



Occasional Paper Series

11-03

# Rebalancing the Chinese Economy

## 중국경제의 재(再)균형

---

Yu Yongding

*October 2011*

**세계경제연구원 · 한국무역협회**

Institute for Global Economics / Korea International Trade Association

**Yu Yongding (余永定)**

- 현 중국세계경제학회 회장
- 영국 Oxford대 경제학 박사
- 중국인민은행 통화정책위원회 위원, 중국사회과학원 교수,  
중국사회과학원 세계정치·경제연구소 소장 등 역임

---

---

# Rebalancing the Chinese Economy\*

*Yu Yongding*

As you know the Chinese economy is now the second largest in the world and has been growing very fast for the past thirty years. Even though many Chinese are complaining about the problems we face, this really is a miracle. In only thirty years the Chinese economy has changed so dramatically. I recently had the opportunity to go to Japan and travel quite widely and make comparisons. In terms of wealth, China really is catching up. China has so many big cities and high buildings. Compared with Japan, I think China is richer in many aspects. I was surprised by this finding, but China really has been quite successful and China's growth is a miracle. However, China's growth is, as said by Premier Wen Jiabao, unstable, unbalanced, uncoordinated, and ultimately unsustainable. So, China must rebalance its economy, otherwise in the next ten or twenty years China's growth will stall. That will be something bad for China as well as the rest of the world.

In this presentation, I will concentrate only on the issue of China's imbalances. We are facing lots of problems, but running twin imbalances in both current and capital accounts is one of the most important challenges we are facing. Besides these imbalances, we are facing problems including a lack of innovation creation, serious pollution, wasteful use of resources, a widening gap between rich and poor, and an insufficiency in provision of social goods, and so on. So, while we are very proud of our achievements, we are also very worried about the sustainability of China's growth.

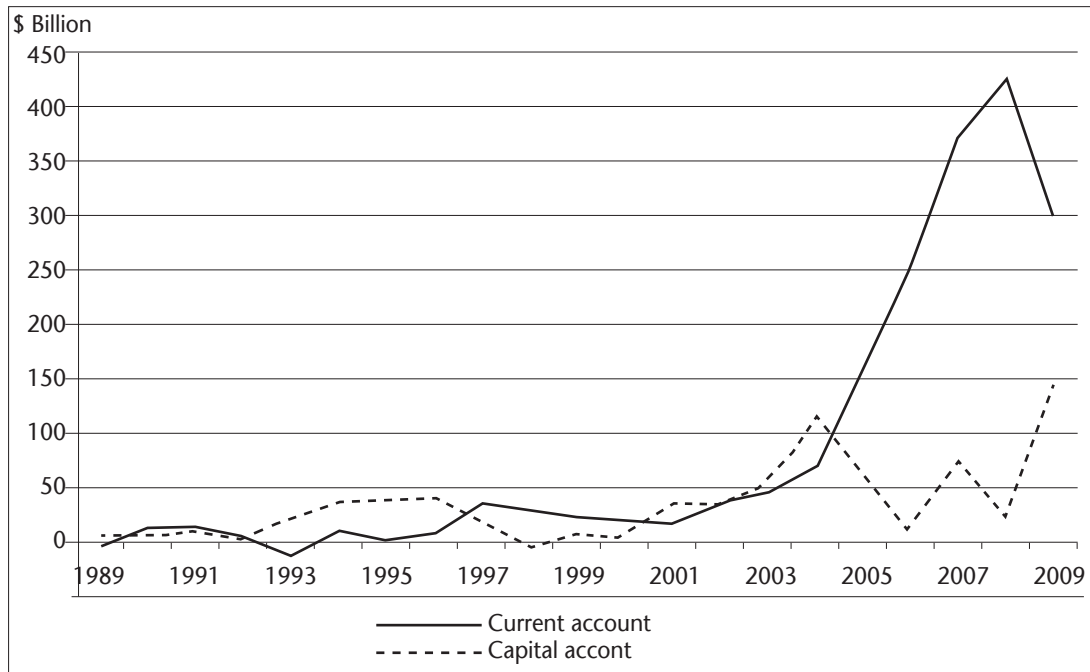
For lots of Western scholars, China's imbalance means running a current account surplus, but for most Chinese economists when we talk about imbalances we mean the twin surpluses of current account surplus and capital account surplus. In Figure 1, you can see that since the 1980's China has been running a current account surplus. Only in 1993 did China suffer from a current account deficit. In other years

---

\* Transcript of a speech given at the IGE/KITA Global Trade Forum on Tuesday, August 30, 2011

we have been running a current account surplus.

<Figure 1> China's Twin Surpluses



Additionally, since opening up, except for a few years, China has also been running a capital account surplus. So, having twin surpluses is the most important characteristic of China's imbalances, not just current account surplus. Last year, China's international balance of payment surplus (reserve asset increase) was more than \$460 billion. The current account surplus was around \$300 billion, lower than many other years, but the capital account surplus was huge. So far this year, China has a capital account surplus of around \$130 billion, so capital inflow is also very important for China.

China's pattern of international balance of payment is actually quite unusual compared to other countries. For example, figure 2 shows Thailand's current account and capital accounts. Thailand is quite typical for a developing country. For a developing country the most common pattern is to run a current account deficit and Thailand did run a current account deficit for almost thirty years before the Asian Financial Crisis. While running a current account deficit they ran a capital account surplus. This is very common for developing countries, because of a lack of

savings and a lack of foreign reserves. Developing countries often need to borrow foreign resources to finance their goals. So, while they run current account deficit they must run a capital account surplus. China is different.

<Figure 2> Thailand's Current Account and Capital Account

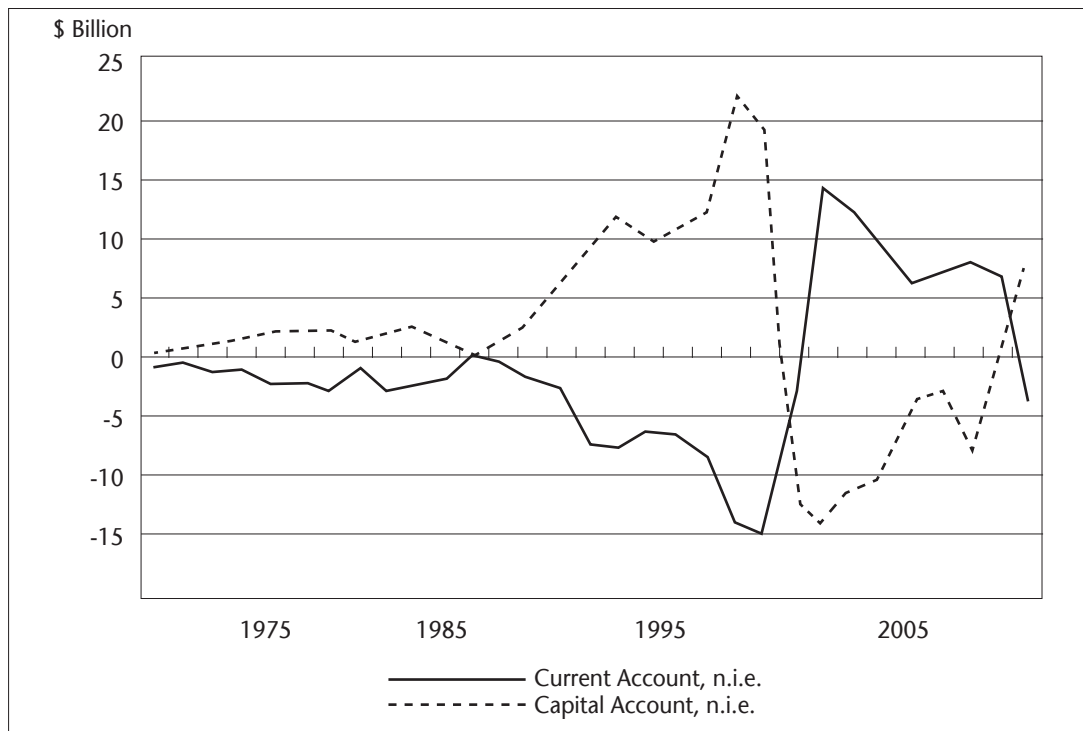
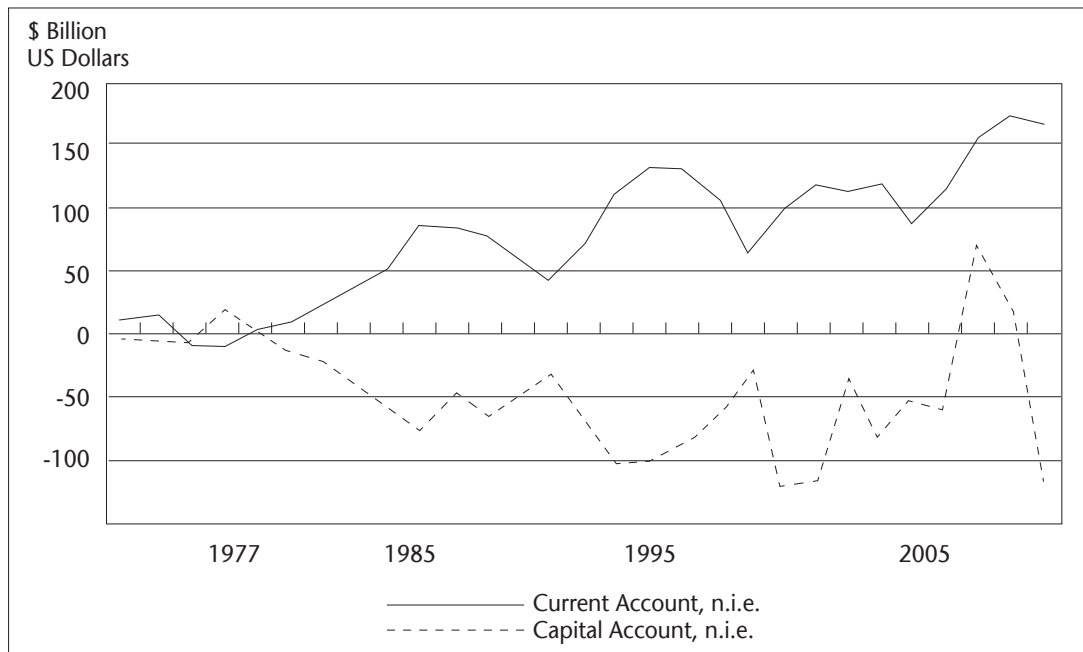


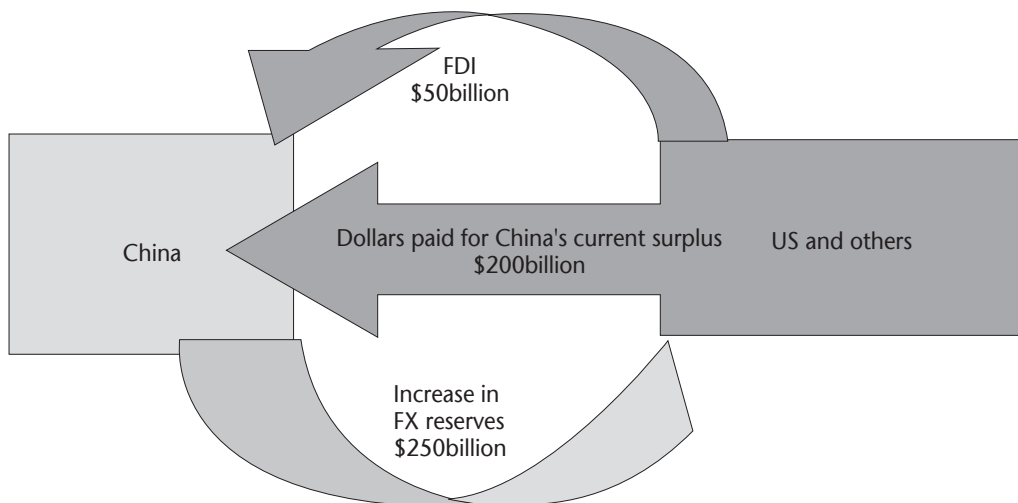
Figure 3 shows the pattern of Japan's current and capital accounts. Japan has been running a current account surplus for nearly three decades. At the same time Japan has been running a capital account deficit because Japan is a high savings country. They export capital while running a current account surplus. This is also a very normal and rational pattern of balance of payment.

So, what is the essence of China's twin surpluses? From Figure 4, you can see that China exports lots of goods to the US and others. So, the US and others pay China for those goods, and then at the same time the US and other countries invest in China quite heavily. So, money flows into China through two channels, both through FDI's and through exports.

&lt;Figure 3&gt; Japan's Current and Capital Accounts



&lt;Figure 4&gt; Essence of China's Twin Surpluses



China essentially recycles much of that money back to the creditor. As a result of these twin surpluses China accumulates huge foreign reserves. This means that China is investing in the US; they channel much of the money which flows into China back to the US eventually making China a creditor. China is a very poor country, but it has been a capital exporting country for more than twenty years. This

is something that many Western economists pay little attention to. We need to ask if there is anything wrong with these twin surpluses and what the welfare implications are.

I found four problems with this pattern of twin surpluses. The first problem I call the Dornbusch Problem. Many years ago, Professor Rudi Dornbusch pointed out that a developing country should not buy treasury bills from the United States, but rather developing countries should use resources for domestic consumption and domestic investment because the return is much higher. To buy treasury bills instead of using that money for domestic consumption and investment is a misallocation of resources.

The second problem is the Williamson Problem. In a speech at the Reserve Bank of India in 1995, John Williamson argued that a capital receiving country should translate that capital inflow into a current account deficit. They should receive money from developed countries to buy products, goods, technology, and managerial skills rather than use the money to buy treasury bills. China failed to translate capital inflows into a current account deficit. This is also a symptom of misallocation of resources.

The third problem is rather recent and I call it the Krugman problem. China has accumulated such a large foreign exchange reserve—mainly in the form of US treasuries. The US economy is suffering and the US is having serious trouble managing their fiscal position. The US is accumulating large debts, so the possibility of the US dollar to devalue is very high. Paul Krugman argued very strongly that the China's foreign reserve will create inflation in China or devalue the US dollar somehow to reduce the debt burden. Krugman said that China has fallen into “a dollar trap” and that with the devaluation of the dollar, China will suffer great capital losses—and actually, we have already suffered great capital losses because of the devaluation of the US dollar.

The last problem is related to this and I call it the Rogoff Problem. Kenneth Rogoff pointed out that if a country suffers a serious budget deficit and has a huge debt burden, then the temptation to inflate away the debt burden will become irresistible. We are now facing this situation and the temptation for the US to inflate away its debt burden will become stronger. This has not happened yet, but if it does

---

then what will be the purchasing power of China's savings in the form of treasuries? China could suffer greatly and this is something that we must be very worried about.

These problems show that to run twin surpluses is not in the interests of China and China needs to do something to address it. So, what should China do to reduce these twin surpluses? In order to answer that question we have to analyze the causes of these imbalances. Usually, we use the formula  $S-I = X-M$  to analyze those causes. This is a very simple identity—saving minus investment should be equal to the current account surplus(exports minus imports). If a country's savings is greater than its investments then that country must run a current account surplus. So, most economists use this identity to analyze the causes of China's twin surpluses.

