

2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

중국의 경제개혁과 향후 전망

Perspectives on China's Economy and Economic Reform

Huang Haizhou



황 하이조우 (Huang Haizhou)

중국국제금융공사(China International Capital Corporation, CICC) 최고투자책임자

황 하이조우 박사는 바클레이즈 캐피탈(Barclays Capital) 중국경제 수석연구원(2005~2007년), 국제통화기금(IMF) 선임연구원(1998~2005년) 등을 역임함. 런던정치경제대학교, 홍콩중문대학교 등 우수 대학에서 중국의 경제와 경제개혁에 관해 연구한 바 있음.

중국의 경제개혁과 향후 전망¹⁾

황 하이조우(Huang Haizhou)

중국국제금융공사(CICC) 최고투자책임자

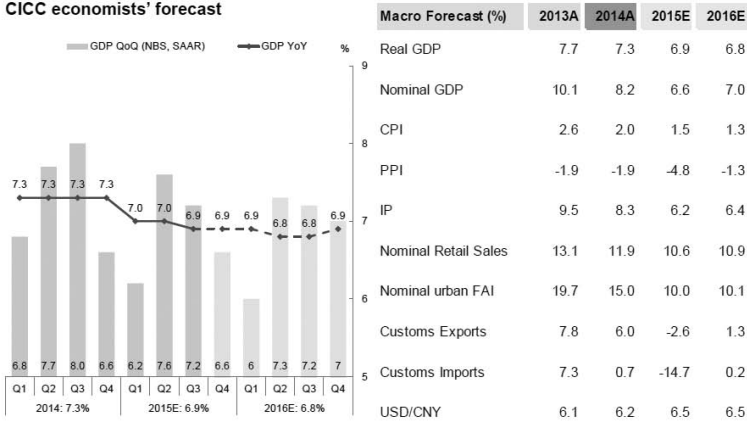
저는 오늘 강연에서 두 가지 관점에 대해 얘기하려고 합니다. 첫 번째는 단기적 관점입니다. 중국 경제는 ‘뉴노멀(신창타이, new normal)’을 경험하고 있습니다. 뉴노멀이 중국 경제에 어떤 도전과제를 던지고 있는지 말씀드리겠습니다. 두 번째는 장기적 관점입니다. 중국은 제13차 5개년 계획을 마련하고 있습니다. 지난 월요일 리커창 총리는 저를 포함한 경제학자 6명을 초청하여 앞으로 5년 동안 중국이 어떤 위험에 직면할 것인지, 어떤 정책을 택해야 할지 등에 대해 논의했습니다. 앞으로 중국은 더 많은 도전에 직면할 것입니다.

1) 본 글은 2015년 12월 10일 개최된 “IGE/삼성전자 글로벌 비즈니스포럼”에서 황 하이조우박사가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀 둔다.

먼저, 단기적 관점과 관련하여 경제적 긴장으로 인해 많은 도전이 존재합니다. 중국의 경제 성장률은 계속 하락하겠지만 아마도 조만간 안정화될 것입니다. 2013년 성장률은 7.7%로 하락했고 작년에는 7.3%였습니다. 올해는 6.9%, 내년에는 6.8%가 될 것으로 기대합니다. 2007~2008년 이전 중국의 경제 성장률은 약 10%였습니다. 2008년 이전 30년간 중국의 평균 경제 성장률은 대략 10%입니다. 인플레이션은 1%대를 향해 내려가고 있습니다. 개발도상국에서 이 정도 수준의 인플레이션은 소비자가격지수(Consumer Price Index, CPI) 인플레이션이 낮고, 생산자가격지수(Producer Price Index, PPI)가 -4~-5%이며 성장률이 하락하기 시작했다는 것을 나타냅니다. 이것이 현재 거시경제 상황입니다.

Macro: We expect China GDP to grow 6.9% in 2015 and 6.8% in 2016

CICC economists' forecast



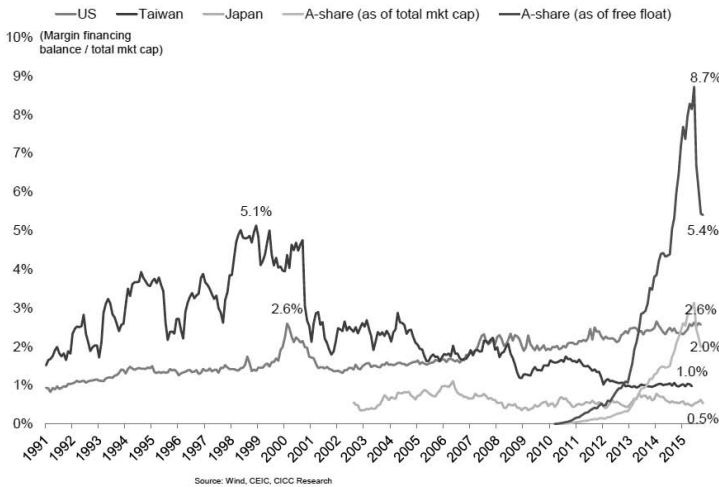
Source: Wind, CICC Research

중국 경제는 많은 도전에 직면해 있습니다. 첫째, 중국의 대출 비용이 높습니다. 인플레이션이 하락하고 있는 반면 일부 부문에서는 실제 대출 비용이 높은 수준에 머물고 있습니다. 예를 들면, 제조업 부문에서는 실질 비용이 상승했습니다. 통화정책 관련 중국은 ‘뉴노멀’을 발견한 듯합니다. 이전의 통화정책 하에서는 수출 부문이 양호했습니다. 수출업자들은 해외 수익금을 상업은행에 팔았고, 상업은행은 이를 다시 중앙은행에 매도했으며, 중앙은행은 이것을 위안화(RMB)로 바꾸었습니다. 경제가 강한 성장세를 보일 때 중앙은행은 지급준비율을 높여서 과잉 유동성을 묶어둡니다. 이렇게 자금 투입 과정이 이루어집니다. 현재 수출 성장률이 크게 하락하고 있으므로 그런 식의 사이클이 작동하지 않을 것입니다. 그러므로 중국은 금융 시스템에 유동성을 투입할 새로운 방법을 찾아야 합니다. 게다가 인플레이션율이 아주 많이 하락해서 대출 비용이 지나치게 상승하고 있습니다. 그러면서 경제에 많은 문제가 발생했습니다. 중앙은행이 예·대금리를 낮추고 있지만, 현재 경제의 주요 걱정거리는 통화정책의 전달경로(transmission mechanism)입니다. 조심스럽게 표현하자면, 이 통화정책의 전달경로가 잘 작동하고 있지 않다는 것입니다.

중국의 금융 상황은 성장을 회복하기에는 여전히 지나치게 제약이 많습니다. 중국의 실질 대출금리는 매우 높습니다. 중국 제조업 부문의 실질 대출 금리는 더 높습니다. 중국의 국내 유동성은 점차 개선되고 있습니다. 겨우 1년 전만 해도 단순 자산관리 상품 수익률은

7~8%였고, 경우에 따라 10%에 이르기도 했습니다. 그러나 어음 할인율과 함께 이 수익률도 하락하기 시작했습니다. 국내 주식시장 유동성 또한 하락하기 시작했습니다. 아래 그래프는 중국 증거금융자금과 전 세계 증거금융자금을 간단히 비교한 것입니다. 사실, 저는 이 증거금융자금이 8.7%에 도달하기 전에 중국 증권관리감독위원회 (China's Security Regulatory Commission, CSRC)에 이에 관한 위험성을 알렸습니다. 이번에 처음으로 부동산 투자자에게 증거금융자금이 허용되었습니다. 이 수치가 갑자기 8.7%에 도달하자 엄청난 위험 불균형이 발생했습니다. 주식시장이 강하게 반응했고, 7월부터 엄청난 주식 매도가 일어났습니다.

Liquidity in equity markets: margin financing: global

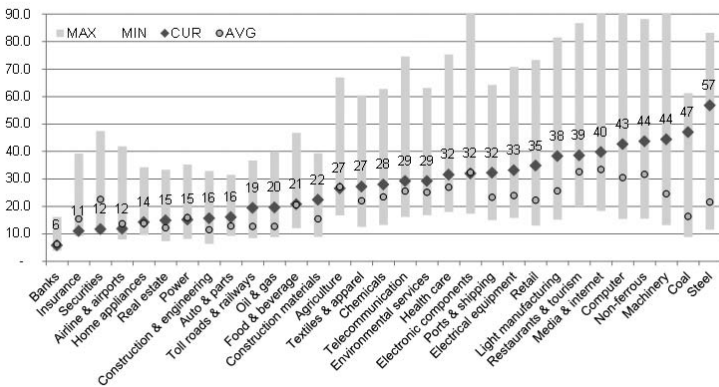


올해 중국에서는 거래량 변동도 심했습니다. 지난 4월과 5월 상하이증권거래소와 선전증권거래소 거래량이 보여준 것은 중국의 1일 거

래량이 전 세계 거래량의 약 40%에 달한다는 점입니다. 투자은행가와 브로커에게는 좋은 삶이지만, 이런 상황은 지속가능하지 않기에 계속될 수 없습니다.

주식시장 회전률과 증거금융자금 모두 대폭 상승했다가 하락했습니다. 지금은 안정화 단계에 있습니다. 시장이 일종의 흐름을 찾으려는 듯합니다. 중국 국내 주식시장 가치평가에 해당하는 A-share의 경우, 많은 부문이 여전히 과거 평균보다 높습니다. 이는 국내 유동성과 주식시장이 여전히 상당히 높다는 것을 나타냅니다.

A-shares' sector valuation: many sectors are above historical average (PE valuation)



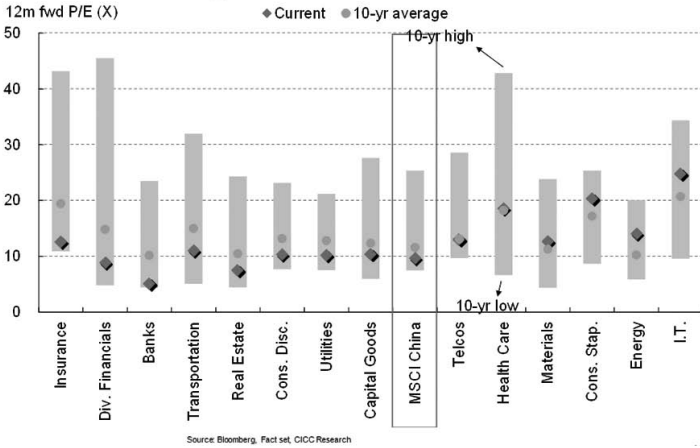
Source: Wind, Gogol, CDC Research

경제적 관점에서 보면, 중국의 가계는 여전히 투자할 곳이 많지 않습니다. 지난 15년간 가계에게 최상의 투자는 부동산 매입이었습니다. 부동산 가격이 엄청나게 상승해서 앞으로 사람들은 부동산 부문의 위험성을 걱정하기 시작할 것입니다. 따라서 가계가 계속해서 부

동산에 투자하는 것은 현명하지 못합니다. 많은 가계는 은행권에 자금을 예치하는 데 그칩니다. 은행 부문에서 가계저축은 전체 GDP의 약 80%를 차지합니다. GDP 대비 총가계부채가 40%이므로, 시스템 상에는 추가 저축이 40% 있습니다. 즉, 큰 기여를 하고 있지 못합니다. 예금금리가 하락하고 있습니다. 따라서 돈을 저축예금계좌에 두는 것은 그다지 합리적이지 못합니다. 세 번째로 가계가 투자할 수 있는 곳은 주식시장입니다. 이 분야에 수요가 정말 많다고 생각합니다. A-share 시장의 가치평가는 국내 주식시장이 여전히 상당한 유동성을 갖고 있음을 반영합니다.

그러나 홍콩 주식시장의 H-share를 보면 가치평가가 여전히 과거 평균에 못 미칩니다. 일부 부문은 가치가 매우 낮아서 2008년 금융위기 당시와 비슷할 정도입니다. 따라서 홍콩시장의 가격결정권을 신뢰하려면, 아마도 시스템에 큰 금융 위험이 발생할 수 있다는 결론을 내릴 것입니다. 이는 홍콩 시장이 중국의 펀더멘털과 국제유동성을 반영하기 때문입니다.

H-shares: most sectors' valuation are below historical average



올해 초부터 국제 유동성이 신흥시장을 떠나고 있습니다. 전체 신흥시장의 성과를 경기 침체에 빠진 러시아와 브라질과 비교하고 또한 멕시코나 칠레 등 신흥시장과 비교하면 멕시코나 칠레가 비교적 잘해 나가고 있다고 생각할 것입니다. 그러나 실질적으로는 중남미 국가인 멕시코와 칠레의 통화가 미국 달러에 대비 20~30% 평가 절하되었습니다. 주가지수도 마찬가지입니다. 기본적으로 내부적으로는 간신히 침체를 면한 수준입니다. 그러나 국제적 관점에서 보면 매우 중대한 명목 조정을 겪었습니다. 아시아에서는 인도네시아, 말레이시아, 그리고 태국이 비슷한 과정을 거쳤습니다.

글로벌 유동성이 신흥시장을 떠나고 있다고 생각합니다. 내년에는 더욱 심할 것입니다. 특히 원자재 수출국 혹은 국내 유동성을 위해 국제 차입을 한 국가들이 특히 어려울 것으로 보입니다. 첫 번째 그룹은

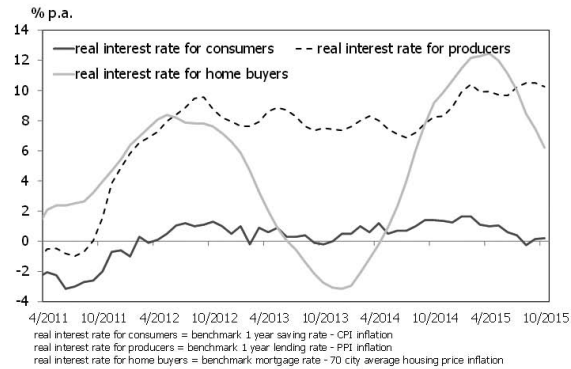
사우디아라비아 등 중동 국가가 될 것입니다. 사우디아라비아는 올해 국제적으로 국부펀드를 청산하면서 유동자산을 되돌리려고 노력하고 있습니다. 유가를 고려하면, 앞으로 사우디아라비아는 많은 문제를 경험할 것입니다. 두 번째 그룹에는 말레이시아 혹은 어느 정도 태국 까지도 포함될 것입니다. 이 국가들은 국내 자금조달을 국제 유동성에 의존하기 때문입니다. 한국은 아시아 금융위기에서 교훈을 얻었지만, 당시 같이 위기를 겪었던 일부 국가들은 그 교훈을 얻지 못한 듯 합니다. 홍콩 주식시장은 신흥시장 유동성의 총체적 상황을 반영하는데, 저는 심각한 문제가 있다고 봅니다.

