인으로 작용하고 있는 것으로 나타났다. 반면 개인·기타 투자자의 경우에는 유의한 결정요인이 추정되지 않았다.

본고의 분석결과는 국내투자자가 여전히 해외주식투자에 따른 이점을 심분 활용하지 못하고 있음을 시사하고 있다. 이에 향후 국내투자자는 해외주식투자에 대한 관점의 전환이 필요할 것으로 판단된다. 특히 해외주식투자의 가장 큰 이점은 포트폴리오 확대에 따른 위험조정 수익률 극대화에 있음을 상기하고, 국제적 위험분산 측면에서의 주요 변수에 대한 충분한 고려가 필요할 것이다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
자본시장실 연구위원 김한수(hanskim@kcmi.re.kr)

I. 서론

국내투자자의 해외주식투자자는 1996년 일반투자자의 해외증권 투자한도 폐지를 통해 완전 자유화된 이후 빠른 성장세를 지속해오고 있다. 특히 2000년대 중반 해외펀드 비과세 혜택 등 정부의 해외증권투자 활성화 정책을 계기로 민간부문의 해외주식투자자가 급성장세를 기록하였으며, 글로벌 금융위기 당시 일시적인 감소세를 기록한 이후 최근 다시금 성장세가 확대되고 있다. 최근에는 국내 연기금 성장에 따른 해외주식투자 수요 증가가 국내투자자의 해외주식투자 성장세를 주도하고 있으며, 민간부문에서도 저금리 기조 및 국내 주식시장 가격상승폭 정체 등으로 인해 투자자의 관심이 해외시장으로 확대되고 있다.

해외주식투자 확대의 가장 큰 동인은 해외투자를 통한 위험조정 수익률 제고에 있을 것이다. 이러한 측면에서 해외주식투자의 지역별 자산배분은 중요한 의미를 가진다. 해외주식투자의 이점을 십분 활용하기 위해서는 수익률이 높고 분산투자를 통한 리스크 감소가 가능한 지역으로의 자산배분이 필요하기 때문이다. 본고에서는 이러한 관점에서 최근 급증하고 있는 국내투자자의 지역별 해외주식투자의 현황 및 특성을 분석하였다. 본고의 주 연구목적은 다음과 같은 질문에 대한 해답을 제시하는데 있다.

첫째, 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분이 얼마나 효율적으로 이루어졌는지에 대한 질문이다. 이에 본고에서는 국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 분석과 더불어 이론적 최적 해외주식 포트폴리오와의 괴리 측면에서의 효율성을 분석하였다. 두 번째로는 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분이 각 투자주체별로 어떠한 차이를 보이고 있는지에 대한 질문이다. 본고에서는 민간 및 공공부문 등 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자 편향 및 차이점 등을 살펴 보았다. 마지막으로 각 투자주체는 어떠한 동인에 따라 지역별 주식투자 결정을 내리고 있는가에 대한 질문이다. 이에 본고에서는 각 투자주체의 해외주식투자 결정요인에 실증분석을 통해 이러한 질문에 대한 해답을 제시하고자 한다.

본고의 구성은 다음과 같다. 먼저 II 장에서 국내투자자의 지역별 해외주식투자 현황 및 추이를 살펴 보았으며, III 장에서는 각 지역별 및 투자주체별 해외주식투자 편향을 분석하였다. IV 장에서는 각 투자주체의 해외주식투자 결정요인을 분석하였으며, 마지막 V 장에서는 분석결과에 따른 결론 및 시사점을 제시하였다.

II. 지역별 해외주식투자 현황

본장에서는 국내투자자의 투자대상 지역 및 투자주체별 해외주식투자 추이 및 주요 특징을 정리하였다. 본고에서는 국내 주요 해외주식투자 주체를 일반정부, 기타 금융기관 및 개인·기타 등으로 분류하였으며⁰¹, 각 투자주체별 해외주식투자 잔액 통계는 한국은행의 국제투자대조표, IMF의 해외증권투자 공동조사 통계(Cooperated Portfolio Investment Survey: CPIS)⁰² 및 한국예탁결제원의 외화증권 예탁결제 보관잔액 통계⁰³ 등을 활용하였다.

1. 해외주식투자 추이 및 특징

국내투자자의 해외주식투자는 최근에도 빠른 속도의 증가세를 보이고 있다. 2018년말 기준 국내투자자가 보유하고 있는 해외주식투자 잔액은 약 2,615억달러로 글로벌 금융위기 이전 최대치(2007년) 대비 약 1.5배 증가한 수준이다. 2008~2018년 기간 중 국내투자자의 해외주식투자 총액의 연평균 증가율은 약 18.5%로, 글로벌 금융위기 이전 기간 대비 일부 둔화된 수준이나 여전히 높은 성장세를 지속하고 있다.

현재 국내 최대의 해외주식 투자주체는 일반정부 부문이다.⁰⁴ 일반정부의 2018년 해외주식투자 잔액은 약 1,643억달러로 해외주식투자 총액의 약 63%에 달한다. 또한 일반정부 부문은 글로벌 금융위기 이후 국내투자자의 해외주식투자 성장세를 주도하고 있는 것으로 나타나고 있다.

01 한국은행 국제투자대조표 및 CPIS에서는 투자주체를 중앙은행, 일반정부, 예금취급기관, 기타 금융기관 등으로 분류하고 있으며, 본고에서는 해외주식투자비중이 높은 일반정부, 기타 금융기관 및 개인·기타(예탁원 통계 활용) 등의 투자주체를 분석에 포함(해당 투자주체의 해외주식투자비중은 2018년 기준 총액 대비 약 98% 수준)

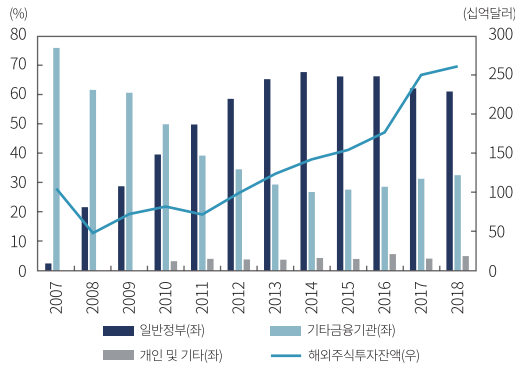
02 IMF의 중앙은행 대상 서베이 자료인 CPIS는 각 지역별 해외주식투자 잔액 및 각 투자주체별 해외주식투자 잔액 등의 통계를 포함하고 있으며, 시가평가를 원칙으로 하는 등 한국은행 공식통계와는 관계기준이 다소 다를 수 있어 기간별 증감액 등에서 일부 차이가 발생할 수 있음. 본고에서는 각 투자주체의 지역별 해외주식투자 잔액을 통해 주요 특징을 파악하고자 지역별 현황 분석에서는 CPIS 통계를 활용하였음

