



중국의 경기부양책과 공공거버넌스

The Fiscal Stimulus Programme and
Public Governance Issues in China



중국의 경기부양책과 공공거버넌스

The Fiscal Stimulus Programme and
Public Governance Issues in China

OECD Journal on Budgeting Volume 11 Issue 3에 수록되어 있는 “The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China”는 영어로 OECD에서 발간하였으며, 원문은 <http://www.oecd.org/dataoecd/47/29/49633058.pdf>에서 확인할 수 있습니다.

본 한국어판은 파리에 있는 OECD본부와 계약에 의해 발간되었으며, 저작권은 OECD 대한민국정책센터에 있습니다.

한국어 번역의 품질 및 원문과의 일치 여부는 OECD 대한민국정책센터의 책임 하에 있습니다.

Originally published by the OECD in English under the title: “The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China”, OECD Journal on Budgeting Volume 11 Issue 3, document available on OECD website at <http://www.oecd.org/dataoecd/47/29/49633058.pdf> © 2011 OECD
All rights reserved.

© 2012 OECD/Korea Policy Centre for this Korean edition
Published by arrangement with the OECD, Paris.
The quality of the Korean translation and its coherence with the original text is the responsibility of OECD-Korea Policy Centre.



중국의 경기부양책과 공공거버넌스

크리스틴 왕*

* 크리스틴 왕은 영국 옥스퍼드 대학의 중국공공재정학과 교수이자 학제간 연구회에서 중국분과회장을 맡고 있다.

요약

중국은 2008년 말, 글로벌 금융위기 이후 세계에서 가장 큰 규모의 경기부양책을 도입하였으며, 세계 주요국 가운데 가장 먼저 금융 위기에서 벗어난 국가이기도 하다. 중국경제는 2008년 단기간의 가파른 경기하강 국면을 거친 후, 회복세를 나타내며 2009년과 2010년 각각 8.7%와 10.4%의 경제성장률을 달성하였다.

이 책에서는 경기부양책의 실질적인 구성요소, 의사결정 프로세스 및 시행 메커니즘의 관점에서 중국에서 시행된 경기부양책에 관하여 설명한다. 또한 이러한 경기부양에 따른 향후 개혁 과제에 대해서도 살펴볼 것이다.

JEL 분류: H540, H760

키워드: 경기부양책, 위기대응, 재정분야, 정부지출, 지방정부부채, 지방정부 투자기업, 국영기업, 정부간 재정관계, 거시경제관리, 중국

서문



OECD 대한민국정책센터는 OECD와 대한민국 정부간에 양해각서(MOU)를 체결하여 설립된 국제협력기구로서 OECD의 주요정책과 우수사례를 연구하고 이를 아시아 태평양 지역 비회원국에게 전파하는 역할을 수행하고 있습니다.

OECD 공공행정 및 지역발전국(Directorate for Public Governance and Territorial Development)은 OECD 대한민국정책센터 공공관리정책본부의 지원으로 아시아 태평양 국가들의 정부조직, 인사제도, 정부 예산 등에 대한 국가보고서(country review)를 작성하여 발간하고 있습니다. 이 책은 2008년 글로벌 금융위기 이후 중국의 경기부양책 시행과 그 효과에 대해 소개하고 경기부양에 따른 향후 개혁과제를 다룬 국가보고서(country review)로서, 이 책의 내용은 OECD Journal on Budgeting Volume 11 Issue 3에서 발췌하여 번역한 것이며, OECD 대한민국정책센터의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둡니다.

이번에 출간된 Fiscal Stimulus Programmes and Public Governance Issues in China 한국어판은 김재균 본부장과 남주현 부분부장의 책임 하에 김현정 연구원이 담당하였습니다.

| | |
|-----------------------------------|----|
| 제1장 서론 | 8 |
| 제2장 경기부양책 실시 배경: 경제 및 재정 상황 | 11 |
| 재정 완충 장치 | 14 |
| 제3장 경기부양책 개요 | 16 |
| 투자 프로그램 | 16 |
| 금융 부양정책 | 17 |
| 감세 조치 | 18 |
| 긴급구제 및 국유기업(SOE)의 부담 경감 | 19 |
| 제4장 경기부양책의 시행 | 20 |
| 지방정부의 대응 | 21 |
| 금융 부문의 대응 | 27 |
| 경기부양의 역효과 | 29 |
| 제5장 출구전략 및 사후 논의 | 31 |
| 재정 및 통화완화 정책 출구 전략 | 33 |
| 지방 정부 부채 관리 | 36 |
| 중국 거시경제관리를 위한 개혁과제 | 39 |
| 주석 | 42 |
| 참고문헌 | 44 |

차례

| | |
|--|----|
| 그림 1. 분기별 수출증가율 현황 | 12 |
| 그림 2. 순수출(net export)의 성장 기여도 | 12 |
| 그림 3. 분기별 GDP 성장률 현황 (명목 GDP 기준) | 13 |
| 그림 4. 월간 소비자물가지수(CPI) 변화 | 13 |
| 그림 5. 월간 정부 재정수입 | 14 |
| 그림 6. 총정부지출 대비 중앙정부 지출 비중 | 22 |
| 그림 7. 상하이투자공사(SMPD) | 26 |
| 그림 8. 성장요인별 비율(GDP 대비) | 32 |
| 그림 9. 분기별 경기회복 | 33 |
| 그림 10. 연간 소비자물가지수(CPI) 변화(%) | 34 |
| 표 1. 경기부양 투자의 분야별 구성 | 17 |
| 표 2. 중앙정부 경기부양 지출(2008~09) | 21 |
| 표 3. 재정 및 신용 확장 (10억 위안) | 28 |
| 표 4. 경기부양책의 예상규모 및 구성 | 29 |



제 1장 서론

중국은 세계 주요국 가운데 가장 먼저 글로벌 금융 위기에서 빠져 나왔으며, 그 과정 역시 매우 극적이였다. 중국 경제는 2008년 단기간의 가파른 경기하강 국면을 거친 후, 2009년과 2010년 각각 8.7%와 10.4%의 경제 성장률을 달성하였고, 이러한 중국의 견실한 경제성장세는 다수의 자원부국들의 경기하강 방지에 기여하였다. 이처럼 모두가 부러워하는 성공의 중대 요인으로는 2008년 4분기에 도입되어 2009년을 거쳐 2010년 말까지 시행된 막대한 경기부양책을 꼽을 수 있다. 중국 정부가 발표한 최초의 경기부양책은 총 4조 위안 규모(미화 5866억 8천만 달러)로서, 1조 1800억 위안은 중앙정부가 부담하고 나머지는 지방정부 재원과 은행 여신 등으로 충당하는 내용을 골자로 하였다. 총 27개월 간 시행되도록 계획된 본 경기부양책은 중국의 2008년 GDP의 12.5%에 달하는 것으로서, 세계 최대 규모이자 미국 경기부양책의 3배에 해당한다¹⁾.

본 경기부양책은 “크고, 빠르고, 효과적인” 경기부양이 될 수 있도록 만전을 기하라는 원자바오 총리의 지시에 따라, 강도 높게 아주 단기간에 시행되었다. 중앙 정부의 막대한 재정투입과 함께 국영은행들이 자금을 풀면서, 총 여신은 2009년 1/3이상 증가하였으며, 지방정부의 재원 투입 규모 역시 기대

치를 크게 상회하였다. 그 결과 경기부양 자금의 총 집행 규모는 GDP의 약 27% 수준까지 증가하였고, 2009년 한 해에만 GDP의 19%에 해당하는 자금이 투입되었다.

이처럼 막대한 재정 투입을 통한 과감한 경기부양책과 빠른 경제 회복은 중국의 공공부문이 강력하고 효과적이며 재정이 풍부함을 시사한다. 조지 소로스(George Soros) 역시 이 점을 간파하고, 2010년 중반 소로스 '열린 사회 재단(Open Society Institutes)' 네트워크 회의에서 “중국 정부가 우리(미국) 보다 더 잘하고 있다”며 경탄을 금치 못하였다.

소로스의 주장은 이 기간 동안 중국의 높은 경제성장률과 고성장 기조 회복 속도만을 기준으로 본다면 이론의 여지가 없지만, 좀더 광범위한 기준을 적용할 경우에는 저조한 성과로 보여진다. 우선, 경기부양책은 시행과 동시에 견잡을 수 없이 빠른 속도로 통제 불능 상태로 치달은 것으로 나타났다. 2009년 고정자산투자 규모가 GDP의 66%로 급증하고, 사회간접자본 투자 비중이 GDP의 18%를 넘어서면서 경제의 흡수 능력과 추진 중인 프로젝트들을 충분히 신중하게 선정하고 시행한 것인지에 대한 즉각적인 우려가 제기되었다.

