

2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

중국 경제의
신창타이(新常态)는 무엇인가

The Chinese Economy:
Transition towards the New Normal

Huang Yiping



황이핑 (Huang Yiping) 중국 북경대학교 중국경제연구센터 교수

중국 북경대학교 중국경제연구센터 교수이자 중국 인민은행(PBoC)의 금통위원. 시티그룹 아시아 수석이코노미스트, 바클레이즈 아시아 신흥국 수석이코노미스트 및 상무이사를 역임함. 거시경제정책과 국제금융에 중점을 둔 그의 연구는 홍콩, 대만과 중국을 비롯해 아시아 신흥국을 중점적으로 다루고 있음.

중국 경제의 신창타이(新常态)는 무엇인가¹⁾

황이핑(Huang Yiping)

중국 북경대학교 중국경제연구센터 교수

중국 경제 현황을 장기 변화(transition)의 맥락에서 말씀드리겠습니다. 오늘 강연의 제목이 ‘뉴노멀(新常态)’인 이유입니다.

미국 연방준비제도이사회(Fed) 의장을 비롯하여 전 세계가 관심을 보이는 가장 중요한 문제는 중국 경제의 성장이 둔화되고 있다는 사실입니다. 그러나 사실 중국 경제는 2011년 이후부터 둔화되고 있습니다. 세계 경제가 거의 붕괴 지경에 이르렀던 2008~2009년에 중국이 시행한 대규모 부양정책에 대해 들어보셨을 것입니다. 4조 위안에 이르는 대규모 부양패키지 덕분에 2009~2010년 중국의 경제성장

1) 본 글은 2015년 9월 21일 개최된 “IGE/삼성전자 글로벌비즈니스포럼”에서 황이핑 박사가 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀 둔다.

이 제자리로 돌아왔습니다. 이 시기에 중국 경제의 성장은 정점을 찍었고 그 후 성장률은 완만해지기 시작했습니다. 2012~2013년 중국 경제의 성장률은 2년 연속 8% 이하로 하락했습니다. 이는 상당히 오랜만에 겪는 현상이었습니다. 전 세계의 많은 사람에게 8% 이하는 매우 높은 수치처럼 들리겠지만, 중국에서는 다소 비관적으로 평가되었습니다. 왜냐하면 중국은 8% 성장을 당연하게 여겼고, 성장률이 8% 이하로 떨어지면 경제, 사회, 정치적인 불안이 찾아올 수도 있다고 생각했기 때문입니다.

한동안 성장률이 8% 이하에 머물렀지만 어느 정도 시간이 지나자 그 정도의 성장률도 괜찮다는 것을 깨달았습니다. 그래서 정부는 담담하게 현실을 받아들였습니다. 2014년 성장률은 7.4%로 하락했습니다. 이는 정부의 목표치인 약 7.5%에서 벗어나지 않은 수준이었습니다. 올해 상반기 성장률은 약 7%였습니다. 이 수치 역시 정부 목표치인 약 7%와 일치합니다. 이 수치 관련 두 가지 문제가 있습니다. 첫째, 7%가 진실인지 거짓인지 문제 삼는 사람들이 있습니다. 둘째, 7%라면 괜찮다는 것입니다. 요점은 성장률의 추가 하락을 막지 못하면 문제가 생길 수도 있다는 것입니다. 전 세계가 이 두 가지 문제에 대해 많은 불안을 느끼고 있다고 생각합니다. 그러나 저는 7%가 그렇게 나쁘지만은 않은 수치라고 봅니다.

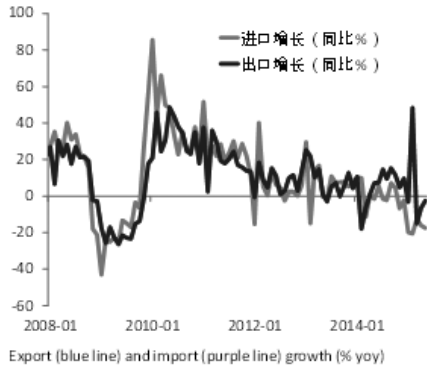
문제는 “다음에 무슨 일이 일어날까?”입니다. 이 문제는 많은 관심을 자아내고 있습니다. 미래의 중국 경제 혹은 성장률의 정확한 수치

를 예측하고자 할 때 가장 중요한 질문은 “지금 일어나는 성장 둔화의 원인이 무엇인가?”입니다. 현재 중국에서는 이 침체가 경기순환적 요인 때문인지 구조적 요인 때문이지를 두고 격렬한 토론이 오가고 있습니다. 만약 성장 둔화가 경기순환적 원인 때문이라면 지나치게 걱정할 필요가 없고, 정부는 성장을 안정화시키기 위해 더욱 적극적인 조치를 취해야 합니다. 반면, 성장 둔화가 구조적 이유라면 원인을 찾기 전까지 답답하게 현실을 받아들여야 합니다. 현재 토론은 계속되고 있고 학자와 관료들은 각각 다양한 입장을 취하고 있습니다.

제 개인적인 소견으로는 경기순환적 요인과 구조적 요인이 복합적으로 작용하여 발생한 것이라고 봅니다. 경기순환적 요인은 수출 성장률이 감소한 데서 가장 잘 나타난다고 할 수 있습니다. 중국의 수출 성장률은 지난 30년간 평균 25% 정도였습니다. 수출은 중국 경제의 성장 엔진 중 하나였습니다. 현재 수출은 최대 약 5% 정도입니다. 과거 평균 성장률에서 현재까지를 살펴보면 중국은 수출 성장률 측면에서 20%포인트가 하락했습니다. 저는 이로 인해 중국의 경제 성장이 둔화되고 있다고 생각합니다. 또한 몇몇 학자들은 세계 경제가 회복된다면, 중국 경제가 나아질 것으로 예상합니다. 이는 명확하게 단기 경기순환적 문제와 연결되어 있습니다. 따라서 아마도 인민은행과 재무부를 비롯한 당국이 성장 안정화를 위해 더욱 공격적인 조치를 택할 수도 있습니다.

There is cyclical factor

- Export growth moderated from 25% in the past to around 5% currently
- Chinese growth could pick up if the global economy recovers more strongly



두 번째 이유는 경기순환적 요인을 넘어선 성장잠재력의 하락세입니다. 경제개혁 이후 35년간 중국의 GDP 평균 성장률은 약 10%였지만 지금은 점차 하락하고 있습니다. 이런 현상은 세계적으로 흔히 볼 수 있습니다. 경제가 성숙하면 성장률은 하락합니다. 북경대학의 동료 교수인 저스틴 린(Justin Lin) 박사는 이를 “후진국의 이점(advantages of backwardness)”라고 불렀습니다. 선진국이 아닌 경우, 다른 나라로부터 쉽게 배우고 빠른 속도로 (선진국을) 따라잡을 수 있습니다. 한국인인 여러분께서는 이 현상을 매우 잘 알고 계실 것입니다. 한국은 개발 초기 단계에 매우 빠르게 성장했습니다. 그러나 지금은 선진국에 더욱 가까워졌으며, 빠른 성장을 지속하려면 스스로 혁신하고 개선해야 하므로 성장이 더욱 어려워졌습니다. 이는 세계적인 현상일 뿐입니다.

중국의 경제 성장을 둔화시키는 또 다른 원인은 인구 변화입니다. 1998년 아시아 금융위기 당시 중국 정부는 처음으로 고용에 필요한 이른바 마법의 숫자(magic number)인 8% 성장을 유지해야 한다고 주장했습니다. 1988년 노동력은 연간 800만 명씩 증가했습니다. 또한, 일부 이주 노동자들은 도시로 이주하고 싶어 했습니다. 게다가 국영기업(State-owned Enterprises, SOEs) 구조조정을 시행하던 중이라 많은 노동자들이 해고되었습니다. 이 모든 요소들의 복합적 작용으로 인해 고용 상황을 안정시키려면 약 1,200~1,500만 개의 새 일자리가 필요했던 것으로 보입니다. 당시 중국은 사회보장제도가 좋지 않아 높은 실업률은 사회적, 정치적 불안을 발생시킬 수도 있었습니다. 그래서 정부가 8% 성장률 달성을 고집했던 것이고 당시에는 8% 성장률 달성이 비교적 쉬웠습니다. 경기를 부양하면 바로 성장이 가속되었습니다. 오늘날 노동력은 연간 300~500만 명씩 축소되고 있습니다. 아마 이로 인해 성장잠재력이 하락하고 있는 것입니다. 세계은행(World Bank, WB), 아시아개발은행(Asian Development Bank, ADB)과 우리 연구원의 합동보고서 및 여러 학술자료를 종합하여 현재 성장잠재력을 추정했습니다. 중국의 성장잠재력이 빠르게 하락하고 있는지를 두고 여러 가지 엇갈린 의견이 있습니다. 언제나 논란은 있기 마련입니다.

There is also a structural cause

- The growth potential is also moving to lower levels
- Most experts predict GDP growth to be at 6-7% over the next five years

Economists/Institutions	Predictions
World Bank/Development Research Center	2011-15: 8.6%; 2016-20: 7%; 2021-25: 5.9%; 2026-30: 5.0%
Asian Development Bank and Peking University	2011-20: 8.0%; 2021-30: 6.0%
Fang Cai and Yang Lu	2011-20: 7.2%; 2016-20: 6.1%
Justin Lin and Fan Zhang	2011-30: 8.0% actual performance: >7.0%

Various estimates of China's growth potential

그러나 이들 학자들과 이코노미스트 개개인들에게 향후 5년간 중국의 경제 성장률을 전망해보라고 하면 낙관적인 전문가는 7%라고 하고 비관적 전문가는 6%라고 하는 놀라운 현상이 일어납니다. 그래서 약간 변동은 있겠지만 대체로 향후 5년간 경제 성장률이 6~7%라는 데 의견이 일치합니다. 여기서 두 가지 점을 명확히 알 수 있습니다. 첫째, 수치를 보면 성장률은 계속 둔화될 것으로 보입니다. 둘째, 중국 경제의 성장률이 약 6~7%에 불과하더라도 여전히 괜찮은 수치라는 것입니다. 그리고 (선진국) 따라잡기도 지속될 것입니다. 이것이 제가 얻은 메시지입니다. 성장잠재력 하락이 중국 경제의 성장 둔화의 핵심 원인이고, 우리도 어느 정도 이를 인정해야 합니다. 성장 둔화는 경기순환적, 구조적 요인에 의해 발생했습니다. 정부가 경기대응적 조치를 취할 여지가 있다고 봅니다.

한편 우리는 새로운 상태로 진입하고 있습니다. 시진핑 주석은 이를 중국 경제의 ‘신상태(新常态, New Normal)’라고 불렀습니다. 성장을 변화 문제 이상의 중요한 문제가 있습니다. 성장 둔화는 10%에서 8%로, 8%에서 7%로 내려가는 수치적 변화처럼 들립니다. 향후 6%까지 내려갈지도 모르겠습니다. 더욱 극적이고 근본적인 변화가 필요합니다. 총요소생산성(Total Factor Productivity, TFP) 성장이 큰 문제인 듯 싶습니다. 다음은 해리 우(Harry Wu) 교수가 추정한 수치입니다. 중국의 다른 학자가 추정한 수치도 일부 있습니다. 중국 경제의 총요소생산성 연구에서 2008년 이후 총요소생산성이 하락했다는 중요한 결과를 발견했습니다.

The growth model needs to change

- Diminishing total factor productivity (TFP) means that the growth model needs a substantial reconfiguration

	1992-2001	2002-2007	2008-2010
Output	12.7	18.8	13.3
Labor	0.0	0.3	0.1
Capital	1.8	2.2	2.5
Material	9.4	15.1	10.5
TFP	1.5	1.2	0.2

Harry Wu (2014)

저는 그렇게 될 만한 충분한 이유가 있다고 생각합니다. 대규모 투자 사업 이후에는 단기 수익이 하락한 것처럼 보입니다. 중국이 고속

열차와 다른 여러 인프라 사업에 투자한 것 중 일부는 수익을 내는데 시간이 걸릴 것이기 때문에 이는 정상입니다. 단기 수익은 그다지 크지 않을 수도 있습니다. 그렇기 때문에 총요소생산성 수치가 높지 않을 수도 있습니다. 따라서 이런 수치를 잘못 판단해서는 안 됩니다. 또한 경제가 불균형해지면 어느 정도 구조적 문제와 비효율이 나타난다는 것을 깨달았습니다. 예를 들어, 철강이나 구리, 알루미늄, 유리 등의 중공업에서 과잉생산이 많이 나타납니다. 이는 지난 30년간 특히 글로벌 금융위기 무렵에 대규모 투자를 했던 잔재이기도 합니다. 세계 경제가 정상화되면서 과잉투자는 과잉생산으로 바뀌었습니다. 이 문제를 해결해야 합니다. 수치를 보면 핵심 메시지는 매우 명확합니다. 즉, 중국 경제가 고속 혹은 중속의 성장률을 유지하려면 성장 모델을 재구성해야 합니다. 저는 이것이 오늘날 중국이 직면한 가장 큰 과제라고 생각합니다.