03 한국예탁결제원은 국내 증권사를 통해 매매된 해외주식의 보관잔액(외화 예탁금 포함) 통계를 발표하고 있으며, 해당 통계에는 개인투자자와 일반법인 및 증권사 고유재산 거래내역을 포함하고 있음. 해외주식 거래 시 글로벌 중개업자를 활용하는 기관투자자와는 달리 개인투자자는 대부분 국내 증권사를 통해 해외주식을 거래하고 있어 해당 통계에는 개인의 해외주식 직거래 보유잔액이 상당부분 포함된 것으로 판단되나, 증권사 고유계정을 통한 거래 등에 대한 파악이 불가하여 해당부문의 거래는 '개인·기타'로 표기하였음

04 일반정부는 한국투자공사, 국민연금 등 주요 연기금을 포함하고 있으며, 특히 최대비중을 차지하고 있는 국민연금의 해외주식 보유 비중은 2018년말 기준 일반정부 해외주식투자 총액 대비 약 80% 수준으로 추정됨

2008~2018년 중 일반정부의 연평균 해외주식투자 증가율은 약 32%로 민간부문 증가율(11%)을 크게 상회한다. 특히 일반정부 부문에서 최대비중을 차지하고 있는 국민연금은 2003년 해외주식투자를 시작한 이후 매년 해외주식투자비중을 상향 조정하고 있으며, 올해 중에는 국민연금의 전체 기금운용액 중 해외주식 보유비중(22.3%)이 국내주식 보유비중(17.3%)을 초과할 것으로 예상되고 있다.⁰⁵

<그림 II -1> 해외주식투자 잔액 및 주요 투자주체별 비중 추이



자료: 한국은행 국제투자대조표, 한국예탁결제원

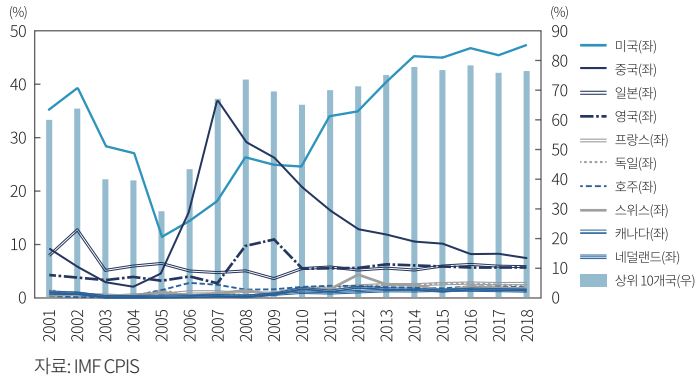
기타 금융기관⁰⁶은 글로벌 금융위기 이전까지 국내투자자의 해외주식투자 성장세를 주도하였으나, 최근에는 증가세가 현저히 둔화된 것으로 나타나고 있다. 2018년말 기타 금융기관의 해외주식 보유잔액은 852억달러로 글로벌 금융위기 이전 최대치(2007년)를 초과하고 있으나, 총 해외주식 보유잔액 대비비중은 33%(2007년 76%)로 크게 축소되었다. 최근에는 개인·기타 부문의 해외주식투자 잔액 또한 빠른 성장세를 보이고 있다. 특히 해당부문의 최근 해외주식투자 확대는 개인투자자의 해외주식 직거래 확대 등을 통해 나타나고 있는 것으로 추정되며, 현재(2019년 10월 21일 기준) 한국예탁결제원에 보관중인 외화주식 잔액은 약 133억달러로 2011년말 대비 4배 이상 증가한 수준이다.⁰⁷

05 2020년도 국민연금기금운용계획(안)(2019.5.31.) 참고

06 기타 금융기관은 자산운용사, 증권사, 보험사 등을 포함하고 있으며, 자산운용사는 위탁계정을 포함하며 나머지 기관은 고유계정만을 포함; 해당부문의 경우 증권사 및 자산운용사의 비중이 대부분을 차지(2018년 4분기 기준 자산운용사 및 증권사의 해외주식투자 잔액 비중은 약 94% 수준)

07 각주3)에서 서술한 바와 같이 개인·기타 부문의 잔액 통계는 개인투자자의 직거래 및 증권사 고유계정을 통한 거래내역 등을 포함하고 있으나, 최근 해외주식 직거래 서비스 비중이 큰 증권사의 리테일 부문 순위 상승 추세 등을 고려할 때 개인투자자의 해외주식 직거래 확대가 최근 잔액 증가에 크게 반영된 것으로 추정됨

<그림 II-2> 주요 국가별 해외주식투자 자산배분 추이



현재 국내투자자가 가장 많이 보유하고 있는 해외주식은 미국 주식이다. 2018년말 기준 국내투자자의 대미 주식투자 총액은 1,262억달러로, 해외주식투자 총액의 약 절반에 해당한다. 국내투자자의 대미 주식투자비중은 2007년 이후 확대 추세를 지속해오고 있으며, 2010년 이후 국내투자자의 최대 해외주식 투자대상국으로 자리잡고 있다. 이어서 중국(7.1%), 일본(5.7%), 영국(5.4%) 등의 순으로 국내투자자의 투자비중이 높은 것으로 나타나고 있으며, 상위 10개 투자대상국⁰⁸에 대한 투자비중은 약 76% 수준이다. 해당 상위 10개 투자대상국에 대한 집중도는 글로벌 금융위기를 기점으로 확대된 것으로 나타나고 있으며, 특히 대미투자 확대가 상위 투자대상 국가군 비중 확대의 주원인으로 작용하고 있다.

<표 II-1> 기간별 상위 투자대상국 비교

순위	2007년			2018년		
	국가	총액	비중	국가	총액	비중
1	중국	383억달러	36.6%	미국	1,262억달러	47.1%
2	미국	187억달러	17.9%	중국	191억달러	7.1%
3	인도	57억달러	5.4%	일본	154억달러	5.7%
4	일본	48억달러	4.6%	영국	144억달러	5.4%
5	브라질	45억달러	4.3%	프랑스	69억달러	2.6%
투자총액		1,049억달러		2,615억달러		
일반정부 비중		2.4%		61.2%		

자료: 한국은행 국제투자대조표

08 본고에서는 국내투자자의 상위 10개 투자대상국 선정 시 최종 투자대상국으로서의 여부 확인이 불가능한 주요 금융허브 국가 (룩셈부르크, 아일랜드, 벨기에 등)는 대상에서 제외

국내투자자의 투자대상 지역별 자산배분의 변화는 해외주식투자 확대를 주도하고 있는 투자주체의 변화와 관련성이 높은 것으로 보인다. <표 II -1>에서 나타난 바와 같이 일반정부 및 기타 금융기관의 투자비중 차가 극심하였던 2007년 및 2018년의 상위 5개 투자대상국 및 각국별 투자비중은 극명한 차이가 나타나고 있다. 기타 금융기관의 투자비중이 높았던 2007년 당시에는 중국이 최대 투자대상국으로 나타났으며, 인도, 브라질 등 신흥국 투자비중이 높은 수준을 기록하였다. 반면 일반정부의 투자비중이 60%를 상회하고 있는 2018년의 경우에는 대 중국 투자비중이 크게 축소하였으며, 주요 선진국 투자비중이 확대되었다. 이러한 상황은 각 투자주체의 선호 투자대상 지역이 각 투자주체별로 상이할 수 있음을 시사하고 있다.