실제로 2009년 중반에 이르러, 중국의 대다수 정책입안자 및 오피서버들은 중국정부가 시행한 경기부양책과 그 부산물에 따른 경제 성장의 본질에 대해 우려를 제기하기 시작하였다. 일례로, 저금리 유동자금이 급증하면서 부동산 가격 급상승 등 자산 거품을 부채질하였고, 일부 대도시의 경우 2009년 한 해 동안 부동산 가격이 2배 이상 치솟았다. 또한 지방정부의 투자 과열 양상은 지방정부 부채증가에 대한 우려를 증폭시켰다. 이에 중국정부는 문제의 심각성을



인식하고 2010년 초 지방정부 투자공사에 즉각적인 투자 동결 및 회계감사를 지시하였고, 연말에 이르러서는 성장속도를 늦추고 인플레이션 압력을 줄이는 방향으로 거시경제 정책기조를 급선회하였다. 이 책이 작성된 2011년 중반 현재, 중국 정부는 인플레이션 억제를 당해 년도 최우선 과제로 삼고 노력을 추진 중이다.

이 책에서는 글로벌 경제 및 금융 위기 대응 과정에서 중화인민공화국이 실시한 경기부양책 및 관련 조치들을 분석하고, 이를 국정운영 문제와 연관 지어 향후 개혁 정책 방향을 고찰하고자 한다. 제 2장은 글로벌 경제 및 금융 위기 발발 직전의 중국의 재정 및 경제 상황과 위기 대응책 도출 과정에 대한 “배경 설명”으로 시작된다. 제 3장에서는 중국 정부가 실시한 경기부양책에 대한 포괄적인 개요를 다룬다. 제 4장에서는 2010년 말까지 지속된 경기부양책의 이행 상황을 살펴본 뒤, 수요 측면에서 지방정부의 대응과 공급 측면에서 금융부문의 대응에 관한 고찰을 바탕으로 과열된 성과를 설명하고자 한다. 마지막으로, 제 5장에서는 중국의 출구전략과 거시경제 관리강화를 위한 향후 개혁 과제에 관한 논의를 끝으로 결론을 맺고자 한다.

제 2장 경기부양책 실시 배경: 경제 및 재정 상황

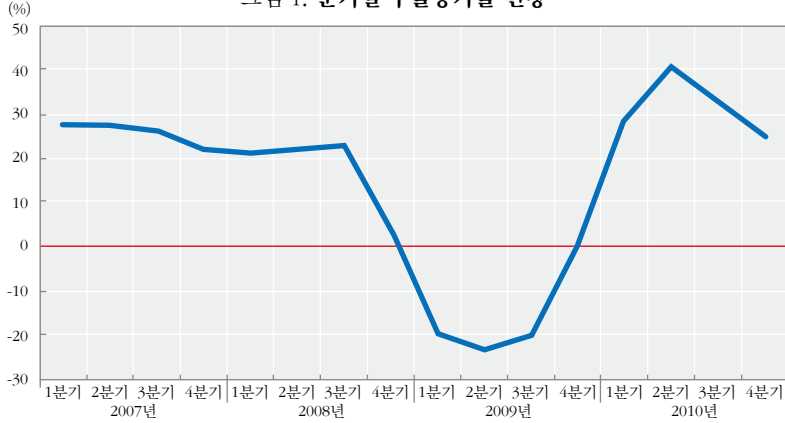
중국을 시장 경제로의 전환이후 고도의 경제 성장이 장기적으로 지속되면서 최근 몇 년 사이 세계 경제 대국으로 급부상하였다. 2009년에는 독일을 제치고 세계 최대 수출국으로 올라섰고, 2010년에는 일본을 넘어 세계 제 2위의 경제 대국으로 부상하였다. 이러한 성과는 예상보다 빨리 이루어진 것으로, 부분적으로는 2007년 이후 사실상 거의 모든 국가에 영향을 미친 글로벌 경기둔화의 결과로 볼 수 있으나, 중국이 여타 국가들을 제치고 급부상할 수 있었던 결정적인 원동력은 바로 놀라울 정도로 빠른 경기회복에 있었다.

그러나 중국 역시 경제위기의 여파를 피할 수는 없었다. 그 영향은 가장 먼저 수출부문에서 나타났는데, 글로벌 시장의 붕괴로 대외 수출이 급감하기 시작하였다. 아래 <그림 1>의 '분기별 수출 증가율 현황' 에서 볼 수 있듯이, 중국의 수출 증가율은 2008년 4분기를 기점으로 급락하기 시작하여 2009년 말까지 감소세를 이어갔으며, 동 기간 문을 닫은 공장들과 해고 근로자들이 속출하였다. 주요 수출산업지대인 광둥성 동관시에서는 2009년 중반 노동자들이 대거 실직하면서, 거대 산업단지가 흡사 유령 도시로 전락하였다. 수출이 전체 GDP의 1/3을 차지하는 상황에서 수출의 급격한 감소는 GDP 성장에 걸림돌로 작용하였고, 그 결과 2009년 GDP는 무려 41%의 마이너스 성장을



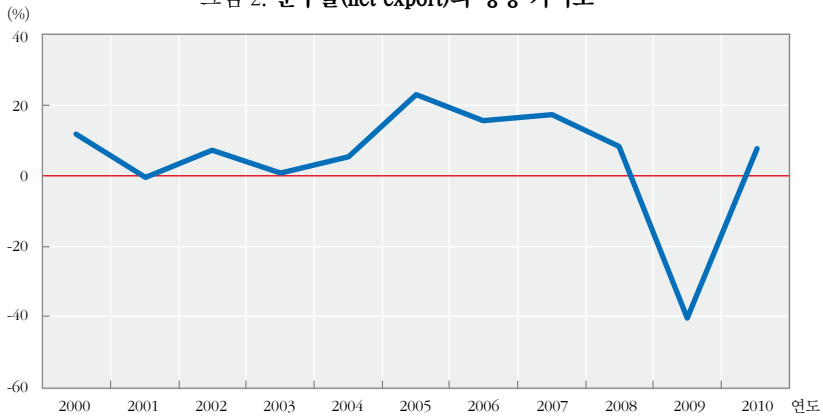
기록하였다(그림 2).

그림 1. 분기별 수출증가율 현황



자료: General Administration of Customs of China

그림 2. 순수출(net export)의 성장 기여도

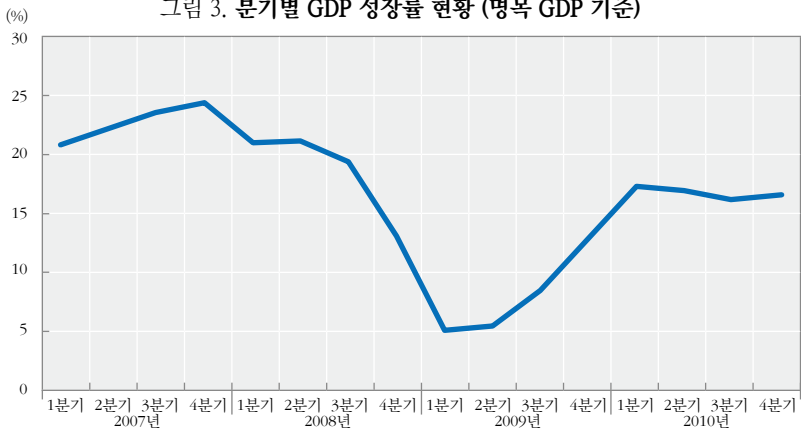


자료: China Statistical Yearbook

아이러니하게도 중국 정부는 2003년부터 축적되어 온 인플레이션 압력과 경기 과열을 억제하기 위해 2007년 11월 실질적으로 긴축정책을 시행하기 시작하였고, 2008년 6월에는 추가적인 통화팽창 억제책의 일환으로 시중은행의 지급준비율을 두 차례에 걸쳐(15일과 25일, 각각 0.5 퍼센트 포인트씩) 인상

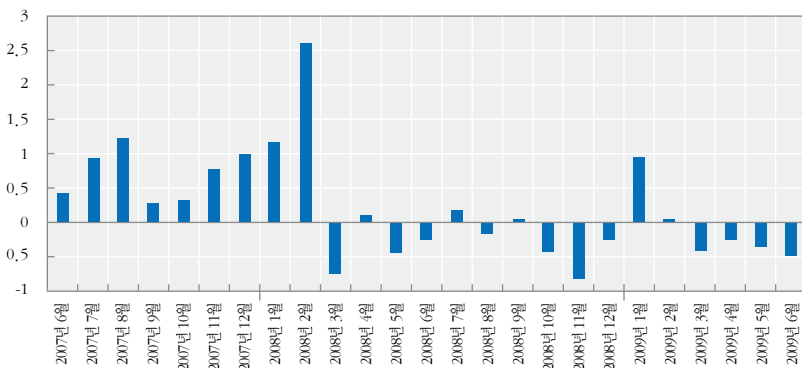
하였다. <그림 3>의 “분기별 GDP 성장률 현황”에 나타나 있듯이 이 기간 중국 경제의 성장 기조는 급반전 양상을 보였으며, 정책입안자들은 글로벌 금융위기 확산의 여파로 경기 둔화가 침체 국면으로 빠져드는 과정을 지켜보며 충격에 휩싸였다. 설상가상으로 2008년 중반부터 연말까지 월간 소비자물가지수 하락세가 지속되면서 디플레이션 조짐이 나타나기 시작하였다<그림 4>.

