

2007 IGE/Prudential
INTERNATIONAL FINANCE LECTURE

The Outlook for East Asian Economic Integration
동아시아 경제통합, 어떻게 되나

David Hale

Economic Outlook for Korea and
the Region
한국경제 및 동아시아경제 전망

Jerald Schiff

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

David Hale

현 Hale Advisors, LLC 회장 겸 글로벌 이코노미스트.

Zurich Financial Group, Kemper Corporation 등에서 수석이코노미스트를 역임. China Online의 이사회 의장으로도 활동 중임.

Wall Street Journal, Financial Times 등 세계적 언론 매체에 칼럼니스트 및 경제평론가로서 기고활동을 하고 있으며, 세계 유수의 다국적기업에 대한 자문활동도 활발하게 하고 있음.

Jerald Schiff

현 국제통화기금(IMF) 아·태국 부국장

Wisconsin대 국제경제학 박사

미국 Tulane대 교수, 재무부 금융이코노미스트 등 역임

2007 IGE/Prudential
INTERNATIONAL FINANCE LECTURE

The Outlook for East Asian Economic Integration

동아시아 경제통합, 어떻게 되나

David Hale

Economic Outlook for Korea and the Region

한국경제 및 동아시아경제 전망

Jerald Schiff

 세계경제연구원
Institute for Global Economics

후원  Prudential

머리말

지난 수 년 동안 동아시아경제는 중국경제의 지속적인 고속성장세와 일본경제의 회복세로 보다 활기찬 모습을 보여 왔습니다. 하지만 미국 서브프라임모기지(subprime mortgage) 사태의 여파로 세계금융시장이 여전히 불안한 것 또한 사실입니다. 이처럼 불투명한 세계 경제·금융 환경 속에서 동아시아경제가 지속적인 성장을 이룰 수 있을 것인지, 또 우리 경제는 어떻게 대처해야 하는지, 우리 모두의 관심사가 아닐 수 없습니다.

이에 저희 세계경제연구원은 정부 정책과 기업 경영에 도움이 되고자, 2006년에 이어 2007년 IGE/Prudential 국제금융특강에도 사계의 최고 전문가를 초청하여 그들의 탁견을 들을 수 있는 자리를 마련하였습니다.

미국 Hale Advisors, LLC의 David Hale 회장은 Zurich Financial Group, Kemper Corporation 등에서 수석이코노미스트를 역임하였으며 China Online의 이사회 의장으로 활동 중인 글로벌 이코노미스트로서, Wall Street Journal, Financial Times 등 세계적 언론 매체에 칼럼니스트 및 경제평론가로서의 기고활동과 세계 유수의 다국적기업에 대한 자문활동도 활발하게 하고 있습니다. 그는 지금의 세계경제가 매우 상호보완적이며 엄청난 불균형으로 특징 지워지고 있다면서, 막대한 규모의 미국 경상수지 적자를 세계경제의 가장 큰 불균형으

로 들고 있습니다. 그렇지만 높은 경상수지 흑자를 시현하고 있는 동아시아가 미국 적자에 대한 자금을 조달함으로써, 세계경제의 균형을 유지하는 주역이 되고 있다고 합니다. 한편 지난 5~6년간 동아시아에서는, 활발하게 전개되고 있는 양자간 무역협정과 동아시아 지역금융협력이라는 새로운 시도 등의 중대한 변화가 나타났으며, 이는 미국 뿐만 아니라 이 지역의 향후 대외무역정책에 커다란 함축성을 갖게 될 것이라고 합니다. 또한 중국을 무역거래의 종착지로 하여 엮어진 수직적 분업과정이 시현되었는바, 아시아 지역의 이러한 수직적 분업체계가 역내무역을 대폭 향상시키는 중요한 양상이 되고 있는 것이 무역거래의 측면에서 일어난 또 다른 중요한 발전이라고 합니다.

미국이 동아시아 지역에 큰 부담을 줄 수 있는 두 가지 위험요인으로, 그는 미국의 경기변동과 보호주의의 가능성을 들었습니다. 특히 경기변동 문제에 있어서는 주택부문 침체로 인해 이른바 서브프라임 모기지 시장 불안과 저조한 설비투자를 지적하면서, 미국 경기둔화의 요인이 대부분 주거용 건축에 집중되어 있기 때문에 동아시아 경제에 미치는 여파가 아직까지 그리 심각하지 않지만 시간이 지나면서 어느 정도 부정적인 여파는 있을 것으로 전망하였습니다.

Jerald Schiff IMF 아태국 부국장은 미국 Tulane대 교수, 재무부 금융이코노미스트 등을 역임한 후 약 20여 년간 IMF에서 활동해온 명실상부한 국제금융전문가입니다. Schiff 부국장은 최근 아시아 경제의 성과를 전체적으로 살펴본 후, 아시아 경제의 강세가 지속되겠지만 예상외로 심각한 미국 및 EU의 불경기과 유가급등이 위험요인이 될 수 있다고 지적하였습니다. 한국경제의 성장률 제고 가능성과 관련해서는, 서비스부문을 비롯한 주요 경제부문을 더욱 개방하고, 노동시

장을 보다 유연하게 만들며, 기업환경을 한층 개선하고, 고령화 사회가 야기하는 문제들 해소하려는 노력이 이루어지면 한국의 잠재성장이 증가하지 못할 이유가 없다고 합니다. 특히 선진국인 일본과 신흥시장국인 중국의 틈에 놓여 있는 한국으로서는 임금 면에서 중국과 경쟁한다는 것은 어려울 것이므로, 서비스 및 지식 지향적인 경제체제로 가야하며 그렇기 때문에 더욱더 금융부문 개혁이 중요하다고 역설합니다.

IGE/Prudential 국제금융특강은 푸르덴셜생명보험(주)의 후원으로 매년 개최되고 있습니다. 본 특강을 위해 물심양면으로 지원해주신 푸르덴셜생명보험(주) 제임스 최 스펙만 회장님과 황우진 사장님을 비롯한 임직원 여러분께 깊이 감사드립니다.

2007년 2월

세계경제연구원
이사장 사 공 일

차 례

머리말	3
The Outlook for East Asian Economic Integration	9
동아시아 경제통합, 어떻게 되나	
<i>David Hale</i>	
번역문	37
Economic Outlook for Korea and the Region	71
한국경제 및 동아시아경제 전망	
<i>Jerald Schiff</i>	
번역문	95

The Outlook for East Asian Economic Integration*

David Hale

My assignment is to talk about what's happening in this region in terms of its cost of economic integration and also its relationship with the larger world, especially that with the United States. I guess the first point I want to make in the opening is that we have a world right now characterized by extraordinary imbalances, which are also highly complimentary. The largest imbalance in the global economy is the US current account deficit, 700-800 billion dollars, and a number around 7 percent of the GDP. That is truly an awesome number. Very few economists, five or ten years ago would have imagined that it could be possible that the any country, including the US, could run such a truly large deficit. But the reality is that the US has not had any major problem funding this deficit and attracting large capital inflows to finance it because of its relationship with East Asia. This region at the same time is running large current account surpluses that are helping to fund the American deficit. The Japanese surplus is 150-160 billion dollars; the current account surplus of non-Japanese East Asia is about 350 billion dollars. So you have five hundred billion dollars right here in this region of current account surpluses, which have been an offset for the American deficit. We have also had in the last two years large surpluses in the oil-producing countries. Russia now has a 100 billion dollar surplus. The Persian Gulf countries, Saudi Arabia has 200 billion dollar surplus.

So this has also created, a new supply of excess global liquidity, excess global savings to help America accommodate the American

* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential Lecture on International Finance on Thursday, May 3, 2007

deficit. But there is no doubt, looking back in the last five years that the most important player in maintaining this global economic equilibrium has been East Asia. And we can see this in the data for East Asia foreign exchange reserve. Foreign exchange reserves in this region are now 3.2 trillion dollars out of a global total of 5 trillion dollars. East Asia alone when you include Japan and China as central players now has two-thirds of the global foreign exchange reserves. China is number one with 1.2 trillion dollars, Japan is number two with about 900 billion dollars, then Taiwan with about 300 billion, Korea is 250 billion, Singapore and Hong Kong 120 billion and 130 billion each. These are truly very impressive numbers.

The fact is, in general, depending on the country, anywhere from 60% to 90% of these reserves are invested in US dollar securities, either government bonds or bank liabilities. China reports to our Treasury of about 400 billion dollars of holdings in US government securities. But the Head of China's Foreign Exchange Reserve Department told me, in a lunch last week, that the country keeps over half of its reserves in bank liabilities. So on top of these government security holdings, there's also holdings in banks and bank securities. These are truly impressive numbers and again they help put into perspective how America is able to fund this very, very large current account deficit.

A lot of the big issues in the world of financial markets right now center on what will happen in the next two or three years to these Asian foreign exchange reserves and how Asian countries will in the future decide to recycle their current account surpluses.

There have been some innovations in recent times because of these large surpluses. Korea created two years ago a new investment company to manage 20 billion dollars of its foreign exchange reserves in a more aggressive way, not to just buy government securities, but to invest in the stock market possibly to invest in real estate or commodities. I met the head of the Korea Investment Corporation yesterday and he told me that about 40% of this fund created by your government two years ago is now invested in equities and 60% is in debt. At some point he might do more with commodities and other

investment securities but he has not gone that far yet.

China announced last month that they are going to create a 200 billion dollar investment company to diversify their reserves; this entity hasn't been created yet. And it will be in business by the end of this year. It will have a very important mandate to invest this volume of money.

And the role model for this of course is Singapore; Singapore created a government investor corporation almost 25 years ago to manage its foreign exchange reserves in a more aggressive way. The so-called GIC in Singapore is now a major player in global financial markets, it is active in equity markets, in venture capitals and in real estate, it uses a large amount of external managers as well as having internal managers to run this money.

Norway also created back in 1990 a petroleum investment fund. Norway's large petroleum reserves have given that country a large financial surplus, now it is worth over 250 billion dollars, and this entity invests this money in global equity markets and global debt markets. Until recently it was 40% equity and 60 % debt and now they are about to go 50-50 in terms of their asset mix. So these are examples of how Asia will in the next few years be trying to manage its foreign exchange reserves more aggressively.

Will this be a threat to the US dollar? Well, we don't know yet. My own conclusion is it probably won't be. Because if they do invest in equities they will still be major buyers of American dollar paper. As the US Stock Market is still the world's largest stock market. It's got a capitalization value of 18 to 19 trillion dollars, which makes it almost equal to half of the global stock market capitalization. So it will be hard to have a diversification into equities without also buying US dollar securities. So the dollar may lose a little bit on the margin but I don't think it will be a huge capital outflow that it will jeopardize this relationship we've had recently with East Asia.

The current equilibrium we've had will be sustained for at least

a few more years. And the fact is that the US asset markets aren't yet saturated with foreign money. If we decompose where foreigners have their money in America. It's spread over various asset places; foreigners right now have about 2 and half trillion in FDIs, that's manufacturing investment, plants, equipment, and factories, that money is not very mobile. Foreigners also own about 17% of the US equity market, that is about 2 trillion dollars, they own about 25% of the corporate bond market, a few trillion more. The only place that foreigners dominate is in the Treasury market, foreigners own about 45% of the Treasury market because of these large central bank foreign exchange reserves; these foreign exchange reserves are heavily invested, by definition, in government securities. The fact is the US still has 30 trillion dollars of liquid securities in the stock markets, the bond markets and government debt markets which are still domestically owned. So there are still plenty of securities that can be sold to foreigners to help finance the US current account deficit. So my own conclusion is that we can sustain this current equilibrium with this large current account deficit for at least a few more years.

Now against the backdrop of this current account deficit there have been over the last five or six years some major changes in American trade policy as well as in the trade policy of this whole region, which will have important implications for the future. Ten years ago, East Asia had no bilateral trade agreements. All East Asia had was the GATT Framework (General Agreement on Trade and Tariffs) created in the late 1940s and evolved then in 1990s into the World Trade Organization. There were no bilateral trade agreements in this region.

But since that time several dozen have been created. The US has signed FTA Agreements with Australia, Singapore, and have just signed last month one with Korea. Singapore has ones with Australia, the United States and now with India. Australia has done FTAs with America, Thailand and is now negotiating one with China. China is now proposing the creation of an East Asian regional free-trade zone, they proposed this at the ASEAN Prime Ministers' conference four and five years ago and it has been under way for some time now and hope is to have it in place by 2010.

As a consequence of the East Asian financial crisis, we also began five and six years ago new experiments in regional financial cooperation, we had a meeting of key political leaders a few years ago at Chiang-Mai, Thailand and this set in stage for a whole new framework for policy cooperation. We now have regular meetings in the region with finance ministers, deputy central bank governors, there is now even study groups tied to this initiative on financial regulations issues and issues like that. And the countries have created about 48 billion dollars in currency swaps in the event that there is a new financial crisis.

At the time of the East Asian Financial Crisis ten years ago, the Japanese Vice-minister of Finance Mr. Eisuke Sakakibara proposed the creation of a regional IMF, an East Asian IMF. The Americans rejected the idea, the Chinese failed to support it, it very quickly died. But it would be fair to say that ten years later as a consequence of this Chiang-mai process, we now have in the region a lot of the key elements in what would be involved in having an Asian IMF. We haven't created the actual organization, we don't have a secretariat like the IMF would have, but we have with these currency swaps and the policy deliberation processes the potential for much more cooperation. Much more interaction than would have been the case ten years ago when the great financial crisis engulfed this region. So this is I think a very important development and it has quite important implications as we go forward.

The other very important development since the East Asian financial crisis ten years ago in terms of trade flows in this region has been the creation of vertical-specialization process centering on China. Over the last ten years, there has been a significant growth of inter-regional trade in the East Asian region. But if we decompose it, we will see the dominant driving force in this process of regional trade expansion has been the shipment of intermediate goods from Korea, Taiwan, Japan and ASEAN to China. Where China turns these components and parts into finished goods for export to North American, to Western Europe and to Japan. Now here are the numbers, this is the component share of exports for the major countries

of the region, the world economy 20% of foreign trade is in components, for Japan it is 27%, for Korea it is 26%, for Taiwan it is 40%, for Malaysia it is 48%, for Singapore it is 48%, Philippines 65%, Thailand 27% and China is the lowest with just 16%. So we have here a whole new process of economic integration in the region in which this region supplies China with components, China produces the finished goods. The consequences of this is has been that China has a huge trade surplus with North America 250-260 billion dollars, big trade surplus with Europe but runs trade deficits with all the countries in this region. A massive deficit with Taiwan, 55-60 billion, 30-40 billion with Korea, twenty billion with ASEAN and so on. And if we decompose this trade again we will see is that what this means is, is that a lot of this inter-regional trade is in the end focused on markets that are outside of this region. In the official data you now have inter-regional trade that is almost as large as trade with Europe, North America and Japan, but if you decompose it in terms of end markets where the goods actually go, North America, Europe and Japan still take 61% of the region's exports where China just takes 6.5%.

So this huge growth in inter-regional trade has very much been a part of this Chinese economic take off, and the Chinese economic take off has been of course quite extraordinary. China's exports this year will exceed a trillion dollars and by 2008 China will probably be the largest exporter, larger than both the United States and Germany. Which have been for many years very nip and tuck in terms of which one will be the leading export nation. And this whole Chinese export boom has had very powerful spillover affects on all the countries in the region including Korea. The new risk though is that China may over time become more self-sufficient in producing these components and parts and if they do it would be of a loss of export opportunities for Korea, Taiwan, ASEAN and the other countries in the region. We don't yet know how far this process will go and we don't yet know how far China might change this process of vertical-specialization. There is no doubt it has been a major feature of trade flows in this region now for the last several years.

So as a consequence of this trade process, this integration process with China, there is no doubt that the US now looms as a major risk and a major challenge for this region in the next few years.

I see America creating two major risks for this region, the first centers on the US business cycle, the second on US politics and the danger of US protectionism. Let's examine both of those risks.

First the business cycle, there is no doubt we have had over the last year a major slow down of the American economy. The growth rate of the US economy has slowed down from 4% plus over a year ago to two to two and half percent recently. And the major factor for the depressing of the economy has been housing. After a housing boom of the first five to six years of this decade, there has been a major decline in home building activity and we are seeing for the first time in 50 or 60 years a decline in house prices and this will persist for a while. Because we have now had in recent months a major crisis in our so-called sub-prime mortgage market, the mortgage market for low-income and poor people. As a consequence of this credibility crisis, the banks will now greatly curtail current access to lower-income Americans. So we are going to have several more months of weak housing starts and weak house prices. And this has knocked off a point, a point and a half off the US growth rate.

The new risk to the American economy and has developed in recent months has been capital spending. We've had two quarters in a row of quite weak capital spending. And this has come as a big surprise to American economists, because last year the American profit-share GDP rose to a fifty year high. Corporate balance sheets are more liquid now than in forty years. When your corporate sector is highly profitable and has great liquidity, you expect them to spend aggressively on capital goods or on new investment but they haven't been doing that because of the housing downturn, because of concerns of rising gasoline prices. Corporate managements in the second half of last year have turned very cautious and they began to reduce their capital spending. Instead of buying capital goods, they have devoted their resources to buying back their stock. Last year American corpo-

rations spent 600 billion dollars on share repurchases. They did that because we now incentivize our management with stock option programs to want to promote a higher share price. And the result of these option programs has been to fundamentally change how corporate managements behave and think. We now have among our corporate management an extraordinary obsession with share prices and so they are using their capital not to invest in new capital goods but to repurchase their stock. This is a fundamental change in US corporate behavior and has over the last six months contributed towards the economy's weakness. So the US will be a weak economy here in 2007 with a growth rate of probably just a little above 2%.

Will the slowdown turn into a recession? I don't think it will, because the Federal Reserve Board has not been as restrictive in this business cycle as it has been in previous business cycles. Our inflation rate has gone up over last two years from 1 and half percent to 2 and half percent. But it has not gone to the levels to require the Federal Reserve Board to push interest rates to the lofty levels we would have seen ten or fifteen years ago. The peak of interest rates seven years ago was 6 and half percent, the peak of interest rates fifteen years ago was about 9 percent, the peak of interest rates twenty-five years ago was 20 percent, and we are still at 5 and a quarter percent. 5 and quarter percent has dampened the economy, slowed housing but it has not created the kind of severe credit shock, the kind of severe restraint that would set the stage for a full-scale recession. It looks like we will still have a soft landing. But this will be a source of growing deceleration for the global economy.

One of the big questions is can other countries be affected by America. We don't know yet. Because the American downturn so far has been so concentrated on housing, it has not yet had major affects on American demands for consumer goods produced in East Asia. The weakness in capital goods has not yet showed up on the trade accounts, so we don't yet know about whether we will see a decline of the import of capital goods to America over the next few quarters. But the odds are there will be some reduction in the demand of capital goods because of the slowdown we can now see in domestic

spending. But so far the impact of the slowdown has not been that severe in East Asia because it has been so concentrated on home building, so concentrated on residential construction. But as we move through the rest of this year we will see at least some modest negative effects.

China will be vulnerable because China still depends first and foremost on America as an export market. America takes about 25% of China's exports, exports to America are equal to 10% of China's GDP. So if the American economy remains weak through the rest of this year, China's export growth is going to slow. China's export growth in the first quarter, if it is still growing at rates close to 30%, will be where it was much of last year. America's slowdown is not yet visible in China's trade account. But if this downturn persists for two or three more quarters this will begin to show up in China's trade account sometime this summer or this autumn. So this will be a major challenge for Asia here in 2007.

The second great concern I have for the US and this region centers on the issue of trade policy. We had in America, five months ago, mid-term elections for the American Congress and the Democratic Party regained control in both the House and the Senate for the first time since 1994. And this political change does pose a risk for the US trade policy because the Democrats have become over the years very protectionist, very opposed to new free-trade agreements, very opposed to the Doha global trade round, very opposed to the process that we broadly refer to as globalization. We elected twenty-eight new members of the house from the Democratic Party, out of those twenty-eight, twenty-six are very protectionist. We elected six new democratic senators, several of those men are also very protectionist. The most protectionist is Sherrod Brown from Ohio, he wrote a book two years ago opposing globalization, he would advocate going back to the kind of tariffs we had in the 1930s. He is a highly radical advocate of restrictive trade policy. So there is a risk now that the American Congress will fail to support new free-trade agreements or the completion of the Doha global trade round.

Let's examine how the negotiations are going right now on Capitol Hill.

Rather than simply saying that they will reject new free-trade agreements, the Democrats are saying that what they want to do instead is have these free-trade agreements to be amended to provide more protection for workers in foreign countries. They want to insist that any developing country that gets into an FTA, agree to sign the nine treaties of the International Labor Organization that govern labor relations in various ways. The problem with this demand with the Democrats is that the US itself has signed only two of the treaties and many American states have labor laws that contradict these treaties. In the American South, for example, we have something called the "right to work" law that allows workers to remain outside trade unions. American corporations are allowed to break strikes by hiring non-union workers. In twenty states there is a law that requires that if a person is leaving jail, he is to get a job as a condition for parole. We require that the exit from jail involve somebody seeking employment. These laws, these policies do contradict these global treaties. So it creates the question, how can the US insist that other countries sign these treaties if we don't sign them ourselves? And the White House is concerned that if we now impose these demands and assert all these labor legislations and treaties, that other countries will be able to sue the US on the grounds that we ourselves are not in conformance, in convergence with these treaties. That you could sue the state of Georgia, the state of Alabama, because they have this "right to work" law which allows workers to avoid trade unions.

So there is a lot of tension over this issue, when I left America a couple of days ago, the issue had not yet been fully resolved. The negotiations were still going on behind the scenes between the Congress and the White House and the Republican Party in the Congress, as the Republican Party in Congress is very, very concerned about protecting state labor laws.

In June, President Bush's fast-track trade negotiating authority will expire, and unless he regains his trade negotiating authority there is

no way we can complete the Doha global trade-agreement because you cannot pass trade legislation in the US Congress and get anything done unless the President has fast-track trade negotiating authority. Some Democrats like Senator Bob Baucus have said we should extend the President's authority to try and give the Doha trade round a chance of succeeding. But because the negotiations themselves aren't going very well, because there has been now for many months an impasse between America and Europe, India and Brazil on issues involving agriculture trade, it's going to be hard to rally the Democrats in Congress over the next few months to give this President new fast-track trade negotiating authority. So now the Doha round is now also very much at risk. This is going to be a difficult environment in general a very difficult time for trade policy in general.

What does this mean for Korea? Well, Korea's FTA agreement has three major problems in the US Congress, the three major issues are first and foremost beef, secondly automobiles and thirdly rice.

Beef is a big issue because Senator Baucus of Montana is the Chairman of Senate Finance Committee, any trade bill has to go through his committee and he has said publicly he will not support legislation for the FTA unless his beef farmers of Montana have access to the Korean market. And the hope is, there will be a verdict by a group with a French name OIE which controls the global beef trade, in the next weeks which will give Korea cover to basically allow improved and better access to American beef. If that comes to pass, Senator Baucus will support the FTA.

The auto issue centers on the fact that Ford and Chrysler are very frightened of Korea. General Motors invested in Daewoo in this country several years ago when Daewoo went bankrupt; therefore General Motors is very silent on this treaty and not very critical. But Ford and Chrysler allege that Korea has many non-tariff barriers to trade in automobiles, this market cannot be penetrated and therefore it is unfair to improve Hyundai's access to the American market. Right now Hyundai produces in America half the cars they sell there, the other

half are imported from this country. Because Hyundai has done well in recent years, they are talking about building a new American plant, if they do they might be totally self-sufficient and they will not have to import cars at all. Right now, half their car sales are imported. And both Ford and Chrysler are claiming that there is no way that the FTA can produce a true level-playing field. So they will not be supporting the FTA with Korea. And the problem is, this will have an influence on the members of Congress from Michigan and there are some powerful members of Congress from Michigan with the Democratic majority.

The third issue is rice and the ranking Republican on the Trade Subcommittee comes from a district down south that produces rice and therefore he will be lobbying for better access to the Korean market to US rice exports. Because we don't have a very large rice industry, I don't think this will be all that big a problem.

But there is no doubt that the beef issue and the auto issue will be important and they can get in the way. And as I just mentioned, the Democrats will also demand that any FTA with Korea include these new labor guidance to guarantee protection of Korean workers. Now because this country has very strong trade unions, you have a lot of history of restrictive work practices, labor practices, so I doubt there will be a lot of problems with these IOL conventions. But you would have to study them very carefully to see if there are any conflicts with Korean law, because the Democrats will probably insist in some capacity that the FTA also have these amendments on labor market regulation.

So this is going to be for Korea a difficult three or four months. I think the chances for enacting the treaty is still good, but nothing is guaranteed because we do have these tensions, we do have these disagreements on various microeconomic issues. And unfortunately on trade policy, microeconomic policies are very important because members of Congress are very much affected by what's happening in their district, what's happening in their constituencies.

Now the major focus of the Democrat protectionists is not Korea, it's China. And there are now circulating in the US Congress a couple of dozen bills designed to basically reduce trade with China. To impose more barriers to Chinese imports, countervailing duties, anti-dumping duties, just in general to make it have higher tariffs. There was a bill introduced a year and a half ago by Senator Schumer of New York to impose a twenty percent tariff on Chinese imports unless that country had a significant reevaluation of its currency. Hank Paulson persuaded him back in October to withdraw that bill. But because of America's growing deficit with China, the Democrats are talking about bringing that bill back sometime this summer. So this China issue is going to be in the year ahead a major, major test of Congressional policy on trade.

And let's look at what China will probably have to do in response.

As I mentioned a minute ago, China now has a major trade surplus, it will be within eighteen months the world's largest exporting nation and it has 1.2 trillion dollars of foreign exchange reserves. Those reserves increased by 140 billion dollars during the first quarter, they increased by a million dollars every minute during the first quarter. And they will probably expand in the year out by a further hundred billion or more. And they could be by 2007 1.5, 1.6 trillion US Dollars. These are truly awesome numbers. They create a challenge for Chinese monetary policy, because China has to sterilize all of these reserves or they will contribute to faster growth, money supply, credit and could ultimately prove to be inflationary. And indeed China has already issued over the last few years 650 billion dollars of sterilization bonds to try and neutralize the impact of this huge growth in reserves. So China now has domestic pressure on its government to do something about the large trade surplus and about the rapid growth in foreign exchange reserves. This issue of the trade surplus is not just a global issue, not just an American issue; it also has domestic consequences for China's economy. And there are basically three ways that China can try to respond to this challenge.

One, the most obvious response is to allow the exchange rate to

appreciate much more than it has, China began to flow its exchange rate in July of 2005 and since that time it has gone up six and half percent up against the US Dollar. I was at the Central Bank in China last October and they told me their plan for the next five years was to reevaluate the currency by three to four percent every year until 2012, to reevaluate it by 25 percent over five years. A slow motion, gradual response to this huge trade surplus. But my own guess is now there will be pressure on China to allow the exchange rate to appreciate more rapidly, not by 5 per cent this year, but maybe 7 or 8 percent because of both the impact of the huge trade surplus on their reserves and also because of these trade tensions with the United States.

The second possible response is to try and recycle the money by encouraging large capital outflows. And capital outflows from China are increasing now, Chinese firms are engaged in more foreign investment, they are also for the first time in their history buying foreign companies. Last year for example Lenova, the computer company bought the personal computer division of IBM. The Chinese Offshore and Oil Company CNOOC made a takeover bid last year for an American company Unocal, a deal that would have been worth 18 billion Dollars. It was vetoed by the US Congress, but it was a sign that China is now embarking on a search for global oil reserves so it can't do deals in America for political reasons but it can do them elsewhere. It announced plans in the last year, to invest five billion dollars in Nigeria, to invest a billion dollars in a new nickel mine in Papua New Guinea, to invest billions of dollars in infrastructure projects in Brazil and Argentina to facilitate trade with China. So China is going to be over the next few years a bigger exporter of capital via FDI.

China introduced a policy last year of allowing eighteen billion dollars of portfolio investment that buys domestic insurance companies and domestic prime management firms, but so far they have not taken advantage of it, the banks for example have a fourteen and a half billion dollar quota, but in the last year they have only exported five hundred million dollars they have been reluctant to go overseas because of the concern of their appreciated currency, reducing returns

on foreign assets. But the fact is, that last year, other foreign currencies did outperform the RMB, the Korean Won in the last year and half has gone up fifteen percent, compared to six percent of the RMB, the European currencies have been strong, the British Pound has been strong, the Australian dollar has been strong. The Chinese institutions could have found asset classes last year outside China that would have outperformed their own domestic currency. So in time, we probably see also more diversification into foreign markets by Chinese financial intermediaries.

And the final policy response to this challenge of managing the foreign exchange reserves is to tighten up domestic monetary policy. And they have been doing that steadily over the last year by increasing the reserve requirements, over the last year they have been taking the reserve requirements of the banking system from six percent up to twelve percent and they have raised the reserve requirements several times. And the goal again is to reduce the impact of this surplus liquidity, this excess liquidity on domestic financial markets, domestic money and credit. So these are the possible responses that China can have to this challenge of managing this huge growth of foreign exchange reserves and the large trade surplus. And my own conclusion is they will in the year ahead do all of these things, the exchange rate will appreciate more, not by five percent, but six or eight percent, they will keep trying to tighten monetary policy through reserve requirement changes and they will do more to encourage capital outflows, both through direct investments as well as through various kinds of portfolios and capital allocations. This won't fully solve the problem but it will be an important series of steps designed to try and contain the impact of these large trade surpluses, rapidly growing foreign exchange reserves and China's economy.

What about other players in the region? The other most important country in region, of course, is Japan. And Japan now has the currency, the Yen, trading at a twenty-year low on a trade-daily basis. The Yen has been a very weak currency in recent years because Japan still has a very low interest rate monetary policy. Japanese money market deals are only fifty basis points, a year ago they were zero.

And Japan has had this zero-rate policy for six years to combat deflation. The Bank of Japan decided that deflation was coming to an end so it decided to move in a more restrictive direction. This time last year it reduced the surplus liquidity of the banking system and in July it raised interest rates to twenty-five basis points for the first time in six years. I saw Mr. Fukui, Japanese Central Bank Governor in Tokyo six months ago, he told me his goal before he leaves office was to raise Japanese interest rates to 1.5 percent, to get there by March of 2008. But now because we have had data recently showing weakness in consumer spending and persistent deflation he is off schedule, he's not been able to raise interest rates as quickly as he wanted to and my guess is that by the time his term ends next year, we will be lucky if we get to even to 1 percent. There maybe room for only one or two Japanese monetary interest hikes in the year ahead, there will probably not be four more.