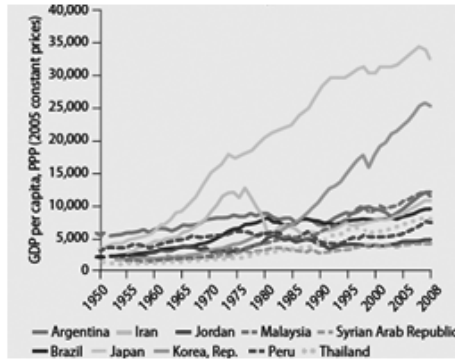
어떻게 보면 중국만의 상황은 아닙니다. 성장이 둔화되고 우리 산업이 어려움을 겪는 이유 중에는 이른바 ‘중진국의 함정(Middle Income Trap)’이 있습니다. 한국 경제도 노동시장이 노동력 과잉에서 부족 상태로 바뀌고 임금 비용이 상승하고 많은 저가 제조업 공장이 이전되었던 1980년대 초에 똑같은 어려움을 겪었습니다. 많은 제조업체가 중국의 주강삼각주(Pearl River Delta)로 옮겨갔던 것입니다. 그러나 한국은 산업 고도화를 통해 세계적으로 경쟁력 있는 몇몇 산업을 갖게 되었습니다. 오늘날 중국은 동일한 문제에 직면해 있습니다. 중국은

지난 10년간 노동력 부족이 발생했고 임금과 노동 비용이 상승하고 있습니다. 요지는 중국 경제가 빠른 경제 성장을 매우 성공적으로 유지해오고 있다는 점입니다. 중국의 1인당 GDP는 1978년 200달러였고, 작년에는 7,600달러였습니다. 오늘날 경제는 과거와 매우 달라졌습니다. 낮은 노동 비용, 에너지 비용, 땅값 등 저비용의 이점에 기반을 둔 많은 산업이 경쟁력을 잃었습니다. 이런 산업은 특히 연안 지역에서 빠르게 경쟁력을 상실하고 있습니다. 이것이 오늘날 중국 경제가 직면한 어려움 중 하나입니다.

말씀드렸다시피 경제 성장 둔화는 매우 빠르고 성공적인 신흥시장경제에서 흔히 볼 수 있는 현상입니다. 이 정도 소득수준에 도달했을 때 가장 큰 도전은 그 이상으로 올라가는 것입니다. 소득수준을 올리지 못하면 그 상태로 머무르게 됩니다. 사실, 지난 2013년 세계은행은 2030년 중국에 대한 연구보고서에서 지난 50년간 중진국 대열에 있는 국가 101개를 밝혔습니다. 101개 국가 중 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 일본을 비롯한 13개 국가만이 고소득 경제가 되는 데 성공했습니다. 101개국 중 88개 국가가 여전히 중진국이라는 것이 냉혹한 현실입니다. 요점은 지난 20년간 세계적으로 경쟁했던 산업들이 경쟁력을 잃고 있다는 것입니다. 중국도 이런 힘든 변화를 겪고 있습니다.

A typical middle-income trap text

- After nearly four decades' rapid economic growth, cost base increased significantly
- Lower end labor-intensive manufacturing industries are quickly losing competitiveness



GDP per capita in PPP terms for various countries (World Bank 2013)

중국의 상황은 비슷한 단계에 있던 다른 개발도상국보다 더 어렵습니다. 경제가 발전 중이고 비용 기반이 상승하는 것뿐만 아니라 중국의 특수한 문제는 경제를 개방하면서 지난 30~35년간 도입한 정책적 접근과도 관련이 있습니다. 저는 이것을 중국 시장의 ‘비대칭 개방 (Asymmetric Liberalization)’이라고 부릅니다. 지난 30년간 중국은 중앙 계획경제에서 시장경제로 변화해오고 있습니다.

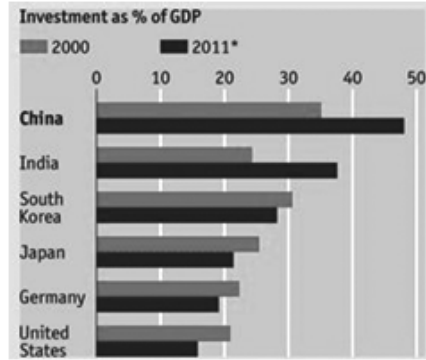
그러나 다른 국가에서 택한 전략은 매우 다릅니다. 우리는 보통 구 소련에서 택한 전략을 일컬어 충격요법(shock therapy)이라고 부릅니다. 중앙 계획경제에서 시장경제로 바로 전환했다는 의미입니다. 중국 시스템은 매우 다릅니다. 중국은 더욱 점진적 방식을 사용하였고 이를 두고 ‘뚝다리도 두들겨 보고 건너는’ 전략이라고 부릅니다. 전환 전략의 핵심은 이중트랙(dual track) 전략입니다. 가령 중국에는 국영기

업과 민영기업 이중트랙이 있습니다. 모든 국영기업을 일시에 민영화한 구소련과는 달리 중국이 경제개혁을 시작했을 때는 국영기업을 유지한 덕분에 민영기업이 더욱 빠르게 성장할 수 있었습니다. 이러한 방식으로 중국은 경제를 비교적 안정적으로 유지했습니다. 이는 마치 점진적 혁명과 같습니다. 즉, 기존 부문에서 안정을 유지하면서도 새로운 경제가 더욱 빠르게 성장할 수 있도록 자극하는 것입니다. 이른바 이중트랙 전략입니다.

두 번째 이중트랙 전략은 상품시장과 요소시장입니다. 생산물시장은 농업과 제조업, 서비스 부문의 상품을 뜻합니다. 오늘날 중국 경제를 보십시오. 이 모든 상품이 시장에서 자유롭게 거래됩니다. 가격은 수요공급에 의해 결정됩니다. 원유나 전기 등 일부를 제외하고는 정부의 개입이 거의 없습니다. 상품시장은 완전히 개방되어서 시장의 힘이 집중할 산업, 생산할 제품, 생산량을 결정할 수 있습니다. 시장의 힘은 기업과 모든 시장 참가자에게 지침을 제공합니다.

Factor market reforms lift costs even more

- A dual-track liberalization approach that freed product market completely but suppressed factor prices
- This strategy caused rapid economic growth and serious structural imbalance



Investment as % of GDP

한편, 요소시장에 관해 살펴보도록 하겠습니다. 요소시장은 노동력, 자본, 토지, 에너지 등 경제에 투입된 기타 자원으로 구성된 시장입니다. 이런 분야의 시장은 여전히 광범위하게 왜곡되어 있거나 정부의 규제를 받습니다. 노동시장에서 중국은 여전히 호구제도(Hukou System)를 유지하고 있습니다. 이로 인해 지방과 도시 지역 사람들은 사회적 권리 측면에서 차별적인 대우를 받고 있습니다. 정부가 에너지 가격에 영향을 미친다는 것도 알고 있습니다. 정부가 토지 사용을 통제하고, 정부당국이 금융상품의 가격과 분배량을 통제하고 있다는 것도 알고 있습니다. 정부는 생산에 투입되는 모든 것에 개입하거나 왜곡합니다. 대부분의 경우 가격은 억제되고 국영기업에 유리하도록 분배됩니다.

요소시장은 왜곡된 채로 두면서 상품시장을 개방한 이유는 무엇일

까요? 시장의 힘이 기업과 소비자가 개별적 결정을 내리도록 인도하는 한편 동시에 국영 부문이 지속되도록 요소시장의 왜곡이 필요하기 때문입니다. 첫 번째 이중트랙 전략은 두 번째 이중트랙 전략을 수반합니다. 논리적으로 상대적으로 효율이 떨어지는 국영기업을 지원하고 싶다면 일종의 보조금이나 지원을 제공해야 합니다. 정부가 택할 수 있는 당연한 옵션은 재정지원입니다. 그러나 정부는 이들 기업에 보조금을 지급할 만한 충분한 재정적 재원이 없습니다. 따라서 대안은 요소시장에 개입하여 국영기업에 유리하게 재원을 배분하는 것입니다. 시장경제를 향한 반쪽짜리 개방이라고 할 수 있습니다.

사실, 개인적으로 지난 20여 년간 요소비용을 억제한 것이 중국이 강한 성장을 구사하면서도 구조적 불균형이 증가하게 된 원인이라고 생각합니다. 생산비용이나 투입을 제한하는 것은 어떻게 보면 기업, 투자자, 생산자, 수출업자에 대한 보조금을 더 제공하는 것입니다. 동시에 가계에는 세금을 부과하는 것입니다. 투자자와 수출업자, 생산자의 인센티브(incen-tive)가 인위적으로 상승한 이유를 알 수 있을 것입니다. 이런 활동이 강력히 펼쳐지는 동안 소비자는 세금을 부담했습니다.

그 결과, GDP 대비 소비 비중은 지속적으로 하락하였고, GDP 대비 투자와 수출 비중은 줄곧 상승했습니다. 이것이 중국의 지난 30여 년 간 성장 모델의 주요 특징입니다. 기적이라 불릴 정도의 놀라운 성장을 달성했지만, 불균형 문제가 매우 심각해져 더는 지속가능하지

않습니다. 중국의 원자바오 전 총리조차 “이 성장 모델은 조화와 균형이 깨져 있고 비효율적이므로 지속될 수 없습니다.”라고 했습니다.

이러한 측면에서 주요하게 살펴봐야 할 것 중 하나가 중국의 투자율입니다. 동아시아 국가들은 투자율이 약 35%로 매우 높았습니다. 중국은 2009년 48.5%로 투자율의 정점을 찍었습니다. 어떤 수치가 적절한지 판단하기는 어렵습니다. 진짜 문제는 투자율이 너무 높을 때입니다. 투자율이 높으면 투자 활동이 활발하고 그 해의 성장은 촉진됩니다. 그러나 수요가 충분하지 못하면 과잉생산이 누적됩니다. 오늘날 중국이 당면한 문제입니다. 그래서 중국 정부가 성장 모델 구조조정과 변환이 필요하다고 끊임없이 주장하고, 이를 12차 5개년 계획의 핵심 정책목표로 삼았던 것입니다.

지금은 어떤 일이 벌어지고 있나요? 자유화에 필요한 경제개혁의 다음 단계는 앞서 말한 두 가지 트랙을 하나로 합치는 것입니다. 즉, 시장경제로 전환해야 합니다. 첫 번째 트랙은 국영기업과 민영기업 간에 있는 것입니다. 모든 국영기업을 민영화해야 한다는 뜻은 아니지만, 이 모든 기업을 공정경쟁의 장에 올려놓고 동등하게 대우해야 합니다. 두 번째 개혁은 상품시장과 요소시장의 두 트랙을 합치는 것입니다. 하나의 트랙으로 합치거나 시장에 기초해서 운영되도록 해야 합니다. 실제로 이런 방향으로 움직이고 있습니다. 호구제도 개혁과 도시화에 대한 이야기는 많이 들으셨을 것입니다. 자원가격 개혁에

대한 이야기도 들어보셨을 것입니다. 중국에서는 토지제도 개혁에 대해 많은 실험이 진행되고 있습니다. 분명 여러분도 중국의 금융개방에 대해 들어보셨으리라 생각합니다. 중국이 요소시장을 개방하려는 움직임을 보이는 듯한데, 제 생각에는 이번이 ‘돌다리를 건너는’ 마지막 단계의 하나입니다.

그러나 여기에는 다른 시사점도 있습니다. 앞서 말한 바와 같이 중국은 전형적인 신흥시장경제가 겪는 어려움에 처해 있습니다. 즉, 일정 기간의 빠른 경제 성장이 끝나면 생산 비용이 상승합니다. 이는 그저 자연스러운 현상입니다. 약간 일반적이지 않은 점이 있다면 정부가 지난 30년간 생산 비용을 인위적으로 억제했기 때문에 이러한 정책 왜곡은 지속될 수 없으며, 없애야 합니다. 따라서 중국은 다른 개발도상국에서보다 더욱 극적인 생산 비용의 상승을 경험하게 될 것입니다. 이는 개발의 이야기이며, 개혁의 요소이기도 합니다. 이 두 가지 요소가 생산 비용 상승에 영향을 미칠 것이고, 바로 이것이 중국이 다른 국가에서 일반적으로 나타나는 것보다 더 많은 변화를 겪게 되는 주된 이유입니다.

중기(medium-term) 과제로 경기순환적 요인과 구조적 요인이 있습니다. 경기순환적 요인은 수출이 둔화하고 있다는 점입니다. 구조적 요인은 중국의 성장잠재력이 정점에서 하락하고 있다는 것입니다. 핵심 산업을 전환할 중기적 요인이 있을 수도 있습니다. 중국 경제가 지

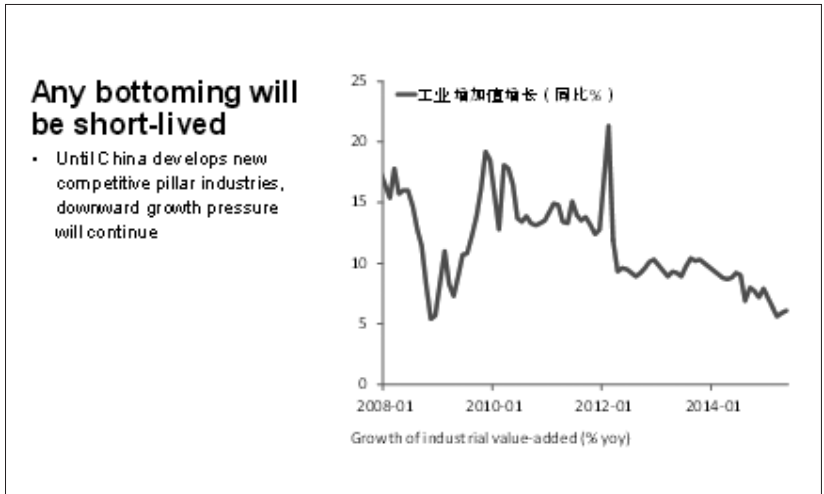
속되려면 양적 변화뿐만 아니라, 상당한 규모의 새로운 핵심 산업을 촉진하고 개발해야 합니다. 과거 중국은 매우 성공적인 핵심 산업을 보유하고 있었고, 대부분의 사람들은 주로 수출과 투자 이 두 가지가 중국의 성장을 견인했다고 말합니다. 제조업에는 두 엔진을 특별히 뒷받침한 두 가지 부문이 있습니다. 대부분 중국 남동부 해안 지방에 위치하고 있는 굉장히 역동적이고 노동집약적인 저부가가치 제조업이 수출 부문을 지원한 주요 엔진의 하나였습니다. 또 다른 제조 산업은 주로 중국 북동부와 북서부에 위치하고 있습니다. 중국 북동부 지방은 중공업이 대부분이고, 북서부 지방은 자원산업이 주를 이룹니다. 이 두 산업이 투자 엔진을 떠받친 주요 산업입니다. 지난 30년간 중국에는 두 개의 엔진이 있었고, 제조업의 강력한 두 분야가 이 두 엔진을 뒷받침했습니다.