그림 3. 분기별 GDP 성장률 현황 (명목 GDP 기준)



자료: National Bureau of Statistics of China

그림 4. 월간 소비자물가지수(CPI) 변화

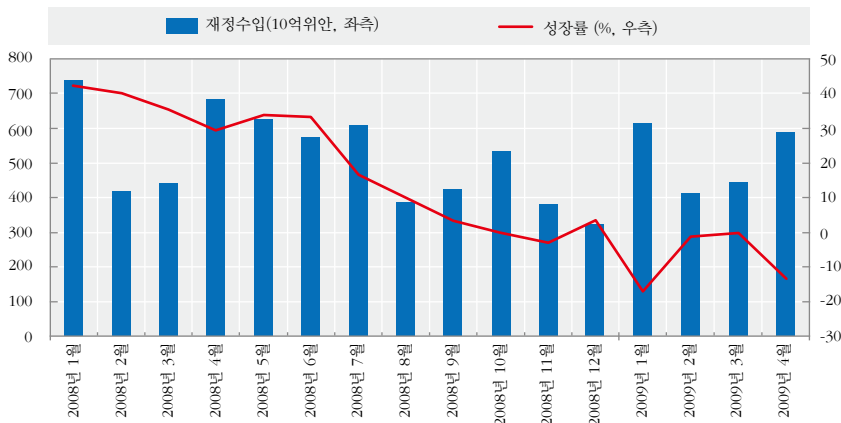


자료: China Economic Monthly Indicator



월간 정부 재정 수입 증가율은 2008년 전반에 걸쳐 감소세를 보였고, 특히 하반기 동안 급격한 감소세를 기록하면서 연초 대비 마이너스 성장을 기록하였다(그림 5). 2009년 1월 정부 재정 수입이 전년 동기 대비 17.1% 감소하자, 재무성 당국은 “매우 힘든 한 해가 될 것”이라고 경고하였다. 고도성장 지속은 중국 정부의 정통성을 좌우하는 핵심 과제인 바, 사태의 심각성을 깨달은 정책입안자들은 이러한 추세를 반전시키는 데 총력을 기울이기로 하였다.

그림 5. 월간 정부 재정수입



자료: China Data Online; Ministry of Finance website

재정 완충 장치

이러한 상황하에서 글로벌 경기하강의 여파에 단호하게 대응하기로 한 정부의 용단은 다음의 두 가지 요인으로 인해 확고해졌다. 첫째, 앞서 1998년 경기부양책 시행을 통한 정부의 개입으로 중국이 아시아 금융위기(세계은행 1999)를 비껴갈 수 있었다는 평가를 받았다. 둘째, 정부 재정이 여전히 취약한 상태에서 경기부양책이 시행된 1998년의 경우와 달리, 2008년 중국 정부의 재정

상태는 훨씬 견실하였다²⁾. 중국은 1994년 재정개혁을 단행한 이후 세입 메커니즘을 재정비하였고, 새 조세 제도 역시 상당한 성과를 거둔 것으로 나타났다. 빠른 경제성장으로 인해 세수가 확충되었고, GDP 증가와 함께 예산 비중이 확대되면서 정부 재원이 넘쳐나는 상태였다. 정부는 이 과도기 동안 재정을 신중히 관리하였고, 이 기간 내 예산 적자를 대부분 GDP의 1% 미만으로 유지하였다. 글로벌 금융위기 직전 중국의 국가 부채는 GDP의 19% 정도로 그 규모가 작았으며 따라서 과감한 조치를 취할 수 있는 충분한 재정 여력을 확보한 상태였다.



제 3장 경기부양책 개요

비록 세간의 관심은 “4조 위안 규모의 경기부양책”에 집중되어 있었지만, 전체 경기 부양대책 패키지는 투자 프로그램, 금융 부양정책, 감세조치, 그리고 긴급구제 및 국유기업의 부담 경감 등 4가지 주요 요소로 구성되어 있었다.

투자 프로그램

이른바 4조 위안 규모의 경기부양책은 바로 이 투자 프로그램을 지칭하는 것으로서, 2008년 4분기부터 2010년 말까지 총 27개월 간 4조 위안을 지출하는 이 투자 계획은 2008년 11월 5일 원자바오 총리에 의해 공식 발표되었다. 이 투자 프로그램은 다음과 같이 7개 주요 영역에 초점이 맞춰졌다.

- 1) 교통 및 전력 인프라 (철도, 도로, 공항, 전력망)
- 2) 지진 후 도시 재건 사업
- 3) 지방 도시 인프라 확충
- 4) 환경, 에너지 효율성 증진 및 탄소 배출 감소
- 5) 저렴한 주택 공급
- 6) 기술혁신 및 구조조정
- 7) 건강 및 교육

상기 구성 요소들의 가중치는 시행 초기에 몇 차례의 조정을 거쳤으며, 최종 배분 내역은 아래 <표 1>과 같다. 본 투자 프로그램의 시행은 신규 예산 지출을 의미하나, 이 가운데 일부 투자 방안은 이미 계획되었던 것으로, 일례로 1조 위안 규모의 지진 후 도시재건 사업은 본 경기부양 기조 하에서 이행이 가속화되었다.

표 1. 경기부양 투자의 분야별 구성
2009년 3월 투자프로그램, 총투자 대비 비율(%)

| | |
|-------------------------------|------|
| 교통 및 전력 인프라 (철도, 도로, 공항, 전력망) | 37.5 |
| 지진 후 도시재건 사업 | 25.0 |
| 지방 도시 인프라 확충 | 9.3 |
| 환경투자 | 5.3 |
| 저렴한 주택 공급 | 10.0 |
| 기술혁신 및 구조조정 | 9.3 |
| 건강 및 교육 | 3.8 |

자료: Website of the NDRC (National Development and Reform Commission), China

본 투자 프로그램을 위해, 중앙정부는 시행 초기 예산에서 1조 1,800억 위안을 조달하고, 나머지 2조 8천억 위안은 지방정부, 기업 그리고 은행에서 충당하기로 하였다.

금융 부양정책

2008년은 중국이 11~12%대의 경제성장률 둔화와 인플레이션 압력 억제를 목표로 통화긴축정책 기조에 돌입한 지 2년째가 되는 해였다. 그러나 급작스런 세계 경제 붕괴와 그 여파가 중국으로까지 확산될 것이라는 위협에 직면하게 되자 정책입안자들은 2008년 하반기 중 부양적 정책 기조로 급선



회하였다. 9월 중앙은행은 1년 만기 대출금리를 7.47%에서 5.58%로 인하하였고(China Daily, 2008), 11월26일, 108 베시이스 포인트(bps) 규모의 금리인하를 포함하여, 9월부터 12월까지 총 5차례에 걸쳐 금리인하를 단행하였다(Areddy, 2008). 또한 금융부문을 활성화시키기 위해 중국 국무원에서는 12월 중 9단계의 금융개혁안을 발표하였다. 본 금융개혁안에는 중소기업(SME)을 위한 새로운 융자 메커니즘, 회사채 발행 범위 확대, 부동산리츠(REITs)와 사모펀드(PE) 설립에 관한 새로운 규정이 포함되었다(Li et al, 2008). 또한 2008년 12월에는 정책은행에 1,000억 위안 규모의 추가 융자금 편성을 승인하였다. 중국정부는 시중 상업은행이 대출을 보다 많이 하도록 장려하였으며, 신용 한도 철폐와 함께, 2008년 중 대출 금액을 4조 위안 가량 증대할 것을 요청하였다(State Council Office, 2008). 아래에 나타난 바와 같이, 상기의 규제 완화 조치들을 통해 경기 부양요구에 적극적으로 부응할 수 있는 환경이 조성되었다.

감세 조치

추가적으로, 중국정부는 당초 계획되었던 일부 개혁 정책 이행의 가속화를 통해 감세를 추진하였다. 여기에는 수출 부가세(VAT) 환급률 인상, 소기업 법인세를 종전 6%에서 3%로 인하, 최소 과세기준을 월수입 5천 위안에서 1만 위안으로 상향 조정하는 조치 등이 포함되었다. 몇 년 전부터 “예견되었던” 투자형 VAT에서 소비형 VAT³⁾로의 전환은 마침내 2009년 1월 시행되었다. 이 개혁 조치와 함께, 기업들은 투자용 매입뿐만 아니라 현재 회사 운영과 관련된 매입에 대해서도 세액 공제를 받을 수 있게 되었다. GDP 대비 높은 투자 비중을 감안하면, 이 변화는 정부의 부가세(VAT) 수입의 상당한 감소를 의미하는 것으로, 약 1,500억 위안 규모로 추정된다⁴⁾.

긴급구제 및 국유기업(SOE)의 부담 경감

중국정부는 국유기업(SOE)들이 위기상황을 무사히 헤쳐나갈 수 있도록 돕기 위해, 국유기업 관리와 배당금 징수 책임을 맡고 있는 국유자산관리감독 위원회(SASAC)를 통하여 보조금을 지원하기 시작했다. 2008년 11월, 중앙 정부산하 SASAC는 자체 재원을 동원하여 남방항공과 동방항공 등 2개 항공사에 자금을 투입하였다⁵⁾. 추가적으로, 중앙 및 지방 단위의 모든 SASAC에 관할 국유기업들에 대한 송금요건을 완화시키라는 권고가 내려졌으며, 구제 금융지원을 받는 국유기업들도 늘어났다. 이러한 변화의 전체 규모는 수치상으로 보고된 바 없으나, 원자바오 총리는 이익 배당금 삭감과 세금 및 수수료 감면을 통해 총 5000억 위안의 자금이 국유기업들에게 되돌아갔을 것이라고 주장했다(Wen, 2008).