Basically there are two schools of thought about this. The “structural school” focuses on the left hand side of this equation and looks at the gap between savings and investment. This school explains that the reason for China's current account surplus is simply because China is a high saving country, the saving in China is higher than investment in China so it must run a surplus. The “policy school” emphasizes the importance of the right hand side of this equation—remember this is an identity, not a causality. Some people say the reason for China running current account surplus is because of China's export promotion policy. There are a lot favorable policies towards exporting industries, so it is very natural that those industries will run a current account surplus and because China runs a current account surplus naturally there is higher saving than investment. Both of these explanations have a logical foundation.

So, which explanation is correct? I think that depends on the situation and we have to check the reality in China to decide whether to use the right hand side of the equation to explain the left hand side, or the other way around. The diagnosis by the structural school is that, because of a lack of a social safety net, households have to save since they have to worry about their future. Another important reason for China's high saving rate is very high enterprise savings. In China there are lots of state owned enterprises and, for almost two decades, those state owned enterprises have not handed over their profits to the state. The phenomenon of state owned enterprises keeping all the profits is quite unusual—this is something that is very

---

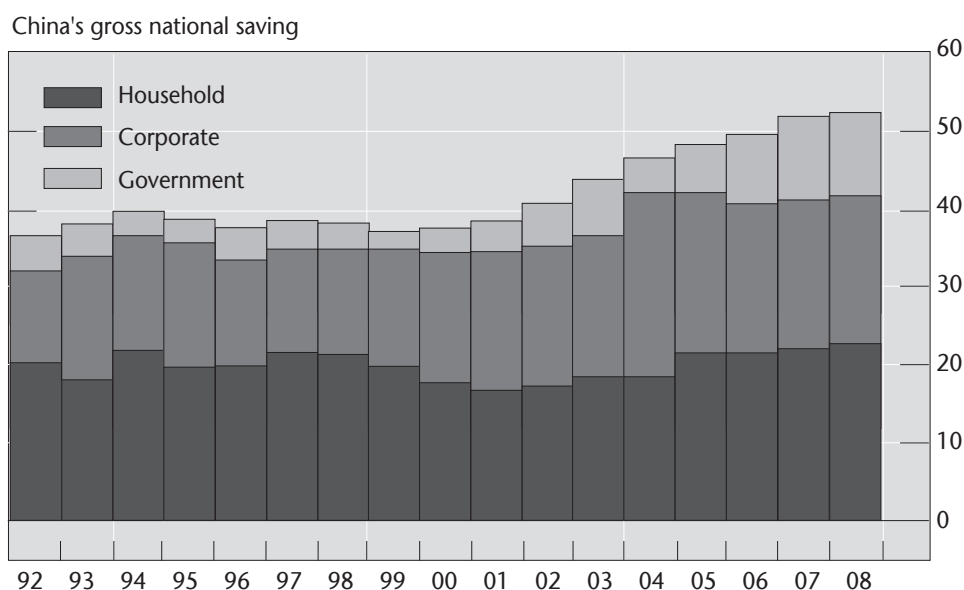


wrong, but has been corrected recently. There are also other contributing factors to China's high saving rate, such as China's age structure and the widening gap between the rich and poor.

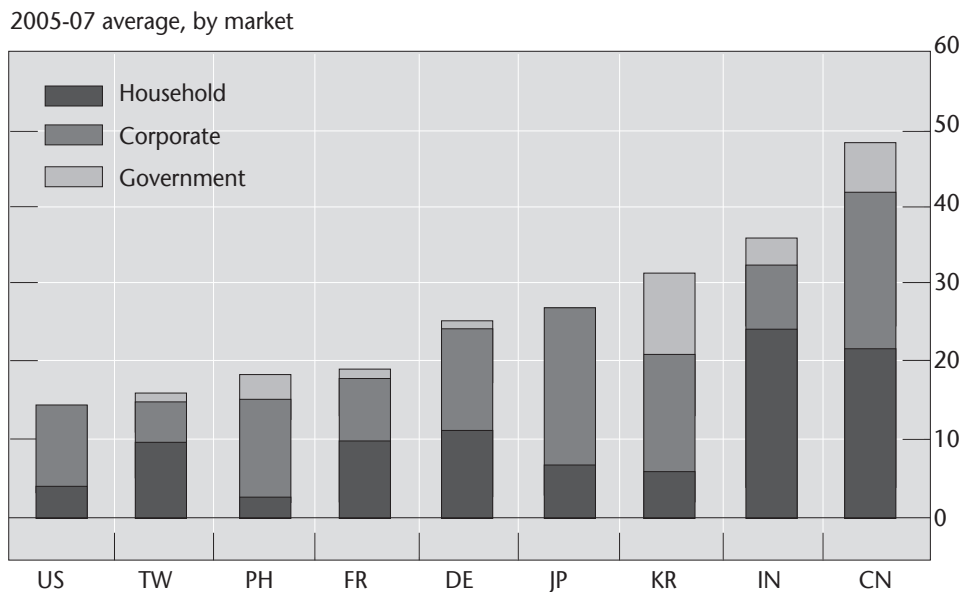
There are counter arguments to these explanations of China's high savings rate. Ma Guonan and Wang Yi argue that China's saving is high but not exceptional. As a share of GDP, China's corporate saving at best rivals Japan's, its household saving is below India's, and its government saving is less than Korea's.

In Figure 5, we can see China's sectoral savings rates as share of GDP. We can see that in recent years the share of government saving has increased quite significantly. Also, the share of corporate savings has been quite high through the early 2000's. In recent years the pattern is quite stable. Figure 5 shows that household saving is high, but corporate savings has been reduced in recent years. Compared with other countries the characteristics of China's sectoral savings can be seen more clearly in Figure 6. For example compared with Korea, China's household saving is much greater, but it is less than India's. This is not my primary emphasis; I am simply trying to introduce the opinion of the policy school on the causes of the twin surpluses.

<Figure 5> Sectoral Shares of Gross National Saving



&lt;Figure 6&gt; Country Comparison of Sectoral Shares of National Saving



One very important explanation for China's twin surpluses is that China's financial market is problematic. I will illustrate this with an example; let's say there is an enterprise in Shanghai that wants to borrow money to buy some capital equipment. This enterprise knows that there is a factory in Guangzhou that produces the equipment they need. Normally, the enterprise can borrow money from banks, then buy that equipment—finished. It should be very simple. In China, however, because of the underdevelopment of the financial market, the enterprise in Shanghai cannot get the money from the banks due to preferential policies towards FDI. So, the factory in Shanghai, instead of getting money from Chinese banks, receives \$1 million in FDI. They need RMB not dollars, so they sell the dollars to the People's Bank of China to get RMB. Then they use the RMB to buy the equipment from Guangzhou. As a result of this practice China ends up with \$1 million and they use this money to buy US treasuries.

This example shows one reason why China is accumulating foreign exchange reserves and why China runs a capital account surplus. If China's financial market was running normally we would not need this foreign capital inflow. We have high savings, but the trouble is that the enterprises cannot get that money. They have to get the money in a roundabout way, going to the US capital market and then exchange those dollars into RMB to buy goods from another place in China.

---

Another important reason for the surpluses is policy-led market distortion, including preferential policies towards FDI, export promotion policies, and tax rebates. In the past some enterprises produced products not to earn foreign currency, but they produced products just to receive tax rebates. So, it added to the twin surpluses. Also, in China, local governments play a very important role in promoting economic development. So, lots of local governments are competing with each other to offer better conditions for FDIs and so on. The diagnosis from the policy school is that China needs to make corrections on their export promotions policy, otherwise China will continue to run twin surpluses.

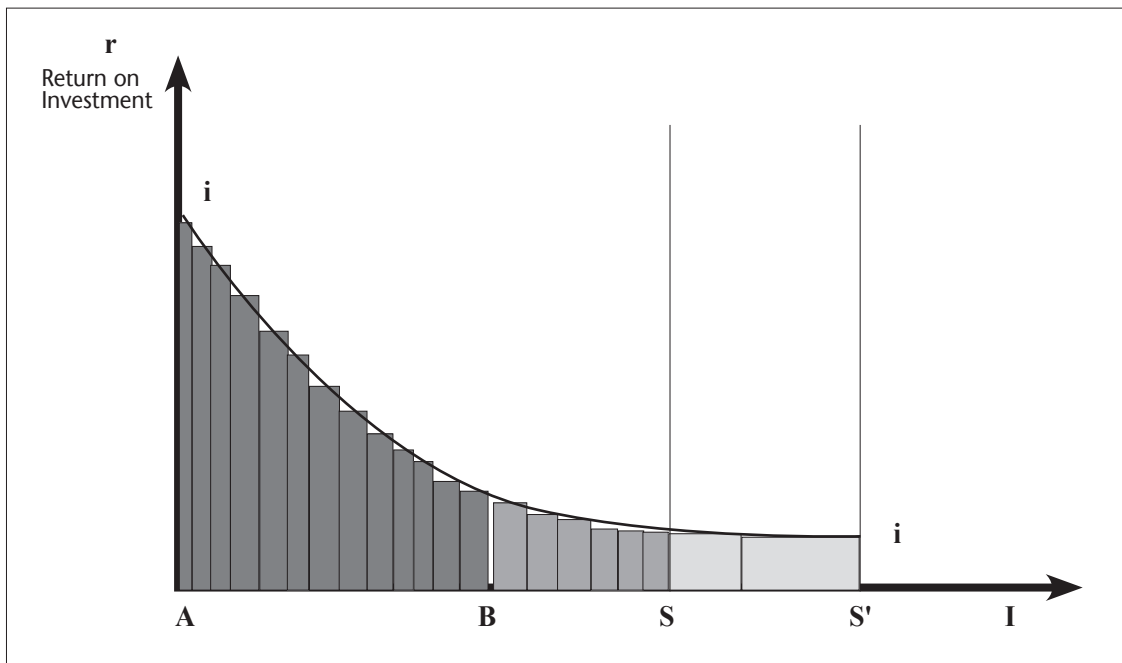
I think both schools have strong grounds for their argument. The government has to listen to both schools of thought and try to introduce comprehensive policies to tackle the problem from both sides of the equation. Some policies should be directed to reduce the savings gap. Other policies should be directed to reduce the trade surplus directly—not indirectly.

I will talk a little bit about China's FDI policies and the evolution of these policies. For decades, until recently, foreign enterprises had been given super-national treatment. For many years foreign enterprises enjoyed many privileges: income tax exemption and reduction, tariff exemption and reduction, value added tax rebate, preferential loans, and hidden subsidies by local government. So, FDI inflow is not entirely in line with the market fundamentals, there are some artificial stimuli and incentives. This is not very good for the long run stability of capital inflows.

As a result of these preferential policies there is crowding out of domestic investment by FDIs. As mentioned earlier, China is a high saving country. As a high saving country it should not be attracting so much FDI or running twin surpluses. Crowding out by FDI is one explanation. In figure 7, I illustrate this phenomenon. Look at the figure and assume China's saving and investment is equal, with the horizontal line representing investment, the vertical line representing rate of return on investment, and each bar represents a specific project or investment opportunity. So, different opportunities have a different rate of return. There are very high returns on the left and very low returns on the right.

---

&lt;Figure 7&gt; Crowding out by FDI



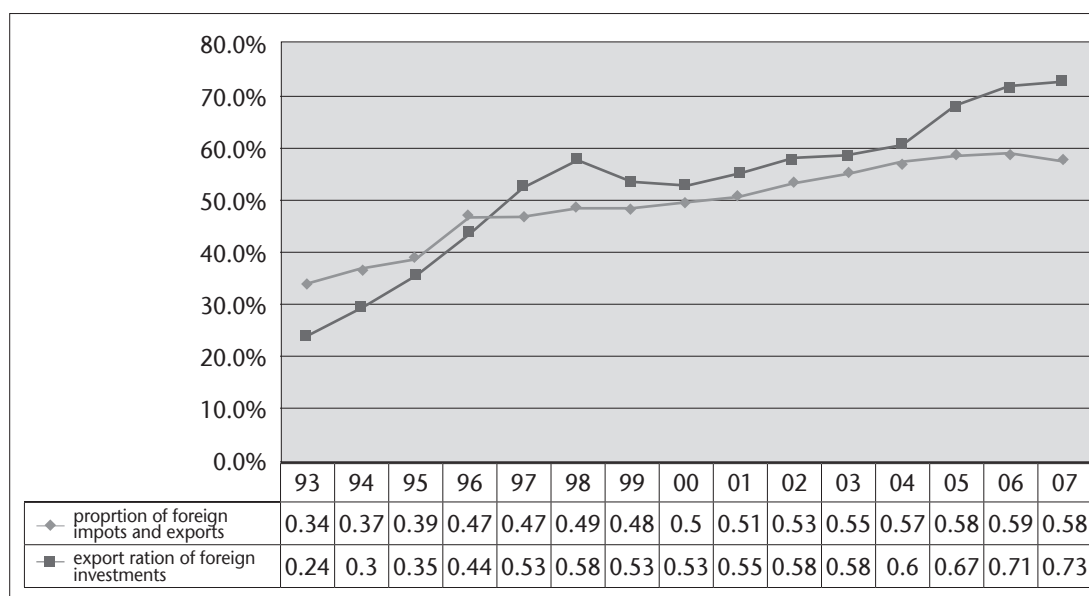
If we assume that China's saving is AS and China's investment is also AS then there would be no trade surplus because saving is equal to investment. However, because of China's preferential policies towards FDI a lot of foreign firms get the opportunity to invest in high return projects. In the figure FDI investments take up the section from A to B. Because foreign firms occupy the investment opportunities from A to B, and domestic firms can only invest from B to S there are extra resources. These extra resources become trade surpluses.

China uses these surpluses to invest in US Treasuries. The investment return on the treasuries is about 3% and according to the IMF the investment return for FDIs to China was 22% in 2008. The average return for US firms, according to the Conference Board is 33%. So, US firms investing in China get 33% return on average and China's investment return is 3%. Chinese firms cannot invest in domestic projects, so they have no choice but to export and invest in US Treasuries. I hope I have made it very clear that this is a very typical misallocation of resources and is an unsustainable pattern for China.

Another very important explanation for China to run a current account surplus is

the dominant role foreign funded enterprise play in China's exports. This is now a structural problem that is the result of previous policies. After 20 or 30 years there is a clear pattern of China's export industry. In Figure 8, we can see that foreign funded enterprises dominate China's exports—more than 60% of China's exports come from foreign funded enterprises. When we talk about domestic firms' trade, China is suffering from a deficit. China is running a trade surplus mainly because the share of foreign funded firms in trade is nearly 70%. So, they take very large proportions in trade and by definition there will be a current account surplus. This is a structural problem that cannot be solved in the short term, even with the appreciation of the yuan.

<Figure 8> Dominance of Foreign Funded Enterprises in China's Trade



As I mentioned earlier, we know the problems of running twin surpluses and we know it reflects a misallocation of resources in China. Starting in 2003, the government has taken some measures to rebalance the economy. On the policy side of the  $S-I = X-M$  identity, one measure they took is the gradual appreciation of the RMB, starting in 2005. Secondly, steps to reduce the tax rebate are also very important. The tax rebate in China is quite high, currently at 13%, but now we are reducing it. Third, China has dismantled policies of self-rebalancing. Previously, all FDI enterprises were required to self-balance—if they used a certain amount of foreign exchange they had to earn those foreign exchange themselves. If they failed

to meet that requirement they were not allowed to invest in China; now all these policies have been dismantled.