안타깝게도 제조업의 이 두 분야는 현재 큰 곤경에 처했습니다. 저가의 노동집약적 제조업은 노동력 부족과 엄청나게 증가한 임금으로 인해 경쟁력을 잃고 있습니다. 지난 10년간, 이주 노동자의 평균 임금은 매년 10% 이상 상승했습니다. 10년 전에는 경쟁력이 있었지만, 현재는 비용 기반이 매우 다르기 때문에 그렇지 못합니다. 게다가 노동뿐만 아니라 다른 모든 부문에서도 비용이 상승하고 있습니다. 그래서 연안지역의 경쟁력이 있었던 산업이 경쟁력을 잃고 있는 것입니다. 어떻게 보면 한국이 1980년대 초에 경험했던 상황과 같습니다. 북동부의 중공업과 북서부의 자원산업도 어려움을 겪고 있습니다. 투자

증가율이 낮아지고 있고 투자율도 하락하고 있습니다. 즉, 투자 상품 수요가 상당히 하락하고 있다는 것입니다. 중국에는 과잉생산이 많습니다. 그런 산업은 이제 핵심 산업으로서 성장을 이끌 수 없습니다. 기본적으로 지난 20여 년간 중국의 성장을 떠받쳤던 산업은 더 이상 그런 역할을 해낼 수 없기에 성장을 이끌 새로운 핵심 산업이 필요합니다. 이것이 중기 과제입니다.

그래서 시장 분석가와 대화를 나눌 때 “중국 성장률이 이번 분기에 바닥을 치고 다음 분기에는 올라갈 것”이라는 말을 많이 듣습니다. 사실 이 이야기를 들은 저는 상당히 오래되었습니다. 지난 5월과 6월에 대부분의 정부 관료와 시장경제학자들은 2분기에 경제가 바닥을 쳤으므로 3분기에는 회복될 것이라고 말했습니다. 그러나 이미 3분기 끝에 와 있지만 바닥을 칠 기미도 회복할 기미도 보이지 않습니다. 경제가 바닥을 칠 수는 있겠지만 제가 여기서 여러분에게 전하고 싶은 메시지는 단기적으로 바닥을 치고 이뤄지는 성장은 일시적인 현상일 뿐 오래가지 못할 것이라는 점입니다. 상당한 규모의 핵심 산업을 구축하고 새로운 핵심 산업이 중국의 성장을 이끌면서 과거의 노동집약적 제조업과 중공업을 대체할 때까지 성장에 대한 하방 압력이 지속될 것이기 때문입니다. 중국은 이런 어려움에 처해 있습니다. 성장이 더욱 둔화되든지 아니면 더욱 빠르게 새로운 핵심 산업을 촉진하고 개발해야 합니다. 또한, 경제가 바닥을 칠 것인지의 여부는 단기 경기 대응적 거시경제 정책에 의해 더욱 좌우될 것입니다. 만약 정부가 투

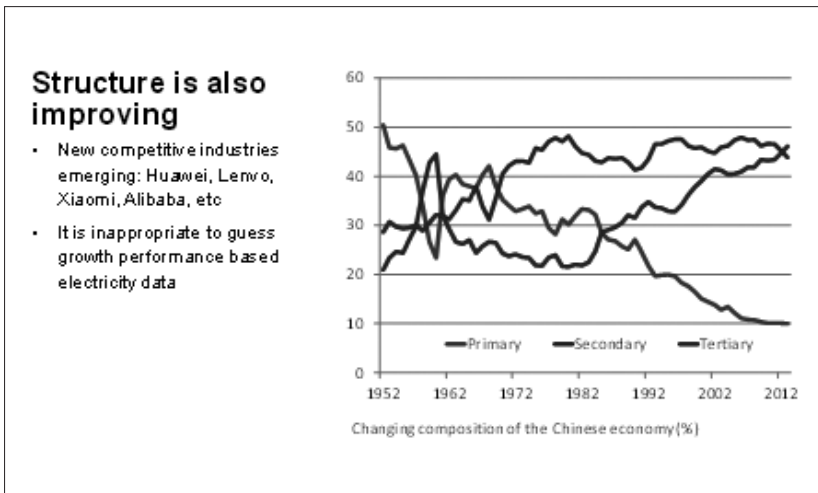
자 사업과 활동에 대한 지출을 더 늘린다면 경제가 안정되고 심지어 약간 회복될 수도 있을 것입니다. 그러나 구조적으로 중국 경제가 더욱 지속가능한 길로 나아가려면 상당한 규모의 새로운 핵심 산업이 나타나야 합니다.



중국에 경쟁력 있는 새로운 산업이 보입니까? 네, 그렇습니다. 경쟁력 있는 새로운 기업이 많이 등장하고 있습니다. 예를 들어, 화웨이 는 매우 경쟁력 있는 통신 및 IT 상품을 생산하고, 오늘날 해당 분야에서 글로벌 선도기업의 하나가 되었습니다. 또한, 온라인 쇼핑몰이자 인터넷 파이낸싱 기업인 알리바바도 세계적 기업입니다. 샤오미에 대해서도 들어보셨을 것입니다. 샤오미는 고급 제품을 만드는 기업은 아니지만 매우 경쟁력이 있습니다. 이들은 경쟁력이 있으며 규모가 크고, 빠르게 개발도상국 시장을 장악하고 있습니다. 이들과 비슷하

지만 규모가 훨씬 작은 기업도 많이 있습니다.

성장에 대한 하방 압력이 계속될 것이라는 말씀은 비관적 생각에서 드린 것이 아닙니다. 저는 상황을 비관적으로 표현하고자 하는 것이 아니라 그저 현실적인 말씀을 드리는 것뿐입니다. 새로운 산업이 등장하고 있습니다. 다른 개도국과는 약간 다르게 중국이 겪는 어려움은 경제 개발의 결과로서 비용의 상승뿐 아니라 개혁 요인으로 인해 생산 비용을 억제하던 모든 제어장치가 풀리고 있다는 것입니다. 즉, 개발 단계가 비슷한 대부분의 개도국보다 비용이 빠르게 상승하고 있습니다. 새로운 산업의 부상을 목도하고 있습니다.

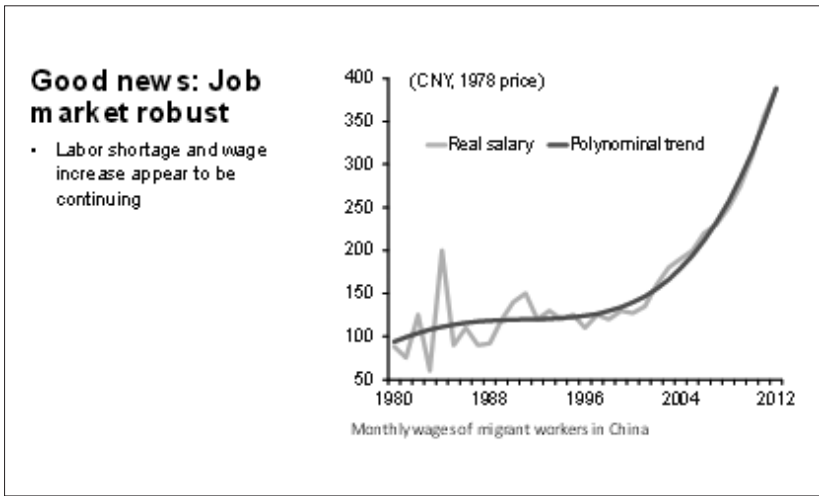


수치가 하락하고 성장이 둔화되는 모습을 보면 비관적인 생각이 들지만 좋은 소식은 노동시장이 매우 안정적이고 견고하다는 것입니다.

새로운 대규모 실업은 없었습니다. 광범위한 실업 문제가 나타나면 정책입안자들이 매우 우려하게 될 것입니다. 지금은 그런 상황이 아닙니다. 사실 오늘날 중국의 고용주와 이야기를 해보면 여전히 사람 구하기가 어렵다는 말을 합니다. 이 이야기는 매우 일관성이 있습니다. 임금은 아직 상승하고 있습니다. 임금이 상승하고 있는데 어떻게 경제를 비관적으로 볼 수 있겠습니까? 이것이 제 생각입니다. 물론 어떤 학자들은 항상 “노동시장은 후행 지표입니다. 지금은 보이지 않지만 6~12개월 뒤에는 다를 수 있습니다.”라고 말합니다. 이 점은 유념하고 앞으로 일어날 일에 대해 걱정해야 합니다. 정책입안자들은 언제나 미래에 일어날 일에 관심을 기울여야 합니다. 그러나 현재로서는 중국의 임금은 여전히 상승하고 있고, 노동력 부족 현상도 지속되고 있습니다. 중국 경제의 상황이 매우 다르다는 것도 여기에 일조합니다.

말씀드렸듯이 1990년대 후반에는 노동연령인구가 한 해에 800만 명씩 증가했습니다. 지금은 연간 300~500만 명으로 축소되었습니다. 이로 인해 인력시장의 압력이 덜한 것입니다. 그러나 적어도 정부가 평온을 유지할 수 있었던 중요한 요인이기는 합니다. 정부는 글로벌 금융위기 당시 일어났던 일에 비하면 이 문제에 대해 그다지 우려하고 있지 않습니다. 이것이 첫 번째 좋은 소식입니다. 두 번째 좋은 소식은 경제구조가 바뀌고 있다는 것입니다. 서비스 부문이 본격적으로 확장되고 있으며 특히 GDP 대비 서비스 부문의 비중이 실제로 늘

어나고 있습니다. 경제 성장이 둔화되면서도 노동시장이 흔들림 없는 이유는 전체 노동력이 축소되고 있을 뿐만 아니라 경제구조가 변화하고 서비스 부문이 확대되면서 제조업 부문보다 평균적으로 더 많은 일자리를 창출하고 있기 때문입니다. 따라서 경제가 둔화되고 있지만 경제의 일자리 집중도(job intensity)는 상승하고 있는 것입니다.



이러한 변화에는 추가적 시사점이 있습니다. 몇몇 분석가들이 중국 정부가 수치를 조작하므로 믿을 수 없다고 하는 것을 들어보셨을 것입니다. 공식 데이터를 솔직하게 평가해보라고 한다면 100% 믿으라는 말씀은 못 드리겠습니다. 그러나 어느 정도 어떤 나라의 GDP 수치도 100% 믿을 수는 없습니다. 아마도 중국의 통계 오류 범위가 조금 더 넓을 것이고 이것은 사실이라고 생각합니다. 그러나 어떤 분석가들은 가령 전력소비량을 보고 “공식수치에 따르면 경제가 7% 성

장하고 있지만 전력소비량은 안정적이거나 매우 작은 폭으로 증가하고 있습니다. 그 증가폭을 더하면 총합계가 맞지 않습니다. 전력소비량이 더 조작하기 어려우므로 공식통계는 신뢰할 수 없습니다. 그러므로 정부가 GDP 수치를 상당히 부풀리는 게 틀림없습니다.”라고 말합니다. 이 분석가들이 완전히 틀렸다고 말할 수는 없지만, 이 변화를 보면 GDP 통계가 완전히 거짓말은 아니라는 것을 이해할 수 있습니다. 경제가 제조업에서 서비스로 전환될 때, 경제의 에너지 집중도는 크게 떨어집니다. 화물 통계, 전력소비량 통계 혹은 가끔 은행의 신용 통계를 살펴볼 경우 경제구조가 안정적일 때만 경제 활동 관련 신뢰할만한 지침을 제공합니다. 만약 동일한 경제구조를 유지한다면, “에너지 소비량이 GDP보다 높지 않으므로 통계를 조작하는 것이다.”라고 말할 수 있습니다. 하지만 현재 중국은 이 경우에 해당되지 않습니다. 이것이 여러분께 먼저 알려드리고자 하는 점입니다.

사실 경제구조는 개선되고 있습니다. 경제구조가 개선되고 있다는 다른 신호도 있습니다. 소득분배의 경우 통계국은 지니계수를 계산합니다. 지니계수는 경제학자들이 가계소득 불평등을 측정할 때 사용하는 수치입니다. 이 수치가 높을수록 소득분배 불평등이 심각한 것입니다. 중국의 지니계수는 2008년까지 상승하다가 그 이후부터 하락하기 시작했습니다. 물론 일부 중국의 학자와 국민들은 정부가 조작하고 있다고 생각하기 때문에 이 수치를 믿지 않습니다. 그러나 중국의 소득분배가 이미 개선되고 있다는 것을 나타내는 다른 독립적 연

구 결과가 많이 있습니다.

중국에서 소득분배가 개선되고 있다는 주된 이유 중 하나는 노동시장의 변화 때문입니다. 이주 노동자들이 부족해진 지는 꽤 되었습니다. 지난 10년간 대부분 이주 노동자의 임금은 연 15%씩 상승했습니다. 저소득 가계가 전보다 더 많은 소득을 벌고 있으므로 이는 막대한 소비의 보고(repository)입니다. 보통 저소득 가계는 임금에 의지하고 고소득 가계는 투자 수익에 의지하므로 이는 소득분배에 긍정적입니다. 임금이 연속해서 크게 상승하면 저소득 가계에 도움을 주고 투자 수익에 압박을 가합니다. 그래서 소득분배가 개선되고 있는 것입니다. GDP 대비 소비 비중도 상승하고 있습니다.