고정자산 투자율도 하락하고 있습니다. 2004년 이전 중국의 고정자산투자 성장률은 전년 대비 50% 이상이었습니다. 2008년 세계금융위기 이후 2009~2010년 사이 중국은 초기에 경기부양 패키지를 실시했고 그 결과 중국의 고정자산 투자율이 30% 이상으로 상승하는데 기여했습니다. 현재 고정 자산 투자율은 10%를 조금 넘는 수준에 불과합니다. 고정자산 투자율의 하락이 중국의 경제성장률 하락의 이유 중 하나입니다.

소비자의 대출비용은 아마도 합리적일 것입니다. 소비자 대출 금리에서 소비자물가지수(CPI)를 뺐습니다. 제조업체 대출 금리에서는 생산자물가지수(PPI)를 뺐습니다. PPI는 마이너스입니다. 제조업 부문의 실질 대출비용은 10%입니다. 이는 제조업자들에게는 매우 높은

수준입니다. 주택 구매자의 실질 대출 금리가 상승했습니다. 이 대출 금리는 오랫동안 마이너스였습니다. 가격이 20% 상승하면 대출 비용은 10%가 됩니다. 즉, 실질 비용은 -10%라는 뜻입니다. 이는 중국의 통화정책의 전달경로(transmission mechanism)가 제대로 작동하지 않는다는 것을 나타냅니다. 특히, 제조업 부문의 실질 대출 금리는 매우 높습니다.

Diverging trends of real rates across sectors

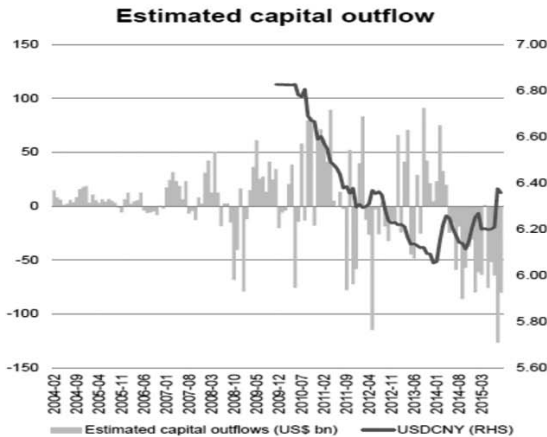


Source: CEIC, CICC Research

2005년 위안화 개혁 이후 위안화가 강세를 보이면서 수출에 예기치 못한 영향을 주었습니다. 2008년 세계금융위기 이후 미국의 경제성장률은 회복되었지만 위기 이전 수준으로 회복되지는 못했습니다. 유럽은 약 1%에서 휘청거리면서 여전히 회복 중입니다. 그러나 위안화의 실질실효환율(real effective exchange rate, REER)은 2005년 이후 약 50% 상승했습니다. 이는 중국의 경제 성장률이 둔화하는 일부 이유이기도 합니다.

국내 유동성은 소비자 부문과 자산시장을 중심으로 일부 부문에서는 여전히 양호합니다. 제조업 부문의 대출 비용은 너무 높은 편입니다. 대외 유동성은 별개로 취급해야 합니다. 중국의 성장률이 둔화되면서 자본유출이 일어나고 있습니다. 자본유출은 중국 인민은행(PBoC)이 면밀하게 관찰해야 할 문제입니다. 중국의 외환보유고에 3.5조 달러가 비축되어 있으므로 환율에 대해서는 아직 그다지 걱정하지 않지만, 중국이 면밀하게 지켜봐야 할 요소라고 생각합니다.

Capital outflows



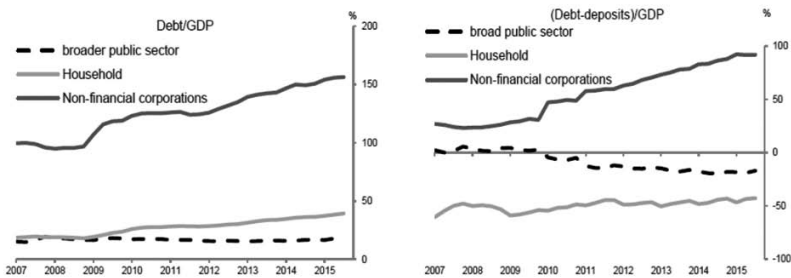
단기 정책의 경우, 과잉 지급준비율 삭감 등과 같이 인민은행이 사용할 수 있는 도구가 많이 있다고 생각합니다. 또한, 기준금리, 예금금리, 그리고 대출 금리를 인하할 수 있습니다. 중국은 아직 제로 금리에 접어들지 않았으므로 금리를 인하할 여지가 있습니다. 인민은행의 채권 금리도 하락하기 시작했습니다.

2008년 이후 경제가 직면한 문제는 기업 부문의 부채비율이 상승한 점입니다. 2008년 이전의 세계 경제를 미국, 유럽, 그리고 신흥시장으로 구분된 별개의 블록으로 생각한다면, 미국은 지나치게 부채가 높았습니다. 이에 미국은 큰 곤경에 빠져 심각한 금융위기를 초래했습니다. 유럽도 부채가 많기는 했지만, 그렇게 많지는 않았습니다. 유럽은 은행 용자에 더 의존했지만 미국은 주식과 직접 금융을 더 많이 활용했습니다. 기업 부채비율을 비교해보면 주요국 중에서 미국의 기업대출 비율이 최저입니다. GDP를 분모로 할 경우, 공기업과 중소기업을 포함한 미국의 기업대출 총액은 미국 전체 GDP의 약 60%를 차지합니다. 유럽의 경우는 GDP의 약 120~140% 정도입니다. 2008년 이전 많은 개도국에서 이 비율은 그보다 낮은 약 80% 정도였습니다. 미국 가계의 부채 비중이 훨씬 더 높았습니다. 미국의 기업 부문의 부채는 그다지 많지 않았습니다. 2008년 이후 미국은 금융 부문에서 가계 부문까지 차입축소에 집중했습니다. 미국 기업 부문의 부채는 60% 정도로 그다지 높지 않은 수준이었기 때문에 부채를 줄일 필요성이 별로 없었습니다. 유럽은 부채를 줄이려고 노력했지만, 아직 큰 진전은 없습니다. 미국은 금융 부채 축소에 큰 성과를 거두었습니다. 이제 미국은 다시 차입을 늘릴 준비가 되었다고 생각합니다.

미국과 유럽을 중국, 브라질, 러시아 그리고 인도 등의 신흥시장 블록과 비교하면 2008년 이후 사실상 모든 신흥국에서 부채가 늘었

습니다. 중국도 예외가 아닙니다. 세계는 변했습니다. 이제 미국은 차입을 늘릴 수 있지만 여러 신흥국은 선택이든 필요에 의해서든 부채를 줄여야 합니다. 이는 현재 중국이 직면한 문제 중 하나이기도 합니다. 그러나 좀 더 세밀하게 분석한다면, 중국 경제가 직면한 주요 부채 문제는 기업 부문, 특히 국영기업(state-owned enterprises, SOEs)입니다. 중국의 가계 부문은 문제가 없습니다. 민간 부문은 양호하지만, 국영 부문은 그렇지 않습니다. 아래 그림을 보면 비금융 부문의 부채 비율이 여전히 지나치게 높습니다.

Corporations' leverage rising faster in recent years

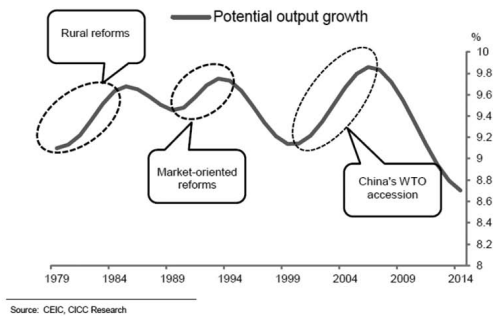


Source: CEIC, CICC Research

이제 향후 5년간의 개혁, 개방 그리고 성장에 대해 말씀드리고자 합니다. 중국 경제에는 경기 사이클이 있습니다. 경기 사이클은 정치 사이클에 따라 움직입니다. 주요 개혁 노력 덕분에 경제 성장률이 올라갑니다. 첫 번째 경기 사이클은 1978년 농촌개혁과 함께 시작되었습니다. 1992년 이후에는 주요 동인이었던 시장 지향적 개혁이 경제

성장을 촉진했습니다. 그러자 중국의 인플레이션이 빠르게 상승했습니다. 1994년 CPI 인플레이션이 21%에 달했습니다. 그러자 중국은 부채를 줄이고 국영기업 부문을 구조조정하려고 시도했지만 안타깝게도 아시아 금융위기에 타격을 입었습니다. 세 번째 경기 사이클은 2001년 중국이 세계무역기구(WTO)에 가입하고 경제 성장에 더욱 박차를 가했습니다. 이는 2007년까지 지속되었습니다. 중국은 새로운 도전에 직면하기 시작했습니다. 제가 드리고 싶은 말씀은 중국의 경기 사이클은 정치 사이클에 의해 잘 설명된다는 점입니다. 각 그룹의 새로운 지도자들은 경제를 발전시키기를 희망합니다. 성장률이 바닥을 치고 올라갔다가 다른 경기 사이클이 시작된다고 해도 놀라지 않을 것입니다. 제 생각에는 중국이 거의 그런 시점에 다다른 것 같습니다.

Reform drives long-term economic cycle



중국의 이야기는 정말 개혁과 개방에 관한 것입니다. 첫 번째 주요 전환점은 1978년이었고, 두 번째 전환점은 중국이 WTO에 가입한

2001년이었습니다. 1978년부터 2001년까지 중국은 내부개혁, 농촌개혁 등 국내경제에 집중했습니다. 중국이 세계에 그다지 통합되지 않았던 시절이었습니다. 2001년 중국이 WTO에 가입하면서 무역량과 외환보유고가 바뀌었습니다. 2000년 중국의 외환보유고는 약 1,660억 달러에 불과했습니다. 지금은 약 3.5조 달러입니다. 중국의 이아기는 내부개혁과 대외개방으로 전부 설명할 수 있습니다. 중국은 두가지 개혁 모두를 지속적으로 추진할 것입니다.

Benefits from reform and opening-up

China's growing importance in global trade



China's foreign exchange reserves expanded rapidly

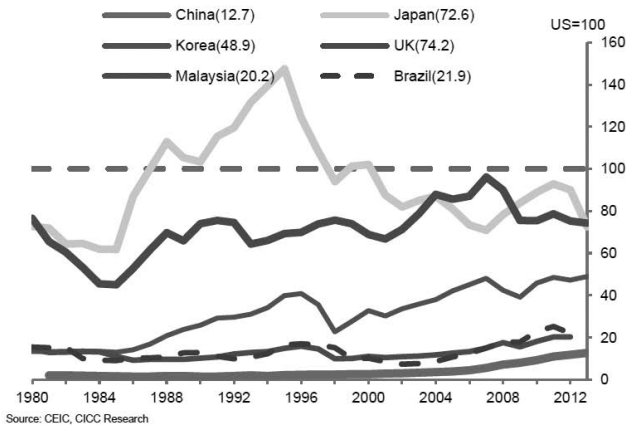


명목환율로 따지면 중국 경제의 규모는 약 10조 달러이고 미국은 약 16조 달러입니다. 10조 달러 규모 경제가 매년 7% 성장한다는 것은 유럽 국가들의 평균 GDP보다 더 큰 규모가 매년 추가된다는 뜻입니다. 규모는 중요합니다.

지금 중국은 어느 위치에 있을까요? 중국은 30년 간 급속한 성장

을 했지만 여전히 개도국이며, 비교적 저소득 신흥국입니다. 중국은 아직 한국보다 상당히 뒤쳐져 있을 것입니다. 아래 표를 보십시오. 1인당 GDP를 비교하면 한국은 미국의 약 50% 정도입니다. 영국은 약 75%이고, 일본은 72%, 브라질은 22%입니다. 중국은 어느 정도일까요? 12%입니다. 중국은 (선진국을) 따라잡으려면 아직 멀었습니다. 중국은 여전히 다른 나라를 따라잡는 시기에 있으며 아직 산업화나 도시화 과정을 완료하지 못했습니다.

Where is China now? (per capita GDP relative to US)



저는 바클레이즈 캐피털(Barclays Capital)에서 일하면서 아시아 경제를 매우 면밀하게 지켜보았고 역동성에 관한 매우 흥미로운 대비를 발견했습니다. 지난 20년간 무슨 일이 일어났을까요? 4개 아시아 경제를 비교하면 매우 흥미로운 사실을 알 수 있습니다. 1995년 대만의 1인당 GDP는 한국의 약 120%였고 홍콩의 1인당 GDP는 싱가포르의 약 120%였습니다. 지난 20년 사이에 이 비율은 완전히 바뀌었습니다.

다. 한국의 GDP는 대만의 120%가 되었고, 싱가포르의 GDP는 홍콩의 120%가 되었습니다. 이런 변화를 설명하는 핵심 변수는 중국입니다.

중국을 4차원적으로 살펴보면 중국의 장기적 관점을 알 수 있습니다. 중국은 규모가 큰 경제이므로 아직 성장할 여지가 있고, 점진적 모델이 적용됩니다. 중국의 동해안 지역은 중국의 유럽과 마찬가지로입니다. 중국의 내륙 지방과 서부는 중국의 아프리카와 같습니다. 중국의 동부와 서부에는 어마어마한 격차가 있습니다. 따라서 점진적 모델이 적용됩니다. 산업화와 도시화도 계속 중요한 역할을 할 것입니다. 둘째, 중국은 여전히 개도국입니다. 1인당 GDP는 미국의 12%입니다. 산업화와 도시화를 통해 (선진국을 따라잡으려면) 아직 갈 길이 멉니다. 중국의 도시인구 비율은 전체 인구의 약 55%입니다. 이는 후커우(hukou, 가계등록시스템)가 있는 사람과 없는 사람을 모두 포함한 것입니다. 후커우 허가증이 있는 사람 숫자는 전체 인구의 약 35%입니다. 후커우 시스템을 개혁한다면 도시 소비를 촉진하고 농촌 거주민들이 영구적으로 도시 지역에 자리 잡을 수 있을 것으로 봅니다. 세 번째로 중요한 것은 중국 경제가 과도기에 있다는 점입니다. 중국 정부는 상당히 효율적입니다. 정부는 강력한 리더십을 보유하고 있을 뿐 아니라 정책을 이해하고 있습니다.