There will also be this summer; a midterm election for the Japanese Diet and this is an election where Mr. Abe right now is suffering in the opinion polls. Because he is not doing well in the polls, his government has been lobbying Mr. Fukui to go slow on monetary tightening and now his Cabinet Secretary is making requests to Mr Fukui about succession next year in Bank of Japan. Up until a few months ago, it was widely assumed the new Governor of the Bank of Japan in the March of next year would be Mr. Muto, the current Deputy Governor who joined the bank in 1983 after spending many years at a high level in the Ministry of Finance. But now Mr. Shiozaki has promoted two other candidates Mr. Takenaka who was the Economics Minister a year and a half ago and Mr. Eto, a professor at Tokyo University who was a member of the Prime Minister's Economic Advisory Council. Both Mr. Eto and Mr. Takenaka have both been opposed to Japanese monetary tightening on the grounds that the country is still suffering from inflation. They want a very go-slow policy, in terms of monetary tightening. So what this means is the Japanese interest rates are going to remain slow for quite some time and these very low interest rates have had a very major impact on Japan's capital account.

First, over the last two years they have encouraged huge capital outflow by Japanese investors looking for higher yields in other countries. Japanese retail investors over the last couple of years have exported over 160 billion dollars in capital into bond markets in New Zealand, the United States, Australia and Europe, looking for higher yields. And for a country like New Zealand, this has become a very dominant factor in the financing of their current account deficit. They sell something called Uridashi Bonds to Japanese retail investors and they very much dominate New Zealand's capital account and they have in recent months pushed the New Zealand dollar to a twenty-five year high, 74 Cents in the US, just last week. So this has had a very major impact on other countries' markets.

We've also developed something called the Yen-carriage rate. The Yen-carriage rate is a process of global hedge funds and other investment institutions borrowing Yen to invest in other countries' asset markets. There is no way we can clarify precisely how big the Yen-carriage rate is, I have seen estimates as low as fifty billion dollars, I have seen estimates as high as a trillion dollars. The BOJ have told me in private conversations that they think it is a hundred billion dollars. But the reality is we don't collect data from hedge funds to keep track of this phenomena, all we can do is engage in guesswork. But we know it is a factor, whenever you see market correction that causes people to become risk-averse, it causes the hedge funds to reduce their liabilities, when they do that there is an immediate rally in the Yen. We saw this back in late February, there was a Chinese stock market crash, the Shanghai market fell ten percent in one day, this produced a wave of corrections all over the world for the next two or three days. New York fell, Tokyo fell, Europe fell, Australia fell, and as the hedge funds reduced their leverage, the Yen rallied three and four percent. Then a few days later the market stabilized, began to improve, hedge funds once again began to borrow and began to speculate and the Yen weakened again. So we have this phenomenon of the Yen-carriage rate, which has played a major role in depressing the value of the Japanese Yen.

Now this low value of the Yen is also becoming a major trade is-

sue in America. Members of Congress from Michigan are very alarmed about the growth of Toyota and the decline of General Motors. As they are introducing trade bills saying we should punish Japan for having a weak Yen to try and protect GM and Chrysler. I don't think this legislation will be an act, I think Hank Paulson will be successful in persuading Congress that we cannot control Japan's currency policy, that Japan's currency is weak for market-related reasons and not intervention and its weak because Japan has to have this very combative monetary policy to fight deflation. But the fact that we have this legislation in the Congress, that this bill is designed to punish Japan is again a sign of how the environment has changed. How the Congressional Democrats are more aggressive, more protectionist and will if given an opportunity, to try and find ways to string back Asian countries that they perceive are engaged in unfair trade practices and in particular by having undervalued exchange rates. And there is no doubt that with both Japan and China there are complaints, and there have been complaints for some time, that they have undervalued currencies. That these undervalued currencies are a tool for conquering global markets.

The members of Congress have no sense of China's Monetary history, they don't realize that back in 1997-1998 China helped stabilize East Asia by not devaluing its currency, they have no understanding that China adopted the dollar exchange rate target in 1994 as a way to have a stable pillar for its monetary policy, there is just a remarkable ignorance of how this whole process is working over the last ten or twelve years. The focus is not on Chinese history or Chinese monetary policy but the focus is very much on one thing, the very, very large trade deficit and the fact that it might represent the loss of jobs in American manufacturing industry.

So the bottom line is that we are right now in a somewhat dangerous time, we got a weak US business cycle, which will dampen growth in the world economy in the year ahead, not dramatically but on the margin. We have a US Congress tilted very much in a protectionist direction and the White House, the President and his team had better find some way to work with the Democrats to try and save

these free-trade agreements.

And not just Korea is involved, we also signed FTAs with Colombia, Peru and Panama and we are now trying to get these bills through Congress. Democrats are demanding all these bills have these new labor amendments and we don't know yet if there will be a compromise on the whole labor issue to save these bills. So we have right now before the Congress four FTAs, and if we go out a year we could of had negotiations that would have led to four more FTAs. We've had over the last two years negotiations about FTAs with Malaysia, with Thailand, with South Africa. Right now there are no bills, we have not reached agreements and if we don't make any progress on the current FTAs, Korea, Latin American FTAs, it will mean the other ones will simply die. And I think if the Democrats do strangle US trade policy, if they do kill the FTAs, this will be a major blow to America's ability to play a leadership role in East Asia.

As I mentioned a few minutes ago, we now have had a tremendous amount of innovation going on right now in trade policy in this region, lots of new bilateral FTAs among Asian countries, as well as Asian countries with Europe, with Latin American countries like Chile, financially with the US and Canada. If the US cannot offer Asian countries the possibility of FTA agreements, as the way it has economic relations with those countries, it will be passing on its leadership on to China. It will strengthen very much China's ability to play a dominant role over the next ten to fifteen years in shaping this region's trade policy. So it is not just Korea that is at risk right now, or even Peru or Colombia or Panama, it is the whole ability of the United States to play in a constructive leadership role in driving the larger issues that set and determine global trade policy.

So we do face some major challenges and some major risks, I am hopeful that reasonable people in the Democratic leadership, people like Charles Rangel and Senator Baucus of Montana will be able to find a compromise and carry the backbenchers with them in enacting these new FTA agreements. But as of today there are no guarantees. There is a great deal which is now in play, there is a great deal which

is now at risk, all we can do is watch very carefully over the next three or four months how Congress resolves these issues. Because as I want to stress again, what is at stake is not just Korea, it is of the whole ability for the US to play, a major and important leadership setting global trade policy over the next five or ten years.

Questions & Answers

Q How do you foresee in China the monetary policy as they have raised it seven or eight times in one year, for the reserved requirement rate, and three times the interest rate. Every economist anticipates there will be more frequent interest rates raises. And how do you foresee the frequency and range of interest rate raises and what would be the impact, or what would be the by-product for raising interest rates?

A Well, the interest rates raising policy process in China is very different from that in the US or Korea. The Central Bank carries out monetary policy but it does not make the decision on monetary policy, the State Council under the influence of the Prime Minister or even the President makes these decisions. So it is a very different policy making process than you have in this country, in the United States, Britain or in any other industrialized nation. The Central Bank is not independent.

And there is broad perception going out that the Chinese economy is growing too rapidly, the recent growth rate in the first quarter here was almost 11%, the government target. The various forecasts made by government officials are talking about a growth rate of 8%. There have been several attempts over the last year to bring administrative controls on capital spending. Because China has had here one of the greatest capital spending booms in human history. The investment share of the GDP was 40%, at the peak of the Korean boom in the 1990s, it was 41%, and so 48% is truly an awesome number. What

is even more awesome is the fact that they have this kind of capital spending and are running a kind of current account surplus. They are able to do this because the domestic savings rate is also around 50%. When you had the capital-spending boom in 1990s, you were running at least a moderate current account deficit.

So, the conclusion of most economists in Beijing and Hong Kong who follow China is they will raise interest rates at least one or two more times, but because nominal GDP growth is 14% and interest rates are only around 6%, it is doubtful that we will have a truly restrictive monetary policy, it will dampen things on the margin but it will not be highly restrictive. It may on the margin dampen some of the recent real estate booms in the big cities; it might on the margin dampen the Shanghai stock market, which over the last twelve months has gone up by a 150%. In the six weeks since that correction we had in late February, the Shanghai markets have performed a further 30%. So it is truly robust market, indeed a million people a week now in China are opening a new brokerage account to trade in the market.

So we have elements now developing of a bubble and I am sure the authorities would like to rein it in. Indeed in many recent weeks, officials have said publicly that they are concerned that the stock market is a bubble, really going too far, too quickly and that something should be done to slow it down, so there will be a biased towards restraint.

But Chinese interest rates will not get high as to fundamentally dampen the business cycle, whatever they do will be on the margin. Because of the concern about the excess liquidity coming out of the foreign exchange reserves they will I think continue to raise reserve requirements until they feel they have got this problem under control. But because reserves increased by a hundred and forty billion dollars in the first quarter alone it is not clear how far they will have to go. They will just keep tightening until it gets to the level where they feel it is under control. And right now, because the reserves are growing, they don't feel like they got everything under control. So they got a challenge. And there will be further monetary tightening and there

maybe more administrative actions to try and reign in capital spending. A year ago they made the Governor of Inner Mongolia sign a confession that he had too many capital spending programs, that was quite unusual. The tradition in China was that local officials compete to have a high rate of economic growth, to get promotions to other jobs. This was the first time a local official was severely criticized for being too aggressive towards economic growth.

We have a Party Congress coming up in October, many people are trying to have capital spending, and high rates of economic growth to get ready for the Party Congress and want a promotion as China gears up for a leadership change in 2012. Perhaps once the Party Congress is over, there will be some slowdown in this capital spending.

We will also have the Olympics next year, once the Olympics are over there will be a big decline in construction activity in Beijing. Right now Beijing is going through 40 billion dollars of new capital spending programs to get ready for the Olympics. But a year from now that will be all over and that will surely at least slow the economy down in Beijing.

So China will at some point over the next twelve or eighteen months slow down. It will be a combination of monetary tightening, administrative action on capital spending and of course the US economic slowdown. The old rule of thumb a year ago was every 1% of decline in US GDP growth will weaken China's export growth by 8%, hasn't happened. Year-on-year growth rate in the first quarter was still almost 30% but sometime by this summer or autumn, this US downturn might begin to finally bring down the growth rate of Chinese exports from 30% to maybe around 20%. And if they do that will help slowdown the economy because exports now in China are 36% of their GDP, a very big number.

Q Thank you for your comprehensive and detailed analysis on the

Asian and World Economy. I would like to raise one question to you; it concerns the diplomacy of China. It seems to me that one of the most important factors that will decide the future of the Asian as well as the Global Economy will be how to get energy, oil, and natural resources. China's policy has been criticized for being too aggressive, the United States and China seem to be facing off everywhere in the world. What do you expect the future strategy of China to be?

A That's a very good question. I have actually written some quite significant articles on China's role in the global commodity markets. Because I do think this looms as a major geopolitical challenge, not just an economic challenge.

The first point I would like to make is that we did in 2003 and 2004 pass what I think is a great landmark in economic history since the British Industrial Revolution. In 2003 and 2004, China for the first time ever in the 20th Century, overtook the United States to be the world's dominant consumer of most industrial raw materials. China's share of global copper consumption is now about 22%, the US is 16%, for nickel China is 12%, the US is 10%, for steel and iron ore China is off the charts, China's steel production is now 450 million tons that is more than twice as large as the US and Japan combined so China now controls global steel and iron ore trade. In 2004 China also displaced Japan to become the world's second largest oil consumer, its oil consumption now is at about 7 and half million barrels a day. Because its domestic output is only 3 million barrels, it has now emerged as a major oil importer and therefore it has now embarked upon a great global search for natural resources for oil and for metals both.

If we look at the oil sector there have been many big deals done. They made a loan for two billion dollars two years ago to the Angolan government to get oil leases, they announced a year and a half ago a two and half billion-dollar investment in Nigerian offshore oil fields. President Hu Jintao went to Lagos last April to announce two and half billion dollars of Chinese infrastructure investment.

China is also investing in the oil sector in Indonesia. Two years ago they bought on the Kazakh stock exchange a company called PetroKazakhstan for four and half billion dollars and six months ago they bought a second Kazakhstan oil company on the Kazakh stock exchange for two billion dollars. They announced in recent months a plan to invest in Venezuela; most foreign oil companies are leaving Venezuela because President Chavez nationalized everything. But Chavez wants to be an ally with China, so he has let them come in and invest as the American, British and European oil companies pull out.

So there is no doubt that China is going to be going forward a major player in all the natural resource sectors. It's going to be a major investor in major markets and this will continue indefinitely, because China is going to have in the next twenty or thirty years a huge increase in its automobile population which will generate tremendous demand for gasoline.

Let me please give you a few numbers on this, Goldman Sachs, the big New York investment bank produced a report last year on the world automobile population in the 21st Century. The numbers are truly awesome. In 2005, the American people had 140 million cars, the Chinese people had 15 million cars, and the Indian people had 5 million cars. In 2050, Goldman Sachs estimates that the Americans will have 208 million cars, the Chinese will have 500 million cars, and the Indians will have 600 million. If you believe those numbers, the price of oil is going to increase five or six times. Which means that China will force us by 2020 to abandon gasoline, to abandon petrol and to go to fuel cells or some new technology. Because we won't simply produce enough oil on this planet to accommodate this kind of car population. The best experts I know on oil think that we have the potential over the next ten or twelve years to increase global output from 83 million barrels to maybe 93 million barrels with new fields in Kazakhstan, West Africa, Russia, Saudi Arabia. But to accommodate this kind of car population in China and India we would have to go to 140 million barrels, we are not going to be able to do

that with the current levels of technology and no oil reserves. So this is going to be a major issue in the next twenty years and the only solution we have is technology, we will have to replace the traditional internal combustion engine with something built on hydrogen and fuel cells because we just can't accommodate this kind of car population.

Q Indeed that was very comprehensive and I am very much enlightened. I have basically one comment and one question. Twenty years ago you had experienced a terrible trade imbalance against Japan and you have gone through an agreement with Japan with an appreciating Yen almost 50% within 3 years. But that major exchange rate realignment has not resolved the current account trade deficit. I suspect that similar things might happen despite your recommendation to appreciate Chinese RMB so rapidly and I would like to hear your view on this, unless there is a regaining of the competitiveness of US manufacturing I don't think the exchange rate realignment will resolve the global imbalance quite like you predicted.

That's my question and the other comment is, on the US-Korea FTA, this is the largest cross-Pacific FTA, far bigger than the deal with Colombia or so. It is a very significant question for the US to engage in East Asian regionalism. So in this context, I think the Korean government is ready to re-import beef but with respect to automobiles, I think US cars are not really popular despite whatever actions we take. I want to know how we can convince these senators from Michigan, I would like for the Korean government to convince the US lawmakers.

A Well, for the first question there is no doubt that exchange rate movements do not fundamentally affect current account imbalances unless they also have an impact on the domestic savings and investments because the current account imbalance represents a gap, a deficit on savings and investments. And the real reason why the US has a current account deficit is that it has a negative household savings rate as well as a government budget deficit, there is a positive savings rate in the corporate sector with some high levels of profits but the household sector for the first time in our history is itself in

deficit, so the combination of these two phenomenon, the government deficit and the household deficit has given us this very large current account deficit and the exchange rate by itself cannot solve the problem. But there is a perception that an exchange rate change can over time on the margin have some impact on competitiveness and therefore allow the US to enjoy more export-led growth as well to encourage some import substitution and indeed because the dollar has been weak over the last three years against the European currency, plus other currencies like Australia and Canada, the US has enjoyed in recent months almost double-digit growth in exports. There is a perception this devaluation has had a benign affect on US trade with some regions.

On your second question, this issue of the automobiles, there is no simple answer. My guess is the ultimate answer will be for Hyundai to build a new factory and for Hyundai to produce even more cars in the US, maybe importing components but having final assembly in America. If that happens, there will be a Congressman with this plant in their district that will support Hyundai; you can already see in Congress some members who have plants from Toyota, Honda being more pro-Japanese. The fact is the foreign plants now employ tens of thousands of Americans. But they are not in Michigan, they are in Tennessee, South Carolina, Alabama, they are in Mississippi, Texas, they are not in Michigan. Because of its high-level of trade union domination it has not been able to attract foreign companies. Ontario is a player in this too, last year Ontario produced more cars than in Michigan because Canada has a National Health Care program so it's labor is less expensive than in Michigan where we have private health insurance and the automobile companies have huge private sector health liabilities. And Ontario is also very concerned about competing with Korea, Ontario companies have told me they are very concerned and they will also find it difficult to access the Korean market for either automobiles or for auto parts. So you got general fear in North American that this market here is not open, that there is non-tariff trade barriers and they will just keep on making this allegation and there is no easy way to resolve these complaints. They are

just simply going to be a fact of life. But Hyundai, I think, by its investment program in America might be able to go part way in addressing the concerns. The other thing you might do is simply create a quota, to buy 25,000 cars from Ford, just have a quota and find some way to use those cars here in Korea. I think the sales right now here in Korea are less than 10,000; they are very, very tiny. Maybe if you gave some guarantee that you can use the cars for something that might also go some way to appeasing these concerns. The problem is Ford made a bid for Daewoo back in 2001 when it was bankrupt, Ford made a bid higher than GM, but after they looked at the books Ford dropped out, then GM came in and bought Daewoo for a very low price. So GM is potentially out and they have to use General Motors to explain to the US Congress that Korea is not closed. And these corporate lobbies are very important, let me say that China has the benefit in Washington of corporate lobbies, China has something Japan never had.

In our trade tensions with Japan ten or fifteen years ago, there was no corporate lobby in Washington for Japan because there was no American FDI in Japan after World War II. The Japanese basically banned FDI. They did not want it. China, by contrast, has been totally open to FDI, China now has over 750 billion dollars of FDI and many US companies are very successful in China. GM has around 12 percent of the car market in China, Kodak has half the camera market, Procter and Gamble has a large share of the soap market, we've got some very powerful lobbies in Washington saying "please don't pick on the Chinese, we like them." And that is a big, big asset for China in these debates over trade policy.

You must do the same thing; you must seek out here in the American corporate community the firms that are doing well like General Motors and others and have them help to lobby members of Congress. Because these lobbyists do know how to talk to Congressmen and they can talk about how there is trade from their district with Korea, how they are creating jobs in their district because there are opportunities in Korean market place, and this is just the way politics

is done, you have got to have a little constituency to help you. And China now has a very powerful corporate lobby taking its side.

The National Association of Manufacturers is deeply divided, they've got fifteen thousand members, the top three hundred members do not want protectionist policies against China because they are active in China and doing very well, the five thousand smallest members in Michigan, Ohio, Minnesota or Illinois are protectionist as they don't have the resources to invest in China, they are totally domestic, they are afraid of Chinese competition, so they are defensive, not aggressive, they are protective not proactive. This is a great dividing line in US business but the reality is, the big, big lobbying groups, the big companies have taken China on its side because US business in China has been highly successful in the last five years in carving out large market shares and enjoying very high rates of return. And General Motors I can tell you now, makes more money in China than it does in the US. It makes a difference.

동아시아 경제통합, 어떻게 되나*

David Hale

본인이 언급할 과제는 경제통합의 비용이라는 측면에서 이 지역에 어떤 일이 일어나고 있는지, 그리고 동아시아 지역을 비롯한 보다 넓은 세계와의 관계, 특히 미국과의 관계에 관한 것이다. 서두에서 본인이 지적하고자 하는 첫 번째의 요지는, 지금 이 시점의 세계경제는 엄청난 그러나 매우 상호보완적인 불균형으로 특징 지워지고 있다는 것이다. 세계경제의 가장 큰 불균형은, GDP의 약 7%이며 7,000억~8,000억 달러에 이르는 미국의 경상수지 적자이다. 이는 실로 엄청난 수치이다. 5~10년 전만해도, 미국을 포함한 그 어떤 나라가 이처럼 거대한 적자를 기록하리라 상상한 경제전문가는 거의 없었을 것이다. 하지만 사실 미국은 동아시아와의 관계로 인해, 이러한 적자를 충당하기 위한 재원조달과 대규모의 자본유입에 있어서 큰 문제가 없었다. 동시에 동아시아 지역은 막대한 경상수지 흑자를 기록하면서, 미국 적자에 대한 재원조달에 도움을 주고 있다. 일본의 흑자는 1,500억~1,600억 달러이며, 일본을 제외한 동아시아의 경상수지 흑자 규모는 약 3,500억 달러이다. 즉, 동아시아 지역에서 발생한 5,000억 달러의 경상수지 흑자가 미국의 적자를 상쇄시키고 있는 것이다. 또 지난 2년간 산유국에서 조성된 대규모의 흑자도 있다. 러시아가 현재 1,000억 달러의 흑자를, 페르시아만 국가들과 사우디아라비아가 2,000억 달러의 흑자를 기록하고

* 이 글은 2007년 5월 3일 개최된 'IGE/Prudential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견을 밝혀드립니다.

있는 것이다.

바로 이러한 것이 세계의 새로운 과잉유동성 공급과 과잉저축을 창출하여, 미국이 자국의 적자를 조정하는데 도움을 주고 있다. 그러므로 지난 5년간을 돌아보면, 세계경제의 균형을 유지하는데 가장 중요한 주역이 동아시아라는 것은 의심의 여지가 없다. 동아시아 국가의 외환보유고 통계를 살펴보면 이를 확인할 수 있다. 세계전체 외환보유고 5조 달러 중 3.2조 달러가 지금 동아시아 지역에 있다. 일본과 중국을 핵심적 선도국으로 하는 동아시아 지역이 현재 세계 외환보유고의 2/3를 차지하고 있는 것이다. 1위인 중국이 1.2조 달러, 2위인 일본이 약 9,000억 달러, 그리고 대만이 약 3,000억 달러, 한국이 2,500억 달러, 싱가포르와 홍콩이 각각 1,200억 및 1,300억 달러를 보유하고 있다. 이는 매우 인상적인 수치이다. 또 하나의 사실은, 일반적으로 나라에 따라 차이는 있지만 이러한 보유고의 약 60~90%가 미국 국채 또는 은행대출 형태의 미국 달러표시 증권에 투자되고 있다는 점이다. 중국은 자국이 보유한 미국 정부의 증권이 약 4,000억 달러에 이른다고 미국 재무부에 통보한 바 있다. 하지만 지난 주 오찬 회동에서, 중국 외환보유관리국장은 본인에게 중국 외환보유고의 반 이상을 은행에 대출하고 있다고 하였다. 따라서 중국은 미국 국채 외에도 은행 채권 및 지분을 가지고 있는 것이다. 이는 매우 돋보이는 수치들으로써, 미국이 자국의 엄청난 경상수지 적자에 대한 재원을 앞으로 어떻게 조달할 수 있는지 보여준다. 지금 세계금융시장에서 제기되는 주요과제의 대부분은 향후 2~3년 내에 아시아의 외환보유고가 어떻게 될 것이며, 아시아 국가들이 자국의 경상계정 흑자를 어떻게 순환시킬 것인가를 결정하는 문제에 집중된다. 요즘 이러한 대규모 흑자로 인한 혁신적 금융기법이 나오고 있다. 2년 전 한국은 단순히 정부채권만 구입하는 것이 아니라

주식시장, 나아가 부동산시장 또는 상품시장에도 투자하는 등 보다 적극적인 방법으로 200억 달러의 외환보유고를 운용하기 위해 새로운 투자회사를 설립하였다. 어제 본인이 만난 한국투자공사(Korea Investment Corporation) 사장에 의하면, 2년 전 한국 정부가 설립한 이 펀드의 40%가 증권에, 그리고 60%가 채권에 현재 투자되어 있다고 한다. 그리고 그는, 때가 되면 상품이나 기타 투자 증권에 더욱 비중을 두는 것을 고려하고 있다고 덧붙였다.

지난 주 중국은 외환보유고의 투자를 다변화하기 위해 2,000억 달러 규모의 투자회사를 설립할 것이라고 발표하였다. 아직까지 이 조직이 창설되진 않았지만 연말에는 영업활동에 들어갈 것이다. 계획 중인 투자회사는 이러한 거액을 투자하여야 할 매우 중요한 임무를 가지게 된다.

물론 투자회사 같은 조직의 모델은 싱가포르이며, 싱가포르는 약 25년 전에 보다 적극적인 방법으로 자국의 외환보유고를 운영하기 위해 일종의 정부투자공사를 설립하였다. 이른바 싱가포르투자청(GIC)은 세계금융시장에서 지금 선도적인 역할을 하면서 증권시장, 벤처캐피탈, 그리고 부동산 시장에서 활동하고 있다. GIC는 대외 및 대내 운영 책임자를 동원하여 거대한 자금을 운용하고 있다. 바로 이러한 사례들이 향후 수년간 아시아가 자체 외환보유고를 보다 적극적으로 운용하기 위해 노력해야할 방향이다.

아시아 지역의 적극적인 외환보유고 운용은 미국 달러화에 대한 위협이 되겠는가? 아직은 알 수 없지만 아마 위협이 되지는 않으리라는 것이 본인의 결론이다. 아시아 국가들이 증권에 투자할 경우 그들이

달러표시 미국 증권의 주요 구매자가 될 것이기 때문이다. 미국 주식 시장은 아직도 세계에서 제일 큰 주식시장이다. 미국 주식시장의 시가총액은 18조~19조 달러에 이르는데, 이는 전 세계 주식 시가총액의 거의 절반에 상당하는 규모이다. 그러므로 미국 달러표시 증권을 구매하지 않고서는 주식을 통해 다변화를 시도한다는 것은 어려운 일이다. 달러화의 가치가 약간 하락할지 모르지만, 지금까지 미국이 유지해온 동아시아와의 관계를 위협할 정도의 거대한 자본유출은 없을 것으로 생각된다.

우리가 유지해오고 있는 현재의 균형이 적어도 몇 년은 지속될 것이다. 미국의 자산시장이 아직까지 외국자금으로 포화된 상태에 있지 않다는 것은 사실이다. 외국자금들이 미국 내 어느 곳에 투자되고 있는지를 살펴보자. 유입된 외국자금은 여러 자산시장에 분산되어 있다. FDI(해외직접투자, 즉 대미국 직접투자)에 투입된 외국자금이 약 2.5조 달러인데, 이는 자금유동성이 거의 없는 제조업, 공장, 설비 등에 대한 투자이다. 또한 미국 증권시장에 대한 외국인 지분은 약 17%로 2조 달러 정도이고, 기업채권시장에 대한 외국인 지분은 약 25%로 몇 조 달러 더 많은 규모이다. 외국인 투자가가 지배하고 있는 유일한 곳은 미국 재무부 채권시장이다. 재무부 채권시장의 외국인 지분은 약 45%에 이르는데, 외국 중앙은행의 외환보유고로 구성되어 있기 때문이다. 그러나 미국은 미국인이 발행한 증권, 채권 및 정부채권 시장에서 아직도 30조 달러에 이르는 유동성 높은 증권을 소유하고 있는 것이 사실이다. 그러므로 미국은 경상수지 적자 재원조달에 도움이 되도록 외국인에게 판매할 수 있는 증권이 아직도 풍부하다. 따라서 적어도 몇 년간 미국은 이처럼 막대한 경상수지 적자를 안고서도 지금의 균형을 유지할 수 있다는 것이 본인의 결론이다.

이러한 경상수지 적자 배경 가운데, 미국은 물론 동아시아의 향후 대외무역정책에 중요한 함축성을 가지게 될 몇 개의 큰 변화가 지난 5~6년간 일어나고 있다. 10년 전 동아시아에는 양자간 무역협정이 없었다. 동아시아에는 지난 1940년대에 창설된 GATT와 1990년대에는 WTO로 대체된 세계무역체제가 전부였다. 이 지역에는 양자간 무역협정이 전혀 존재하지 않았던 것이다.

그 이후에 수십여 개의 양자간 무역협정이 체결되었다. 미국은 호주 및 싱가포르와 FTA를 체결하였고, 바로 지난 달 한국과의 FTA 협상을 타결했다. 싱가포르는 호주 및 미국과 FTA를 체결했고, 인도와는 지금 협상중이다. 호주는 미국 및 태국과 FTA를 체결하였으며, 중국과도 협상중이다. 중국은 동아시아 자유무역지대의 창설을 주장하고 있다. 중국은 이를 4~5년 전 ASEAN 정상회담에서 주장하여 지금까지 지속해 오고 있으며, 2010년에는 이것이 실현되기를 바라고 있다.

동아시아 금융위기로 인해, 5~6년 전에는 지역금융협력이라는 새로운 시도가 있었고, 몇 년 전 태국 치앙마이(Chiang-Mai)에서 주요 정치 지도자 회의가 개최되어 정책협력을 위한 새로운 기틀을 마련하는 계기가 되기도 했다. 현재 동아시아에서는 각국 재무장관과 중앙은행 부총재가 참석하는 회의가 정기적으로 개최되고 있으며, 금융규제 및 이러한 과제에 대한 치앙마이 구상에 직결된 연구조직까지 있다. 그리고 동아시아 국가들은 또 다른 금융위기에 대비하여 약 4,800억 달러에 이르는 통화스왑(currency swap) 계약을 창설하였다.

10년 전 동아시아 금융위기 당시, 일본 대장성의 Eisuke Sakakibara 차관은 지역 IMF인 동아시아 IMF의 창설을 제안하였다. 이 제안은 미

국이 거부하고 중국이 끝내 지지하지 않았던 관계로 곧 사멸되어 버렸다. 그러나 10년 뒤인 지금은, 치앙마이 금융협상의 결과로 이 지역에 아시아판 IMF를 출범시키는데 필요한 많은 핵심요인들이 존재한다고 해도 무리가 없을 것이다. 아직은 기구가 없고 IMF와 같은 사무국이 없지만, 통화스왑 및 정책협의 과정 등 광범위한 협력의 가능성은 있다. 10년 전 엄청난 금융위기가 이 지역을 삼켰던 때보다는 상당한 상호협조가 이루어지고 있다. 이는 매우 중요한 진전이며, 앞으로의 발전에 상당히 중요한 함축성을 지니고 있다고 본인은 생각한다.

10년 전 동아시아 금융위기 이래, 무역거래의 측면에서 이 지역에서 일어난 또 하나의 중요한 발전은 중국을 무역거래의 종착지로 하여 엮여진 수직적 분업과정의 시현이다. 지난 10여 년간 동아시아 지역은 역내무역이 크게 신장되었다. 이 역내무역의 흐름을 분석해보면, 역내 무역 팽창과정의 지배적인 요인은 중국을 겨냥한 한국, 대만, 일본 및 ASEAN 국가들의 중간재 수출이다. 중국은 이러한 부품을 수입하여 북미, 서유럽 및 일본으로 수출하기 위한 최종재를 만든다. 부품수출은 세계무역의 20%를 차지하고 있는데 이 부품수출에 대한 동아시아 주요국의 비중을 보면, 일본이 27%, 한국 26%, 대만 40%, 말레이시아 48%, 싱가포르 48%, 필리핀 65%, 태국 27%이고, 중국은 16%로 제일 낮다. 따라서 동아시아 지역에서는 중국이 부품을 타 동아시아지역 국가에서 수입하고 이것을 최종재로 만들어 수출하는, 완전히 새로운 경제통합 과정이 전개되고 있는 것이다. 그 결과 중국은 북미로부터 2,500억~2,600억 달러에 이르는 엄청난 흑자내고 있으며 유럽으로부터도 상당한 흑자를 기록하고 있지만, 동아시아지역의 모든 국가와의 관계에서는 무역적자를 보이고 있다. 예컨대, 중국이 대만에 대해서는 550억~600억 달러, 한국에 대해서는 300억~400억 달러, ASEAN에 대해

서는 200억 달러의 적자를 기록하고 있는 것이다. 이러한 무역구조를 다시 검토하여 보면, 상당한 역내무역이 중국적으로는 이 지역의 시장에 집중되어 있음을 알 수 있다. 즉, 공식적인 통계에는 역내무역 규모가 유럽, 북미 및 일본과의 무역과 비등하지만, 상품이 실제로 도착하는 최종재 시장의 측면에서 보면, 북미, 유럽 및 일본이 아직도 이 지역 수출의 61%를 점유하고 있으며 중국은 중국적으로 6.5%만을 수입하고 있다.

