

2015 IGE/Samsung Electronics  
Global Business Forum

# 내가 본 한국, 한국 경제, 그리고 북한 경제의 잠재력 중국의 경제개혁과 향후 전망

초판 1쇄 발행 2016년 1월 4일

펴낸이 사공 일

총 팔 송경진

지 원 함상옥

디자인 경성문화사

펴낸곳 세계경제연구원

전 화 02-551-3334~7

팩 스 02-551-3339

등 록 서울시 강남구 영동대로 511

ISBN 978-89-86828-96-2

\* 이 책은 저작권법에 따라 보호받는 저작물이므로 무단 전재와 복제를 금합니다.

\* 잘못된 책은 구입하신 서점에서 바꾸어 드립니다.

2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

# 내가 본 한국, 한국 경제, 그리고 북한 경제의 잠재력

Thomas Byrne

# 중국의 경제개혁과 향후 전망

Huang Haizhou



2015 IGE/Samsung Electronics Global Business Forum

내가 본 한국, 한국 경제,  
그리고 북한 경제의 잠재력

Observations on the Korean Economy and  
North Korea's Economic Potential

Thomas Byrne



## 토마스 번 (Thomas J. Byrne)

코리아 소사이어티 회장

前 무디스 아시아국가신용 수석 부사장

현 미국 코리아 소사이어티 회장. 전 무디스 신용등급평가 수석 부사장, 아시아태평양담당 국장, 아시아국가신용 수석 부사장 및 국제금융협회 (Institute of International Finance, IIF) 아시아담당 선임이코노미스트를 역임함.

# 내가 본 한국, 한국 경제, 그리고 북한 경제의 잠재력<sup>1)</sup>

토마스 번(Thomas J. Byrne)

코리아 소사이어티 회장

前 무디스 아시아국가신용 수석 부사장

제 발표의 첫 부분은 한국과 한국 경제의 과거 및 미래입니다. 전 직장인 무디스(Moody's)에서 진행했던 연구 중 중점을 두었던 특징을 강조하고자 합니다. 과거를 돌아보는 것은 매우 복잡한 과정이고, 미래를 내다보는 것은 매우 불명확한 과정입니다. 오늘 강연에서는 다음에 관해 말씀드리고자 합니다.

1) 한국은 1997년과 2008년 두 번에 걸친 금융위기를 통해 더욱 강해졌습니다. 특히, 2008년 금융위기 이후 위기를 극복하고 강해지는

---

1) 본 글은 2015년 11월 17일 개최된 “IGE/삼성 글로벌 비즈니스포럼”에서 토마스 번 코리아 소사이어티 회장이 강연한 내용을 녹취하여 정리·번역한 것으로 연사의 개인 의견을 밝혀둔다.

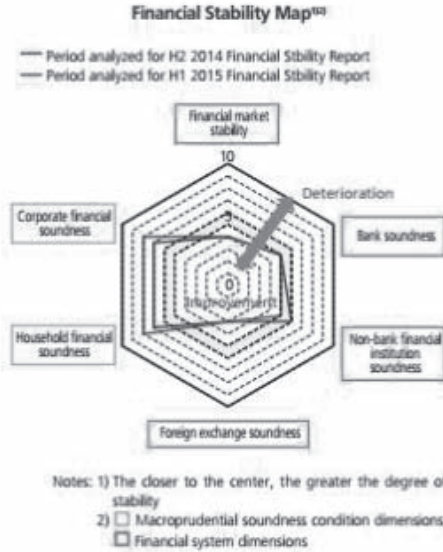
국가가 드문 가운데 한국은 예외적 존재입니다.

2) 주변 국가나 과거의 한국과 비교하더라도 재정, 금융, 제도적 요소가 시간이 지날수록 강화되었습니다.

3) 앞으로 다른 선진국뿐만 아니라 대부분 신흥국과도 비교했을 때 한국의 전망이 비교적 유리하리라 생각합니다. 한국은 선진국과 신흥국 양쪽에 걸쳐 있습니다. 구조적 어려움을 어떻게 관리하느냐에 따라 한국이 선진국과 융합하는 속도가 결정될 것입니다. 대부분의 경제는 진보, 발전, 융합하지 않습니다. 그러므로 이 점에서 한국은 예외입니다.

특히 1997년 위기 이후 상황이 극적으로 바뀌었습니다. 금융서비스위원회(Financial Services Commission, FSC)와 금융감독서비스(Financial Supervisory Service, FSS)로 인해 한국에서 규제기관이 강화되었습니다. 한국은행은 물가안정 목표제(inflation targeting)를 도입하여 기대 인플레이션을 안정시키는 데 성공했습니다. 투명성 강화 측면에 있어, 정책 입안자들이 현실에 안주하지 않을 것으로 생각합니다. 이는 한국은행이 2011년 이후 발간하고 있는 금융 안정성 보고서에 언급돼 있습니다. 중국의 경제성장이 둔화되고 미국 연방준비제도(Fed·연준) 금리 인상이 목전에 다가오면서 어려운 시기를 맞이하게 될 것이지만, 한국은 유리한 입장에 있습니다. 한국은행은 은행 건전성, 외환 건전성, 가계 및 기업 부채 구조, 금융 구조를 포함한 금융 안정성의 6가지 측면에 주목하고 있습니다.

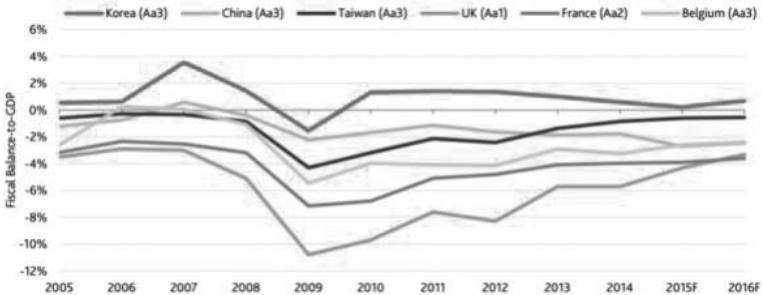




무디스 신용 등급에 반영된 경제 및 금융 펀더멘털(fundamental)을 대략적으로 따지면, 1997년 12월 당시 한국의 신용 등급은 이른바 투자 등급 임계치보다 한 단계 아래였습니다. 이제 한국은 Aa3 등급이 되었습니다. 매우 신용의 질이 높다는 뜻입니다. 선진국 대부분이 2008년 이후 경제와 재정의 펀더멘털에서 전반적으로 안정을 유지하거나 상황이 악화되었던 것을 생각하면 매우 놀라운 일입니다. 특히, 아일랜드와 스페인의 사례에서 이 점이 잘 드러납니다. 전반적인 경제 및 재정 악화로 인해 성장률이 약화되었고 정부 부채가 증가했습니다. 여기서 주목해야 할 점은 경제 역사상 매우 짧은 시간에 비교적 낮은 신용 등급에서 높은 신용 등급으로 올라섰다는 것입니다. 글로벌 시스템 내에서도 매우 독특한 사례라고 생각합니다.

이 점에서 한국의 예외성을 뒷받침하는 증거는 무엇이 있을까요? 첫째, 재정 펀더멘탈입니다. 한국의 예산을 보십시오. 녹색의 한국 재정을 보면 전반적으로 흑자입니다. 한편, 다른 나라는 적자입니다. 한국은 재정이 건전합니다. 게다가 한국의 부채 부담도 그다지 높지 않습니다. 30~40%에서 다소 상승하고 있지만 선진국보다는 훨씬 낮은 수준입니다. 한국은 2008년 금융위기 당시 경제적으로 매우 어려운 시기에 이런 재정 건전성을 유지했습니다.