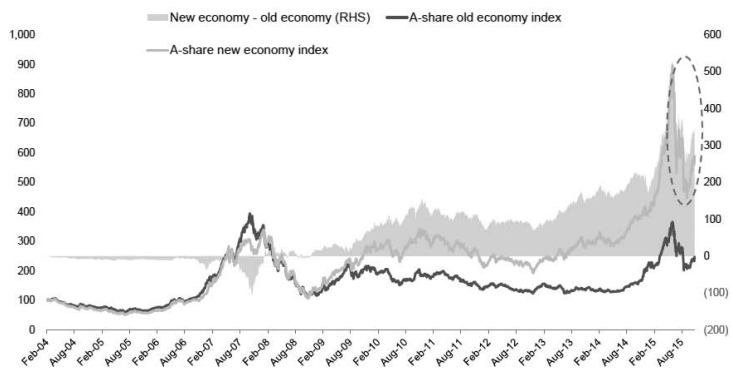
저는 전 세계를 여행하면서 국제 투자자들과 대화를 나누었습니다

다. 많은 사람이 중국의 금융 위협에 대해 우려합니다. 제가 드리고 싶은 말씀은 중국이 마치 과도하게 보험에 든 것 같다는 점입니다. 이는 다음과 같은 비유를 통해 설명할 수 있습니다. 차를 단 한 번도 소유한 적이 없는 운전자가 있습니다. 그가 새 차를 구매하여 처음으로 고속도로에 몰고 나갔습니다. 초보 운전자이기 때문에 사고를 당한 적도, 차량을 도난당한 적도, 음주운전으로 과태료를 물어본 적도 없습니다. 그럼에도 불구하고 이 초보 운전자는 마치 차량을 세 번 도난당한 적이 있거나 혹은 사람을 치고 심각한 부상을 입힌 적이 있는 것처럼 보험에 가입했습니다. 중국이 이와 같습니다. 가계 부문 총예금액은 GDP의 80%에 해당됩니다. 총가계부채는 GDP의 40% 이하입니다. 이는 가계부문에 40%의 여분의 저축률을 내포합니다. 비금융 부문의 부채 비율은 높고, 총부채액은 GDP의 약 144%입니다. 예금을 제외하면 상황은 나아지겠지만 그렇게 큰 차이는 없습니다. 예를 들어, 정부는 막대한 금액의 저축이 있습니다. 정부의 총예금액은 GDP의 70%입니다. 사람들은 중국 정부의 차입에 대해 걱정합니다. 총예금액을 빼면 GDP의 50%가 됩니다. 즉, 중국은 기업 부문을 제외한 모든 부문이 과도하게 보험을 든 상태인 것입니다.

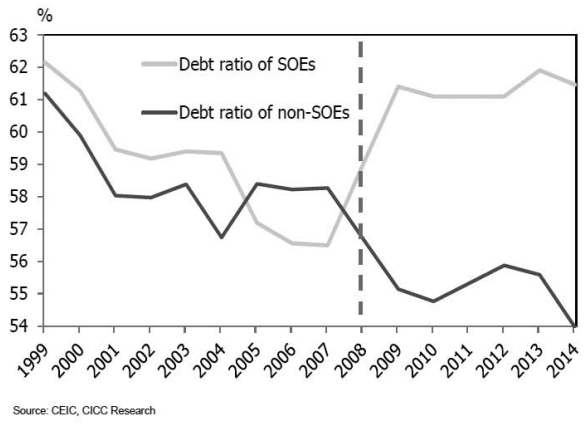
과도기 경제인 중국은 신중한 개혁을 추진하고 있습니다. 신경제(new economy) 부문이 부상하고 있습니다. 이런 신경제는 모두 민간 소유 기술과 서비스 부문입니다. 신경제는 구경제보다 훨씬 높은 성과를 냅니다. 또한, 민간 부문 부채는 그다지 심각하지 않습니다. 걱

정스러운 것은 공공 부문 부채, 즉 국영기업입니다.

“New economy” sectors outperformed in recent years



Debt ratio: a tale of two enterprises



Source: CEIC, CICC Research

도시화는 앞으로 중국 성장에 중요한 동인입니다. 도시와 농촌 거주민의 평균 가계소득은 3:1 또는 4:1입니다. 이는 중국에 엄청난 소

득 격차가 있다는 것을 보여줍니다. 중국은 소득 격차 문제를 해결해야 할 뿐만 아니라 소비 증가와 내수를 통해 중국 경제를 부양하는 도시화를 지원해야 합니다.

공산당 제3차 총회 후 발표된 주요 개혁안에 대해 말씀드리겠습니다. 성명서에는 다음과 같은 두 가지 핵심 개혁 지침이 명확하게 설명되어 있습니다.

1) 시장이 자원 배분에 결정적 역할을 할 것입니다. 중국의 과도기 경제는 시장경제로 이행하고 있습니다.

2) 경제 환경은 모든 사람들에게 더욱 공정하게 혜택이 돌아가도록 할 필요가 있습니다. 이를 달성할 핵심 방안은 과세가 아니라 농촌에서 도시 지역으로 이주하도록 지원하는 것입니다. 또한, 최소한의 지원이 필요한 사람에게 건강 보험과 연금을 제공하는 것은 필수적입니다. 개혁 우선순위에는 국영기업 개혁, 정부 역할 변화, 재정 및 세제 개혁, 토지 개혁, 가족계획정책 완화, 금융 개혁 등이 포함됩니다.

금융 개혁은 이미 중국의 주식시장 및 은행 부문 등에서 개혁을 주도하고 있습니다. 이 성명서는 약 2년 전에 발표되었습니다. 올해 중국은 가족계획정책을 개혁했습니다. 국제통화기금(IMF) 특별인출권(Special Drawing Rights, SDR) 통화바스켓에 위안화가 편입되면서 '개방의 새로운 국면'이 열렸습니다. 금번 위안화의 SDR 바스켓 편입은 개방 측면에서 중국이 WTO에 가입했던 사건만큼 중요하다고 봅니다.

WTO에 가입하기로 결정한 덕분에 중국의 제조업 부문은 세계와 통합될 수 있었습니다. 그에 따라 지대한 영향이 나타났습니다. 위안화의 SDR 바스켓 편입이 중국의 서비스 부문이 세계와 통합되는 데 도움이 될 것입니다.

중국이 도시화를 추진하려면 일종의 토지 개혁이 필요합니다. 그렇지 않으면 가족이 도시 지역에서 작은 아파트 한 채를 임대할 자금 조차 마련할 수 없을 것입니다. 재정 및 세제 개혁도 추진할 예정입니다. 중국은 세금 징수 측면에서 중앙정부와 지방정부 사이의 관계를 명확히 해야 합니다. 과거에는 지방정부가 토지 판매에 의존하여 세 수 부족분을 보충했습니다. 이런 풍조는 바뀌어야 합니다.

금융 개혁은 세 가지 유형이 있습니다. 1) 시장 시스템, 2) 금리, 3) 금융 규제입니다. 정부는 많은 금융 규제를 완화할 것입니다. 그동안 정부는 더 탄탄한 규제 프레임워크를 개발해야 합니다. 중국의 금융 서비스는 성장하고 있고, 그 방향으로 나아가는 것이 옳다고 생각합니다. 가계저축은 당초 부동산 부문에 집중 투자되었지만 앞으로는 그리 현명한 방법이 될 수 없습니다. 또한, 모든 가계저축을 은행 부문에 묶어두는 것도 그다지 현명하지 않습니다. 본격적으로 금융상품에 투자해야 합니다. 그러나 금융상품의 문제는 투자은행과 상업은행 간의 경계가 모호하다는 것입니다. 투자은행 상품은 증권 규제기관에서 규제해야 할까요, 은행 규제기관에서 규제해야 할까요? 이 점에서

여러 가지 어려운 문제가 있습니다. 중국은 이러한 문제를 해결해야 합니다.

금리의 경우, 이자율과 환율이 핵심입니다. 이자율은 중앙은행이 집중적으로 관리합니다. 중앙은행은 지침을 제공할 뿐만 아니라 이자율도 엄격하게 관리합니다. 앞으로 은행은 대출 금리, 예금 금리 등을 스스로 결정해야 합니다. 은행이 높거나 낮은 금리를 부과할 수 있게 되므로 그 분야에서 경쟁이 치열해질 것입니다. 그러나 은행은 은행 규제기관의 규제를 받습니다. 일부 신탁회사도 비슷한 활동을 할 수 있습니다. 그렇다면 누가 신탁회사를 규제해야 할까요? 저는 여러 가지 도전이 있다고 생각합니다. 환율과 관련해서는 현재 시장 압력을 고려할 때 위안화가 다소 평가 절하되어야 합니다. 개도국에서 통화가 평가 절하 추세에 있다면, 또 다른 문제에 직면합니다. “균형은 어디인가?” 루디 돈부시(Rudi Dornbusch) 논문에서 설명한 바와 같이 개도국의 환율이 평가 절하 추세에 있을 때 시장은 이를 눈여겨보아야 합니다. 이런 흐름을 찾는 것은 매우 어렵습니다. 저는 위와 같은 상황이 우리 앞에 놓인 과제라고 생각합니다.

제13차 5개년 계획의 핵심은 다음과 같습니다. 중국은 국영기업 부문을 대대적으로 개혁하고 정부의 역할을 정의해야 합니다. 즉, 시장이 자원 배분에 결정적인 역할을 하게 해야 합니다. 중국 정책 서클에서는 2개월 전부터 “공급측면 경제학”라는 말이 떠돌고 있습니다. 미

국과 영국은 특히 레이건(Reagan) 대통령과 대처(Thatcher) 수상이 집권 하던 시절 공급측면 개혁을 강하게 추진했습니다. 그 단어가 이제 중국에서 유행어가 되었습니다. 이는 정부가 국영기업 개혁과 정부 개혁을 적극적으로 추진할 준비가 되었다는 것을 보여주는 것입니다. 지금까지 저의 개인적 의견을 말씀드렸습니다.

질의
응답

A

질문

중국은 아시아인프라개발은행(AIIB)이나 신실크로(New Silk Road)와 같이 엄청난 자본과 자금조달이 필요한 조직과 사업을 통해 공격적인 해외 인프라 투자 계획을 추진하고 있습니다. 중국 정부와 기업의 높은 부채 비율을 고려할 때, 중국이 이런 자금조달 수요를 어떻게 달성하시리라 보십니까?

답변

중국의 해외 인프라 투자 시 누가 자금조달을 할 것인가에 관해 저는 중국에는 자금조달을 하고도 남을 만큼 충분한 저축이 있다고 봅니다. 중국 기업 부문의 차입 비율은 다소 과도합니다. 그러나 모든 신흥시장의 차입 비율이 상승하여 중국이 가장 높은 수준은 아닙니다. 중국이 최악은 아닙니다. 국영기업 부문의 대출 비율이 상승하기는 했지만 민간 부문은 양호합니다. 가계 부문, 정부 부문, 총외환보유고를 고려하면 자금조달은 문제되지 않습니다. 중국은 국내 투자나 소비에 필요한 재정을 조달하는 데 국제 유동성을 필요로 하지 않습니다. 중국은 한동안 순자본수출국 지위를 유지하였습니다. 앞으로도 전 세계에 자본을 수출할 것입니다.

금융 개혁의 경우, 대규모 경제가 어느 정도까지의 성장률이어야만 지속가능할까요? 중국의 현재 상태를 고려해야 합니다. 중국의 1인당 GDP는 미국의 12%에 불과합니다. 또한, 중국은 광대한 토지를 보유한 거대한 국가이므로 산업화와 도시화가 앞으로도 계속해서 중요한 역할을 할 것입니다. 중국은 여전히 (선진국을) 따라잡는 단계에

있습니다. 중국의 경제 성장률은 다소 둔화될 것입니다. 그러나 인프라 투자, 산업화, 그리고 도시화는 앞으로도 여전히 중요한 동인이 될 것입니다.

질문 중국의 6.8~6.9% 성장률 전망에 회의적인 시각을 가진 이들이 대체 성장률을 제시하고 있습니다. 극단적인 시각을 가진 이들은 약 3~5%로 전망합니다. 이에 대해 어떻게 생각하십니까?

답변 중국 경제의 성장률은 올해 약 6.9%이고 내년은 6.8%로 추정하고 있습니다. 2017년경에도 중국의 성장률은 6.8%일 것으로 믿습니다. 그래서 제가 경제 성장률이 안정화되고 있다고 말씀드린 것입니다. 중국의 성장률에 대해 다른 시각이 있다고 말씀하셨습니다. 리커창 지수(Li Keqiang index)를 활용한 사람들은 성장률이 더욱 낮을 것으로 봅니다. 아시다시피 리커창 지수는 전기, 신용, 철도 수송 증가율을 반영합니다. 중국 경제가 소비 기반으로 옮겨가고 있기 때문에 이 지수는 5~10년 전 성장률 지표로 더 적절합니다. 물론 중공업을 생각할 경우, 철강과 알루미늄을 제조하기 위해 철도 수송과 전기가 많이 필요할 것입니다. 이 지수는 거의 중공업에 기반하고 있습니다.

전반적으로 다년 간 지속 성장을 달성한 중국은 좀 더 소비 기반 경

제로 이동하고 있습니다. GDP 대비 소비 비중이 50%를 넘습니다. 소비에는 전기나 철도가 그렇게 많이 필요치 않습니다. 리커창 지수는 과거 경제의 일부만 포착한다고 생각합니다. 요즘도 여전히 사람들은 구식 지수를 사용하여 경제의 단면을 포착합니다. 제 생각에 이들은 경제를 제대로 이해하지 못하고 있습니다. 중국이 소비 성장으로 이행할수록 경제 성장률은 하락해야 합니다. 한편 제조업과 중공업 부문의 성장은 더욱 둔화될 것이며 심지어 마이너스 성장을 하게 될 것입니다. 이 부문에 대한 신용 증가율도 하락해야 합니다. 오히려 부채를 축소해야 합니다.