역내무역의 대폭적인 신장은 중국 경제도약의 중요한 요인이 되고 있으며, 중국의 경제도약은 물론 매우 획기적이다. 올해 중국의 수출은 1조 달러를 초과할 것이며, 2008년에 아마도 중국은 수출주도국으로, 수 년 동안 서로 비등해 왔던 미국과 독일 두 나라를 합한 것 보다 큰 최대의 수출국이 될 것이다. 이러한 중국의 수출 붐은 한국을 포함한 역내 모든 나라에 매우 강력한 파급효과를 주고 있다. 다만 새로운 위험요인은 시간이 지남에 따라 중국이 부품생산에 있어서 보다 자급자족하게 될 수 있다는 점이며, 그렇게 된다면 한국, 대만, ASEAN 그리고 동아시아 지역의 여러 국가가 수출기회를 상실할 수 있다는 것이다. 아직까지 이러한 과정이 어디까지 진행될 것인지 알 수 없으며, 또한 중국이 동아시아 지역의 수직적 분업체계를 어느 정도 변경시키려는지도 알 수 없다. 하지만 동아시아 지역의 수직적 분업체계가 지난 몇 년간 역내 교역활동의 주요한 양상이 되어오고 있음은 의심의 여지가 없다.

이러한 무역체계의 발전과 중국과의 통합으로 인해, 미국은 앞으로 몇 년간 이 지역에 대한 큰 위험부담과 도전요인으로 부각할 것이 거의 틀림없다.

본인은 미국이 동아시아 지역에 커다란 위험부담을 두 가지 정도 조성할 것으로 보는데, 하나는 미국의 경기변동에 관한 것이고, 다른 하나는 미국의 정치와 보호주의의 위험성이다. 이와 같은 두 가지의 위험부담을 검토해 보자.

첫째 경기변동 문제에 있어서는, 지난 몇 년간 미국경제에 중요한 침체국면이 있었음은 의심할 여지가 없다. 미국 경제성장률은 1년 전 4%이상에서 최근 2~2.5%로 하락했다. 미국경제의 침체를 가져온 주요 요인은 주택 부문이다. 2005~2006년 기간 동안 지속된 주택호황 이후 주택건축 활동이 심각하게 침체하였다. 미국은 지난 50~60년 이래 처음으로 주택가격의 하락을 체험하고 있다. 이러한 하락추세는 당분간 지속할 것이다. 최근 몇 개월간 미국은 이른바 서브프라임모기지(sub prime mortgage: 비우량주택담보대출) 시장, 즉 저소득 및 빈곤계층의 주택담보대출 시장에서 커다란 위기에 직면하고 있다. 이와 같은 신인도 위기로 인해 은행은 저소득 미국인이 현재 접할 수 있는 대출창구를 대폭 폐쇄할 것이다. 때문에 수 십 개월 간 미국은 주택건축 허가축소와 주택가격 하락을 겪게 될 것이다. 이러한 것이 미국의 성장률을 1~1.5포인트 정도 하락시키고 있다.

최근 몇 개월 동안 떠오르고 있는 미국경제의 새로운 위험요소는 설비투자 지출이다. 미국의 설비투자는 아주 미약한 것으로 나타났다. 미국 경제전문가들은 이러한 현상을 매우 이례적인 것으로 보고 있는데, 그 이유는 작년도 미국의 GDP 대비 이윤소득 비율이 50년 만에 최고치로 상승했기 때문이다. 지금 기업 대차대조표도 지난 40년 동안보다 유동성이 높다. 기업 부문이 높은 이익을 기록하고 상당한 유동성을 지니게 되면, 자본재 구입 혹은 새로운 투자에 적극적일 것으로 예상

된다. 그러나 주택경기 침체와 유가상승의 우려 때문에 기업 경제활동이 기대만큼 이루어지지 못하고 있다. 작년 하반기부터 기업 경영자들이 매우 신중해져서 설비투자를 삭감하기 시작했다. 기업들은 자본재 구입대신 축적된 이윤으로 자사 주식을 되사들이는데 주력해오고 있다. 지난해 미국 기업은 6,000억 달러를 주식환매에 지출하였다. 기업이 그렇게 하는 이유는 스톡옵션(stock option)제도를 통해 경영진에게 인센티브(incentive)를 부여함으로써 주가를 더욱 상승시키고자 하는 프로그램 때문이다. 이러한 스톡옵션 프로그램이 결과적으로 기업경영의 행동과 발상에 변화를 일으키고 있다. 지금 미국의 기업경영진은 정도 이상으로 주가에 집착하고 있어, 자본을 새로운 자본재 투자보다는 자사 주식환매에 사용하고 있다. 이것이 미국 기업행태의 기본적인 변화이며, 지난 6개월 동안 미국경제의 취약성 요인이 되고 있다. 때문에 2007년도의 미국은 아마도 2%의 성장률을 약간 상회하는 허약한 경제로 전락할 것이다.

성장둔화가 경기후퇴로 이어질 것인가? 본인은 그렇지 않으리라고 생각하는데, 미국 연준(FRB)이 경기변동에 대해 예전처럼 억제적이지 않기 때문이다. 미국의 인플레이션율은 지난 2년간 1.5%에서 2.5%로 상승하였다. 그러나 FRB는 10~15년 전에 볼 수 있었던 높은 수준의 금리인상을 요구하는 단계까지는 가지 않았다. 7년 전 금리의 정점은 6.5%, 15년 전은 9%, 25년 전은 20%였으나 현재는 아직 5.25%에 머물고 있다. 5.25%의 금리가 건축활동을 둔화시켜 경제를 진정시키고는 있지만, 전면적인 경기후퇴의 계기를 만들 수 있는 극단의 억제조치나 심각한 신용경색을 조성하지는 않았다. 미국경제는 연착륙할 조짐이 보인다. 그러나 이는 세계경제의 성장을 둔화시키는 요인이 될 것이다.

커다란 의문 중 하나가 미국의 경기변동에 다른 나라들이 영향을 받느냐 하는 것이다. 아직까지는 이에 대해 알 수 없다. 미국의 경기하락이 지금까지는 주로 주택에 집중되고 있기 때문에, 동아시아에서 생산되는 소비재에 대한 미국의 수요에는 아직 별다른 영향이 나타나지 않고 있다. 자본재 수요 감소에 대한 영향도 무역계정에서 아직 나타나지 않고 있다. 그러므로 향후 2~3분기 동안에 미국의 자본재 수입이 감소될 것인지에 대해 알기는 어렵다. 그러나 국내 지출둔화로 인해 자본재 수요 감소는 어느 정도 있을 것이다. 둔화의 충격이 동아시아 경제에 미치는 여파가 아직까지 그리 심각하지 않은 이유는 주택건축이나 주거용 건축에 대부분 집중되어 있기 때문이다. 하지만 시간이 지나감에 따라 적어도 어느 정도의 부정적 효과는 있을 것으로 보인다.

중국은 부정적인 영향을 받기 쉽다. 왜냐하면 중국은 미국 수출시장에 여전히 크게 의존하고 있기 때문이다. 미국은 중국 수출의 약 25%를 점유하고 있고, 이러한 대미수출은 중국 GDP의 10%에 상당한다. 그러므로 2007년도 중에 미국경제가 허약해질 경우 중국의 수출신장은 둔화될 수밖에 없을 것이다. 올해 1/4분기 중국의 수출신장률이 과거처럼 30% 가까이 된다면, 작년 동기와 거의 비슷할 것이다. 중국 무역계정에서는 미국경제의 둔화가 아직 나타나지 않고 있다. 그러나 미국의 경기하락이 2~3분기 동안 지속된다면, 금년 여름이나 가을쯤에는 중국 무역계정에서 마이너스(-)의 효과가 나타나기 시작할 것이다. 이러한 상황 전개는 2007년도 아시아 경제에 중요한 도전이 될 것이다.

본인이 미국과 이 지역에 대해 가지는 두 번째의 큰 관심사는 무역정책이란 과제에 있다. 5개월 전에 있었던 미국 의회의 중간선거에서는, 1994년 이래 처음으로 민주당이 상·하 양원을 석권하였다. 이러한

정치적 변화는 미국의 대외무역정책에 위협요인을 제공하고 있다. 왜냐하면 민주당이 그동안 강한 보호무역주의자로 변모하여, 새로운 자유무역협정, 도하(Doha) 세계무역협상, 그리고 광의적으로 우리가 세계화라고 일컫는 과정에 크게 반대하고 있기 때문이다. 미국에서는 28명의 민주당 소속 하원의원이 새로 선출되었는데, 그 중 26명이 강력한 보호무역주의자들이다. 또 새로 선출된 민주당 소속 상원의원 6명 중 몇몇 인사도 매우 보호무역주의적인 노선을 밟고 있다. 가장 보호무역주의적인 인사가 오하이오 출신의 Sherrod Brown 의원이다. 그는 2년 전 세계화에 반대하는 책자를 출간한 바 있으며, 미국이 1930년대에 부과했던 고관세 체계로 회귀할 것을 주장하고 있다. 그는 제한적 무역정책을 주장하는 매우 급진적 제창자이다. 그래서 지금 미국 의회에는 새로운 자유무역협정이나 도하 세계무역협상의 완결을 지지하는데 실패하리라는 위협요인이 도사리고 있다.

지금 현재 미국 의회에서는 협상이 어떻게 진행되고 있는지 살펴보자.

민주당이 새로운 자유무역협정을 거부할 것이라고 쉽게 단정하기는 어렵다. 오히려 그들은 이러한 자유무역협정이 외국의 근로자들을 보호하도록 수정되어야 한다고 주장한다. 민주당은 노동관계를 규율하는 국제노동기구(ILO)의 9개 협약 조인에, FTA 협상에 임하는 개도국이 동의할 것을 주장하고 있다. 미국 스스로도 앞서의 협약 중 2개만 조인한 상태이며 미국 주정부가 ILO 협약에 위배되는 노동법을 가지고 있기 때문에, 민주당의 이러한 요구는 문제가 있다.

예컨대, 미국 남부에는 근로자의 노조 불가입을 허용하는 이른바 노동권리법(right to work law)이 있고, 미국 기업에게는 비노조 근로자를

고용하여 파업을 분쇄하는 조치가 허용되고 있으며, 미국의 20개 주에는 죄인이 석방될 경우 직장 구하는 것을 가석방의 조건으로 하는 법도 있다. 미국의 법률은 감옥에서 출감하는 자는 직장을 갖도록 의무화 하고 있는데, 이러한 법조항과 정책은 세계적 협약과 모순된다. 미국은 ILO 협약에 조인하지 않으면서, 어떻게 다른 나라들에게 조인하라고 주장할 수 있는가? 그래서 문제가 있는 것이다. 따라서 백악관이 우려하는 점은 이와 같은 요구를 강요하고 이 모든 노동법규와 협약의 준수를 주장할 경우, 다른 나라들도 미국 스스로가 이러한 협약을 준수하지 않고 있다는 것을 근거로 소송을 제기할 수도 있다는 점이다. 조지아주와 앨라배마주의 경우는 근로자들의 노조 불가입을 허용하는 노동권리법을 시행하고 있기 때문에 소송대상이 될 수도 있다.

본인이 떠날 당시인 며칠 전까지도 이러한 문제들이 해결되지 않아 미국에는 많은 긴장감이 돌고 있었다. 공화당이 주정부의 노동법 보호에 많이 집착하고 있기 때문에 의회에서는 백악관, 공화당, 의회 간의 막후협상이 여전히 진행되고 있다.

오는 6월에 부시(Bush) 대통령의 신속무역협상권이 만료된다. 대통령의 신속무역협상권이 회복되지 않으면 도하 세계무역협상을 완성시킬 수 있는 방법이 없다. 대통령이 신속무역협상권을 행사하지 못하게 되면, 무역 법안의 미국 의회 통과가 불가능해져서 아무것도 이룰 수 없기 때문이다. Bob Baucus 상원위원 같은 몇 명의 민주당 의원은 대통령의 신속협상권한을 반드시 연장시켜 도하 세계무역협상이 성공할 기회를 주어야 한다고 언급하고 있다. 그러나 협상자체가 잘 진행이 되지 않고 있고 지금 농업과 관련된 미국과 유럽, 그리고 인도와 브라질 사이의 수개월간에 걸친 불화 때문에, 향후 몇 달 내에 대통령에게 새

로운 신속무역협상권을 부여하기 위한 민주당 의원의 지지를 얻는 것은 어려운 일이 될 것이다. 그래서 도하협상은 지금 위기에 처해 있다. 대체적으로 매우 어려운 환경이 전개될 것이고, 무역정책 역시 전체적으로 몹시 어려운 시기에 직면하게 될 것이다.

이러한 분위기가 한국에는 어떤 함축성을 가지는 것인가? 한-미 FTA는 미국 의회에서 3가지의 큰 문제를 안고 있는데, 무엇보다 첫째로 중요한 안건은 쇠고기, 다음은 자동차 그리고 세 번째는 쌀 문제이다.

쇠고기가 큰 쟁점인 이유는 몬타나주의 Baucus 상원의원이 상원 재무위원회 위원장이기 때문이다. 어떤 무역법안도 그 위원회를 거쳐야 되며, 몬타나주 쇠고기업자들의 한국시장 진출이 어려울 경우 FTA 비준을 지원할 수 없을 것이라고 Baucus 의원이 공식적으로 천명하고 있다. 다만 희망이 있다면 세계 쇠고기 무역을 규율하는 국제수역사무국(불어로 Office International des Epizooties: OIE)이 미국 쇠고기업자보다 개선된 한국시장 접근을 기본적으로 허용하는 판정을 다음 주에 내림으로써 한국이 수입을 재개하는 명분을 갖게 되는 것이다. 이것이 이루어지면 Baucus 상원의원은 FTA를 지지할 것이다.

자동차 문제는 포드(Ford)사와 크라이슬러(Chrysler)사가 한국을 매우 두려워하고 있다는 사실에 바탕을 두고 있다. 대우자동차가 파산했던 수년전 GM은 한국의 대우자동차에 투자하였다. 때문에 GM은 FTA에 대해 매우 조용하며 그리 비판적이지 아니다. 하지만 포드사와 크라이슬러사는 한국이 자동차 무역에 많은 비관세장벽을 두고 있는 관계로 한국 자동차시장 진출이 어렵기 때문에, 현대자동차의 미국시장 접근을 용이하게 하는 것은 공평하지 않다고 주장한다. 지금 미국에서 판매되

는 현대자동차 수량의 절반은 미국 내에서 생산되고 있으며, 나머지는 한국에서 수입된다. 현대자동차는 최근 영업실적이 좋기 때문에 미국 내 공장신설을 이야기 하고 있다. 이것이 추진된다면 현대자동차는 완전히 자급자족하게 되어 한국에서 전혀 자동차를 수입할 필요가 없게 된다. 지금은 자동차 판매량의 절반이 수입되고 있다. 그래서 포드사와 크라이슬러사는 한-미 FTA가 진정으로 동등한 수준의 경쟁시장을 만들어낼 수 있는 방법은 없다고 주장하고 있다. 그래서 포드 및 크라이슬러사가 한국과의 FTA를 지지하지 않는 것이다. 또 다른 문제는 미시건주 출신 의원들로부터의 부정적 영향이 있을 것이라는 점이다. 지금 미국 의회에는 다수당인 민주당 의원들 외에도 강력한 미시건주 출신 의원들이 몇 명 더 있다.

세 번째 쟁점은 쌀이다. 무역분과위원회의 한 공화당 중진의원인 쌀을 생산하는 남부지역 출신이어서 미국 쌀 수출업자들의 한국시장 진출이 용이하도록 로비활동을 전개할 것이다. 그러나 미국에는 대규모의 미국산업이 없기 때문에 이것은 큰 문제가 되지 않을 것으로 생각된다.

쇠고기 및 자동차가 중요한 사안으로 장애요인이 될 수 있음은 의심의 여지가 없다. 앞서 지적된 바와 같이 민주당 의원은, 한국과의 어떤 FTA도 한국의 근로자 보호를 보장하는 새로운 노동지침이 포함되어야 한다고 요구할 것이다. 그런데 한국에는 매우 강력한 노조가 있기 때문에 업무관행과 노동관행이 규제적이다. 따라서 ILO 협약 등과 관련한 문제가 많지 않을 것으로 생각되지만, 한국은 한국 법규가 ILO 협약과 모순되는 부분이 있는지를 신중히 검토해야 할 것이다. 미국 민주당 의원들은 노동시장 규제에 대한 개선사항도 FTA에 포함되어야

한다고 주장할 수 있기 때문이다.

따라서 앞으로 3~4개월 동안은 한국에 어려움이 있을 것이다. 본인은 FTA 비준 전망이 여전히 좋은 것으로 생각하지만, 위에서 언급한 긴장감과 다양한 미시경제적 안전에 대한 의견차이로 인해 아무것도 보장할 수 없다고 생각한다. 불행히도 무역정책에 있어서는 미시경제적 정책이 매우 중요하다. 의회 의원들은 자기 지역 및 선거구의 상황에 따라 크게 영향을 받기 때문이다.

그런데 민주당 보호무역주의자의 주된 목표는 한국이 아닌 중국이다. 지금 미국 의회에는 기본적으로 중국과의 무역을 삭감토록 기안된 수 십 개의 의안이 돌고 있다. 중국에서 수입되는 상품에 보다 많은 장벽을 부과하기 위한 상계관세, 반덤핑관세 등은 일반적으로 고율의 관세를 만들어 낸다. 1년 반 전 뉴욕주 상원의원인 Schumer가 발의한 법안이 있었는데, 이는 중국이 위안화를 대폭 절상시키지 않는 한 중국에서 수입되는 상품에 대해 20%의 관세를 부과하여야 한다는 내용이다. Hank Paulson 재무장관은 지난 10월에 이 법안을 철회하도록 그를 설득하였다. 그러나 점증하는 미국의 대중국 무역적자 때문에, 민주당 의원들은 문제의 법안을 올해 여름에 다시 부활시키는 것에 대해 논의하고 있다. 따라서 중국 문제는 향후 몇 년간 미국 의회의 무역정책에 대한 중요한 시금석이 될 것이다.

그렇다면 중국의 대응책은 어떤 것이 있을 수 있는지 살펴보자. 1/4 분기의 중국 외환보유고는 1,400억 달러 증가했다. 즉 1/4 분기 동안에 매 1분마다 백만 달러씩 증가한 것이다. 이 외환보유고는 금년 중에 천만 달러 또는 그 이상 증가할 가능성이 있으며, 그리되면 2007년 말

에는 1.5조 또는 1.6조 달러가 될 것이다. 이는 진정 엄청난 규모이다. 이와 같은 외환보유고는 중국의 통화정책에 도전을 야기한다. 중국은 이 외환보유고를 모두 불태화(sterilize)시켜야 하기 때문이다. 그렇지 않으면 이 외환보유고가 급속한 성장, 통화공급 및 신용창출에 기여하게 되어 결국 인플레이션을 유발할 가능성이 있다. 사실 중국은 지난 몇 년 간 6,500만 달러에 이르는 불태화채권을 발행하여 외환보유고의 급속한 증가가 가져오는 충격을 제어하려고 노력하고 있다. 그래서 지금 중국 정부는 대규모 무역흑자와 급속한 외환보유고의 증가에 대해 모종의 조치를 취하도록 압력을 받고 있다. 무역흑자 문제는 세계적인 문제나 미국만의 문제가 아니며, 중국경제 대내적으로도 미치는 여파가 크다. 중국이 이러한 문제에 대처할 수 있는 기본적인 방안은 세 가지가 있다.

첫째, 가장 확실한 대처방안은 환율을 지금까지보다 더 큰 폭으로 절상하는 것이다. 중국은 2005년 7월에 복수통화바스켓제도를 도입하여 변동하기 시작하였으며, 그 이후 위안화는 미국 달러 대비 6.5%정도 상승하였다. 지난 해 10월 본인이 중국 중앙은행을 방문했을 당시, 그들은 매년 3~4% 정도로 하여 향후 5년간 위안화를 25% 정도 절상시키겠다는 계획을 본인에게 피력한 바 있다. 이러한 절상속도는 느린 것이며, 대규모 무역흑자에 대한 점진적 대응이다. 하지만 추측컨대 올해 중국은, 외환보유고가 거대한 무역흑자에 미치는 영향과 대미 무역관계의 긴장 때문에 5%보다 빠른 7~8%의 절상압력을 받을 것으로 보인다.

두 번째로 가능한 대응책은 대규모의 자본유출을 장려하여 자금을 환류시키는 노력이다. 현재 중국의 자본유출이 증가하고 있다. 중국 기업

들은 해외투자를 확대하고 있으며, 사상 처음으로 외국기업을 매수하기도 했다. 작년에 중국의 컴퓨터 회사인 Lenovo가 IBM의 PC부서를 인수하였으며, 해양석유회사인 CNOOC(Chinese Offshore and Oil Company)사가 180억 달러에 달하는 미국 정유업체 Unocal의 인수 입찰거래에 임한 것이 그 예이다. Unocal 입찰거래가 미국 의회에 의해 무산되었지만, 이는 중국이 지금 세계 석유자원에 눈을 돌리기 시작했다는 징표이다. 중국이 미국에서의 거래는 정치적 이유로 인해 성사시킬 수 없었지만, 다른 나라에서는 가능하다. 지난 해 중국은 나이지리아에 50억 달러, 파푸아뉴기니의 새로운 주석광산에 10억 달러, 그리고 자국과의 원활한 무역관계를 위해 브라질 및 아르헨티나의 인프라 프로젝트에 수십억 달러를 투자할 계획이라고 발표하였다. 따라서 중국은 앞으로 수년간 FDI를 통한 최대의 자본수출국이 될 것이다.

작년에 중국은 국내 보험회사 및 우량기업 매입을 위해 180억 달러의 금융투자를 허용하는 정책을 도입하였지만, 아직까지는 이 정책을 이용하지 않고 있다. 예컨대 은행권은 145억 달러의 지분을 가지고 있으나, 작년에 해외에 지출된 것은 5억 달러에 불과하다. 그들이 해외진출을 우려하는 이유는 위안화의 절상에 대한 우려와 외국자산에서 얻는 수익이 감소한 때문이다. 그러나 사실 작년에 여타 외국통화의 절상 폭은 위안화보다 컸다. 지난 1년 반 동안 위안화가 6% 상승한 것에 비해 한국의 원화는 15% 상승하였다. 유럽 통화와 영국의 파운드화, 호주 달러화도 강세를 유지하고 있다. 중국의 각 기관들은 작년에 중국 이외의 외국 자산이 자국의 위안화보다 절상했음을 알고 있을 것이다. 그러므로 중국의 금융중개기관들에 의한 외국시장 다변화가 나타날 수도 있을 것이다.

외환보유고 관리의 도전에 대한 마지막 정책 대응은 긴축적인 국내 금융정책이다. 지난해 중국은 은행의 지급준비율을 6%에서 12%로 상승시켜 긴축적인 금융정책을 펼쳐오고 있다. 중국은 여러 번 지급준비율을 상승시켜 왔다. 지급준비율 상승의 목적은 국내 금융시장, 그리고 국내 통화 및 신용에 미치는 과잉유동성의 충격을 축소시키는데 있다. 지금까지 열거된 조치들은 중국이 엄청나게 증가한 외환보유고와 거대한 무역흑자를 관리하기 위해 가능했던 대응책이다. 중국이 앞으로도 이러한 모든 정책 수단을 동원할 것으로 보인다는 것이 본인의 결론이다. 다시 말해 위안화의 환율은 5%가 아니라 6~8%로 절상될 것이며, 중국은 지급준비율의 변화를 통하여 긴축적인 금융정책을 계속 추구할 것이고, 그리고 해외직접투자자와 아울러 다양한 금융투자 및 자본 수출을 통해 해외로의 자본유출을 장려하는데 박차를 가할 것이다. 이러한 대응책들이 근본적인 해결책은 되지 않겠지만 거대한 무역흑자와 급속히 팽창하는 외환보유고가 중국경제에 미치는 충격을 제어하기 위해 동원될 수 있는 일련의 중요한 정책수단이 될 것이다.

동아시아 지역의 다른 국가들은 어떠한가? 이 지역의 다른 나라들 중 가장 중요한 나라는 물론 일본이다. 1일거래 기준으로 볼 때, 지금 일본의 엔화는 20년 이래 가장 낮은 수준에서 거래되고 있다. 일본이 여전히 저금리 정책기조를 유지하고 있는 관계로 엔화는 최근 들어 매우 취약한 통화가 되고 있다. 1년 전 0%였던 일본 단기금융시장의 실질수익률이 지금은 0.5%밖에 되지 않는다. 일본은 디플레이션을 막기 위해 6년간 제로(zero) 금리정책을 추구해 왔다.

일본 중앙은행(Bank of Japan)은 디플레이션이 종료되었다고 결정하고, 보다 제한적인 방향(금리인상)으로 움직이기로 결정했다. 작년 이

때쯤 일본 중앙은행은 은행 전반의 과잉유동성을 감소시켰으며, 작년 7월에는 6년만에 처음으로 금리를 0.25%로 인상하였다. 본인은 6개월 전 동경에서 Fukui 일본 중앙은행 총재를 만났는데, 자리를 떠나기 전 그는 자신의 목표가 일본의 금리를 2008년 3월까지 1.5%로 상승시키는 것이라고 하였다. 최근 소비지출의 둔화와 고질적인 디플레이션 때문에 그의 목표는 계획에서 벗어나고 있다. 그는 자신이 원하는 만큼 신속하게 금리인상을 하지 못하고 있다. 내년 그의 임기가 끝날 무렵에 금리가 1% 수준에 도달한다 해도 운이 좋은 것으로 생각된다. 일본의 명목금리 인상이 앞으로 한두 번 정도 있을 여지가 있으나 4번 이상은 없을 것이다.

오는 여름 일본 국회의 중간선거가 있을 것이다. 그런데 Abe 총리가 현재 여론조사에서 별로 인기가 없기 때문에, Abe 내각은 금융긴축정책을 매우 서서히 추진하도록 후쿠이 총재에게 압력을 가하고 있으며, 지금 Abe 내각의 관방장관은 Fukui 총재에게 내년 중앙은행 총재의 후임자 문제를 거론하고 있다. 몇 개월 전까지도, 내년 3월 중앙은행의 신임 총재는 대장성에서 오랫동안 고위직을 지내고 1983년 중앙은행에 입행한 현 부총재 Muto씨라고 널리 알려져 있었다. Shiozaki 내각 관방장관은 두 명의 후보자를 추천 중인데, 그 중 한 사람인 Takenaka씨는 1년 반 전에 경제산업성 장관이었고, 또 한 사람은 총리 경제자문회의 위원이었던 동경대학의 Eto 교수이다. Eto씨와 Takeknaka씨 양쪽 모두 일본경제가 디플레이션 침체로부터 아직 벗어나지 못하고 있다는 근거 아래 긴축적인 금융정책에 반대해오고 있다. 그들은 금융긴축에 있어서 매우 점진주의적인 입장을 표명하고 있다. 이는 일본의 금리가 당분간 저조할 것이라는 의미이며, 이렇듯 매우 낮은 금리는 일본의 자본계정에 매우 중요한 영향을 미치고 있다.

우선, 일본 정부는 타국에서 높은 수익을 추구하고자 하는 일본 투자가를 통해 대규모 자본유출을 장려해왔다. 일본의 소매업 투자가는 높은 수익을 찾기 위해 지난 몇 년간 1,600억 달러가 넘는 자금을 뉴질랜드, 미국, 호주 그리고 유럽의 채권시장에 유출해 왔다. 뉴질랜드 같은 국가에서는 이러한 자금이 자국의 경상수지 재원을 조달하는데 매우 지배적인 요인이 되어 오고 있다. 뉴질랜드는 일본의 소매업 투자가에게 이른바 Uridashi 채권을 팔고 있는데, 이것은 뉴질랜드 자본계정을 크게 지배하고 있으며, 바로 지난주 뉴질랜드 달러의 가치를 25년 만에 가장 높은 수준인 미화 1달러당 74전으로 제고시켰다. 일본의 자본유출이 타국의 시장에 매우 큰 영향을 미치고 있는 것이다.

이른바 ‘엔 캐리 트레이드’(Yen-Carry Trade 또는 Yen-Carriage Rate)가 발전하기 시작하였다. ‘엔 캐리 트레이드’는 고소득 지역의 자산시장에 투자 또는 대출을 위해 저금리국인 일본의 엔화를 차입하는 세계적 헤지펀드와 여타 투자기관의 거래형태이다. ‘엔 캐리 트레이드’의 규모(즉 자금동원 규모)가 정확히 얼마나 큰지 밝힐 길은 없으나, 최저 500억 달러에서 최고 1조 달러에 이른다는 추정치를 보았다. 일본 중앙은행은 사적인 대화에서 그 규모가 1,000억 달러로 생각한다고 언급하였다. 이러한 차입규모를 추적하기 위한 자료를 헤지펀드로부터 수집할 수 없는 것이 현실이다. 우리가 할 수 있는 것은 추측뿐이다. ‘엔 캐리 트레이드’ 참여자들이 차입에 대해 위험 회피적으로 대응하라는 시장의 조정신호가 있다고 반응을 나타내면 언제나 헤지펀드는 부채를 삭감시키게 된다. 이런 일이 일어나면 즉시 엔화의 상승세가 나타나게 된다. 이와 같은 현상은 지난 2월 중국 증권시장 붕괴시 목격되었다. 상해 증권시장에서 하루 10% 하락한 것이 다음 2~3일간 전 세계 도처에서 시장조정의 물결을 일으켰다. 뉴욕, 동경, 유럽 및 호주 증권시장

이 하락했다. 헤지펀드들이 일본으로부터의 차입을 축소하자 엔화는 3~4%로 상승하였다. 며칠 뒤 시장이 안정되고 개선되기 시작하여 헤지펀드들은 재차 차입을 시작하자 엔화는 다시 약세로 돌아섰다. ‘엔 캐리 트레이드’ 현상은 일본의 엔화가치를 하락시키는데 중요한 역할을 하고 있다.