**Korea's Fiscal Balance Compares Favorably to Similarly Rated Peers**



Source: National authorities, Moody's

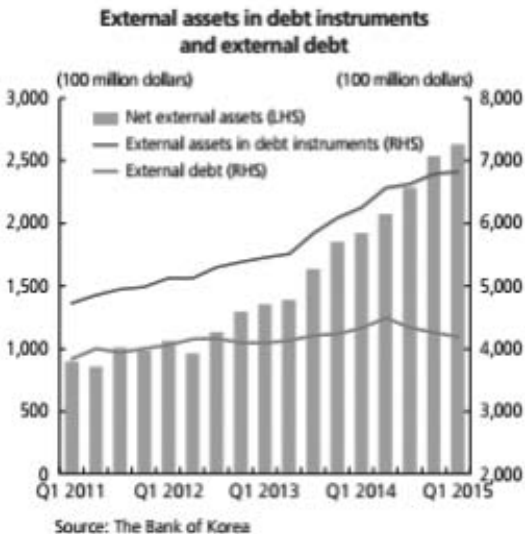
모든 것이 장밋빛 전망은 아닙니다. 위험성도 있습니다. 한국이 직면한 가장 큰 위험성은 공공부문에 숨어 있는 부채입니다. 이 부채는 재정경제부의 예산 내역에는 나와 있지 않습니다. 그러나 한국은 안주하지 않고 문제를 해결하려는 의지를 보이며 이 문제를 해결해나가고 있습니다. 한국 정부는 부채 비율을 낮추어서 공공기관 부채를 줄일 계획입니다. 이 계획은 5개년으로 구성됩니다. 원계획은 2014년과 2015년에 수정되었습니다. 수정된 계획이 원래 계획보다 더 훌륭합니다. 정부 재정에 관한 이런 우발적 위험은 효과적으로 해결 중에 있습니다. 게다가 중국의 경우와 달리, 한국의 공공부문 부채 수치는 투명

합니다. 한국은 재정과 숨은 공공부문 부채를 분석하는 데 가장 엄격한 잣대를 적용하는 몇 안 되는 국가 중 하나입니다. 그런 곳은 세계은행(World Bank)과 국제통화기금(IMF)을 비롯하여 5군데 밖에 없습니다. 지금 한국이 보여주는 높은 투명성은 1997년 금융위기와 선명한 대비를 이룹니다.

다음은 외부 변동성입니다. 지난 2008년 리먼브라더스(Lehman Brothers)의 파산 이후, 한국에 들어오던 신용이 갑자기 중단되어 외환보유고가 감소됐던 것을 기억하시리라 생각합니다. 그 당시 홍콩에 있는 제 동료와 저는 한국에 대해 특별한 논평을 내기로 했습니다. 아마 한국이 미국 연준과 통화 스왑 협정을 맺은 직후였을 것입니다. 우리는 한국이 받고 있는 압박은 충분히 관리가 가능하며, 특히 통화 스왑으로 해결할 수 있다는 의견을 냈습니다. 우리는 한국의 신용 등급을 유지했고 당시 한국에 부정적인 전망을 발표하지 않았습니다.

여기서 한국의 전반적인 외부 위상을 잘 알 수 있습니다. 이는 대외투자포지션(international investment position)을 나타냅니다. 중앙은행, 상업은행, 기업, 법인, 개인을 비롯한 전 세계의 자산 부채와 비교한, 모든 한국 경제 부문의 대차대조표이기도 합니다. 한국은 세계 금융위기가 닥치기 전에 저점에 도달했습니다. 총부채비율에 대한 적자는 점차 줄어들었고 지난 몇 년간 한국은 순대외투자포지션(Net International Investment Position, NIIP)에서 긍정적 특징을 보였습니다.

이는 선진국에서도 보기 드문 경우입니다. 빨간 선은 외환 부채 또는 외부 부채가 누적되지 않도록 억제했다는 것을 나타냅니다. 파란 선은 한국으로 유입되는 외부 자산이 늘고 있다는 것을 보여줍니다. 한국은 주로 위험 관리를 개선하여 이런 성과를 이룩했습니다. 한국은행들의 위험 관리 개선과 규제기관의 더욱 신중한 관리 덕분이라고 생각합니다. 여기에 중국을 대입한다면 빨간 선이 파란 선과 같은 형태를 나타내고 아마 기울기도 더욱 가팔랐을 것입니다.



미국뿐만 아니라 영국과 일본에서도 저금리 기조를 유지하는 동안 많은 채무국들이 이 기회를 이용해서 달러를 값싸게 빌렸습니다. 물론, 미국 연준이 금리를 올릴 내년이나 후년 경에 이 결정에 대한 책임을 져야 할 것입니다. 그러나 한국은 지금은 싸지만 앞으로 매우 비싸지게 될 달러 부채를 빌리지 않고 자제했습니다.

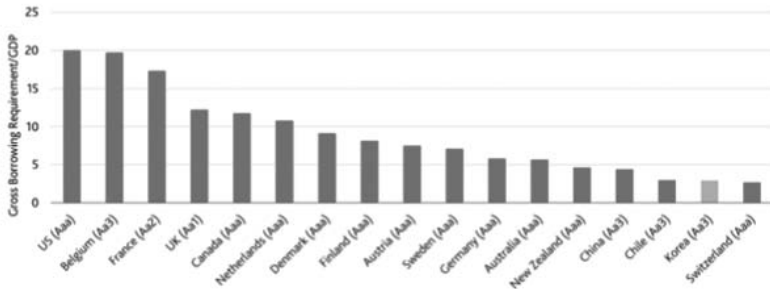
이런 해외 자산 포지션(external asset position) 덕분에 한국은 통화정책에 여유를 얻을 수 있었습니다. 한국은 아시아의 다른 나라와 달리, 미국 연준이 금리를 인상했을 시 압력이 심각해지면 필요에 따라 통화 정책을 사용할 수 있는 충분한 여유가 있습니다. 한국의 기준 정책 금리는 중국이나 일본과 달리 아직 마이너스까지 내려가지 않았습니다. GDP 대비 달러 대신 순대외투자포지션(NIIP)은 일본이나 중국만큼 크지 않고 외환보유고는 그보다 적습니다. 그러나 한국의 경우, 이는 통화 정책에 약간의 자유를 주고 여유를 더할 수 있을 만큼 적절한 정도의 자기 보험입니다.

여유 있는 통화정책과 저인플레이션이 정부 자금 조달에도 영향을 미쳤습니다. 한국국채(KTB) 수익률은 한국은행이 통화정책을 완화하고 금리를 낮추면서 상승했습니다. 세계는 상호 연결되어 있으므로 한국 국채 수익률은 미국 국채(Treasury Bond) 수익률에 영향을 받습니다. 그러나 한국 국채 수익률에 큰 영향이 미치면서 한국 국채 수익률과 미국 국채 수익률 사이에 다소 디커플링(decoupling)이 일어나고 있습니다. 만일 이것이 사실이라면, 미래를 생각했을 때 좋은 현상입니다. 미국 국채 수익률과 한국 국채 수익률 사이에는 격차가 있고, 따라서 재정 정책에 더 여유가 생깁니다. 여기서 한국의 특별함이 돋보입니다. 한국의 경우, 전체 자원 조달 수요가 매우 낮습니다. 한국이 빌려야 하는 금액은 재무부가 금년 예산 적자를 충당하고 부채 만기 시 새로 조달할 자금입니다. 이는 GDP의 2.9%에 불과합니다. 중

국은 그보다 약간 높은 것으로 나타나지만, 이 수치에서 지방 정부 부채는 제외되어 있습니다. IMF가 계산한 일반화된 기준으로 그 부채를 포함하면 지금보다 두 배는 더 올라갈 것입니다. 일본은 예외적인 경우이고, 여러모로 예외적인 국가입니다. 내수 편향과 저금리 덕분에 엄청난 부채 수요를 감당할 수 있습니다. 저는 재정적 어려움을 겪고 있는 스페인을 여기에 넣었습니다. 스페인은 재정적 어려움을 겪고 있는 많은 유럽 국가를 대표하는 경우입니다.