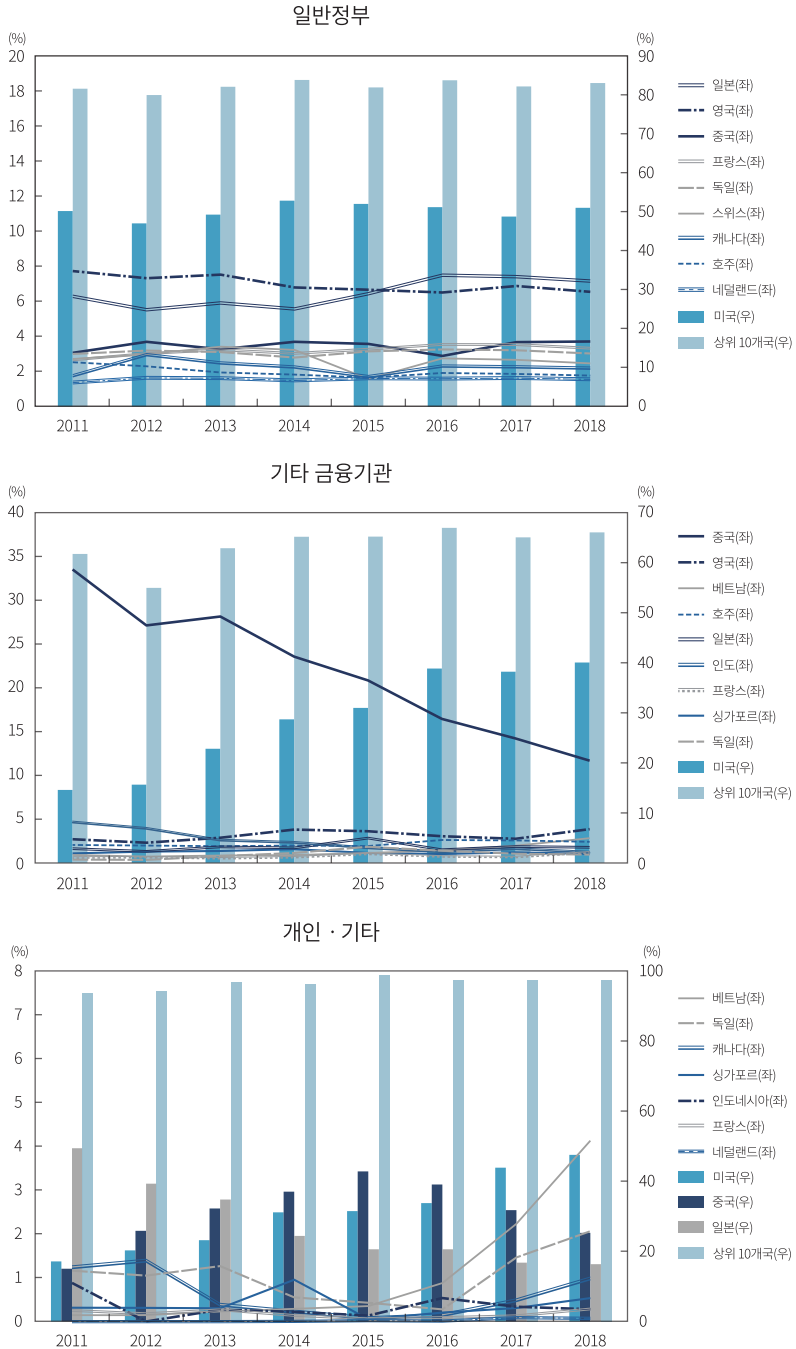
2. 투자주체별 해외주식투자 현황

본 절에서는 국내 각 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자 현황 및 추이를 살펴보았다. <그림 II -3>에 나타난 바와 같이 국내 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자비중은 각기 상이한 양상을 보이고 있다. 먼저, 일반정부의 경우 지역별 해외주식 자산배분은 선진국 위주로 매우 일관적인 구조를 보이고 있다. 일반정부의 상위 10개 투자대상국에는 중국을 제외하면 모두 주요 선진국⁰⁹이 포진하고 있으며, 상위 10개 투자대상국 주식보유 비중은 2011~2018년 중 지속적으로 약 80% 수준을 유지하고 있다. 일반정부 부문의 최대 투자대상국은 미국으로 2018년 기준 전체 해외주식 보유잔액의 약 절반가량을 미국 주식으로 보유하고 있으며, 이어서 일본(7.3%), 영국(6.6%) 등 국가의 주식보유 비중이 높은 것으로 나타나고 있다. 특히 일반정부의 지역별 자산배분은 대 중국 비중이 여타 투자주체 대비 매우 낮은 수준이라는 점이 특징적이다. 일반정부의 2018년 기준 대 중국 투자비중은 3.7% 수준으로 기타 금융기관(11.5%), 개인·기타(25.2%) 대비 매우 낮은 수준이다.

기타 금융기관의 경우에는 지역별 해외주식투자 자산배분이 시기별로 큰 편차를 보이고 있다. 특히 대 미국 및 중국 투자비중이 각각 확대 및 감소 추세를 보임에 따라 2014년 이후 기타 금융기관의 최대 투자대상국은 중국에서 미국으로 자리바꿈하였다. 2018년 기준 기타 금융기관의 대미투자비중은 총 해외주식보유잔액의 약 39.5%를 차지하고 있으며, 이어서 중국(11.5%), 영국(3.8%), 베트남(2.8%) 등 국가의 투자비중이 높은 것으로 나타났다. 기타 금융기관의 상위 10개 투자대상국 집중도는 2018년 기준 약 65% 수준으로 여타 투자주체 대비 낮은 수준을 기록하고 있으며, 상위 10개 투자대상국에 베트남(2.77%), 인도(0.28%) 등 신흥국이 포진하고 있다는 점 또한 특징적인 점이다.

09 IMF의 분류상 선진국(advanced economies)에 해당하는 국가군(36개국)을 지칭함

<그림 II-3> 주요 투자주체의 각국별 해외주식투자비중



개인·기타 부문의 경우는 역대주식 투자비중이 여타 투자주체 대비 매우 높은 것으로 나타났다. 2018년말 기준 해당부문 투자자는 총 해외주식투자 잔액의 약 47%를 역대 주식으로 보유하고 있으며, 특히 2011~2013년 및 2014~2016년 기간 중에는 각각 일본 및 중국이 최대 투자대상국 자리를 차지하였다. 현재 개인·기타 투자자의 최대 투자대상국은 약 47%의 투자비중을 차지하고 있는 미국으로, 해당부문의 대미 주식 투자비중은 2011년 이후 지속적인 확대 추세를 기록하고 있다. 개인·기타 부문의 상위 10개 투자대상국 집중도는 2018년 기준 약 98%를 기록하고 있으며, 특히 미국, 중국, 일본 등 3개국 주식 보유비중(약 89%)이 매우 높은 수준이다. 또한 개인·기타 부문의 상위 10개 투자대상국에는 베트남, 인도네시아 등 신흥국이 포진하고 있으며, 특히 대 베트남 투자비중은 약 4.12%로 높은 수준이다.¹⁰