Other policies have been aimed at the left hand side of that identity. In China there have been lots of changes lately. First, wages have increased greatly; this will definitely reduce the savings gap. Low income families have started to spend much more money because of increased wages. Also, the government has paid a lot of attention to the social security system. The result of this is that Chinese are happier to spend their money. This is why lots of Chinese are traveling around the world and sending their children abroad. The government has also started to spend much more money on education and R&D. Since 2009, as a response to the global financial crisis the government has increased its investment in infrastructure and environmental protection.

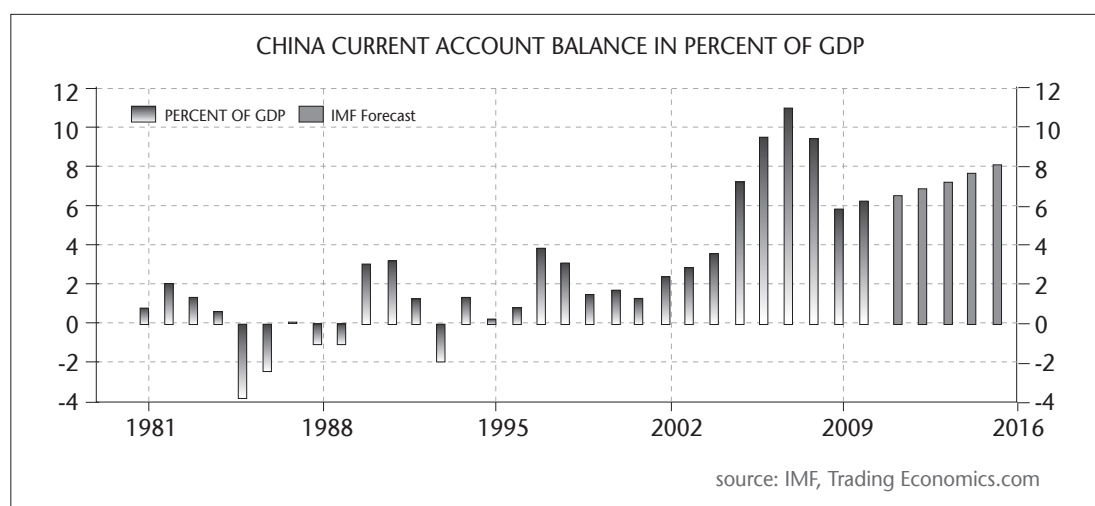
Even though China's investment rate is very high, because China is a big country, the opportunities for further investment are still plentiful. For example, there are lots of opportunities for investment in environmental protection, or water preservation. Beijing has been suffering from a shortage of water for many decades. Thirty years ago, if you wanted to find water you just had to dig 3 meters, now you have to dig as deep as 300 meters to find water—the situation is very bad. At the same time we have over 60 golf courses in Beijing and 17 ski courses—where they have to create artificial snow. These both require a huge amount of water. This is very much a misallocation of resources that we have to correct. There are many other examples that show there are still opportunities for China to invest domestically and by investing domestically we will reduce the gap between saving and investment.

In Figure 9, we can see some of the results of the policies to rebalance the economy. The Chinese economy was very imbalanced in 2005 and 2006. Recently, China's current account balance has been reduced, especially in 2009. This is not entirely due to China's domestic policy, but to a large extent is a result of the global recession. We cannot sell our products, so naturally the current account surplus was reduced. Since the recovery of the global economy China's current account surplus has been increasing again, but the rate of increase has dropped significantly. Last year China's current account surplus was just \$300 billion and in 2008 it was over

---

\$400 billion—this was a significant drop. This year the current account surplus will be roughly the same as last year. The trend is towards rebalancing but I cannot say that we have been very successful in rebalancing the economy—there is still a long way to go.

<Figure 9> Results of Rebalancing



The more worrying problem is capital inflows. In recent years, as a result of the global recession and the problems in Europe and the United States a lot of capital has been pouring into China. So far this year, the capital account surplus is expected to be around \$130 billion—this is not a precise figure but it is very big.

In the 1990's and early 2000's capital inflows were around \$50-60 billion, now it is over \$100 billion. I am expecting even more capital inflows into China. This is causing a lot of problems. We do not need capital; we have enough savings. We do not know how to use our own saving, but at the same time a lot of foreign capital pours into China. Capital inflows cause a capital account surplus and China's accumulation of foreign reserves has steadily increased since last year.

For a couple of quarters last year the increase in foreign exchange reserves was reduced because of the global financial crisis. However, after the third quarter, the accumulation of foreign exchange reserve increased quite dramatically—causing a lot of problems.

China has reduced the current account surplus by introducing lots of new policies aimed at correcting the imbalances. It has not been very successful, but we have achieved some positive results. On the other hand, capital inflows are very strong. As I mentioned China's imbalances are due to twin surpluses. China should reduce capital account surplus as well as current account surplus. We have been successful, but in a very limited way.

Recently, we are facing two very serious problems. The first is about RMB exchange rate policy which is surrounded by a very heated debate. The other is RMB internationalization. There are two different camps in China in regards to the exchange rate policy, for many years many government officials and economists argued that the RMB is not undervalued. Their other main argument is that even if there is an appreciation of RMB China's trade surplus will not be reduced, because the trade surplus is structural and not related to the exchange rate policy. The counter argument is that the RMB is indeed undervalued. We should allow the RMB to appreciate even though we do not know by how much the value will increase. It is also believed that China's exports and imports will react to changes in the exchange rate—even though the elasticity is not very high.

Now, I think the focus has changed a little bit. China needs to put aside the two questions of whether the RMB is undervalued and whether appreciation of RMB will be effective for rebalancing the economy. China needs to just think about the harmful effect of further accumulation of foreign exchange reserves. If they do not allow the RMB to appreciate they have to continually intervene in the foreign exchange market and buy all extra US dollars. China has to use those extra dollars to invest in treasury bills. So, if China continues to intervene in the foreign exchange market, inevitably they will have more foreign exchange reserves—especially US government bonds and securities. As I mentioned, if China further accumulates foreign exchange reserves they will suffer great losses, now and in the future.

The People's Bank of China is facing a very difficult choice of whether to intervene or not. If they stop, then they will stop further accumulation of foreign reserves, but it may have some negative impact on export industries and employment. If they continue to intervene they actually just throw China's resources

---



into the Pacific and Atlantic. They export and get an IOU of greenbacks, but those greenbacks will devalue. For example in 2003, when we started to think about whether we should allow the RMB to appreciate, the price of oil was \$30 a barrel and the price of gold was \$500 an ounce. Now, the price oil is around \$100 a barrel and the price of gold is \$1,700 an ounce. From 2003 until now, China's foreign exchange reserve has increased more than seven times, but the purchasing power has not increased very much. That means the result of China's hard work is already down the drain.

China should not continue to do this kind of stupid thing. We lend money to the US but the US is not grateful, rather there are American economists like Krugman that blame China for lending money to the United States. For Chinese this does not seem fair, but the US does not force us to lend money to them. This is why I argue that China should somehow stop its intervention into the foreign exchange market and allow the RMB to float. Of course we need to prepare for this to avoid some problems.

It is difficult to get a consensus about the RMB exchange rate policy, so the Chinese central bank and economist have shifted their focus from debating about the exchange rate policy to RMB internationalization. There are three main aims of RMB internationalization. The first aim is to reduce the exchange rate risk for Chinese enterprises. The second aim is to reduce the accumulation of foreign reserves. The third aim is to improve the competitiveness of Chinese financial organizations and to make Shanghai an international financial center.

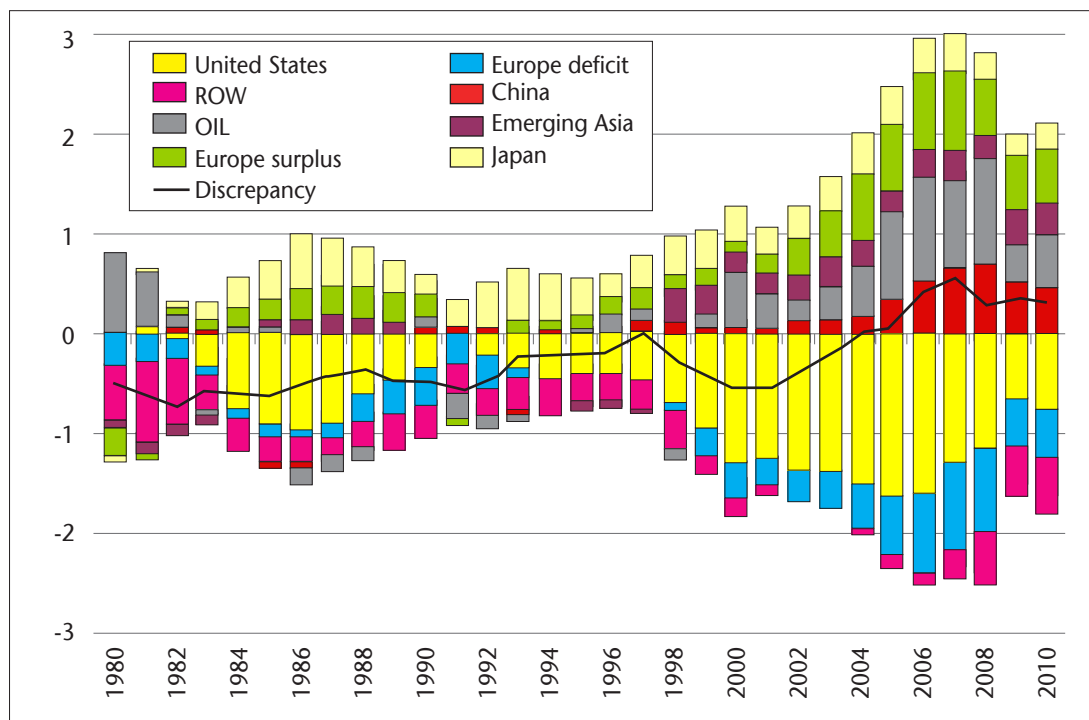
After a year of implementing RMB internationalization it became apparent that there were problems with this approach. China's effort to internationalize the RMB started from using RMB as a settlement currency for trade between mainland China and Hong Kong. We assumed that if we allowed people in Hong Kong to acquire RMB by exporting to mainland China, then they would use that RMB to buy Chinese exports to Hong Kong. In theory RMB would be used in both import and export, but in reality we pay RMB to Hong Kong for their exports—so they get a lot of RMB, but they fail to or are not able to use that RMB to buy Chinese products.

---

As a result of this RMB internationalization, instead of reducing foreign exchange reserves we increase them. For example, if we had \$1 trillion in export and \$800 billion in import, there would be \$200 billion left that goes into foreign exchange reserves. As a result of using RMB as a settlement currency, we still earn \$1 trillion from our exports but we do not spend \$800 billion on imports. So, it increases our foreign exchange reserve, because we earn more dollars but spend less—naturally we have more dollars. This process is actually counterproductive to its original purpose.

This shows that there are some problems with the roadmap of RMB internationalization. We should encourage the use of RMB for invoice accounts not just settlement accounts. Perhaps we need to think about using RMB in capital flows not just in trade. We need to rethink our approach to RMB internationalization. China needs to tackle imbalances head on—not in a roundabout way. If we continue to do it indirectly there will be some unexpected results that can be counterproductive and lead to results that are opposite to the original intention.

<Figure 10> China and the Global Imbalance



Before summarizing, there is one point I would like to make. The US blames China for global imbalances—this is not fair. In Figure 10, we can see that the portion of the global imbalance attributed to China is quite limited. China's current account surplus compared with global imbalances is relatively small. China is just a small part of the problem not the entire problem. However, from China's point of view twin surpluses are not in China's interest—regardless of what Washington says. China needs to do something to reduce these imbalances both for the interest of China and the global economy.

Finally, before I leave I would like to give you one message. China's economic situation is good, even though we are facing lots of problems. According to past experience China always manages to muddle through. Before 1995, I was quite pessimistic about China's economic growth. I always made predictions that something would go wrong and lead to the fall of China's economy—each time I was proven wrong. I discredited myself by making those kinds of predictions. In 1995, I changed my position and became more optimistic about the Chinese economy. In 1998, *The Economist* ran a cover story about the fall of the Chinese economy—I said, “rubbish the Chinese economy will survive.” Since that time, I have been basically right and my reputation has improved. In my experience the right approach is to be cautiously optimistic towards the Chinese economy. This year China's growth rate will be around 9% and China's inflation will be under control. I do not see any prospect for a hard landing next year. Maybe, five years later something will happen, but five years is a long time and there is time for the government to make some corrections. Basically, I am still optimistic about the Chinese economy and I hope that I will be correct again.

---

## Questions & Answers

---

**Q** If we think back to the time of 2007-2008, when China allowed the value of RMB to increase by 20% it had a huge impact on exports, especially in Guangdong and in low value added exports. So, China pegged the yuan to the dollar again. If they let the value of the yuan to appreciate the impact will be felt most greatly in those low value added export industries. What do you think the impact on exports will be if China allows the Yuan to float?

**A** This is a major worry for the Chinese government. They are worried about the negative impact on China's exports and the impact on employment. This is why the government has been very cautious about RMB appreciation. Your worries are right, but the trouble is we do not know how big the impact will be. There is a risk. The question is whether it is a risk worth taking compared to the cost we have to pay.

We did some field studies to investigate this, and lots of exporting enterprises are complaining about uncertainties in the RMB exchange rate. They felt that if the government allowed the RMB appreciate in one go then there would be no uncertainties. They would be more comfortable with negotiating with foreign counterparts. Actually, in their opinion they have been suffering.

We do not have a model or a solid foundation to quantify the specific impact on China's exports and imports from appreciation, so perhaps we have to take some risks. Years ago we worried about the impact on employment but this has changed. The shortage of labor has actually become a problem. In coastal areas a lot of enterprises fail to find an adequate number of laborers, so that is no longer a very large worry for the Chinese leadership. The number one concern for the Chinese government is to control inflation, so this is a good opportunity for the Bank of China to stop or reduce intervention.

If we look at the experiences of other countries like Korea or Japan we can expect that for a certain period of time imports and exports will be impacted, but

---

in the long run the impact on the basic pattern of trade might not be so serious. The problem for China is that they worry too much about the negative impact of RMB appreciation and they fail to worry enough about the downside of the current policy of not allowing the RMB to be more flexible.

**Q** I found your hypothesis about FDI crowding out domestic investment very intriguing. What is the share of FDI in total investment in China?

**A** The problem is that we do not have a very precise statistics regarding that. Many years ago I had an argument with the Ministry of Commerce about FDI. I said that in Japan and Korea they did not welcome FDI in their early stages of development and that in China there was too much FDI. Then the Vice Minister of Commerce asked me for my figure regarding FDI stock. I told him a figure that I got from the Ministry of Commerce, and he said I was wrong. He reduced the figure by half and I lost my argument. This lack of reliable figures is an important issue in China. Right now it is only a hypothesis, not an accepted conclusion. We are currently doing research regarding the effect of FDI on current account surplus.

I can give you a rough estimation of FDI stock in China—I think it is about \$1.3 trillion. The share of FDI in investment varies but sometimes it is around 10% or higher. In Korea it is much lower. China's current account surplus on average is around 3-4% of GDP. Of course in 2008 it was much higher around 10% of GDP, but usually it is not that big. So, I think FDI crowding out can partially explain China's current account surplus, but only to a certain extent. It is definitely not the entire reason for the current account surplus, but we still have to do some mathematics to quantify what share can be attributed to crowding out by FDI. It's an important question, but I cannot give you a precise answer now. We are currently doing research to try to answer that.