아래 그래프는 한국의 전체 재정 조달 수요가 얼마나 낮은지 더욱 포괄적으로 나타낸 것입니다. 한국은 Aaa 등급인 스위스와 비슷하고 다른 OECD 국가보다 훨씬 낮습니다. 현실적으로 이는 무슨 의미일까요? 한국의 부채는 재정적 여유가 있어서 더욱 감당하기 쉽다는 뜻입니다.

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



Source: IMF Fiscal Monitor, April 2015.

다음은 최근 IMF 전망에서 인용한 예상 수치입니다. 한국의 경우, IMF의 전망이 옳다면 앞으로 5년간 3%가 조금 넘는 성장을 할 것임

니다. 중국의 성장 둔화와, 일본의 침체, 미국의 상대적 부진이 있을 것입니다. 한국은 박근혜 대통령이 당선되어 474비전을 구상할 때 정한 4% 목표를 달성하지는 못했지만 전 세계적으로 만연한 경제 침체와 비교하면 3%를 약간 넘는 성장을 장기간 지속하는 것도 나쁘지는 않습니다. 한국은 주요 선진국보다 꾸준히 더 빠르게 성장하고 있습니다. 물론, 신흥국이 대체로 조금 더 빠른 성장을 보이기는 합니다.

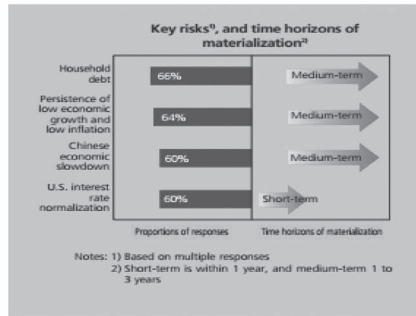
	1997-2006 (Average)	2015	2016	2020
KOREA	4.9	2.7	3.2	3.6
CHINA	9.4	6.8	6.3	6.3
JAPAN	0.9	0.6	1.0	0.7
UNITED STATES	3.3	2.6	2.8	2.0
MAJOR ADVANCED ECONOMIES	2.5	1.9	2.2	1.7
EMERGING MARKETS	5.4	4.0	4.5	5.3

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

IMF의 성장 전망을 뒷받침하는 근거는 무엇일까요? 한국의 경우, 수출은 성장에 중요한 역할을 합니다. 한국의 수출 성장에 영향을 미치는 요소가 많습니다. 그러나 무역량을 기준으로 보면 한국은 꾸준히 세계 수입 수요를 앞지르고 있습니다. 2012~2015년, 한국의 수요 증가율은 세계 수입 수요 증가율보다 약간 높았습니다. 엔화 평가절하로 인해 한국의 수출 경쟁력이 하락할 수 있다는 우려가 있지만, 그렇지 않을 것입니다. 두 가지 이유 때문입니다. 첫째, 한국 수출의 약 1/3이 일본 수출과 겹치므로 대부분 한국 수출은 그다지 경쟁력이 높

지 못합니다. 둘째, 엔화가 약세로 바뀌면서 일본 기업이 가격을 낮추지 않았습니다. 오히려 이윤을 극대화하려고 합니다. 그러므로 일본과 겹치는 한국 수출은 그다지 불리하지 않습니다.

앞으로 한국 성장률을 약화시킬 만한 요인은 무엇이 있을까요? 한국은 3~3.5% 정도로 비교적 양호하게 성장하리라고 전망합니다. 한국은행에 따르면, 가장 큰 중기 위험 요소는 가계 부채입니다. 다른 위험 요소로는 지속적으로 낮게 유지되고 있는 경제 성장률과 인플레이션이 있는데, 이는 세계적 경제 상황, 중국의 경제성장 둔화, 미국의 금리 정상화와 관계가 있습니다. 저는 중기에 중국 경제성장 둔화가 한국의 시스템적 리스크에는 큰 영향을 미치지 않는겠지만 거시경제 성과에는 영향을 미치리라 생각합니다.

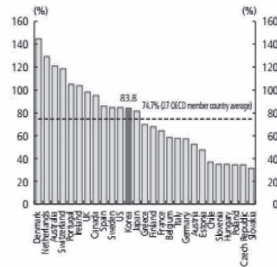


한국은행이 가장 큰 위험 요소로 간주하는 가계 부채의 경우, 한국은 GDP나 가처분 소득 대비 높은 편이지만 다른 유럽 국가는 더 높습니다. 가계 부채가 재정 건전성이나 경제 성장에 미치는 영향을 단정하기는 어렵지만 저는 가계 부채가 경제 성장에 실질적 영향을 미



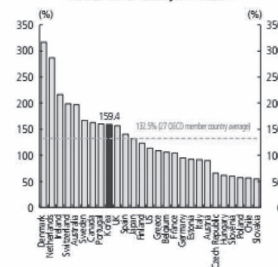
친다고 생각합니다. 가계 부채는 개인 소비 지출을 저해하고 경제 성장을 위축시킵니다. 가계 부채가 높은 체제로 스위스와 아일랜드가 있는데, 스위스는 매우 안정적인 체제이고 아일랜드는 매우 불안정한 체제이기 때문에 국제적으로 비교했을 때, 높은 가계 부채가 어떤 영향을 미치는지 결론을 도출하기 어렵습니다.

<Figure 1-6> Household debt<sup>1</sup>-to-nominal GDP ratios<sup>2</sup> in major countries



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

<Figure 1-5> Household debt<sup>1</sup>-to-disposable income ratios<sup>2</sup> in major countries



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

마지막으로 한국은 어디에 집중해야 할까요? 세 가지 요소가 있습니다.

1) 부문 불균형. 건설과 조선이 큰 압력을 받고 있고, 고용과 투자 측면에서 소규모 기업보다는 대기업에 대한 의존도가 높습니다.

2) 노동 시장 경직성. 한국은 이 점에서도 OECD에서 예외적인 국가이지만 좋은 의미에서 예외가 아닙니다. 한국은 노동 시장이 가장 경직된 편에 속합니다. 한국 정부와 관련 당사자들이 기준에 못 미치는 성과를 내는 직원을 회사에서 퇴출할 수 있도록 노동 유연성을 강화하는 3자 협약을 체결하려고 노력 중인 것으로 알고 있습니다. 결과는 지켜봐야겠지만, 중기 한국 성장을 담보하기 위해서는 건설적인

고 유연한 노동 시장이 중요합니다.

3) 과도한 규제. 한국은행은 한국에서 사업 활동을 촉진하려면 기업에 영향을 미치는 불필요한 규제를 완화해야 한다는 결론을 내렸습니다.

이런 과제를 해결한다면 한국은 3% 이상 성장하고 인플레이션을 안정화할 수 있게 될 것입니다.

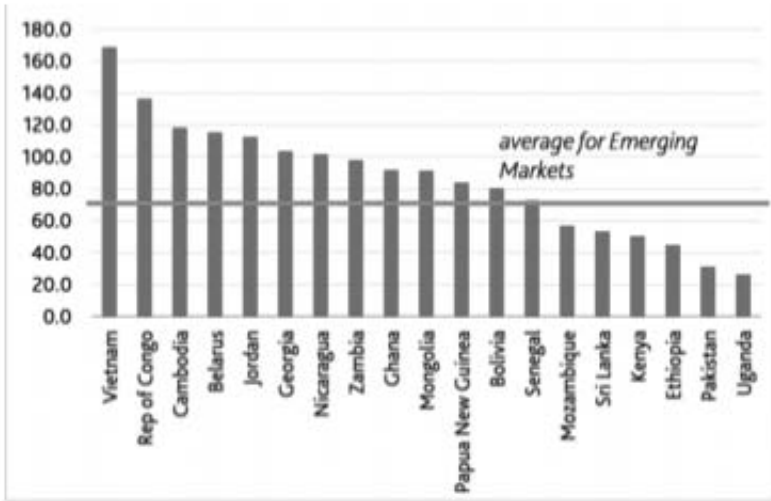
이제 북한으로 화제를 전환하겠습니다. 북한이 최근 구상한 ‘핵·경제 병진노선’은 불완전하고 단편적입니다. 외적 개혁은 외부에 대한 개방이 필요합니다. 중국의 덩샤오핑이 펼친 개혁개방 정책이 이에 해당합니다. 북한이 진정한 개혁을 시작한다 하더라도 프런티어 시장(frontier market)에서 지속적인 경제 발전은 매우 드물게 나타납니다. 저는 북한을 프런티어 시장으로 간주하겠습니다. 프런티어 시장이란 국제 금융 및 무역 시스템에 갓 진입한 국가를 뜻합니다. 또한, 프런티어 시장은 자본 시장에 접근할 수 없고 양자 또는 다자간 양해원조에 대한 의존도가 높다는 것이 특징입니다.