중국의 경상수지 흑자가 막대했었습니다. 경상수지 흑자가 정점에 이르렀던 2007년에는 GDP의 11.8%에 달했습니다. 외국 정치가들은 모두 중국 통화가 상당히 평가 절하되어 있다고 비난했습니다. 어느 정도는 맞는 말이라고 생각하지만 지난 2년 동안 경상수지 흑자는 3% 이하에 머물렀습니다. 대외부문 재균형이 이뤄졌다고 할 수 있을 정도입니다. 올해 상반기는 중국의 수입이 수출보다 빠르게 악화되고 있으므로 약간 다릅니다. 통계는 일부 변동성이 있지만 대부분은 괜찮다고 봅니다.

중국 경제를 매우 비관적으로 바라보는 마지막 이유는 경제가 하강

기에 들어갈 때 거시경제와 미시경제 사이의 단절이 심각하기 때문입니다. 거시경제와 미시경제는 언제나 대립하는데 이번에는 그 정도가 더합니다. 유명 기업을 분석하는 일부 시장분석가와 이야기해 보면 이들이 상황을 매우 비관적으로 본다는 것을 알 수 있습니다. 중요한 구조적 변화에 직면해 있다는 사실입니다. 시장분석가들은 상장기업만 분석하므로 여러 긍정적 이야기는 듣지 못합니다. 상장기업들이 예전에는 영웅과도 같았지만 지금은 모두 어려움을 겪고 있습니다. 그래서 상장기업을 찾아 그들의 이야기를 들어보면 중국 전체가 붕괴하는 듯이 들리기도 합니다. 그러나 선전(Shenzhen) 등의 지역을 보면 최고의 중소기업이 많습니다. 이런 중소기업은 주식시장에 상장하지 않고, 은행에서 자금을 빌리지도 않습니다. 일부 중소기업은 투자 펀드에서 투자를 받기도 하지만 이들은 매우 역동적인 새로운 세력으로 등장하고 있습니다. 따라서 업계 사람들이 하는 이야기를 들을 때에는 매우 신중해야 합니다. 이들은 대부분 전통적인 기존의 산업만 살펴보고 매우 중요한 역동적 부분은 놓칩니다.

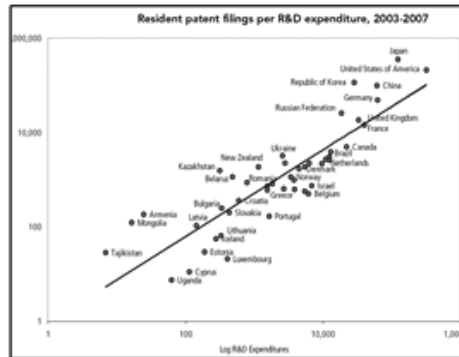
안타깝게도 중국의 서비스 부문 통계는 그렇게 훌륭하지 못합니다. 통계청이 GDP 통계를 수정할 때마다 서비스 산업에 대한 수많은 수치를 더할 뿐입니다. 왜냐하면 이 새로운 산업을 잘 분석하지 못하기 때문입니다. 지금 상황은 그렇습니다. 이 모든 조건을 나열했지만, 중국 경제가 문제없으니 걱정 말라는 이야기를 하려는 것은 아닙니다. 경제성장이 둔화되고 있지만 여러분께서 다른 분석가에게 들은

만큼 비판적이지는 아닐 것이라는 점입니다.

가장 중요한 문제는 “중국이 혁신하고 개선될 수 있을까?”입니다. 중국 경제를 정확히 예측할 수는 없지만, 우리가 직면한 도전과제가 무엇인지 알고 있습니다. R&D지출 지표 두 가지를 살펴보면 GDP 대비 R&D지출 비중은 약 1.4%입니다. 3% 이상인 한국에 비하면 매우 낮은 수치입니다. 중국의 통계수치가 비교적 낮습니다. 그러나 일반적으로 개도국의 벤치마크 기준은 R&D지출이 GDP의 1%를 넘었을 때입니다. 보통 개도국은 1인당 GDP가 약 7,000달러일 때 이 수준에 오릅니다. 그러나 중국은 1인당 GDP가 3,000달러일 때 그 선을 넘었습니다. 즉, 중국이 R&D 분야에 많은 돈을 쏟아 부었다는 뜻입니다. 특히 호주 리오 틴토(Rio Tinto)사에서 작성한 아래 도표는 거주자의 특허 신청을 R&D지출로 나눈 비율을 나타내고 있습니다. 이 도표는 R&D지출의 생산성으로 볼 수도 있습니다. 오른쪽 위에 있는 일본, 미국, 독일, 한국, 중국 등 일부 국가는 R&D 생산성이 가장 높은 국가들입니다. 물론 이 국가들 간에는 폭넓은 차이가 있습니다. 미국, 한국, 중국의 혁신이 각각 매우 다른 것처럼 말입니다. 많은 이유로 중국의 혁신은 대체로 가치사슬의 아래쪽에서 일어나고 있습니다. 그러나 이는 중국의 개발 단계와 일치한다고 생각합니다. 현재 중국에서는 세계를 선도하는 혁신이 많지 않습니다. 왜냐하면 혁신은 누적된 개발 단계와 인적자본에 기초하기 때문입니다. 그러나 가장 중요한 점은 진전되고 있다는 점입니다.

Can China innovate and upgrade?

- Education and research (basic research, high education, migrant worker training)
- Financial services (investment funds, exit of SOEs)
- Legal environment (protection of intellectual property rights)



Resident patent filing/R&D expenditure (2003-2007)

중국이 극복해야 할 몇 가지 장벽이 있습니다. 첫 번째 장벽은 당연히 연구와 교육 부문입니다. 정부는 고등교육에 막대한 지출을 하고 있습니다. 대학교수로서 말씀드리자면 중국이 최고 명문대에 쏟는 지출이 굉장합니다. 그러나 제가 우려하는 부문은 기초교육, 특히 이주 노동자의 교육 부문입니다. 중국 전역에는 약 3억 명의 이주 노동자가 있습니다. 이들의 평균 교육 수준은 중학교 수준입니다. 이는 큰 문제입니다. 현재 이들은 노동집약적인 제조업과 건설업에 고용되어 있습니다. 이 산업들은 빠르게 위축될 것입니다. 이 산업에서 일자리가 사라진다면 이 3억 명의 이주 노동자들은 어디로 가야 합니까? 좋은 교육을 받지 못한다면 이들이 실제로 산업의 고도화를 촉진할 수 있겠습니까? 그러므로 이주 노동자의 훈련은 정책의 우선순위가 되어야 한다는 것이 저의 생각입니다.

두 번째 장벽은 법과 정치 시스템입니다. 특히 지적재산권 보호 영역이 이에 해당됩니다. 지적재산권을 보호하지 않으면 아무런 발전도 할 수 없습니다. 좋은 소식은 중국이 세계무역기구(World Trade Organization, WTO)에 가입한 이후 지적재산권을 다루는 국가법원을 설립했고, 재판 건수가 상당히 증가하고 있다는 것입니다. 가장 놀라운 것은 지난 몇 년간의 사례 대부분이 중국 기업이 다른 중국 기업을 소송하는 사례였다는 것입니다. 국제적 경험에 비추어보면 일반적으로 지적재산권은 대부분 저소득 국가에서 그다지 보호받지 못합니다. 그러나 전환점이 있습니다. 지적재산권을 보호하게 될 것입니다. 국내의 혁신이 주류가 되면 정치경제(political economy)가 바뀌고 보호 수준도 개선될 것입니다. 지금 중국 정부는 혁신과 개선을 위한 지원을 강화하고자 합니다. 지적재산권 보호는 개선될 것입니다.

그 다음 중요한 문제는 금융개혁입니다. 혁신과 개선을 지원하려면 더욱 유연한 금융시스템이 필요합니다. 중국은 금융 부문이 매우 크지만, 대부분은 상업은행입니다. 상업은행은 저축을 제조업 투자로 전환하는 훌륭한 역할을 해냈습니다. 그러나 이들은 중소기업과 혁신, 새로운 기업, 고위험, 고잠재력, 고수익 투자를 지원하는 데는 취약합니다. 따라서 중국이 금융시스템을 바꿔야 합니다. 중국 정부는 금융 구조개혁을 위한 종합계획을 세웠습니다.

중국 정부는 세 가지 영역에 초점을 맞추어야 합니다. 첫째, 진입 장벽을 낮춰 더 많은 중국 금융기관과 외국 금융기관이 계획에 참여할 수 있도록 해야 합니다. 중국은 전국에 민영은행 5개를 설립하였고 앞으로 더 많은 은행을 설립할 것입니다. 또한 외국 기관들이 중국 시스템에서 역할을 맡게 될 여지가 늘어날 것입니다. 이렇게 하는 이유는 경쟁을 강화하고 변화하는 환경에서 금융 서비스를 다각화해야 하기 때문입니다. 둘째, 시장 메커니즘을 자유화해야 합니다. 중국은 거대한 시장을 보유하고 있지만 시장 메커니즘은 그다지 자유롭지 못합니다. 이에 정부가 금리 자유화와 환율 유연성 향상에 초점을 맞추고, 어떤 단계에 이르러서는 자본계정 자유화까지 생각하고 있는 것입니다. 이것은 곧 시장 세력과 메커니즘이 금융 자원 배분에 결정적 역할을 해야 한다는 것을 의미합니다. 마지막 금융개혁 영역은 규제 개선입니다.

아시다시피 금융 자유화는 효율성 개선에는 좋지만 위험과 변동성을 높일 수도 있습니다. 신중하게 진행하지 않으면 쉽게 금융위기를 초래할 수 있기에 금융규제 개선에 많은 관심을 기울여야 합니다. 개인적인 견해로는 이 시점에서 중국 정부가 직접 혁신과 산업 개선을 촉진하고 지원할 새로운 금융 중개기관을 개발하여 더 빨리 가치사슬 위로 이동해야 한다고 봅니다.

큰 위험성도 존재합니다. 가령 금융 부문에서는 이미 부실채권

(Non-Performing Loans, NPL)과 다른 문제를 갖고 있습니다. 가장 까다로운 문제는 국영기업입니다. 국영기업 개혁을 진행한 지는 상당히 오래되었고 대부분의 국영기업의 효율성이 높아졌습니다. 주된 문제는 국영기업이 수익을 내지 못하거나 좀비기업과 비슷하게 되더라도 쉽게 퇴출당하지 않는다는 것입니다. 이 문제를 해결해야 합니다. 어제 리커창 총리께서 좀비기업을 해결해야 한다고 했으니, 무언가 진전이 있기를 바랍니다. 좀비기업을 해결할 수 없다면 큰 문제에 직면하게 될 것입니다.

요약하면 경제는 이미 전환기를 맞았습니다. 2011년에 발표한 제 연구 서적의 주제는 “중국의 다음 변화: 경제적 기적에서 일상적 개발로(China’s next transition: From economic miracle to normal development)”입니다. 경제 부문에서 많은 변화가 있을 것입니다. 뉴노멀의 특징은 많지만 그 중에서도 가장 중요한 특징은 다음과 같습니다. 첫째, 성장은 앞으로도 둔화될 가능성이 큼니다. 이는 기정사실이나 마찬가지지만 ‘얼마나’는 알 수 없습니다. 둘째, 중국 경제와 산업 개선은 가속될 것입니다. 과거에는 몇몇 기업이 같은 제품을 5년, 10년, 15년 동안 만들었습니다. 이제 더는 불가능합니다. 기술, 비용 기반, 그리고 시장이 바뀌고 있기 때문에 더욱 빠른 산업 개선에 기멸 수밖에 없습니다. 그렇지 않으면 시장을 떠나야 합니다. 셋째, 경제 재균형은 이미 진행되고 있지만, 앞으로 더욱 중요해질 것입니다. 과거 중국 경제는 투자와 수출 비중이 매우 높았습니다. 이런 구조가 변할 것이라고 생

각합니다. 지난 이십년 간 중국은 글로벌 시장에서 원자재와 노동집약적인 수출로 큰 역할을 했습니다. 이는 점차 줄어들고 중국의 소비가 새롭게 떠오를 것입니다. 14억 인구의 소득이 두 배로 오르면 GDP 대비 소득 비중이 증가할 것이고, 가까운 미래에 GDP보다 빠르게 소비가 증가할 것입니다. 재균형이 발생하는 것입니다. 저는 이것이 전 세계에서 큰 흐름이 될 것으로 생각합니다. 사실 중국의 가계소득이 두 배로 오르면 그에 비례해서 교통과 통신, 가구와 가전제품, 교육, 문화, 관광 및 노인돌봄 그리고 금융 서비스 등 4가지 영역에 더 많은 지출이 이뤄질 것입니다. 이는 앞으로 수십 년간 중국의 가계가 지출할 곳을 나타낸 몇 가지 예시에 불과합니다. 중국뿐만 아니라 세계적으로 이 영역에서 경쟁이 치열해질 것입니다.

질의
응답



질문

상하이 지수가 5,000에서 3,000으로 약 40% 하락했습니다. 상하이 지수와 관련하여 추가 절차가 있을 것으로 보십니까? 중국 당국이 8월 11일 3일 만에 위안화를 4.66%포인트 평가절하해 매우 놀랐습니다. 인민은행이 올해 또는 내년에 추가로 평가절하를 단행할 것으로 보십니까?