**Q** The fact that you have twin surpluses is *prima facie* evidence that your currency is being undervalued by policies of intervention. Your story about what is happening in China in regards to the debate over the RMB reminds me of the

---

debates that Korea has had since the 1980's when we suddenly began to have huge surpluses in trade for the first time in our modern history which brought pressure from the United States to revalue our currency and open up our market. The Korean government invented various reasons why we should not appreciate the won. Looking back I think that the advice from the US was basically right, because while we resisted appreciation we began to have domestic inflation, an explosion of the labor market and labor wages, and an increase in social demands that had huge political consequences. We began floating our currency, then at some point in the mid 1990's we again effectively pegged the Won to the dollar—this was one aspect that led to the financial crisis at the end of the 1990's. Overall, China should look at the argument of whether to revalue the currency or not from the viewpoint of its pure domestic national interest. I believe that once you do so, you will come to the conclusion that you have to let your currency appreciate.

**A** You make a very strong case for flexibility in exchange rate policies. I entirely agree with you. I hope you can talk to the Chinese officials to introduce your experience. This would actually be very useful because the Chinese leadership is very pragmatic. They are very skillful in managing the economy and knowing the reality of the situation. They do not want to listen to the rubbish of economists too much. If you could talk to them about Korea's experiences it could be very persuasive.

Internationalization and liberalization of capital accounts go side by side. In Japan yen internationalization means liberalization of capital accounts. When we read their documents they say it's about internationalization of the yen, but it is all about liberalization of capital accounts. In China, without liberalization of capital accounts and without the flexibility of the RMB it is impossible for the internationalization of the yuan. If they try to internationalize the yuan to replace capital account liberalization and flexibility of the RMB, then they will fail.

So far, China has encouraged the use of RMB as a settlement currency which is actually a very small step in line with capital account liberalization, because previously it was not allowed to use RMB to settle trade. China needs to follow up with

---

other steps, or it will just stop here, they cannot further promote internationalization. At most this will satisfy some desires for speculation because RMB will appreciate, so a lot of people want to hold RMB. After appreciation they will sell their RMB and the small amount of internationalization will be reversed very quickly. Expectations for appreciation cannot be the foundation for internationalization; the foundation has to be a strong economy, credibility of the economy, capital account liberalization, and flexibility of the exchange rate.

**Q** How do you assess China's living standard and happiness index of common ordinary people? To what extent has it improved due to China's economic development?

**A** I think it's very obvious that the living standards in China have dramatically improved. Thirty years ago you couldn't see many cars around, now the traffic jams are a problem. When I traveled in Japan I was surprised that it seemed like the Japanese living conditions in the cities were much poorer than in China. I visited a Japanese friend's home and found that it was very modest by Chinese standards. My standard is very low in China, but I can feel that China has really improved dramatically. On the other hand, we must admit that the gap between rich and poor has been widening. So, I don't know if the Chinese people are happier. I can guarantee they are 10 times richer; but I cannot guarantee they are much happier. During the Cultural Revolution, when I was a worker, I felt that many workers were very happy.

**Q** Is it safe and profitable for foreign businessmen to invest in China?

**A** Yes, I believe that investing in China is a safe bet.

**Q** What kind of policy measures has the Chinese government prepared for RMB internationalization? Do you think internationalization will succeed and if so when?

---

**A** The most important policy adopted so far is to allow Chinese enterprises to use RMB for trade. The second important policy is to allow residents in Hong Kong to use RMB to buy some Chinese financial products. These first steps of using RMB as a settlement currency allow non-residents to obtain RMB and they can earn a higher return by using RMB. So far it is still limited, but recently the Ministry of Finance issued some RMB bonds in Hong Kong. So, now people in Hong Kong can buy RMB denominated bonds. By the end of this year, they will be able to use RMB for direct investment in mainland China. This policy means that they can earn a higher return by holding RMB.

I do not think that China can go very far along this line. As I mentioned, China cannot meet the preconditions for the internationalization of the RMB. I think that because of the growth of China's economy the RMB will inevitably be regionalized into a regional currency. It is still difficult to say what the fate of the RMB will be. It depends on whether there will be progress in regional financial cooperation. If the countries can come together to create a regional currency then perhaps it will be internationalized, but it will take decades. I do not expect to see it in my lifetime.

---



## 중국경제의 재(再)균형\*

Yu Yongding

잘 아시다시피 중국은 현재 세계 제2의 경제대국으로서 지난 30년간 매우 빠르게 성장해왔다. 비록 많은 중국인들은 그들이 당면하고 있는 여러 문제들에 대해서 불평을 하고 있지만, 중국 경제의 성장은 실로 기적이라고 말하지 않을 수 없다. 단지 30년 만에 중국 경제는 극적으로 변화한 것이다. 나는 최근 일본을 두루 넓게 여행을 하면서 중국과 비교를 해보는 기회를 가졌다. 부(富)의 측면에서 볼 때, 중국은 실제로 일본을 따라잡고 있었다. 중국에는 큰 도시와 높은 빌딩들이 너무나 많이 있고 어떤 면에서는 중국이 일본보다 부유하다고 생각될 정도였다. 나는 이러한 사실을 알고 놀라워하였지만 실제로 중국은 매우 성공적이고 기적적인 성장을 했다. 그러나 Wen Jiabao 총리가 언급한 것처럼, 중국의 성장은 불안정적이고 균형이 잘 잡혀있지 않으며, 조직적이지도 못하고 또 근본적으로 지속가능하지가 않다. 그래서 중국은 자국 경제의 재균형을 이루어내야 한다. 그렇지 않으면 향후 10~20년 내에 중국의 성장은 멈추게 될 것이다. 그렇게 된다면 그것은 중국뿐 아니라 세계전반에도 좋은 일이 아니다.

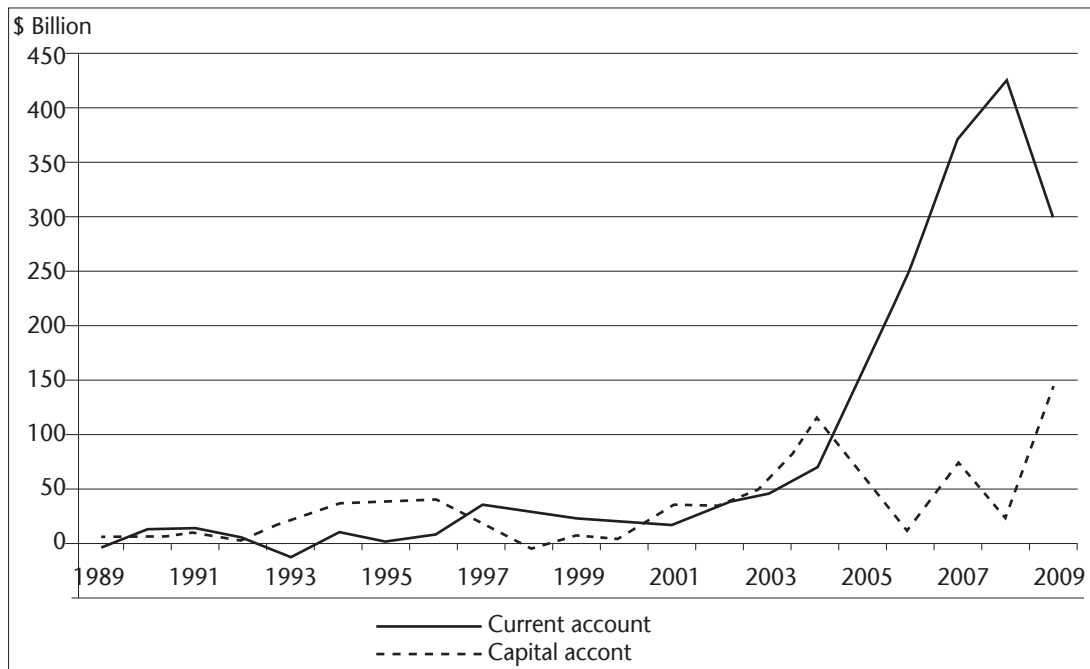
나는 오늘 강연에서 중국의 불균형 이슈에 대해서 집중적으로 다루고자 한다. 중국은 현재 수많은 문제에 직면하고 있지만, 가장 중요한 도전과제 중에 하나는 경상수지와 자본수지에서 동시에 쌍둥이 불균형을 겪고 있다는 점이다. 이러한 불균형 문제 이외에도 중국은 혁신창출의 결핍, 심각한 오염, 자원의 낭비, 빈부격차의 증대 그리고 공공재의 부족 등과 같은 수많은 문제에 직면하고 있다. 그래서 중국은 그동안 그들이 이룩한 성취에 대해서 매우 자랑스럽게 여기지만 다른 한편으로는 중국성장의 지속가능성에 대해서 많은 우려를 하고 있다.

많은 서양학자들이 중국의 불균형을 말할 때 그것은 단순히 경상수지의 흑자를 의미하지만, 중국 경제학자들이 말하는 불균형은 경상수지의 흑자와 자본수지의 흑자가 동시에 나타나는 쌍둥이 흑자를 의미한다. <그림 1>에서 보여주고 있는 것처럼 중국은 1980년대 이래 경상수지 흑자를 유지하고 있다. 1993년에 유일하게 경상수

\* 이 글은 2011년 8월 30일 개최된 'IGE/KITA 서울세계무역포럼'의 내용을 녹취하여 번역·정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둔다.

지 적자를 기록한 것을 제외하고는 경상수지 흑자 기조를 유지하고 있다.

〈그림 1〉 China's Twin Surpluses

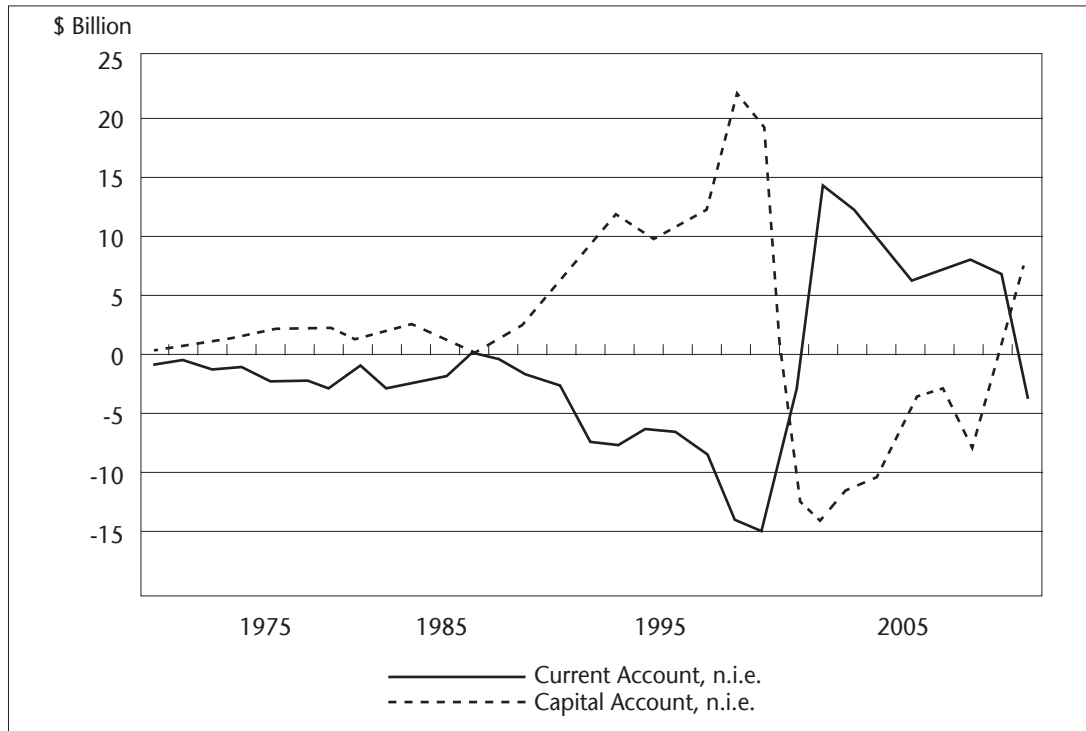


이 뿐 아니라 중국은 개방정책을 실시한 이래 몇 년을 제외하고 자본수지도 흑자기조를 유지해오고 있다. 그래서 중국 불균형의 가장 중요한 특징은 경상수지 흑자만이 아닌 쌍둥이 흑자(경상수지와 자본수지가 동시에 흑자)를 기록하고 있다는 점이다. 작년(2010년) 중국의 국제수지(외환보유고의 증가)는 4,600억 달러 이상의 흑자규모를 기록했다. 경상수지 흑자는 평년보다 낮은 약 3,000억 달러를 기록했지만, 자본수지도 대규모 흑자를 기록했다. 금년에 중국은 지금까지 1,300억 달러의 자본수지 흑자규모를 기록하였는데 이는 자본유입이 매우 중요함을 뜻한다.

중국의 국제수지 유형을 다른 나라들과 비교해보면 실제로 매우 특이하다. 예를 들면, 〈그림 2〉는 태국의 경상수지와 자본수지를 보여주고 있는데 태국은 매우 전형적인 개발도상국이다. 개발도상국의 가장 전형적인 국제수지 유형은 경상수지에서 적자기조를 유지하는 것인데, 태국은 아시아 금융위기가 발발하기까지 거의 30년 동안 경상수지 적자를 유지하고 있었다. 경상수지 적자가 유지되고 있는 반면 자본수지는 흑자기조가 계속되었다. 이는 저축과 외환보유고가 부족한 개발도상국에서 흔히 나타나는 모습이다. 개발도상국들은 자국의 목표를 위해서 자금을 조달하려고 자주 외자를 도입해야 하는 것이다. 그래서 경상수지는 적자를 유지하는 반면 자본수지는

흑자를 지속할 수 밖에 없다. 하지만 중국은 다르다.

〈그림 2〉 Thailand's Current Account and Capital Account



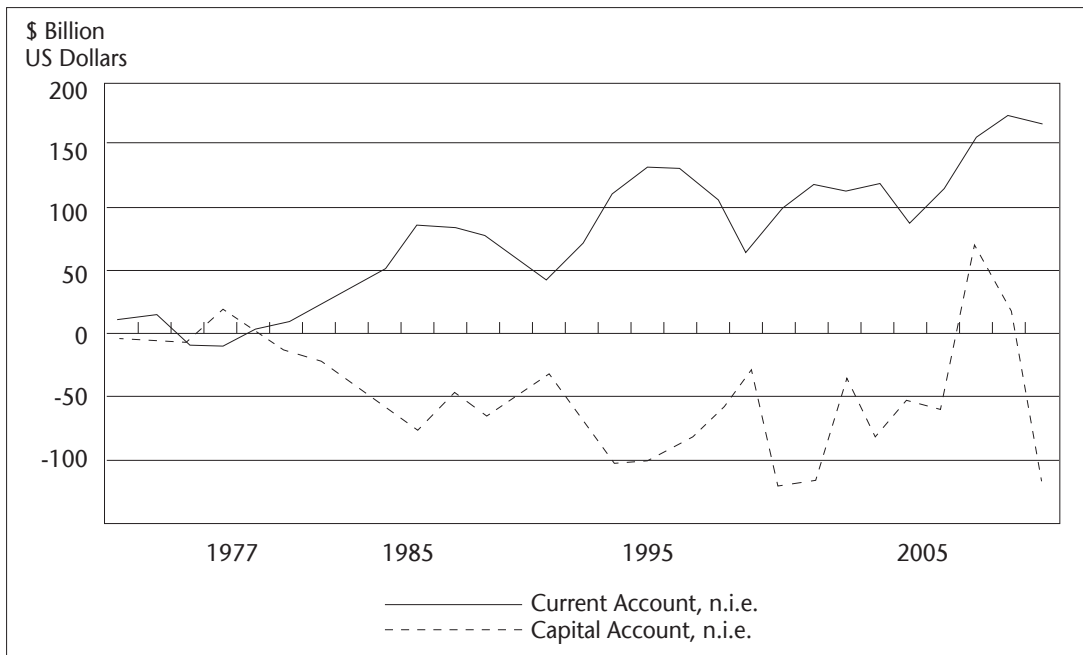
〈그림 3〉은 일본의 경상수지와 자본수지의 유형을 보여준다. 일본은 거의 30년간 경상수지 흑자를 지속해왔다. 동시에 일본은 저축률이 높은 국가로써 자본수지 적자를 유지해오고 있다. 즉, 일본은 경상수지 흑자를 기록하면서 자본을 수출하고 있는 것이다. 이러한 현상도 매우 정상적이고 합리적인 국제수지의 유형이라 볼 수 있다.