무역과 투자를 개방했을 때 프런티어 국가가 됩니다. 이런 프런티어 국가에서 GDP 대비 무역 개방성은 상당히 높습니다. 북한이 어느 정도인지 정확한 수치는 기억나지 않지만, 북한 무역은 기회주의적이고 정치적 상황에 따라 좌우됩니다. 미국 기업 연구소(American

Enterprise Institute)의 니콜라스 에버슈타트(Nicholas Eberstadt)는 1960년 북한 무역을 연구했습니다. 북한이 중국, 러시아, 남한 등의 이웃 국가와 우호적일 때, 무역량이 상승했습니다. 그러나 기준 무역(전 세계와의 무역)은 달러를 기준으로 했을 때 1960년대 이후 바뀌지 않았습니다. 그러므로 북한은 세계적으로 무역할 준비를 갖춘 개방 경제가 아닙니다. 사실, 1960년대 이후 무역 구성 요소도 바뀌지 않았습니다. 북한은 프런티어 시장만큼 개방적이지 않습니다. 그렇다 하더라도 프런티어 시장은 많은 제약에 부딪칩니다. 첫째, 국제수지의 제약입니다. 프런티어 시장은 신흥시장보다 경상수지 적자가 더 큼니다. 이는 정부·기업·가계 저축과 같이 체제 내의 저축이 부족하기 때문입니다. 그러므로 투자를 받으려면 외국 저축에 의존해야 합니다.

무디스(Moody's)를 떠나기 직전에 했던 연구에서 우리는 프런티어 시장을 다양하게 정의했습니다. 여기서 놀라운 사실을 발견했습니다. 시간이 지날수록 체제가 무질서해진다는 “신용 엔트로피(credit entropy)”란 개념을 알게 되었습니다. 체제는 자연스럽게 수렴되지 않습니다. 사실, 대부분 국가는 중진국의 함정과 프런티어 시장의 함정에 빠집니다. 신용 등급이 어떤 국가의 전반적 경제 펀더멘털을 대표한다고 가정하겠습니다. 주황색 선은 지난 10년간 경제 펀더멘털의 약화를 보여줍니다. 만약 북한의 발전 수준이 프런티어 시장 수준에 들어서게 된다면, 매우 심각한 어려움을 겪을 것입니다.

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



Source: Moody's Investors Service

이때 마주할 어려움은 주로 정치·제도적 요소에서 기인합니다. 이런 요소가 북핵의 개혁을 강력히 저해하고 있습니다. 북한이 개혁을 실천하더라도 지속될지는 불투명합니다. 북한이 덩샤오핑처럼 개혁을 진지하게 생각하고 있다는 것을 보여줘야만 믿을 수 있습니다. 또한, 북한이 WTO나 IMF에 가입신청을 한다면, 북한이 경제 개혁이나 개성 공단을 확장하여 다른 지역에도 공단을 건설하는 데 큰 관심이 있다는 생각이 들 것입니다.

그동안 우리는 무엇을 할 수 있을까요? 할 수 있는 일은 그다지 많지 않을 것입니다. 박근혜 대통령의 동북아평화협력 구상은 실현 가

능성이 적지만 현재 나와 있는 것은 이 안건이 유일합니다. 운이 아주 좋아서 실현되더라도 북한이 많은 시간과 노력을 기울여야 하는데 북한은 아직 시작도 하지 않았습니다.



질의  
응답



## 질문

제가 참석했던 경제 관련 회의에서는 국가 안정성이나 전망과 관련하여 대외 무역 의존도에 관한 이야기가 빠져 있습니다. 특히, 한국의 경우 대외 무역의존도가 이웃국가에 비해서 매우 높습니다. 여기에 대해 말씀해 주시겠습니까? 두 번째 질문은 북한 관련입니다. 북한은 매우 역설적 상황에 처해 있습니다. 가장 폐쇄적인 국가이지만 국내에서 본국의 통화를 사용하지 않습니다. 오히려 유로나 달러, 위안을 사용합니다. 북한이 자체 통화 없이 경제를 운용하는 능력이 어떻게 되리라 생각하십니까?

## 답변

한국의 경제 규모가 세계 13~14위이기는 하지만, 국내 산업 구조상 이런 능력에 맞는 수요를 창출하지 못합니다. 따라서 수출에 의존할 수밖에 없습니다. 한국은 대외 경쟁력을 강화해야 한다는 인식을 했기 때문에 자유무역협정을 체결하기 시작했습니다. 한국은 전 세계에서 가장 집중적으로 자유무역협정을 체결하는 국가입니다. 이러한 결정은 1997년 금융위기 당시 한국이 경쟁력을 갖출 수밖에 없게 되면서 배운 교훈에 따른 것입니다. 한국이 2004년에 칠레와 처음으로 자유무역협정을 체결한 이후, 칠레와 한국 모두 수출에서 매우 큰 경제적 이익을 보았습니다. 그리고 한국은 자유무역협정에서 협상하고, 자유무역협정에 대한 정치적 반대에 대응하는 방법을 배웠습니다. 유럽연합과 미국과의 자유무역협정에서 그 덕을 톡톡히 보았습니다. 대국이지만 물리적으로 중국이나 미국처럼 대국이 아닌이상 피할 수 없는 숙명입니다. 개발도상국이 선진국을 따라



잡을 때 나타나는 또 다른 양상으로는 산업이 경쟁력을 갖추는 것입니다. 이들이 경쟁력을 강화할 수 있는 유일한 방법은 선진국과의 무역 경쟁을 통해서입니다. 그러므로 한국은 경쟁력을 강화할 수밖에 없는 운명입니다.

두 번째 질문은 북한 경제의 달러화와 관련이 있습니다. 프린티어 시장에서는 매우 높은 수준의 달러화가 흔히 나타납니다. 이는 국민들이 자국 정부와 제도를 신뢰하지 않기 때문입니다. 은행 시스템이 매우 취약하고, 인플레이션이 높은 경우가 많습니다. 이는 제도와 정치 체제가 매우 취약해서 국민들이 현금을 선호하는 후진국에서 나타나는 특징입니다.

**질문**

한국 경제에 장밋빛 전망을 내놓으셨는데, 재벌가의 계승 전쟁이 여기에 어떤 영향을 미치리라 생각하십니까?

**답변**

저의 평가가 장밋빛이라고 생각하지 않습니다. 장밋빛 전망이라면 4% 성장이겠죠. 오히려 냉정하고 공정한 평가라고 생각합니다. 오늘 강연을 시작할 때 경제와 같이 복잡한 체제를 살펴보려면 어떤 특징에만 집중해야 한다고 말씀드렸습니다. 저는 한국 기업 부문에는 집중하지 않았습니다. 기업 부문이 부채를 축소하고 있는데 이는 한국의 순 대외투자포지션(NIIP)에도 일부 반영되어 있습니다. 동시에 상당히 많은 기업이 이자 지출이 영업 소득보다 많아

서 재정적 압박을 받고 있습니다. 이 경우에는 더 강력한 구조 개혁을 해야 합니다. 이것이 기업 부문이 처한 주요 어려움입니다.