답변

먼저 제가 이 자리에 개인자격으로 섰다는 점을 말씀드리겠습니다. 저는 인민은행을 대표해서 말씀드릴 수 없습니다. 두 가지 모두 매우 민감한 질문입니다. 솔직히 말해서 주식시장이 폭락한 것은 안타까운 일이지만 자연스러운 현상이라고 생각합니다. 어느 시장에서나 가격이 올라간 뒤에는 내려가기 마련입니다. 그러나 무슨 일이 일어날지는 모릅니다. 저는 대학에서 화폐와 금융에 대해 가르치고 투자 은행에서 일한 적도 있지만 돈이 어디로 가는지, 지수가 어떻게 움직일지를 정확히 예측할 수는 없다고 생각합니다. 제가 예측할 수 있었다라면 월요일 아침에 여기 있지도 않았을 것입니다. 대신 휴가를 갔을 것입니다. 지금 중요한 것은 지수 변화의 예측이 아닙니다. 일어날 수 있는 일이 이미 발생했다고 생각합니다. 우리에게 가장 중요한 것은 시장과 투자자 신뢰도를 회복하는 것입니다. 중국은 시장에 기반한 개혁을 추진해 시장의 투명성을 높일 것입니다. 시장 메커니즘도 주식시장에서 더욱 핵심적인 역할을 해야 합니다. 그래서 많은 전문가들이 당국에게 기업공개(Initial Public Offering, IPO) 절차를 다시 시작하고 승인 과정에서 행정 절차의 축소 등을 권고하

는 것입니다. 저도 그것이 가장 중요할 것으로 생각합니다. 단기적으로는 궁극적으로 국가가 시장을 떠날 것인지를 두고 많은 논란이 있습니다. 그러나 저는 이것이 그다지 중요하다고 보지는 않습니다. 당기에 새로운 불안이 초래되지 않도록 당국이 어느 정도 안정성을 유지해야 하기 때문입니다. 앞으로 주식시장이 중국 경제에서 큰 역할을 하게 될 것이므로 투자자의 신뢰를 회복하는 데 모든 노력을 기울여야 합니다.

통화 평가절하에 대한 두 번째 질문과 관련, 시기와 방식이 좋았는지를 두고 많은 추측과 평가가 난무하고 있습니다. 저는 인민은행이 환율의 구성 메커니즘을 개선하려 했다고 생각합니다. 인민은행이 환율에 개입했던 내용을 보십시오. 보통 3가지 채널이 있습니다. 첫째는 외환시장에서 매입·매도하는 것입니다. 둘째는 일일거래범위를 지정하는 것입니다. 오늘은 $\pm 2\%$ 였습니다. 마지막은 매일 아침 일일기준가(central parity)를 설정하는 것입니다. 지난 1~2년간 인민은행은 외환시장에서 매입·매도하는 것을 중단하다시피 했습니다. 일일거래범위는 그다지 구속력이 없습니다. 변동은 있었지만 극단으로 움직이지는 않았습니다. 작년에는 주로 매일 아침 시장 상황과 관계없이 일일기준가를 설정하는 방식으로 개입했습니다. 예를 들어 일일기준가는 전날 마감 환율과는 관계가 없습니다. 약간 인위적입니다. 사실은 정책입안자들이 환율을 설정하는 의도를 보여주는 방법이었다고 생각합니다. 그래서 지난 몇 개월간 시장환율과 일일기준가에 차이가 있었던 것입니다. 8월 초에는 시장 세력, 특히 전날 마감 환율을 고려

하여 일일기준가를 없었습니다. 저는 그것이 긍정적인 움직임이라고 생각합니다. 국제통화기금(International Monetary Fund, IMF)과 미국 그리고 다른 국가에서 중국에 바라는 바와 인민은행이 바라는 바가 일치했기 때문입니다.

매우 안타깝게도 글로벌 시장이 잘못 해석했다고 생각합니다. 특히 경제성장이 둔화될 때 통화가 2% 평가절하되자 경제가 침체된다고 해석했을 것입니다. 경제가 침체되는지 아닌지는 알 수 없습니다. 실제 의도는 환율의 구성 메커니즘을 개선하는 것이었습니다. 저는 정부에 2005년 개혁에서 제안된 체제를 강화하거나 제대로 실행해야 한다고 권고했습니다. 이른바 ‘관리변동환율제(managed float)’는 원래 통화바스켓을 기준으로 삼았습니다. 만약 그렇다면 달러 환율에는 너무 큰 관심을 기울이지 말아야 합니다. 중국은 전 세계와 거래합니다. 왜 언제나 양국의 화폐를 기준으로 한 환율만 이야기합니까? 이는 매우 불안합니다. 오늘날 우리는 미국의 금리가 높아질 환경에 직면하고 있습니다. 언제까지나 달러에 일희일비할 수는 없습니다. 통화바스켓을 구성하는 것이 옳다고 생각합니다. 이러한 상황에서 달러에 대한 평가 절상·절하는 놀랄 일이 아닙니다. 제 개인적 생각일 뿐만 아니라 2005년에 인민은행이 그런 정책을 발표하기도 했습니다.

질문

며칠 전 주식시장 개입과 관련한 추측이 나왔습니다. 교수님께서 어떻게 생각하십니까? 위안화가 올해 IMF의 특별인출권(Special Drawing Rights, SDR)에 편입될 가능성에 대해 어떻게 보시는지요?

답변

매우 답하기 어려운 질문입니다. 첫째, 인민은행 회의에서는 이 문제를 다룬 적이 없습니다. 둘째, 인민은행은 현재 아무런 영향력이 없습니다. 결정은 IMF에 달려 있습니다. 제가 말씀드릴 수 있는 것은 약간의 어려움이 있지만 아직 희망이 있다는 것입니다. 여기에 대해서는 별로 드릴 말씀이 없습니다.

질문

저는 중국의 저소비 문제에 대해 질문하고 싶습니다. 교수님께서 말씀하셨다시피 세금이 저소비의 중요한 부분입니다. 그러나 경제학자들은 높은 저축률이 저소비에는 문제라고 말합니다. 여기에 대해서 어떻게 생각하십니까?

답변

저는 소비가 낮을 때 저축률이 높은 것은 문제가 되지 않는다고 생각합니다. 높은 저축률은 낮은 소비의 미러 이미지(mirror image)와 같습니다. 하지만 질문자의 말씀이 맞습니다. 일반적으로 총저축률이 매우 높은 이유는 세 가지로 설명할 수 있습니다. 첫째, 중국은 사회복지제도가 취약합니다. 상당히 오랫동안 개인이 보호받을 수 있는 길은 은행예금뿐이었습니다. 그래서 저축률이 높은 것입니다. 그러나 변화하고 있습니다. 사회보장제도가 상당히 빠르게 개선되고 있고 농촌 지역에 있는 사람들을 위한 사회보장제도도 개선되고 있습니다. 보장 범위는 아직 완벽한 수준은 아니지만 15년 전에 비하면 지금이 훨씬 나아졌습니다. 그러므로 저축률은 사실 상 약간 내려갈 것입니다. 그것이 첫 번째 요점입니다. 두 번째 요점

은 소득분배입니다. 중국의 소득분배는 매우 불평등했습니다. 특히, 2008년 이전에 심했습니다. 고소득 가계는 소비성향이 매우 낮습니다. 그러나 저소득 가계는 소비성향이 매우 높습니다. 소득분배가 매우 불평등하다면 평균 소비성향이 하락합니다. 따라서 소득분배가 개선되면 실질적으로 총소비가 증가할 것입니다. 세 번째 요인은 GDP 대비 가계소득 비중과 관련이 있습니다. 지난 10년을 보면 중국의 소비가 8.5% 성장했습니다. 세계 시장과 비교하면 전혀 미약하지 않습니다. GDP보다 증가율이 낮기 때문에 취약하다고 하는 것입니다. 그래서 GDP에서 소비 비중이 2000년 62%에서 2010년 47%로 하락했습니다. 10년 이내에 이 비율은 15% 하락했고, 그래서 ‘소비가 취약하다고 합니다.

그러나 이러한 추세는 이미 역전되고 있습니다. 사실 2010년부터 GDP 대비 소비 비중이 증가하기 시작했습니다. GDP 대비 가계소득 비중이 하락하고 소비에서 발생하는 가계소득이 취약할 때 드러나는 문제의 하나는 가계소득이 GDP보다 느리게 증가한다는 것입니다. 소비가 GDP보다 빠르게 늘어나리라고는 기대하지 않습니다. 동시에 지난 10~15년 사이에 전체 경제에서 총저축률이 증가하고 있다는 것을 발견했습니다. 그러나 주된 원인은 가계 부문이 아니라, 기업과 정부 부문입니다. 아까 말씀드렸다시피 기업 부문은 이례적으로 많은 보조금을 받아서 많은 수익을 냈습니다. 또한, 기업 저축률은 가계 부문보다 훨씬 높습니다. 그러므로 실제로는 임금을 인상하고 요소시장의 자유화 등의 조치를 취해서 기업 부문의 소득을 가계 부문으로 재

분배해야 합니다. 그러면 소비도 촉진될 것입니다. 소비 측면에서 보면 문제라고는 생각하지만 향후 추세에 대해서는 그다지 많이 우려하지 않습니다. 이미 소비는 증가하고 있고 앞으로 더욱 증가하리라 생각합니다.

질문

현재와 미래의 한국 경제에 대해 간단히 평해주시겠습니까?

답변

미래에 대해서는 말씀드릴 수 없습니다. 우리는 지난 몇 십년간 한국 경제를 살펴보았습니다. 주로 중국 경제의 미래를 분석하고 싶었기 때문입니다. 우리는 일본, 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르를 중심으로 동아시아에서 성공한 국가에 어떤 일이 일어났는지 살펴보았습니다. 이 모든 국가들은 점진적으로 고소득 국가에 들어섰습니다. 그래서 중국이 이들 국가에서 배워야 하는 것입니다. 한국은 매우 성공적이었습니다. 특히, 중국 경제에 모델이 되었습니다. 왜냐하면 많은 중국인이 한국과 같은 제조업의 고도화를 원할 뿐 아니라 자동차나 전자제품 등의 여러 산업에서 구축한 세계적인 브랜드 이름을 원하기 때문입니다. 저는 한국의 R&D 지출에 매우 깊은 인상을 받았습니다. 한국의 R&D 지출은 세계에서 가장 높은 수준에 속합니다. 중국은 이를 따라야 합니다. 그 외에는 저는 한국 경제에 대해서는 전문가가 아닙니다.



Huang Yiping

Dr. Huang Yiping is a Professor of Economics at the National School of Development of Peking University and a Monetary Policy Committee member at the People's Bank of China (PBoC). His research focuses on macroeconomic policy and international finance. He is also the former managing director and chief economist for emerging asia at Barclays. Previously, Dr. Huang also served as chief asia economist for Citigroup, policy analyst with the Research Center for Rural Development of the State Council, and General Mills international visiting professor at the Columbia Business School.

The Chinese Economy: Transition towards the New Normal¹⁾

Professor Huang Yiping

Peking University, China

I would like to talk about the current situation of the Chinese economy, but I will put it into the context of a longer-term transition. That is why I entitled this “China’s transition towards the new normal.”

The biggest question that is attracting lots of attention around the world, including the Fed’s Chair, is the fact that the Chinese growth is slowing. But the Chinese growth has been slowing since 2011. You probably have heard about the big stimulus policy China implemented in 2008 and 2009 when the global economy was nearly collapsing. The

1) This is a transcript of the speech by Professor Huang Yiping at the IGE Distinguished Lecture Forum on September 21, 2015. The views expressed here are the speaker’s.

big stimulus package of 4 trillion yuan really pushed back growth during 2009-2010. The growth was probably at a cyclical peak and then started to moderate. In 2012-13 the Chinese growth dropped below 8% for two consecutive years. That was the first time in quite a while. Below 8% may sound a very good number for many people around the world; but it was kind of a pessimistic situation for the Chinese, because we used to think that 8% growth is a must and that if growth drops below 8%, there could be instability economically, socially, or politically.

For a while, growth dropped below 8%, but after a while we realized that that was probably okay. So the government became a little bit calmer and accepted it. In 2014, growth dropped to 7.4%. That was still in line with the government's target of around 7.5%. This year, growth was around 7% during the first half of the year. That again is in line with the government's target of around 7%. I think there are two issues when we see the numbers: 1) there are people questioning whether this 7% is real or fake and 2) if it is 7%, it is okay. The problem is if you cannot stop it from falling further, then there might be a problem. I think these are the two main questions that are causing lots of anxiety around the world. I do not necessarily think 7% is a bad number.

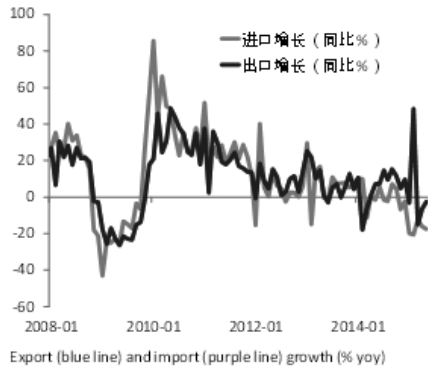
The question is "What happens next?" I think that is causing lots of excitement. In order to anticipate a good number about the future performance of the Chinese economy or growth, the most critical

question to ask is “What are the causes behind this current slowdown?” There is a huge debate in China at the moment as to whether this slowdown is cyclical or structural. If the growth is cyclical, we probably should not worry too much and the government should take more aggressive measures to stabilize growth. On the other hand, if you think the slowdown is more structural, perhaps we should be calmer and accept what is happening, unless we see evidence otherwise. The debate is going on and different scholars and officials are holding different positions.