그렇다면 중국의 쌍둥이 흑자의 본질은 무엇인가? 〈그림 4〉는 중국이 미국을 비롯한 여러 나라에 많은 수출을 하고 있음을 보여주고 있다. 그래서 이들 국가들은 중국으로부터 수입한 제품들의 값을 지불을 하고, 또한 중국에 막대한 규모로 투자를 한다. 그래서 통화는 외국인직접투자(FDI)와 수출, 두 가지 경로를 통해서 중국으로 유입된다.

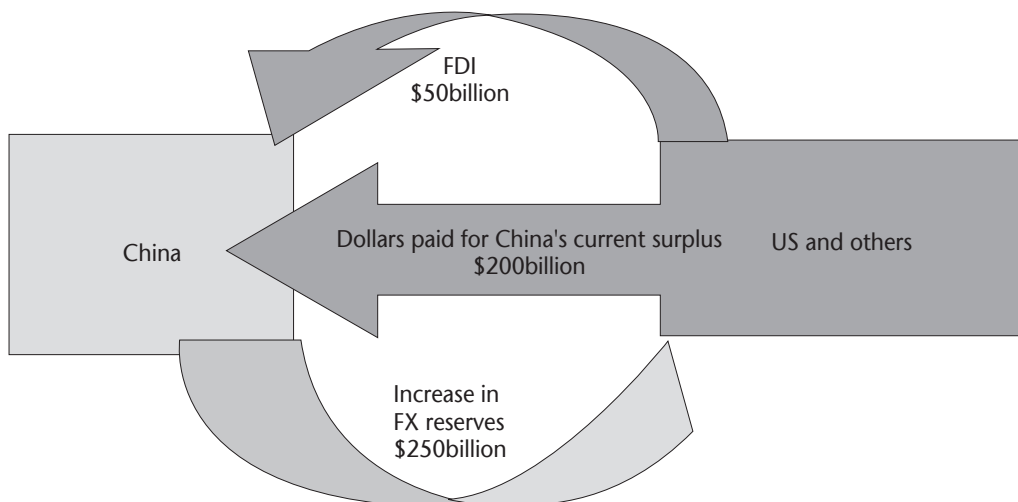
중국은 이렇게 유입된 돈의 상당부분을 채권국(예: 미국)에게 다시 빌려준다. 중국은 이러한 쌍둥이 흑자를 지속한 결과로 막대한 외환보유고를 축적하게 되었다. 중국이 미국에 투자한다는 것은 중국에 유입되는 돈의 상당부분이 다시 미국으로 돌아가게 함으로써 결국 채권국은 중국이 된다는 것을 의미한다. 중국은 최빈국이면서도

20년 넘게 자본수출국이기도 하다. 이는 많은 서양 경제학자들이 간과하는 부분이기도 하다. 그렇다면 우리는 이러한 쌍둥이 흑자로 인해 무엇이 잘못될 수 있고 또 복지에는 어떤 영향을 미칠지를 자문해 볼 필요가 있다.

〈그림 3〉 Japan's Current and Capital Accounts



〈그림 4〉 Essence of China's Twin Surpluses



나는 앞서 본 쌍둥이 흑자의 유형과 관련하여 네 가지 문제점을 발견했다. 첫 번째 문제점을 ‘Dornbusch 문제점’이라 칭하고자 한다. 여러 해 전 Rudi Dornbusch 교수는, 개발도상국은 미국의 국채를 사들이기보다는 오히려 수익률이 훨씬 높은 국내소비나 국내투자에 자원을 사용해야 한다고 지적한 바 있다. 국내소비 및 투자에 돈을 사용하지 않고 미국 채권을 사들이는 것은 자원을 잘못 배분하는 것이라는 지적이다.

두 번째 문제점은 ‘Williamson 문제점’이다. John Williamson은 1995년 인도준비은행에서 연설을 할 때 자본수혜국은 자본유입을 경상수지 적자로 상쇄해야 한다고 주장한 바 있다. 선진국으로부터 유입되는 돈을 미국 국채, 즉 매입하는데 쓰기보다는 제품, 물건, 기술, 그리고 경영기법 등을 구입하는데 사용해야 한다는 것이다. 하지만 중국은 자본유입을 경상수지 적자로 상쇄하지 못했다. 이 또한 자원이 효율적으로 배분되지 않은 현상이기도 하다.

세 번째 문제점은 비교적 최근에 대두한 것으로 ‘Krugman 문제점’이라 칭하고자 한다. 중국은 대규모 외환보유고 - 주로 미국 채권형태로- 를 축적하여 왔다. 미국 경제는 어려움에 처해있으며 자국의 재정상태를 운영하는데 심각한 어려움을 겪고 있다. 미국은 대규모 부채를 안고 있어서 미국 달러화 가치가 평가절하될 가능성이 매우 크다. Paul Krugman은 중국의 높은 외환보유고는 결국 자국에 인플레이를 유발하거나 미국의 부채부담을 줄이기 위해 달러화 가치를 떨어뜨릴 것이라고 강력히 주장했다. 그는 중국이 “달러의 덩”에 붙잡혀있기 때문에 달러화가 평가절하된다면 막대한 자본손실을 겪게 될 것이라고 언급했다. 실제로 미국 달러가 평가절하되었기 때문에 중국은 이미 대규모 자본손실을 겪고 있다.

이와 관련해서 마지막 문제점은 ‘Rogoff 문제점’이라고 칭하고자 한다. Kenneth Rogoff는 만약 어떤 국가가 심각한 예산적자 상황에 직면해 있고, 또 막대한 부채 부담을 지고 있다면 인플레이를 통해서 부채부담을 덜어내려는 유혹을 떨쳐버릴 수 없을 것이라고 지적했다. 현재 중국은 이와 같은 상황에 직면하고 있으며, 미국은 인플레이를 통해서 부채부담을 줄이려는 유혹을 더 받을 것이다. 아직 일어나지는 않았지만 만약 이런 일이 생긴다면 미국 채권형태로 저축을 보유한 중국의 구매력은 어떻게 될 것인가? 중국은 엄청난 손실을 겪게 될 것이고, 이는 중국이 가장 경계해야 할 점이다.

지금까지 살펴본 문제점들에 의하면, 중국의 쌍둥이 흑자는 중국의 이익과 부합하

지 않기 때문에 이를 해결하기 위해서 무언가를 해야 할 것이다. 그렇다면 중국은 이러한 쌍둥이 흑자를 줄이기 위해 무엇을 해야 할까? 이 질문에 답을 하기 위해서 우리는 이러한 불균형의 원인을 분석해야 한다. 보통 우리는 그러한 원인을 분석할 때  $S=I=X-M$  라는 항등식을 이용한다. 이는 저축(S)에서 투자(I)를 뺀 것은 항상 경상수지 흑자(수출(X)에서 수입(M)을 뺀 것과 같음)와 같아진다는 아주 간단한 등식이다. 만약 한 국가의 저축이 투자보다 크게 되면 그 나라는 경상수지의 흑자를 기록하게 된다. 그래서 대부분의 경제학자들은 중국의 쌍둥이 흑자에 대한 원인을 분석할 때 이 등식을 사용한다.

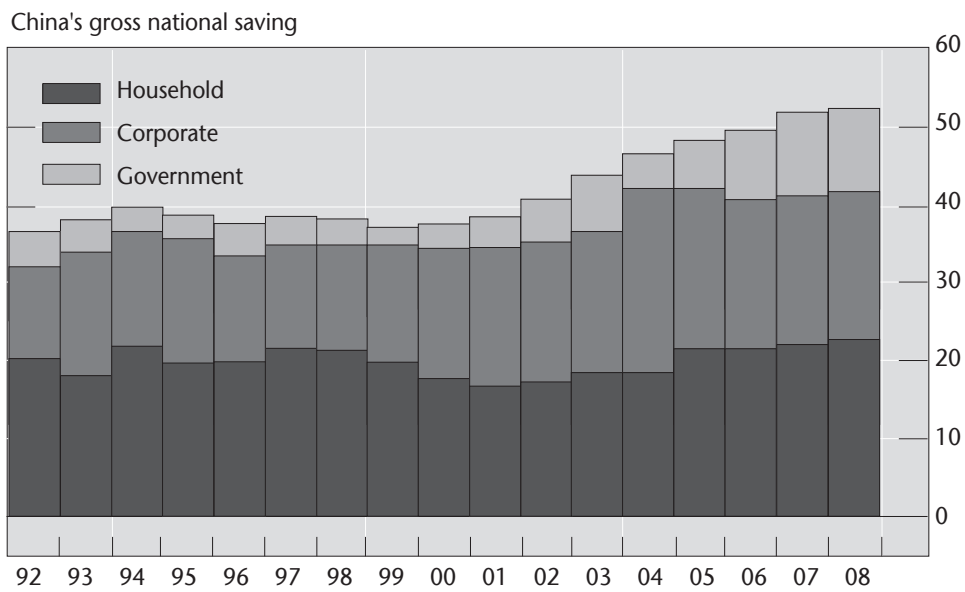
기본적으로 이에 관련해서 두 가지 학파가 존재한다. 소위 “구조 학파(structural school)”는 이 등식의 좌변, 즉 저축과 투자와의 차이에 초점을 둔다. 이 학파는, 중국의 경상수지 흑자의 이유를 중국은 저축률이 높은 국가이고, 전적으로 저축이 투자보다 많아서 흑자기조를 유지하고 있다고 설명한다. 그리고 “정책 학파(policy school)”는 등식의 우변이 중요하다고 강조한다(이는 인과관계가 아니라 하나의 항등식이다). 어떤 이들은 중국이 경상수지 흑자기조를 유지하는 이유가 수출육성정책으로 인해서라고 주장한다. 중국은 수많은 수출장려정책으로 인해 수출분야는 당연히 경상수지 흑자를 지속하고 있다. 경상수지 흑자를 유지하고 있기 때문에 당연히 저축이 투자보다 많게 된다. 이 두 학파의 설명은 모두 논리적으로 근거를 지닌다.

그렇다면 어떤 설명이 맞을까? 상황에 따라 다르기 때문에, 이 등식의 좌변을 설명하기 위해 우변을 이용할지, 아니면 그 반대인지를 결정하기 위해서는 중국의 현실을 살펴봐야 한다. “구조 학파”는, 중국은 사회적 안전망이 결여되어 있기 때문에 가계는 미래를 걱정하게 되고 그래서 저축을 많이 한다고 진단하고 있다. 중국의 저축률이 높은 또 다른 중요한 이유는 기업저축률이 매우 높기 때문이다. 중국에는 많은 국영기업들이 있는데, 이들은 거의 지난 20년 동안 이윤을 정부에 배분하지 않았다. 이처럼 국영기업들이 이윤을 모두 자체 보유하고 있는 현상은 매우 드문 일이다(이러한 현상은 아주 잘못된 것이며, 최근 고쳐지고 있다). 또한, 중국의 연령구조와 빈부격차의 증대와 같은 요소들도 저축률을 높이는 또 다른 원인이다.

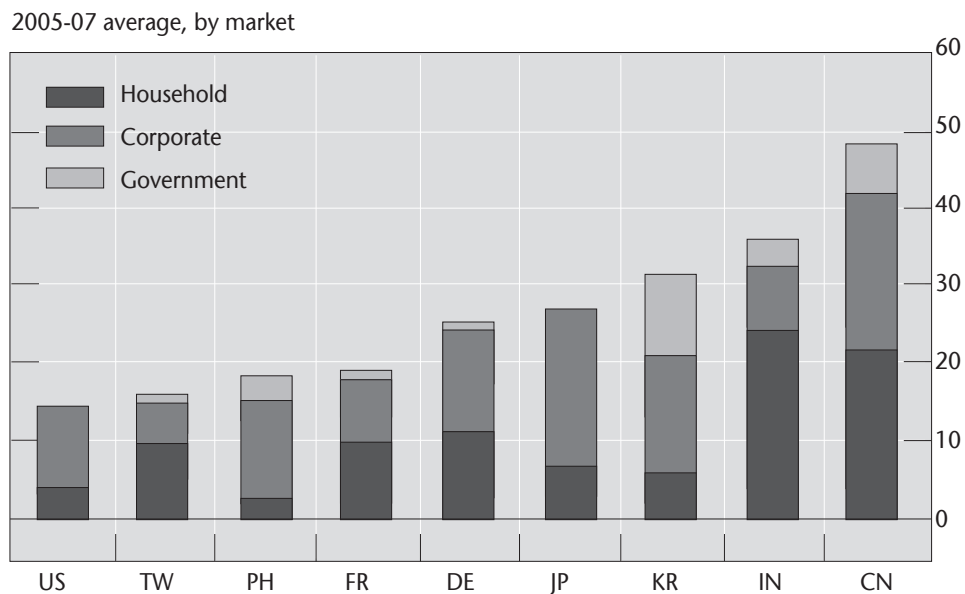
이상에서 살펴본 중국의 높은 저축률의 이유에 대해서 반론들도 있다. Ma Guonan 과 Wang Yi는 중국의 저축률은 높지만 그렇게 높은 것은 아니라고 주장한다. GDP에서 저축이 차지하는 비중으로 보서는, 중국 기업들의 저축은 기껏해야 일본의 경우와 비견할 수 있는 정도이고, 중국 가계저축은 인도의 가계저축보다 낮으며, 정부저축은 한국의 정부저축보다 낮다는 것이다.

〈그림 5〉는 중국의 부문별 저축이 GDP에서 차지하는 비중을 보여주고 있다. 최근 정부저축의 비중이 상당히 크게 증가했다는 것을 알 수 있다. 또한 2000년대 초반을 지나면서 기업저축이 GDP에서 차지하는 비중은 매우 높았는데, 최근에는 상당히 안정적인 패턴을 보여주고 있다. 〈그림 5〉에 의하면, 중국의 가계저축률은 높지만 최근 기업저축은 점차 감소하고 있다. 〈그림 6〉에서는 다른 나라들과 비교하여 중국의 부문별 저축의 특징들을 좀 더 분명하게 보여주고 있다. 예를 들어, 중국의 가계저축

〈그림 5〉 Sectoral Shares of Gross National Saving



〈그림 6〉 Country Comparison of Sectoral Shares of National Saving





은 한국과 비교해서는 훨씬 높지만 인도의 가계저축보다는 낮다. 이는 내가 특별히 강조하고 싶은 부분은 아니지만, 쌍둥이 흑자의 원인들에 대해 “정책 학파”가 주장하는 바를 단순히 소개하고자 함이다.