질문

중국이 가까운 미래에 금리자유화를 할 것으로 보십니까?

답변

모든 과도기 국가 중에서 중국은 점진주의 경로라는 다른 방법을 택했습니다. 중국은 절대 빅뱅이나 충격 요법을 믿지 않습니다. 금리자유화의 경우, 중국은 이미 거의 그 단계에 이르렀습니다. 인민은행은 지침을 제공하지만, 지침이 어떻든 상업은행은 지침에 기준해서 금리를 40% 인하 또는 인상할 수 있습니다. 그러므로 금리 밴드 폭이 넓어집니다. 인민은행이 기준선을 제시하지만 상업은행은 각자 사정에 맞게 조정합니다. 앞으로 금리 밴드 폭은 100%까지 올라갈 것이고, 그렇게 되면 적절해질 것입니다. 그러나 중앙은행들은 인플레이션 통제를 위해 여전히 금리를 통제할 필요가 있습니다

다.

또한, 환율도 중요합니다. 환율은 대외 부문과 연계되어 있으므로 더욱 어려운 문제입니다. 문제는 시장이 일시에 한 방향으로 쏠릴 가능성이 크다는 것입니다. 시장이 이러면 오버슈팅(overshooting)이 발생합니다. 이는 피할 수 없습니다. 한국도 1998년에 같은 문제를 겪었습니다. 시장의 현상이기 때문에 관리하기가 매우 어렵습니다. 중국은 이런 난제에 직면하게 될 것입니다.

질문

다른 아시아 국가의 개발과 약간 비슷하게 중국은 대외 부문이 매우 높지만, 어떻게 보면 중국의 경제발전을 올바르게 이해하지 못하게 호도하기도 합니다. 대외 부문이 중국 경제에 기여하는 정도를 보여주는 신뢰할 만한 실효 또는 실질 지수가 있습니까? 중국의 조인트 벤처의 고용을 기초로 대외 부문의 기여도를 계산해 보았는데 매우 적었습니다. 또한, 중국의 자본 축적에 대한 해외직접투자(Foreign Direct Investment, FDI)의 기여도도 매우 제한적이었습니다. 그러나 GDP 대비 전체 무역 수치는 GDP의 40%에 이릅니다. 이것은 우리가 중국이 대외 부문에 의한 성장에 의존하는 다른 신흥 시장과 유사하다고 다소 착각하고 있다는 점을 보여줍니다.

답변

중국의 경제 성장에 대한 대외 부문의 기여도에 관해서는 관점에 따라 상이한 측정, 수량화 및 분석이 있습니다. 첫째, GDP 성장에 대한 순수출 성장의 기여도는 중요합니다. 2007~2008년 이전에는 10% GDP 성장률 중 1~2%가 순수출 부문에서 발생했습니다. 올해 GDP 성장률이 6.9%인데 순수출 부문의 기여도는 얼마일까요? 0이 아니면 마이너스입니다. 지난 2년 동안 순수출의 GDP 기여도는 -5%와 -3%였습니다. 올해는 0%에 가까운 -2%일 것입니다. 올해 중국의 수출 증가율이 지난해보다 높아졌기 때문이 아닙니다. 중국의 수입이 줄었기 때문입니다. 그러므로 중국 경제는 전 세계와 상당히 통합되어 있습니다. 그러나 중국은 경제 대국입니다. 중국은 많은 원자재를 수입하고, 저가 소비재 및 중저가 상품을 수출합니다. 기본적으로 전 세계의 중국의 GDP 기여도 측면에서 이것은 거대경제 현상에 해당합니다.

중국과 미국을 비교할 필요가 있습니다. 미국은 세계와 상당히 통합되어 있지만, 세계는 미국에 그다지 많은 영향을 미치지 못합니다. 미국은 세계와 상당히 통합되어 있음에도 불구하고 내수 경제에 가깝습니다. 그 이유는 무엇일까요? 국내 소비와 투자가 모든 것을 주도하기 때문입니다. 중국은 아직 그 정도에는 이르지 못했지만 앞으로 중국 내수가 국내 성장을 주도할 것입니다.

반면 중국은 아이디어와 투자, 상품, 원자재 등의 교환을 통해 중

국 경제를 세계에 개방해야 합니다. 이런 흐름이 꾸준히 상승하기를 바랍니다. 상대적으로 GDP 규모는 그 중요성이 점점 더 떨어지게 될 것입니다. 앞으로 수출 부문의 기여도는 $\pm 5\%$ 범위가 될 것입니다. 음수로든 양수로든 1% 이상을 넘지 않고, 0%에 가까울 것입니다. 이는 하나의 관점에 불과합니다. 중국에게는 개방이 매우 중요하므로 대외 부문 기여도는 1% GDP 성장률이 합리화할 수 있는 것보다 훨씬 더 중요합니다. 왜일까요? 개방이 없으면 아예 일부 개혁과 아이디어를 실천하거나 도입할 수 없습니다. 심지어 미국에게도 개방은 중요합니다.

외환보유고의 경우, 2008년 이전과 현재의 중국과 독일을 비교하고자 합니다. 2008년과 현재 사이에 무슨 일이 일어났을까요? 두 국가의 대외 포지션이 뒤바뀌었습니다. 2008년 이전에 중국은 경상수지 흑자가 GDP의 7%에 달했습니다. 무역 흑자는 그보다 약간 낮은 수준이었습니다. 당시 독일은 경상수지 흑자가 GDP의 약 3~4%로 중국보다 훨씬 낮았습니다. 현재 중국의 경상수지와 무역 흑자는 모두 3%에 못 미칩니다. 독일의 경상수지 흑자는 어떨까요? 10%가 넘습니다. 기본적으로 2007년 이전에 중국은 막대한 경상수지 및 무역 흑자 덕분에 엄청난 외환보유고를 비축했지만 지금은 완화되었습니다. 외환보유고가 4조 달러의 정점에 이르렀던 시기는 이미 지나갔다고 생각합니다.

질문

대기 오염과 같이 중국의 성장이 환경에 미치는 영향에 대한 이야기가 많습니다. 이러한 측면이 향후 중국의 성장에 영향을 미치리라 생각하십니까?

답변

환경 문제는 중국에게 제약요인입니다. 현재 중국은 환경 문제를 진지하게 해결하고 있습니다. 20년 전 베이징의 주된 환경 문제가 무엇이었는지 기억하십니까? 고비 사막에서 날아오는 모래 폭풍이었습니다. 이 문제는 대체로 해결되었습니다. 어떻게 해결했느냐고요? 중국은 내몽고와 다른 지역에 수많은 나무를 심었습니다. 이 사례를 통해 중국이 투자와 환경오염 감소 등을 통해 환경 문제를 진지하게 해결하고 있다는 것을 알 수 있습니다. 10년 이내에 다시 한 번 평가해봅시다. 10년 내에 문제를 해결할 수 있을 것으로 생각합니다. 환경보호에 관한 정부의 최우선순위 중 하나가 지속가능한 성장 모델을 개발하는 것이기 때문에 문제 해결에 제약이 없을 것으로 생각합니다.

질문

중국은 엄청난 경상수지 흑자를 보고 있는 동시에 엄청난 자본 유출도 겪고 있습니다. 위안화가 IMF의 특별인출권 통화바스켓에 편입되면서 중국은 세 가지 환율 정책을 펼칠 수 있게 되었습니다. 첫째, 막대한 외환보유고를 활용하고 환율을 현재 수준으로 상한선을 정해 시장에 개입하는 정책을 지속하는 것입니다. 중국은 얼마동안 이 정책을 펼쳤고, 그 결과 외환보유고가 3.4조 달러

로 상당히 감소했습니다. 둘째, 환율이 자본 유출을 반영하여 점차 하락하도록 허용하는 것입니다. 셋째, 변동환율제를 택하는 것입니다. 이 시점에서 궁극적으로 중국이 나아갈 방향은 상당한 평가 절하입니다. 이렇게 될 경우 가장 영향을 많이 받는 국가는 한국이 될 것입니다. 중국이 어떤 옵션을 택하리라 생각하십니까?

답변

아마 두 번째 선택지가 가장 가능성이 높을 것입니다. 저는 시장 경제학자입니다. 중국이나 국제사회가 위안화가 단기에 급격히 평가 절하되도록 하지 않으리라 생각합니다. 위안화가 급격히 평가 절하된다면 대부분 아시아 경제가 심각한 타격을 입을 것입니다. 이 점에서 중국은 평소 선호하던 대로 점진적 접근 방식을 택해야 합니다. 그러나 가끔씩 2001년 WTO 가입과 같이 대의를 추구해야 합니다. 그리고 올해 위안화의 IMF 특별인출권 통화바스켓 편입은 큰 성과입니다.

앞으로 실천할 만한 점진적 방식은 다음과 같습니다. 점진적 정책을 취할 경우, 10년 정도에 한 번씩 크게 도약합니다. 중국의 경우도 이와 같이 생각해야 합니다. 중국 역시 준비가 되면 크게 도약할 것이라고 생각해야 합니다. 중국이 WTO 가입을 논의할 때, 많은 업계 로비스트들은 중국 경제가 WTO에 의해 말살될 것이라고 주장하여 국내에서 엄청난 논란이 일어났습니다. 그러나 그런 일은 일어나지 않았습니다. 많은 부문이 큰 충격을 받았지만 살아남았습니다. 중국의 자

동차 산업은 WTO 가입 이후 충격을 받았지만, 그러한 충격이 반드시 부정적이지만은 아니었습니다. 하지만 사람마다 의견이 다른 법입니다. 중국에서 어떤 이들은 전체 자동차 산업이 붕괴했다고 말하지만, 저는 그렇게 생각하지 않습니다. 저는 개방이 좋다고 생각합니다. 중국은 준비가 되면 크게 한 번 도약하겠지만, 대체로는 점진적 방식을 택할 것입니다.

중국의 자본 유출은 지속될 것입니다. 중국은 순자본 수출국이고 한동안은 그 상태가 유지될 것입니다. 중국의 높은 저축액과 투자 기회 때문에 가계 투자자들이 다른 투자자들의 다변화를 도울 것입니다.

질문

위안화 평가 절하에 대해서는 어떻게 생각하십니까? 적절한 평가 절하율이 어느 정도라고 생각하십니까? 최근 블룸버그(Bloomberg) 통신은 한국 원화가 IMF 특별인출권 통화바스켓에 편입될 후보로 가장 유력하다고 예측했습니다. 이 점에 대해서는 어떻게 생각하십니까?

답변

위안화에는 두 가지 환율이 있습니다. 하나는 상하이은행간 시장환율(Shanghai Interbank Market Rate), 즉 역내 환율입니다. 또 다른 하나는 홍콩의 역외 환율입니다. 대부분은 역외 선물환(Non-Deliverable Forwards, NDFs)을 통해 중개됩니다. 조 교수님과 제

가 양자계약을 맺는다고 가정해보겠습니다. 우리 둘이 원하는 수준으로 환율을 설정할 수 있습니다. 어떤 면에서는 거래량이 매우 작고 시장은 매우 비유동적입니다. 장외시장(over the counter, OTC)에 가깝습니다. 소규모 비유동적 장외시장을 믿는다면 환율은 아무 지점이든 될 수 있습니다. 저는 중국 환율을 이해하는 데는 그런 시장이 적합하지 않다고 생각합니다. 어떤 방식으로든 이익을 얻고 싶어 하는 시장 참가자가 있기 때문입니다. 또 다른 현상은 적절한 수단이 있는 심화된 시장(deep market)에서도 일반적으로 나타나는데, 어떤 방식으로든 오버슈팅 문제가 발생하게 됩니다. 신흥시장이 잘하면 시장은 예전 가치에 지나치게 환호하게 됩니다. 즉 오버슈팅이 발생합니다. 신흥시장의 실적이 좋지 않으면 시장은 평가 절하 압력을 가해 다시 오버슈팅을 발생시킵니다. 1997~1998년 아시아 금융위기 당시 한국을 보십시오. 정부가 시장에 신뢰를 전달할 수단이 있었더라면 변동성이 큰 상황에서 중앙은행의 개입이 보증되었을 것입니다. 중국의 막대한 외환보유고를 고려하면 위안화가 심각한 평가 절하 문제를 겪으리라고는 생각하지 않습니다.

위안화가 내년에 IMF 특별인출권 통화바스켓에 편입할 경우, 그 조건은 “자유롭게 사용가능할 것(freely usable)”입니다. 그러려면 위안화가 시장 기반 환율을 사용해야 합니다. 따라서 지금부터 내년 10월 사이에 위안화는 더욱 시장에 기반할 것입니다. 그러나 ‘시장 기반(market-based)’이 무엇을 의미하는지 명확히 정의해야 합니다. 시장

기반은 양자 거래(장외시장과 역외 선물환)에 기초해서 좁은 의미로 해석하면 안 됩니다. 그렇게 하면 일부 시장참가자들에게 엄청난 권력과 조작 능력을 부여하는 것이나 마찬가지입니다. 이는 올바른 방법이 아닙니다. 그러므로 내년 10월 이전에 시장에 대해 명확하게 정의할 방법을 찾아야 합니다. 위안화의 유연성이 다소 커지리라 생각하고, 크게 평가 절하될 것으로는 보지 않습니다. 심지어 지금의 상태에서도요.

기본적으로 미국 달러, 일본 엔화, 유로, 영국 파운드화가 포함된 IMF 특별인출권 통화바스켓에 위안화가 편입되는 것입니다. 미국 달러는 지난 몇 개월간 다소 강세를 보였습니다. 일본 엔화는 크게 평가 절하되었고 앞으로도 그 방향으로 나아갈 것으로 보입니다. 유로도 마찬가지입니다. 미국 달러뿐만 아니라 모든 특별인출권 바스켓 통화를 염두에 두고 위안화를 생각해야 합니다.

브레튼 우즈 기관(Bretton Woods institutions)의 개혁이 필요합니다. 저는 개인적으로 특별인출권 통화바스켓이 자유롭게 사용가능한 기축통화로 기능한다면 다른 통화의 편입을 지지합니다.

질문 여전히 증가하고 있는 큰 규모의 기업 부문 부채가 중국의 가장 큰 위험 중 하나라고 말씀하셨습니다. 기업 부채 축소를 위한 간접 금융 비율의 상승이 연초 중국 주식시장이 급등하게 된

하나의 요인이었습니다. 이 문제를 해결하기 위한 중국의 정책 혹은 국내 시장 노력이 있는지 궁금합니다.