My own sense is that this is probably caused by a combination of cyclical and structural factors. The cyclical factor can be best illustrated or demonstrated by a slowdown in export growth. The Chinese export growth averaged around 25% during the last 30 years. That was one of the growth engines for the Chinese economy. At the moment, export is only expanding at around 5%. You can see from the past average growth until now that China has lost 20%p in terms of export growth. I think this is why the Chinese economy is slowing down. This is the reason why some scholars expect that if the global economy recovers more strongly, the Chinese economy could do better. That is certainly related to a short-term cyclical question. Perhaps, it is the reason why the authorities, including the People’s Bank of China (PBoC) and the Ministry of Finance, could adopt more aggressive measures in order to stabilize growth.

There is cyclical factor

- Export growth moderated from 25% in the past to around 5% currently
- Chinese growth could pick up if the global economy recovers more strongly



The second reason is beyond cyclical. That is, the growth potential is coming down. The Chinese GDP growth averaged around 10% during the first 35 years of economic reform. But now it is gradually coming down, which I think is just a normal phenomenon worldwide. When an economy matures, growth rates come down. This is what one of my colleagues at the Peking University, Professor Justin Lin, calls the “advantages of backwardness.” If you are less developed, it is easier for you to learn from others and catch up at a faster pace. As Koreans, you can probably see this very clearly. Korea’s growth was much faster at the early stage of development and now it is much more difficult because Korea is closer to the frontier and needs to innovate and upgrade on its own in order to continue rapid growth. So this is just a global phenomenon.

What is also causing slowdown of the Chinese economy is the demographic change. During the Asian financial crisis in 1998, the Chinese government for the first time claimed that it needed to maintain an 8% growth—the so-called magical number of 8%—because it needed employment. In 1998, the labor force increased by 8 million people a year. Plus, some migrant workers wanted to come to the cities. Also, we were in the middle of a restructuring program of the state-owned enterprises (SOEs) which resulted in lots of laid off workers. So combined, it looks like we needed at least 12-15 million new jobs in order to maintain a stable employment situation. As we did not have a good social security system at the time, a high unemployment rate could mean social and political instability. That is why the government was very insistent on achieving the 8% growth and it was relatively easy. When you stimulated the economy, it just accelerated. Today, the labor force is shrinking by 3-5 million a year. And that probably is the reason why the growth potential is coming down. I put up some of the estimates of the growth potential at the moment jointly done by the World Bank, the ADB and my institute and a number of academics. There are diverse views whether or not the Chinese growth potential is coming off peak rapidly. There is always a debate.

There is also a structural cause

- The growth potential is also moving to lower levels
- Most experts predict GDP growth to be at 6-7% over the next five years

Economists/Institutions	Predictions
World Bank/Development Research Center	2011-15: 8.6%; 2016-20: 7%; 2021-20: 5.9%; 2026-30: 5.0%
Asian Development Bank and Peking University	2011-20: 8.0%; 2021-30: 6.0%
Fang Cai and Yang Lu	2011-20: 7.2%; 2016-20: 6.1%
Justin Lin and Fan Zhang	2011-30: 8.0% actual performance: >7.0%

Various estimates of China's growth potential

However, one surprising phenomenon you find is when you ask these individual scholars and economists what the growth rate will likely be over the next 5 years, optimistic experts say 7% and pessimistic experts say 6%. Therefore, we take 6-7% as the mainstream consensus over the next 5 years, even with some fluctuating rates. I think that two messages are clear: 1) According to the numbers, it looks like growth may continue to slow down; and 2) even if the Chinese economic growth is at only 6-7%, it will still be a decent number. And I think the catch-up will continue. That is the message I am getting. I think the slowdown of the growth potential was a key driving force behind the Chinese economic slowdown and to some extent, we should accept it. The growth slowdown was caused by both cyclical and structural factors. I think there is some room for the government to take

counter-cyclical measures.

In the meantime, we are moving into a new situation, which President Xi called the Chinese economy's "new normal." There is a big question beyond the change in the growth number. Growth slowdown sounds like just a quantitative change from 10% to 8% and down to 7%. Perhaps, it will be 6% in the future. The changes required will be much more dramatic and fundamental. It looks like the total factor productivity (TFP) growth is a great issue. This is just one set of estimates done by Professor Harry Wu. There are some other numbers estimated by other Chinese scholars. The key finding from many studies looking at the TFP of the Chinese economy is that the TFP growth dropped after 2008.

	1992-2001	2002-2007	2008-2010
Output	12.7	18.8	13.3
Labor	0.0	0.3	0.1
Capital	1.8	2.2	2.5
Material	9.4	15.1	10.5
TFP	1.5	1.2	0.2

Harry Wu (2014)

The growth model needs to change

- Diminishing total factor productivity (TFP) means that the growth model needs a substantial reconfiguration

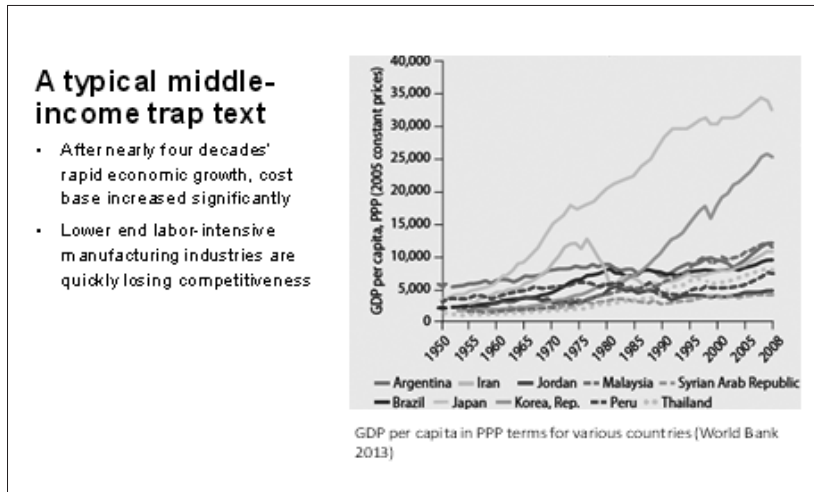
I think there are some good reasons why that was the case. After you had a massive investment project, it looks like the near-term return declines. This is quite normal, because some of the returns as in China's spending on high speed trains and many other infrastructure projects will only pay off in the future. The near-term payoff may not be as substantial. That is why when you look at the TFP number, it may not be high. So we should not be completely misled by these numbers. At the same time, we also realized when the economy is imbalanced, some structural problems and inefficiency are seen. For instance, we have lots of overcapacities in heavy industries, like steel, copper, aluminum, glass, and so on. That was partly the legacy of massive investments during the last 30 years, particularly around the global financial crisis. Now that the economy is normalizing, a lot of overinvestment has become overcapacity. That is something we needed to deal with. When we look at these numbers, the key message is very clear. That is, we need to reconfigure our growth model in order for the Chinese economy to continue with the so-called rapid-to-medium growth rate. That is, I think, the biggest challenge facing China today.

To some extent, it is not a uniquely Chinese situation. One of the reasons why growth is slowing down and our industry is facing difficulty is the so-called "middle-income trap." The Korean economy faced the same challenge from the early 1980s when the labor market

changed from surplus to shortage, wage costs increased, and lots of low-end manufacturing industries were relocated. I can tell a lot of them went to the Pearl River Delta in China. But what Korea did was upgrading its industry and now it has some very competitive industries worldwide. China is facing the same problem today. China faced a labor shortage in the last 10 years and wages and labor costs are rising. The essence of the story is that the Chinese economy has been very successful in maintaining rapid economic growth. The GDP per capita was US\$200 in 1978 and last year it was \$7,600. So the economy looks very different today. Many of the industries we have built based on the low cost advantages—lower labor costs, energy costs, land costs, and so on—are no longer competitive. These industries are rapidly losing competitiveness, especially in the coastal area. So this is one of the particular challenges China is facing today.

As I said, this is a very usual phenomenon that you observe in most rapid, successful emerging market economies. When you reach this income level, the toughest challenge is whether you can move up. If you cannot move up, then you are stuck. In fact, the World Bank did a study in 2013 specifically on China in 2030. The report identified 101 economies within the middle-income range during the past half century. Of 101 economies only 13 succeeded in becoming a high-income economy, including Korea, Taiwan, Hong Kong, Singapore,

Japan, and so on. The tough fact is that 88 economies out of the 101 are still middle-income countries. The key story is that the industries that have been competing globally for the last couple of decades are losing competitiveness. This is the challenging transition China is facing.

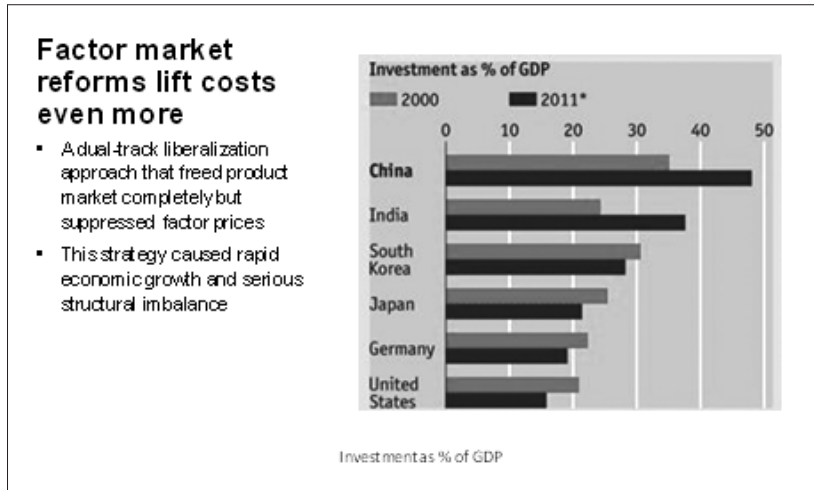


China's challenge is tougher than that of most other developing countries when they were at a similar stage. Not just are the economy developing and the cost base rising but China's particular problem is related to the policy approach it adopted during the last 30-35 years in liberalizing the Chinese economy, which I call "asymmetric liberalization" of the Chinese market. The Chinese transition over the last 30 years is moving from a centrally planned economy to a market economy.

But the strategies adopted by other countries are very different. We normally say in the former Soviet Union they adopted a shock therapy, meaning an instantaneous move from a centrally planned economy to a market economy. The Chinese system is quite different. We used a more gradual approach, and sometimes people call it “crossing the river by feeling for stones.” The essence of the transition strategy is a dual-track strategy. For instance, China has a dual-track between the SOEs and the privately owned enterprises. When we started the economic reform, unlike the former Soviet Union that immediately privatized all SOEs, we actually maintained the SOEs in the economy, which allowed the non-SOEs to grow more rapidly. That is the way to keep the economy relatively stable. So it is much more like a revolution on a margin, that is, maintain stability in the existing sectors but encourage the new economy to grow more rapidly. That is our so-called dual-track approach.

The second dual-track approach is between the product market and the factor market. The product market means the products are for the agricultural sector, the manufacturing sector, and the service sector. You look at the Chinese economy today. All of these products are freely traded in free markets. Prices are determined by supply and demand. There is almost no intervention, maybe with a few exceptions like oil or electricity. The product market has been completely liberalized, so that the market forces can work as to which industry to focus on, which

products to produce, and how much to produce. The market forces are providing guidance for the companies and all market players.



But at the same time, you look at the factor markets – markets for labor, capital, land, energy, and any resources used as input into the economy. These markets are still extensively distorted or regulated by the government. In the labor market China still has the household registration system (*Hukou*), so people in the rural and urban areas are treated differently in terms of social entitlements. We know that the energy pricing is influenced by the government; we know land use is controlled by the government; and we know pricing of financial products and their allocations are controlled by the government authorities. Anything that is used as input into production are intervened

or distorted by the government. In most cases, the prices are pushed down in fact and allocations are in favor of the SOEs.

Why then is the product market liberalized completely while maintaining the distortions in the factor market? Because on the one hand, you want market forces to play a role in guiding the companies and the consumers in their individual decisions, but at the same time, you need distortions in the factor market in order to support continuation of the state sector. When you have the first dual-track approach, the second dual-track approach has to follow. Logically, if you want to support SOEs, which are relatively less efficient, you need to provide some kind of subsidy or support. A natural option for the government is to use fiscal subsidy. But the government does not have enough resources to subsidize these companies using fiscal resources. The alternative is to intervene in the factor market and allocate the resources in favor of the SOEs. It was kind of a half-way through liberalization toward the market economy.

In fact, my own view is that suppressing of the factor costs during the last couple of decades is the key reason why on the one hand, the Chinese growth has been so strong, while on the other hand, you see increasing structural imbalances. In a way, when you push down the cost of production or input, you will kind of provide an increasing subsidy to the companies, investors, producers, and exporters. At the same time,

you are taxing the household. So you can imagine why incentives for investors, exporters and producers were artificially lifted. These activities were very strong, while consumers were taxed.

As a result, consumption as a share of GDP continued to decline, whereas the investment share of GDP and the export share of GDP continued to rise. That was the key feature of the Chinese growth model over the last 30 years. On the one hand, growth is extraordinary; that is why people call it a miracle. On the other hand, the imbalance problems became so serious it is not sustainable. Even China's former Premier Wen Jiabao once said: "This growth model is uncoordinated, imbalanced, and inefficient. Therefore, it is not sustainable."

Most of these discrepancies are the two sides of the same coin. They are actually talking about the same thing. I think it is related to the way we liberalized the economy, especially in relation to the factor market distortion. One of the key features you look at is the Chinese investment rates. East Asian economies used to have very high investment rates of around 35%. The Chinese peak was in 2009 at 48.5%. It is difficult to say which number is appropriate. The real problem is when the investment rate is too high, you have lots of investment activities and you boost growth that year. But if there is not enough demand, you build overcapacity. I think this is the problem China is facing today. This is the reason why the Chinese government has continuously argued that

it needs to restructure and transform the growth model and that has been the key policy objective during the 12th 5-year plan.