지금의 엔화 약세는 미국에서도 중요한 무역현안이 되고 있다. 미시건주 출신 의원들은 토요타(Toyota)자동차의 판매량 증가와 GM의 부진에 위협을 느끼고 있다. 그들은 무역법안을 입안하면서 GM과 크라이슬러를 보호하기 위해서는 엔화를 약세로 유지하고 있는 일본을 징벌해야 한다고 주장한다. 본인은 이러한 입법조치가 법규가 되리라고는 생각지 않는다. Hank Paulson 재무장관이 미국은 일본의 통화정책을 좌지우지 할 수 없을 것이며, 일본의 통화는 정부개입이 아닌 시장요인으로 약세인 것이고, 일본이 디플레이션을 억제하기 위해서 매우 완만한 금융정책을 펼쳐야 하기 때문에 일본의 엔화가 약화되고 있다는 점을 미국 의회가 알도록 설득하는데에는 어려움이 없을 것으로 생각된다. 그러나 미국에서 이러한 법안이 의회에 상정되고 있고, 이것이 일본 징벌용으로 기도되고 있다는 사실은 지금 미국 의회의 분위기가 어떻게 변하고 있는지의 징후를 대변한다고 하겠다. 의회의 민주당 의원은 보다 공격적이고 보호무역주의적이다. 기회가 주어지면 그들은 불공정 무역관행과, 특히 환율의 과소평가에 개입하고 있는 것으로 보이는 아시아 국가를 구속하는 방안을 모색할 것이다. 중국과 일본 양국에 대해서 특히 불만이 있다는 것은 의심할 여지가 없고, 얼마동안 민주당 소속의원들은 중국과 일본이 자국 통화를 과소하게 평가하여 세계시장 공략의 도구로 삼는다고 불만을 노출하고 있다.

의회의 민주당 소속의원은 중국 통화정책사에 대한 이해가 전혀 없다. 지난 1997~1998년 기간 중국이 위안화의 평가절하를 하지 않음으로써 동아시아 경제의 안정에 도움을 주었다는 것을 기억하지 못한다. 1994년 통화정책에 대한 안정적 기반을 세우는 방안으로 중국이 달러 환율목표대를 채택했다는 점도 이해 못하고 있다. 지난 10~12년 동안의 모든 과정이 어떻게 움직여 왔는지에 대해 미국 의회는 놀랄 정도로 무지하다. 의회의 초점은 중국 역사나 혹은 중국의 금융정책사의 이해에 있는 것이 아니라 오로지 한 가지, 즉 거대한 무역적자와 그리고 이것이 미국의 제조업에서 일자리를 없애는 요인이 되고 있다는 인식에 있다.

요약하면 지금 현재 미국이 다소 위기에 처해 있다는 것이다. 미국의 경기가 부진하여 앞으로 어느 정도 세계경제의 성장을 위축시키리라는 전망이다. 미국 의회는 상당히 보호무역주의적인 방향으로 기울어지고 있다. 백악관, 대통령 그리고 대통령 보좌팀은 자유무역협정을 지킬 수 있도록 민주당 의원과 협조하는 어떤 방안을 모색하는 것이 상책일 것이다.

미국은 한국뿐만 아니라 콜롬비아, 페루, 파나마와도 FTA를 조인하였으며, 지금 미국 행정부는 FTA 법안이 의회에서 통과되도록 노력하고 있다. 민주당 의원은 이 모든 FTA 법안이 새로운 노동법규의 개정을 포함토록 요구하고 있는데, FTA를 살리기 위해서 모든 노동법규 사안에 대해서 타협이 있을지는 아직 확실치 않다. 미국 의회 앞에는 4개의 FTA가 놓여 있는데 1년이 지나면 4개의 FTA 협상으로 진행될 것이다. 지난 2년간 미국은 말레이시아, 태국, 그리고 남아프리카공화국과 FTA 협상을 하였다. 지금 현재 상정된 FTA 건은 없고 어떤 합의

에도 도달하지 못하였다. 미국이 한국 및 남미와의 FTA에서 어떤 진전이 없다면 다른 FTA 건도 그냥 소멸될 것이다. 만약 민주당 의원들이 미국의 무역정책을 묵살하고 FTA를 부결시키면, 동아시아에서 미국이 지도적 역할을 수행할 수 있는 능력에 큰 타격을 줄 것이라고 본인은 생각한다.

조금 전에 본인이 지적한 바와 같이 지금 동아시아 지역에서는 혁신적 무역정책이 많이 진행되고 있다. 아시아 국가 사이에 많은 새로운 양자간 FTA, 아시아 국가와 유럽 간의 FTA, 아시아 국가와 칠레 같은 남미 국가와의 FTA 그리고 아시아와 미국 및 캐나다 간의 금융 협조 관계 등이다. 만약 미국이 다른 국가와 경제관계를 체결했던 것과 같은 FTA 체결의 가능성을 아시아 국가에게 제공할 수 없다면, 미국은 이 지역에서의 리더십을 중국에게 양보하게 되는 셈이다. 이러한 양보는 향후 10~15년간 이 지역의 무역정책 수립에 대한 중국의 지배적인 역할과 능력을 강화시킬 뿐이다. 그럴 경우 당장 한국뿐만 아니라 나아가 페루, 콜롬비아, 파나마까지 위협에 처하게 되며, 세계무역정책을 수립하고 결정하는 큰 문제를 주도해 가는데 있어서 건설적 지도력을 구사하여야 할 미국의 총체적 능력이 위협에 빠진다.

이렇듯 미국은 몇 개의 커다란 도전과 위협요인을 안고 있다. 하지만 본인은 민주당 지도부 인사인 Charles Rangel 및 몬타나의 Baucus 상원의원과 같은 합리적인 인사들이 새로운 FTA를 법제화하는데 있어서 여타 의원들을 설득하여 합의점을 찾을 수 있으리라고 기대한다.

그러나 현재로는 아무것도 보장된 것이 없다. 지금 잘 진행되고 있는 것도 많고 위협요인도 많다. 우리가 할 수 있는 모든 것이란 앞으로

3~4개월간 의회가 이런 쟁점 안건들을 어떻게 해결해 나가는지 주의 깊게 관찰하는 일이다. 본인이 여기서 다시 강조하고 싶은 점은, 한국과의 FTA만이 문제가 되는 것이 아니라 앞으로 5~10년 동안 세계무역 정책을 기안하고 수립하는데 있어서 미국이 구사하여야 할 중추적이고 중요한 지도력에 대한 총체적 능력이 위험 단상에 놓여 있다는 점이다.

질의 · 응답

질문 1년 동안 중국은 7~8회의 지급준비율 인상과 3회의 금리인상을 단행했는데, 귀하는 중국의 금융정책의 향방을 어떻게 보는가? 모든 경제전문가들은 앞으로 빈번한 금리인상이 있을 것으로 보고 있다. 금리인상이 얼마나 자주 있을 것이며 그 폭은 어떨 것으로 보는가? 그리고 금리인상의 영향 또는 부작용은 어떠한 것이 될 수 있겠는가?

답변 중국의 금리인상 정책과정은 미국이나 한국과는 매우 상이하다. 중국 중앙은행은 금융정책을 집행하기는 하지만, 정책향방에 대한 결정을 하지 않는다. 총리의 영향 아래 있는 국무원이나, 심지어 국가 주석도 금융정책에 관여한다. 그러므로 미국, 영국 및 여타 선진국과는 정책결정 과정이 매우 다르며, 중국 중앙은행이 독립적이지 못하다. 중국경제가 급속히 성장할 것이라는 인식이 폭넓게 깔려있다. 최근 1/4분기의 성장률은 정부 목표인 11%에 육박했다. 여러 정부기관 측은 8%의 성장률을 예측하고 있다. 지난 1년간 설비투자 부문 지출에 대해 행정적으로 억제하려는 시도가 여러 번 있었다. 중국은 사상 최대 규모의 시설투자 붐을 맞아 GDP의 투자비중이 48%였다. 1990년대 한국이 경험한 호황의 절정기에도 41%였으니 48%는 실로 엄청난 수치가

다. 무엇보다도 엄청난 것은 이러한 설비투자 지출에도 불구하고 경상계정상의 흑자를 기록하고 있다는 사실이다. 중국이 이렇게 될 수 있는 이유는 국내저축률이 거의 50%에 근접하기 때문이다. 1990년대에 설비투자 지출의 호황기를 맞이했을 때 한국은 적어도 얼마간의 경상수지상의 적자를 기록했다.

그래서 북경과 홍콩에서 중국을 주시하고 있는 경제전문가 대부분의 결론은 중국이 적어도 한두 번은 금리를 인상하리라는 것이다. 그러나 명목 GDP성장률이 14%이고 금리가 6%대에 불과하기 때문에 실제로 긴축적인 금융정책이 시행될지는 확실치 않다. 중국이 진정기조를 다소 유지할지 모르나 매우 제한적인 조치를 취하지는 않을 것이다. 최근 일부 대도시에서 일어나고 있는 부동산 붐과, 지난 12개월 동안 150% 상승한 상해주식시장을 누그러뜨리는 정도의 정책일 것이다. 지난 2월에 단행된 주식시장 조정 이후 6주간, 상해주식시장은 30% 상승을 기록하고 있다. 참으로 견조한 시장이다. 중국에서는 매주 백만 명에 달하는 인구가 주식시장 거래를 위해서 새로운 주식거래 계정을 개설하고 있다.

지금 거품으로 발전되어가는 요인들이 있다. 본인은 중국 당국이 이러한 요인들을 제어할 것으로 확신한다. 사실 최근 몇 주 동안, 중국 정부당국자는 주식시장의 거품이 너무 급속히 진행되고 있는 것이 사실이며 이를 진정시키기 위한 어떤 조치가 취해져야 한다는 우려를 공식적으로 표명하고 있다. 따라서 시장을 견제하는 방향으로의 움직임이 있을 것 같다. 그러나 중국의 금리가 기본적으로 경기를 진정시킬 정도로 상승하지는 않을 것이다. 중국 당국이 어떤 조치를 취한다면 그것은 미세한 조정이 될 것이다. 외환보유고 축적에 따른 과잉유동성

에 대한 우려 때문에, 유동성이 억제되어 있다고 느껴질 때까지 중국은 기준율을 계속 상승시키리라는 것이 본인 생각이다. 그러나 지난 1/4분기만 하더라도 외환보유고가 1,400억 달러로 증가했기 때문에 중국의 기준율 상승이 어디까지 가게 될지는 분명치 않다. 문제가 관리될 수 있다고 느껴지는 수준에 도달하기까지, 중국은 계속 긴축기조를 유지할 것이다. 지금 현재로서는 외환보유고가 증가하고 있기 때문에, 중국 당국은 모든 것이 잘 통제되어 있다고 생각하지 않는다. 그래서 중국은 도전에 직면해 있는 것이다. 긴축 금융정책과, 시설투자에 대한 지출을 억제하는 행정조치가 추가적으로 있을 것이다. 1년 전 중국은 내몽고 지방정부의 수장으로 하여금, 중앙정부의 의사를 무시하고 지나치게 많은 설비투자 지출프로그램을 포함하고 있다는 일종의 자백서에 서명하게 했다. 높은 성장률을 달성하기 위해, 그리고 다른 직종으로 승진하기 위해 지방관리가 경쟁하는 것은 중국의 전통이다. 이는 경제성장에 지나치게 집착하는 지방관리를 중국 중앙정부가 신랄하게 비판하는 첫 번째 조치였다.

오는 10월에 중국 공산당 전당대회가 개최된다. 많은 중국인이 전당대회를 대비하여 설비지출 투자의 증가, 고도성장율의 추구, 그리고 2012년의 지도체계 변화에 부심하고 있다. 아마도 전당대회가 끝나면, 설비지출은 어느 정도 둔화될 것이다. 내년에 올림픽 경기가 개최되는 데, 일단 올림픽 경기가 끝나고 나면 북경의 건설활동이 크게 감소할 것이다. 현재 북경은 올림픽경기 준비를 위해 400억 달러에 이르는 새로운 설비투자 프로그램을 진행 중이다. 그러나 앞으로 1년 뒤에는 이러한 것이 끝나게 되어 적어도 북경의 경제활동은 둔화될 것이다.

따라서 앞으로 12~18개월 뒤의 어떤 시점에서 중국경제는 금융긴축,

시설투자 지출에 대한 행정적인 규제, 그리고 물론 미국경제의 부진 등의 복합적인 요인으로 둔화될 것이다. 1년 전 어림셈으로 미국 GDP 성장의 1% 감소가 중국의 수출신장을 8%정도 약화시키리라고 했으나, 이러한 일은 아직 일어나지 않았다. 올해 1/4분기 중국의 연간 수출신장률은 여전히 약 30%였으나, 오는 여름이나 가을쯤이면 미국의 경기 침체로 인해 중국의 수출신장률이 30%에서 20%수준으로 하락할지도 모른다. 이러한 결과가 현실화되면, 지금 수출이 GDP의 36%나 차지하고 있는 중국경제는 둔화를 기록하게 될 것이다.

질문 아시아 및 세계 경제에 대한 포괄적이고 치밀한 분석에 대하여 감사드립니다. 중국의 외교방침에 관한 질문이다. 아시아는 물론 세계경제의 장래를 결정할 수 있는 가장 중요한 요인 중 하나는 에너지, 섬유, 그리고 천연자원을 어떻게 확보하느냐 하는 것이다. 중국의 정책은 너무 도발적이라는 지탄을 받고 있으며, 미국과 중국이 세계 곳곳에서 대결양상을 보이고 있는 듯하다. 귀하는 중국의 미래전략이 무엇일 것이라고 생각하는가?

답변 매우 좋은 질문이다. 사실 본인은 세계 상품시장 내 중국의 역할에 대한 몇 편의 학술논문을 발표한 바 있다. 본인은 이러한 문제가 단지 세계경제의 도전이라는 차원이 아니라, 매우 중요한 지정학적 도전으로서 거론되고 있는 것으로 생각한다.

우선 본인이 지적하고 싶은 것은, 2003년과 2004년에 일어났던 일이 경제사적인 측면에서 영국 산업혁명 이후의 이정표적 사건이었던 것으로 생각된다는 점이다. 2003년과 2004년 중국은 20세기 중에 처음으로, 세계에서 산업용 원자재 대부분의 주 소비자로서 미국을 추월했다. 동(銅)의 경우 중국이 세계소비량에서 차지하는 비중이 22%인데 미국은

16%이며, 주석의 경우는 중국이 12%이고 미국이 10%이다. 철강의 경우 중국의 소비량은 엄청나다. 현재 중국의 철강 생산량은 미국과 일본을 합한 규모보다 두 배 이상인 4억 5천 톤에 이른다. 지금 세계 철강무역은 중국이 지배하고 있다. 또한 2004년에 중국은 일본을 밀어내고 세계 제2위의 석유소비국이 되었다. 현재 중국의 1일 석유소비량은 약 750만 배럴이다. 중국은 국내 석유생산량이 3백만 배럴에 불과한 관계로 주요 석유수입국으로 등장하여, 현재 세계 각처에서 석유 및 금속 자원 탐색작업을 방대하게 착수한 상태이다.

중국 석유부문에서는 대규모의 거래가 이루어지고 있다. 2년 전 중국은 유전임차권을 얻기 위해 앙골라 정부에게 20억 달러에 이르는 대출을 완결하였고, 1년 반 전에는 해양 석유발굴을 위해 25억 달러를 나이지리아(Nigeria)에 투자하겠다고 발표했다. 지난 4월에는 후진타오(Hu Jintao) 중국 주석이 나이지리아의 수도였던 라고스(Lagos)를 방문하여 25억 달러에 이르는 중국의 인프라투자를 발표하기도 했다. 중국은 또한 인도네시아의 유전분야에도 투자하고 있다. 2년 전 중국은 카자흐스탄 증권거래소에서 PeteroKazakhstan이라는 기업을 450억 달러에 매입하였으며, 6개월 전에는 두 번째의 카자흐스탄 석유기업을 카자흐스탄 증권거래소에서 20억 달러에 인수했다. 바로 몇 달 전 중국은 베네주엘라에 대한 투자발표를 하였다. 대부분의 석유기업들은 베네주엘라를 떠나고 있다. Chavez 베네주엘라 대통령이 모두 국유화했기 때문이다. 그러나 미국, 영국 및 유럽기업들이 떠나고 있음에도, Chavez 대통령이 중국과의 동맹을 원하는 관계로 중국의 진출은 허용되고 있다.

따라서 중국이 모든 자연자원 부문에서 주역이 되기 위해 전진하고 있다는 점에는 의심의 여지가 없다. 중국은 주요 시장에서 핵심적인

투자국으로 변모하고 있는 중이며 이는 앞으로도 계속 될 것이다. 왜냐하면 중국은 향후 20~30년 내에 자동차 인구가 크게 증가함으로써 엄청난 석유수요가 야기되는 상황에 처할 것이기 때문이다.

이에 관한 몇 가지 수치를 살펴보자. 작년에 뉴욕의 거대 투자은행인 Goldman Sachs가 작성한 21세기 세계 자동차 인구에 대한 보고서에 의하면, 그 수치가 정말 놀랍다. 2005년도의 자동차 소유자는 미국이 1억 4천만 명, 중국이 1천 5백만 명, 인도가 5백만 명이었다. Goldman Sachs는 2050년이 되면 자동차 소유자가 미국이 2억 8백만 명, 중국이 5억 명, 그리고 인도가 6억 명에 이를 것으로 추산하고 있다. 이 수치가 믿을 만 하다면 유가는 5~6배로 상승하게 될 것이다. 이는, 2020년에 들어서면 중국으로 인해 우리가 석유를 포기하고 연료전지나 어떤 새로운 기술을 채택할 수밖에 된다는 것을 의미한다. 이러한 수준의 자동차 인구를 흡수하기 위한 석유를 충분히 생산할 수 있는 길이 지구상에 전혀 없기 때문이다.

본인이 알고 있는 최고 석유전문가의 예측에 따르면 카자흐스탄, 서아프리카, 러시아, 그리고 사우디아라비아의 새로운 유전개발에 힘입어 앞으로 우리는 10~12년간 세계 석유생산량을 8,300만 배럴에서 약 9,300만 배럴로 제고시킬 수 있는 능력을 가지고 있다. 그러나 앞서 언급한 중국과 인도의 자동차 인구를 수용하기 위해서는 1,400만 배럴을 확보해야 되는데, 현재의 기술수준과 석유매장량으로는 감당할 수 없는 일이다. 그러므로 이는 향후 20년 내에 가장 중요한 과제 중 하나가 될 것이고, 기술이 이에 대한 유일한 해결방안이다. 우리는 전통적인 내연기관을 연료전지나 수소를 사용하는 다른 것으로 대체해야 할 것이다. 우리가 이와 같은 엄청난 자동차 인구를 감당하기란 불가능하다.

질문 매우 포괄적인 내용에 크게 감명 받았다. 본인은 기본적인 논평과 질문을 한 가지씩 하도록 하겠다. 20여 년 전 미국은 일본과의 무역에서 엄청난 수지불균형을 기록하면서, 3년 내에 엔화를 약 50% 상승시킨다는 합의를 일본과 한 바 있었다. 하지만 주요국가간의 환율조정은 미국의 경상수지 적자를 해소하지 못했다. 위안화를 신속히 상승시켜야 한다는 귀하의 정책제안에도 불구하고 비슷한 양상이 나타나지 않을까 생각된다. 이에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 미국 제조업의 경쟁력이 되살아나지 않는 한, 귀하의 예측처럼 환율 재조정이 세계적 불균형을 해소할 것으로는 생각되지 않는다. 이것이 본인의 질문이다.

다른 한 가지 논평은 한-미 FTA에 관한 것인데, 한-미 FTA는 태평양 연안 지역 최대의 규모로 콜롬비아 등과 체결한 것보다는 규모가 훨씬 크다. 미국이 동아시아 지역주의에 참여한다는 것은 매우 중요한 문제다. 한국 정부가 미국 쇠고기의 재수입을 준비하고 있지만, 미국산 자동차의 경우는 사실 어떤 조치가 취해져도 한국에서 인기가 없다고 생각된다. 따라서 이러한 점을 미시건주 상원의원들에게 확신시켜줄 수 있는지 알고 싶으며, 한국 정부가 미국 의원들에게 확신시켜 주었으면 한다.

답변 첫 번째 질문과 관련하여, 환율조정이 국내 저축과 투자에 대해 어떤 영향을 미칠 수 없다면 경상수지상의 불균형을 근본적으로 시정할 수 없다는 데는 의심의 여지가 없다. 경상계정상의 불균형은 격차, 즉 투자에 대한 저축부족을 나타내기 때문이다. 미국 경상수지 적자의 진정한 원인은 미국이 마이너스의 가계저축과 정부예산 적자를 동시에 가지고 있기 때문이다. 기업부문은 상당히 높은 수준의 이윤을 통해 플러스 저축률을 기록하고 있는 반면, 가계부문은 미국 역사상 처음으로 적자를 기록하고 있다. 예산적자와 가계적자의 혼합이 미국에서 매

우 큰 경상수지 적자를 만들어 내고 있으며, 환율만으로는 이 문제를 해결할 수 없다. 그러나 환율변동은 시간이 지나면서 부분적으로 경쟁력에 어떤 영향을 미치게 되고, 따라서 미국으로 하여금 수출주도형 성장을 누리게 하여 수입대체를 장려할 수 있게 한다는 인식이 있다. 사실 지난 3년간 유럽통화와 호주 및 캐나다 통화에 비하여 달러가 약화되고 있기 때문에 미국은 최근 몇 개월간 거의 두 자리 숫자의 수출 신장을 누리고 있다. 이와 같은 달러가치의 인하가 특정지역과 미국 간의 무역에 긍정적인 영향을 미친다는 인식이 있다.

두 번째 질문인 자동차 건에 대해서는 간단한 대답이 없다. 공격적인 대답이 있다면 현대자동차가 미국에 새로운 공장을 건설하여 보다 많은 자동차를 생산하는 방안, 즉 부품은 한국 등에서 수입하지만 미국에서 최종조립을 하는 방안이 본인의 생각이다. 그렇게 된다면 이 공장이 있는 지역의 의원들은 현대자동차를 지지할 것이다. 토요타, 혼다(Honda) 자동차공장이 소재한 지역의 몇몇 의원들이 일본에 더 협조적이란 것을 여러분들도 이미 알고 있을 것이다. 외국기업의 공장들이 지금 수만 명의 미국인들을 고용하고 있음은 사실이다. 하지만 문제는 이러한 공장들이 미시건주에 있지 않고 테네시주, 사우스캐롤라이나주, 앨라배마주, 미시시피주에 있다는 점이다. 미시건주는 노조의 지배력이 크기 때문에 외국기업들을 유치하지 못하고 있다. 캐나다의 온타리오 지역도 자동차 생산의 주역이다. 온타리오 지역은 작년에 미시건주 보다 많은 자동차를 생산했는데, 캐나다는 국가의료보험제도를 채택하고 있어서, 개인의료보험제도로 인해 자동차회사의 의료보험료 부담이 큰 미시건주보다 노동비용이 저렴하기 때문이다. 온타리오 지역도 한국과 경쟁하는 것에 대해 큰 우려를 나타내고 있다. 온타리오 지역의 자동차회사 역시 완성자동차나 부품 무역에 있어서 한국시장의 접근이 어

렵다는 점을 본인에게 토로하고 있다. 북미에는 한국시장이 개방되어 있지 않고, 비관세 무역장벽이 있다는 일반적인 우려가 있다. 북미지역의 자동차회사는 이와 같은 주장을 계속하고 있으며 이러한 불만을 해소시킬 수 있는 쉬운 방안이 없다. 이것이 현실이다. 그러나 현대자동차는 미국에 자동차공장을 신설하여 이러한 우려에 부분적으로나마 대처할 수 있을 것으로 생각된다. 한국이 할 수 있는 또 다른 방안은 포드자동차로 부터 25,000대를 구입하여 한국에서 사용하는 방안, 즉 일정량의 수입할당량을 배정하는 것이다. 한국 내 미국산 자동차의 판매량은 현재 10,000대 정도로 매우 저조하다. 아니면 한국이 특정용도로 미국산 자동차를 사용한다는 일종의 보증을 제시한다면, 미국 자동차업계의 우려를 진정시킬 수 있는 방법이 될 수 있을 것이다. 문제는 2001년도에 파산한 대우자동차의 입찰구매 당시, 포드사가 GM보다 높은 입찰가격을 제시했으나 대우자동차의 회계장부를 검토한 뒤 입찰경쟁에서 물러났고, 그 후 GM이 입찰경쟁에 참여하여 매우 낮은 가격으로 대우를 인수했다는 것이다. 그러므로 한국은 가능한 GM을 이용하여 미국 의회에 대해 한국시장이 폐쇄적이지 않다는 점을 설명해야 한다. 워싱턴에서 중국은 일본이 전혀 하지 못했던 기업 로비단체를 동원하여 혜택을 얻고 있다는 사실을 말씀드리고자 한다.

10~15년 전 미-일 무역이 긴장관계에 있었을 당시, 워싱턴에는 일본을 위한 기업로비가 없었다. 그 이유는 2차 세계대전 이후 일본에는 미국의 FDI가 없었기 때문이다. 일본이 미국의 FDI를 원치 않아 금지시켰던 것이다. 이와 대조적으로 중국은 FDI를 완전히 개방하고 있는데, 중국이 유치한 FDI 규모는 현재 7,500억 달러에 이르며, 많은 미국 기업들이 중국에 진출하여 성공적으로 운영하고 있다. GM은 중국 자동차시장의 약 12%를, Kodak은 카메라시장의 절반을, 그리고 Procter &

Gamble은 중국 비누시장의 큰 비중을 차지하고 있다. 지금 워싱턴에는 “제발 중국을 들춰내지 마라. 우리는 그들은 좋아한다.”라고 하는 매우 강력한 로비단체가 일부 있다. 무역정책에 대한 논란이 있는 가운데 이는 중국에게 큰 자산이 되고 있다.

한국도 똑같이 해야 한다. 한국도 GM 등 영업활동이 매우 좋은 미국 기업들을 발굴하여, 그들로 하여금 미국 의회에서 로비활동을 하는 인사들에게 도움을 주도록 해야 한다. 이들 로비활동가는 의원들과 어떻게 대화를 나눌지 잘 알고 있고, 그들의 지역구와 한국이 어떻게 무역을 하고 있으며, 한국에는 많은 기회가 있기 때문에 자신의 지역구에 어떻게 일자리가 창출될 수 있는지를 이야기할 수 있다. 바로 이러한 방식으로 정치를 하는 것이다. 한국은 영향력 있는 의원들의 지역구를 파악하여 이처럼 이용할 줄 알아야 한다. 현재 중국은 자국을 돕는 매우 강력한 기업 로비단체를 가지고 있다.

미국 제조업협회(National Association of Manufacturers)는 크게 분열되어 있다. 15,000명의 회원 중 상위층 300명의 회원들은 보호무역주의 정책으로 중국에 대응하는 것을 원치 않고 있다. 왜냐하면 그 기업들이 중국에서 활발하게 잘 운영되고 있기 때문이다. 반면에 미시건주, 오하이오주, 미네소타주, 일리노이주 등 출신의 5,000명에 달하는 소기업인 회원들은 보호무역주의적이다. 그들은 중국에 투자할 재원도 없고, 대체적으로 국내지향적이어서 중국과의 경쟁을 우려하고 있다. 그래서 그들은 수세적이며 활동성과 진취성이 부족하다. 이러한 것이 미국 기업의 커다란 경계선이다. 지난 5년간 미국 기업이 중국에서 시장 점유율과 수익률을 높이는데 매우 성공적이었기 때문에, 대형 로비집단과 대기업들은 중국을 자신의 편으로 두고 있다. 본인이 지금 이야

기할 수 있는 것은 GM도 미국보다는 중국에서 돈을 더 많이 벌고 있다는 점이다. 이러한 것이 미국 의회에서 중국의 입장을 유리하게 만드는 큰 차이점이다.

Economic Outlook for Korea and the Region*

Jerald Schiff

Well, thank you all very much for coming here and having me at this early hour. I understand that the IGE has a history of inviting some well know and respected global leaders to this kind of session. I am a little bit intimidated but honored to be included in that group. Also it is quite a task to tell something about Korea to this audience but I hope that by putting it in the regional context that I can have made it somewhat worth your while to get up so early and come here.

What I want to talk about is basically to say a little bit about what is happening in the region. I say the region- I mean basically emerging markets in Asia. Primarily because the history for industrialized countries is a bit different. So to keep the focus on more similar countries I will focus on emerging Asia. Then I want to discuss a little bit how the region has responded to global financial turbulence that started in July with the US Subprime Crisis, what happened during the early days of that crisis and subsequently and what might lie ahead. Then say a little bit about the outlook for the region, mainly for next year and what we see as the main risks. And then finally about Korea and how the Korea story fits into the regional story more generally.

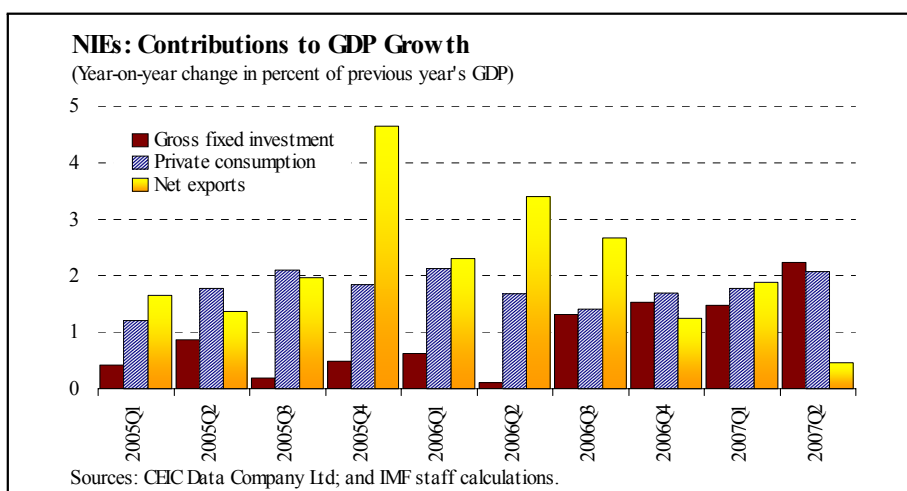
I'll start with the conclusions just to make it simple. Asian economies have generated considerable momentum in the first half of the year. And that momentum carried them on into that period where the turbulence began. Although there were initial fears that this might

* Transcription of a speech given at the IGE/Prudential Lecture on International Finance on Thursday, November 8, 2007

have significant impact on Asia, thus far the direct impact on Asia's financial systems has been modest and banks have not had their balance sheets dramatically affected by the US Subprime crisis. And there is no real evidence that Asia's growth has slowed in a significant way since then. So we feel that the outlook for the region remains strong, but certainly the events of the summer have increased in a substantial way the risks that generally could happen.