재벌에 관해서는 무슨 말씀을 드려야 할지 모르겠습니다. 한국 경영진 승계 체제에서 이런 특징이 꾸준히 나타나고 있습니다. 신용 관점에서 보면 경영 승계의 불확실성은 긍정적인 면이 아닙니다. 오늘날 드린 이야기와는 다른 주제이지만, 답변을 드리자면 한국 기업 부문이 직면한 가장 큰 어려움은 자립이 가능한 기업에 지원을 제공하는 것입니다.

**질문** 무디스(Moody's)에 계열 때 지역장을 역임하셨고 중국과 일본 경제를 꾸준히 살펴보셨습니다. 아베노믹스와 다른 정책을 시행하고 있는 일본 경제의 미래가 어떠리라 생각하십니까? 또한, 중국의 '신창타이'가 원활하게 달성되리라 생각하십니까?

**답변** 일본 경제가 직면한 큰 어려움은 성장 부진입니다. 이는 현재 일본의 인구 구조와도 일부 관련이 있습니다. 일본은 1995년 이후 노동력이 감소되고 있습니다. 또 다른 원인은 투자 부족입니다. 기업은 어마어마한 양의 현금을 보유하고 있지만 내수 부진과 기업 환경의 기업 조건 불확실성 등으로 인해 투자를 하지 않습니다. 아베 총리가 세울 인하라는 올바른 결정을 내렸지만 여전히 비교적 높은 편입니다. 여기서 큰 과제는 기업이 일본에 투자하도록 유지

하는 것입니다. 그래야 경제 안정과 금융 시스템을 위협하는 과도한 채무를 덜고 숨 쉴 공간을 확보할 것입니다. 일본은 전에도 해낸 적이 있습니다. 세계적 금융위기가 나타나지 않았더라면 일본 재정은 균형을 이루고 있을 것입니다. 지금은 엄청난 적자 상태입니다. 목표는 2020년까지 적자를 없애는 것입니다. 그러나 일본은 세계 금융위기 전에 고이즈미 시대 개혁을 통해 이러한 재정 건전화율을 달성한 적이 있습니다. 특히, 은행 시스템을 일소하고, 부실 채권이 많고 자산의 질이 약한 은행으로 가득한 좀비 기업 단계에서 벗어났습니다. 일본은 과거에 개혁을 해낼 수 있다는 것을 보여주었습니다. 아베 총리의 경우, 세 번째 화살은 경제에 투입된 최초의 재정 부양과 양적 완화로부터 도약할 만큼 충분히 힘을 모으지 못한 것이 큰 문제입니다.

중국의 경우 저는 마오쩌둥의 격언이 떠오릅니다. 마오쩌둥은 “혁명이란 티파티(tea party)도 아니고 작문 행위도 아니다. 혁명은 폭력 행위이다.”라고 말한 바 있습니다. 경제 개혁도 티파티(tea party)가 아닙니다. 경제 개혁에는 여러 가지 변동성이 얽혀 있습니다. 저는 중국의 평가 절하로 인한 주식 시장 붕괴의 충격을 보았을 때 놀라지 않았습니다. 이는 개혁 과정의 일부입니다. 또한, 힘이 충분하지 못한 기관이 그동안 누적된 적자와 개혁으로 인한 충격을 효과적으로 감당하는 과정의 일부이기도 합니다. 중국은 강대국이 되고자 하는 야심을 품고 있고, 이를 실현하려면 강한 경제가 필요합니다. 과거 중국은 필요하면 개혁을 할 수 있다는 것을 보여주었습니다. 이제 현 중국 정부

는 매우 강력한 개혁을 해야 하는 입장에 놓여 있습니다.

중국에서는 개혁 과정이 진행되고 경제의 균형 조정이 이루어지고 있습니다. 구경제(manufacturing economy)는 과도한 생산 능력, 내수 부족, 외부 수요 부족으로 취약해졌습니다. 중국의 수출은 위축되고 있습니다. 고정 자산 투자는 두 자릿수 성장을 하던 2014년에 비하면 불과 2%입니다. 이러한 과정이 진행되는 동안 신경제는 성장하고 소비도 양호한 상태입니다. 중국이 성장할 여지가 가장 큰 곳은 서비스입니다. 서비스는 제조업과 달리 국가 부문의 비중이 매우 크기 때문입니다. 국가 부문을 축소하고 민간 부문 비중이 늘어나는 동시에, 도시화에 수반되는 자연적 성장을 지속할 경우 금융위기가 일어나지 않는 한 개혁으로 큰 생산성 증가와 경제적 이득을 얻을 수 있을 것입니다.





### **Mr. Thomas Byrne**

Thomas J. Byrne is the President of the Korea Society since August of 2015. Before joining the Korea Society, he was a regional manager, spokesperson, and director of analysis for the sovereign risk group in the Asia-Pacific and Middle East regions at Moody's Investor Services. Before moving to Moody's, he was the senior economist of the Asia Department at the Institute of International Finance in Washington DC.

# Observations on the Korean Economy and North Korea's Economic Potential<sup>1)</sup>

**Thomas J. Byrne**

The Korea Society, President  
Former Senior Vice President, Moody's Investors Service

The first part of my presentation is on Korea and economic retrospective and prospective. I will highlight the features that I had to focus on in my previous work at Moody's. Looking back is a very complex process, while looking forward is a very conjectural process. The summary points I would like to make are:

- 1) Korea has emerged stronger from the two crises in 1997 and

---

1) This is a transcript of the speech by Mr. Thomas Byrne at the IGE/Samsung Electronics Global Business Forum on November 17, 2015. The views expressed here are the speaker's.

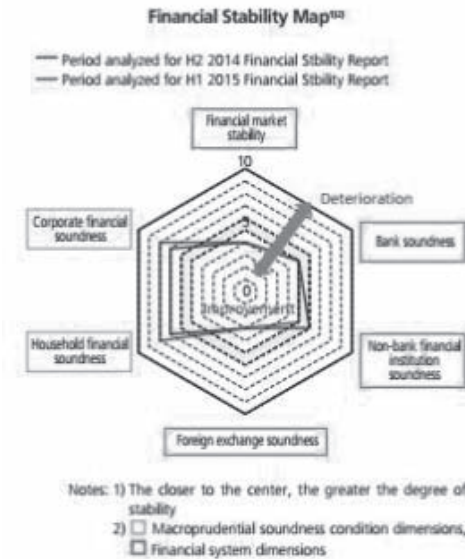
2008. Korea is actually an exception; not every economy has emerged stronger, particularly from the 2008 financial crisis.

2) Fiscal, financial and institutional factors have strengthened over time, both relative to peer countries and also in the sense of Korea itself.

3) Looking forward, I would say prospects are relatively favorable for Korea, not only vis-à-vis other advanced countries but also most emerging markets, and Korea straddles both categories. Management of structural challenges will determine the pace of Korea's convergence with the advanced economies. Most economies do not progress, advance and converge, so Korea is an exception in this regard.

Things have changed dramatically, particularly after the 1997 crisis. I think the regulatory apparatus has strengthened in Korea with the Financial Services Commission (FSC) and the Financial Supervisory Service (FSS). The Bank of Korea (BOK) adopted inflation targeting, which has been successful in anchoring inflationary expectations. I think in terms of increased transparency, policymakers will not be complacent anymore. This is embodied in the financial stability reports that the Bank of Korea has been publishing since 2011. Now, going into a potentially challenging time with the Chinese growth slowdown and the imminent US Fed's interest rate raise, Korea is well positioned. What the BOK is looking at is 6 different aspects of financial stability, including bank soundness, foreign exchange soundness, household and corporate debt structures, and financial structures.