III. 해외주식투자 편향도 점검

앞장에서 살펴본 바와 같이 국내투자자의 지역별 해외주식투자 잔액은 각 투자 주체 및 시기별로 상이하게 나타나고 있다. 특히 민간부문 투자자의 경우 상대적으로 신흥국 투자비중이 높은 것으로 나타났으며, 최근에는 대미투자비중 확대가 크게 나타나는 등 투자주체별 지역별 자산배분의 이질성이 관찰되었다. 본장에서는 포트폴리오투자 최적화의 관점에서 국내 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자 편향도를 살펴보았다. 자산가격결정이론(Capital Asset Pricing Model: CAPM)에 따르면 투자자는 각 투자대상국 주식시장의 글로벌 비중에 따라 해외주식 포트폴리오를 구성함으로써 위험조정 수익률의 극대화가 가능하다.¹¹ 이에 본 장에서는 해외주식투자 편향(Bias)을 이론적인 최적 자산배분 비중(각국 주식시장 시가총액의 글로벌 시가총액 비중, 이하 ‘벤처마크(BM) 비중’으로 표기)과 국내투자자의 각국별 해외주식 보유비중과의 차이로 정의하였다.¹²

10 국내 금융기관의 베트남 진출 확대(약 40개사) 및 다수 증권사에서의 베트남 주식 직접매수 서비스 제공 등이 개인투자자의 대 베트남 주식투자 확대에 일조하고 있는 것으로 추정됨

11 Solnik(1974a) 등은 국제자본시장의 완전통합을 가정한 경우 최적 포트폴리오는 각 주식시장의 글로벌 비중과 동일한 비중으로 구성된 글로벌 포트폴리오임을 제시

12 이러한 정의는 Chan, Covrig&Ng(2005) 등 대부분 해외투자편향 관련 연구에서 사용되고 있음

본장의 해외주식투자 편향도 분석은 모국투자편향(Home Bias: HB) 및 해외투자편향(Foreign Investment Bias: FIB)으로 나누어 살펴보았다. 모국투자편향은 국내투자자의 주식투자 총액¹³ 대비 모국 주식 보유비중과 이론상 최적 자국시장 투자비중(BM비중) 간 괴리로 측정하였으며, 해외투자편향은 각 투자대상국 주식 보유비중과 해당국의 BM비중 간 차이로 측정하였다. 또한 본고의 편향도 측정치는 각국별 최대 모국투자 및 해외투자 편향 최대치 대비비중으로 정규화하여, 각국 주식시장 규모에 따른 측정치의 편중 현상을 최소화하였다.¹⁴ <표 III-1>은 본고에서 사용한 해외주식투자 편향 측정치의 범위 및 측정 방법 등을 정리하였다.

<표 III-1> 해외주식투자 편향 측정치

	측정치 ¹⁾	경우 ²⁾	범위
모국투자편향 (HB)	$\frac{w_k^{act} - w_k^{BM}}{1 - w_k^{BM}}$	$w_k^{act} \geq w_k^{BM}$ (과대투자)	0~1 (1: 최대 편향)
해외투자편향 (FIB)	$\frac{w_j^{BM} - w_j^{act}}{w_j^{BM}}$	$w_j^{BM} \geq w_j^{act}$ (과소투자)	0~1 (1: 최대 편향)
	$\frac{w_j^{BM} - w_j^{act}}{1 - w_j^{BM}}$	$w_j^{BM} \leq w_j^{act}$ (과대투자)	-1~0 (-1: 최대 편향)

주 : 1) w_k^{act} 및 w_j^{act} 은 국내투자자의 총 주식(국내+해외) 보유 잔액 대비 실제 한국(k) 및 외국(j) 주식 보유 비중(실제 투자비중);

w_k^{BM} 및 w_j^{BM} 은 한국(k) 및 외국(j) 주식시장 시가총액의 글로벌 시가총액 대비비중(BM비중)

2) 모국투자편향의 경우 실제 모국투자비중이 BM비중보다 적은(과소투자) 사례는 부재함

1. 모국투자편향(Home Bias)

주식투자에 있어 투자자의 모국투자편향은 해외포트폴리오 구성을 통한 위험조정 수익 극대화 기회에도 불구하고 주요국 투자자의 모국투자 집중도가 매우 높게 나타나고 있다는 측면에서

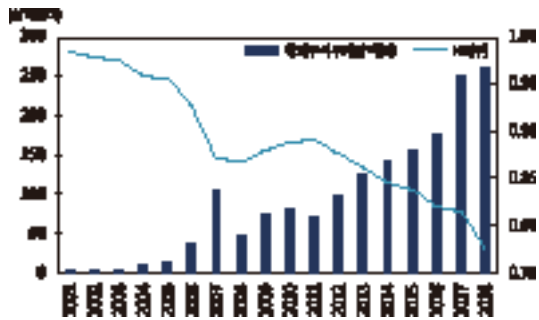
13 국내투자자의 총 주식투자잔액은 국내주식투자 잔액(한국거래소 시가총액 - 외국인인 보유한 국내주식잔액(CPIS 통계 활용))과 국내투자자의 총 해외주식투자 잔액의 합으로 추산

14 예를 들어 최대 주식시장을 보유한 미국의 경우 BM비중 또한 여타국 대비 최대치(2018년 기준 44%)로 나타나며 실제 모국 투자비중과의 차이(HB)는 상대적으로 낮은 수치로 나오게 되며, 이를 보완하기 위해 미국의 최대 모국편향 가능치(1-BM비중) 대비비중으로 나누어 정규화함

‘홈 바이어스 퍼즐(Home Bias Puzzle)’으로 불리고 있는 현상이다.¹⁵ 모국투자편향은 대부분 국가에서 관찰되고 있으며, 특히 금융시장의 개방 및 발전 수준이 높은 미국 등 주요 선진국 투자자에게서도 나타나고 있다.¹⁶ 이에 자본축적 및 금융시장 발전이 미진한 신흥국의 경우에는 더욱 높은 모국투자편향을 보이는 경향이 나타나고 있다.

우리나라의 경우 최근 해외주식투자의 급격한 성장세에도 불구하고 국내투자자의 모국투자편향은 여전히 높은 수준으로 나타나고 있다. <그림 III-1> 및 <표 III-2>에 나타난 바와 같이 2000년대 초반 이후 국내투자자의 급격한 해외주식투자 증가세와 더불어 국내투자자의 모국투자편향은 감소 추세를 보이고 있으나, 국내투자자의 모국투자편향은 주요국 대비 여전히 높은 수준이다. 2018년 기준 국내투자자의 모국투자편향 측정치는 0.79 수준¹⁷으로 주요국 대비 최대치를 기록하고 있으며, 국내투자자의 주식투자 총액(국내 및 해외 주식) 대비 해외주식투자 잔액 비중 또한 21% 수준으로 주요국 대비 가장 낮은 수준이다. 국내투자자의 해외주식투자는 최근 급격한 성장세에도 불구하고 여전히 이론적 최적치 대비 매우 낮은 수준이며, 국내투자자의 모국주식 편향이 주요국 투자자 대비 크게 나타나고 있음을 알 수 있다.