제 4장 경기부양책의 시행

최고 지도자들이 느끼고 있었던 사태의 심각성이 고위 정책 당국자들에게 까지 확산된 가운데 2008년 4분기 이행에 돌입했다⁹⁾. 대대적인 환호 속에 4조 위안 규모의 경기부양책이 발표되었고, 곧 이어 공산당 문건을 통해 “내수 진작과 안정적 고속 성장”을 위한 정책 개요가 제시되었다. 본 문건에는 1,000억 위안 규모의 우선분야 투자계획에 대한 조속한 승인 및 지진 후 재건작업에 편성된 200억 위안의 집행을 통해, 2008년 4분기 중 1,200억 위안을 즉각적으로 투입할 것을 촉구하는 내용이 포함되었다. 또한 대출 할당제 폐지와 시중 상업은행들의 자금 지원 지시를 통해, 1,200억 위안의 재정투입이 연말까지 총 4천억 상당의 투자 효과를 가져올 것으로 기대했다(Chinese Communist Party, 2008).

또한 2008년 4분기 1,080억 위안, 2009년 1, 2, 3분기에 각각 1,300억, 700억, 800억 위안 등 총 4차례에 걸친 중앙 정부의 자금 분할 투입 계획이 발표되었으며, 실제 집행 내역은 하단의 <표 2>에 나와 있다. 시행 초기부터, 자금을 적시에 전면적으로 집행하고 2009년 3분기까지 모든 관련 프로젝트를 개시하는 데 역점을 두었다. 전체 투자 프로젝트 중 3/4 가량이 지방정부에 배정된 가운데, 과연 지방정부가 대충자금對充資金 조성 요건 충족에 필요한 공동 출연

자금을 적시에 증대시킬 수 있느냐를 두고 우려가 제기되었다. 2010년 중앙정부는 5,722억 위안 규모의 추가 편성을 단행하여 - 지방정부의 부진한 자금투입을 상쇄하기 위한 노력으로 보임 - 당해 년도 집행자금을 9,927억 위안으로 끌어올렸다(Li, 2010). 이에 따라 경기부양책에 투입된 중앙정부의 자금은 총 1조 6천억 위안으로, 당초 계획되었던 1조 1800억 위안 대비 36% 가량 증가하였다.

표 2. 중앙정부 경기부양 지출(2008~09)

| 지출 | 기간 | 금액(10억 위안) |
|------------|-----------|---------------|
| 1차분 | 2008년 4분기 | 108 |
| 2차분 | 2009년 1분기 | 130 |
| 3차분 | 2009년 2분기 | 70 |
| 4차분 | 2009년 3분기 | 80 |
| 5차분 | 2009년 4분기 | 223.8 |
| 최종분 | 2010년 | 992.7 |
| 총투입 | | 1604.5 |

자료: Website of the NDRC (National Development and Reform Commission), China; Pumin Lim (2010), "China will continue to implement the 2010 RMB 4 trillion investment plans", China News, 7 March, www.chinanews.com.cn/cj/cj-gncj/news/2010/03-07/2155764.shtml, accessed 9 April 2011.

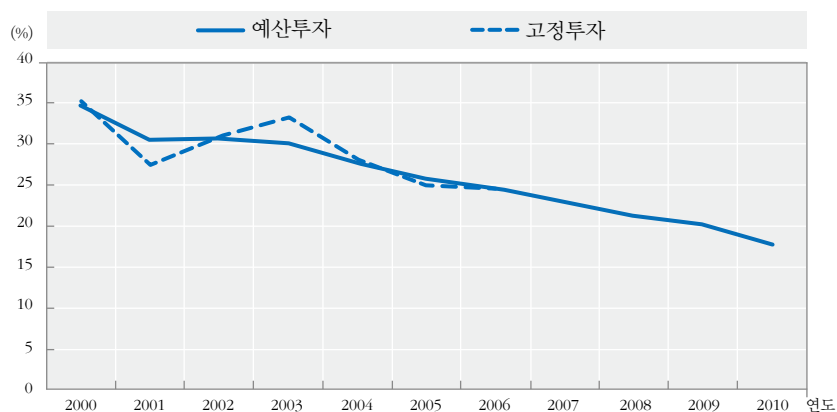
지방정부의 대응⁷⁾

중국의 재정체제는 고도로 지방분권화 되어 있다. 공공서비스 제공에 대한 책임의 대부분은 관할 지방정부에 있고, 중앙정부가 국가예산지출에서 차지하는 비중은 1/5 미만에 불과하며 지난 10년 사이 그 비중이 급격히 감소하였다(그림 6)⁸⁾. 인프라 제공 또한 주로 지방정부가 담당하는데, 관련 데이터가 존재하는 최근 몇 년간의 추이를 볼 때, 고정투자재에 대한 예산지출 가운데 지방정부가 차지하는 비중은 70~75%에 달한다⁹⁾.



경기부양책 역시 대부분 지방정부에 의해 적극적으로 시행되었다. 중앙정부는 경기부양 자금 조달 및 집행의 책임 소재를 상세히 기술하지는 않았지만, 통상 프로젝트 배정과 중앙 및 지방정부간 비용 부담에 대해서는 일반원칙(*usual rules*)이 적용되었음을 사례를 통해 알 수 있다(Xiao, 2009; Huo *et al.*, 2009).

그림 6. 총정부지출 대비 중앙정부 지출 비중



자료: China Statistical Yearbook

통상적으로 국가발전개혁위원회(NDRC)는 국가 투자계획을 수립하고 여기에 포함되어야 할 프로젝트를 승인한다. 자금지원이 가능한 우선분야에 대한 NDRC의 지침과 함께, 매년 지방정부(와 중앙부처들)은 국가투자계획에 포함시킬 프로젝트를 준비하여 제출한다. 일단 국가투자계획으로 선택된 프로젝트는 예산지원과 은행 신용대출 수혜자격을 갖게되는데, 오직 승인된 프로젝트에만 이 두 가지가 적용된다.

지방정부와 정부의 각 부처가 국가투자기금 확보를 위해 경쟁하게 되는데, 사실상 지방정부에 의해 시행되는 모든 프로젝트에 대해 분야 및 지역별

로 다양한 비중의 대충자금(對充資金) 조성이 요구되는 관계로, 지방에서의 대충 자금(對充資金) 확보 가능성이 경쟁의 제한요소로 작용하게 된다. 예를 들어, 학교 건축의 경우 지방정부의 부담 비중은 1/3가량이며, 저가 주택건설 사업의 경우 중앙정부의 출연자금은 지역별로 달라지는데 중부권은 일률적으로 평방미터 당 300 위안, 서부지방¹⁰⁾은 400 위안으로 책정되어 있다. 국가투자프로젝트를 신청하기 위해서는 통상 지방정부로부터 자금조달이 가능함을 입증하는 증빙 자료를 제출해야 한다. 또한 은행 신용대출 신청 시에는 자기자본이나 불입자본금 형태로 25~35% 수준의 자기자본조달 요건을 충족할 수 있다는 증거를 제출해야 한다.

경기부양책으로 인해 중앙정부의 자금조달 여력은 크게 확충되었다. 그러나 의욕적인 투자계획을 단기간에 시행하기 위해서는 공동출자 요건을 충족할 수 있는 충분한 자금을 보유한 지방정부에만 프로젝트가 배정될 수 있도록 NDRC의 각별한 주의가 필요하다. 하지만 전체 투자 프로젝트 중 3/4 가량이 지방정부에 할당됨에 따라, 대충자금(對充資金) 조달 요건을 충족하는 것이 지방정부에 큰 부담으로 작용할 것이라는 우려가 착수 단계에서부터 제기되었다.

2008년 말부터 2009년 사이 긴박한 분위기에서 당국은 지방정부들의 투자 프로젝트 신청을 장려하는 데 총력을 기울였다. 첫째, 정부는 몇몇 조치들을 새롭게 도입함으로써 지방정부가 보다 용이하게 공동출자 요건을 충족할 수 있도록 하였다. 2009년 3월 17일, 중국 국무원은 재무성이 지방정부를 대신해 2000억 위안 규모의 국채를 발행할 수 있도록 승인하고, 지방에 대한 자금투입을 가속화할 것을 명시하였다(Han and Luo, 2009a). 이 채권 발행은 표면적으로, 자본투자에 필요한 자금조달을 위해 지방정부가 채무를 늘릴 수



있도록 허가하는 첫 단계로 해석될 수 있다. 즉 중앙정부는 지방정부의 부채 문제를 감독하고 통제할 수 있는 제도적 틀이 마련될 때까지, 관할 지방정부의 명의로 재무성을 통해 중앙집권적으로 채권을 발행해 왔다. 재무성 대변인은 이 기금에 대해 “공공재 제공을 위한 공공 인프라 프로젝트에 주로 사용되는 것이지, 중복적인 지출 증대를 위한 것은 아니다”라고 설명하였다.