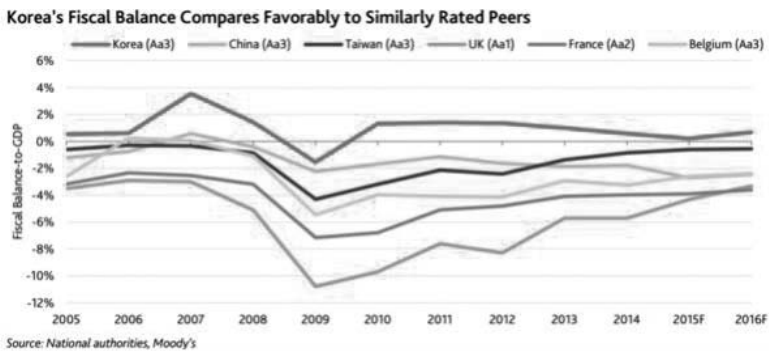




In terms of broadly speaking economic and financial fundamentals as reflected in the Moody's credit rating, back in December 1997 the rating was one notch below the so-called investment grade threshold. Korea now is Aa3, meaning it has a very high credit quality. This is particularly striking because most advanced economies, particularly since 2008, have either overall stability in their economic and financial fundamentals or deterioration. We saw that particularly in the case of Ireland and Spain. This overall deterioration reflects the weakened growth performance and also the increasing government debt. The important thing to notice is this very market progression from a relatively low rating to a relatively very high rating in this short period of time in economic history. I think this is really unique in any global system.

What underpins Korea's exceptionalism in this regard? One is the fiscal fundamentals. If you look at Korea's budget, you can see the green

line above that Korea is generally running a budget surplus, whereas other peers have been running budget deficits. Korea has demonstrated fiscal discipline. With the budget surpluses, Korea's debt burden is also moderate—between 30-40% and slightly rising, but much lower than the advanced economies. Korea kept this fiscal discipline during the very trying time economically, the 2008 financial crisis.



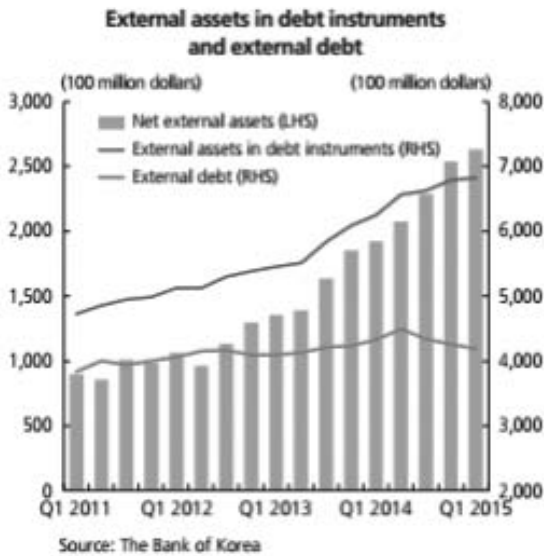
Not everything is rosy. There are risks. The biggest risk Korea faces is its public sector off-balance sheet debt, which is not on the balance sheet of the Ministry of Finance and Strategy. However, Korea is coming to grips with this in reflection of a willingness to avoid complacency and deal with problems. The Korean government has its plan to reduce public institutions' debt by reducing the debt equity ratios. The plan is a 5-year forward rolling plan. The original plan was modified in 2014 and 2015. It is even better than originally planned. This contingent risk to the government's balance sheet is being effectively dealt with. Moreover, particularly in contrast with the problem in China, in the case of Korea's public sector debt figures, what you see is what you get. Korea is only one of a handful of countries that subscribe to the most

rigid framework for analyzing balance sheet and off-balance sheet public sector debt. I think there are only 5 – the World Bank and the IMF Group. This is a very high degree of transparency, which is a very sharp contrast to what existed before 1997 crisis.

Next is the external vulnerability. I think we all remember that back in 2008 how Korea was losing a lot of foreign exchange reserves with a sudden stop in credit after the Lehman Brothers bankruptcy. My colleagues in Hong Kong and I decided to write a special comment on Korea at the time. Korea, I believe, had just arranged a currency swap with the US Fed. Our comment was that Korea is under pressure but the pressure is manageable, particularly with the currency swap. We maintained our rating and did not even put a negative outlook at the time.

I think this best encapsulates the whole external position of a country. It is the international investment position. It is a balance sheet of all the sectors in the Korean economy vis-à-vis their asset liabilities for the rest of the world: the central bank, the commercial banks, the companies, and the corporate and private individuals. A low point was reached before the global financial crisis. This deficit for the net liability position was gradually reduced, and for the past year or so Korea has had a positive feature on Net International Investment Position (NIIP), which is really unusual, even for an advanced economy. You can see the red line represents the containment of the buildup in foreign exchange debt or external debt. The blue line shows the increase of Korea's claims

of external assets. Korea has done this in large part through better risk management. I attribute that to better prudential management on the part of the regulators and also even in the Korean banks' risk management had improved. If I had put China here, that red line would be like the blue line, probably with a steeper upward slope.



During this period of low interest rates in the US mainly but also in the UK and Japan, a lot of borrowers have taken the opportunity to borrow dollars cheaply. Of course, they will have to face the consequences of that business decision in the next year or two with the Fed interest rate lift. However, Korea refrained from leveraging up with seemingly cheap dollar debt which may be a very costly dollar debt in the future.

This external asset position has added monetary policy space to

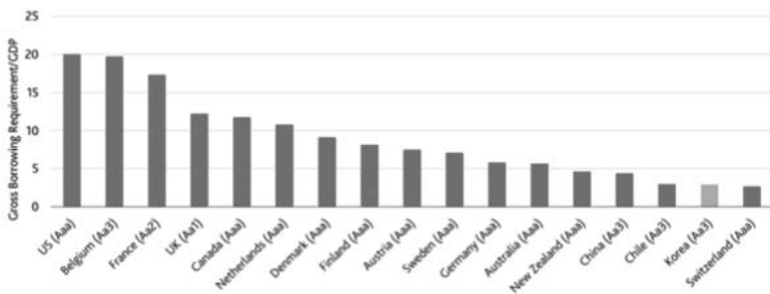
Korea. Korea, as opposed to other countries in the region, has ample monetary policy space, if needed, to face pressure which could be severe with the Fed rate lift. We see that the base rate of policy interest rate is still in positive territory for Korea, which is not the case with Japan or China. The NIIP instead of dollars as percentage of GDP is not as big as Japan or China, and the foreign exchange reserves are not quite as big. For the Korean circumstances, however, it is at a very adequate level of self insurance which gives some freedom to monetary policy and adds some monetary policy space.

Monetary policy space and low inflation have spilled over into government financing. Korea Treasury bond (KTB) yields have tightened along with the easing of interest rates in Korea with the BOK policy easing. The world is interconnected, so the KTB yields are influenced by the US Treasury yields. However, it seems that there is some degree of decoupling between Korea and the US Treasury bond yields due to the big influence on KTB yields. If that is the case, it is good, going forward. There is a gap between US Treasury bond yields and the Korean Treasury bond yields. This leads to more fiscal policy space. This is where Korea especially stands out as exceptional. The gross financing needs are very low in the case of Korea. What Korea needs to borrow is for the Ministry of Finance to finance its current year budget deficit as well as to refinance debt falling due, which is only 2.9% of GDP. China's appears only slightly higher but this excludes its local government debt. Including that debt on a generalized basis which the IMF calculates will probably double that number. Japan is an exceptional case and an

exceptional country in many cases. The home bias allows it to end low interest rate to have such a huge gross refinancing need. I put Spain here which has faced fiscal challenges, typical of many countries in Europe facing fiscal challenges.

The graph below shows in a broader scale how low Korea's gross financing needs are. It is very similar to Aaa rating Switzerland and much lower than the other OECD countries. Practically speaking, what does that mean? Korean debt is more affordable with such fiscal space.

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



Source: IMF Fiscal Monitor, April 2015.

These are projections taken from the most recent IMF Outlook. In the case of Korea, growth will probably move up a little above 3% over the next 5 years if the IMF is right. You see a slowdown in China, lackluster growth in Japan and relatively lackluster growth in the US. Even though Korea does not achieve the 4% target envisaged by President Park when she first took office in her 474 vision, probably around better than 3% in a little longer term is not all that bad, compared to the lackluster performance around the world. Korea continues to outperform the major advanced economies. Of course,

emerging markets tend to grow a little bit faster.