<그림 III-1> 국내투자자의 모국투자편향 추이



<표 III-2> 주요국 모국투자편향 비교 (2018년)

	미국	일본	영국	독일	프랑스	스페인	호주	한국
HB	0.56	0.67	0.33	0.38	0.57	0.56	0.63	0.79
해외비중 ^{주)}	0.24	0.30	0.64	0.60	0.41	0.43	0.36	0.21

주 : 해외비중은 각국투자자의 주식투자 총액(국내+해외) 대비 해외주식투자 총액 비중

자료: IMF 및 WDI 자료를 통해 저자 시산

15 Obstfeld&Rogoff(2000)는 국제금융시장의 6개 난제 중 하나로 홈 바이어스 퍼즐을 지목

16 모국투자편향은 French&Poterba(1991)의 논문을 통해 최초로 미국 투자자의 주식 모국투자편향이 보고된 이후, 이와 관련한 많은 연구들이 제시됨

17 이는 국내투자자의 모국주식 투자집중도는 모국투자편향 최대치 대비 79% 수준임을 의미

2. 해외투자편향(Foreign Investment Bias)

앞 절에서 나타난 국내투자자의 높은 모국투자편향은 국내투자자의 해외주식 보유규모가 여전히 이론적 최적치 대비 매우 적은 과소투자 상황임을 의미한다. 그러나 앞 장의 지역별 해외주식 보유현황에 나타난 바와 같이 국내투자자의 각 지역별 투자비중은 투자주체별로 상이하게 나타나고 있으며, 특히 일부지역에 대해서는 매우 높은 수준의 투자비중이 관찰되는 등 각 투자대상국별 투자 집중도는 매우 상이하게 나타나고 있다. 이에 본 절에서는 국내 주요 투자주체의 해외주식 투자 편향이 각 투자대상국 별로 어떻게 나타나는지를 살펴보았다. 각국별 해외주식투자 편향도 분석은 2018년 기준 국내투자자의 상위 10개 투자대상국에 대해 측정하였으며, 전체 투자자(해외주식투자 총액 기준) 및 각 투자주체별 해외투자편향을 아래와 같이 정리하였다.¹⁸

가. 국내투자자의 지역별 해외투자편향(총액 기준)¹⁹

국내투자자의 각 투자대상국별 해외투자편향은 대부분 국가에 대해 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.²⁰ <표 III-3>에 나타난 바와 같이 국내투자자는 2008년 및 2018년 모두 대부분 국가에서 과소투자 편향을 보이고 있으며, 특히 2018년말 기준 국내투자자의 최대 해외주식 투자대상국인 미국의 경우에도 해외투자편향 측정치 기준으로는 높은 수준(0.77)의 과소투자 편향을 보이고 있다. 국내투자자가 유일하게 매우 낮은 수준의 편향을 보이고 있는 투자대상국은 베트남으로, 2018년 기준 국내투자자는 대베트남 주식에 대해서는 소폭의 과대투자 편향을 보이고 있다. 즉, 2018년 국내투자자의 주식투자 총액 대비 베트남 주식투자액 비중은 약 0.26%로 베트남 주식시장의 글로벌 비중(0.19%)을 초과하고 있다. 국내투자자의 대베트남 투자편향은 2008~2018년 평균치 기준으로는 과소투자 편향을 보이고 있으나, 편향의 정도는 여타국 대비 가장 낮은 수준이다.

18 해외투자편향 측정치는 <표 III-1>의 내용을 참조

19 본 절의 지역별 해외투자편향도는 국내투자자의 지역별 해외주식투자 총액을 기준으로 정리하였으며, 이는 국내투자자 전체(모든 투자주체 포함)의 편향도를 측정하고 있음을 의미함

20 해외투자편향 측정치는 음(-)의 값이 과대투자 편향, 양(+)의 값이 과소투자 편향을 나타냄

<표 III-3> 국가별 해외투자편향도 추이

국가	투자비중 ¹⁾	해외투자편향도(FIB)		
		2008	2018	평균 ²⁾
미국	10.0%	0.91	0.77	0.91
중국	1.23%	0.38	0.87	0.78
일본	1.17%	0.81	0.74	0.90
영국	1.12%	0.94	0.85	0.94
프랑스	0.48%	0.98	0.86	0.95
독일	0.40%	0.99	0.85	0.94
호주	0.38%	0.92	0.79	0.92
스위스	0.35%	0.94	0.83	0.93
캐나다	0.31%	0.99	0.89	0.96
베트남	0.26%	-0.0006	-0.0007	0.36

주 : 1) 2018년 기준 국내투자자의 총주식투자액(국내+해외) 대비 각국별 주식투자 잔액 비중

2) 평균치는 데이터 가용범위 제약상 중국 및 인도는 2003~2018년 평균, 베트남은 2008~2018년 평균, 그 외 국가는 2001~2018년 평균임

자료: IMF CPIS 및 WDI 자료를 통해 저자 사산

국내투자자의 투자대상국별 해외투자편향은 중국을 제외한 대부분 국가에서 감소하는 추세를 보이고 있다. 해외투자편향 감소폭이 가장 큰 투자대상국은 미국으로 국내투자자의 대미 과소투자 편향은 2008년 0.91에서 2018년 0.77로 약 0.14p 감소하였다. 동기간 국내투자자의 대미 주식투자 총액이 10배 이상 확대됨에 따라 국내투자자의 대미투자비중이 크게 증가하였기 때문이다. 중국의 경우에는 주요 투자대상국 중 유일하게 해당 기간 투자편향이 대폭 확대된 것으로 나타나고 있다. 특히 동기간 중국 주식시장의 글로벌 시가총액 대비비중(BM비중)이 확대되었음에도 불구하고, 국내투자자의 대 중국 투자비중이 더욱 큰 폭으로 축소되면서 해외투자편향이 증가하였다.²¹ 한편 2001~2018년 중 각국별 해외투자편향 측정치 평균값을 비교해 보면²², 국내투자자의 지역별 해외주식투자 편향은 베트남(0.36)과 중국(0.78)을 제외한 모든 국가에 대해 매우 높은 수준(측정치 기준 0.9 이상)의 과소투자 편향을 보이고 있는 것으로 나타났다.