중국이 쌍둥이 흑자를 유지하는 중요한 또 다른 원인은 중국의 금융시장에 문제가 있다는 것이다. 한 가지 예를 들어서 설명을 하면, 상하이에 자본설비를 구입하기 위해 돈을 차입하려고 하는 기업이 있다고 하자. 이 기업은 광저우에 자신들이 필요로 하는 설비를 생산하는 공장이 있는 것을 안다. 보통은 기업이 은행으로부터 돈을 차입해서 필요한 설비를 사면 된다. 아주 간단하다. 하지만 중국은 금융시장이 발달되지 못했다. 그리고, 상하이에 있는 중국 기업은 외국인직접투자에 대한 특혜정책 때문에 은행으로부터 돈을 차입하기가 쉽지 않다. 그래서 상하이에 있는 공장은 중국 은행으로부터 돈을 차입하는 대신에 외국인직접투자(FDI)를 통해서 1백만 달러를 구하게 된다. 이 기업은 달러화가 아닌 위안화를 필요로 하기 때문에 중국인민은행에 달러를 판다. 그리고 나서 그 위안화로 광저우에서 설비를 산다. 이러한 관행 때문에 중국은 결국 1백만 달러를 확보하게 되고, 이 돈으로 다시 미국 국채를 구입하는 것이다.

이러한 예는 중국이 어떻게 외환보유고를 축적하고, 자본수지 흑자도 유지하고 있는지에 대한 하나의 이유를 알려준다. 만약 중국의 금융시장이 정상적으로 운영된다면 이와 같은 외국 자본유입이 중국에는 필요하지 않을 것이다. 중국은 저축률이 높지만 기업의 입장에서는 이 돈을 쓸 수 없다는 것이 문제이다. 중국 기업이 자국의 어떤 곳에서 제품을 사려할 때 그들은 미국의 자본시장에 가서 달러를 구하여 그것을 위안화로 바꾸는 우회적인 방법으로 돈을 얻어야 하는 것이다.

외국인직접투자에 대한 특혜정책, 수출육성정책과 세금리베이트와 같은 일부 정책 주도적인 시장왜곡은 중국이 흑자기조를 유지케 하는 또 다른 중요한 이유이다. 과거에 어떤 기업들은 외화를 벌기 위해서라기보다는 세금리베이트를 받기 위해서 제품을 생산하기도 했다. 그것도 쌍둥이 흑자를 지속시키는데 일조를 했다. 또한 중국의 지방정부는 경제발전을 촉진시키는데 있어 아주 중요한 역할을 한다. 그렇기 때문에 많은 지방정부들은 외국인직접투자 등에 보다 나은 환경을 제공하려고 서로 경쟁을 한다. “정책 학파”는 중국이 수출진흥정책을 바로잡지 않으면 쌍둥이 흑자가 계속될 것이라 진단하고 있다.

나는 두 학파 모두 그들의 주장에 강력한 근거를 가지고 있다고 생각한다. 정부는

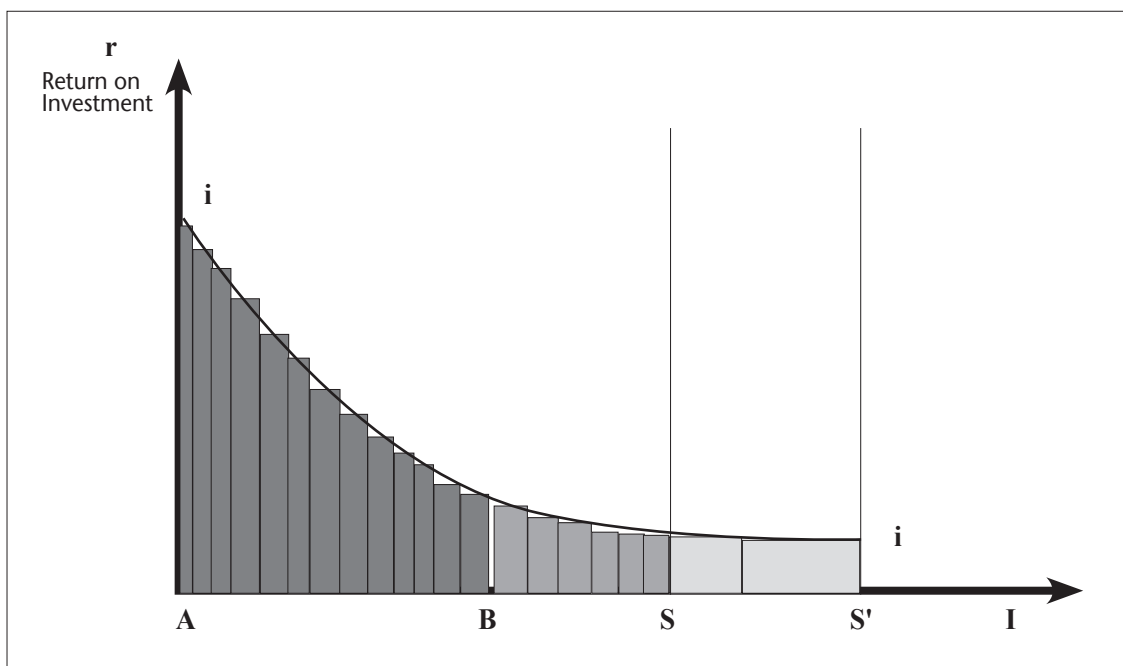


두 학파의 주장에 귀를 기울여야 하며, 항등식의 양변이 지니는 문제점들을 해결하기 위해 폭넓은 정책들을 도입해야 할 것이다. 일부 정책들은 저축의 차이를 줄이는 방향으로 이루어져야 하고, 다른 정책들은 직접적(간접적이 아닌)으로 무역흑자를 줄이는데 초점을 맞추어야 할 것이다.

나는 중국의 외국인직접투자 정책과 이 정책이 어떻게 발전해 왔는지에 관해서 잠깐 논의해보겠다. 외국인 기업들은 지난 수 십 년간 중국에서 초국가적인 대접을 받아왔다. 소득세 면제 및 할인, 관세 면제 및 할인, 부가가치세 리베이트, 특혜 대출, 그리고 지방정부의 비공식적인 보조금 등과 같은 수많은 혜택들을 누려왔다. 그래서 외국인직접투자로 인한 자본유입은 시장의 기본조건에는 완전히 부합하는 것은 아니었으며 일부는 인위적 장려나 유인책에 의한 것이었다고 볼 수 있다. 따라서 이러한 형태의 자본유입은 장기적 안정성에 별로 도움이 되지 않을 것이다.

이와 같은 특혜 정책의 결과로써, 외국인직접투자들은 국내투자가 설 자리가 없게 만든다. 앞서 지적한 바와 같이, 중국은 저축률이 높다. 저축률이 높은 국가는 외국인직접투자를 너무 많이 유치하거나 쌍둥이 흑자기조가 지속되면 안 된다. 외국인직접투자로 인해 국내투자의 입지가 좁아지고 있는 이유를 설명해보겠다. <그림 7>은 이와 같은 현상을 보여준다. 그림에서 가로는 투자를 그리고 세로는 투자 수익률을

<그림 7> Crowding out by FDI



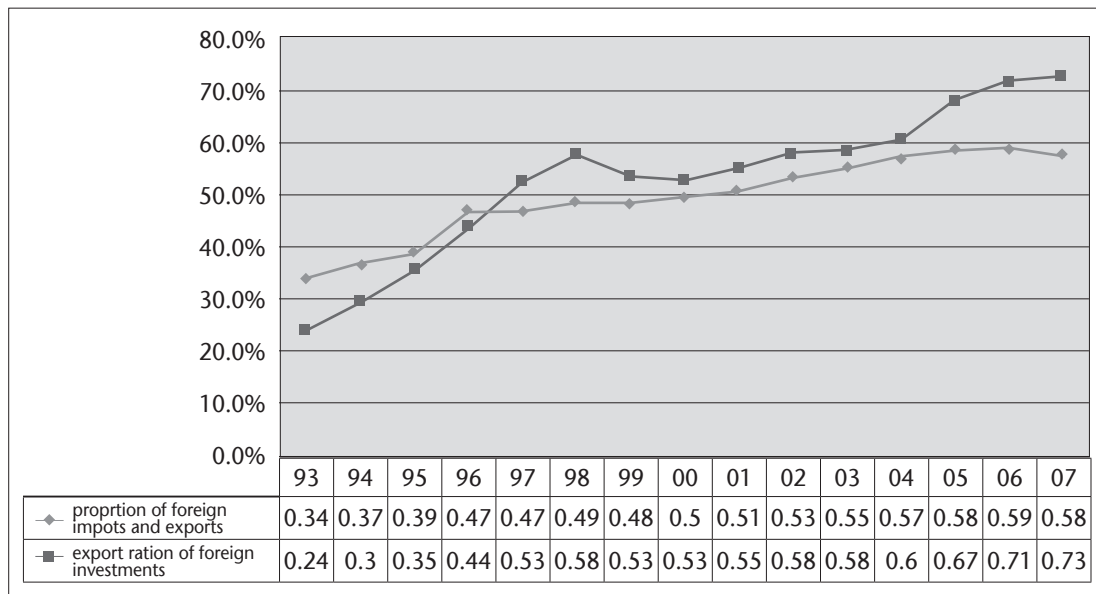
각각 나타내며, 각 막대는 특정 프로젝트나 투자기회의 수익률을 보여준다. 이때에 중국의 저축과 투자가 같다고 상정해보자. 그러면 다양한 투자기회는 서로 다른 수익률을 갖게 될 것이다. 즉, 그래프의 왼쪽으로 갈수록 수익률이 매우 높아지고 있으며, 오른쪽으로 갈수록 수익률이 매우 낮아지고 있다.

만약 중국의 저축이 A부터 S까지라면 투자도 또한 A부터 S까지가 될 것이다(그림 7). 그러면 저축이 투자와 같아지기 때문에 무역흑자는 전혀 없을 것이다. 하지만 중국의 외국인직접투자에 대한 특혜정책으로 인해서 많은 외국 기업들은 수익률이 높은 프로젝트에 투자할 기회를 얻게 된다. 그림에서 외국인직접투자는 A에서 B까지 차지한다. 외국 기업들은 A에서 B까지 투자기회를 얻을 수 있는 반면 국내 기업들은 B에서 S까지 밖에 투자할 수 없기 때문에 여분의 자원이 생긴다. 이러한 여분 자원이 무역수지의 흑자가 되는 것이다.

중국은 이러한 흑자를 미 국채의 매입에 사용한다. 중국이 미국 국채에 투자해서 얻는 수익률은 약 3%이고, IMF에 따르면 2008년 외국인직접투자가들이 중국에 투자해서 얻은 수익률은 22%였다. 미국의 경제조사기관인 Conference Board에 의하면, 미국 기업들이 얻는 평균 수익률은 33%였다고 한다. 그래서 중국에 투자한 미국 기업들은 평균 33% 수익을 내고, 중국이 미국 국채에 투자해서 얻는 수익은 3%가 된다. 더구나 중국 기업들은 국내 프로젝트에 투자할 수 없어서 자본을 수출하거나 미국 국채에 투자하는 것 외에 다른 방법이 없다. 나는 이것이 비효율적 자원배분의 전형이고, 또 그것은 중국이 결코 지속할 수 없는 것이라는 것을 분명히 밝혀주었기를 바란다.

외국인투자기업들이 중국 수출분야에서 주도적 역할을 하고 있다는 점은 중국이 경상수지 흑자를 유지하게 되는 또 하나의 중요한 이유이다. 이는 이전의 정책으로 인해서 초래된 하나의 구조적인 문제이다. 20~30년이 경과한 후 그것은 중국 수출산업에서 하나의 분명한 패턴으로 나타나고 있다. <그림 8>은 외국인투자기업이 중국의 수출에서 지배적 역할을 하고 있음을 보여주고 있다(중국 수출의 60% 이상이 외국인투자기업에 의해서 이루어진다). 중국 국내기업들은 무역에서 적자를 기록하고 있다. 중국이 무역흑자 기초를 유지하고 있는 것은 외국인투자기업이 무역에서 차지하는 비중이 거의 70%인 점에 주로 기인한다. 그래서 외국인투자기업이 무역에서 차지하는 비중이 클수록 당연히 경상수지는 흑자를 기록하게 될 것이다. 이는 위안화가 절상되더라도 단기간에 해결될 수 없는 구조적인 문제이다.

〈그림 8〉 Dominance of Foreign Funded Enterprises in China's Trade



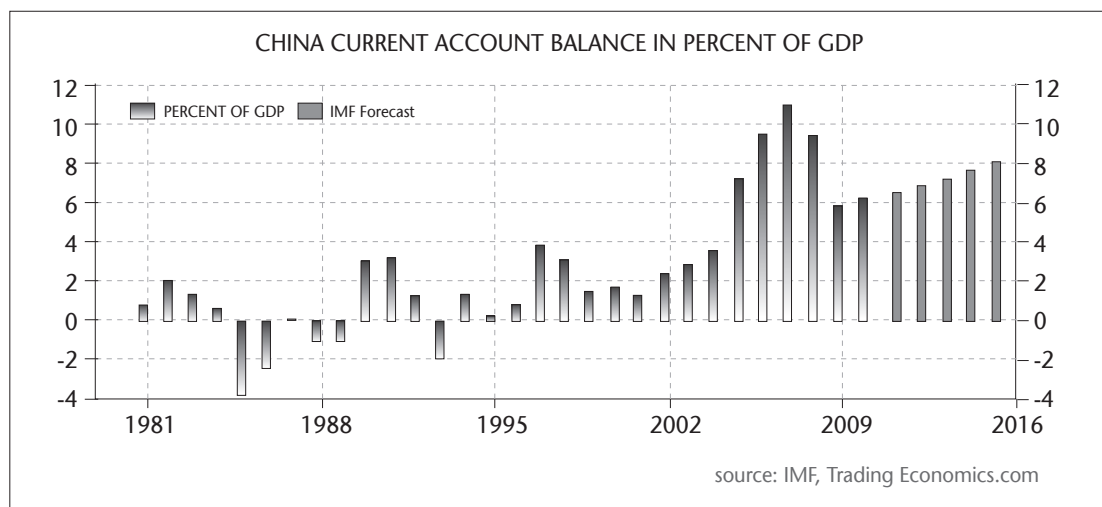
앞에서 지적한 바와 같이, 쌍둥이 흑자에 따르는 문제점들을 우리는 잘 알고 있다. 이는 중국의 자원이 효율적으로 배분되고 있지 않다는 뜻이다. 2003년 이래 중국 정부는 경제의 재균형을 위해서 몇 가지 조치를 취해왔다.  $S-I=X-M$  등식을 정책적인 면에서 봤을 때, 정부가 취한 첫 번째 조치는 2005년을 시작으로 위안화를 점차적으로 절상시켜왔다는 것이다. 두 번째로 중요한 조치는 세금리베이트를 줄이는 것이었다. 중국은 세금리베이트가 상당히 높지만(현재 13%) 최근 점점 줄어들고 있다. 세 번째로, 중국은 외국인투자기업에 요구되었던 자체적 외환균형정책을 폐지했다. 이전에 외국인직접투자 기업들은 그들이 사용하는 외환은 그들이 벌어서 충당하도록 요구되었던 것이다. 만일 이러한 요건을 충족시키지 못한다면 중국에 투자하는 것을 허가 받지 못했을 것이다. 지금은 이러한 정책들이 모두 폐지되었다.