What is happening now? In my view, the next step for economic reform for liberalization is to merge the two tracks I talked about earlier into one track. That is a market economy. The first track is between the SOEs and privately owned companies. I am not saying to privatize all the SOEs, but I think all these companies should be treated equally by putting them on a level playing field. The second reform is to merge the two tracks between the product market and the factor market. We should put them into one track or they will only be on the market basis. This is actually happening. You have heard a lot of stories about the reform of the household registration system and urbanization. You have heard the stories about the reform of resource pricing. There are lots of experiments around the country about reform of the land system. I am sure you have heard the stories about financial liberalization in China. So it looks like China is going to liberalize the factor markets. That is, in my view, one of the last steps in crossing the river.

But that has other implications as well. As I mentioned earlier on, China is facing a typical emerging market economy challenge. That is, after a period of rapid economic growth, the cost of production increases. That is just a natural phenomenon. What is a little bit unusual is because the government was artificially pushing down the cost of

production during the last three decades, we now cannot continue with that policy distortion and we need to remove it. That means the rise in the cost of production would be much more dramatic than you observe in other developing countries. So it is a development story and it is also a reform factor. These two factors will both contribute to the rise of cost of production and this is the key reason why I am saying the changes we are facing in China is a lot more than what you normally see in other countries.

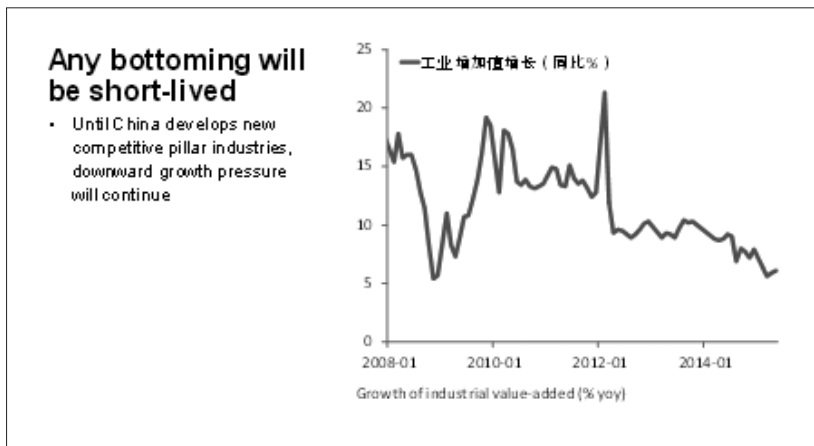
As a medium-term challenge we have a cyclical factor and a structural factor. The cyclical factor is that export is slowing down. The structural factor is that China's growth potential is coming off peak. There could have been a medium-term factor, that is, the transition of the pillar industries. Because it is not just a quantitative change, for the Chinese economy to continue, we need to facilitate and develop sizable new pillar industries. We had very successful pillar industries in the past and most people say that the Chinese growth has been driven mainly by two entities: exports and investment. In the manufacturing industry, there were two sectors that particularly supported these two engines. On the one hand, the very dynamic, labor-intensive, and low value-added manufacturing industries mostly in the Southeast coast of the country are one of the main engines that supported the export sector. The other manufacturing industries are mainly located in Northeast and

Northwest China. In Northeast China it is mainly the heavy industries and in Northwest China it is mainly the resource industries. These were the two main industries that supported the investment engine. China has had the two engines for the last 30 years and the two strong segments in the manufacturing industry supported these two engines.

Unfortunately, both of the two segments of the manufacturing industry are in deep trouble today. The low-end labor intensive manufacturing is losing competitiveness because of a labor shortage and dramatically increasing wages. For the past 10 years, average wages of migrant workers were rising by more than 10% every year. We were competitive 10 years ago but definitely not today because the cost base is very different. Plus, the cost is rising not just for labor but for all other inputs. That is why the very competitive industry in the coastal area is losing competitiveness. In a way, this is the same situation Korea experienced in the early 1980s. The heavy industries in the Northeast and the resource industry in the Northwest are also facing difficulty. The growth rate of investment is slowing down and the investment rate is coming off, which means demand for investment goods is also slowing significantly. There are lots of overcapacity in China. That industry could no longer lead the growth as the pillar industry. The basic story is that the industries that supported the Chinese growth over the last couple of decades could no longer do the job, so we need new pillar industries to

lead the Chinese growth. That is the medium-term challenge.

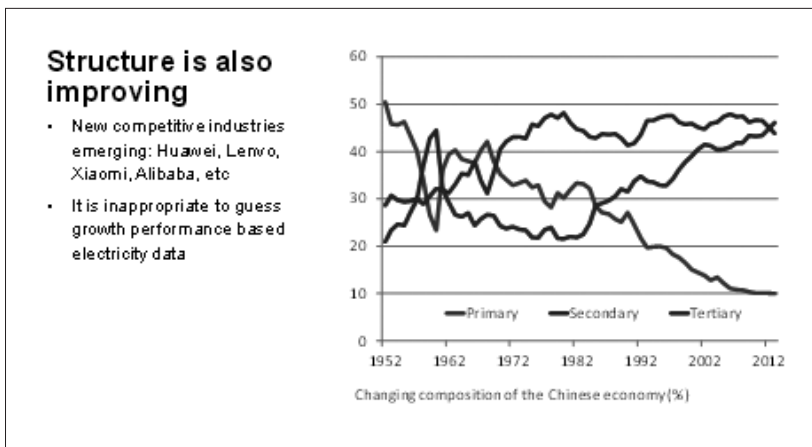
This is why when you talk to market analysts, they often tell you, “The Chinese growth will bottom this quarter and pick up next quarter.” Actually, I have been hearing this story for quite a while. In fact, in May and June, most government officials and market economists told me that the economy was bottoming during the second quarter and would pick up in the third quarter. We are already at the end of the third quarter and there is no sign of bottoming and there is no sign of picking up. I think the economy could bottom, but the main message I want to leave with you is that in the near term, any bottoming out growth will be temporary and short-lived because the downward pressure of growth will continue until we form sizeable pillar industries and until the new pillar industries can lead the Chinese growth, replacing the labor-intensive manufacturing and heavy industries of the past. This is the challenge we are facing. Either growth will slow down further or we have to be faster in facilitating and developing new pillar industries. I should also mention whether or not the economy will bottom is more dependent on the short-term counter-cyclical macroeconomic policies. If the government is spending more on investment projects and activities, it can stabilize and may even pick up the economy a little bit. But structurally, what will put the Chinese growth on a more sustainable path is dependent on whether or not we see new sizable pillar industries.



Are we seeing some new competitive industries in China? I certainly think so. It is quite clear. There are lots of new competitive companies emerging. For instance, Huawei makes very competitive telecommunications and IT products and is one of the global leaders today. Also, Alibaba, an online shopping and internet financing company, is also a global leader. You heard about Xiaomi which is not a very high end product company, but it is very competitive. They are competitive, they have a large scale, and they are rapidly taking over the developing countries' market. There are plenty of companies like these and they are a lot smaller.

I am not being pessimistic when I told you the downward pressure of growth will continue. I am not painting a pessimistic picture but I am just trying to be realistic. New industries are emerging. Our challenge,

which is slightly different from that of other developing countries, is that other than rising costs as a result of economic development, we also have a reform factor that is also releasing all the controls of suppressing the cost of production. It means that the cost is rising faster than in most other developing countries at a similar stage of development. We are seeing new industries rising.

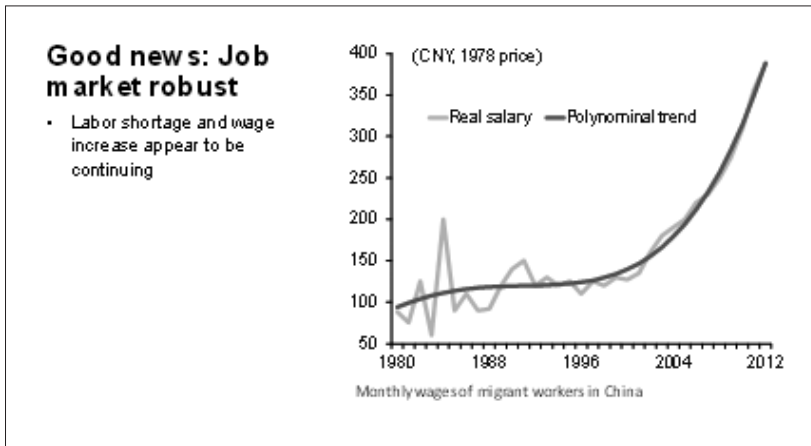


While people feel pessimistic when they see the numbers slowing down and growth slowing down, one good news is that the labor market remains very robust and very solid. There is no new massive unemployment. That is something I think will make policymakers really worried if they see a widespread unemployment problem emerging. I do not think this is the case. In fact, if you talk to employers around

the country today, they will still tell you it is very difficult to find people. This is a very consistent story. Wages are still rising. If wages are still rising, how pessimistic can you be about the economy? That is my sense. Obviously, some scholars always say, “The labor market is a lagging indicator. You don’t see it now, but maybe in 6-12 months.” I think that is something we should keep in mind and worry about what is going to happen. It is always what happens in the future that the policymakers should pay attention to. But so far I can tell you wages in China are still rising and the labor shortage remains a phenomenon. Part of it is because the Chinese economy is in a very different situation.

As I said, the working age population used to rise by 8 million people a year in the late 1990s. Now it has shrunk to 3-5 million people a year, and that is why the job market pressure is much less. But at least this is the key factor that calmed down the government. The government is not very anxious, certainly compared to what happened during the global financial crisis. That is the first good news. The second good news is that the structure of the economy is changing. Part of the reason is that the service sector is really expanding, particularly as a share of GDP. In addition to the fact that the total labor force is shrinking, part of the reason why the economy is slowing but the labor market remains solid is that the change of the economic structure and the rise of the service sector actually create a lot more jobs than the average number of

jobs the manufacturing sector does. That is why while the economy is slowing, job intensity of the economy is rising.



This change has one additional implication. You probably heard some analysts saying the Chinese numbers are not trustworthy because the government simply makes up the numbers. If you want me to honestly assess the official data, I cannot say it is 100% reliable. But to some extent, the GDP numbers are not 100% reliable in any country. The range of error is probably a bit greater in China. I think that is true. But some analysts look at electricity consumption for instance and say, “Your economy is expanding at 7%, according to the official number, but your electricity consumption is stable or even growing at a very small number. That does not add up. The official numbers are not reliable

because it is much more difficult to fake electricity consumption. So you must be boosting your GDP numbers significantly.” I am not saying these analysts are completely wrong, but if you look at this change, you would understand that the GDP numbers are not that completely made up. When the economy shifts from manufacturing toward services, energy intensity of the economy drops significantly. When you look at these cargo numbers, these electricity numbers, and sometimes the bank credit numbers, they are more reliable guidance in the case of economic activity, only if the economic structure is stable. If you maintain the same economic structure, then you can say, “Energy consumption is not as high as GDP, therefore, you must be making up your numbers.” But this is not the case. That is the first point I want to share with you.

The structure of the economy actually is improving. In fact, there are other signs that the structure of the economy is improving. If you look at the income distribution, the statistical bureau calculates the Gini Coefficient. The Gini Coefficient is the number that economists use to measure the household income inequality; the higher the number, the more uneven the income distribution. In China the Gini Coefficient was rising until 2008 and then it started to decline. Obviously, some Chinese scholars and the public do not believe the numbers because they think the government is making them up. But there are many other independent studies now confirming that the income distribution in

China is already improving.

One of the main reasons why income distribution is improving in China is because of the change in the labor market. Today, we are facing a shortage of migrant workers for quite a while. For most of the last 10 years, wages of migrant workers were rising by 15% a year. That is a huge repository for consumption because the low-income households are getting paid a lot more than before. This is positive for income distribution because normally low-income households depend on wages, while high-income households rely more on investment returns. When wages rise dramatically over a continuous period, it helps the low-income households and squeezes on the investment returns. That is why income distribution is rising. Consumption as a share of GDP is rising.

China used to have a massive current account surplus; the peak was in 2007 when the current account surplus was 11.8% of GDP. That is the time when foreign politicians all accused the Chinese currency being substantially undervalued. To some extent, I think they were right, but today the current account surplus has been persistently below 3% for the past couple of years. You can almost argue that external sector rebalancing is done. Maybe the first half of this year is a little bit different because China's imports are weakening faster than exports. There are some fluctuations in numbers, but in most cases they are doing okay.

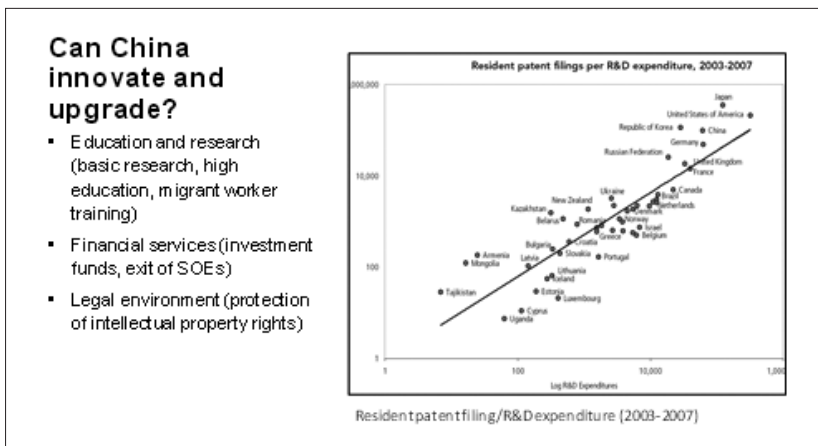
One last reason why I think people feel very pessimistic about the Chinese economy is when the economy takes a downturn, you find a significant disconnect between the macro picture and the micro picture. They always fight between the two, and this time, even more so. You talk to some market analysts following the established companies and you will find them having a very pessimistic picture. I am not saying their picture is not correct, but the real story is that the Chinese economy is facing a significant structural change. In fact, they do not pick up many of the positive stories because market analysts only follow listed companies. The listed companies were heroes in the past but now they are all suffering. That is why when you go out and look at the listed companies, it sounds like the whole China is collapsing. But if you look at certain areas like Shenzhen, there are many SMEs that you do not even see because they do not come to the stock market and they do not even borrow from the banks. Some of them get investments from investment funds, but they are very dynamic and they are emerging. So I think we should be very careful when we hear stories from people coming from the grounds. They look mostly at traditional established industries and miss the very important part of the dynamic story.