둘째, 정부는 보다 급진적인 조치의 일환으로 지방정부의 재정 플랫폼 <Box 1 참조>의 사용과 부채를 조달할 수 있는 여타 수단들을 공식적으로 승인하였다. 2009년 3월 24일, 중국인민은행(People's Bank of China)과 중국은행규제위원회(China Banking Regulatory Commission)는 “재정플랫폼을 조직 및 설립하고, 회사채와 증기채 그리고 기타 재정상품을 발행하며, 중앙정부 투자계획에 대한 대충자금對充資金 조달 채널을 확대할 수 있는 적절한 조건을 갖춘 지방정부를 지원하도록” 요구하는 내용의 문서를 공동으로 발표하였다¹¹⁾.

Box 1. 지방정부투자공사(LIC)

중국인민은행과 중국은행규제위원회가 공동으로 발표한 2009년 문서에서 언급된 지방정부 재정플랫폼(difang zhengfu rongzi pingtai)은 보통 지방정부투자공사(LIC: local government investment corporations)라고 불린다. 1980년대 말부터, 주로 시市와 성省 단위의 지방 정부들은 공공 투자사업에 필요한 현지 자금조달 업무를 전담할 법인체를 설립하기 시작했는데, 사업 분야에 따라 도시개발투자공사(UDIC)나 고속도로 혹은 교통공사 등의 이름으로 불리었다. 이 법인체들은 정부간 재정체계 내에서 지방정부들이 직면하게 되는 중대 모순을 피해 갈 수 있도록 하는 혁신적인 도구로서, 원래 이 재정체계 하에서 지방정부들은 인프라를 포함한 공공서비스 제공의 책임을 주로 담당하도록 되어 있지만 실제로는 책임 완수에 필요한 충분한 세수가 할당되지도 않았고, 자체적으로 자금을 빌려올 수 있는 권한 또한 주어지지 않았다. 당초 지방정부투자공사

(LIC)는 재정적으로 독립된 법인체로서 보통 단일 목적 하에 설립되었는데, 주로 외국 금융기관으로부터 대출을 받아 사업에 투자하는 목적이 대부분이었다. 재정 독립적이라는 특성 때문에 이들의 활동은 채무 원리금 상환이 용이한 업종으로 집중됐고, 특히 유료도로 건설 및 운영, 전력, 수도 등 공익사업 부문에서 활발하였다.

그러다가 1988년 상하이 당국이 도시 인프라 건설 투자를 담당하게 될 광범위한 기반의 상하이투자공사(SMPD, General Corporation of Shanghai Municipal Property)를 설립하고, 상하수도, 도로, 공공설비 건설 사업 조율과 공급 업무를 맡기면서 결정적인 돌파구가 마련되었다. 또 자원조달을 위해 시·읍 예산 중 목적세입을 할당 받고, 은행 대출과 회사채 발행 권한을 승인 받았다(재원 및 자금 용도 내역은 <그림 7> 참조). 본 투자공사의 설립을 계기로 상하이 도시 재개발 및 확장에 필요한 인프라 확충 재원 조달 측면에서 커다란 진보가 이뤄졌다.

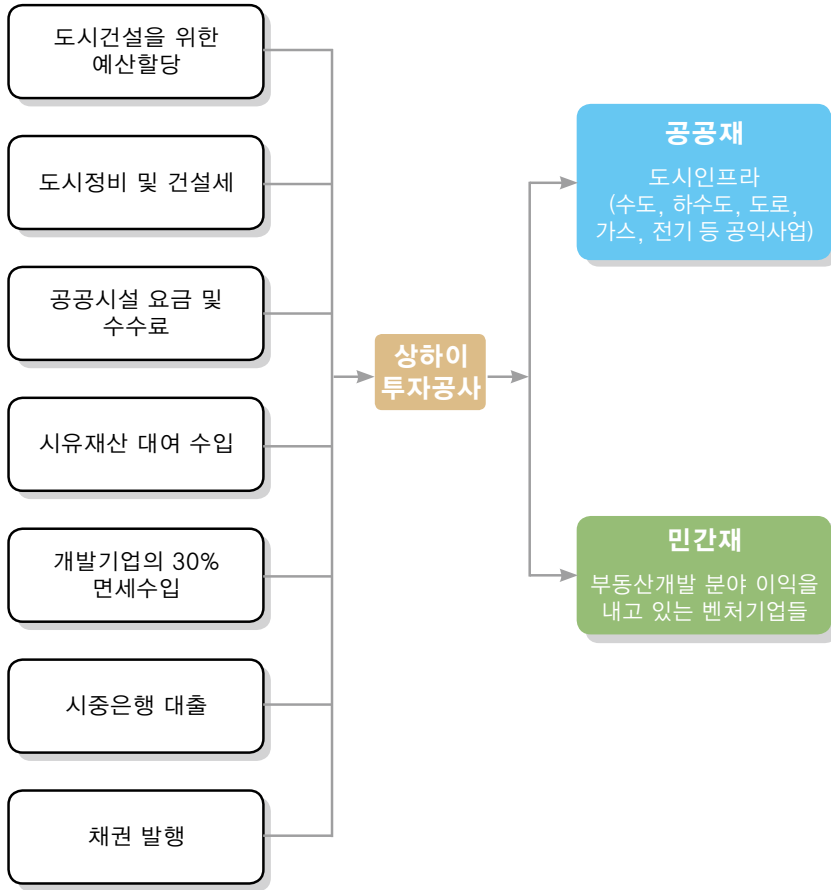
시간이 흐르면서 이 모델은 점차 다른 도시로 확대되었고, 다수의 지방에서 지방정부 투자공사(LIC)가 도시화 재정 조달에 핵심적인 역할을 하게 되었다. 지방정부투자공사(LIC)가 보편화되면서 엄격했던 중앙정부와의 재정적 분리도 완화되고 활동 범위도 넓어졌다. 통상적으로 지방정부투자공사(LIC)는 예산 및 비예산 수입 등 다양한 시·읍정부의 자산을 자기자본과 담보로 활용하여 은행권 대출과 기타 금융을 조달하여 한데 묶었다. 도시화가 진행되면서 토지의 가치가 상승하자, 토지가 지방정부투자공사(LIC)를 지탱하는 주요 자산으로 자리매김하게 되었고, 시 정부 또한 이들 지방정부투자공사(LIC)의 채무 상환에 필요한 자금을 토지 리스를 통해 조달하는 비예산 수입에 점차 의존하게 되었다.

셋째, 재무성은 예산자원, 토지수입, 재무성 발행 지방채권 수익금, 지방 재정 플랫폼을 통해 조달된 자금 및 지방정부 관리 하에 있는 기타 재원의 사용을 허가함으로써, 경기부양 프로젝트를 위해 지방정부가 조성해야 하는 대충자금(對充資金)의 요건을 완화하였다(Ministry of Finance, 2009).

사실, 이 모든 변화는 2009년 3월 전국인민대표회의에서 있었던 기자회견 도중 장핑(Zhang Ping) 국가발전개혁위원회(NDRC) 국장의 발언에 의해 대략



그림 7. 상하이투자공사(SMPD*)



*SMPD: General Corporation of Shanghai Municipal Property

적인 윤곽이 드러났던 것으로, 정부 최고위층 정책입안자들이 이러한 변화를 만장일치로 승인했음을 시사하였다(Zhang, 2009). 이 모든 변화들은 지방정부들의 운신의 폭을 넓혀줬으며, 지방정부들은 자체 숙원 사업에 전례 없는 대규모 재정을 제공해 줄 경기부양 투자 프로젝트 선정에 두고 치열한 경쟁 구도를 형성하였다. 계획경제의 유물로서, 모든 지방정부 및 관계 부처들은

이미 중장기적으로 추진 중인 사업 계획들을 보유하고 있었는데, 이 가운데 대다수는 준비유무와 상관없이 신속하게 시행되기 시작했으며, 여기에 환경 및 녹색 기술분야의 지출확대 요구를 충족하기 위해 새로운 사업들이 서둘러 입안되었다. 경기부양책이 발표된 지 한 달도 채 되지 않아 전체 지방정부들이 제안한 투자 프로젝트의 규모는 무려 18조 위안에 달했고, 그로부터 얼마 후 계획서를 처음에 제출한 18개 성함이 신청한 투자 프로젝트 규모만도 25조 위안을 육박했다(Huo *et al.*, 2009).

중앙부처 역시 이 경쟁에 동참하였다. 이 중 가장 공격적으로 나섰던 곳은 철도성으로서, 국가발전개혁위원회(NDRC)가 승인한 4조 위안 규모의 경기부양 자금 가운데 약 1조 5천억 위안을 확보하였다. 당초 2004년 마련된 중장기 국가철도망 건설 계획은 2020년까지 총 연장 10만km의 철도망을 건설하고 그 중 12,000km는 고속철도망으로 구축하는 내용을 골자로 하였는데, 이 계획의 핵심은 시속 200km 이상의 고속열차를 중국 국내 기술로 제작해 개통 운행하는 것이었다. 하지만 2008년에 총 연장 12만km, 고속철도망 16,000km, 시속 350km까지 낼 수 있는 고속열차를 도입하는 것으로 계획이 수정되었다(Liu *et al.*, 2011).