다른 정책들은 항등식( $S-I=X-M$ )의 좌변에 초점을 두고 있다. 최근 중국에서는 많은 변화들이 있었다. 첫째, 임금이 크게 상승했다. 이러한 임금인상은 당연히 저축-투자 격차를 줄일 것이다. 뿐만 아니라 임금이 오른 저소득층 가계는 돈을 더 많이 쓰기 시작했다. 또한 정부는 사회보장시스템에 더 많은 신경을 썼다. 이 결과로 중국인들은 지출하는 것을 더 즐거워하게 되었다. 그래서 많은 중국인들이 세계전역으로 여행을 다니고, 자녀들을 해외로 유학 보내는 것이다. 또한 정부도 교육 및 연구·개발에 훨씬 더 많은 돈을 지출하기 시작했다. 2009년 이후, 정부는 세계금융위기에 대처하기 위하여 사회간접시설 및 환경보호에 투자를 꾸준히 늘려왔다.

비록 중국은 투자율이 매우 높은 나라이지만, 대국이라는 점 때문에 투자를 보다 늘릴 수 있는 기회가 여전히 많다. 예를 들면, 환경보호 및 물 보존만해도 투자할 수 있는 기회가 매우 많다. 베이징은 수십 년간 물부족으로 어려움을 겪어왔다. 30년 전 만해도, 물을 얻으려면 3미터 깊이의 땅을 파면 됐지만 지금은 300미터를 파야 한다. 상황이 매우 나쁘다. 동시에 베이징에는 60개 이상의 골프장이 있고 17개의 스키장(인공 눈이 필요한 곳이다)이 생겼다. 골프장과 스키장은 모두 물을 엄청나게 많이 필요로 하는 곳이다. 이는 자원배분이 매우 잘못된 것이며 바로 잡아나가야 할 것이다. 중국이 국내적으로 투자를 할 수 있는 기회가 여전히 많음을 보여주는 예들은 아직도 많다. 국내투자의 증가는 저축과 투자 간에 차이를 줄여줄 수 있을 것이다.

〈그림 9〉는 경제의 재균형을 이루기 위한 일부 정책들의 결과를 보여준다. 중국 경제는 2005년과 2006년에 매우 불균형 상태에 있었다. 최근 중국의 경상수지는 줄어들고 있다(특히 2009년에 감소). 이는 전부가 중국의 국내정책 때문이라고 볼 수는 없으며 많은 부분이 글로벌 경기침체의 결과 때문이라고 본다. 중국은 자국의 제품을 팔 수 없기 때문에 당연히 경상수지 흑자는 감소하게 되었다. 세계경제가 회복됨에 따라 중국의 경상수지 흑자는 다시 증가하고 있다. 하지만 증가율은 상당히 줄어들었다. 작년 중국의 경상수지 흑자규모가 3천억 달러였던 것에 비해 2008년에는 4천억 달러가 넘었다. 이는 흑자폭이 상당히 줄어든 것이다. 금년(2011년)의 경상수지 흑자규모는 작년과 거의 같을 것이다. 추세가 재균형화 방향으로 가고 있지만 성공적으로 재균형이 이루어졌다고 말할 수는 없다. 아직 갈 길이 멀다.

〈그림 9〉 Results of Rebalancing



더욱 우려되는 문제는 자본유입이다. 최근 세계경제의 침체, 그리고 유럽과 미국에

서의 재정문제들로 인해서 엄청난 자본이 중국에 유입되고 있다. 금년 현재까지 자본수지 흑자규모는 약 1,300억 달러로 예상된다(정확한 수치는 아니지만 어쨌든 매우 큰 수치이다).

1990년대와 2000년대 초반, 중국에 유입되는 자본은 약 5~6백억 달러였지만 지금은 1천억 달러가 넘는다. 나는 중국에 훨씬 더 많은 자본이 유입될 것이라 예상하고 있다. 이러한 자본유입이 많은 문제들을 야기시키고 있다. 중국은 저축률이 충분히 높기 때문에 자본이 필요하지 않다. 뿐만 아니라 중국에 많은 외국자본이 유입되고 있지만 실상 중국은 그들이 저축한 돈을 어떻게 사용할지를 모르고 있다. 자본유입으로 인해 자본수지는 흑자를 기록하고 있고, 중국 외환보유고는 작년 이래 꾸준히 증가하고 있다.

세계금융위기로 인해 작년 2분기 동안(1/4, 2/4 분기) 중국의 외환보유고 증가폭이 감소하기도 했다. 하지만 3/4분기 이후 외환보유고의 축적은 매우 급격하게 증가했으며 그것은 많은 문제들을 유발하였다.

중국은 불균형을 바로잡기 위해 새로운 정책들을 많이 도입함으로써 경상수지 흑자를 감소시켜왔다. 이는 아주 성공적이지는 않았지만 상당히 긍정적인 결과를 이루어냈다. 반면에 자본유입은 아주 강력한 것이었다. 앞에서 지적한 바와 같이, 쌍둥이 흑자는 중국에 불균형을 초래했다. 중국은 경상수지의 흑자뿐 아니라 자본수지의 흑자도 줄여야 한다. 중국은 아주 제한적이거나 줄이는데 성공을 했다.

최근, 중국은 아주 심각한 두 가지 문제에 직면하고 있다. 하나는, 열띤 논쟁 중에 있는 위안화 환율정책에 관한 것이다. 또 다른 하나는 위안화의 국제화 문제이다. 환율정책에 관련하여 서로 다른 주장을 하고 있는 두 진영이 있는데, 수년 동안 많은 공무원들과 경제학자들은 위안화가 저평가되어 있는 것이 아니라고 주장하고 있다. 또 다른 주장은, 중국의 무역수지 흑자는 구조적인 것이어서 환율정책과 관련이 없기 때문에 비록 위안화가 절상된다 하더라도 흑자규모는 줄어들지 않을 것이라는 것이다. 이에 대한 반대측 주장은 위안화가 실제로 저평가되어 있다는 것이다. 그래서 비록 위안화 가치가 얼마큼 상승할지는 모르겠지만 중국은 위안화 절상을 허용해야 한다. 중국의 수출과 수입이 환율변동에 비록 탄력성은 크지 않더라도 어느 정도의 영향은 받을 것이라고 생각된다.

현재는 관심의 초점이 조금 바뀌어가고 있다고 생각한다. 중국은 위안화가 과연 저



평가되어 있는지 그리고 위안화의 절상이 중국 경제의 재균형을 이루는데 과연 효과적일지 등의 문제는 접어들 필요가 있다. 단지 외환보유고의 추가적 축적이 가져올 수 있는 폐해만을 생각해야 한다. 만일 위안화 절상을 허용하지 않으면 중국 정부는 계속 외환시장에 개입해야 하고, 잉여 달러를 사들여야 한다. 중국은 그러한 잉여 달러를 미국 국채 매입에 사용해야 한다. 그래서 만일 중국이 외환시장에 계속해서 개입을 한다면 불가피하게 외환보유고를 더 축적하게 될 것이며, 그것은 특히 미국 국채나 채권의 보유증가로 나타날 것이다. 앞에서 지적한 바와 같이 만일 중국이 외환보유고를 더 축적한다면 중국은 현재뿐만 아니라 미래에도 큰 손실을 겪게 될 것이다.

중국인민은행은 외환시장 개입여부를 두고 매우 어려운 선택에 직면해 있다. 만일 개입을 중단하게 되면 외환보유고를 더 축적하는 일은 없을 것이다. 하지만 이는 수출산업 및 고용에 다소 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 만약 계속 개입을 한다면 중국은 실제로 그들의 자원을 태평양이나 대서양에 내다버리는 꼴이 될 것이다. 중국은 수출을 하고, 미국 달러화 차용증서를 받는데 이러한 미국 달러는 평가절하될 것이다. 예를 들면, 2003년에 위안화 절상 허용을 두고 중국이 고민하고 있을 때 유가는 배럴당 30달러였고, 금값은 온스당 500달러였다. 현재 유가는 배럴당 약 100달러이고, 금값은 온스당 1,700달러이다. 2003년부터 현재까지 중국 외환보유고는 7배 이상 늘었지만 구매력은 많이 증가하지 않았다. 이는 중국의 고된 노력이 이미 헛수고가 되었다는 것을 의미한다.

중국은 이러한 어리석은 행동을 멈춰야 한다. 중국이 미국에 돈을 빌려주고 있지만 미국은 이에 대해 감사하고 있지 않다. 미국의 Krugman과 같은 경제학자들은 오히려 돈을 빌려주는 중국을 비난하고 있다. 중국인들에게는 이러한 상황이 공정한 것으로 보이지는 않지만, 미국은 중국에게 돈을 빌려달라고 강요한 것도 아니다. 그렇기 때문에 나는, 중국이 외환시장에 개입하는 것을 어떻게든 멈춰야 하고, 위안화를 자율변동환율제에 맡겨야 한다고 주장하는 것이다. 물론 중국은 이로 인해 야기되는 문제를 피하기 위해서 준비를 할 필요가 있다.

위안화의 환율정책에 관해서 의견일치를 이루기는 어렵다. 그래서 중국의 중앙은행과 경제학자들은 환율정책을 논의하는 것에서 위안화의 국제화 문제로 초점을 바꾸었다. 위안화의 국제화를 추진하는 데에는 3가지 주요 목적이 있다. 첫 번째 목적은 중국 기업들의 환율 리스크를 줄이는 것이다. 두 번째는 외환보유고의 축적을 감소시키는 것이다. 세 번째는 중국 금융기관들의 경쟁력을 제고시키고 상하이로 국제적 금융중심지로 만드는 것이다.

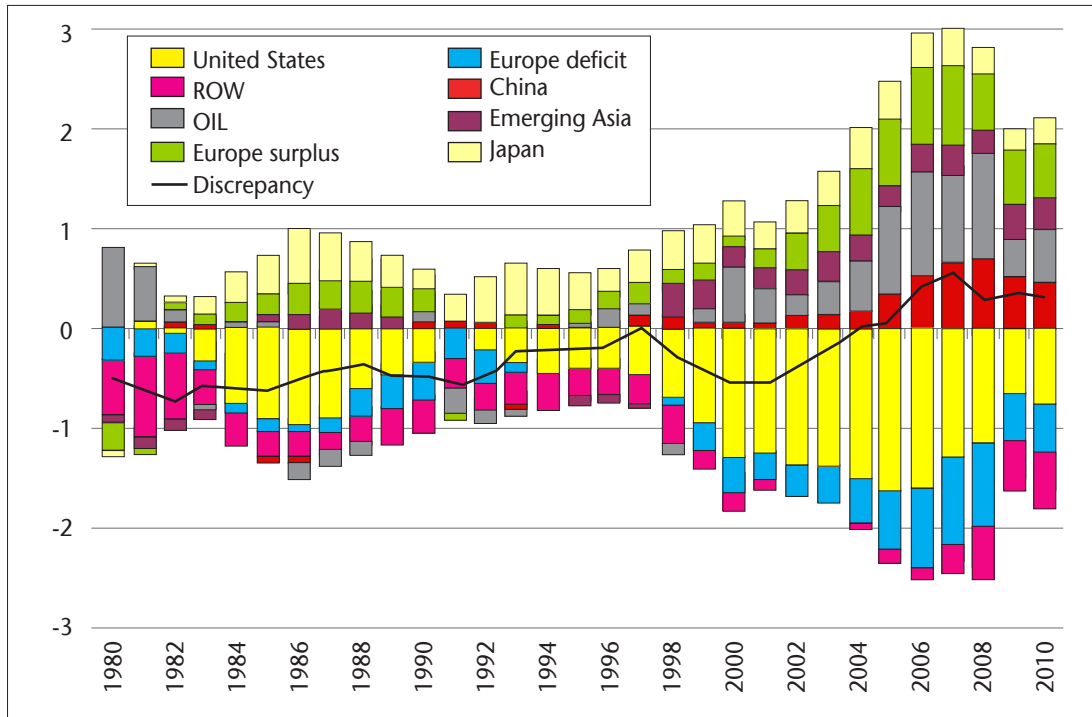
위안화의 국제화를 시도한지 1년 후 이러한 접근 방법들에 문제점들이 나타나기 시작했다. 위안화의 국제화를 추진하는 중국의 노력은 중국 본토와 홍콩 간 무역에서 위안화를 결제통화로 사용하는 데서부터 시작하였다. 만일 홍콩이 중국 본토에 수출을 하고, 위안화로 돈을 받는다면 반대로 홍콩이 중국으로부터 수입을 할 때 홍콩은 그 위안화를 사용할 것으로 가정하였다. 이론적으로 볼 때, 위안화는 수입 및 수출 모두에 사용될 수 있는 것이지만, 실제로는 홍콩이 중국에 수출을 할 때 위안화로 지불하여 홍콩은 많은 위안화를 얻게 되지만 그들이 중국의 제품을 살 때에는 그 위안화를 사용하지 않는 것이다.

이처럼 위안화의 국제화 결과로써, 중국의 외환보유고는 줄어들기는커녕 오히려 늘어나게 된다. 예를 들어, 중국이 수출로 1조 달러를 벌고, 수입하는데 8천억 달러를 쓰게 된다면 2천억 달러가 외환보유고로 들어가게 될 것이다. 그런데 만약 수입에만 위안화를 결제통화로 사용한다면 여전히 중국은 수출을 해서 1조 달러를 벌지만 수입을 할 때는 8천억 달러를 쓰지 않게 된다. 그래서 중국은 달러를 더 벌고, 덜 쓰기 때문에 외환보유고는 증가하게 되는 것이다(당연히 달러를 더욱 보유하게 된다). 실제로 이러한 과정은 본래 목적에 역효과를 낳는다.

이는 위안화의 국제화 계획에 일부 문제점이 있다는 것을 보여준다. 중국은 위안화를 결제계좌가 아닌 송장계좌에 사용하는 것을 권장해야 한다. 아마도 위안화를 무역에서뿐 아니라 자본이 이동할 때 사용하는 것도 생각해 볼 필요가 있다. 위안화의 국제화에 관한 접근법을 재고해볼 필요가 있다. 중국은 불균형 문제를 해결하는데 우회적인 방법이 아닌 정면돌파 방식을 취해야 한다. 계속 간접적인 방법으로 다룬다면 예상치도 못한 역효과를 낳는 결과를 초래할 수 있고, 본래 의도와는 상반된 결과가 나올 수도 있다.

요약을 하기 전에 한 가지 언급하고 싶은 점이 있다. 미국은 세계불균형에 대해서 중국을 비난하고 있다. 이는 공정한 것이 아니다. <그림 10>에 의하면, 중국이 세계 불균형에 기여하고 있는 부분은 매우 제한적이다. 중국의 경상수지 흑자는 세계불균형에 비교해 볼 때 상대적으로 적은 부분을 차지한다. 중국은 전체 문제에서 아주 작은 부분에 지나지 않는다. 하지만 중국의 관점에서 볼 때에도 쌍둥이 흑자는 중국의 이익과 부합하지 않는다(Washington이 무엇을 주장하던 간에 상관 없이). 중국은 자국과 세계경제 모두에 이익이 되지 않는 불균형을 해소하기 위해서 무언가를 해야 한다.