21 국내투자자의 주식투자 총액 대비 대 중국 투자비중은 2008년 3.42%에서 2018년 1.23%로 축소됨

22 일부 국가의 경우 통계 가용범위 제한에 따라 평균치 측정 기준이 <표 III-3> 주석2과 같이 상이

나. 투자주체별 해외투자편향

본 절에서는 국내 주요 투자주체의 지역별 해외주식투자 편향을 살펴보았다. 앞장에서 살펴본 바와 같이 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분은 투자주체의 변화와 관련성을 보이고 있다. 이에 본 절에서는 각 투자주체별 해외주식투자 편향도 분석을 통해 포트폴리오투자 관점에서의 각 투자주체의 지역별 선호도를 비교하여 보았다. 한편 본 절에서는 각 투자주체의 지역별 해외주식투자비중을 투자주체별 해외주식투자 총액 대비비중으로 정의하였다.²³ 본 절의 해외투자편향의 의미는 앞 절에서 사용한 일반적인 해외투자편향의 정의와는 다름에 유의할 필요가 있다. 즉 본 절에서는 투자주체의 모국투자편향이 존재하지 않음을 암묵적으로 가정하고 있으며, 이에 본 절의 해외투자편향 측정치는 각 투자주체의 해외주식으로만 구성된 포트폴리오 상에서의 지역별 투자편향을 의미한다.²⁴

<표 III-4>에서는 국내투자자의 2018년 기준 상위 10개 투자대상국에 대한 각 투자주체별 해외투자편향을 정리하였다. 먼저 일반정부 부문의 경우 대 선진국 투자편향은 낮은 수준(측정치 절대값 0.3 이하)으로 측정되었으며, 일부 국가의 경우 소폭의 과대투자 편향이 존재하는 것으로 나타났다. 특히 일반정부의 대미 주식투자 편향은 가장 높은 수준의 과대투자 편향(-0.23)을 보이는 것으로 나타났으며, 영국, 독일, 스위스 등에 대해서도 소폭의 과대투자 편향이 나타나고 있다. 반면 해당 투자주체의 경우 신흥국 주식에 대해서는 높은 수준의 과소투자 편향을 보이고 있으며, 특히 베트남의 경우에는 가장 높은 수준(0.98)의 편향이 존재하고 있는 것으로 나타났다. 한편 일반정부의 해당 10개 투자대상국에 대한 해외투자편향 평균치(0.25)²⁵는 여타 투자주체 대비 가장 낮은 수준이다.

23 각 투자주체의 국내 주식투자 총액 통계 활용이 불가함에 따라 본 절에서는 투자주체별 해외주식총액 대비비중을 활용함

24 이러한 측정방법의 차이로 인해 본 절의 투자편향 측정치는 다수의 국가에서 과대투자 편향이 측정될 수 있음

25 평균치는 각 과소(+) 및 과대(-) 투자편향도의 절대값을 사용함으로써, 방향성에 상관없이 편향의 정도만으로 고려함

<표 III-4> 투자주체별 해외투자편향도 현황 (2018년)

국가	일반정부		기타금융기관		개인·기타	
	투자비중 ¹⁾	편향도	투자비중	편향도	투자비중	편향도
미국	51.24%	-0.230	39.49%	0.109	46.18%	-0.033
중국	3.73%	0.603	11.50%	-0.025	24.57%	-0.169
일본	7.26%	0.156	1.73%	0.776	15.91%	-0.089
영국	6.58%	-0.023	3.79%	0.130	0.22%	0.950
프랑스	3.39%	0.230	1.25%	0.637	0.29%	0.916
독일	3.04%	-0.003	0.90%	0.646	2.00%	0.217
호주	1.78%	0.067	2.36%	-0.005	0.09%	0.950
스위스	2.47%	-0.004	0.34%	0.839	0.08%	0.960
캐나다	2.27%	0.196	0.37%	0.870	0.99%	0.649
베트남	0.00%	0.982 ²⁾	2.77%	-0.026	4.01%	-0.038
총합 ³⁾	81.8%	0.249	64.5%	0.406	94.4%	0.497

주 : 1) 각 투자주체별 해외주식투자 총액 대비비중

2) 음영은 편향도 측정치 절대값 0.8 이상을 표시하며, 굵은 숫자는 과대투자 편향(마이너스)을 표시

3) 투자비중 총합은 상위 10개국 투자비중 총합이며, 편향도는 10개국 편향도 절대값 평균치

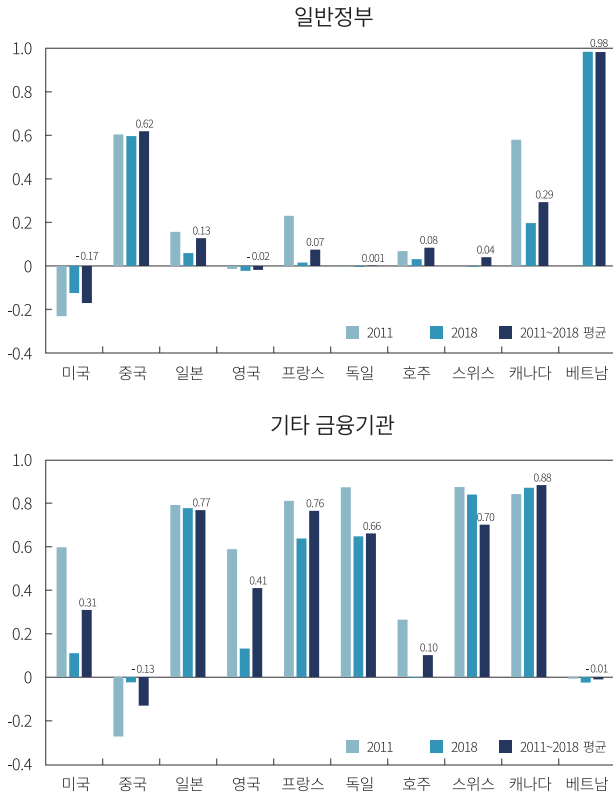
자료: IMF CPIS, 한국예탁결제원 및 WDI 자료를 통해 저자 시산

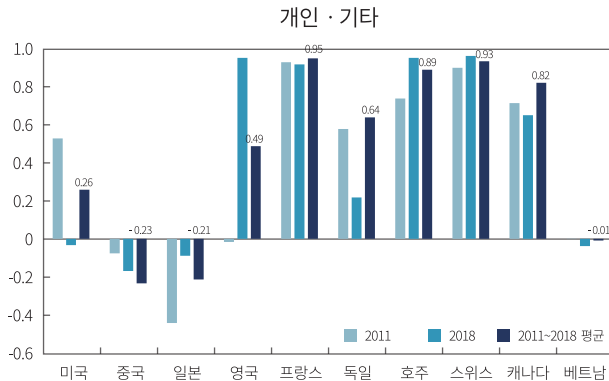
민간부문 투자자의 경우에는 공공부문과는 상이한 지역별 해외투자편향 패턴을 보이고 있다. 먼저 기타 금융기관 및 개인·기타 투자자 양 주체의 대 선진국 투자편향은 일부 국가를 제외하고는 일반정부 부문 대비 높은 수준의 편향을 보이고 있다. 개인·기타 투자자의 경우 영국, 프랑스, 호주, 스위스 등에 대한 과소투자 편향이 매우 높은 수준(0.9 이상)으로 나타났으며, 기타 금융기관의 경우에도 캐나다, 스위스 등 일부 선진국에 대한 투자편향이 높은 수준(0.8 이상)으로 측정되었다. 또한 개인·기타 부문과 기타 금융기관은 각각 일본 및 호주 주식에 대해 소폭의 과대투자 편향을 보이고 있으며, 양 투자주체의 대미 투자편향은 일반정부 대비 낮은 수준을 기록하고 있다.