Let me start with the recent developments in the region. Just as a broad overview, growth in the region had trended upwards in the first half of 2007 and as it has been for several years now, growth was led by India and China. Growth in China approaching 12% and in India approaching 10%. But neither of those countries shows any sign of slowing and that will have potential implications for the rest of the region. One interesting point about the region is that there is at least some evidence of a reduced reliance on exports, additional domestic demand for growth. Looking at the New Industrial Economies which is the tag-name given to Korea, Hong Kong, Taiwan and Singapore (<Figure 1>). You can see net exports overall making smaller contribution to growth although still a very important one and fixed investment and consumption tending to rise as to terms of their

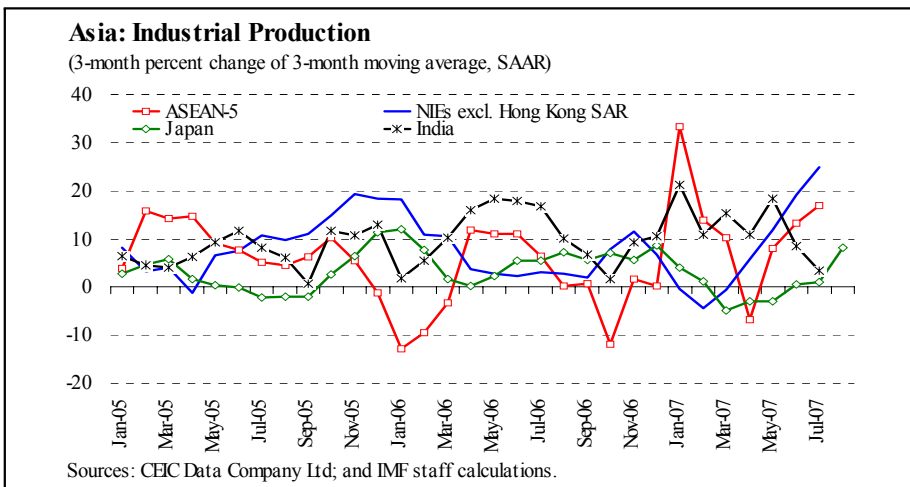
<Figure 1>



contributions. So we see this as generally a positive development, that Asia is becoming less reliant on exports and therefore the global economy. But as a region that relies heavily on exports overall, this is just the beginning of the trend.

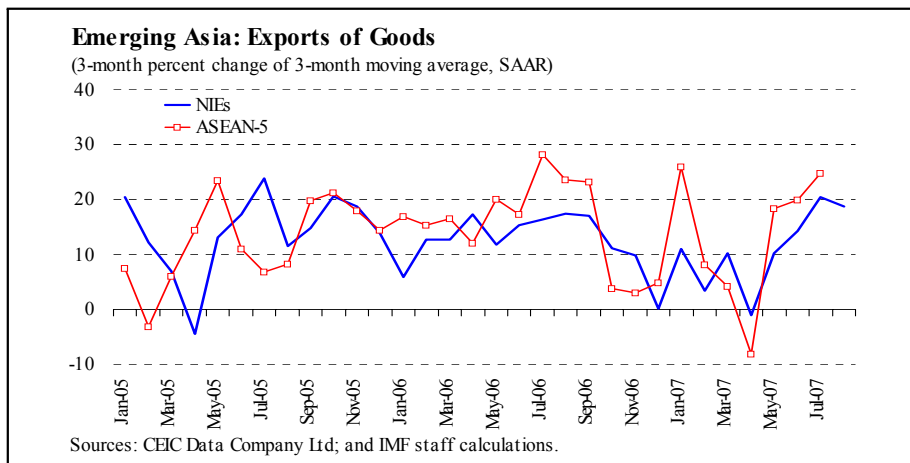
Third quarter data for most Asian countries has not all come in but the data we do have points to continued economic strength. Looking at industrial production (<Figure 2>), and one thing I want to point out is that these numbers we have calculated a little differently from what people maybe used to seeing, we use a moving average of 3-month percentage change. So it is not year-on-year data but we present it this way because we feel that it kind of tells you more about momentum of any of these particular variables. It is showing something like the quarter-on-quarter change converted into annual data and you can see that for all the categories for all Asian countries, industrial production is trending upwards very strongly in the summer months. Consumption also looks generally good although the story is definitely not as clear as for investment. Overall in the region retail sales have been strong. Consumer confidence has not been as strong, but as most of you know, consumer confidence in Korea has been high and has even risen.

<Figure 2>



The export story is one of a lull in the first and second quarters of the year, you can see the downturn around April pretty well much across the region (<Figure 3>). That does not mean growth was negative. Again, it just means the momentum was negative and there has been a rather rapid recovery since then. This recovery in exports has largely been driven by the electronics sector. Again all the countries in the region have seen a sharp rebound in IT. And that is certainly true for Korea. That is true within IT in a broad range of products- you can see a pretty clear pattern across different sorts of electronics products. So electronics remains key to the region, although for Korea we have seen a strong performance by more traditional heavy industries. But IT remains the key and therefore prospects for the IT sector are critical for the region.

<Figure 3>



Because exports are strong, the region continues to enjoy current account surpluses (<Figure 4>). Korea is a bit of an outlier there because as you know the current account is approximately in balance. You can see in particular China has very large and growing current account balance, which is one side of the global imbalances that we hear so much about. Because of these current account surpluses placing appreciating pressure on Asian currencies, we still see a number of Asian countries intervening in the foreign exchange market and we

see reserves growing quite steadily. Again this is dominated in a large part by China, which as of this summer had reserves of \$1.4 trillion. But the region as a whole has reserves of over \$4 trillion, which as you know has led a number of Asian countries to either implement or consider implementing so-called sovereign wealth funds. Such that to be able to invest these large reserves in ways that will provide these countries with higher returns and thereby lower the cost of this intervention. Korea has the KIC, which is managing \$20 billion. China's sovereign wealth fund will be managing ten times that amount. This is something that is of increasing interest to many people, including our new leadership at the IMF that is trying to understand better how these sovereign wealth funds will fit into the financial sector more generally, how they might behave, what sorts of effects they may have on capital flows globally.

<Figure 4>

Asia: Current Account Balances						
(In percent of GDP)						
	2005	2006	2007	2008	2007	2008
			REO April 2007		Latest proj.	
Industrial Asia	2.2	2.3	2.1	1.9	2.5	2.3
Japan	3.6	3.9	3.9	3.6	4.5	4.3
Australia	-5.7	-5.4	-5.6	-5.5	-5.7	-5.6
New Zealand	-8.6	-8.7	-8.4	-7.6	-8.5	-8.6
Emerging Asia	4.8	6.0	6.1	6.2	7.0	6.9
NIEs	5.5	5.6	5.3	5.1	5.4	4.9
Hong Kong SAR	11.4	10.8	9.6	9.3	11.2	9.5
Korea	1.9	0.7	0.3	0.0	0.1	-0.4
Singapore	24.5	27.5	27.1	26.6	27.0	25.4
Taiwan POC	4.5	6.8	7.1	7.1	6.8	7.1
China	7.2	9.0	10.0	10.5	11.7	12.2
India	-1.1	-1.2	-2.4	-2.3	-2.1	-2.6
ASEAN-5	1.7	4.7	3.8	3.2	4.1	3.2
Indonesia	0.1	2.7	1.8	1.3	1.6	1.2
Malaysia	14.6	16.3	15.3	14.3	14.4	13.3
Philippines	2.0	5.0	2.1	1.9	3.8	2.6
Thailand	-4.5	1.1	1.5	0.9	3.7	2.2
Vietnam	-1.0	-0.5	-1.2	-1.5	-3.2	-3.2
Emerging Asia excl. China	3.0	3.7	2.8	2.5	2.9	2.2
Asia	3.4	4.3	4.3	4.4	5.0	5.0

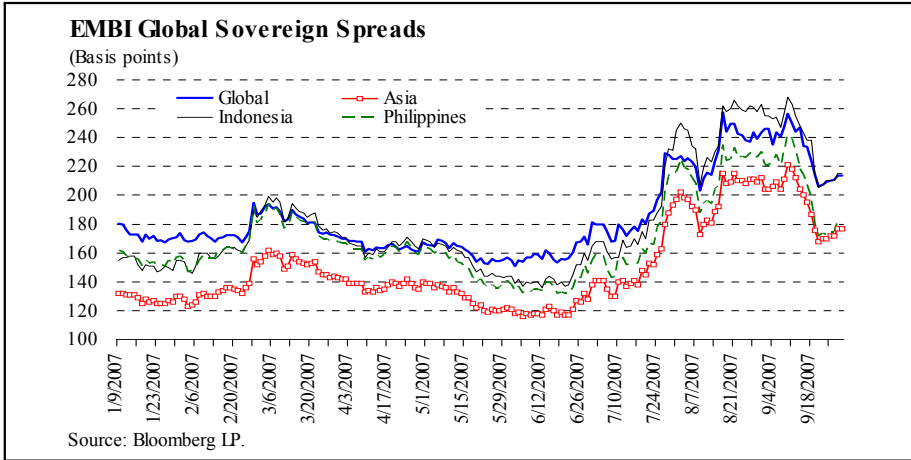
Source: IMF, WEO database.

On the inflation side, there is no sign really of any dramatic inflation pressure in the region. Core inflation, which means inflation essentially stripping out food or energy prices, has either remained steady or declined. Food prices have been very volatile especially in China, as you may know food prices have jumped up very sharply, as of August it has gone up to around 18% pushing China's inflation up to around 6% overall. We don't see that yet as a major concern because we don't feel that it is likely that these prices will reflect prices more generally in China and won't get into the core inflation but is certainly something to look out for.

That's just the brief synopsis of the overall macroeconomic trends in Asia. Now I just want to say a little bit about how financial markets have behaved. Overall, Asian financial markets, particularly equity markets have done very well this year. Asia has a relatively small direct exposure to the US Subprime mortgage market and more broadly to the complex structure credit products that have had so many difficulties in recent months. However Asian countries were adversely affected by the global sell off that started in July and August but to a much lesser extent than other regions of the world. By mid-August Asian stock markets had declined by about between 10 and 20% from their peaks and investors from outside the region had withdrawn significant amounts of money.

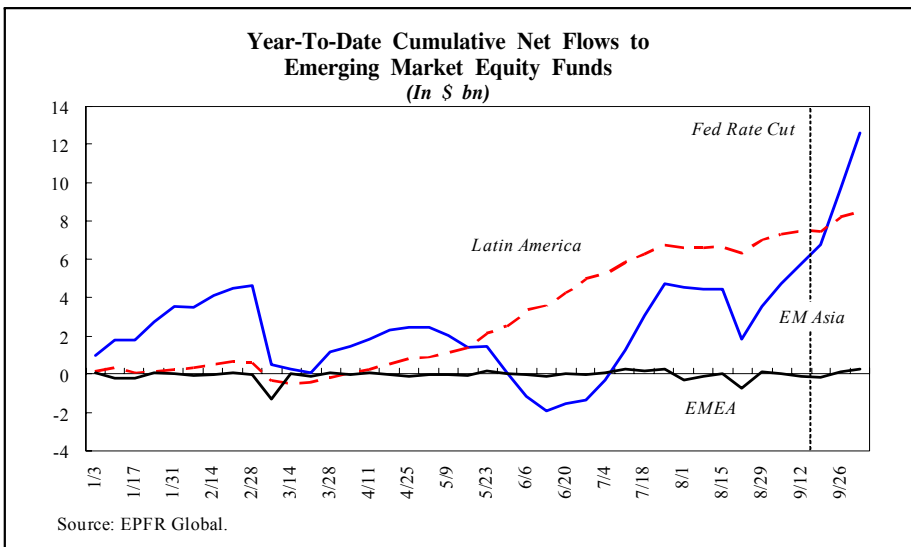
At the same time, credit spreads increase sharply, sovereign spreads which are not so relevant for Korea but are for countries in the region like Indonesia and Philippines which borrow in the markets. Corporate spreads followed a similar pattern and so in general, borrowing costs have increased. As you can see there (<Figure 5>), after the initial increase there was something of a normalization, as we will mention later. It is not clear if that will continue if there is another round of volatility. But I think more than the downturn, what is really remarkable is how short-lived it was particularly in the first instance.

<Figure 5>



With the cumulative flows into emerging markets in Asia from different regions we see that there was a slight dip before there was a dramatic rise in late summer, in particular since the first Federal Reserve rate cut on September 12th <Figure 6>. Flows into Asia have increased very dramatically and much more than for other emerging

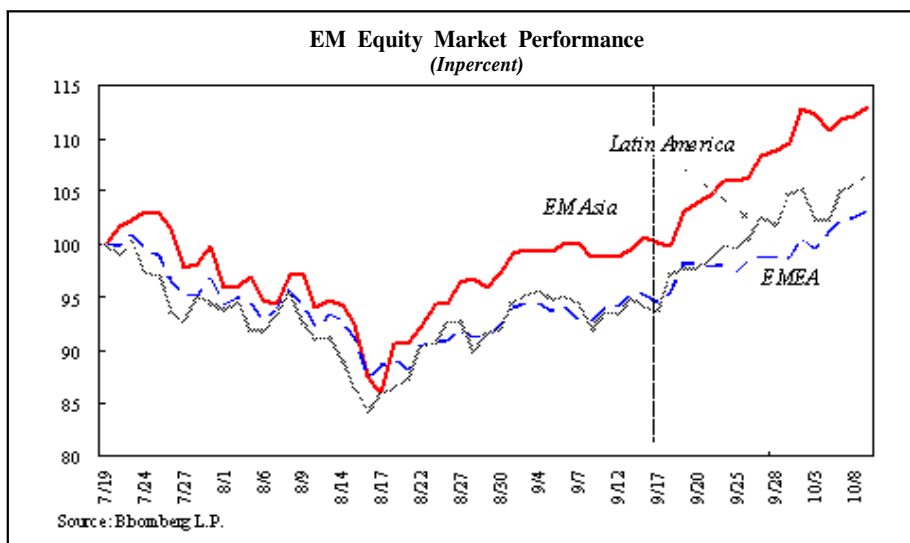
<Figure 6>



markets. I think that the quick recovery of flows to the region must to a large extent reflect the strong fundamentals here and that overall people expect growth in Asia to be stronger than in other emerging markets. It is sort of interesting question that I am not quite sure I know the answer to as to why flows to emerging Asia seems to respond so much to the Fed rate cut but it may have to do with the view that Asia still remains very linked to what happens in the US and contrasts to claims made by some people that it is “de-linking”. It appears that the markets when they became more confident in the US because of the rate cuts about putting their money into Asia at least that is what this simple pictures seems to suggest.

Along with those flows, we can see that equity markets have recovered very sharply (<Figure 7>). It is also notable that the emerging markets that fell the most during early days of the Subprime Mortgage Crisis also recovered the most. So you see some strong correlation between the initial drop and the pickup. Which suggests that the impact on the emerging markets was mainly from an overall concern about risk rather than anything specific about those countries. Asia also has done better than other regions in this turmoil in terms

<Figure 7>



of its foreign exchange markets. You can see that the initial decline in regional currencies was smaller and there has been a lot less volatility in foreign exchange markets in Asia than in any other emerging markets in this period since the summer.

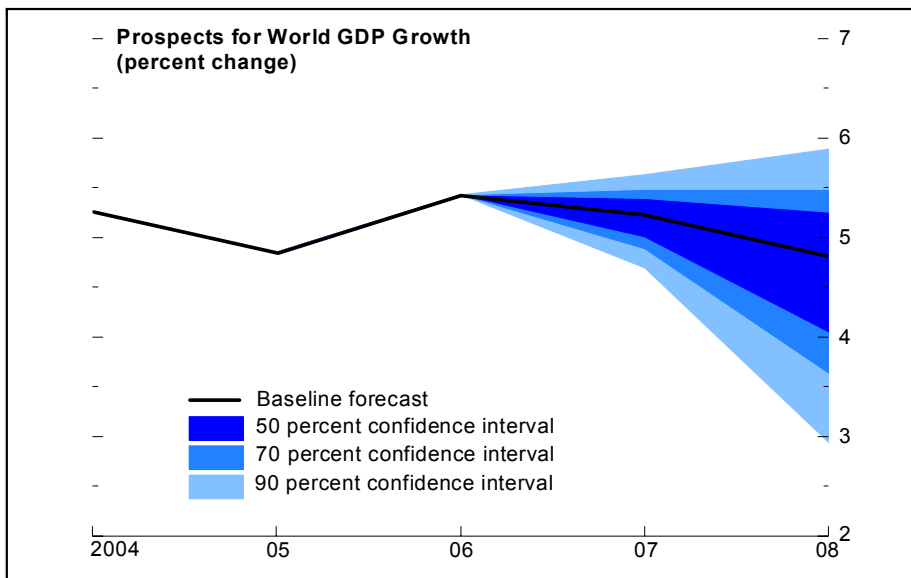
So far I have said a bit about economic developments in the first half of the year and then a bit about financial developments. The question now is what does this mean going forward, what can the region expect in 2008 and what are the main risks.

Our projection for growth in the region is 8.0% this year and 7.2% next year. Both of those figures are higher than our previous round of projections in April. We see some slowdown but overall quite a strong economy. And I think it is worth noting that in part this reflects just the slowing global economy and lower exports from the region but it also reflects a projection that China will slow in 2008 from 11.5% to 10%. It is fair to say that this is not a projection we have a great deal of confidence in. Especially with third quarter data showing that China is continuing to grow around 12%. While China is trying to reign in its economy and that those policies' efforts are reflected here. One risk that may be positive or negative depending on how it grows out, is that China will continue to grow rapidly.

Overall, if you think about what the risks are relative to that central scenario I have been mentioning, there are several. The most obvious is the sharper-than-expected downturn in the US and the European Union and I will talk about each of these in turn. Second of course is that oil prices spiked further, or even if oil prices stay at their current level. Third is that, actually I think this third point is not very likely but there is always the risk that Asian financial institutions will encounter some risk on their balance sheets. But so far, Asian financial institutions have escaped these troubles because of basically their exposure to these complex products that were put into question during the summer months seems to be very small. But there is some concern that as in the US and EU some additional exposure could be discovered. I should have put that a bit further down the list. A more general concern is that another round of financial turmoil

globally, not so much in Asia, could again reduce capital flows to the region. While again in the summer that was short-lived that is not to say that will be the case in the future. There is also the opposite concern, again as economists we can be worried about things on both sides of the ledger, so there is a concern that financial turmoil can lower flows to the region and on the other hand continuing rapid inflows into certain countries could also cause problems fueling credit bubbles or asset bubbles and finally on the upside as I mentioned earlier it is quite possible or even likely I would say that domestic demand especially in China and India might be much more resilient than we are expecting and that could help support growth in the region.

<Figure 8>



First on global growth, the forecast from the IMF's World Economic Outlook, which is produced by our research department and the basic point it seeks to illustrate, is that while the overall central scenario shows only a modest slowing of the global economy, the risks are very much tilted to the downside. There is very much an asymmetry to the risk, so you can see that the possible outcomes are much more tilted to lower growth rather than higher growth (<Figure

8>). Actually our research department estimates that the possibility of a recession in the US is one out of three. While that is not their main baseline projection it is certainly a non-trivial risk. Along with that we can see much slowing of the global economy.

That slowing in the US economy, if it continues and intensifies, then it will most likely be linked with the US housing market and I think that one thing that is maybe not fully appreciated everywhere is that the US housing market remains very weak and is likely to remain very weak for sometime. For Subprime mortgages in the US, look at delinquencies rates developing for different vintages. So for each year, look at how delinquencies rates develop over the months from the issuances of those mortgages. For the 2006 group of mortgages, already after a little more than a year, delinquency rates were already up more than 14%. Whereas in previous years, in the same period and time, they were significantly lower. So that is just pointing to the fact that one should expect delinquencies in the US housing markets will continue to be high for some time. Apparently if you look at the same line for 2007, you will see equally troubling distribution. Another fact that points to continued problems in the US is that many mortgages in the US are subject to resets. So early on they have very low interest rates, this is within the Subprime category mainly or they have various grace periods, those reset and households find their monthly payments increasing sharply. The main message here is that these resets are going to be taking place from here on through until a major part of 2009. So that is just to say that these problems are not all behind us and we should expect more difficulties as some of these resets take place.

The question becomes then if the US slows and the EU slows, will this have an impact on Asia or how much impact will this have on Asia. And there has been quite a lively discussion in the media in the region and out about whether Asia has “de-linked” from the US and from the industrial countries more generally. I guess our view is that, well, I guess I mentioned it at the beginning that domestic demand in the region is becoming more and more important. But it is certainly premature to say that the region has “de-linked”. The re-

gions' exposure to exports has actually grown quite substantially over the last 15 years and of course, the US as a direct trading partner has become less important for Korea and for many other countries in the region and have been replaced by China. But it is an open question still about how much of those exports are destined for China and how much is just part of the regional production process. And we say that even if half of the exports going to China are really going to China as final demand, that even in that case, a sharp slowdown in industrial countries would have a sizeable impact on the region. In fact, the more general point is that rather than "de-linking", all regions of the global economy are becoming more closely linked. You see more financial markets, asset returns more highly correlated and you see trade flows more highly correlated. One sort of comforting fact is that if there is a slowdown, because inflation has been quite low and inflation expectations in the region are low, many central banks although not all would have scope for responding to the slowdown by lowering rates. So that gives the region some cushion if these downside risks were to emerge.

Second risk that I wanted to mention was on commodity prices and more specifically oil prices. I opened the *Financial Times* today and there were two headlines, one was about \$60 billion of write-downs of assets that we had mentioned and one was about \$100 oil prices. We can see with oil prices, futures prices are pointing to some modest reduction in oil prices but certainly there is plenty of scope for further spikes and particularly given the obvious geo-political risks in oil producing countries. I think it is quite notable that the region and global economy in general has managed to cope with a long and quite sizeable run-up in oil prices. And I guess, certainly the IMF and many others would have predicted several years ago that if oil prices had reached the \$100 mark that things would look a lot worse than they do now. I guess in the region in part the run-up in oil prices has been offset by stronger currencies so that the domestic currency in oil has not gone up quite as fast. And in many countries, high corporate profits have allowed business to absorb those price increases but it is certainly questionable if that could go on forever.

As I mentioned there are concerns that strong inflows into many countries in the region could be fueling credit booms, which could then go bust. We don't think that is a general problem in the region but certainly there are some countries, Vietnam, China and India which have quite strong credit growth largely reflecting that capital is flowing in, that the central banks are seeking to limit appreciation of the currency which then given difficulties of fully sterilizing inflows leading to more liquid conditions in the market. There is also concern that in some countries, these sharp inflows are creating booms in asset markets, stock markets for example. Again, we don't think this is a general problem in the region, I mean emerging Asian equity indexes have in fact tripled since the global bull market began in 2003. But in fact, the run-up in Asia has been less than other emerging markets and price-earning ratios don't seem grossly out of line with historical averages but they are getting quite on the high side for some countries. And for China where you can see the price-circumstances ratio are quite high, above 50 or 60 which can only be justified under extremely optimistic assumptions about future performance. I am certainly not in the business of predicting equity prices but it is just to point out that there are concerns that some asset markets are becoming richly valued.

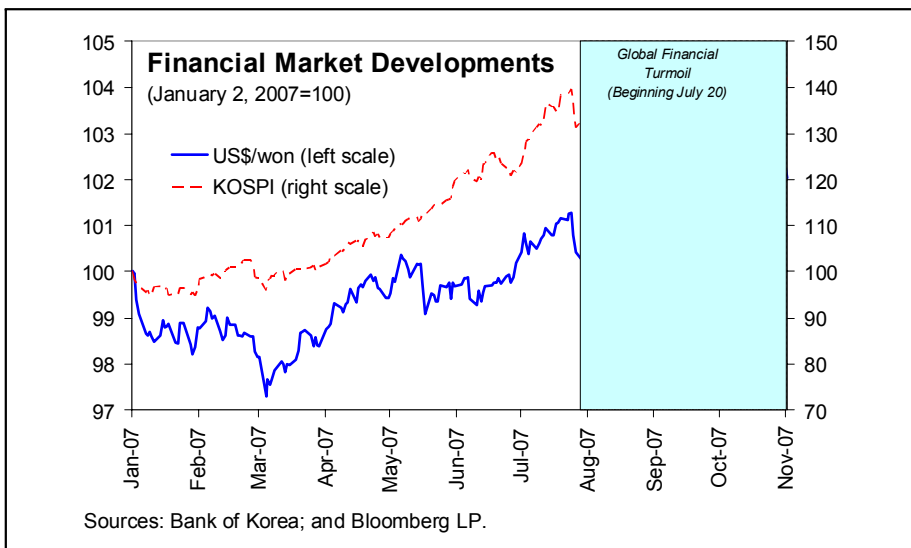
There are also similar concerns on housing markets, I know that is a subject that is very much in the news almost all the time here in Korea. Again, we see that more as a country-specific issue, we don't see that as a regional problem overall as some commentators do. You can see that in many countries that housing prices have grown either in line or even slower than income growth but there are some exceptions, the most notable ones being India, New Zealand, Australia, many countries have also pockets of very rapidly rising prices, such as certain neighborhoods in Seoul and Hong Kong. But these certainly are not nationwide, probably not reflective of macro-economic policies but maybe more of structural policies. So I guess overall, we would say that the criticism that the strategy that Asia countries are following that requires intervention in foreign exchange markets. Yes, in some cases these are helping to inflate credit or asset markets but we don't see that either as a problem that is extremely

large at this point or widely spread, but that is certainly something that countries will have to grapple with if these inflows continue.

So far that is still on the regional side, let me touch a little bit on Korea and how Korea fits into that broader story. Like the region as a whole, Korea has weathered well the financial crisis in the summer. I guess I should not call it a crisis because that has certain connotations, but we have not come up with a good alternative so I sometimes slip into that word.

I think it is kind of interesting that if you see where the KOSPI was at the time of the summer downturn and also where the US dollar/won rate was, you trace straight lines where it ended and you are almost back to where we are now (<Figure 9>). So it seems like the sharp dip, at least visually, did not seem to have a major impact where we have ended up. It is quite striking that we had expected that in many countries, all this global financial turmoil would lead to a shaking of confidence either on the side of businessmen or consumers but in Korea quite the opposite has taken place and we are actually in the period where people's sentiment seems quite high be-

<Figure 9>

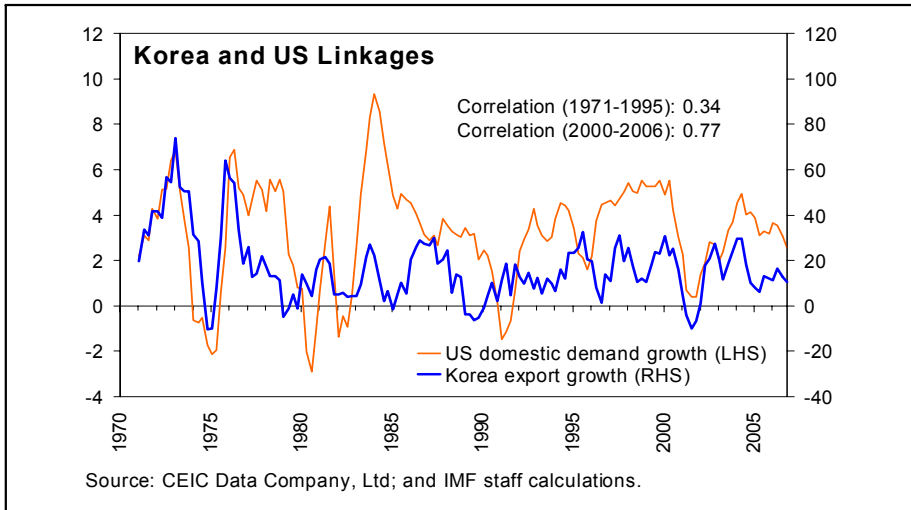


cause equity markets are very high. Consumption in Korea has picked up very nicely in recent months. Consumer sales index and sales from top department stores are on an upward trend. Again like the region for a whole, the story in Korea on the production side is very rapid recovery in the tech sector. IT manufacturing production had slowed quite a bit in early 2007 but now has picked up very sharply. The same on the export side, total exports have been doing reasonably well and you can see there that since early 2007 it reflects the gains in the IT sector.

But if you look forward and think about the global market for IT, the picture is a little bit mixed. Looking at the different indicators of forward-looking indicators of demand for electronics, the US book/bill ratio, the US purchasing managers' index and you see at best they have a mixed picture, perhaps somewhat on the downside. So if global growth purchase were to slow, the first place one were to look for problems would be in the IT sector which could be a difficulty for Korea.

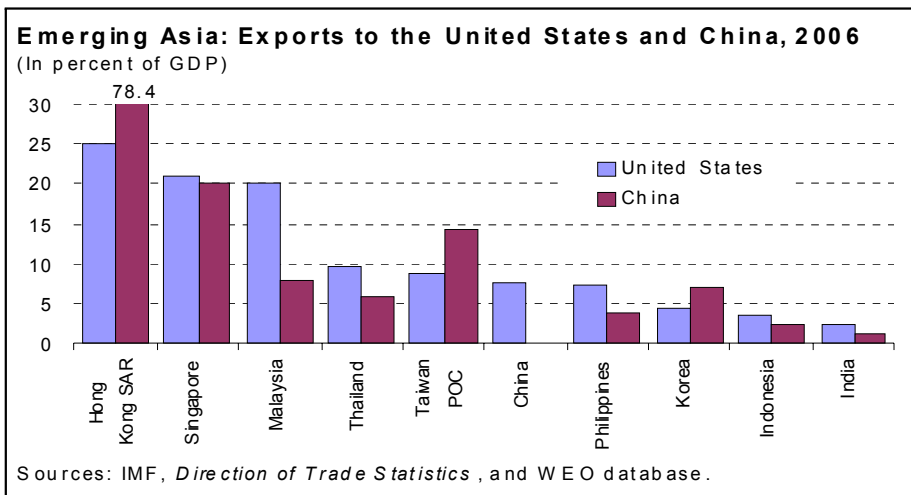
Inflation has been below the target band in Korea for a long time now until last month where high food prices have pushed inflation into the back of Korea's target band, right in the middle. And our projection is for inflation to stay somewhere in the mid-range of the target band. We are projecting growth in Korea for 4.8%, which would mean a significant pick-up in the second-half of the year. And then modest slowing to 4.6% next year that again reflects the more difficult, external environment for exports for everyone, not just for Korea. We see the current account deficits staying broadly in balance—we have projected a small deficit. I think it is quite difficult to predict any confidence but we would say that the picture is one of more broad balance. I guess the most difficult part of the current account is the services balance, as I was just discussing at breakfast, we had heard that this is the first year that the number of Korean visitors to Japan is outnumbering the number of Japanese visitors to Korea. So I think people are responding to changes in prices and Koreans are increasingly traveling abroad and that affects the balance of payments.

<Figure 10>



Again, like other countries, the US slowdown can be a major risk despite the fact that China has replaced the US as the number one export destination. If you look at the correlation between US domestic demand growth and Korean export growth it is very close, especially since 2000 (<Figure 10>). Even if exports are not appearing to go di-

<Figure 11>



rectly to the US, in the data you can see very strong correlation, which suggests that impact of a slowdown would be sizeable. Compared to other countries, Korea is relatively safe. Looking at exports to the US and China as a percentage of GDP, countries like Hong Kong, Singapore, Malaysia and Taiwan are much more exposed than Korea (<Figure 11>).