〈그림 10〉 China and the Global Imbalance



마지막으로, 강연을 마치기 전에 한 가지 메시지를 전하고 싶다. 중국은 많은 문제들에 직면하고 있음에도 불구하고 경제상황은 좋은 편이다. 지난 과거를 볼 때, 중국은 항상 그럭저럭 잘 해내왔다. 나는 1995년 전에는 중국 경제성장에 관해서 매우 비관적이었다. 나는 항상 무엇인가 잘못되어 중국 경제가 몰락할 것이라고 예상했지만 그럴 때마다 내 예상이 틀렸다는 것이 입증되었다. 이와 같은 비관적인 예상을 함으로써 나는 나 스스로의 신뢰를 떨어뜨렸다. 1995년에 나는 입장을 바꾸었고, 중국 경제를 낙관적으로 보기 시작했다. 1998년 Economist 지에서 중국 경제의 몰락에 관한 표지기사가 나왔을 때, 나는 그것이 말도 안 되는 소리이며, 중국 경제는 견뎌낼 것이라고 했다. 그 때 이후, 내 말이 맞아 들었고, 명성을 얻게 되었다. 내 경험으로 봤을 때 중국 경제를 조심스럽게 낙관적인 것으로 보는 것이 옳은 접근이라고 본다. 금년 중국의 경제성장률은 약 9%로 전망이 되며 중국의 인플레이션은 통제할 수 있을 것이라고 본다. 내년에 경착륙 가능성이 있을 것이라고는 전혀 보지 않는다. 아마도 5년 후에는 어떤 일이 일어나겠지만 5년은 긴 시간이고, 정부가 바로 잡을 수 있는 시간이다. 기본적으로 나는 여전히 중국 경제를 낙관적으로 보고 있고, 내 예상이 맞기를 기대한다.



## 질의 & 응답

**질문** 2007~2008년 당시를 돌이켜 보면, 중국이 위안화 가치가 20% 상승하도록 허용했을 때 수출품, 특히 광동지역 수출품 및 저(低)부가가치 수출품이 엄청난 타격을 받았었다. 그래서 중국은 위안화를 다시 달러화에 고정시켰다. 중국이 위안화의 가치가 상승하도록 내버려둘 경우, 그 충격은 거의 대부분 저부가가치 산업들이 받게 될 것이다. 중국이 변동환율을 채택할 경우 수출에 미치는 파장에 대한 귀하의 견해는 무엇인가?

**답변** 이 문제가 중국 정부의 주요 걱정거리이다. 중국 정부는 수출에 대한 부정적인 영향과 고용에 미치는 파장에 대해 우려하고 있다. 이 때문에 중국 정부는 위안화의 절상에 대해서 매우 조심스러운 태도를 취해왔다. 귀하가 염려하는 부분들은 옳은 것이다. 하지만 문제는 그 파장이 얼마나 클지 우리가 모르고 있다는 점이다. 분명히 리스크는 있다. 하지만 문제는 우리가 지불해야 할 비용에 비해서(위안화 유연성을 허용하지 않을 경우) 리스크를 감수하는 것(위안화 유연성을 허용할 경우)이 과연 그럴만한 가치가 있는지이다.

우리가 이 문제를 살펴보기 위해서 현장조사를 해 보았더니, 위안화 환율의 불확실성에 대해서 불평하는 수출기업들이 많은 것으로 나타났다. 그들은 중국 정부가 위안화를 한꺼번에 절상하면 불확실성은 없을 것으로 생각하고 있었다. 그렇게 되면 외국의 거래상대방과의 교섭이 더욱 편해질 수 있을 것이다. 그들의 의견에 따르면, 수출기업들은 그동안 실제로 어려움을 겪고 있었던 것이다.

우리에게는 위안화의 절상이 중국 수출입에 미치는 구체적인 영향을 계량화 하기 위한 모델이나 확실한 근거자료가 없다. 그렇기 때문에 우리는 어느 정도의 리스크를 감수해야만 한다. 몇 년 전 우리는 고용에 미치는 영향에 대해서 걱정을 했었는데, 지금은 그것이 바뀌었다. 노동력 부족이 실질적 문제가 되고 있는 것이다. 연안 지역에 있는 많은 기업들은 적절한 인원의 노동력을 구하지 못하고 있기 때문에, 고용문제는 이제 더 이상 중국 지도부의 걱정거리가 아니다. 중국 정부의 가장 큰 관심사는 인플레이션을 통제하는 것이다. 따라서 지금이 중국중앙은행(Bank of China)에게는 개입을 중단하거나 줄일 수 있는 좋은 기회이다.

우리가 한국이나 일본과 같은 나라들의 경험을 살펴본다면 일정기간 동안에 수출입이 받게 될 영향을 예상할 수 있겠지만, 장기적인 측면에서는 기본패턴이나 무역

에 미치는 영향이 그리 크지 않을 수도 있다. 중국이 안고 있는 문제는, 위안화 절상의 부정적인 여파에 대한 우려가 너무 크다는 것이며, 그리고 위안화의 좀 더 큰 유연성을 수용하지 않는 통화정책이 갖는 부정적 측면에 대해서는 그다지 염려하지 않는다는 점이다.

**질문** FDI가 중국의 국내투자를 구축하고 있다는 귀하의 가설이 매우 흥미롭다. 중국 내 총투자에서 FDI가 차지하는 비중이 얼마나 되는가?

**답변** 문제는 우리가 이와 관련된 아주 정확한 통계치를 갖고 있지 않다는 것이다. 몇 년 전에 나는 상무부와 FDI에 대해 논의한 적이 있다. 그 때 나는, 한국과 일본은 개발초기단계에 있을 때에 FDI를 꺼려했었는데 중국은 너무나 많은 FDI를 유치했다는 말을 했다. 그러자 상무차관이 나에게 내가 가지고 있는 FDI 유치실적 수치를 보여 달라고 했다. 그래서 내가 상무부로부터 얻은 수치를 차관에게 말해주었더니, 그는 내가 틀렸다고 했다. 그는 그 수치를 반으로 줄였고, 그래서 내가 할 말을 잃은 적이 있다. 이처럼 믿을 만한 수치가 부족한 것이 중국에서는 중요한 이슈이다. 지금 이 시점에서 이러한 수치는 가설일 뿐이며 최종적인 수치로 인정받은 것은 아니다. 지금 우리는 FDI가 경상수지 흑자에 미치는 효과에 대해서 연구를 하고 있다.

내가 제시할 수 있는 것은 중국 내 FDI 유치실적에 대한 대략적인 수치인데, 약 1조 3천억 달러 정도인 것으로 생각된다. FDI가 총투자에서 차지하는 비중은 상황에 따라 다르지만 대략 10% 정도 또는 그 이상의 수준이다. 한국의 경우는 이보다 훨씬 낮다. 중국의 경상수지 흑자는 평균적으로 GDP의 3~4% 수준이다. 물론 2008년도에는 이보다 훨씬 높은 GDP의 약 10% 수준이었지만 통상적으로는 이처럼 높지는 않다. 나는 FDI의 국내투자 구축효과가 중국의 경상수지 흑자를 부분적으로 설명할 수 있는 것으로 생각하지만, 이는 어느 정도까지 이다. 그것이 중국의 경상수지 흑자를 설명할 수 있는 전적인 이유는 결코 아니다. 하지만 우리는 FDI의 국내투자 구축효과가 어느 정도인지를 계량화하기 위한 시도는 할 필요가 있다. 이는 중요한 문제이다. 그러나 지금으로써는 내가 정확한 대답을 할 수 없으며, 현재 그 답을 구하기 위한 연구를 하고 있는 중이다.

**질문** 중국이 쌍둥이 흑자를 내고 있다는 사실은 중국의 개입정책으로 중국의 위안화가 과소평가되어 있다는 일차적인 증거이다. 위안화에 대한 담론과 관련하여 중국에서 벌어

지고 있는 일들에 대한 귀하의 이야기는 1980년대 이후 한국에서 계속 되고 있는 논쟁들을 떠오르게 한다. 당시 한국은 근대사에서 처음으로 엄청난 무역흑자를 내기 시작하였는데, 이는 원화를 평가절상하고 시장을 개방하라는 미국의 압력을 유발하였다. 한국 정부는 원화를 절상하면 안 되는 여러 가지 이유들을 고안해냈다. 돌이켜보면, 나는 이러한 미국의 충고가 기본적으로 옳았다고 생각한다. 왜냐하면 원화절상을 저지하는 동안에 우리는 국내 인플레이션, 노동시장 및 임금의 폭발적인 증가, 그리고 엄청난 정치적 파장을 초래하였던 사회적 요구의 증가 등을 겪게 되었기 때문이다. 한국은 원화에 대해 변동환율제를 채택하기 시작했다가 1990년대 중반쯤에 실질적으로 다시 달러화에 고정시켰는데, 이는 1990년대 말에 금융위기를 유발했던 한 측면이기도 하였다. 전체적으로 볼 때, 중국은 국내적으로 순수한 국가이익이라는 관점에서 위안화 재평가 여부에 대한 논의를 검토해야 할 것이다. 그럴 경우 중국은 위안화의 절상을 허용해야만 한다는 결론에 이를 것으로 나는 믿는다.

**답변** 귀하는 변동환율제도를 옹호하는 매우 확실한 사례를 제시하고 있으며, 나는 귀하의 의견에 전적으로 동의한다. 나는 귀하가 한국의 경험을 중국 관료들에게 소개할 수 있기를 바란다. 이러한 한국의 경험은 실제로 무척 유용할 것이다. 왜냐하면 중국의 관료들은 매우 실용적이기 때문이다. 그들은 경제를 운용하고 현실상황을 파악함에 있어서 아주 노련하다. 중국 관료들은 경제학자의 형편없는 이야기들을 그다지 듣고 싶어 하지 않는다. 귀하가 한국의 경험을 그들에게 말해 줄 수 있다면 매우 설득력이 있을 것이다.

자본계정의 국제화와 자유화는 함께 가야 한다. 일본 엔화의 경우 국제화란 자본계정의 자유화를 의미한다. 그들의 문건들을 보면 엔화의 자유화에 대한 언급들이 있는데, 이는 모두 자본계정의 자유화에 관한 것들이다. 중국의 경우, 자본계정의 자유화가 이루어지지 않고 위안화에 유연성이 갖추어지지 않는다면 위안화의 국제화는 불가능하다. 만일 중국이 자본계정의 자유화와 위안화의 유연성을 대신하기 위해 위안화를 국제화하고자 한다면 반드시 실패할 것이다.

지금까지 중국은 위안화를 결제통화로 사용하도록 권장해 왔는데, 이러한 것은 사실상 자본계정 자유화와 긴밀히 연관된 아주 작은 움직임이다. 왜냐하면 과거에는 위안화로 무역대금을 결제하는 것이 허용되지 않았기 때문이다. 중국은 이에 뒤따르는 후속조치가 필요하다. 그렇지 않으면 여기에서만 머무르게 되어 더 이상 국제화를 촉진할 수 없게 된다. 이 정도의 조치는 기껏해야 약간의 투기욕망을 만족시킬 뿐

이다. 위안화 가치가 상승할 것이기 때문에 많은 사람들이 위안화를 보유하고자 할 것이다. 상승한 후에 사람들이 위안화를 팔아 버리면 국제화의 조그마한 움직임은 빠르게 후퇴할 것이다. 위안화의 가치상승에 대한 기대들은 국제화의 토대가 될 수 없다. 그 토대는 강한 경제, 경제에 대한 신뢰도, 자본계정 자유화, 그리고 환율의 유연성으로 이루어져야 한다.

**질문** 중국의 생활수준과 일반서민의 행복지수에 대한 귀하의 평가는 어떠한가? 중국의 경제발전으로 인해 이러한 것이 어느 정도 개선되었는가?

**답변** 나는 중국의 생활수준이 획기적으로 개선된 것은 매우 분명하다고 생각한다. 30년 전에는 중국에서 자동차를 많이 볼 수 없었지만 지금은 교통체증이 문제가 되고 있다. 내가 일본을 방문했을 때 도시의 생활여건이 중국보다 훨씬 열악한 것 같아 보여 놀랐었다. 그리고 일본인 친구 집을 방문해서는 중국의 수준으로 볼 때 매우 검소하다고 느꼈다. 내 수준은 중국 내에서 매우 낮은 것이어서 나는 중국이 획기적으로 개선되어 왔음을 느낄 수 있었다. 다른 한편으로, 중국은 빈부의 격차가 커지고 있다는 사실을 인정해야만 한다. 그렇기 때문에 나는 중국 국민들이 더 행복해졌는지 여부에 대해서는 모르겠다. 그들이 10배로 더 부유해졌음은 내가 장담할 수 있지만 그만큼 더 행복해졌는지에 대해서는 장담하지 못하겠다. 문화혁명 당시 나는 노동자였는데, 그때에는 많은 노동자들이 행복해 했던 것으로 느꼈다.

**질문** 중국에 투자하는 외국기업인들은 안전하며 수익성은 있는가?

**답변** 나는 중국에 대한 투자가 안전한 투자라고 믿는다.

**질문** 위안화의 국제화에 대비하여 중국 정부는 어떤 정책수단들을 가지고 있는가? 그리고 위안화의 국제화는 과연 성공할 것으로 믿는가? 그렇다면 과연 언제쯤에나?

**답변** 지금까지 채택된 정책 중 가장 중요한 것은 중국 기업들이 무역대금을 위안화로 결제하도록 허용한 것이다. 그 다음으로 중요한 정책은 홍콩 주민들이 일부 중국 금융상품들을 위안화로 매입할 수 있도록 허용한 것이다. 위안화를 결제통화로 사용하는 첫 번째 단계는 비거주자들의 위안화 취득을 허용하는 것이다. 그렇게 되

---

면 그들은 위안화를 사용함으로써 더 높은 수익을 얻을 수 있을 것이다. 지금까지는 이러한 것이 여전히 제한적이지만, 최근에 중국 재무부는 홍콩에서 일부 위안화 채권을 발행한 바 있다. 따라서 현재 홍콩 주민들은 위안화 표시 채권의 매입이 가능하다. 금년 말쯤이면 그들은 중국 본토에 대한 직접투자도 위안화로 할 수 있게 될 것이다. 이러한 정책은 그들이 위안화를 보유함으로써 더 높은 수익을 얻을 수 있음을 의미한다.

나는 중국이 이러한 노선을 아주 오랫동안 지속할 수 있을 것으로 생각하지 않는다. 앞서 언급한 바와 같이, 중국은 위안화의 국제화를 위한 전제조건을 충족시킬 수가 없다. 중국경제의 성장으로 인해 위안화는 지역통화로 지역화되는 것이 불가피할 것으로 보인다. 하지만 위안화의 운명이 어떻게 될지 말하기는 아직 어렵다. 이는 지역적 금융협력의 진전 여부에 달려있다. 아시아 국가들이 함께 지역통화를 창출해낸다면, 그때는 아마 위안화가 국제화될 것이다. 그러나 이는 수십 년이 걸릴 것이며, 내 생애에서는 보기 어려울 것이다.

---

---

## 세계경제연구원 후원회 가입안내

---

· 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원

---

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

---

· 개인회원에 대한 서비스  
연구원 주최 행사에 초청  
행사 참가비 할인  
연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

---

· 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

---

· 회원 가입 문의  
551-3334~7(전화) 551-3339(팩스)  
E-mail : igenet@igenet.com  
<http://www.igenet.com>

---



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