답변 기업 부문, 특히 국영기업은 부채 축소가 필요합니다. 정부와 시장은 여러 가지 수단을 통해 이를 추진하고 있습니다. 첫째, 중국은 주식시장의 개발을 통해 더욱 심화된 주식시장을 만들어야 합니다. 즉, 신용등급이 우수한 기업들에게 더 많은 자기자본 조달과 채권 발행을 허용해서 은행이 아니라 시장에서 직접 빌릴 수 있게 해야 합니다. 중소기업을 위해서는 중국은 올해 새로운 제3의 시장이 개설했습니다. 기술기업들이 지나치게 은행 자금조달에 의존하지 않도록 어느 정도 중국판 나스닥(NASDAQ)을 개발하고 있습니다. 제가 언급한 신경제의 경우, 특히 국영기업에서 기술 부문의 가치는 비기술 부문보다 훨씬 높습니다.

둘째, 국영기업은 소유주가 국가이므로 어떤 방식으로든 정부가 일부 공장과 기업을 폐쇄하거나 구조조정해야 합니다. 중국은 1990년대에 이런 개혁을 단행했습니다. 그 이유가 무엇일까요? 성장률이 크게 하락해서 심각한 타격을 입었기 때문에 고통스러운 구조조정을 감행한 것입니다. 저는 정부가 국영기업 부문을 진지하게 구조조정할 시기가 되었다고 생각합니다. 다행히 국영기업 부문이 경제에서 차지하는 비중은 예전보다 훨씬 줄어들었습니다. 소비가 GDP의 50% 이상을 차지하고, 국영기업이 약 30% 정도를 차지합니다. 1990년대에

중국이 농촌사회였을 무렵에는 70%에 달했던 국영기업의 GDP 대비 고용 비중은 현재 10% 이하입니다. 이제 중국은 조치를 취할 수 있는 여지가 더 많아졌습니다. 민간 부문이 계속 새로운 일자리를 추가할 것입니다.

부채 축소 과정과 관련하여, 중국이 바로 충격요법을 쓸 것으로는 생각하지 않습니다. 중국은 시간과 여유가 있으므로 이 과정을 여러 해에 걸쳐 추진할 수 있습니다. 주식시장, 구조조정, 민관파트너십(public-private partnership, PPP)이 각자의 역할을 할 것입니다. PPP와 관련하여, 공공 부문과 국영기업 부문의 부채가 매우 높기 때문에 일부 국영기업이 부채를 축소하고 소유권을 변경하기 위해 민간 부문과 합작 투자를 시작했습니다. 이 문제를 해결하는 열쇠는 구조조정, 즉 내부개혁과 대외개방입니다. 그래서 세제 개혁, PPP 등의 구조적 문제에만 온전히 집중한 ‘공급 측면 경제학’이 중국 정부의 유행어가 된 것입니다.

중국이 이 개혁을 완수하려면 아직 갈 길이 멉니다. 중국의 핵심 동력은 앞으로도 내부개혁과 대외개방이 될 것입니다.



Dr. Huang Haizhou

Huang Haizhou is the managing director at China International Capital Corporation (CICC). Before joining CICC, he was head of Greater China research at Barclays Capital from 2005 to 2007. From 1998 to 2005, he was a senior economist at the International Monetary Fund's (IMF) Monetary and Exchange Affairs, European and Research Departments. Before that he taught and conducted research at The Chinese University of Hong Kong and The London School of Economics.

Perspectives on China's Economy and Economic Reform¹⁾

Huang Haizhou

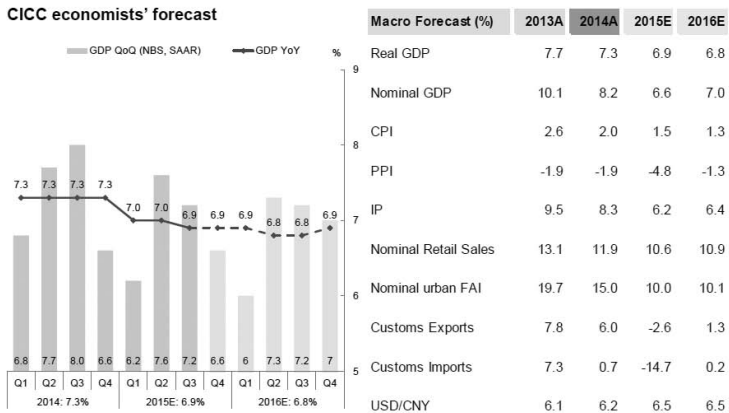
Managing Director
China International Capital Corp.

Today I will talk about two points of view. The first is the short-term view. China's economy is finding the so-called "new normal". I will also talk about what challenges the "new normal" holds for China's economy. The second view is a longer term view. China is drafting the 13th 5-year plan. Last Monday, Prime Minister Lee invited 6 economists, including myself, to discuss what kinds of risks China will face and what kind of policy China should choose and so forth in the next 5 years. I think China will be facing more challenges down the road.

1) This is a transcript of the speech by Huang Haizhou at the IGE/Samsung Electronics Global Business Forum on December 10, 2015. The views expressed here are the speaker's.

First of all, concerning the short term view, there are many challenges due to tensions in the economy. We think the growth rate will continue to slow down, but is probably about to stabilize. In 2013, the growth rate came down to 7.7% and last year it was 7.3%. We expect this year it will be 6.9% and next year 6.8%. Before 2007-2008, China's growth rate was about 10%. If you average China's growth rates over a 30-year span before 2008, it is roughly 10%. Inflation is coming down towards 1%. For a developing country, this level of inflation reflects that Consumer Price Index (CPI) inflation is low, the Producer Price Index (PPI) is in negative territory (minus 4.5%), and the growth rate also starts to come down. That is the macroeconomic picture.

Macro: We expect China GDP to grow 6.9% in 2015 and 6.8% in 2016



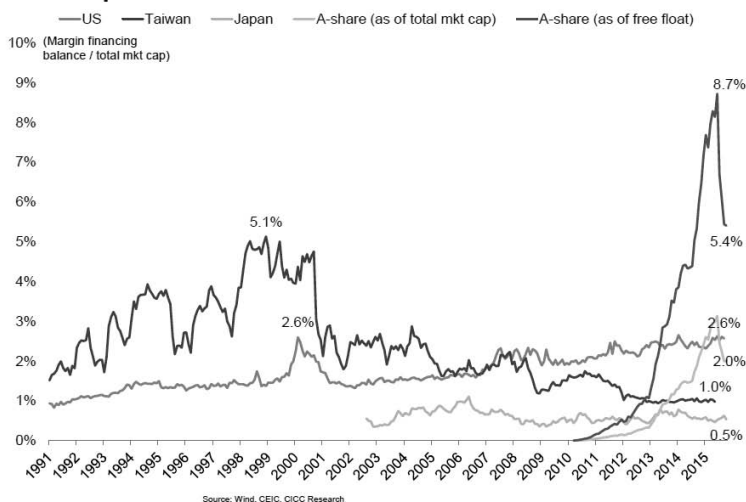
There are many challenges in the economy. One problem is that financing cost in China is high. While inflation is coming down, the real cost of borrowing for the economy is maintained at a high level for some sectors. For example, the real cost went up in the manufacturing

sector. In terms of monetary policy, we think that China is finding a “new normal”. In the previous monetary policy, China’s export sector was doing well. Exporters sold their foreign proceeds to their own commercial banks, who in turn sold them to the central banks, where the proceeds are converted into the renminbi (RMB). If economic growth is very strong, the central bank will lock up the excess liquidities through excess reserve requirement. That completes the whole cycle of money injection. Now that export growth is decreasing a lot, that kind of cycle will not work. Therefore, China needs to find a new way to inject liquidity into their financial system. Moreover, I think the inflation rate has come down so much, causing borrowing costs to become too high, which in turn has caused many problems for the economy. The central bank started to cut deposit rates and lending rates, but now a major challenge to the economy is the transmission mechanism, which is not working well, to put it mildly.

In our view, the financial conditions in China are still too restrictive for growth to recover. The real lending rate in China stands at a high level. The real lending rate for the manufacturing sector is even higher. Internally, liquidity in China is gradually improving. Barely a year ago, simple wealth management products’ yield was 7-8% and in some cases 10%. However, that has started to come down as well as bill discount rates. Liquidity in the equity market internally also started to come down. The graph below is a simple comparison of China’s margin financing with the rest of the world. I actually alerted the China’s Security Regulatory Commission (CSRC) before it reached 8.7%. This was the first

time China allowed margin financing for realtor investors. When that number suddenly hit 8.7%, the risk imbalance was enormous. And the markets strongly reacted to that and there was a huge sell-off from July.

Liquidity in equity markets: margin financing: global

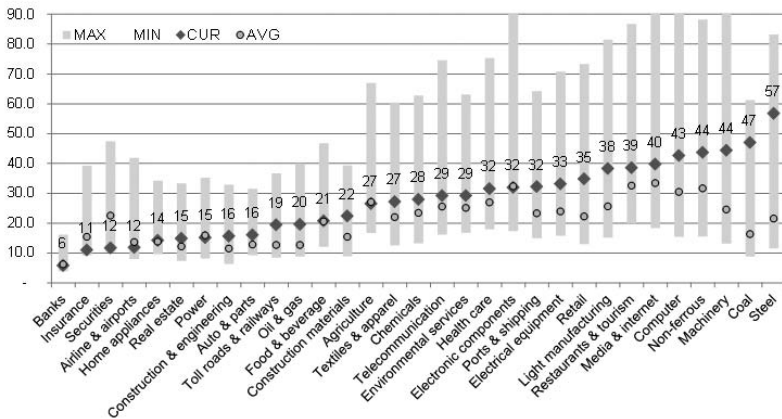


The trading volume in China also fluctuated a lot this year. In April and May the trading volume in the Shanghai Stock Exchange and the Shenzhen Stock Exchange showed China's one day trading volume is about 40% of the world's trading volume. For investment bankers and brokers that is a good life, but that life cannot continue because it is not sustainable.

Market turnover and margin financing both went up so much and then came down. Now they are trying to stabilize. I think that the market is trying to find some kind of flow. If you look at the A-shares, which is China's domestic equity market valuation, many sectors are still above the historical average. This reflects that the domestic liquidity and

domestic equity market still remain quite high.

A-shares' sector valuation: many sectors are above historical average (PE valuation)

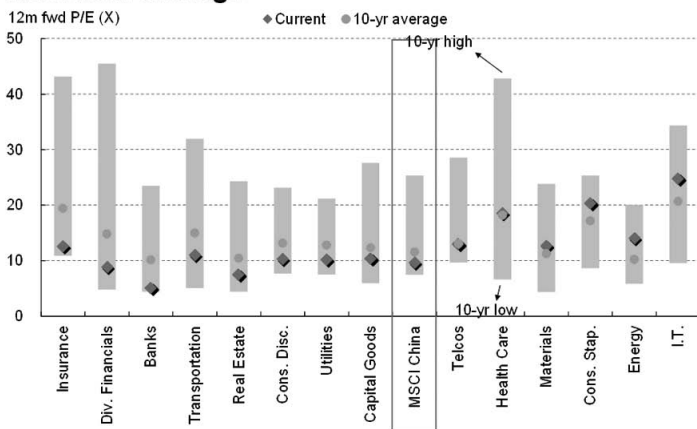


From the economic perspective, Chinese households still do not have many loci to invest. The best investment for them was buying properties for the last 15 years or so. Property prices went up so much, I think, going forward, people will start getting concerned about the risk in the property sector. So continuing to invest in property will not be very wise for the household sector. A lot of the household sector just parks their money in the banking sector. In the banking sector, household saving accounts for about 80% of the total GDP. With the total amount of household debt to GDP at 40%, there is an additional 40% saving in the system, i.e. it is not doing much. The deposit rates come down. Therefore, I think just simply parking the money in a deposit account would not make much sense. A third avenue for the household sector would be to invest in the equity market. I think there was indeed a lot of demand in that area. In my view, the valuation in the A-share market

reflects that the domestic equity market still has decent liquidity there.

However, if you look at the H-shares in the Hong Kong market, the valuation is still below the historical average. In some sectors, the valuation is so low that it is more or less the same as the 2008 financial crisis. So if one were to believe in the Hong Kong market's pricing power, one would probably draw a conclusion that there could be a major financial risk in the system. This is because Hong Kong markets reflect China's fundamentals and the international liquidity.

H-shares: most sectors' valuation are below historical average



Since the beginning of the year, international liquidity has been leaving emerging markets. If you compare all of the emerging markets' performance to two major emerging countries like Russia and Brazil, the two countries that are in a recession, and to other emerging markets around the world like Mexico or Chile, one would think those economies are doing relatively well. But in reality the currencies of those

two economies in Latin America devalued 20-30% against the US dollar. The stock index did the same. They basically barely avoided a recession internally. But from an international perspective they went through a very heavy nominal adjustment. In Asia, Indonesia, Malaysia, and Thailand went through a similar process.

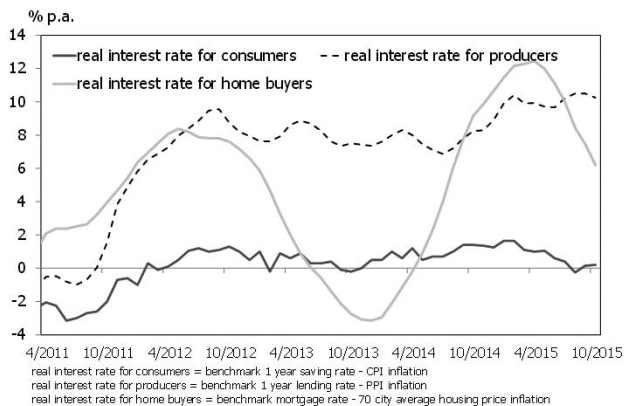
In my view, global liquidity is leaving the emerging markets. I think it will be even worse next year, particularly for commodity exporting countries or the countries that borrow internationally for their own internal liquidity. The first set of countries would include many Middle Eastern countries such as Saudi Arabia. Saudi Arabia has been liquidating the sovereign wealth fund globally this year, trying to bring liquidity back. And if you take into account the oil price, I think there will be many problems for Saudi Arabia in the future. The second set of countries would probably include Malaysia, or to some extent Thailand, because they both rely on international liquidity for their domestic financing. I think Korea learned from the Asian financial crisis, but some countries that were also affected by the crisis did not learn their lesson. The Hong Kong market reflects the aggregate picture of the emerging market liquidity and I think there is a serious issue there.