기타 금융기관과 개인·기타 투자자는 모두 신흥국 주식에 대해서는 소폭의 과대투자 편향이 나타나고 있다. 양 투자주체의 대 중국 및 베트남 투자편향은 소폭의 과대투자 편향이 측정되었으며, 특히 개인·기타 투자자의 대 중국 과대 투자편향이 높은 수준(-0.169)으로 일반정부의 대 중국 편향(0.60)과는 극명한 대비를 보이고 있다. 한편 기타 금융기관 및 개인·기타 부문의 비교대상 10개국 대상 투자편향 평균치는 각 0.41 및 0.50으로 일반정부 부문 대비 높은 수준으로 나타났다.

<그림 III-2>에서는 각 투자주체의 지역별 해외주식투자 편향도를 2011년, 2018년 및 2011~2018년 평균으로 나누어 보여주고 있다. 일반정부의 경우에는 해당 시점에서 중국, 베트남을 제외한 대부분 국가에 대한 투자편향은 낮은 수준으로 나타나고 있으며, 각 시점별 편향도 차이는 여타 투자주체 대비 낮은 수준을 보이고 있다. 기타 금융기관의 경우에는 미국, 영국 등에서 2011년과 2018년 사이 과소투자 편향이 크게 축소된 것으로 나타나고 있으며, 중국의 경우에는 과대투자 편향이 해당 기간 대폭 축소된 것으로 나타나고 있다. 또한 호주의 경우에는 해당 기간 중 과소투자 편향에서 과대투자 편향으로 전환된 것으로 나타나고 있다. 개인·기타 투자자의 경우에는 미국투자 편향이 2011년 과소투자 편향에서 2018년 소폭의 과대투자 편향으로 전환되었으며, 해당 기간 중 영국, 독일, 일본 등 국가에 대한 투자편향 변화폭이 상대적으로 크게 나타났다.

<그림 III-2> 투자주체별 해외주식투자 편향도 추이





IV. 해외주식투자 결정요인 분석

앞서 살펴본 바와 같이 국내투자자의 지역별 해외주식 자산배분 및 투자편향은 각 투자주체별로 상이한 것으로 나타나고 있다. 이러한 상황은 한편으로 각 투자주체가 각기 다른 결정요인을 통해 지역별 해외주식투자 자산배분을 실시하고 있기 때문이라고 생각할 수 있다. 예를 들어 기관 투자자 대비 해외주식투자 관련 정보 접근성이 제한적인 개인투자자의 경우 한국과 경제적 관련성이 높은 국가에 대한 투자 선호도가 높을 수 있는 반면, 선진국 위주의 포트폴리오를 구성하고 있는 일반정부의 경우에는 투자대상국의 유동성, 개방도 등이 주요 투자 결정요인으로 작용한다고 추정해 볼 수 있다. 이에 본 절에서는 각 투자주체의 해외주식투자 주요 결정요인을 실증분석을 통해 추정해 보았다.

본 절의 실증분석은 패널회귀분석을 통해 국내투자자의 지역별 해외주식투자 결정요인을 추정하였다.²⁶ 실증분석에 사용된 종속변수는 각 투자주체의 지역별 해외주식투자 총액으로 설정하였으며, 이를 설명하는 독립변수는 투자대상국 금융시장 접근성 및 수익률, 포트폴리오투자를 통한 위험분산 효과 등을 포함하였다. 본고에서 사용한 분석모형 및 주요 변수는 <표 IV-1>에 나타난 바와 같다.

26 본 절에서 사용한 실증분석모형에 대한 자세한 설명은 김한수(2017)를 참조

<표 IV-1> 분석모형 및 주요 변수

분석모형	
$FPI_{i,t} = \alpha + \beta_1 FPI_{i,t-1} + \beta_2 trade_{i,t} + \beta_3 dist_{i,t} + \beta_4 GDP_{i,t} + \beta_5 liquidity_{i,t} + \beta_6 open_{i,t} + \beta_7 return_{i,t} + \beta_8 corr_{i,t} + \epsilon_{i,t}$	
변수명	주요 내용
해외주식투자 (FPI)	각 투자주체의 투자대상 지역별 전년도 해외주식투자 총액 (자료: IMF CPIS 및 한국예탁결제원)
무역비중 (trade)	한국과 투자대상국의 무역거래(수입+수출) 비중 (자료: 한국무역협회)
양국간거리 (dist)	한국과 투자대상국간 지리적 거리(각국 수도 기준) (자료: CEPII)
성장률 (GDP)	투자대상국 실질 GDP 성장률 (자료: WDI, World Bank)
유동성 (liquidity)	투자대상국 주식시장 시가총액 대비 연간 주식거래량 비중 (자료: World Federation of Exchanges 및 각국 거래소)
금융개방 (open)	투자대상국의 금융시장 개방도 지수 (자료: Chin-Ito Index)
수익률 (return)	국가별 주식시장 지수 월별 증감률의 연평균 (자료: MSCI)
위험분산 (corr)	한국과 투자대상국간 주식시장 수익률 상관계수 (자료: MSCI 자료를 통해 저자 시산)

주: 시계열은 2011~2018년 기준이며, 각 투자주체별 포함 국가 수는 상이(일반정부 41개국, 금융기관 42개국, 개인 29개국 등); 해외주식 투자(FPI), 양국간거리(dist) 및 유동성(liquidity) 변수는 로그(log) 변환하였음

<표 IV-2>는 각 투자주체별 주요 해외주식투자 결정요인 분석결과를 요약하였다. 먼저 일반정부의 경우 양국간 무역비중, 투자대상국의 금융시장 개방도 및 수익률 등이 유의한 해외주식투자 결정요인으로 추정되었다. 앞서 살펴본 바와 같이 일반정부는 대 선진국 주식투자비중이 높은 것으로 나타나고 있으며, 이는 일반정부의 해외주식 투자결정 시 투자대상국의 금융시장 개방도 및 수익률 등을 고려함에 따른 결과로 유추할 수 있다.

<표 IV-2> 투자주체별 해외주식투자 결정요인 실증분석결과 요약

	일반정부	기타 금융기관	개인·기타
해외주식투자(t-1)	0.947***	0.939***	0.911***
무역비중	0.016**	0.014	0.034**
양국간거리	0.057	-0.062	-0.056
성장률	0.004	-0.012	0.003
유동성	0.047	0.118**	0.123
금융개방	0.206***	0.247**	0.077
수익률	0.066***	0.094***	0.021
위험분산	0.076	-0.286**	-0.310
표본수	287	294	203
포함 국가수	41	42	29

주: ***, **, *는 추정계수가 각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄

개인·기타 투자자의 경우에는 양국간 무역비중을 제외한 모든 변수가 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 특히 개인투자자의 해외주식투자 관련 정보 접근성이 여타 투자주체 대비 제한적일 것으로 예상되어, 해당부문의 해외주식투자 결정 시 투자대상국 관련 주요 정보의 활용성이 여타 투자주체 대비 낮음에 기인한 것으로 판단된다. 양국간 금융거래 정보비대칭을 대리하고 있는 무역비중 변수가 유의한 양(+)의 값으로 나타난 추정결과는 이러한 설명요인이 작용하고 있음을 시사하고 있으며, 개인·기타 투자자의 역내투자 편향(과대)이 크게 존재하고 있다는 점 또한 이러한 추정결과와 일치하는 방향성을 보여주고 있다.