금융 부문의 대응

공급측면에서는, 경기부양 노력을 지원해야 한다는 각계 각층의 요구에 국영은행들도 열성적으로 호응하였다. 앞서 언급된 2008년 12월 국무원이 발표한 문건에서는 공공 인프라, 지진 후 재건 사업, 에너지 절약, 기술 혁신 및 개선, 지역개발, 중소기업 및 지방 프로젝트 등 여러 분야와 조건을 아우르는 다양한 투자 사업에 대한 대출 증대를 통해 금융부문이 정부 산업정책 지원에 나설



것을 촉구하고 있다. 또 은행들에게는 “재무적으로는 건실하나 일시적인 경영난을 맞고 있는 기업들”에게 신용을 제공할 것을 장려하고, 소비자 신용 확대를 위한 정책 시행과 첫 주택 구매자 및 자동차 구매자를 위한 모기지 지원을 촉구하였다. 더불어, 2008년 신규 대출을 4조 위안까지 증액하여 은행 용자를 늘리고 통화공급량을 17% 증대시키는 등 정량적 목표를 구체화하였다. 또한, 회사채 발행 규제 완화와 투자 자금 조달이 가능한 금융상품 범위의 확대를 요구하였다. 요컨대, 은행들이 가능한 모든 자원을 동원하도록 촉구한 것이다.

국영은행 관계자들은 이러한 정부의 정책에 적극적으로 호응하였다. 결국 정부와 정치지도자들의 지시로 인해 대출 승인 결정에 따르는 개인적 책임 부담이 사실상 사라지게 됐고, 대출은 폭발적인 증가세를 보였다. 특히 지방 정부의 지원을 받는 프로젝트들이 대출에 있어 유리한 위치에 있었다. 2008년 신규 대출은 경기 둔화로 수요가 급감했음에도 불구하고 4조 2천억 위안의 순증가를 나타내면서<표 3>, 2005~2007년 경기 호황기에 기록한 연평균 3~4조 위안의 증가를 상회한 것은 물론, 정부 목표치인 4조 위안을 초과하였다. 2009년 신규 대출은 2008년 수준 대비 두 배 이상 증가한 9조 6천억 위안으로 나타났고, 1분기에 만 4조 6천억 위안의 증가세를 보였다.

표 3. 재정 및 신용 확장 (10억 위안)

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------|-------------|--------------|------------------|
| 재정적자 | 111 | 950 | 650 ¹ |
| 신규은행여신 | 4178 | 9622 | 7932 |
| 신규채권차입 | 502 | 935 | -465 |
| 총액 | 4791 | 11506 | 8117 |

¹ 이 수치는 1조 위안의 재정적자에서 예산안정기금(Budget Stabilisation Fund)과 롤오버(roll-over) 의무로 인한 자금을 차감한 금액이다.

자료: China Statistical Yearbook; China Data Online; author's estimates.

경기부양의 역효과

경기부양책은 통제할 수 없는 상황에 이르고 있었다. <표 3>은 2008, 2009, 2010년 3년 간의 재정적자, 은행여신 증가율, 채권 발행 관련 가용 데이터를 정리한 것이다. 이 기간 동안 막대한 재정이 투입되었으나, 쓰나미급의 폭발적 성장세를 보인 은행 여신에 비하면 초라한 규모였다. 2008년에 총 4조 8천억 위안의 신규 자금이 시중에 투입되었고, 2009년에는 두 배로 확대되었다.

<표 4>는 지난 3년간 전개된 경기부양책의 규모를 추산한 것이다. 경기부양책의 순수 효과를 도출해 내기 위해, 경기확장을 수반하는 “정상적” 여신 증가와 재정부양책으로 야기된 “특수한” 여신 증가를 구분하였다. 2003년부터 2007년까지의 연평균 여신 증가율인 15%를 기준으로 하면, 2008, 2009, 2010년 정상적 여신 증가액은 각각 3조 9300억, 4조 5500억, 6조 위안으로 추정된다. 경기부양효과를 알아보기 위해서, 3년(2008~2010년) 동안의 총 여신증가액

표 4. 경기부양책의 예상규모 및 구성

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------|-------------|--------------|-------------|
| 경기부양(10억 위안) | | | |
| 재정적자 | 111 | 950 | 650 |
| 순(net)신규은행여신 | 252 | 5070 | 1936 |
| 순(net)신규채권차입 | 251 | 467 | -232 |
| 총액 | 614 | 6487 | 2354 |
| 경기부양(% GDP) | | | |
| 재정적자 | 0.4% | 2.8% | 1.6% |
| 순(net)신규은행여신 | 0.8% | 15.1% | 4.9% |
| 순(net)신규채권차입 | 0.8% | 1.4% | -0.6% |
| 총액 | 2.0% | 19.3% | 5.9% |

자료: China Data Online; author's estimates.



에서 연평균 15%를 기준으로 추정된 상기의 여신증가액을 차감하여 순 신규은행 여신을 산출하였다. 신규 채권 발행부문은 초기 단계의 섹터인 바, “정상”을 규정하기 힘든 관계로 단순히 연간 증가분의 절반만을 반영하였다¹²⁾. 이 수치들을 토대로 27개월 간 집행된 재정부양책의 규모를 보수적으로 산정한 결과, 9조 5천억 위안, 즉 GDP의 27%로 나타났다. 이는 중국 정부가 발표한 경기부양책의 2.4배에 달하는 규모로서, 2009년 한 해만도 당해 년도 GDP의 19.3%, 즉 6조 5천억 위안이 투입되었다.

대규모 재정 투입, 지방정부 부채에 관한 재정규제 완화, 금융부문의 실질적인 자유화 그리고 특히 전체 경기부양 노력의 정치적 측면을 고려한다면, 이러한 결과는 놀라운 일이 아니다. 상기의 제반 여건들이 모든 걸 가능하게 만드는 환경을 조성하였고, 경제 성장에 인센티브를 가지고 있었던 지방정부(및 중앙부처)들의 요구에도 부합되었다¹³⁾. 그리고 이들은 은행, 그 중에서도 정부로부터 ‘자금의 물꼬를 트라’는 지시를 받은 국영은행들의 도움을 받았다. 대출 담당자들 역시 실적을 올리는데 총력을 기울였는데, 특히 암묵적으로나 공식적으로 정부의 보증을 받기 때문에 사실상 위험이 없는 것으로 보이는 투자 프로젝트에 대출을 늘리는데 주력하였다.

제 5장 출구전략 및 사후 논의

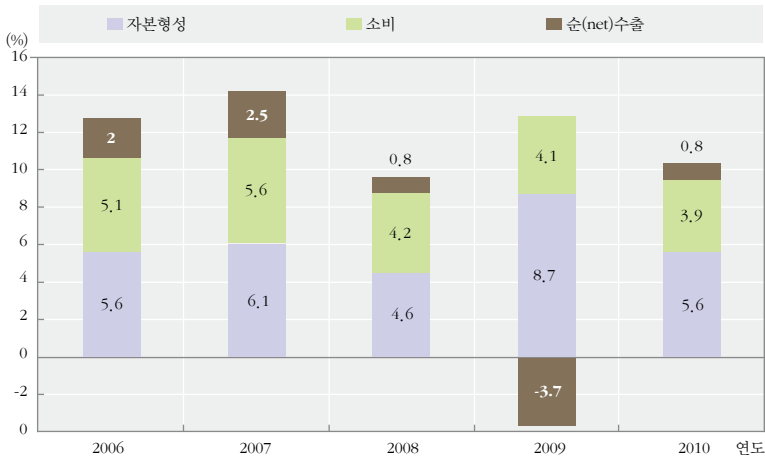
중국의 경기부양을 위한 재정정책은 성공적이었다. 최고지도자들이 가장 시급한 현안으로 다뤘던 경제 안정의 2대 요소인 경제성장 및 고용창출을 달성했다. 2009년에 접어들면서 성장 속도가 빨라지기 시작했고, 연중 내내 성장률 증가세가 가속화되었다. 분기별 경제 성장률은 1분기 5.3%에서 2분기 5.7%, 3분기 8.6%, 그리고 4분기에 13%로 증가하였다(그림 3). 연간 경제성장률은 8.7%로, 경제문제가 사회문제로 비화되는 걸 방지할 수 있는 최저 저지선으로 여겨지는 8%를 거뜬히 넘어섰는데, 수출이 급감하던 상황을 감안하면, 상당히 인상적인 결과였다. 2009년 수출의 GDP 성장 기여도는 -3.7%였으며 (전체 성장의 -41%에 해당), 이에 앞서 2008년에는 0.8%, 2007년에는 2.5%를 기록했다(그림 8).

고용 또한 활발한 성장세를 보였다. 이주 노동자들 사이에 만연했던 대량 실직에 대한 두려움은 현실화되지 않았고, 실제로 정부가 산정한 자료에 따르면 총 고용은 2009년 1~3분기 동안 850만 명이 늘어났고 연말까지 1200만명이 증가할 것으로 전망되었다(Yang, 2009).