The fixed asset investment rate is also coming down. Before 2004, China's fixed asset investment growth rate was over 50% year on year. In 2009-2010, right after the 2008 global financial crisis, China was one of the first countries to launch a stimulus package, helping the fixed asset investment rate rise to over 30%. Right now the rate is just slightly above

10%. One of the reasons China's growth rate came down is because the fixed asset investment rate came down.

If you think about the borrowing cost for the consumer, it is probably reasonable. From the consumers' borrowing rate, I subtracted the CPI. For the manufacturers' borrowing rate, I subtracted the PPI. PPI is very negative. The manufacturing sector's real borrowing cost is 10%. I think that is very high for them. The real interest rate on home buyers has gone up. For many years it has been negative because if the price goes up 20%, that makes the borrowing cost 10%, which means the real cost is minus 10%. This reflects that the transmission mechanism in China is not working properly. In particular, the real borrowing cost for the manufacturing sector is very high.

Diverging trends of real rates across sectors



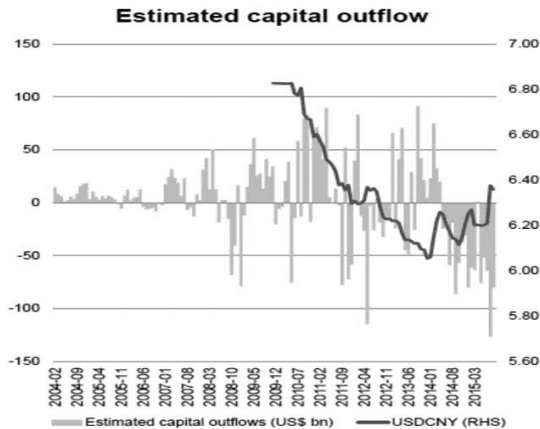
Source: CEIC, CICCC Research

Since the 2005 RMB reform, a stronger RMB also surprised exports. After the 2008 global financial crisis, the US growth rate recovered, but

not to the pre-crisis levels. Europe is still recovering, wobbling around 1%. However, the real effective exchange rate (REER) of RMB has gone up about 50% since 2005, which partly explains why the growth rate is slowing down.

Internal liquidity is probably still okay in some sectors, particularly the consumer sector and the property market. The borrowing cost for the manufacturing sector is a little too high. We need to treat external liquidity separately. Since China's economy started to moderate, there has been capital outflow. Capital outflow is an issue that the People's Bank of China (PBoC) needs to watch closely. China is still sitting on \$3.5 trillion of reserves, so I am not so much worried about exchange rates, but I think this is a factor that China will need to watch closely.

Capital outflows



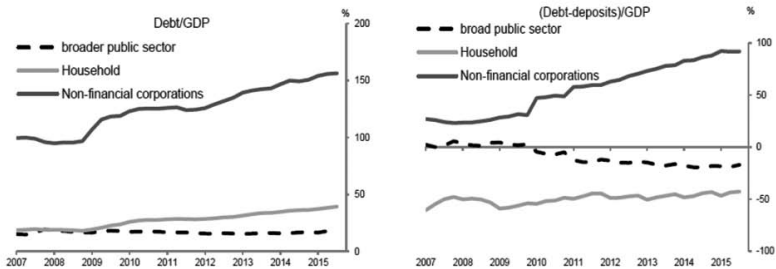
In terms of short-term policy, I think the PBoC still has many tools to address, including cutting excess reserve requirement. Also, they can cut the repo rate, deposit rate and the lending rate. China has not reached the so-called zero-bound interest rate yet, so there is still room for the interest rate to come down. The central bank's bond rate also starts to drop.

One of the issues that the economy has faced since 2008 is the increase in the leverage ratio of the corporate sector. Before 2008, if you think of the global economy as separated into blocks—US as a block, Europe as a block, and emerging markets as a block, the US leveraged up too much. The US got itself into serious trouble, a major financial crisis. Europe leveraged up, but not that much. Europe relied more on bank financing while the US relied more on equity and direct financing. If you compare the corporate leverage ratio, the US corporate borrowing ratio is the lowest among the major economies. If you use GDP as a denominator, the US total amount of corporate borrowing, including public and SMEs, is about 60% of the total US GDP. Europe was around 120-140% of GDP. Before 2008, the ratio of many developing countries was lower than that, around 80%. US household leveraging is much higher. US corporate sector did not borrow that much. After 2008, the US seriously engaged in deleveraging from the financial sector to the household sector. The US corporate sector did not really need to do much deleveraging because 60% is not that high. Europe has tried to deleverage, but it has not made much progress yet. The US made a huge progress in financial deleveraging. In my view, the US is ready to leverage

up again.

If you compare the US and Europe to the block of emerging markets—China, Brazil, Russia, and India, virtually after 2008 all of them leveraged up a lot. China is no exception. I think the world has changed. While the US now can leverage up, many emerging markets will have to deleverage, by choice or by default. That is one of the problems China is facing. However, if you do a more serious analysis, the main leveraging issue facing China's economy would be the corporate sector, in particular the state-owned enterprises (SOEs). China's household sector does not have a problem. The private sector is doing okay while the state-owned sector is not. Looking at the graph below, the non-financial sector's leveraging ratio is still too high.

Corporations' leverage rising faster in recent years

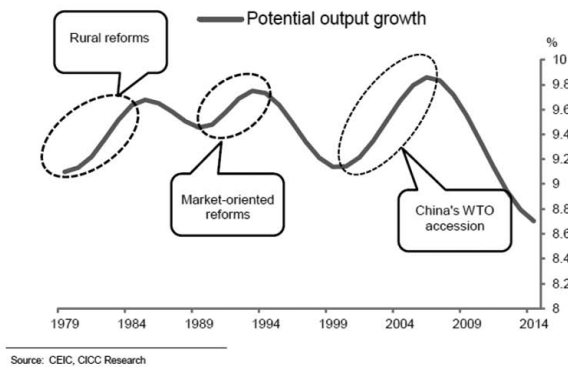


I want to now change my view to long-term issues such as reform, opening up, and growth in the next 5 years. China's economy has a business cycle. The business cycle is more or less driven by the political cycle. When the growth rate goes up, it is pretty much supported by

main reform efforts. The first cycle started in 1978 with the rural reform. After 1992, the market-oriented reform was a key driver, which boosted the economic growth. Then China quickly got itself into high inflation. In 1994 CPI inflation reached 21%. Then China tried to deleverage and restructure the state-owned sector, but unfortunately China was also hit by the Asian financial crisis. The third cycle was in 2001 when China joined the WTO to further bolster growth. The third cycle lasted until 2007. China began to face new challenges.

My point is China's business cycle can be explained really well by the political cycle. Each group of new leaders wants to grow the economy. I would not be surprised if the growth rate will find a floor, rebound, and then have another cycle. I think we are almost at that point.

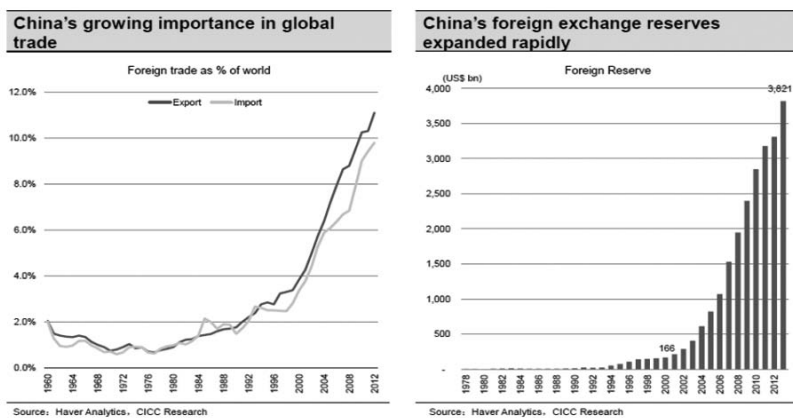
Reform drives long-term economic cycle



The whole story of China is really about the opening-up and reforms. The first major turning point was in 1978, and the second major turning point was in 2001 when China joined the WTO. From 1978

to 2000 China focused on its domestic economy— internal reform, rural reform, etc. China was not so much integrated into the rest of the world. In 2001 with the accession to WTO, China’s trading volume and reserves changed. In 2000, China’s total amount of reserves was only about \$166 billion. Now it is about \$3.5 trillion. In my view, the whole story in China can be explained well by internal reform and external opening up. China will continue to push on both.

Benefits from reform and opening-up

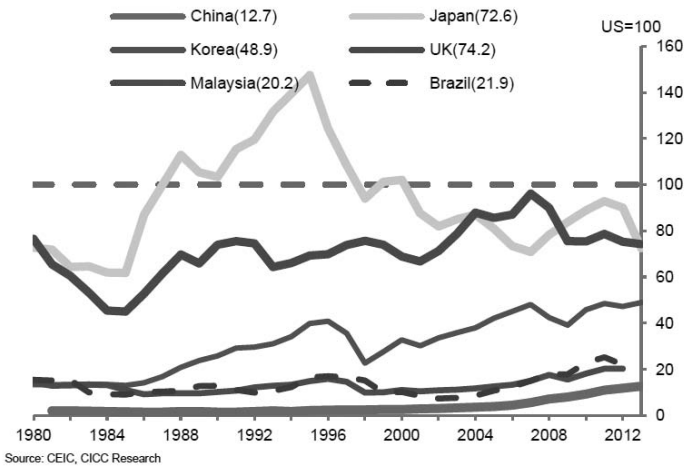


In terms of nominal exchange rate, China’s economy is at about \$10 trillion, while the US is at about \$16 trillion. A \$10 trillion economy growing at 7% means every year the added size is bigger than the average GDP of European countries. Size matters.

Where is China now? After 30 years of rapid growth, China is still a developing country; a relatively low-income emerging market economy. China probably is still quite behind Korea. See the chart below. Korea

is somewhere around 50% of US GDP per capita; UK is about 75%; Japan is 72%; and Brazil is 22%. Where is China? 12%. China has a long way to go to catch up. China is still in the catching-up period. China has not completed its industrialization or urbanization process yet.

Where is China now? (per capita GDP relative to US)



I worked at Barclays Capital, so I watched the Asian economies very closely. I noticed a very interesting comparison about dynamism. What happened over the past 20 years? If you do a comparison of 4 Asian economies, it is very interesting. Back in 1995 Taiwan's GDP per capita was about 120% of Korea's and Hong Kong's GDP per capita was about 120% of Singapore's. Over the past 20 years, the ratios completely changed: Korea's GDP is 120% of Taiwan's; Singapore's GDP is 120% of Hong Kong's. The key explanation variable behind this change is clearly China.

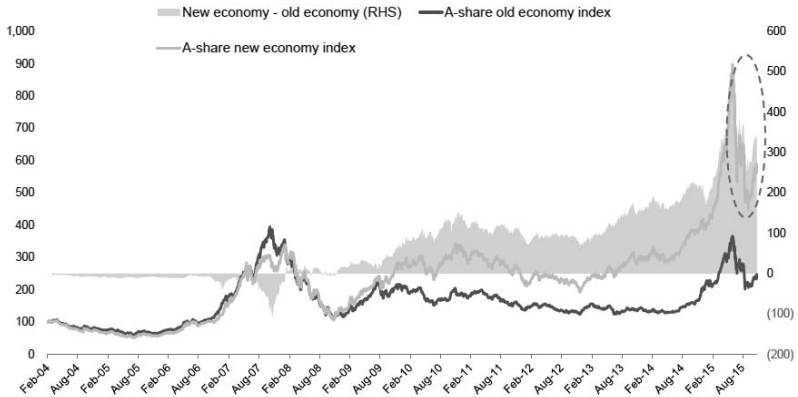
China, in a four-dimensional glance, provides some longer term perspective. China is a large economy, so there is still space to grow and the gradual model applies. China's east coast is like China's Europe; China's internal part and west is like China's Africa. There is a huge gap between China's east and west. So that gradual model applies. Industrialization and urbanization will also continue to play a key role. Secondly, China is still a developing country. GDP per capita is 12% of that of the US. There is still a long way to go to catch up via industrialization and urbanization. China's urban population ratio is about 55% of the total population. That is including those who do and do not have hukou (household registration system). The number of those who have hukou permit is about 35% of the total population. If you reform the hukou system, I think that will boost urban consumption and it would also allow rural residents to permanently settle in urban areas. The third important area is that China's economy is in transition. China's government is quite effective. The government has strong leadership and it understands the policy.

I travel around the world and I talk to international investors. A lot are worried about China's financial risks. One point I want to bring up is that China is probably over-insured. One analogy I try to use to explain this is the following. There is a new driver who never had a car before. He buys a new car and drives it on the highway for the first time. Because he is a new driver, he has never gotten into any accident, has had his car stolen, or been ticketed for drunk driving. Despite this, the

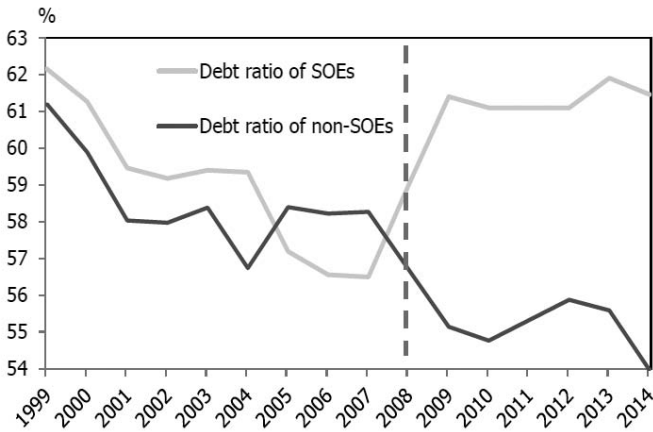
new driver bought car insurance as if his car had been stolen three times or had hit someone and caused a serious damage. That is the way China is. The total amount of deposit of the household sector is 80% of GDP. The total amount of household debt is less than 40% of GDP. That leaves an extra 40% savings in the household sector. The leveraging ratio of non-financial sector is high and the total amount of debt is about 144% of GDP. If you take away the deposit, then of course the situation would be better, but not so much better. For example, the government sector has a huge amount of savings. The government sector's total amount of deposit is 70% of GDP. People worry about China's government borrowing. If you subtract the total amount of deposit, you end up with positive 50% of GDP. All the sectors, except the corporate sector, are hugely over-insured in China.