Let me say a few things that are not really regional in nature but sort of specific to Korea that we think are worth thinking about or continuing to monitor in Korea. One is that Korea has a very high level of household debt, Korea's debt as a share of assets is actually higher than in the US or Japan. As is the ratio of interest payments to disposable income so either as a stock basis or a flow basis, Korea is carrying quite a heavy household debt burden. On one hand that kind of limits how randomly consumption can grow in this economy. Obviously if you are heavily in debt you lose your ability to go out and consume. It also makes consumption and therefore growth potentially more sensitive to changes in interest rates. When interest rates rise, for example, debt burdens can rise, quite significantly. If there is a particular issue that at least echoes some of the problems of the US, although certainly the scale of the problem is certainly very small here in relation to the US. But there are a sizeable number of households in Korea that now have moved from the traditional three-year "bullet" mortgage to longer-term average mortgages. But those mortgages typically have grace years of two or three years so next year some of those households will see their debt payments increasing in a substantial way that may have an impact on the macro economy. We don't think that that would be very large but I think that is something that needs to be kept in mind.

Just to pull back from this quite short-term view and let's look a little bit at a couple of longer term challenges that we have been focusing on in recent visits here. I think it is well known amongst people in this room that Korea has a very rapidly aging society, both because of sharp gains in life expectancy and low birth rates. But you can see that in Korea, the old age dependency ratio, which is the population 65 or over as a ratio to working age population. Starting right

around now is going to accelerate very rapidly and quickly pass the dependency ratios in the G7 countries. This may be the most rapidly aging society, at least in modern history so it is quite dramatic. This will not only have an impact on the government's role in society but this is going to present huge physical challenges to the Korean government in terms of increased pensions and increased health care but also it is going to challenge the ability of the country to grow rapidly with the labor force expected to begin to decline in about a decade. Thinking further ahead we think this is probably the key challenge facing Korea.

Another point that we were discussing earlier during breakfast meeting is that Korea is facing challenges to its manufacturing sector because it is no longer a low-wage economy. And more and more workers are moving to the services sector but productivity in services is very low and actually the gap between manufacturing productivity and servicing productivity in Korea is among the largest in OECD countries, so it is really critical that service sector productivity be increased through opening this sector to competition and liberalization because this sector will need to drive an increasing share of economic growth in the longer term.

The point I want to make here is that Korea has faced much more difficult challenges in its history and has certainly succeeded in unprecedented fashion. And I thought it would be interesting to dig out of the archives of the first IMF staff report when Korea became a member of the Fund. And at that time Korea was the poorest member of the IMF, it was about 51 years ago. This first quote is of Korea at that time, saying "The development plan aims to prepare Korea to maintain an acceptable standard of living when external aid ends... Industry is not highly developed." So I think that puts into real stark contrast to the reality 50 years later to the reality then, so while Korea certainly faces challenges, when you see the views of 50 years ago and you see what happens you can only be confident that these other challenges can be successfully addressed.

Questions & Answers

Q First of all, I want to thank you for your very insightful presentation as you covered many things. I am really eager to listen to your view on the exchange rate. What about the trend of the dollar, do you have any views or some comments of the trend because Korean exporters suffer from this. The second question is according to your forecast. Korea's current account balance might be turning to a deficit for the first time since the financial crisis in 1997. Does that imply some concern about the Korean economy or is that some cyclical pattern?

A As an institution the IMF does not make predictions on exchange rates, that is one I would refrain from giving. But certainly for sometime there has been an expectation that part of the global re-balance that was needed would take place through the exchange rate channel and that the dollar would probably need to lead along with other things happening. In a sense it is working on a global basis because the US exports are doing much better now but I really would refrain from saying how much further we think it needs to go. Anyway, we have a whole set of economists who work on the US and they probably wouldn't appreciate me saying too much on this. But I do understand that that is a concern for Korean exporters although I guess I would point out that just because it is a reflection of the weak dollar that mimics all currencies in the region and with competitors of Korea in the global market place are also seeing their currencies strengthen relative to the dollar and actually in recent months the won has strengthened less than other currencies. So in effective terms, it is not clear if the won is strengthening any longer.

On the current account deficit, the spin I would put on it more is that both this year and next year, the current account will be very close to balance. Whether our projection is just a little bit on one side or the other doesn't ring any alarm bells for us. And I think in our projections the small deficit was driven more by the projections that

the services account would continue to widen and not so much on the trade side. That partly reflects also exchange rate changes and some underlying structural issues in the education sector which leads many people to travel abroad, so it is not all exchange rate related.

Q First, one regarding the Korean economy. Since the currency crisis of 1997, Korean economy has had very structural adjustments. How do you value the structural adjustments, are you satisfied with structural adjustments and reforms so far?

And the second one. Some argue that Korean reform and opening up of the financial market is not fast enough, how do you see that comment?

And regarding the engine of growth for the Korean economy. Many people rightly or wrongly think that Korea is caught in the slow growth trend, is it true in your opinion? Is it possible for Korea to attain high growth levels of 6 to 7% and for that what needs to be done?

Finally with sovereign wealth funds. As Strauss-Khan mentioned in an interview a few days ago, the IMF should be concerned more with new players including this sovereign wealth fund. What change would be needed in the IMF and what Korea should do for the sovereign wealth funds.

You already mentioned the downward risks for the outlook for the region and Korea but from the financial sector point of view what would be the most important factors on what has to be done.

A Well, they are all good questions, I'm not sure if I have good answers for them. About the structural changes in Korea since the crisis, certainly I think they have been quite dramatic especially in the financial sector. You can see the financial sector is quite healthy, non-performing loans are not a problem. Capital adequacy is not a problem. We don't see the sorts of issues with governance to the same extent then. Although I am not going to say those problems are completely gone. I mean, we think that overall that there is no doubt

that the Korean economy is far more prepared for any kind of global volatility than they were in 1997 and so is the region. We can see that in a small way that the past year and a half there have been several rounds of global financial volatility and in those rounds the Asia economies has outperformed other regions. So I think the confidence in structural reforms that have take place is quite evident. Of course all countries continue to face different challenges and I think in Korea those are not the same ones as the ones that they faced in 1997. I think they are more along the lines of the long term challenges that I mentioned at the end, dealing with aging population and trying to develop further the financial sector now that the base is quite healthy. Trying to open up the economy on the services side. These things are very important for maintaining or even increasing Korea's growth rate. But I don't see Korea as particularly vulnerable to anything like the kinds of crisis we saw a decade ago.

Somebody asked about the opening of financial markets, we think that the recent passage of the Capital Market's Consolidation Act is a really important step that increased competition within the financial sector will allow for a more sophisticated, more developed financial sector to emerge. So we look forward to seeing that play out. We are also aware as are the authorities that passage of that law is not the end of that process but is more like the beginning of the process, leading to a fully developed financial sector and that will pose new challenges for financial regulators and they are currently gearing up to address those. So, we think that financial development is critical and it is happening but we will have to see now that the CMCA has been passed and how the implementation will go in 2009.

About whether Korea is in a slow growth trap. I guess I would say that there are many countries in the world that would be happy to be trapped in growth that is 5 or 6% per year. But of course, in a country where its citizens have experienced growth of upwards of 10% in their past, this may seem not good enough. And it is certainly important to always do better. And I mentioned earlier, from our point of view, some key areas are trying to open up the economy where

it is not fully opened particularly in the services sector, trying to make the labor market more flexible, trying to improve the business environment, trying to address problems that an aging society brings. All these problems are important and if these things are done then there is no reason why potential growth in Korea can't increase. But it is very hard to say what the potential growth is, but what one should focus on now is getting the policies right and not so much on what figure could be achieved.

On sovereign wealth funds. Yes, while I was in Korea, the IMF has a new managing-director and one of his initial remarks was on sovereign wealth funds and it is already something on which the Fund has focused on for the past year. But I think I will leave the question as to how the IMF has to change to address that for Mr. Strauss-Khan to comment. Probably I shouldn't be commenting on these things until I have had a chance to meet the managing-director. But we are looking at the sovereign wealth fund and also other new players in the market, private equity funds for example. That will certainly be one focus of our work going forward.

Comments You know we only have 40 days to go until Korean presidential election and I really hope Korean voters select a president based on the candidates' ability or commitment to increase our economic growth potential.

As you mentioned, if you put in the right policy regime and institutional reforms, I personally believe that there is room for substantial increase of growth potential. So this should be the issue and I hope we find a candidate who can do this. In any case, growth potential will be very important and I think this usual forecasting is based upon everything constant. But once you have brought these institutional factors into the picture then the numbers can be changed and this growth potential can be changed, it is not fixed.

Q Thank you for your excellent presentation. I would like to put across this very short and straight question to you. Since that PetroChina market capitalization hit 9 trillion dollars, it is comparable to 5 trillion dollars Exxon. Under this kind of situation, would the Chinese “back hole” effect of increasing investment into China continue until the Olympics next year or will it slowdown visibly before next year spring, that is my question.

A That is a very good question, unfortunately I don’t know the answer otherwise I could just leave my job and retire. I think it is very careless to predict things about equity markets. You talked about a “black hole” but we see flows to Asia as a region being quite strong so it is not necessarily the case that China is sucking out all the flows.

Q You talked about Asia as a region, or China and India but there was not much talk about Japan, which is the second-largest economy in the world. Would you make any comments on Japan, in the context of the region or the global economy?

A I didn’t talk much about Japan because the Japan story is very much different from what I was talking about. Obviously Japan is still one of the largest economies and there is always the risk that if the US economy, which is slow, we will also see some similar slowing in EU and Japan. Japan is still a very important export partner for the region and I think if I recall correctly one of the funds projection for Japan is about 2% next year so I think in general we see it growing pretty close to potential.

I guess a key question for Korea is when will inflation move out of the negative territory or close to zero territory and when can Japan begin to normalize its interest rates. Which would be helpful in terms of strengthening the yen and lessening some of the competitive pressures here and in other countries. But so far inflation has remained stubbornly very close to zero, so there hasn’t been any scope for raising inflation rates. So I think that is one key issue.

Q I have two questions. One is education is one of the key issues in Korea, I am worried about education competitiveness. To increase education competitiveness, what kind of reforms are needed?

My second question is Korea worries about the economic trap between advanced economies and emerging economies, especially China and Japan. We call it a “sandwich” situation. How can we overcome the “sandwich” situation?

A Well, with regard to competition from China. Up until this point China has been a mixed blessing but it has been positive because Korea has been successful in inserting itself into the regional production process and has managed to increase very rapidly its exports to China and Korean businesses have a very high success rate operating in China. But this situation is changing now with China increasingly supplying its own intermediate goods either from Chinese firms or from foreign and Korean firms operating in China and also moving up the scale of sophistication of its products.

So looking ahead, China will be more of a competitor, in addition to being a complimentary player to this process. And I guess Korea needs to do what other industrial countries have done and move up the value-added chain and produce more technologically sophisticated products and stay ahead of the Chinese in that regard because it will be difficult to compete on the wage side. Also to continue to move more towards a more service and knowledge-orientated economy and there the financial sector reform is key but also some of the services sector.

On the education front, I certainly don't want to claim to have any expertise on the Korean education system other than what I hear or read in the press. So I think it is best I don't try and answer that in any kind of way.

한국경제 및 동아시아경제 전망*

Jerald Schiff

본인을 이 자리에 초청해 주시고, 이처럼 이른 아침에 환대해 주신 모든 분들께 감사드린다. 세계경제연구원의 강연회에는 세계적으로 명성이 높은 분들이 초청되는 것으로 알고 있기에, 그러한 그룹에 동참하게 된 것을 본인은 약간의 두려움과 함께 영광으로 생각한다. 그리고 오늘 이 자리에 참석하신 청중들에 대한 강연이 벅찬 일이지만, 지역적인 맥락에서 한국의 상황을 살펴본다면 이른 아침에 여기에 모이신 여러분들께서 약간의 보람을 느끼실 수 있을 것으로 본인은 기대한다.

본인은 이 지역에서 어떤 일이 일어나고 있는지에 대해 간략하게 설명하고자 한다. 여기서 지역이라 함은 기본적으로 아시아의 신흥시장을 의미한다. 왜냐하면 선진산업국들의 역사는 서로 조금씩 다르기 때문이다. 따라서 본인은 보다 유사한 국가들에 중점을 두고 신흥 아시아 지역에 집중하도록 하겠다. 그런 다음, 미국의 서브프라임모기지(subprime mortgage) 위기와 더불어 지난 7월에 발생한 범세계적 금융시장 불안에 아시아 지역이 어떻게 대응하여 왔는지, 또 위기 초기에는 어떠한 현상이 나타났으며 미래의 방향은 어떠한지에 대해 약간의 논의를 하고자 한다. 그리고 이 지역의 내년도 경제전망과 주요 위험요인이 무엇인지를 짚어보고, 마지막으로 한국 문제, 즉 한국의 경제문제

* 이 글은 2007년 11월 8일 개최된 'IGE/Pridential 국제금융특강' 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

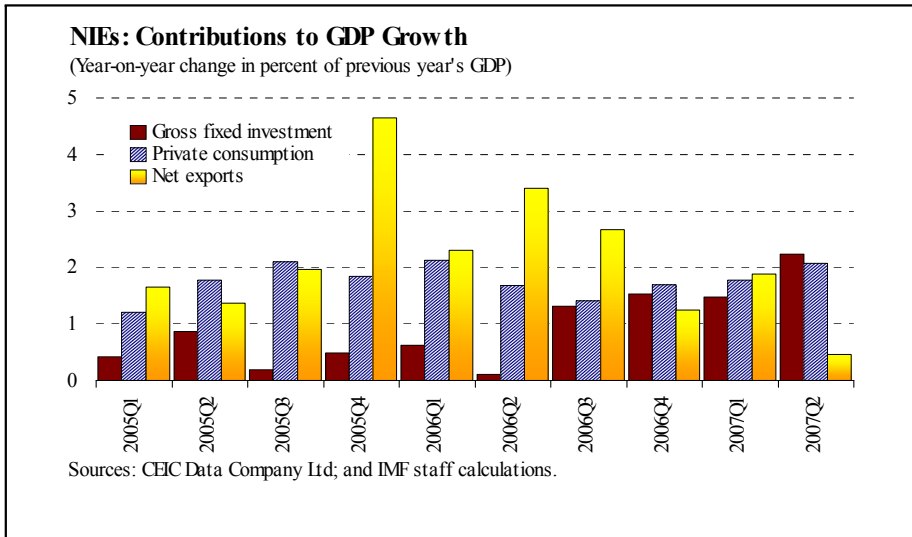
가 지역 전반의 문제와 어떻게 연계되는지에 관해 살펴보도록 하겠다.

간단히 결론부터 시작하겠다. 아시아 경제는 금년 상반기에 상당한 탄력을 만들어 내었으며, 이 탄력은 금융불안이 시작될 때까지 아시아 경제들을 끌고 왔다. 처음에는 아시아 지역에 심각한 충격이 있으리라는 우려가 있었으나, 지금까지 아시아 금융시스템에 미친 충격은 그리 크지 않고 은행의 손익계산서도 미국 서브프라임모기지 위기의 영향을 크게 받지 않은 상태이다. 그리고 그 이후 아시아 지역의 성장이 각별히 둔화하고 있다는 확실한 징조도 없다. 그렇기 때문에 IMF는 이 지역의 경제전망이 견고하다고 생각하지만 금년 여름에 발발한 금융시장 혼란이 위험발생의 가능성을 크게 증가시키고 있다.

아시아 지역의 최근 동향부터 말씀드리겠다. 포괄적으로 개관하면 2007년 상반기 중의 아시아 지역 성장은 상승추세이다. 지난 몇 년 동안 그랬듯이 경제성장은 인도와 중국에 의해서 주도되었다. 중국의 경제성장은 12%, 인도는 10% 가까이 된다. 그러나 양국 중 어느 한 나라에도 둔화의 조짐이 나타나지 않고 있는데, 이는 아시아 지역 여타 국가에게 여러 가지 잠재적 영향을 미칠 것이다. 아시아 지역에 대한 한 가지 관심사는 수출의존도가 감소했다는, 즉 성장에 대한 국내수요가 증가했다는 최소한의 증거가 어느 정도 나타난 것이다. 한국, 홍콩, 싱가포르를 지칭하는 신흥공업경제군(Newly Industrializing Economies: NIEs)을 살펴보면, 전체적으로 순수출의 성장기여도가 감소한 것으로 나타난다(<도표 1>). 하지만 고정투자 및 소비의 성장기여도는 증가추세를 보임으로써 여전히 중요하다. IMF는 이를 대체로 긍정적인 발전인 것으로 보고 있다. 아시아의 수출의존도가 감소함으로써 세계경제에 대한 의존도 역시 줄어들기 때문이다. 하지만 아시아는 수출에 크게 의

존하는 지역인 만큼, 이는 시작일 뿐이다.

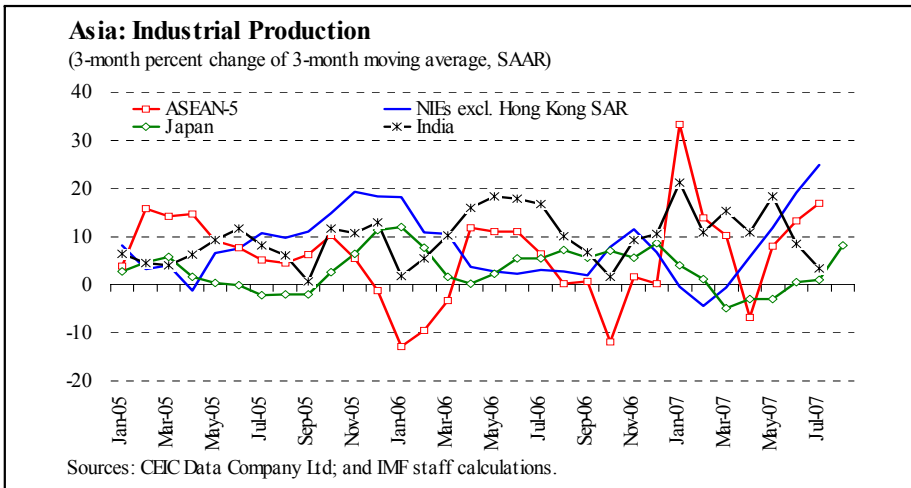
<도표 1>



아시아 국가들에 대한 3/4분기 자료가 모두 집계되지는 않았지만, IMF 자료에 의하면 아시아 경제의 강세가 지속적인 것으로 나타나고 있다. 산업생산 부분을 살펴보자(<도표 2>). 먼저 본인이 지적하고 싶은 것은, IMF의 수치는 사람들이 익숙하게 보아온 통계와는 달리 3개월 기준 이동평균의 비율변화이므로 연간기준의 수치가 아니라는 점이다. IMF가 이러한 방식으로 나타내는 이유는 그것이 특정변수의 움직임을 보다 많이 설명하는 것으로 생각하기 때문이다. 이는 분기별 변화를 연간기준의 수치로 전환한 것과 같은 형태를 나타내고 있다. 이러한 형태의 통계수치가 모든 아시아 국가의 조사대상 전 항목에 적용되고 있다. 산업생산은 여름철에 매우 강한 상승세를 보인다. 소비 또한 대체로 양호한 것으로 보이지만 소비변동은 투자만큼 분명하지 않

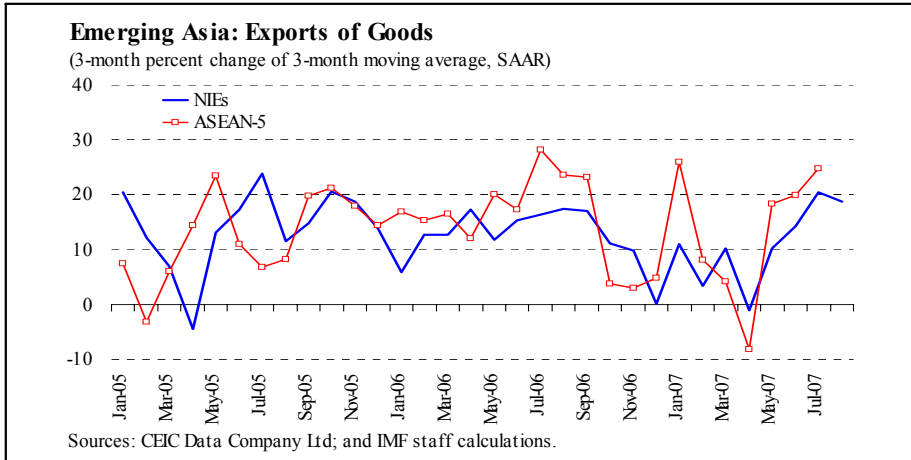
다. 소매업은 아시아 지역 전반에 걸쳐 견실한 것으로 나타난다. 소비자신뢰도는 탄탄하지 않지만, 한국의 소비자신뢰도는 높은 수준이며 증가하고 있다.

<도표 2>



금년 1/4, 2/4분기 중의 수출 움직임은 저조한 상태였다(<도표 3>). 4월경에는 아시아 지역 거의 모든 국가에서 수출 하향세가 나타났다. 그렇다고 수출신장이 마이너스(-)를 기록했다는 의미는 아니다. 다시 말해 수출세가 약화되었다는 뜻일 뿐이며, 그 이후부터는 오히려 빠른 회복세를 보이고 있다. 수출회복은 대부분 전자부문에 의해 주도되고 있다. 아시아 지역 모든 국가의 IT부문이 두드러진 회복세를 보이고 있다. 한국은 분명 그러한데, 다양한 종류의 전자제품에서 분명히 볼 수 있듯이 폭넓은 범위의 IT제품에서 이는 사실로 나타나고 있다. 한국의 경우 전통적인 중공업 분야에서도 보다 큰 성과가 있었지만, 전자제품은 아시아 지역 수출신장의 관건이 되고 있다. 그런 만큼 IT부문의 전망은 아시아 지역에게 매우 중요하다.

<도표 3>



<도표 4>

Asia: Current Account Balances
(In percent of GDP)

	2005	2006	2007	2008	2007	2008
			REO April 2007		Latest proj.	
Industrial Asia	2.2	2.3	2.1	1.9	2.5	2.3
Japan	3.6	3.9	3.9	3.6	4.5	4.3
Australia	-5.7	-5.4	-5.6	-5.5	-5.7	-5.6
New Zealand	-8.6	-8.7	-8.4	-7.6	-8.5	-8.6
Emerging Asia	4.8	6.0	6.1	6.2	7.0	6.9
NIEs	5.5	5.6	5.3	5.1	5.4	4.9
Hong Kong SAR	11.4	10.8	9.6	9.3	11.2	9.5
Korea	1.9	0.7	0.3	0.0	0.1	-0.4
Singapore	24.5	27.5	27.1	26.6	27.0	25.4
Taiwan POC	4.5	6.8	7.1	7.1	6.8	7.1
China	7.2	9.0	10.0	10.5	11.7	12.2
India	-1.1	-1.2	-2.4	-2.3	-2.1	-2.6
ASEAN-5	1.7	4.7	3.8	3.2	4.1	3.2
Indonesia	0.1	2.7	1.8	1.3	1.6	1.2
Malaysia	14.6	16.3	15.3	14.3	14.4	13.3
Philippines	2.0	5.0	2.1	1.9	3.8	2.6
Thailand	-4.5	1.1	1.5	0.9	3.7	2.2
Vietnam	-1.0	-0.5	-1.2	-1.5	-3.2	-3.2
Emerging Asia excl. China	3.0	3.7	2.8	2.5	2.9	2.2
Asia	3.4	4.3	4.3	4.4	5.0	5.0

Source: IMF, WEO database.

수출세가 견실하기 때문에 아시아 지역은 지속적인 경상수지 흑자를 누리고 있다(<도표 4>). 그러나 한국은 다른 국가들과는 약간 다르게 경상수지가 거의 균형을 이루고 있다. 특히 중국은 엄청난 경상수지 흑자가 점증하고 있는 것으로 나타나는데, 이것이 우리가 자주 듣던 세계적 불균형의 한 측면이다. 아시아 각국 통화에 절상압력을 주는 이와 같은 경상수지 흑자 때문에, IMF는 많은 국가들이 아직도 외환시장에 개입하고 있으며 그들의 외환보유고가 꾸준히 축적되는 것으로 보고 있다. 금년 여름에 다시금 1.4조 달러의 외환보유고를 기록한 중국이 이러한 외환보유고 증가의 대부분을 차지하고 있다. 아시아 지역 전체가 보유한 외환보유고는 4조 달러 이상이다. 그 결과, 아시다시피 대다수의 아시아 국가들이 이른바 국부펀드(sovareign wealth fund) 설립을 추진하거나 또는 추진을 고려하고 있다. 이들 국가는 높은 수익과 함께 외환시장 개입비용을 감소시키는 방법으로 외환보유고를 투자할 수 있도록 하는 국부펀드 설립을 추진하고 있는 것이다. 한국에는 200억 달러를 운용하는 한국투자공사(KIC)가 있으며, 중국의 국부펀드는 한국 규모의 10배가 되는 자금을 운용할 것이다. 이 국부펀드는 운영 및 일반 금융부문과의 조화 방안, 그리고 이것이 세계적 자본이동에 어떤 효과를 미칠지에 대해 이해하고자 노력하는 IMF의 새 지도부를 포함한 많은 사람의 관심이 커지고 있는 과제이다.

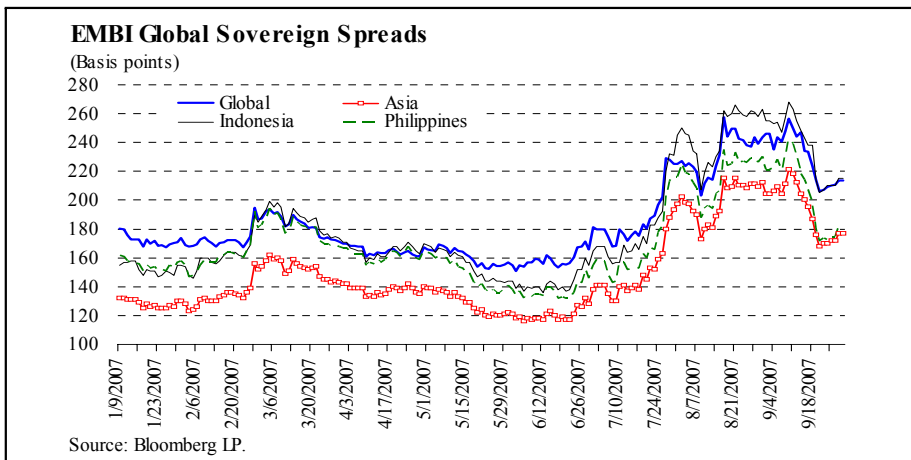
인플레이션 측면에서 보면 아시아 지역에는 급격한 인플레이션 압력의 조짐은 실제로 없으며, 식료품이나 에너지 가격을 제외한 기본적인 인플레이션을 의미하는 코어인플레이션(core inflation)은 안정세 또는 하락세를 유지하고 있다. 특히 중국의 경우 식료품 가격이 큰 변동을 나타내고 있는데, 2007년 8월 현재 약 18%로 상승하여 중국의 전체 물가상승률을 약 6%대로 끌어올리고 있다. IMF는 이러한 물가동향을 크

게 우려할만한 사안이 아닌 것으로 보고 있다. 왜냐하면 코어인플레이션으로 파급되지는 않을 것이 생각되기 때문이다. 하지만 주시해야 할 동향인 것은 분명하다.

여기까지가 아시아 지역 전반의 거시경제적 추세에 대한 요약이며, 지금부터는 금융시장의 동태에 대해 간단히 설명하고자 한다. 전반적으로 아시아의 금융시장, 특히 올해 주식시장의 성과는 매우 좋다. 미국의 서브프라임모기지 시장과, 최근 몇 개월간 많은 난제를 던져주고 있는 복잡한 구조의 신용상품 전반으로 인한 위협에 아시아가 직접적으로 노출된 부분은 비교적 적다. 아시아 국가들이 지난 7~8월에 있었던 세계적 주식시장 급락으로 인한 악영향을 받았지만 세계 여타지역에 비해서는 크지 않다. 지난 8월 중순경에 이르러 아시아 증권시장은 정점에서 10~20% 하락했으며, 역외 투자자들이 상당한 규모의 자금을 철수하였다.

동시에, 한국과는 그리 큰 관계가 없지만 이 지역의 차입국인 인도

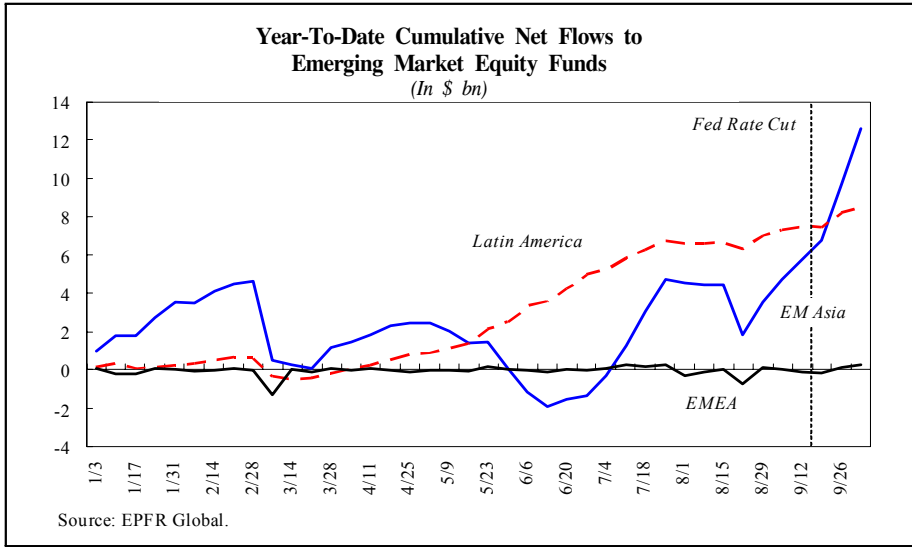
<도표 5>



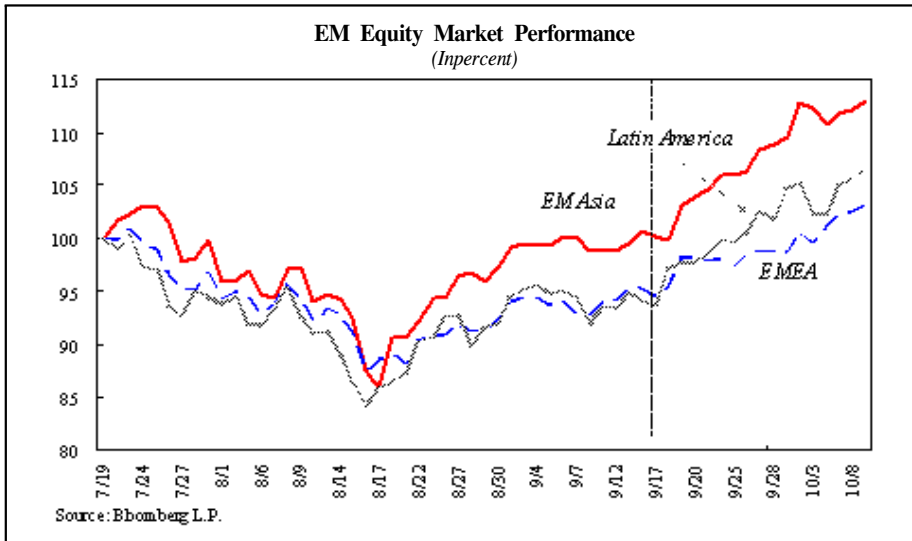
네시아 및 필리핀 등이 기재하는 국채의 금리격차(sovereign spread)가 크게 증가하고 있다. 기업의 신용등급 간 금리격차도 일반적으로 유사한 형태를 띠면서 차입비용이 증가하고 있다. <도표 5>에 나타난 바와 같이 처음에 증가한 후 정상화의 움직임이 있었는데, 이에 대해서는 부연하도록 하겠다. 또 한 차례의 변동이 금융시장에서 일어날 경우 이러한 추세가 유지될 수 있는지는 분명하지 않다. 그러나 경기하락보다 실제로 더 주목할 것은 금융시장의 안정이 특히 초기단계에 얼마나 단기적인가 하는 문제인 것으로 생각된다.