그러나 이에 따른 비용 또한 많이 소요되었다. 첫째, 부양책으로 인한 성



그림 8. 성장요인별 비율(GDP 대비)



자료: China Statistical Yearbook 2010; DragonWeek (March 2011).

장은 투자에서 기인한 것으로, GDP 대비 투자 비중은 66%로 증가하였고, 인프라에 대한 투자는 GDP의 18%로 늘어났다. <그림 8>에서와 같이, 총자본형성의 GDP 성장 기여도는 8.7%로서 2009년 순 총성장(total net growth)과 동일한 수준이며, 2008년 4.6%에 비해 두 배 가까이 증가한 것이다. 더욱이, 96%에 달하는 자본형성에 기인한 성장 비중은 이미 높은 수준으로 여겨졌던 2003~2007년의 48%의 두 배에 해당하는 것으로, 투자집행과 프로젝트 선정의 효율성에 대해 경종을 울리게 되었다. 이는 또한 2003/2004년 이후 매년 천명됨과 동시에 11차 및 12차 5개년 계획(2006~2010년, 2011~2015년)에도 포함되었던 정책목표, 즉 과거 투자중심의 성장모델에서 벗어나 보다 소비지향적 경제로의 재편을 추구한다는 정책목표에도 차질을 빚었다.

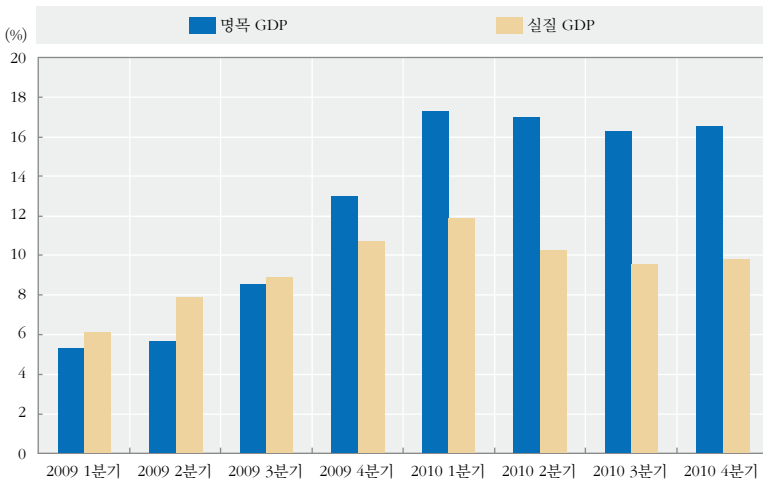
둘째, 경기부양책의 신속한 시행을 위해, 정부는 막대한 재정지출과 통화정책 완화를 넘어 재정규정 변경과 금융규제 완화를 실시했다. 이러한 변화

는 시장개혁과 맥락을 함께 하는 것이었지만, 정부와 당의 대대적인 부양책에 대한 “지원”을 촉구하는 캠페인을 하는 것처럼 너무 성급하게 밀어붙이는 경향을 보이기도 했다. 이 과정에서 은행부문의 전문성 확립, 재무 건전화, 예산 및 공공투자관리 개선, 투자에서 공공서비스 제공으로 지방 정부의 역할 재편 등, 국정관리 개혁과제 달성 과정에서 힘들어 이룩했던 진전들이 대부분 수포로 돌아갔다. 특히 시중에 저금리 유동자금이 대거 투입되면서 지방단위의 국유기업과 정부기관의 영향력이 확산되고, 이에 따라 일부 산업 및 서비스 영역에서 민간부문이 밀려나게 되면서 수십 년간 경제 활동에서 물러나 있던 정부가 경제 활동 전면에 복귀하게 되었다¹⁴⁾.

재정 및 통화완화 정책 출구 전략

2009년 말에 이르러 경기 회복의 징후가 뚜렷하게 나타났다. 성장세는 매 분기 지속되었다(그림9). 디플레이션 국면이 1년 가까이 지속된 후 물가가

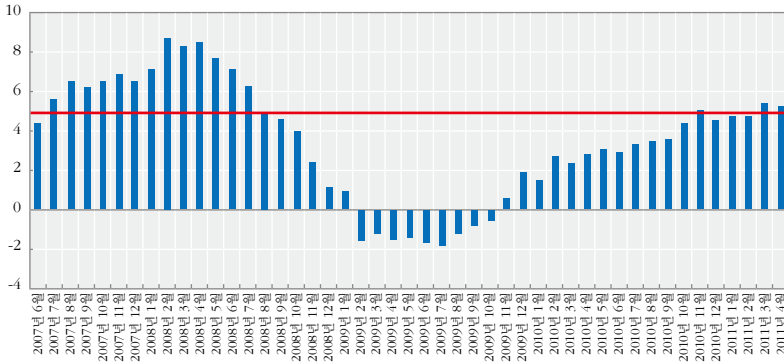
그림 9. 분기별 경기회복



자료: National Bureau of Statistics of China.



그림10. 연간 소비자물가지수(CPI) 변화(%)



자료: China Economic Monthly Indicator.

다시 완만한 상승세를 나타내기 시작했다(그림10). 2009년 내내 경기부양책에 대한 우려가 증폭되고 유력 경제전문지가 인플레이션이 상승할 것으로 예측하는 가운데, 정부는 2010년 초 성장 모멘텀을 억제하고 신용창출을 완화시키기 위한 조치를 취하기 시작했다.

경기부양책은 2010년 말까지 시행을 완료하도록 계획되어 있었다. 사실, 2010년 중에 별다른 설명 없이 5,720억 위안 규모의 추가 자금이 투입되었지만, 강력한 세수 증가에 힘입어 재정적자는 6,500억 위안(GDP의 2% 미만)으로 떨어졌다. 2011년 예산 초안에 따르면 9,000억 위안 규모의 재정적자가 예상되고 있지만, 또 다시 재정 수입이 예산액을 초과한다면 그보다 낮아질 것이다.

경기부양책 출구전략은 당초 예상보다 더 오래 지속되었다. 1월 7일 중앙은행은 4bps 규모의 할인을 인상을 단행하고 며칠 후에는 지급준비율을 인상한 데 이어 91일에 걸쳐 공개시장을 통해 300억 위안의 채권을 재매입 하였다(Jingji Guanchabao, 2010). 하지만 이러한 정부의 의도적인 개입도 은행대출 속

도를 낮출 수는 없었다. 1월 1일부터 2주간의 신규대출 규모는 총 1조 1천억 위안으로, 2009년 1분기의 폭발적인 증가세에 버금가는 수준이었다. 1월 18일 금융정책위원회 긴급회의가 소집되었고, 1월 22일 열린 지도부 회의에서 대출 규제 강화를 위한 행정 조치가 채택된 것으로 알려졌다(Sun et al., 2010). 비록 정부에서는 이를 부인하였으나, 대출 할당제가 다시 시행될 것이라는 소문까지 나돌기 시작했다. 그럼에도 불구하고 상기의 <표 3>에서와 같이, 당해 년도 신용팽창 규모는 8조 위안이라는 매우 높은 수준에 머물렀다. 게다가, 은행의 대출규제가 강화됨에 따라 은행인수어음, 지정대출 그리고 신탁회사 대출 등의 부외 금융상품이 급증했다. 중앙은행은 부외금융상품 규모가 2009년 1조 6천억 위안에서 3조 8천억 위안으로 두 배 가까이 증가한 것으로 추산했다. 결과적으로, 정부의 노력에도 불구하고 2010년 총 신용팽창 규모는 2009년과 거의 비슷한 수준에 머물렀다.

통화긴축정책은 2011년에 이르러 마침내 그 효과를 나타내기 시작했다. 2011년 1분기 신규대출은 2조 2천억 위안으로, 2010년 1분기 2조 6천억을 하회하였다. 이 추세라면 정부의 연간 목표치인 7조 2천억 위안을 달성할 것으로 보인다. 또한 정부가 신탁회사 대출을 강력히 규제하면서 마침내 부외금융 성장 속도가 둔화되기 시작했다. 그러나, 대형 국유기업들(SOE)과 상장기업들이 현행 긴축 기조 하에서 은행대출이 어려워진 부동산 개발업자들을 상대로 고리 대출로 폭리를 취하면서, 지정대출은 1분기 동안 전년 대비 두 배 이상 증가하였다(Gavekal-Dracomics, 2011b). 하지만 이런 상황에서도 통화정책이 정상화 추세에 접어들면서 2010년 이후 투자 및 GDP 성장세가 다소 둔화되었고, 최근 보고에 따르면 인플레이션 압력도 일부 완화된 것으로 나타났다(Gavekal-Dracomics, 2011b; World Bank, 2011).