Unfortunately, China's statistics on the service sector are not very good. Every time the statistics bureau revises the GDP numbers, they just add a lot of numbers on the service industry because they just

do not do a good job in these new industries. That is also happening. Even with all of these qualifications, I am not trying to tell you that the economy is fine and to not worry. I think the economy is slowing but it is probably not as pessimistic as you hear from other analysts.

The big question is: “Can China innovate and upgrade?” I cannot tell you exactly what is going to happen in the Chinese economy, but I can see some of the challenges that we are facing. If you look at a couple of indicators about the R&D expenditure, ours as a share of GDP is around 1.4%, which is certainly way below that of Korea which is above 3%. The Chinese number is relatively low. But the benchmark for developing countries is normally 1% of GDP as R&D expenditure. Normally developing countries achieve that when their GDP per capita is around \$7,000. But China crossed that line when the GDP per capita was \$3,000, which means China spent quite a lot on R&D. More importantly, the chart below compiled by Rio Tinto. This simply shows the proportion of payments filed by residents divided by R&D expenditures. So in a way you can regard this as productivity of R&D expenditure. Some of the countries on the top right corner of the chart—Japan, United States, Germany, Korea, and China—are doing best in terms of R&D productivity. Obviously, there is a wide variation among these countries—the US innovation, the Korean innovation, and the Chinese innovation are very different. Most of the Chinese

innovation is at the low end of the value chain, for obvious reasons. But I think that is consistent with China's development stage. I do not expect China to have lots of world leading innovations today, because you have to be based on your accumulated development stage and accumulated development human capital. But the most important point is moving ahead.



But there are some barriers that China will have to overcome. The first is, obviously, research and education. The government is spending lots of money on higher education. As a university professor I can tell you the spending on the top leading universities are just massive. My main concern is more about the basic education, especially for the migrant workers. As I said earlier, we have about 300 million migrant

workers across the country. Their average education level is junior high school. That is a problem. Today they are hired in the labor intensive manufacturing industry and the construction industry. These are the industries that will rapidly shrink. If we lose jobs in these industries, where will these 300 million migrant workers go? If they do not have a good education, can they actually facilitate the upgrading of the industry? So training of the migrant workers, in my view, is one of the policy priorities.

The second challenge has to do with the legal system and the political system. One particular area is protection of intellectual property rights. If you do not protect intellectual property rights, you can really go nowhere. The good news is after China joined the WTO, we set up a nationwide court for intellectual property rights, and the number of cases on trial in the court is increasing quite significantly. Most surprisingly, over the last couple of years, we have seen that most of the cases involved Chinese companies suing other Chinese companies. If you look at the international experience, normally protection of intellectual property rights is not so good for most low-income countries. But there is a turning point. The protection will be present. That is, when indigenous innovation becomes a mainstream, the political economy will change and the protection will become better. I think now the Chinese government wants to enhance its support for innovation

and upgrading. I think protection of intellectual property rights will be improved.

The next big question is financial reform. You need a more flexible financial system to support innovation and upgrading. We have a very large financial sector, but most of them are commercial banks. Commercial banks did a good job in transferring from savings to manufacturing investment. But they are not very good in supporting SMEs, innovation, new companies, and the high-risk, high-potential, and high-returns investment. That is why we need to change a lot of these. The government has a comprehensive plan for financial restructuring.

I think they should focus on three areas: 1) Lowering entry barriers, so there will be a lot more Chinese and foreign financial institutions coming into the plan. We have just established five privately-owned banks across the country and more are coming. There can also be more room for foreign institutions to play a role in the Chinese system. The reason why you want to do this is because you want to increase competition and diversify your financial services for a changing economy; 2) Liberalize the market mechanisms. China has a massive market, but the market mechanism does not really work freely. That is why the government is focusing on interest rate liberalization, increasing flexibility of the exchange rate, and maybe, at some stage, liberalizing the capital account. This means market forces and mechanism should play a decisive role

in allocating financial resources. The last area of financial reform is improving regulation.

As you know, financial liberalization is good in terms of improving efficiency, but at the same time it can also increase risk and volatility. If you do not do it carefully, it can easily lead to financial crisis and that is why you should pay a lot of attention to improving financial regulation. My own view is that at this particular point of time, China needs to develop a lot of new financial intermediation that will directly facilitate and support innovation and industrial upgrading, so it can move up the value chain much more quickly.

There are some risks. For instance, in the financial sector, we already have some non-performing loans (NPLs) and other problems. One of the trickiest issues is the SOEs. The SOE reform has been going on for quite a while and most of them have become more efficient. The main problem is if SOEs become unprofitable or somewhat like zombie firms, they cannot exit easily. That is something that we need to deal with. Yesterday Premier Li Keqiang said we need to deal with these zombie firms, so hopefully we will make some progress. If we cannot deal with the zombie firms, I think we will face major difficulties.

In sum, the economy is already in the transition. In my own study I published in 2011, the main theme of the book is called “China’s next transition: From economic miracle to normal development.” There

will be a lot of changes taking place in the economy. There is a long list of characteristics of the new normal. I think the most important features of the new normal are as follows. First, growth is likely to continue to slow. That is something we should just expect. But “how much” is an open question. Second, the Chinese economy and the industrial upgrading will accelerate. In the past years, some companies made the same product for 5, 10, or 15 years. That is no longer possible. Because the technology is changing, the cost base is changing and the market is changing, we will just have to rely on a lot more rapid industrial upgrading. Otherwise, we will have to leave the market. Third, rebalancing of the economy, which is already happening, is even more important. We used to have a very high proportion of investment and export in the economy. I think this will change. During the last couple of decades, China was a big player in the global market for commodities and labor-intensive exports. That story may diminish on a margin. The new story is Chinese consumption. I think when 1.4 billion people double their income, their income as a share of GDP will rise and it means in the perceivable future consumption will rise faster than GDP—a rebalancing story. That, I think, could be the next big story worldwide. In fact, when the Chinese household income is doubled, they will spend proportionately a lot more money in the following four areas: 1) transportation and communication, 2) furniture and household

appliances, 3) education, culture, tourism, and elderly care, and 4) financial services. This is just giving you an example where the Chinese households are going to spend even more money in the coming decades. I think this is where we will see a lot of competition, not only in China, but globally.

Questions
and
Answers



Q The Shanghai Index has fallen from 5,000 to 3,000—about a 40% fall. Do you think there is any additional procedure to occur with the Shanghai Index? We were surprised that the August 11th devaluation of renminbi of 4.66%p occurred in the span of just 3 days. Do you think the PBoC will execute additional devaluation this year or next?

A Obviously, I should first say that I am here in my personal capacity. There is no way I can represent the PBoC. Both of them are very sensitive questions. To be very honest, the decline of the stock market is unfortunate, but I think it is a natural phenomenon. In any market, after prices go up, they will come down. So I do not know what is going to happen. I teach money and banking in university and I used to work for an investment bank but, I don't think people can accurately predict where the money is and where the index is going. If I had known, I won't be here Monday morning; I will be on vacation instead. I think what is important now is not to look at where the index is going. I think what can happen has already happened. The most important thing for us is to restore the market and investor confidence. China will continue to move up the market-arranged reform, trying to make the market more transparent. Market mechanism should also play a more decisive role in the stock market. That is why a lot of experts

urge authorities to restart the IPO process to reduce the administrative procedures in the approval process and so on. So I think that is probably the most important. In the near-term, there is a lot of debate about whether or not the state will finally exit. My own sense is that it is probably not very important because the authorities should maintain some stability, so you don't want to cause any new anxieties in the near term. I think going forward all efforts should be focused on restoring investor confidence, because the stock market will play a very big role in the future of the Chinese economy.

On the second question about devaluation of the currency, there are lots of speculations and assessments whether the timing is good or whether the approach is good. My own reading is what the PBoC has been doing is actually trying to improve the formulation mechanism of the exchange rate. So look at PBoC's intervention in the exchange rate. They have 3 channels normally: number 1 is buy and sell in the foreign exchange (FX) market; number 2, set a daily trading band—today it is $\pm 2\%$; and number 3, set up the central parity every morning. What happened during the last year or two is the PBoC almost stopped buying and selling in the FX market. The daily trading band was not really binding. There were fluctuations but it wasn't really hitting the boundary. The main intervention last year was that they set the central parity every morning without much link to the market conditions. For instance,

it has nothing to do with the closing rate the day before; that is a little bit artificial. I think that was really a way of showing the policymakers' intentions of setting the exchange rate. That is why over the past couple of months the market rate and the central parity diverged. What they did in early August was to remove that central parity more in consideration of the market forces, and particularly the closing rate of the previous day. I actually thought it was a very positive move because that is consistent with what the IMF, the US, and many other countries want China to do and the PBoC wants to do it.

Very unfortunately, I think the international market misinterpreted it. Particularly when the economy was slowing, they saw 2% devaluation and their interpretation was maybe the economy is not doing well. Whether or not that was the case, I have no idea. The real motivation is to improve the formulation mechanism of the exchange rate. My own recommendation to the government is that we should really enforce the regime that was proposed in the 2005 reform. Originally, the so-called managed float was a reference to the basket of currencies. If that is the case, then I think we should no longer pay so much attention to the dollar rate. We are dealing with the entire world. Why are you always talking about the bilateral exchange rate? That can be very unstable. Particularly today, we are facing an environment where the US will have high interest rates. We can't always go up and down with the dollar. The

basket I think is the way to go. In that situation, appreciation or depreciation against the dollar should not be surprising. That is my personal view but that was also the policy announced by the PBoC in 2005.

Q There are certain speculations due to the stock market intervention a couple of days ago. What's your view? What is your personal view on the possibility of renminbi to be included in the IMF's Special Drawing Rights (SDR) this year?

A That is a very difficult question for me to answer. Number 1, we never discussed about this particular issue at the PBoC meetings. Number 2, the PBoC doesn't have any influence now. It would be up to the IMF to decide. The only thing I can say is there are some hurdles but I am still hopeful. I can't really say much about that.

Q I want to ask you about the low consumption problem in China. As you mentioned, tax is a very important part of the low consumption. However, economists say a high rate of savings is a problem for low consumption. What is your view?

A I should say high saving is not a problem for low consumption. High saving is the mirror image of low consumption. Your

question is right, however. Normally, there are three explanations why the overall savings rate is so high. First, China does not have a very good social welfare system, so for quite a while the only protection for individuals is their own bank deposits and that is why the savings rate is high. I think that factor is changing. The social security system is improving quite rapidly, even for people in the rural area. The amount of coverage is still not perfect, but compared to 15 years ago it is much better today. So the savings rate will actually decline a bit. That is the first point. The second point is income distribution. Income distribution has been very unequal in China, especially before 2008. High income households have a very low propensity to consume. But low income households have a very high propensity to consume. If income distribution is very unequal, it means the average propensity to consume is reduced. So improvement in income distribution will actually increase consumption overall. The third factor is related to the household income as a share of GDP. If you look at the last 10 years, Chinese consumption has been growing by 8.5%. So it is not weak at all if you compare it to the global market. It is weak because it has been growing slower than the GDP. That is why the consumption share of GDP declined from 62% in 2000 to 47% in 2010. Within 10 years, it dropped by 15%, and that is why we call “weak consumption.”

But it is already being reversed now. In fact, from 2010, the consumption share of GDP started to pick up. One of the problems, when the household income as a share of GDP is declining and is weak from consumption, is household income is growing slower than GDP; you don't expect consumption to grow faster than GDP. At the same time, what we have found over the last 10-15 years is the aggregate Chinese savings rate for the whole economy has been on the rise. But the main contribution is not from the household sector, but from the corporate sector and the government. The corporate sector has made lots of profits because they got kind of unprecedented subsidy, as I mentioned earlier. Also, the corporate savings rate is much higher than the household sector. So, what we really need is wage increase and liberalization of the factor market and so on, which will reallocate income from the corporate sector to the household sector. That will also boost consumption. On the consumption story, I think it is a problem but actually much less worried about the future trend. It is already on the rise and I think it will rise further.

Q

Can you comment on the Korean economy for today and tomorrow in brief?

A I can't comment on tomorrow. We look at the Korean economy over the last couple of decades, mainly because we wanted to analyze the tomorrow of the Chinese economy. We looked at what happened to the successful stories in East Asia, particularly Japan, Korea, Taiwan, Hong Kong, and Singapore. All of these economies graduated into high income economies. That is why we need to learn from them. It has been a very successful story in my view, especially because it has become a model for the Chinese economy. Many of the Chinese not only loved the kind of manufacturing upgrading but also the global brand names you have built in many industries, such as the automobile industry and the electronics industry. In particular, I am most impressed by your R&D expenditure, which is one of the highest in the world. That is something that I think we need to follow. So other than that, I am not really an expert on the Korean economy.