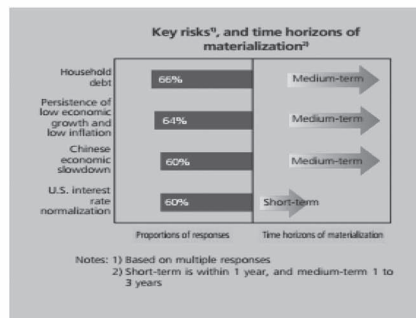
	1997-2006 (Average)	2015	2016	2020
KOREA	4.9	2.7	3.2	3.6
CHINA	9.4	6.8	6.3	6.3
JAPAN	0.9	0.6	1.0	0.7
UNITED STATES	3.3	2.6	2.8	2.0
MAJOR ADVANCED ECONOMIES	2.5	1.9	2.2	1.7
EMERGING MARKETS	5.4	4.0	4.5	5.3

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

What goes behind IMF's Growth Outlook? When we look at Korea, exports are important to growth. There are a lot of factors affecting export growth in Korea. However, if you look in volume terms, Korea continues to outperform the demand for global imports. In 2012-2015 it was slightly above the rate of growth of the global import demand. There is a lot of concern in Korea that Korean exports will lose competitiveness with depreciation of the yen, but that is not really the case. There are two reasons for that. One, about 1/3 of Korea's exports compete head on head with Japanese exports, so most Korean exports are not very competitive. Another is that with the weakening of the yen, Japanese corporations are not reducing prices. Rather, they are trying to maximize profits. So the Korean exports that do compete head on head are not as disadvantaged.

Going forward, what could undermine the Korean growth? I think

there is a fairly optimistic growth outlook on Korean growth between 3% and 3.5%. According to the BOK, the biggest risk factor over the medium term is household debt. Other risk factors include persistence of low economic growth and inflation which has to do with the global economic situation, the Chinese economic slowdown, and the US interest rate normalization. My own impression is that over the medium term, the Chinese economic slowdown will have not a great effect on systemic risk on Korea but certainly on macroeconomic performance.

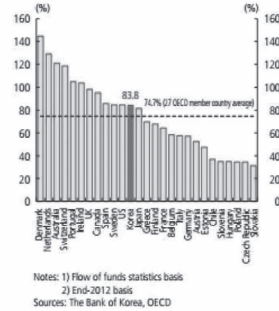


Concerning household debt which the BOK identifies as the biggest risk factor, even though it is high relative to GDP or to disposable income in the case of Korea, it is higher in many other European countries. Therefore, it is hard to draw conclusions over what implication this has on financial stability or economic growth although I do think the conclusion on economic growth is pretty tangible. It impedes private consumption expenditure and it detracts from the economic growth. The systems with households more leveraged include both Switzerland which is a very stable system and Ireland which was not a very stable system, so it is hard to draw immediate conclusions

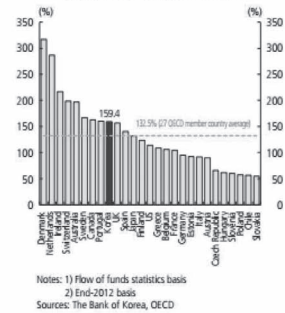


from high household debt, particularly when looking at international comparisons.

<Figure I- 6> Household debt<sup>1</sup>-to-nominal GDP ratios<sup>2</sup> in major countries



<Figure I- 5> Household debt<sup>1</sup>-to-disposable income ratios<sup>2</sup> in major countries



Lastly, what does Korea need to focus on? There are three factors.

1) Sectoral imbalances with construction and shipbuilding going under a lot of stress as well as too much reliance on large corporations rather than small corporations for employment and investment.

2) Labor market rigidity: This is a case where Korea is exceptional in the OECD, but not in a good way because it has one of the most rigid labor markets. I know the Korean government and the relevant parties are making efforts to insure the tripartite agreement to allow more labor flexibility in terms of non-performing employees, so they can be separated from the firm. We will have to see how this plays out but I think that a more constructive and flexible labor market is crucial for the assurance of Korea's growth prospects over the medium term.

3) Excessive regulations: The BOK concluded that in order to promote business activity Korea should ease unnecessary regulations affecting business.

If these challenges are met, I think the scenario that Korea will grow more than 3% and have stable inflation is a solid baseline case.

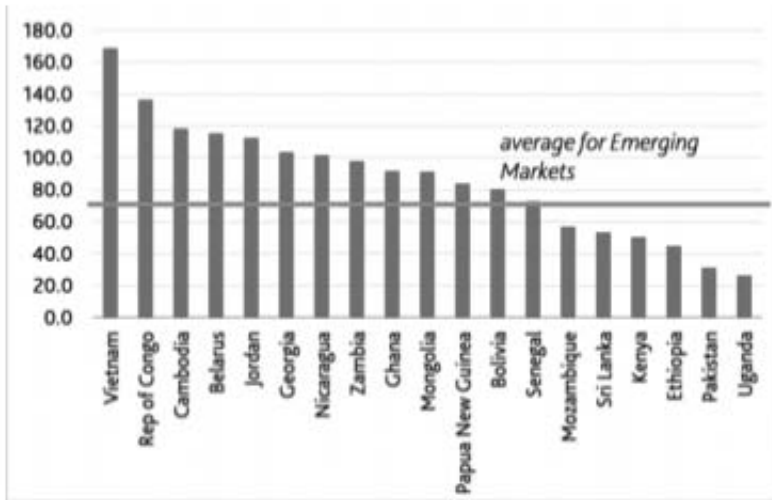
Now, let me switch my focus to North Korea. North Korea's latest formulation of economic reform – Byungjin policy of economy and nuclear weapons – is incomplete and piecemeal. External reform requires external opening—we saw this in the case of Deng Xiaoping with the opening reform policies in China. Even if North Korea were to start genuine reform, sustained economic advancement is very rare among frontier market economies. I will be looking at North Korea through the vantage point of a frontier market economy, meaning countries that are just entering the international financial and trade system. They are also characterized by the lack of access to the capital market and rely very heavily on bi- or multi-lateral concessional aid.

Systems move into the frontier when they open to trade and investment. The openness to trade as a share of GDP is pretty high for a lot of these countries. I am unsure of the exact number in North Korea, but I do know that North Korean trade is opportunistic and contingent on political developments. Nicholas Eberstadt at the American Enterprise Institute did a study on looking back to 1960 and analyzing the North Korean trade. Depending on how friendly North Korea is with its neighboring countries such as China, Russia and South Korea, trade will pick up. However, baseline trade—trade with the rest of the world—essentially has not changed in dollar terms since the 1960s. Therefore, North Korea is not an open economy geared to trade

with the rest of the world. In fact, composition of trade has also not changed since the 1960s. So North Korea is not as open as the frontier markets. But even if it were, frontier markets face many constraints. One is the balance of payment restraint; frontier market economies tend to have much wider current account deficits than emerging market economies. This is due to a lack of savings in the system—government savings, corporate savings, and household savings. Therefore, they have to rely on foreign savings for investment.

In a study that I worked on right before leaving Moody's, we defined frontier market economies in various ways. The notion of “credit intrepid” is a remarkable development where systems become more disorderly over time. Systems do not naturally converge. In fact, most countries get caught in emerging market income traps as well as frontier market traps. Assuming that the credit rating is some proxy for overall economic fundamentals in a country, the orange line shows deterioration in the economic fundamentals over the past decade. If North Korea were ever to move into the frontier market level of development, it would still face very severe challenges.