China, as a transition economy, is undergoing a serious reform. The new economy sector is emerging. The new economy is the all privately-owned technology and service sectors. The new economy is greatly outperforming the old economy. In addition, the private sector debt is not very serious. It is really the public sector debt, i.e. the SOE sector, that is worrisome.

“New economy” sectors outperformed in recent years



Debt ratio: a tale of two enterprises



Source: CEIC, CICC Research

Urbanization is a key driver for China’s growth going forward. The average household income between urban and rural residents is about 3:1 or 4:1, which illustrates a huge income gap in China. China needs to support an urbanization that not only addresses the income gap issue,

but also supports China's economy via increased consumption and generated demand.

Next, I will talk about the main reform agenda after the party's third plenum. I think the two key directions of reform are outlined clearly in the manifesto as follows.

1) The market will play a decisive role in allocation of resources. China's transition economy is moving towards a market economy; and

2) The economic environment will need to benefit all people in a more equitable manner. The key way to achieve this is not through taxation, but rather through supporting people to move from the countryside to the urban areas. Also, it is necessary to provide medical care and pension for those in need at the minimum. Some of the priority areas of reform include SOE reform, changes in the government's role, fiscal and taxation reform, land reform, easing of family planning policy, financial reform, etc.

Financial reform is already driving China's reform in the stock market, the banking sector, etc. This manifesto was issued about 2 years ago. This year China reformed the family planning policy. A "new round of opening up" is the RMB accession into the IMF SDR basket. In my view, the importance of RMB joining the SDR basket could be as high as that of China joining the WTO in terms of opening up. The decision to join the WTO helped China's manufacturing sector to be integrated with the rest of the world. I think that the effect has been phenomenal. The RMB joining the SDR basket will help China's service sector be

integrated with the rest of the world.

If China wants to push for urbanization, some kind of land reform will be needed. Otherwise, a family will not have enough resources to even put down payments for a small flat in any of the urban areas. Fiscal and taxation reform is also on the agenda. China really needs to define the relationship between the central government and the local governments in terms of tax collection. Previously, local governments relied a lot on land sales to supplement the shortfalls of the tax revenue. That will need to be changed.

There are three types of financial reform: 1) market system; 2) money rates; and 3) financial regulations. The government will relax many restrictions in financial regulations. Meanwhile, I think the government will need to develop a more solid regulatory framework. The financial service in China is growing and I think that is where China should be heading. The household savings initially were heavily invested in the property sector, but going forward, that will not be so wise. Also, parking all the household savings in the banking sector perhaps will not be that wise a move, either. They really need to get into financial products. However, one of the problems with financial products is that the boundary is blurred between investment banks and commercial banks. Should investment banking products be regulated by the securities regulators or the banking regulators? There are many challenging issues in this regard. It is an area that China needs to address.

In terms of money rates, the two key rates are interest rates and exchange rates. The interest rate is heavily regulated by the central bank. The central bank not only provides guidance but it also heavily regulates interest rates. Going forward, banks make their own decision about lending rates, deposit rates, etc. They can charge high rates or low rates, so that there will be increasing competition in that area. However, banks are regulated by banking regulators. Some of the trustee companies can do more or less the same thing. So who should regulate the trustee companies? I think there are many challenges here. With regards to exchange rates, given the current market pressures, the RMB will probably need to devalue somewhat. For a developing country, if your currency is on the path of devaluation, you will be facing another problem: “Where is the equilibrium?” As explained in the Rudi Dornbusch paper, the market should be more serious for developing countries when their exchange rate is on the path of devaluation. The flow is very hard to find. I think those are challenges.

The key points from the 13th 5-year plan are as follows. China will seriously need to reform the state-owned sector and define the government role, i.e. let the market play a decisive role in allocation of resources. In China’s policy circle, a new buzzword that has been used in the past couple of months is “supply-side economics”. During the Reagan and Mrs. Thatcher years in particular in the US and the UK respectively, they pushed hard on the supply-side reform. I think that word has become a buzzword in China. In my view, it shows that the government eagerly and readily wants to push for the SOE reform and the government reform. This is my personal view.

Questions
and
Answers



Q China has vigorous plans to invest in infrastructure overseas through such organizations as the Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB) and the New Silk Road that require a huge amount of capital and financing. Given China's high leverage ratio in the government and corporate sectors, how do you think China can meet these financing needs?

A In terms of who would provide the financing if China wants to invest in the infrastructure sector abroad, China has more than enough savings to finance it. China's own corporate sector leverage ratio is a little too high, in my view. However, it is not the highest as in all emerging markets the leveraging ratio went up. China is not the worst. Leveraging ratio in SOEs sector went up but the private sector is doing okay. If you think about the household sector, government sector, and the total amount of reserves China has, financing is not a problem in China. China does not really need international liquidity to finance its domestic investment or consumption. China has been a net capital exporting country for quite some time. China will continue to export capital to the rest of the world.

In terms of financial reform, with a large economy, to what extent will the growth rate be sustainable? You need to take into consideration the state where China is currently – 12% of the US GDP per capita. Also, as a huge country with vast land, industrialization and urbanization will continue to play a key role. China is still at the catching up stage. China's growth rate will need to moderate somewhat. However, I

think infrastructure investment, industrialization, and urbanization will continue to be key drivers down the road.

Q Against the 6.8-6.9% of growth forecast for China, there are alternative views from those skeptical about this outlook. The extreme views are around 3-5% growth rate. What is your view?

A In terms of China's growth rate, our estimate for this year is about 6.9% and for next year it is 6.8%. We believe that by 2017 China's growth rate will still be at 6.8%, which is why I say the growth rate is about to stabilize. You mentioned that there are alternative views about where China's growth rate will be. Some people, using the Li Keqiang index, believe the growth rate will be even lower. As we know, the Li Keqiang index reflects the growth rate of electricity, of credit, and of railway transportation. That index was more relevant as an indicator of the growth rate 5 or 10 years ago because China's economy is moving towards consumption based. If you think about the heavy industry, of course, you need a lot of railway transportation and electricity to make steel and aluminum. The index is more or less heavy industry based.

As a whole, after so many years of continued growth, China is moving towards a more consumption based economy. Consumption's contribution to GDP is over 50%. If you think about consumption, you really do not need much of electricity or railway. I think the Li Keqiang index captures a portion of the older economy. Nowadays people

continue to use the old index to capture a portion of the economy. In my view, they do not understand the economy. We believe that as China continues to move towards consumption growth, the growth rate will need to come down. Meanwhile, the manufacturing and heavy industry sectors will grow much slower, maybe even negative growth. Credit growth to that sector will also need to come down. If anything, they need to deleverage.

Q Do you think China will achieve interest rate liberalization in the near future?

A Among all the transition countries, China took a different path of gradualism. China never buys in the big bang or the shock therapy approach. If you think about the interest rate liberalization, China is more or less there. PBoC provides the guidance and whatever the guiding rate, the commercial banks can change the rate 40% up or down; so, that widens the band. PBoC gives a central line and the commercial banks can adjust it varyingly. Going forward, I think the band width will increase to 100%, and then it will become relevant. But the central banks still need to control some rate to control inflation, for instance.

Another important rate is the exchange rate. The exchange rate is more challenging because it is related to the external sectors. The problem is that the market is likely to bid in one direction at a time.

When the market does this, it causes overshooting. That is inevitable. Korea went through that in 1998. It is very hard to manage because it is a market phenomenon. China will have to face that kind of challenge which is very difficult.

Q Similar to development of other Asian countries to some extent, China's external sector is very high but in a way it is misleading in understanding the Chinese economic development correctly. Do you have any reliable index showing the effective or actual contribution of the external sector to the Chinese economy? I calculated the external sector contribution based on the employment of joint ventures in China, which turned out to be a very small portion. Also, FDI contribution to the capital accumulation in China is also very limited. But if you look at the figures of the total trade to GDP, it is almost 40% of GDP. That means that we have some misunderstanding that China's development is similar to other emerging markets which depend on the external sector promotion growth

A In terms of the external sector's contribution to China's economic growth, there are different ways to measure, quantify and see it depending on the perspectives you are coming from. First, the growth of net export contribution to GDP growth is important. Before 2007-08, of the 10% GDP growth, about 1-2% came from the net export sector. What is the net export sector's contribution to this year's

6.9% GDP growth? Zero or negative! For the last two years it has been -5% and -3%. This year will probably be -2%, close to zero percent. It is not because China's export growth this year outperformed last year. It is because China imported less. Therefore, China is an economy that is quite integrated with the rest of the world. However, China is a large economy. China needs to import a lot of commodities and it exports low end consumption and middle to low end manufacturing goods. Basically, in terms of GDP contribution of the rest of the world to China, this is a large economy phenomenon.

One would need to compare China with the US. The US is quite integrated with the rest of the world but the rest of the world does not affect the US that much. The US is pretty much a domestic economy, despite it being so much integrated with the rest of the world. Why? It is because domestic consumption and investment drive everything. China is not at that level yet, but going forward China's domestic consumption will drive domestic growth.

Meanwhile, China needs to open up with the rest of the world through exchanges of ideas, investment, goods, commodities, etc. I hope that kind of flow will continue to go up. Relatively, the size of GDP will become less and less important. The export sector's contribution, going forward, will be in the range of $\pm 5\%$. It will never go beyond 1% in either direction; it will be more or less zero. That is only one perspective. Opening up is so important to China, so the external sector's contribution is far more important than what would be justified by 1% GDP growth. Why? Without opening up, some of the reforms cannot be implemented and some of the ideas cannot be adopted. Even

for the US, opening up is very important.

In terms of the foreign reserves, I would like to compare China and Germany before 2008 with China and Germany now. What happened between 2008 and now? The external positions of the two countries swapped. Before 2008, China's current account surplus reached 7% of GDP. Trade surplus was slightly below that. If you look at Germany at the time, its current account surplus was about 3-4% of GDP, much lower than that of China. If you look at China's current account and trade surplus now, they are all below 3%. What about Germany's current account surplus? It is over 10%. Basically, before 2007, each year China had a huge amount of foreign reserves because it had huge current account and trade surpluses, which have moderated. I think that in terms of the reserves, the peak of the reserves of \$4 trillion is behind us already.

Q There has been many pictures of the effect of China's growth on environment like air pollution. Do you think that aspect will have any effect on future Chinese growth?

A Environmental issues are constraining factors for China. China is currently seriously addressing the environmental issues. Do you remember what the main environmental concern in Beijing was 20 years ago? It was the sandstorm from the Gobi desert. That problem has been more or less contained. How? China planted so many trees

in Inner Mongolia and other areas. In my view, that shows that China is seriously addressing the environmental issues through investment, reduction of pollution, etc. In 10 years let's evaluate it again. I think in 10 years the problem can be contained. To me, there will not be a constraint because one of the top priorities of the government in environmental protection is to develop a growth model that is sustainable.

Q China has a huge current account surplus, but at the same time huge capital outflow. Now with the RMB becoming one of IMF SDR basket currencies, China has three options in exchange rate policies. The first is to continue as it has by intervening in the market by using its huge foreign reserves and capping the level of exchange rate at the current level. This has been done for a while and as a result the foreign exchange reserve has substantially reduced to \$3.4 trillion. The second option would be to gradually allow the exchange rate to grind down, reflecting capital outflow. The third option could be to let it float in the market. The ultimate direction at this point would be substantial depreciation. If that happened, the country that will be most affected will be Korea. In your view, which option will China choose?

A In my view, probably the second option is most likely. I am a market economist. I do not think that neither China is willing nor the international community is interested to let the RMB devalue drastically in the short run. If the RMB were to devalue drastically, most

of the Asian economies will be seriously affected. In that regard, China will have to take a gradualist approach, which China likes to take. But once in a while, China needs to push something big, like the 2001 WTO accession. And this year's SDR is also a major push.

One way to think about the gradualism approach is the following. If you continue to take the gradual approach, every 10 years or so, you will jump one big step. That is the way one should think about China. When China is ready, it will want to take a big step. When China was discussing joining the WTO, there was a huge internal debate because many of the industry lobbyists said they will be slaughtered by the WTO. It did not really happen. Many sectors took a very heavy hit but survived. If you look at China's own car industry, although it took a hit after China joining the WTO, it is not necessarily bad. But different people have different views. Some in China claim that China's whole car industry collapsed, but I don't take that view. I think opening up is good. Once in a while China will want to take a big jump when it is ready, but more or less it will stick to the gradualist approach.

I think capital outflow in China will continue. China has become a net capital exporting country, and it will remain that way for quite some time. With high savings in China and the investment opportunity in China, I think that household investors will be helpful for others to diversify.

Q What is your position on the RMB devaluation? What percentage of devaluation do you think is appropriate? Bloomberg recently predicted that the Korean won will be the next best

candidate currency to be included in the IMF SDR. What is your view on that?

A There are two exchange rates on the RMB. One is the Shanghai Interbank Market Rate—an on-shore rate. The other is an off-shore rate in Hong Kong. Much of the exchange will be facilitated through Non-Deliverable Forwards (NDFs). Let's say Professor Cho and I write a bilateral contract. We can set the rate at whatever level we both feel comfortable with. In a way the transaction volume is very small, the market is very illiquid; it is pretty much an OTC (*over-the-counter*) market. If you believe in that small illiquid OTC-driven market, the exchange rate can be anywhere. I don't think that is the right market to understand China's exchange rate because there are players there who want to benefit from that one way or the other. Another general phenomenon is even with the deeper market with proper instruments, you have a problem of overshooting in one way or another. When an emerging market economy is doing well, then the market will cheer up the old value too much, overshooting. When an emerging market is not doing well, the market puts pressure on devaluation, causing overshooting again. Look at Korea during the 1997-98 Asian financial crisis. If the government has the means and needs to communicate the confidence to the market, in volatile situations intervention from the central bank is warranted. Given the huge amount of reserves China has, I do not think the RMB will have a serious devaluation problem.

Given that the RMB will join the SDR October next year, one of the

conditions in doing so is “freely usable”. That will require the RMB to use market based exchange rate. So between now and October next year the RMB will be more and more towards market based. But we need to clarify what “market-based” means. I believe that “market based” cannot be narrowly interpreted based on two bilateral party transactions – OTC and NDFs. If you do so, you basically give some of the market players huge power and manipulation, which is not the right way. So in a way, we should be able to find a way to define the market before October next year. I think the RMB will increase flexibility somewhat and I do not see the RMB would devalue significantly, even in the current situation.