역외에서 아시아 지역 신흥시장으로 유입되는 자금의 누적규모를 살펴보면(<도표 6>), 역내로의 자금유입은 특히 미국 연방준비은행의 첫 번째 금리인하 조치가 단행된 지난 9월 12일 이후에 급격한 증가하였으나 그 이전에 약간 감소하였다. 이 지역으로의 자금유입은 매우 급격히 증가하고 있으며 그 규모도 세계 여타 신흥시장보다 훨씬 크다. 이러한 자금유입의 급속한 회복은 이 지역 국가의 탄탄한 기초 경제여건을 폭넓게 반영하고 있는 것이 분명하며, 많은 사람들이 아시아 지역 국가의 성장이 여타 신흥시장의 그것보다 견실할 것으로 기대하고 있기 때문인 것으로 생각된다. 왜 아시아 신흥국가로의 자금유입이 미국연방준비은행의 금리인하에 그렇게 민감한지는 본인이 자신 있게 대답할 수 없는 종류의 흥미로운 문제이지만, 아마 아시아가 아직도 미국의 경제변화에 크게 연계되어 있다는 견해와 관계가 있는지도 모르겠다. 이는 아시아경제와 미국경제 간에는 연계성이 없다는 일부 주장과 대조되는 것이다. 금리인하 조치로 미국경제에 대해 보다 자신감을 갖게 되면 그때가 자금을 아시아 지역 신흥시장에 투입하는 적기라고 생각하는 것이 이와 같은 단순논리 구도가 시사하는 것이다.

<도표 6>



<도표 7>



이러한 자금유입과 더불어 아시아 신흥국의 주식시장도 매우 가파르

게 회복되고 있다(<도표 7>). 또한 서브프라임모기지 시장 위기의 초기에 가장 어려움을 겪었던 신흥시장들이 대부분 회복했다는 점도 특기할 일이다. 그래서 초기의 하락과 그 이후의 상승사이에 강력한 어떤 상관관계가 나타나며, 신흥시장이 받은 충격은 그 시장이 가진 특성 때문이라기보다는 오히려 위험에 대한 전반적인 우려에 주로 기인한다는 점을 시사한다. 아시아의 경제성과 역시 금융시장 혼란기 중의 외환시장 측면에서 볼 때 여타 시장보다 양호하다. 아시아 지역 통화 가치의 초기하락 폭은 작았으며, 지난 여름 이후 아시아 외환시장의 변동 폭 또한 여타 신흥시장보다 매우 작은 상태이다.

지금까지 본인은 2007년 상반기 중의 경제 및 금융 발전에 대해 설명하였으며, 지금부터는 2008년도 아시아 지역 전망 및 주요위험과 앞으로의 방향에 대해 알아보겠다.

IMF는 아시아 지역의 경제성장률이 2007년에는 8.0%, 2008년에는 7.2%가 될 것으로 내다보고 있다. 이 두 가지 수치는 IMF가 지난 4월에 발표한 수치보다 높은 것이다. 성장둔화가 다소 있겠으나 전반적인 아시아경제는 매우 견실하다. 이러한 전망에는 세계경제의 성장둔화와 아시아 지역의 수출저조, 그리고 중국의 경제성장률이 2008년에는 11.5%에서 10%로 둔화되리라 예측을 반영하고 있다는 점에 주목할 가치가 있다고 생각된다. 하지만 IMF가 이와 같은 예측에 큰 자신감을 갖는 것은 아니라는 말이 옳을 것이다. 특히 3/4분기 실적을 보면, 중국은 약 12%의 성장률을 계속 보이고 있다. 중국은 경제에 대한 고삐를 쥐면서 자국의 정책노력이 아시아 지역에 반영되도록 애쓰고 있다. 다만 성장을 어떻게 이루느냐에 따라 플러스(+)가 될 수도 있고 마이너스(-)가 될 수 있는 한 가지 위험요인이 있는데, 그것은 앞으로도

중국이 급성장을 지속할 것인가 하는 것이다.

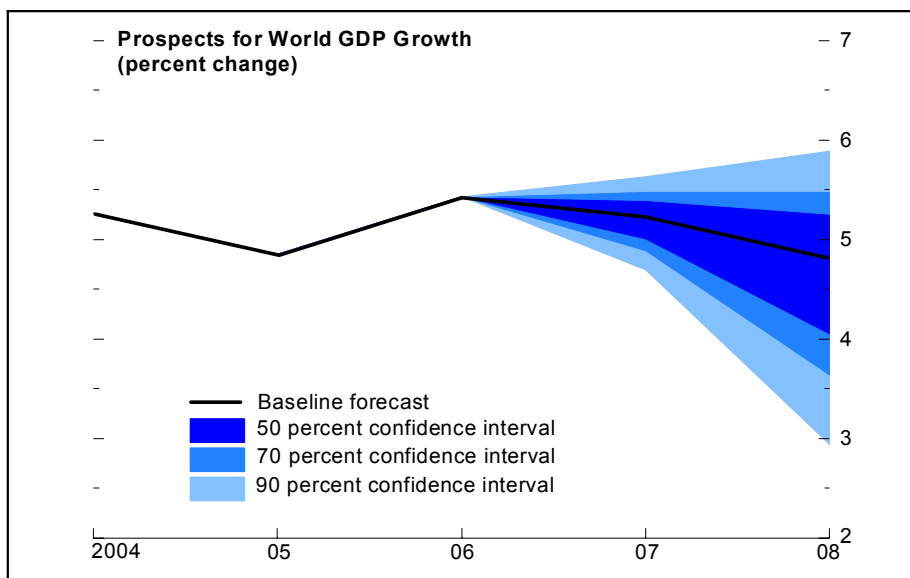
본인이 지금까지 설명해온 중심시나리오와 관계된 몇 가지 위험요인들 중 가장 확실한 것은 예상외로 심각한 미국과 유럽연합(EU)의 불경기이다. 두 번째는 물론 유가이다. 유가의 급속한 상승도 위험요인이지만 현재의 유가수준 역시 문제다. 세 번째는 문제가 안 될 것으로 생각하나, 아시아의 금융기관들이 손익계산서상 항상 어떤 위험요인에 봉착할 것이라는 것이다. 지금까지는 아시아의 금융기관들이 이러한 난제에서 벗어난 상태다. 왜냐하면 지난 여름에 문제가 되었던 복잡한 구조의 금융상품에 이들이 매우 미미하게 노출되었던 것으로 보이기 때문이다. 하지만 그러나 잠복해있던 추가적인 위험요소가 미국과 EU에서 나타날 것이라는 우려가 있다. 본인이 그러한 요인들을 언급하지는 못했다. 그러나 일반적인 우려는 또 다른 세계적 금융혼란이 다시금 아시아 지역으로의 자본이동을 감소시킬 수도 있다는 것이다. 지난 여름에 있었던 금융시장 혼란이 단기적이었으니 앞으로도 그럴 것이라는 말이 아니다. 그와 반대되는 상황이 주는 우려도 있다. 경제전문기구인 IMF는 과도한 자금유출입도 우려해야 한다. 즉 금융혼란은 아시아 지역으로의 자본이동을 감소시킬 수 있으며, 그 반대로 특정국가로 급속한 자본이동이 지속될 경우 신용 또는 자본 거품을 가열시키는 문제가 야기될 수 있다. 낙관적으로 볼 경우, 앞서 지적한 바와 같이 특히 중국과 인도의 국내수요가 기대이상보다 훨씬 많이 복원된다면 아시아 지역의 성장을 지원할 가능성도 있다.

우선 IMF 조사국이 발간한 ‘세계경제 전망(World Economic Outlook)’의 예측이 보여주는 기본입장은, 여러 가지 시나리오를 감안할 때 세계경제는 약간의 둔화세를 겪으리라는 것이다(<도표 8>). 즉 경제예측

이 하향세의 가능성으로 기울어져 있는 것이다. 마이너스적인 위험요인들이 너무 많다. 가능한 결과는 고성장보다 저성장 쪽이다. 실제로 IMF 조사국은 미국의 불경기 가능성을 1/3로 예측한다. 이것이 IMF 조사국의 주요 기준선 예측(baseline projection), 즉 장기예측은 아니지만 무시할 정도의 위험요인은 분명 아니라는 것이다. IMF는 이를 바탕으로 세계경제의 둔화를 내다보고 있는 것이다.

미국경제의 둔화가 지속적으로 심해지면 이는 거의 미국 주택시장과 연계될 것이다. 모든 곳에서 완전히 검토되지 못한 한 가지는 미국 주택시장이 매우 취약하고 앞으로도 상당히 취약한 상태로 지속될 가능성이 있다는 점이다. 미국 서브프라임모기지 시장을 보면 각기 다른 주택보유년수에 따른 연체율이 증가하고 있다. 대조적으로 과거년도의 같은 시기 및 시점 연체율은 매우 낮았다. 이는 미국 주택시장의 연체

<도표 8>



율이 앞으로도 계속 높아지리라는 점을 지적하고 있다. 2007년에도 같은 추세일 것이 분명하다고 본다면 마찬가지로 걱정스러운 연체율 분포도가 나타날 것이다. 계속 문제가 되고 있는 또 다른 사실은 미국의 많은 주택담보대출 거래가 재조정에 당면하고 있다는 것이다. 초기에는 주택담보대출 조건에 저금리와 다양한 유예기간이 부여되었으나 이러한 것이 재조정되고, 가계가 부담하는 상환액이 급격히 증가한 것이다. 여기서 주요 메시지는 이와 같은 재조정이 거의 2009년 말까지 계속되리라는 것이다. 이는 문제가 모두 해결된 것이 아니라는 말이며, 일부 계약조건이 재조정됨에 따라 더욱 많은 어려움이 있을 것으로 예상해야 한다.

따라서 미국경제 및 EU경제가 둔화될 경우 그것이 아시아에 어떤 영향을 미치게 되는가 하는 것이 문제이다. 그렇기 때문에 역내외 언론에서는 아시아가 미국, 보다 보편적으로는 선진공업국과의 연계고리를 끊을 수 있는지 여부에 대한 논의가 매우 활발하게 전개되고 있다. 이미 앞서 언급했던 것으로 생각되지만, 아시아 지역의 국내수요가 더욱더 중요해지고 있다는 것이 IMF의 견해이다. 그러나 아시아 지역이 그러한 연계고리를 끊었다고 말하는 것이 시기상조임은 분명하다. 지난 15년간 아시아 지역의 수출의존도는 크게 증가한 상태다. 물론 직접적인 무역상대국으로서의 미국은 한국 및 아시아 여러 국가들에게 있어서 그 중요도가 약해지고 있으며, 중국이 미국의 자리를 대체하고 있다. 하지만 중국으로 가는 수출물량이 얼마나 되며, 역내 생산과정에서 차지하는 비중이 어느 정도인지 하는 문제가 여전히 남는다. 이 경우, 중국으로 가는 수출의 절반이 최종수요품이라 하더라도 선진공업국의 심각한 불경기는 아시아 지역에 상당한 충격을 줄 수 있을 것이다. 그런데 사실은, 연결고리가 끊어지는 것이 아니라 오히려 세계 모

든 지역이 더욱 밀접하게 연계되고 있다는 것이 보다 일반적인 견해다. 위안이 되는 한 가지 사실은 경기둔화가 나타나더라도 물가상승률이 매우 낮고 아시아 지역의 인플레이션 기대감도 낮기 때문에 대부분의 중앙은행들이 금리인하를 통해 이에 대응할 여지가 있다는 것이다. 그러므로 경기하락에 따른 위험요인 등이 나타날 경우 이러한 것이 아시아 지역에 대해 어느 정도의 완충역할을 하게 되는 것이다.

본인이 언급하고 싶은 두 번째 위험요소는 원자재가격, 특히 유가이다. 오늘자 Financial Times지에는 두 개의 주요기사가 있었는데, 하나는 600억 달러에 이르는 자산의 평가절하였고 다른 하나는 100달러로 치솟은 유가였다. 유가의 선물가격은 어느 정도 하락세를 나타내고 있으나, 특히 산유국들의 뚜렷한 지정학적 위험을 감안하면 유가가 계속 급등할 여지가 충분히 있다. 아시아 지역과 세계경제가 유가의 장기적인 대폭 상승에 대처하여 관리하고 있다는 점이 특기할만한 것으로 여겨진다. 유가가 100달러에 이르게 되면 경제상황이 지금보다 훨씬 악화될 수도 있다는 사실을 IMF나 여타 기관들이 예측했으리라 생각된다. 아시아 지역의 경우, 유가상승이 강세통화를 통해 상쇄되어온 부분이 있기 때문에 국내가격 표시 유가가 그다지 급속하게 상승하지 않았다. 그리고 많은 나라에서 높은 기업이윤이 기업으로 하여금 유가로 인한 가격상승분을 흡수하도록 하고 있지만, 이러한 방법이 무한정 지속될 수 있는지는 의문이다.

앞서 본인이 언급한 바와 같이, 아시아 지역 여러 국가에 대한 막대한 자금유입은 신용팽창을 가열시켜 무너뜨릴 수도 있다. IMF는 아시아 지역에서 이러한 것이 일반적인 문제가 되지는 않을 것으로 보지만, 상당히 강력한 신용팽창을 겪고 있는 베트남, 중국 및 인도 등 일

부 국가의 경우, 해외자금의 지속적인 유입으로 인해 통화가치 절상을 억제하고자 하는 중앙은행으로 하여금 불태화 조치를 취하기 어렵게 만들기 때문에 시장의 유동성이 증가하게 된다. 일부 국가에서는 이처럼 급격한 자금유입이 자산시장, 주식시장 등에 붐(boom)을 조성한다는 우려가 있기도 하다. 다시 말하지만 IMF는 이러한 것이 아시아 지역의 일반적인 문제라고 보지 않는다. 이는 주식시장 거품이 세계적으로 시작되었던 2003년 이후 아시아 지역 신흥국가의 주가지수가 3배로 증가하였지만, 주가상승폭은 여타 신흥시장보다 작은 편이고 주가수익률도 과거 평균치에서 크게 벗어나지 않는 것으로 보인다. 하지만 몇몇 국가의 경우는 상당히 높다. 중국의 경우 50~60% 이상의 매우 높은 주가수익률을 시현하고 있는데, 미래에 대한 극도로 낙관적인 가정이 없다면 이것이 정상적이라고 볼 수는 없을 것이다. 본인이 주가예측 전문가는 분명 아니기 때문에, 단지 일부 자산시장이 과대평가되고 있는 것에 대한 우려를 지적하는 것일 뿐이다.

이와 유사한 우려가 주택시장에서도 나타나는데, 한국 역시 이러한 우려가 주요 기사거리가 되고 있음을 본인은 알고 있다. IMF는 이를 일부에서 생각하는 것처럼 아시아 지역 전체의 문제가 아닌, 특정국가의 문제로 보고 있다는 점을 다시 한 번 강조하고자 한다. 대다수의 국가에서 주택가격상승률은 소득상승률과 일치하던지 아니면 동일선상에 있다. 예외적인 경우도 있는데, 가장 대표적인 경우가 인도, 뉴질랜드 및 호주이다. 그리고 서울 및 홍콩 등 일부 수도권 지역에서도 주택가격의 급속한 상승이 있었다. 그러나 주택가격 급등이 전국적인 문제라거나 거시경제정책을 반영하는 것이 아님은 분명하며, 오히려 정책구조적 문제일 것이다. 그러므로 본인은 주택시장에 대해 외환시장 개입의 경우와 같은 전략을 구사하려는 아시아 지역 국가에 대해 비판적

이다. 물론 자금유입이 신용 또는 주택시장의 거품형성에 일조하는 경우도 있으나 이번 경우에는 전국적으로 만연된 커다란 문제로 보기 어렵다는 것이 IMF의 시각이다. 하지만 자금유입이 지속됨으로써 여러 가지 문제를 야기할 경우, 아시아 지역 국가들이 확실한 대응조치를 취해야할 과제이다.

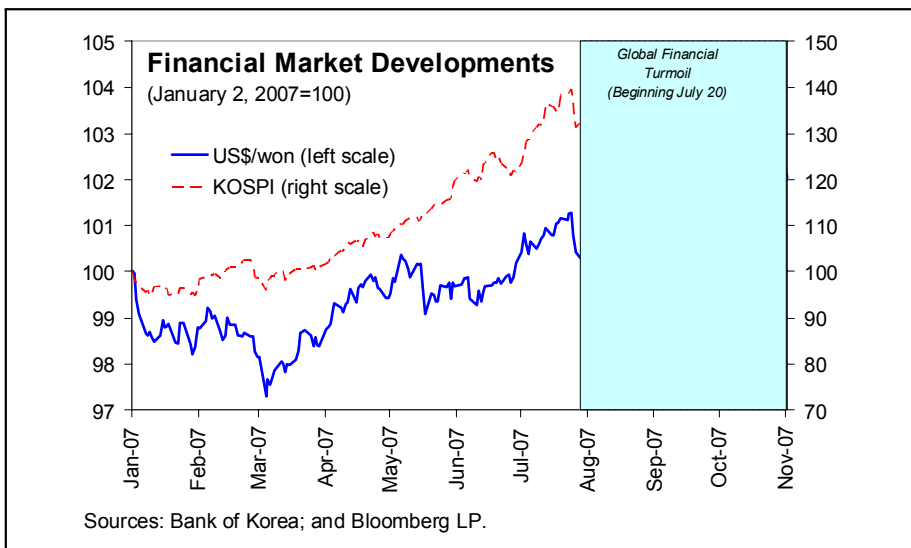
지금까지 아시아의 지역적 측면에서 살펴보았다. 이제부터는 한국과 관련된 문제들을 약간 언급하면서, 한국이 지역 및 세계라는 전체적 구도 속에서 어떻게 조화를 이룰 것인가에 대해 살펴보겠다. 한국은 아시아 지역과 마찬가지로 지난 여름에 서브프라임모기지 시장이 야기한 금융위기를 잘 견디어 왔다. 위기라는 말은 여러 가지 함의를 갖기 때문에 이번 사태를 위기라 불러서는 안 되겠지만, 적절한 대안을 찾지 못해 본인은 가끔 위기라는 단어를 쓰게 된다.

지난 여름 경기하락 시의 KOSPI 지수와 원/달러 환율을 지금과 비교해보면 흥미롭다(<도표 9>). 7월과 11월을 연결하는 곡선을 따라 가보면 7월의 큰 폭 하락이 그 이후에는 별로 큰 충격을 주지 않은 것 같다. IMF는 이번의 세계적 금융혼란이 대다수 국가의 기업인과 소비자들의 신뢰도를 흔들 것으로 예상했으나, 주식시장이 호황장세이기 때문에 사람들의 기대감이 높아 보이는 한국에서는 정반대의 현상이 나타나고 있는 것이 매우 주목할 만하다. 한국의 소비지출은 최근 몇 개월간 다시 크게 회복되기 시작했으며, 소비지출 지수나 대형 백화점의 판매고가 상승추세에 있다. 아시아 지역 전체와 마찬가지로 한국의 생산부문도 기술분야에서 급속히 회복되고 있다. IT제조업 생산은 2007년 초에 약간 둔화하였으나 지금은 빠른 회복세를 보이고 있다. 수출부문도 마찬가지이다. 총수출이 비교적 좋은 성과를 내고 있는데, 이는

2007년 초 이후 IT분야의 수출증가에 힘입은 것으로 나타난다. 그러나 IT제품 세계시장의 전망이 불투명하다. 전자제품 수요, 미국의 수주대출하비율(book/bill ratio)과 구매관리자지수(purchasing manager's index) 등 각기 다른 선행지표들을 살펴보면, 가장 낙관적으로 보아도 어느 정도 하향세로 기울어진 혼돈스러운 전망이 나타난다. 그러므로 구매신장률이 세계적으로 둔화될 경우, 가정 먼저 살펴보아야 할 문제가 한국에게는 난관이 될 수 있는 IT분야이다.

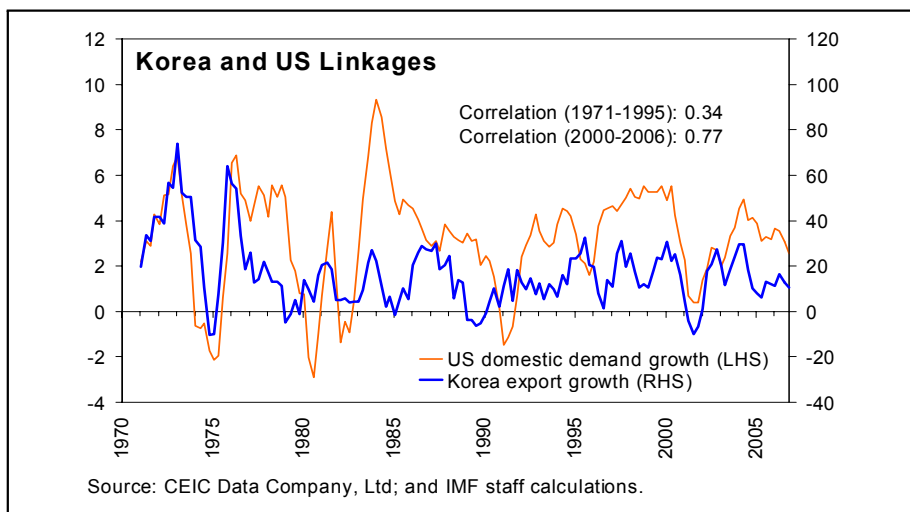
식료품 가격이 실제 인플레이션율을 목표대의 중간치로 되돌려 놓은 지난 달 전까지 한동안 한국의 인플레이션율은 목표대를 밑도는 상태였다. IMF는 이러한 인플레이션율이 목표대의 중간쯤에 머물 것으로 전망하고 있다. 또한 IMF는 한국의 실질 GDP성장률이 4.8%에 이를 것으로 예측하고 있는데, 이는 2007년 하반기 경제가 상당히 회복될 것이라는 의미이다. 내년에는 약간 둔화된 4.6%를 기록할 것으로 보인다.

<도표 9>



이것은 한국뿐만 아니라 모든 나라의 수출이 훨씬 어려운 대외환경에 직면하게 되리라는 것을 다시금 반영하고 있다. 경상계정은 대체로 균형상태(약간의 적자가 있는)를 유지하리라는 것이 IMF의 전망이다. 어떤 신뢰도를 가지고 예측한다는 것은 사실 어려운 일이지만 예측의 윤곽은 전체적으로 균형상태일 것으로 생각된다. 전체적인 균형구조에서 가장 어려운 부분은 서비스 계정상의 균형문제이다. 오늘 이 자리에서 조금 전 들은 바에 의하면, 금년이 일본 방문 한국인의 수가 한국 방문 일본인 수를 넘어서는 최초의 해가 된다고 한다. 사람들은 가격변화에 민감하기 때문에 한국인들의 해외여행이 날로 증가하고 있으며, 이러한 것이 경상수지 계정에 영향을 주고 있는 것으로 생각된다.

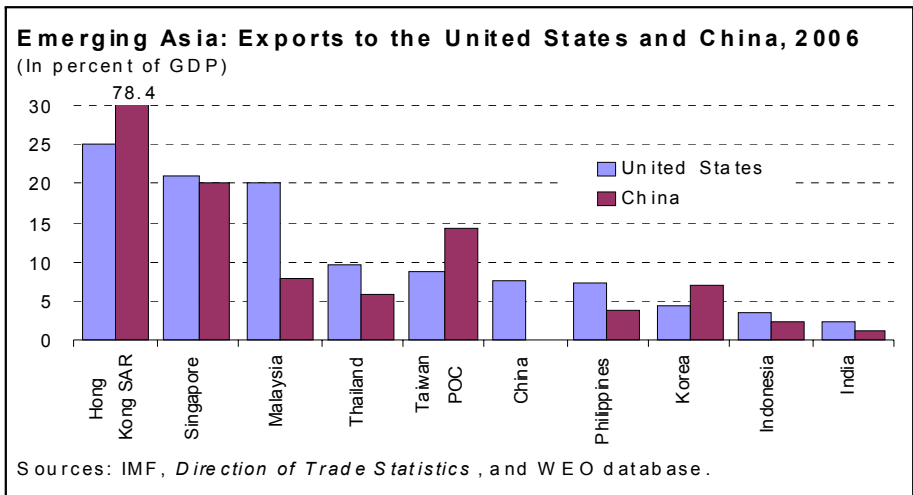
<도표 10>



다시 말하지만, 제1의 수출대상국 자리가 미국에서 중국으로 대체되고 있다는 사실에도 불구하고 미국의 경기둔화는 한국에게 큰 위협요인이 될 수 있다. 이는 다른 나라들도 마찬가지이다. 미국 국내수요 증

가을과 한국 수출신장률 간의 상관관계는 특히 2000년 이후에 매우 깊다(<도표 10>). 비록 한국의 수출이 미국으로 직접 가지 않는 것처럼 보여도 자료를 분석해보면 매우 깊은 상관관계를 볼 수 있는데, 이는 미국의 경기둔화가 한국에 미치는 충격을 시사한다. 한국의 대미 및 대중 수출은 GDP의 약 12%로, 다른 나라에 비해 비교적 안전한 편이다. 홍콩, 싱가포르, 말레이시아, 대만 등은 한국에 비해 대미, 대중 수출의존도가 훨씬 높다(<도표 11>).

<도표 11>



사실 지역적 성격의 문제는 아니지만, 한국경제의 동향을 계속 예의 주시하거나 생각할 가치가 있는 몇 가지 사안에 대해 언급해보고자 한다. 하나는 한국의 자산대비 가계부채 수준이 미국이나 일본에 비해 높다는 것이다. 저량(貯量)기준이나 유량(流量)기준 양쪽 모두의 가치 분소득 대비 금리부담 규모 면에서 볼 때 한국은 매우 무거운 가계부채를 안고 있다. 이는 소비심리 및 소비지출 신장에 마이너스적인 영향을 미친다. 부채에 깊이 빠질 경우 소비지출 능력이 상실됨은 말할

나위없다. 그리고 이러한 것은 소비와 성장 가능성이 금리변동에 좌우 되도록 만든다. 미국이 안고 있는 몇 가지 문제를 최소한 반항하는 특정과제가 한국에게 있다면, 미국에 비해 규모는 미미하지만 가계부채가 바로 그것일 것이다. 상당수의 한국 가계가 전통적인 3년 만기 단기주택담보대출(원리금 일시상환)에서 장기주택담보대출로 이동하고 있다. 그러나 이러한 주택담보대출에 전형적으로 부여된 2~3년의 유효기간이 끝나는 내년에는 거시경제에 영향을 미칠 수 있는 본질적인 방향으로 일부 가계의 부채상환 부담이 증가하게 될 것이다. IMF는 그 부담이 크지는 않을 것으로 보지만, 이 문제는 깊이 유의할 필요가 있다고 생각된다.

지금 본인이 거론하고 있는 한국경제의 단기적 전망에서 벗어나, 최근 IMF가 중점을 두고 있는 몇 가지 장기 도전과제에 대해 간단히 살펴보자. 평균수명 연장과 저(低)출산율로 인해 한국 사회의 고령화가 매우 빠르게 진행되고 있다는 사실은 모두 아시는 바와 같다. 한국의 경우 15~64세 인구 대비 65세 이상 인구가 추정되는 고령층 인구의존도가 급격히 가속화되고 있으며, 선진 7개국의 의존도를 빠른 속도로 추월하고 있다. 아마 한국은 적어도 현대역사상 가장 빠른 고령화 사회일지도 모른다. 이는 매우 극적인 현상이다. 이 문제는 정부의 사회적 역할에 영향을 미칠 뿐 아니라 연금비용 및 의료부담의 증가라는 측면에서 한국 정부에게 커다란 물리적 도전이 되고 있다. 또한 이러한 현상은 향후 약 10년 내에 감소하기 시작할 것으로 예상되는 노동력을 가지고 빠른 성장을 이루려는 한국의 능력에 대한 도전과제이기도 하다. IMF는 이 문제가 한국이 앞으로 직면할 수 있는 핵심적 도전과제라고 생각한다.

오늘 강연 초기에 논의되었던 또 하나의 사안은 한국이 더 이상 저임금 경제가 아닌 관계로 제조업부문에서도 도전을 받고 있다는 것이다. 서비스부문에 이동하는 근로자들이 점점 늘어나고 있기는 하나 서비스부문의 생산성은 매우 저조하다. 사실 한국 제조업부문과 서비스부문 간의 생산성 격차는 OECD 국가들 중 가장 크다. 그러므로 서비스부문을 경쟁과 자유화에 노출시킴으로써 서비스부문의 생산성을 증가시켜야 한다. 왜냐하면 서비스부문이 경제성장 동력의 대중을 이루도록 촉진되어야 하기 때문이다.

여기서 본인이 지적하고 싶은 점은 한국이 역사상 가장 어려운 많은 도전에 직면해 왔지만 유례없는 방법으로 분명히 성공을 거두고 있다는 것이다. 한국이 IMF 회원국으로 가입할 당시 최초로 작성된 IMF조사단 보고서의 기록을 살펴보는 것은 매우 흥미 있을 것으로 생각된다. 약 51년 전인 당시 IMF 내에서 가장 빈곤한 회원국이었던 한국에 대한 첫 번째 문구를 인용해보면 다음과 같다. “발전계획안은 한국에 대한 외부원조가 종결되었을 때 한국이 합당한 생활수준을 유지하도록 준비하는 것을 목표로 한다... 산업은 크게 발전되어 있지 않다.” 이 문구가 50년이 지난 오늘날의 한국과 당시의 현실을 적나라하게 대조하고 있는 것으로 보인다. 따라서 한국이 도전에 직면하고 있는 것은 분명하지만 50년 전의 한국과 지금의 한국이 어떤지를 살펴보면, 본인이 언급한 여러 가지 도전과제들이 성공적으로 해결될 수 있다는 것을 여러분들은 자신할 수 있을 것이다.