기타 금융기관의 경우에는 투자대상국의 주식시장 관련 주요 변수가 모두 유의한 것으로 나타났으며, 특히 양국간 위험분산 변수가 유의한 음(-)의 값으로 추정되었다. 양국간 주식시장 수익률의 상관관계 계수로 설정한 위험분산 변수는 해외포트폴리오 구성을 통한 위험분산이 투자결정의 요소인지 여부를 추정하고 있다. 따라서 음(-)의 값을 가지는 위험분산 계수는 해외주식투자 시 우리나라 주식시장과의 상관관계가 낮은 국가의 주식에 대한 선호도가 높음을 의미하며, 이는 포트폴리오 다각화를 통한 위험분산이 해당 주체의 해외주식투자 결정요인으로 작용하고 있음을 보여주고 있다. 이에 기타 금융기관의 경우에도 각 지역별 투자편향이 높은 수준으로 존재하고는 있으나, 지역별 해외주식투자 결정에 있어서는 해외주식 포트폴리오투자의 주요 이점을 두루 고려하고 있는 것으로 판단된다.

V. 결론 및 시사점

본고의 분석결과를 토대로 서론의 연구 질문에 대한 답을 제시하면 다음과 같이 요약된다. 첫째, 국내투자자의 지역별 해외주식투자 포트폴리오 자산배분은 지역별 및 투자주체별 편차가 크게 존재하고 있다. 국내투자자의 해외주식투자는 미국, 중국 등 일부 국가에 대한 편중 현상이 시기별로 관찰되고 있으며, 각 투자주체의 지역별 투자비중 또한 매우 상이한 것으로 나타나고 있다.

둘째, 이론적 최적치와의 괴리 측면에서 살펴본 국내투자자의 지역별 해외주식투자 편향은 전반적으로 높은 수준으로 측정되었으며, 각 투자주체별 편차 또한 큰 것으로 나타났다. 민간부문 투자자의 경우 공공부문 대비 높은 수준의 해외주식투자 편향을 보이고 있으며, 일부 신흥국에 대해서는 과대투자 편향이 나타나고 있다. 선진국 투자비중이 높은 일반정부 경우에는 여타 주체 대비 해외주식투자 편향은 전반적으로 낮은 수준으로 나타났으며, 미국 등 일부 국가에 대해서는 과대투자 편향이 나타났다.

셋째, 국내투자자의 해외주식투자 결정요인 또한 각 투자주체별 상이하게 나타나고 있다. 특히 포트폴리오투자 관점에서 주요 고려요인인 위험분산은 국내 투자주체 중에서는 기타 금융기관에서만 유의한 것으로 나타나고 있으며, 개인·기타 투자자의 경우에는 뚜렷한 해외주식투자 결정요인이 추정되지 않았다.

이러한 본고의 분석결과는 국내투자자가 여전히 해외주식투자에 따른 이점을 십분 활용하지 못하고 있음을 보여주고 있다. 해외주식투자를 통한 위험조정 수익률 제고라는 목표에 도달하기 위해서는 각 지역별 수익률 및 시장규모를 고려한 자산배분 및 포트폴리오 구성을 통한 위험분산 효과에 대한 적절한 고려가 필요하다. 이에 반해 국내투자자의 지역별 자산배분 현황은 이론적 최적치 기준과는 상당한 괴리를 보이고 있으며, 해외주식투자 결정요인으로 위험분산이 유의하게 나타나고 있는 투자주체는 기타 금융기관이 유일하다.

본고의 분석결과는 각 투자주체의 집단적 투자행태를 분석하고 있기에 개인 입장에서의 해외주식투자 관련 시사점을 제시하는 데는 제한이 있을 것이다. 다만 현재까지의 국내투자자의 지역별 해외주식투자 자산배분이 최적 수준과는 거리가 멀고, 각 투자주체별 지역별 해외주식투자 편향의 편차가 또한 심하게 나타나고 있다는 점에서 다음과 같은 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

먼저 개인투자자의 과도한 신흥국 주식투자에 대한 주의가 필요하다. 특히 대 신흥국 투자비중은 일반정부 부문과 개인투자자간 격차가 매우 크게 나타나고 있으며, 특히 대 베트남 주식투자의 경우에는 국내투자자 보유 해외주식 중 유일하게 이론적 최적 비중을 초과하고 있는 상황이다. 최근 해외주식 직거래 확대 등 개인투자자의 해외주식시장 접근성이 개선되고 있는 상황에서 신흥국 주식 집중투자를 통해 고위험·고수익을 추구하는 투자행태는 지양되어야 할 사항이다.

또한 국내투자자의 해외주식투자에 대한 관점의 전환이 필요할 것으로 판단된다. 해외주식투자의 가장 큰 이점은 국제위험분산 효과이다. 여러 연구에서 나타난 바와 같이 해외주식을 포트폴리오에 편입시키는 경우 국내주식만으로는 불가능한 위험분산이 가능하다.²⁷ 이러한 측면에서 해외주식투자에 대한 접근방식은 국내·외 주식을 포함한 국제 포트폴리오 구성을 통한 위험조정 수익률 극대화의 방향으로 접근할 필요가 있다. 이를 위해서는 해외주식투자 시 각국 주식시장의 비중 및 국내 주식시장의 상관관계 여부 등에 대한 적절한 고려가 필요할 것이다.

27 Solnik(1974b)은 미국 및 유럽 7개국 대상 연구를 통해 해외주식을 포트폴리오에 편입시킴으로써 국내자산 수익률 분산을 15%p 이상 축소시킬 수 있음을 제시

참고문헌

김한수, 2017, 『글로벌 해외포트폴리오투자 현황 및 결정요인에 관한 연구』, 자본시장연구원 연구보고서 17-08.

정재만, 2015, 『한국투자자 관점의 국제분산투자』, KIF working paper 2015권 11호.

Ahmed, S., Zlate, A., 2013, Capital flows to emerging market economics: A brave new world? Board of Governors of the Federal Reserve System.

Baxter, M., Jermann, U., 1997, The international diversification puzzle is worse than you think, *The American Economic Review* 87(1), 170-180.

Bekaert, G., Wang, X., 2009, Home Bias Revisited, mimeo (Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1344880>).

Chan, K., Covrig V., Ng, L., 2005, What determines the domestic and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide, *The Journal of Finance* 60, 1495-1534.

Coeurdacier, N., Rey, H., 2012, Home bias in open economy financial macroeconomics, *Journal of Economic Literature* 51(1), 63-115.

French, R., Poterba J., 1991, Investor diversification and international equity markets, *The American Economic Review* 81(2), 222-226.

Obstfeld, M., Rogoff, K., 2000, The six major puzzles in International Macroeconomics: Is there a common cause? NBER Working Paper No.7777.

Portes, R., Rey, H., 2000, The determinants of cross-border equity flows: The geography of information, CEPR.

Solnik, B., 1974a, Why not diversify internationally rather than domestically? *Financial Analyst Journal* 30, 48-54.

Solnik, B., 1974b, An equilibrium model of the international capital market, *Journal of Economic Theory* 8(4), 500-524.