Basically, you think about the RMB in the SDR basket which has the US dollar, the Japanese yen, the euro, and the pound/sterling. The US dollar has been strengthening to some extent in the last few months. The Japanese yen has devalued a lot and will continue on that path in my view. So has the euro. So you have to think the RMB in view of the all SDR basket currencies, not just the US dollar.

The Bretton Woods institutions have to be reformed. I would personally support the inclusion of other currencies, if the SDR basket functions as the reserve currency that is freely usable.

Q You mentioned that large and still increasing corporate debt is one of the biggest risks in China. Earlier this year, one of the factors of China’s stock market skyrocketing was an increase in the indirect financing ratio for corporate deleveraging. I am curious if there will be policy or internal market efforts China can seek to solve these

problems.

A In the corporate sector, particularly SOEs will need to deleverage. There are several means that the government is employing and the market is pushing. One way is China needs to develop deeper capital markets, i.e. more equity financing and more bond issuance for those who have good credit ratings, allowing them to borrow directly from the market rather than from banks. For SMEs, Beijing opened the new third market this year, which China is developing its own NASDAQ to some extent for technology companies so that they do not have to rely too much on bank financing. If you think about the new economy that I mentioned, the valuation of the technology sector is much higher than the non-technological sector, in particular SOEs.

Second, given that SOEs are state-owned, one way or the other the government will have to shut down or restructure some of the factories and companies. China did this in the 1990s. Why? Growth rates came down a lot and China was hit with serious, so there was a painful restructuring. I think it is time for the government to engage in serious restructuring of the state-owned sector. Fortunately, the state-owned sector portion is much smaller in the economy. Consumption accounts for over 50% of GDP, while SOEs about 30% or less. SOE's employment as a share of GDP is less than 10%. In the 1990s, it was 70% when China was a rural society. Now China has more space to maneuver. The private sector continues to add new jobs.

Regarding the deleveraging process, I do not think China wants to take right away a type of shock therapy. China can afford the time and space, which allows this process to be a multi-year process. Equity market, restructuring, and public-private partnership (PPP) will all play a role. Concerning PPP, given that the debt of the public sector and SOEs is so high, some of the SOEs started joint ventures with the private sector, not only to reduce the indebtedness but also to change ownership. I think the key to solving the problem is restructuring, particularly internal reform and external opening up. This is why I say the new buzzword in Beijing is “supply-side economics”, which focuses entirely on the structural issue, including taxation reform, PPP, etc.

There is a long way for China to go along this reform. The key drivers for China are continued internal reform and external opening up.

SOUTH KOREA: Economic retrospective and prospective

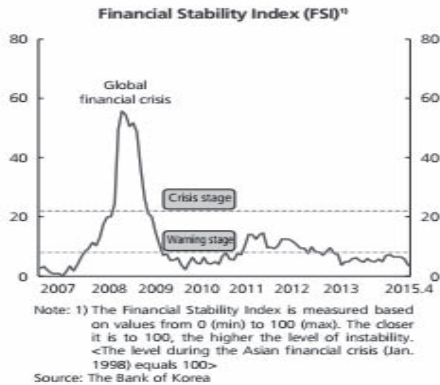
- South Korea has emerged stronger from the two crises in 1997 and 2008
- Fiscal, financial and institutional factors have strengthened over time and relative to most other peer countries
- Prospects are relatively favorable
- Management of structural challenges will determine the pace of Korea's convergence with the advanced economies

Pre-1997 crisis setting

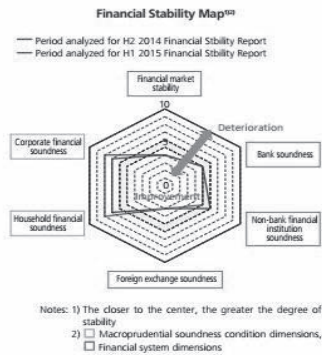
"One of the lessons for South Korea and other leading EMs is that they cannot take for granted that the world will be enthralled by (their) economic and financial opportunities...there are many strengths, but is important that the government not become complacent. One of the lessons of the Mexican crisis is that complacency costs dearly."

Charles Dallara, IIF Managing Director: IGE speaker, 27 January 1995

BOK Financial Stability Index



Korea's Financial Stability Map

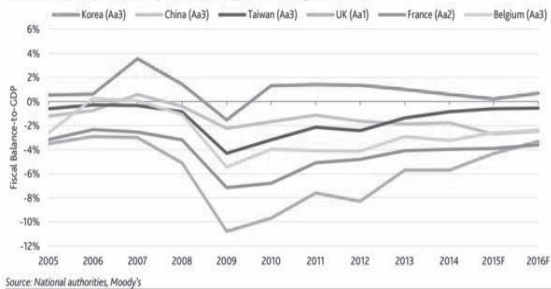


Korea's sovereign credit recovery

- Current Aa3
- Dec 1997 Ba1
- 1993 A1
- Nov 1986 A2

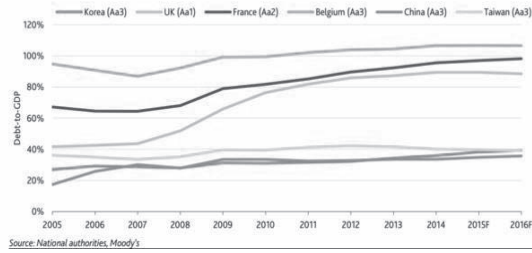
Korea's strong fiscal fundamentals--budgetary

Korea's Fiscal Balance Compares Favorably to Similarly Rated Peers



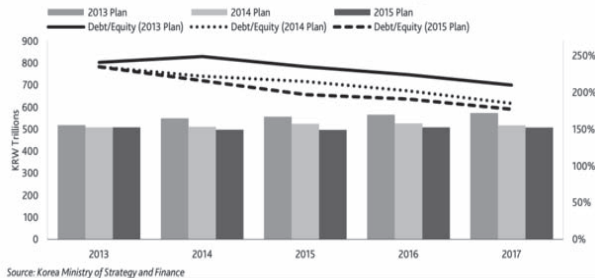
Korea's strong fiscal fundamental--debt

Korea's Debt Burden Compares Favorably to Most Similarly Rated Peers

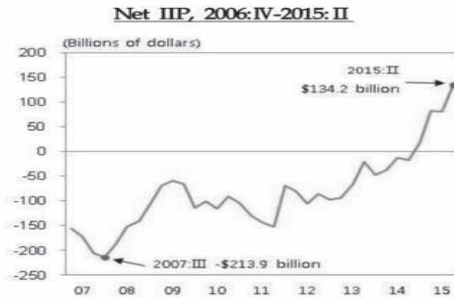


Korea's fiscal risk: off-MOSF balance sheet public debt

Government Plans to Lower Public Institution Debt Will Lower Contingent Risks

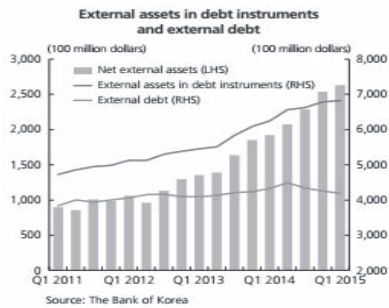


Korea's reduced external vulnerability: Net asset International Investment Position



• Source: Bank of Korea

Korea's net external credit cushion



Korea's monetary policy space



	CPI	INTEREST RATE	NIIP (% of GDP)	FX RESERVES (\$ BILLION)
KOREA	0.9	1.5	9.4	368
JAPAN	0.2	0.0-0.1	66.5	1,249
CHINA	1.6	1.5	17.1	3,514

Note: NIIP is a 2015 estimate; FX reserves from latest month in 2015—October or November
 Source: IMF Fiscal Monitor, April 2015; Trading Economics; National Sources and IMF WEO

KTB yields have tracked BOK policy easing



Korea's fiscal policy space

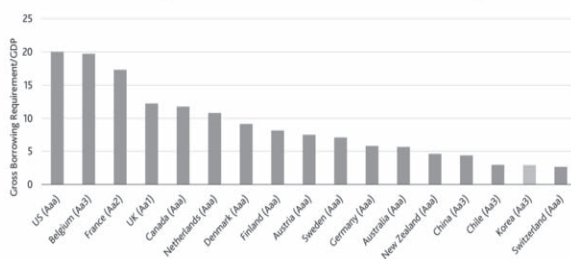


	GROSS FINANCING NEED, 2015	NONRESIDENT HOLDING OF GENERAL GOVERNMENT DEBT, 2014 (PERCENT OF TOTAL)
KOREA	2.9	13.0
JAPAN	52.7	8.1
CHINA	4.4	<1*
SPAIN	21.5	42.5

* estimate
Source: IMF Fiscal Monitor, April 2015

Korea's fiscal strength: low GFN

Korea's 2015 Gross Financing Needs Are Much Lower Than Most Aaa-Rated Sovereigns¹



Source: IMF Fiscal Monitor, April 2015.

Fiscal space raises debt affordability

10-year government bond yields (12 Nov):

- Korea 2.33%
- China 3.19%
- U.S. 2.32%

Sources: ADB Asian Bonds Online, US Treasury

GDP growth performance and outlook

	1997-2006 (Average)	2015	2016	2020
KOREA	4.9	2.7	3.2	3.6
CHINA	9.4	6.8	6.3	6.3
JAPAN	0.9	0.6	1.0	0.7
UNITED STATES	3.3	2.6	2.8	2.0
MAJOR ADVANCED ECONOMIES	2.5	1.9	2.2	1.7
EMERGING MARKETS	5.4	4.0	4.5	5.3

Note: Major Advanced Economies are G7 and Euro Area Countries
Source: IMF World Economic Outlook, October 2015

Korea's exports: global growth and the yen

Won / yen rate and export volume

	1995.4– 1997.2	2004.1– 2007.2	2012.9– 2015.3
Rate of won appreciation against the yen ¹⁾	26.4	39.5	56.6
Rate ²⁾ of export volume growth	18.4	32.8	6.9
Rate ²⁾ of global import demand growth	15.3	27.1	6.3

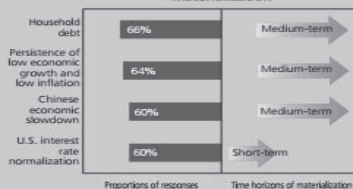
Notes: 1) Percentage appreciations of won/yen rate from beginnings of decline to ends of decline

2) Three-month moving average basis

Sources: The Bank of Korea, CPB

BOK Systemic Risk Survey, May 2015

Key risks¹⁾, and time horizons of materialization²⁾

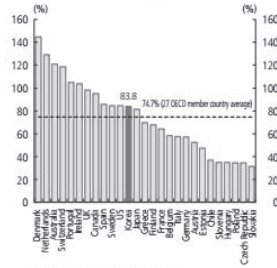


Notes: 1) Based on multiple responses

2) Short-term is within 1 year, and medium-term 1 to 3 years

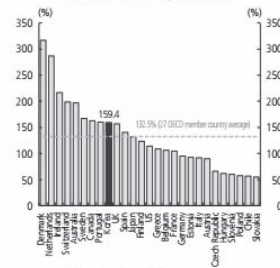
Household debt, “a major risk factor”

<Figure I- 6> Household debt¹⁾-to-nominal GDP ratios²⁾ in major countries



Notes: 1) Flow of funds statistics basis
2) End-2012 basis
Sources: The Bank of Korea, OECD

<Figure I- 5> Household debt¹⁾-to-disposable income ratios²⁾ in major countries



Notes: 1) Flow of funds statistics basis
2) End-2012 basis
Sources: The Bank of Korea, OECD

South Korea’s structural challenges

- “...there is a possibility of our growth engines continually weakening due to structural factors....Sectoral imbalances, labor market rigidity and excessive regulation.”

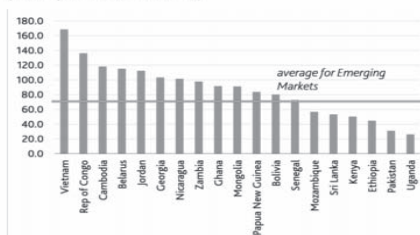
BOK Governor Lee Juyeol. “Speech Commemorating the Banks 65th Anniversary.” 12 June 2015

NORTH KOREA: What if it were a Frontier Market?

- Byungjin is an incomplete and piecemeal reform strategy—North Korea is far from the Frontier
- Economic reform requires external opening
- Sustained economic advance is very rare among FM economies

Systems move into the Frontier when they open to trade and investment

Many frontier markets exhibit a high degree of trade openness
(Trade Openness, % of GDP, 2014)



Source: Moody's Investors Service

But FM's face BOP constraints

Current account imbalances are significantly higher than in emerging markets
(Median, % GDP)



Source: Moody's Investors Service

Frontier Market credit entropy

Frontier market sovereigns: How have credit ratings moved?
(Current and originally assigned foreign currency bond ratings)

Sovereign	Current Rating	Initial Rating	Year Rating Assigned
Albania	B1	B1	2007
Armenia	Ba3	Ba2	2006
Bangladesh	Ba3	Ba3	2010
Bolivia	Ba3	B1	1998
Ethiopia	B1	B1	2014
Gu	B1	Ba2	1999
Georgia	Ba3	Ba3	2010
Jordan	B1	Ba2	1996
Kenya	B1	B1	2012
Nigeria	Ba3	Ba3	2012
Rep of Congo	Ba3	Ba3	2013
Sri Lanka	B1	B1	2010
Vietnam	B1	Ba3	2005
Zambia	B2	B1	2012

Sovereign	Current Rating	Initial Rating	Year Rating Assigned
Belarus	Caa1	B1	2007
Bosnia	B3	B3	2004
Cambodia	B2	B2	2007
DRC	B3	B3	2013
Egypt	B3	Ba1	2005
Ghana	B3	B1	2012
Honduras	B3	B2	1998
Madagascar	B3	Ba2	1997
Mongolia	B2	B1	2005
Nicaragua	B2	B1	2013
Nicaragua	B2	B2	1998
Pakistan	B3	Ba3	1994
PNG	B1	B1	1998
Senegal	B1	B1	2011
Uganda	B1	B1	2013

Note: Orange shaded sovereigns denote those that are at a lower rating level currently than they were originally assigned. Green shaded areas denote upward movement. Source: Moody's Investors Service

Source: Moody's Investors Service

Conclusion

- Reform in North Korea is not meaningful until it opens to global trade and finance
- Yet political and institutional factors will hold back reform progress and sustainability
- President Park's Northeast Asia Peace and Cooperation Initiative is a long shot, but the only one
- A bonanza would require a lot of time and work