질의 · 응답

질문 우선 다양한 사안에 관한 귀하의 통찰력 있는 발표에 감사드리며, 환율에 대한 귀하의 견해를 듣고 싶다. 달러화의 추세는 어떠한가? 한국 수출업체가 환율변동으로 인해 어려움을 겪고 있는데, 환율추세에 대한 귀하의 견해나 논평을 줄 수 있겠는가? 둘째, IMF의 경제전망에 의하면 한국의 경상수지가 금융위기 이후 처음으로 적자를 기록할 가능성이 있다고 한다. 이것이 한국경제에 대한 우려를 뜻하는 것인가, 아니면 어떤 경기순환적 유형인가?

답변 IMF라는 기구는 환율에 대한 예측을 하지 않으며, 본인이 밝히고 싶지 않는 통계수치 중 하나가 환율이다. 그러나 세계경제의 균형회복은 분명 필요하며 그 일부가 환율이라는 조정창구를 통해 이루어질 수도 있으므로, 달러화도 여타 경제변수의 움직임과 함께 할 것이라는 기대감이 있다. 어떤 의미에서 보면 지금 미국의 대외수출이 호조를 보이고 있기 때문에 이러한 균형회복은 범세계적 연계 속에서 이루어지고 있다. 하지만 달러화의 약세가 얼마나 지속될 것인가에 대해서는 정말 말하기 쉽지 않다. 어찌되었든 IMF에는 미국경제를 연구하는 경제전문가들이 많이 있는데, 그들은 본인이 달러가치의 변동에 관해 많이 언급하는 것을 달가워하지 않을 것이다. 한국 수출업체가 달러 문제에 관심이 많다는 것을 본인도 알고 있다. 한국의 경쟁국들은 세계시장에서 달러 대비 자국통화의 가치가 상대적으로 강화되고 있음을 주시하고 있으며, 실제로 지난 몇 개월간 원화강세는 여타 통화보다 둔화되고 있다. 따라서 원화가 앞으로도 강세를 보이게 될지는 분명치 않다.

경상수지와 관련하여 금년과 내년을 중점으로 말한다면, 경상수지는

균형에 근접할 것이다. 적자든 흑자든 소규모 움직임에 대한 IMF 예측은 경보발령이 아니다. IMF가 예측한 소규모 적자는 상품교역보다는 계속 확대될 서비스계정에 의해 더 많이 주도되는 것으로 생각된다. 이는 또한 환율변동뿐만 아니라 한국인의 해외유학을 유발하는 구조적 요인도 부분적으로 반영하고 있다.

질문 첫 번째 질문은 한국경제에 관한 것이다. 1997년 금융위기 이후 한국 경제는 상당한 구조조정을 겪고 있다. 귀하는 한국의 구조조정에 대해 어떻게 평가하는가? 지금까지의 구조조정과 개혁에 만족하는가?

둘째, 한국의 개혁과 금융시장 개방이 그다지 신속하지 못하다는 일부 논의가 있다. 이러한 논의에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

한국경제의 성장동력과 관련하여, 한국은 저성장 함정에 빠져있다는 것이 옳든 그르든 많은 사람들의 생각이다. 귀하는 이것이 사실인 것으로 보는가? 한국이 6~7% 수준의 높은 성장률을 달성하는 것이 가능한가? 이를 이루기 위해서 해야 할 일은 무엇인가?

마지막으로 국부펀드에 관한 질문이다. 며칠 전 Strauss-Khan IMF 총재는 인터뷰를 통해, 금융시장 내의 국부펀드를 포함한 새로운 참여자에게 IMF는 보다 많은 배려를 해야 한다고 언급한 바 있다. 이를 위해 IMF에는 어떤 변화가 필요하며, 국부펀드를 위해 한국이 해야 할 일은 무엇인가?

귀하는 강연에서 아시아 지역과 한국의 경제전망에 대해 하향세의 위험요인들을 언급하였다. 금융부문의 입장에서 볼 때, 반드시 이루어져야 할 가장 중요한 요소는 어떤 것들이 있겠는가?

답변 모두 좋은 질문이다. 이 질문에 본인이 만족할만한 대답을 할 수 있을지 궁금하다. 금융위기 이후 한국의 구조적 변화에 대해, 특히 금융부문에서 획기적인 변화가 있었다고 본인은 확신한다. 한국 금융부문은 매우 건전하다. 부실채권은 문제가 되지 않으며 자본충당비율에도 문제가 없다. 그리고 지배구조와 관련된 종류의 문제도 없음을 알 수 있다. 이러한 문제들이 완전히 소멸되었다는 말은 아니며, 한국 경제와 아시아 지역이 1997년에 겪었던 세계적 금융혼란과 같은 것에 대한 대비가 전반적으로 훨씬 잘되어있다는 점에는 의심의 여지가 없다는 것이 IMF의 생각이라는 의미이다. 지난 1년 반 동안 몇 차례 소규모의 범세계적 금융혼란이 있었으나 아시아 지역 국가들은 어떤 지역보다 잘 견디어 왔다. 그래서 그동안의 구조개혁에 대한 신뢰가 매우 뚜렷하다고 본인은 생각한다. 물론 모든 국가들은 각기 다른 도전에 계속 직면한다. 하지만 그것은 1997년에 한국이 당면했던 것과는 같은 것은 아니라고 생각된다. 지금 한국이 당면한 문제는 고령화에 대처하고 보다 건전한 금융부문을 발전시키는 등 본인이 강연 말미에 언급한 장기 도전과제이다. 서비스부문의 경제가 개방되도록 노력해야 한다. 한국이 경제성장률을 유지 또는 제고하기 위해서는 매우 중요한 일들이다. 본인은 10년 전 우리가 겪었던 것과 같은 위기에 한국이 특히 취약하다고 보지 않는다.

금융시장 개방과 관련하여, 자본시장통합법(Capital Markets Consolidation Act: CMCA)은 금융부문내에서 보다 세련되고 보다 발전된 금융부문이 등장토록 하고 경쟁을 촉진시키는 매우 중요한 단계라는 것이 IMF의 생각이다. 그러므로 IMF는 CMCA가 이러한 임무를 수행할 것을 기대하고 있다. CMCA의 통과는 금융부문이 성숙한 발전을 이루는 과정의 종결이 아니라 시작이다. 또한 CMCA의 통과는 금융규제당국에 새로

운 과제를 부여하게 되는데, 당국은 현재 이러한 문제를 해결하기 위한 준비작업을 하고 있다. 따라서 IMF는 현재 진행 중인 금융발전이 가장 중요하다고 생각한다. CMCA가 통과가 되었으므로 IMF는 이제 이 법이 2009년에 어떻게 집행되는지를 살펴볼 것이다.

한국이 저성장 함정에서 빠져있는가 하는 문제와 관련해서는, 세계에는 연간 5~6%의 성장률 함정에 빠져 행복해 하는 나라들도 많다고 본인은 말하고 싶다. 물론 과거에 10% 이상의 성장을 기록한 국가에서는 이 정도로 충분치 않다고 할 것이다. 항상 더욱 개선하는 것이 중요한 것임에는 틀림없다. 앞서 지적하였지만 IMF 입장에서는 이를 위해 주요 경제부문, 특히 서비스부문처럼 개방이 완전치 못한 분야를 개방하고, 노동시장을 보다 유연하게 만들며, 기업환경을 개선하고, 고령화 사회가 야기하는 문제를 해소하려는 노력이 필요하다고 보고 있다. 이들 모두가 중요하다. 이러한 과제가 해결된다면 한국의 잠재성장률이 증가하지 못할 이유가 없다. 잠재성장률이 무엇인지 말하기 매우 어렵지만, 지금의 중점 대상은 정책을 바로 세우는 것이지 목표수치의 달성이 전부는 아니다.

국부펀드와 관련하여, 본인이 공식출장으로 한국에 있는 동안 새로운 IMF 총재가 임명되었으며 그의 첫 번째 논평 중 하나가 국부펀드에 관한 것이었다. 국부펀드는 IMF가 이미 지난 몇 년 동안 관심을 기울인 사안이다. 그러나 국부펀드를 다루기 위해서 IMF가 어떻게 변화할 것이냐에 대한 문제는 새로 부임한 Strauss-Khan 총재의 논평에 맡기도록 할 생각이며, 본인이 총재를 만날 기회가 있을 때까지는 아마 이 문제에 대한 논평을 해서도 안 될 것이다. 그러나 IMF는 국부펀드 뿐만 아니라, 예컨대 사모펀드와 같은 새로운 시장참여자들을 살펴보

고 있다. 이러한 것들은 앞으로 IMF가 분명 관심을 두게 될 영역이다.

사회 아시다시피 한국의 대통령선거가 불과 40일밖에 남지 않았다. 본인은 한국 국민이 후보자의 능력 또는 성장잠재력을 제고한다는 결의를 바탕으로 대통령선거에 임하기를 진심으로 바라는 바이다.

귀하께서 지적한 바와 같이 한국이 올바른 정책체계와 제도개혁을 이룬다면, 한국은 성장잠재력을 대폭 증가시킬 수 있는 여력이 있다는 것이 본인의 개인적 믿음이다. 그렇기 때문에 이러한 것이 과제가 되어야 하며, 본인은 한국 국민들이 이 문제를 풀 수 있는 후보자를 찾기 바라는 마음이다. 어쨌든 성장잠재력은 매우 중요하며, 경제예측가들은 모든 것이 불변이라는 가정 하에 추정하는 것으로 본인은 알고 있다. 하지만 경제예측에 있어서 제도적 요인을 감안하면 수치는 변할 수 있다. 따라서 성장잠재력은 변할 수 있는 것이며, 불변의 것이 아니다.

질문 귀하의 훌륭한 발표에 감사드리면서 간단하고 직접적인 질문을 하고자 한다. 중국 국영석유가스기업인 PetroChina의 시가총액은 약 9조 달러로, 5조 달러인 미국 Exxon사와 맞먹는다. 이러한 상황에서 투자를 빨아들이는 중국의 ‘블랙홀(black hole)’ 효과가 내년 북경올림픽까지 계속되겠는가, 아니면 내년 봄 이전에 그 효과가 둔화되겠는가?

답변 매우 좋은 질문이지만, 불행히도 본인은 그에 대한 답을 모른다. 알고 있었다면 아마 본인은 지금의 직장을 그만두고 은퇴했을 것이다. 주식시장을 예측한다는 것은 매우 무모한 일인 것으로 생각된다. 귀하께서는 중국의 ‘블랙홀’ 효과에 대해 언급했지만, 아시다시피 아시아

지역에 유입되는 자금은 매우 큰 규모이며 중국이 모든 유입자금을 흡수하고 있는 것은 아니다.

질문 아시아 지역 또는 중국, 인도에 대한 귀하의 언급은 있었지만, 세계 제2위의 경제대국인 일본에 대해서는 별다른 언급이 없었다. 지역경제 또는 세계경제의 맥락에서 일본에 대한 논평을 부탁드립니다.

답변 일본에 대해 많이 언급하지 않은 이유는, 일본의 발전과정이 본인이 이야기해왔던 것과는 너무나 다르기 때문이다. 분명 일본은 여전히 경제대국 중 하나이다. 그리고 미국경제가 둔화되면 EU나 일본에서도 비슷한 양상이 나타날 수 있는 위험요인은 항상 존재한다. 아시아 지역에 대해서는 일본이 아직도 매우 중요한 수출상대국이다. IMF의 경제예측에 대한 본인의 기억이 정확하다면, 일본의 내년도 성장률은 약 2%이다. 그렇기 때문에 IMF는 대체로 일본의 실질성장률이 잠재성장률에 매우 근접하게 될 것으로 보고 있다. 본인이 생각하는 한국의 주요 관심사는 아마 일본의 인플레이션이 언제쯤 마이너스의 영역이나 체로(zero)의 영역에서 벗어나며, 일본이 언제 금리를 정상화하기 시작할 것인가 하는 문제일 것이다. 이는 엔화를 강화시켜 한국을 비롯한 여타 주변국들에 미치는 경쟁압력을 완화한다는 측면에서 도움이 될 수 있다. 그러나 지금까지도 인플레이션율은 집요하게 체로에 매우 근접해있기 때문에 금리를 인상할 수 있는 여지가 전혀 없다. 따라서 이 문제가 핵심과제인 것으로 생각된다.

질문 두 가지 질문이 있다. 하나는 교육으로, 한국에게는 핵심과제 중 하나이다. 본인은 한국 교육의 경쟁력에 대해 우려하고 있다. 교육 경쟁력을 제고

하기 위해서는 어떤 개혁이 필요하다고 보는가? 둘째, 한국은 선진국과 신흥 시장국, 특히 일본과 중국 사이의 '경제함정'에 대해 우려하고 있다. 우리는 이를 '샌드위치' 상황이라 일컫는데, 한국이 이러한 '샌드위치' 상황에서 벗어날 수 있는 방법은 무엇인가?

답변 중국과의 경쟁에 대해 살펴보겠다. 지금까지 중국은 행운과 불행이 혼재된 축복이 되고 있지만 한국에게는 플러스적이었다. 왜냐하면 한국은 역내 생산과정에 성공적으로 참여하고 있고, 대중국 무역이 빠른 시간 내에 제고되도록 관리해왔으며, 중국 내 한국기업의 운영 성공률이 매우 높기 때문이다. 하지만 이러한 상황이 지금 변하고 있다. 중국은 필요한 중간재를 중국 내 외국기업 및 한국기업에게서 조달하고 있으며, 제품의 정교화 수준을 높이고 있다. 따라서 앞으로 중국은 이러한 생산과정에서 상호보완적 역할 외에도 한층 경쟁적인 역할을 하게 될 것이다. 그러므로 한국은 여타 선진국들이 해온 과정을 답습할 필요가 있다. 즉 임금 면에서 중국과 경쟁한다는 것은 어려울 것이므로, 부가가치 사슬을 상향조정하고 기술적으로 보다 정교한 제품을 생산하여 중국보다 더욱 앞서야 한다. 그리고 더욱더 서비스 및 지식 지향적인 경제체제로 계속 가야한다. 그렇기 때문에 금융부문 개혁이 중요한 것이며, 많은 서비스부문 또한 마찬가지이다.

한국의 교육문제와 관련해서는, 신문에서 읽고 듣는 것 외에는 한국 교육제도에 대해 아무런 전문지식이 없다. 그러므로 이 문제에 대해서는 어떤 방법으로든 대답하지 않는 편이 최선인 것으로 생각된다.

부 록

《세계경제연구원 발간자료 목록》

1. Occasional Paper Series

00-01	한미관계: 현황 및 향후 전망	Stephen W. Bosworth
00-02	글로벌 뉴 이코노미: 도전과 한국의 활로	양 수 길
00-03	금융감독의 세계적 조류	이 용 근
00-04	성장하는 아시아와 침체 속의 일본	Kenneth S. Curtis
00-05	세계금융체제의 미래와 우리의 대응	Morris Goldstein
00-06	시애틀 이후의 WTO와 한·미 FTA 전망	Jeffrey Schott / 최인범
00-07	다자간 국제경제기구의 미래와 전망	Anne O. Krueger
00-08	남북한 관계: 현황과 전망	Marcus Noland
00-09	Knowledge 시대의 외국인 직접투자 유치	Andrew Fraser
00-10	미국 新행정부 및 의회의 대외·경제 정책방향	C. Fred Bergsten
01-01	2001년 미국, 일본경제와 아시아	Kenneth S. Curtis
01-02	부시행정부의 對韓경제정책과 한국의 대응	Marcus Noland
01-03	3C를 극복하자	Jeffrey D. Jones
01-04	하이테크와 비즈니스, 그리고 세계경제	John Naisbitt
01-05	한국과 IMF	Stanley Fischer
01-06	한국경제의 향후 10년	Dominic Barton
01-07	세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마	Ronald McKinnon
01-08	新국제질서 속의 유럽과 한국	Pierre Jacquet
02-01	금융위기 再發, 어떻게 막나: 칠레의 경험을 중심으로	Carlos Massad
02-02	세계경제의 기회와 위험	Martin Wolf
02-03	미·일 경제현황과 한국의 대응	Marcus Noland

02-04	미국경제와 세계경제: 회복가능성과 위협	Allen Sinai
02-05	세계화: 혜택의 원동력	The Rt. Hon. Patricia Hewitt MP
02-06	9·11 테러사태 이후의 세계질서: 문명의 충돌인가?	Francis Fukuyama
02-07	아시아지역의 통화·금융 협력	Barry Eichengreen
02-08	세계경제, 회복되나?	Kenneth S. Curtis
02-09	미국 경제와 달러의 장래	Marcus Noland
02-10	도하라운드: 문제점과 전망	Jagdish Bhagwati
02-11	2003 한국경제와 세계경제 전망	Paul F. Gruenwald
02-12	미국경제 현황과 세계경제의 앞날	John B. Taylor
02-13	9·11사태와 미국의 한반도 정책	Thomas C. Hubbard
02-14	미국 경제, 달러 및 대외통상정책 방향	C. Fred Bergsten
02-15	미국의 IT산업 관련 정책과 한국	Peter F. Cowhey
03-01	이라크전 이후의 미국경제와 세계경제	Allen Sinai
03-02	OECD가 본 한국경제	Donald Johnston
03-03	아·태 지역에서의 미국의 새 역할	Charles Morrison
03-04	세계경제 전망과 부시행정부의 경기부양책	Phil Gramm
03-05	침체된 독일·유럽 경제가 주는 정책적 교훈과 시	Hans Tietmeyer
03-06	동아시아 금융협력과 한국	Eisuke Sakakibara
04-01	2004 미국경제와 세계경제 전망	Allen Sinai
04-02	김정일 이후의 한반도	Marcus Noland
04-03	미국 대통령선거와 韓·美·日관계	Hugh T. Potrick / Gerald Curtis
04-04	중국경제의 부상과 동북아 지역경제	Dominic Barton
05-01	대통령선거 이후의 미국 통상정책, 어떻게 되나?	Peter F. Cowhey
05-02	아시아 경제·무역환경, 어떻게 전개되나	Dominic Barton
05-03	2기 부시행정부의 경제정책과 세계경제 및 시장 전망	Allen Sinai
05-04	일본의 시각에서 본 한국경제의 활로	Fukagawa Yukiko
05-05	국제신용평가기관이 보는 한국	Thomas Byrne

05-06	세계 속의 한국경제: 역할과 전망	Anne O. Krueger
05-07	중국과 인도가 세계경제에 미치는 영향	Wendy Dobson
05-08	동아시아와 아·태지역 경제통합	Robert Scollay
06-01	고유가와 세계경제의 앞날	Philip K. Verleger
06-02	2006년 미국경제/세계경제와 금융시장 전망	Allen Sinai
06-03	한-미 FTA : 지속성장의 활로	Alexander Vershbow
06-04	일본의 대외경제정책과 한-일 FTA	Oshima Shotaro
06-05	일본 경제회생과 한국경제	Fukagawa Yukiko
06-06	세계 M&A시장 현황과 전망 : 우리의 대응	Robert F. Bruner
07-01	한-미관계 : 새로운 동반자 시대를 지향하며	Edwin J. Feulner
07-02	통일 이후 독일 경제침체의 교훈	Juergen B. Donges
07-03	2007년 세계경제와 금융시장의 지각변동	Allen Sinai
07-04	급변하는 세계 경제환경, 어떻게 대처해야 하나	Angel Gurría
07-05	동아시아 FTA 가능한가? : 중국의 시각	Zhang Yunling
07-06	구조적 변화 맞고 있는 세계석유시장과 한국	Fereidun Fesharaki
07-07	변모하는 세계경제와 한국	Anne O. Krueger
07-08	되살아나는 일본경제 : 전망과 과제	Fukagawa Yukiko
07-09	디지털 네트워크 경제와 글로벌 기업 전략	Ben Verwaayen
07-10	한-미 FTA : 미국의 시각	Jeffrey Schott
07-11	한-미 FTA와 한국경제의 미래	Barry Eichengreen

2. 세계경제지평

94-01	유목적 세계의 도전	Jacques Attali
94-02	세계주의와 지역주의 混在	이 영 선
94-03	기회와 위협으로서의 中國	김 완 순
94-04	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-05	화폐의 종말/자본주의 이후의 사회	홍기택 / 주한광
94-06	UR이후 아·태 경제협력의 과제	유 재 원

94-07	환경과 무역	나성린 / 김승진
94-08	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-09	세계경제환경 변화와 우리의 선택	사공 일
94-10	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 중 석
95-01	한국경제의 위상에 걸맞는 국제적 역할: 도전과 기회	사공 일
95-02	기업의 세계화와 경쟁규범	김 완 순
95-03	무엇이 세계화인가	김 병 주
95-04	한국과 미국: 2000년의 세계경제	James Laney
95-05	세계경제는 좌초할 것인가	김 적 교
95-06	엔화강세 지속가능성과 우리의 대응	박 진 근
95-07	세계화와 한국경제: 호황인가 거품인가	구 본 호
95-08	확산되는特惠무역협정과 정책과제	남 중 현
95-09	역사인식과 한·일관계	홍 원 탁
95-10	일본산업의 네트워크 구조와 그 효율성	이 중 윤
95-11	국제경쟁력의 갈등	이 재 용
95-12	해방후 우리 경제 반세기의 회고와 전망	김 광 석
96-01	국내 선물시장의 구상과 전망	이 선
96-02	중소기업시대 열릴 것인가	유 동 길
96-03	단체교섭제도有感	배 무 기
96-04	세계화와 기업의 변신	지 청
96-05	우리나라 금융시장개방의 추진방향	박 영 철
96-06	다변주의 對 지역주의, 兩立은 가능한가?	김 세 원
96-07	派生金融商品의 위험과 효용	민 상 기
96-08	최근 경제위기감의 실체와 대응방향	김 광 석
96-09	경제발전, 제도개혁, 경쟁질서의 확립	이 성 섭
96-10	轉機를 맞이한 정부의 기능	김 병 주
96-11	WTO의 새로운 협상의제	김 완 순

97-01	노동법개정 難局의 해법: 교섭창구 단일화를 前提한 複數勞組 허용	김 수 곤
97-02	감속성장, 왜 바람직한가	김 적 교
97-03	韓寶사태의 敎訓	이 재 응
97-04	세계화시대의 경제운영	남 덕 우
97-05	기업성장의 虛實: 韓寶事態에서 얻는 敎訓	지 청
97-06	북한의 식량난과 집단농장체제	문 팔 용
97-07	한국의 금융개혁	윤 계 섭
97-08	高齡化 社會의 도래와 財政危機	박 중 기
97-09	外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향	박 진 근
97-10	벤처기업시대를 열어가려면	유 동 길
98-01	한국의 經濟奇蹟은 끝날 것인가?	남 중 현
98-02	파라다임의 대전환없이는 위기 극복이 불가능하다	송 대 희
98-03	기업구조조정과 바람직한 은행-기업관계	남 상 우
98-04	새로운 기업지배구조의 모색과 사외이사의 역할	이 영 기
98-05	고투자-고저축 고리의 단절을 위한 제언	이 영 탁
99-01	연금개혁의 전망과 과제	박 중 기
99-02	지하철파업과 다시 보는 노조전임자 문제	김 수 곤
99-03	금융구조조정과 중소기업금융	박 준 경
99-04	21세기를 향한 환경정책과제	김 중 기
99-05	소득분배 문제의 실상과 대응방향	김 광 석
00-01	2000년 경제전망 및 향후 과제	김 준 경
00-02	세계금융체제에 관한 논의, 어떻게 되고 있다	사공 일
00-03	아시아 금융위기와 한국경제의 미래	사공 일
00-04	高비용 低능률 구조의 부활	이 중 윤
00-05	아시아 경제회복, 지속될 것인가?	사공 일
00-06	국제경제환경과 한국경제	조 윤 제

00-07	기업경영 감시를 위한 기관투자자의 역할	이 재 응
00-08	미국의 구조조정 경험과 교훈	이 영 세
01-01	한국산업의 경쟁력 위기와 향후 진로	김 도 훈
01-02	주 5일 근무제 도입 신중해야	박 영 범

3. 연구보고서 (세계경제 시리즈)

94-01	UR 이후 아·태경제협력의 과제와 한국의 선택	유 재 원
94-02	환경-무역관계가 한국 무역에 미치는 영향	김승진 / 나성린
94-03	円高에 따른 일본의 산업구조조정과 한국경제의 대응	이 중 윤
94-04	개방화에 따른 기업정책의 방향	김 중 석
95-01	국내 외국인직접투자 현황과 정책대응	주한광 / 김승진
95-02	비즈니스 리엔지니어링 기업: 한·일 기업의 수영가능성 비교	이 재 규
95-03	WTO 체제와 우리의 대응	김 지 흥
96-01	국내선물시장에 대한 구상과 전망	이 선
96-02	일본산업의 네트워크구조와 그 효율성	이 중 윤
97-01	루마니아의 경제현황과 주요개혁과제	김광석 / 김병주 / 고일동
98-01	우리경제의 成長要因과 成長潛在力 展望	김 광 석
98-02	한국과 ASEAN諸國間 무역구조의 변화추이와 대응방향	김 승 진
98-03	The Global Trading System: Challenges Ahead Wan-Soon Kim / Nakgyoon Choi	
98-04	정보화의 세계적 추세와 우리의 대응방안	박 중 국
00-01	Financial Crisis and Industry Policy in Korea Young Sae Lee / YoungSeung Jung	
01-01	한국에서의 기술이전과 정보의 역할	이 영 세
01-02	우리나라의 산업·무역정책 전개과정	김 광 석

4. 초청강연자료 (특별강연 시리즈)

94-01	21세기 준비 어떻게 할 것인가	Paul Kennedy
94-02	미국과 일본간의 기술경쟁과 한국에 미친 영향	Ronald Morse
94-03	일본경제, 무엇이 문제인가	Toyoo Gyohten
94-04	미국경제와 세계경제: 현황과 전망	Allen Sinai
94-05	국제환율제도 이대로 좋은가	John Williamson
94-06	The Promises of the WTO for the Trading Community	Arther Dunkel
95-01	멕시코 페소화 위기와 세계금융시장 동향	Charles Dallara
95-02	세계경제 동향과 미국경제 전망	Allen Sinai
95-03	새로운 게임, 새로운 규칙과 새로운 전략	Lester Thurow
95-04	미국-북한관계 전망	Robert Scalapino
95-05	미국의 동아시아정책과 한반도	James Baker III
95-06	미·일 무역마찰과 한국	Anne Krueger
95-07	동북아경제권 개발 전망-일본의 시각	Hisao Kanamori
96-01	Prospects of Global Economy in 1996	Allen Sinai
96-02	유럽연합(EU)의 앞날과 세계경제	Örström Möller
96-03	세계경제와 OECD의 역할	Donald Johnston
96-04	동아시아 경제성장의 정치적 배경과 영향	Francis Fukuyama
96-05	국제사회에서의 한국의 새 역할	A.W. Clausen
97-01	다국적기업과 동아시아 경제통합	Wendy Dobson
97-02	아·태 지역에 대한 미국의 안보정책	William J. Perry
97-03	뉴질랜드의 공공부문 개혁	Donald K. Hunn
98-01	범 세계적 기업과 다자간 투자협정	Edward M. Graham
98-02	변화속의 안정: 새로운 한·미 관계의 모색	W. Anthony Lake
98-03	한국: 동북아의 새로운 협력중심으로	Donald P. Gregg
98-04	경제적 측면에서 본 독일 통일의 교훈	Juergen B. Donges
98-05	세계화와 종족화-20세기 말의 딜레마	Guy Sorman

99-01	북한의 정치·경제상황과 동북아 안보	Marcus Noland
99-02	엔-달러 환율과 국제금융시장	Kenneth S. Courtis
99-03	한국과 아시아 경제: 전망과 정책대응	Donald Johnston / Hubert Neiss
99-04	미국과 일본 경제의 비교 평가	Hugh T. Patrick
99-05	세계경제: 도전과 전망	Rudiger Dornbusch
00-01	금융세계화, 어떻게 대처하나	James P. Rooney
00-02	2000년 국제금융 및 신흥시장 전망	Charles Dallara / Robert Hormats

5. 전문가 진단

- 한국 FTA 정책의 虛와 實 남종현
- A Foreign Businessman's Observations on the Korean Economy & Other Things William Oberlin
- 세계속의 한국경제 : 과제와 전망 사공 일 編

6. 기타 보고서

- The Global Economy and Korea 사공 일 編
- The Multilateral Trading and Financial System 사공 일 編
- Major Issues for the Global Trade and Financial System 사공 일 編
- 탈냉전시대 韓美 정치·경제협력관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 새로운 韓美 협력체제의 모색 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 세계화시대의 英美관계 사공 일 / C. Fred Bergsten 編
- 한반도 통일 및 韓美 관계의 현황과 과제 사공 일 編
- International Next Generation Leaders' Fom(I) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Fom(II) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Fom(III) 세계경제연구원 編
- International Next Generation Leaders' Fom(IV) 세계경제연구원 編
- 세계반도체산업의 발전전망과 한국의 대응전략 세계경제연구원 編
- 한국의 금융개혁 세계경제연구원 編

• 2006 IGE/삼성전자 GLOBAL BUSINESS FORUM

Richard N. Cooper / George Scalise

• 아시아 경제통합과 세계 속의 한국경제

Eisuke Sakakibara / Charles Dallara

• 2007 IGE/삼성전자 Global Business Forum Guy Sorman / Tarun Das

• Globalization and Korean Financial Sector (세계화 시대의 한국 금융산업)

세계경제연구원 編

• 2007 IGE/Prudential International Finance Lecture

David Hale / Jerald Schiff

**2007 IGE/Prudential
International Finance Lecture**

2008年 2月 5日 印刷

2008年 2月 5日 發行

發行人 司空 壹

發 行 世 界 經 濟 研 究 院

서울시 강남구 삼성동 159

무역센터 2505호

印 刷 오롬시스템(주) 2273-7011

ISBN 978-89-86828-59-7

정가 10,000원

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류

- 법인 회원
- 개인 회원

- 법인 회원에 대한 서비스

- 연구원 주최 행사에 우선 초청
- 연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
- 연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
- 법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

- 개인 회원에 대한 서비스

- 연구원 주최 행사에 초청
- 행사 참가비 할인
- 연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

- 회원 가입 문의

- 주소: 서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505
세계경제연구원
- 연락처: 551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)
- E-mail: igenet@igenet.com
- <http://www.igenet.com>

FORTUNE®誌 선정, 생명/건강보험 부문 세계에서 가장 존경받는 기업 1위, 푸르덴셜 파이낸셜

2007년 FORTUNE®誌는 세계에서 가장 존경받는 기업 1위로 생명/건강보험 부문에서, 푸르덴셜 파이낸셜을 선정했습니다. 세계에서 인정받는 기업 푸르덴셜 파이낸셜, 언제나 고객 여러분의 든든한 동반자로 함께 하겠습니다.

*46페이지

FORTUNE®誌 선정
생명/건강보험 부문
세계에서 가장 존경받는 기업 1위
푸르덴셜 파이낸셜



푸르덴셜생명



IGE 세계경제연구원
Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
(Website)http://www.igenet.com



03300
9 788986 828597
ISBN 978-89-86828-59-7

정가 10,000원