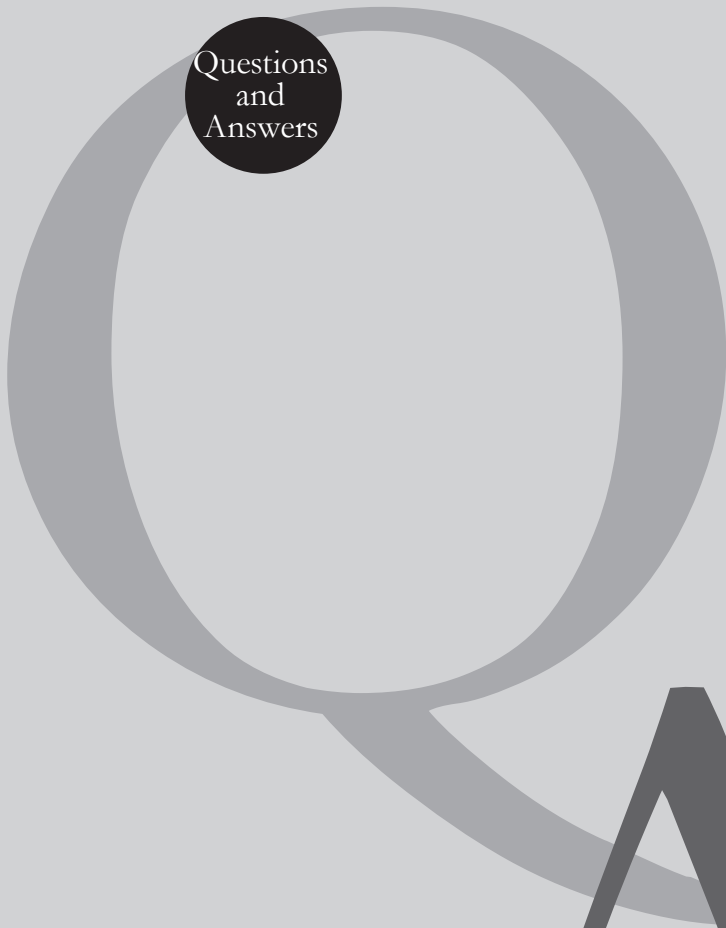
**Many frontier markets exhibit a high degree of trade openness**  
**(Trade Openness, % of GDP, 2014)**



The challenges are mainly due to political and institutional factors. These factors are really holding back reform in North Korea. Even if they do embark on reform, the sustainability of reform is questionable. What North Korea needs to convince me is that it is serious about reform like Deng Xiaoping. Also, if North Korea were to approach the WTO or IMF for membership, then I would think that North Korea is seriously interested in economic reform or in expanding the Kaesong industrial zone, replicating it in other parts of North Korea.

In the meantime, what can we do? Probably not that much. President Park's Northeast Asia Peace and Cooperation Initiative is a long shot but it is probably the only one on the table. If there was a bonanza, this will require a lot of time and work in North Korea, which has yet to be initiated.

Questions  
and  
Answers



**Q** What I am missing from all of the economics talks I have attended is the degree of reliance an economy has on external trade when it comes to the country's stability or future projections. Particularly in the case of Korea, it is very high compared to its neighbors. Can you comment on this? My second question is regarding North Korea. This is one of the most paradoxical situations. North Korea is the most closed economy, yet it is not using its own currency internally. Rather, they use euro, dollars, and yuan. What is your view on the prospects of North Korea's ability to run the economy without its own currency?

**A** Even though Korea is the 13th or 14th largest economy in the world, its internal industrial structure does not have the demand to meet this capacity. By nature it has to rely on exports. This recognition that Korea must improve its external competitiveness was a driving force behind Korea entering into free trade agreements. Korea is the most free trade agreement intensive country in the world. This decision came from a lesson learned from the 1997 financial crisis when Korea had to become competitive. After Korea signed its first FTA with Chile in 2004, the economic benefits were very dramatic both in terms of Chile's exports to Korea and Korea's exports to Chile. Then Koreans learned how to negotiate a free trade agreement and how to deal with political opposition to free trade agreements, which paid off very well with the EU and US free trade agreements. It is almost a fact of life for a country that is large but not physically large like China or the US. Another aspect

is when a developing country catches up with advanced countries, its industries can be more competitive. The only way they can become more competitive is through competition in trade with countries that are advanced. So I think it is a fact of life that Korea will have to manage.

Your second question concerns what we call dollarization in the North Korean economy. A very high degree of dollarization is a common feature in frontier market economies. This is because the citizens do not have confidence in their government and institutions. Also, the banking system is so underdeveloped, often it is very inflationary. This is a feature of a very backward economy with weak institutions and political systems where citizens prefer to hold hard currency.

**Q** What effect do you think these fights that go on in chaebol successions will have on the rather rosy forecast you have given regarding the Korean economy?

**A** I would not characterize my assessment as rosy. “Rosy” would be a 4% growth. Rather, I would say it is a sober, balanced assessment. When I began my talk, I said looking back on a complex system such as an economy, you can only focus on certain features. One feature I did not focus on was Korea’s corporate sector. The

corporate sector has been going through a period of deleveraging, which is partly reflected in Korea's NIIP. At the same time, there are quite a few companies that are under financial distress because their interest expenditure is higher than their operating income. This is a case where more structural reform has to be made. That is what I think the major challenges are in the corporate sector. Regarding the chaebol, I really do not know what to say. It is an ongoing feature in the Korean system of management succession. Coming from my credit perspective, uncertainty on management succession is probably not a positive feature. It is an issue for another conversation, but if I had to answer it, where I see the greatest challenge for Korean corporations is to ensure that support should be given to a viable company.

**Q** You served as regional manager when you were with Moody's, so you have been following up on the Chinese and Japanese economies. What is your view on the future of the Japanese economy with Abenomics and other policies? Also, do you think China's "new normal" can be smoothly achieved?

**A** Regarding Japan, the big challenge is that there is not enough growth. This is partly due to the demographics that Japan is facing; the labor force is shrinking and has been shrinking since 1995. Another reason is a lack of investment. Corporations are sitting on huge cash balances but they are not investing it because of a lack of domestic



demand, uncertainty around business conditions in the business environment, etc. Prime Minister Abe is moving in the right direction in lowering the tax rates, although it is still relatively high. The big challenge is whether or not you can get corporations to invest more in Japan. That will help give Japan more breathing space to remove this debt overhang that threatens the stability of the economy and the financial system. Japan did this before. If the global financial crisis had not occurred, Japan's budget would be in balance. Now it has a very large deficit. The goal is to eliminate this deficit by 2020. However, Japan achieved this fiscal consolidation before the global financial crisis to reform the Koizumi era reforms, most notably, cleaning up the banking system and getting out of the zombie corporation phase that burdened the banks with high NPLs and weak asset quality. Japan has demonstrated in the past that it can make progress with reform. With Abe the big thing is the third arrow that really has not come together yet to take off from the initial boost of fiscal stimulus and monetary easing as provided to the economy.

In regards to China, I am reminded of a quote by Mao Zedong where he says, "Revolution is not a tea party, or writing an essay. It is an act of violence." Economic reform is also not a tea party; there is a lot of volatility involved in economic reform. I am not surprised that we saw the shocks with the Chinese devaluation, the stock market collapse, etc. That is part of the reform process. It is also part of the process where the institutions are not strong enough to deal effectively with the

imbalances which have been built up and the shocks that come from reform. I believe China has an aspiration to become a great power, and to do that it needs a strong economy. In the past, China has shown that it can take the reforms when necessary. Now the current Chinese government is in the same position where they have to take very strong reforms.

What we are seeing in China is the reform process unfolding and the rebalancing of the economy. The old manufacturing economy is weak because of excess capacity, lack of domestic demand, and lack of external demand. Exports are shrinking in China. Fixed asset investment is running only at 2% compared to that in 2014 when it was in the double-digit range. While this process is going on, the new economy is growing and consumption is doing well. It is the services where China has the most scope to grow because the services are very heavily dominated by the state sector, while manufacturing is not. With the downsizing of the state sector and greater increase in the private and service sectors coupled with this ongoing natural growth that comes with urbanization, there is a lot of productivity growth and economic gains that can occur from reform if there is no financial crisis in between.