지방 정부 부채 관리

중앙정부의 적극적인 지원 속에, 지방정부투자공사(LIC)는 경기부양책으로 인해 빠르게 증가되었고, 투자금과 은행대출 확보 경쟁의 최전선에 포진하였다. 지방정부에서 출자한 부양 자금의 3/4을 할당 받은 지방정부투자공사(LIC)는 인프라 투자에 중추적 역할을 했고, 단일 그룹으로서 가장 큰 역할을 수행하였다. 이들은 넘쳐나는 유동 자금과 자유방임적인 분위기 속에서, 빠른 속도로 증식하며 규모를 넓혀갔다. 중국은행관리감독위원회(CBRC)에 따르면, 2009년 지급된 전체 신규대출의 약 1/3 가량이 지방정부투자공사(LIC)에 유입되었고, 그 결과 연말 지방정부투자공사(LIC)의 총 부채 규모는 3조위안에서 7조 3800억 위안으로 늘어났다(Investors Bulletin, 2010). 2010년 1분기 지방정부투자공사(LIC)가 전체 신규 은행대출에서 차지하는 비중은 40%로 나타났으며(Investors Bulletin, 2010; Wei, 2010), 연말 총 부채 규모는 10 내지 14조 위안에 달할 것으로 추산되고 있다(Yang, 2011). 지방정부투자공사(LIC)와 지방정부의 투자 유치에 대한 지나친 욕구는 재정부양책의 규모를 부풀리고 경기과열을 촉진시키는 데 일조했다.

초대형 재정부양 프로그램으로 인해 지방정부 부채는 눈덩이처럼 불어났고 그 규모와 잠재적 영향은 아직까지 파악되지 않고 있다. 왜냐하면 지난 10년 간에 걸친 재무성 내 부채 현황 보고 제도 구축 노력에도 불구하고 지방정부 부채에 대한 믿을 만한 통계 수치가 취합되고 있지 않기 때문이다. 수치 취합이 어려운 가장 주된 이유는, 지방정부 대신 재무성이 발행한 채권외에 지방정부투자공사(LIC)를 통해 부채가 축적되는 경우가 많기 때문으로, 중국 은행관리감독위원회(CBRC) 조사관들은 2009년 말 지방정부 부채로 추정되는 총 11조 위안 가운데, 지방정부투자공사(LIC) 부채가 7조 3800억 위안을 차

지할 것으로 추산하고 있다.

전체적으로 볼 때, 지방정부 부채의 묵시적 규모(총 15~20조 위안으로 추정¹⁵⁾)가 2010년 GDP의 40%에 육박한다는 것은 그리 놀랍지 않다. 하지만, 현행 정부간 재정 체제 하에서 조세 권한이 없는데다 비용 증대 압박으로 예산상 제약이 큰 지방정부에게는 부채상황이 큰 문제로 작용할 가능성이 있다. 그 결과, UDIC/LIC 모델 상에서는 투자 및 부채상황 자금조달을 위해 토지가치 절상에 많이 의존할 수 밖에 없는 상황이지만, 문제는 이 세입원이 경기 변동에 민감하고, 불안정하다는 것이다. 게다가, 일부 지방정부의 경우 상대적으로 훨씬 많은 부채를 안고 있기 때문에 특히 취약하게 될 것이다. 일례로, 중앙은행 천진 지점은 2009년 관할 지방정부투자공사(LIC)의 부채가 두 배로 늘어났다고 보고했다(Bateson, 2010).

또한 은행부문의 지방정부투자공사(LIC) 대출의존도와 건전성 역시 중앙정부의 걱정거리다. 전국적으로, 지방정부투자공사(LIC)가 전체 미지불 대출금의 30% 이하를 차지하고 있지만, 그 비율은 은행 및 지역별로 큰 차이를 보이고 있다. 이 가운데 미지불 대출채권 비중이 가장 높은 곳은 가장 오랜 기간 지방정부투자공사(LIC)에 대출을 해온 중국개발은행(CDB)으로서, 2009년에는 총 대출금의 절반 이상을 지방정부투자공사(LIC)가 차지하였다. 천진시의 경우, 2009년 시에서 발행된 전체 신규대출 가운데 62.5%를 지방정부투자공사(LIC)가 차지하였고, 그 해 규모 기준 상위 20개 신규대출 수혜 기관 중 17개가 지방정부투자공사(LIC)였다.

지방정부투자공사(LIC)는 갑자기 등장한 것이 아니며, <Box 1>에서 보이는



바와 같이, 1990년대 이후 시 재정의 고정적 요소로 존재해왔고, 중국 도시화에 따른 재정 부담을 지원하는데 상당한 기여를 했다. 그러나, 지방정부투자공사(LIC)는 중국의 혼재된 경제 체제 틈에서 운영되어 왔고, 이들을 감시할 국가기관도 존재하지 않았다. 재무성(MOF), 국가발전개혁위원회(NDRC), 상무성(MOC), 중국은행관리감독위원회(CBRC) 중 어느 누구도 이들을 감시하지 않았다. 지방정부투자공사(LIC)에 대한 신뢰할 수 있는 국가통계가 존재하지 않는 이유는, 그들의 활동이나 재정상황을 보고하도록 요구하는 제도가 없기 때문이다. 지방정부투자공사(LIC)는 국가 재정이나 행정 계획 체계 범위에 속해 있지 않다. 현재 공공투자 관리는 재무성, 국가발전개혁위원회, 중국 국가과학기술위원회, 그리고 건설성 등 4개 기관이 분담하고 있고 기관간의 조율 또한 거의 이루어지지 않고 있다. 계획 수립 과정에서 특정 수준을 초과하는 대규모 프로젝트의 경우에는 행정승인이 요구되나, 이러한 원칙은 공공기금이 투입되는 사안에만 적용된다. 하지만 지방정부투자공사(LIC)는 주로 은행융자에 의존하기 때문에 자금출처나 사용처에 대한 보고 의무가 없다.

2009년 중반부터 중국 정부는 은행감독관리위원회(CBRC), 중국의 회계감사기구인 심계서審計署 (Audit Office), 재무성(MOF), 국가발전개혁위원회(NDRC) 등의 일부 규제기관들과 함께 지방정부투자공사(LIC)에 대한 정보수집을 위한 대대적인 조사 및 점검 작업을 전개해왔고, 그 결과 지방정부투자공사(LIC) 대출과 관련해 여러 심각한 문제들을 찾아냈다. 이 가운데 가장 흔하게 나타난 문제는 재정보증인 대출 담보로 널리 사용되고 있다는 점과, 토지를 담보로 잡을 때 담보 평가액이 과도하게 높게 책정된다는 것이었다. 천진의 경우, 2009년 지방정부투자공사(LIC) 관련 전체 대출 가운데 전통적 담보물로 받은 대출 비중은 22%에 불과한 반면, 재정보증을 담보로 한 대출 비

중은 71%로 나타났다(Bateson, 2010). 중국은 행감독관리위원회(CBRC)는 전국적으로 전체 지방정부투자공사(LIC) 부채의 47%가 재정수입에 의한 보증을 받았다고 보고했으며, 2010년 중반 기준 지방정부투자공사(LIC) 부채의 26%를 “고위험군”으로 분류하였다.

중국 거시경제관리를 위한 개혁과제

30년이 넘는 기간 동안 시장 경제로의 개혁 과정을 거치면서 중국 경제는 고도로 지방 분권화되었으며, 국가정책 시행을 총괄하는 중앙정부의 능력은 약화되었다. 경기부양책은 사회적 자본을 동원하여 보다 큰 효과를 창출하기 위해 재정투자를 활용하는 방법이다. 그러나 재정분권화로 인해 프로젝트의 사업성과 차주借主의 신용도를 평가할 수 있는 금융기관의 역량이 더욱 중요해졌다. 그럼에도 불구하고, 차주借主가 지방정부와의 재무관계가 모호한 지방정부투자공사(LIC)이거나, 지방정부투자공사가 개별 단위가 아닌 여러 프로젝트를 통합적으로 담보 대출받은 상황에서 금융기관이 적절한 평가를 할 수 있는 여건이 마련되지 못하였다. 더욱이, 지방정부 재정은 그 자체만으로도 극히 복잡하고 불투명하다. 재정 재원은 몇몇 예산 및 부외예산 계정에 흩어져 있으며, 보고 체계도 불완전하고, 상호 조율 또한 이루어지지 않고 있다.

경기부양책은 다시 한번 중국의 거시경제 관리상의 허점을 보여주었다. 성장 위주 정책에 깊이 뿌리 박혀 있는 과잉투자 경향과 지방정부를 포함한 공공 부문의 연성 예산제약 등이 바로 그것이다. 예산제약을 강화하려면 책임과 의무가 명확하게 구분된 체계가 필요한데, 현행 정부간 재정체계에서는 이 점이 부족하다.

경기부양책의 시행과 출구전략은 중국 정부가 거시경제 관리를 위해, 간접



적 시장제도와 함께 행정제도에 얼마나 많이 의존하는지를 보여준다. 이러한 사례는 빠른 성과의 장점과 비효율성 및 시장왜곡이라는 단점을 모두 보여주었다. 행정적인 통제는 미성숙한 시장의 원인이자 그 증상이기도 하다. 이를 테면 지방정부의 부채증가를 억제하기 위해 중앙 정부차원에서 단기적으로 지방정부투자공사(LIC)에 대한 동결조치나 한도를 도입하는 방법으로, 공공 관리 개선에 적합한 법적·제도적 틀을 구축해 나갈 시간을 벌 수도 있을 것이다.

그러나 이보다 더 큰 과제는 공공지출과 공공투자의 효율성 및 효과를 증대하기 위해 공공부문 전체에 대한 공공관리를 강화해 나가는 것이다. 정부간 재정체계의 혁신은 공공부문 전체의 책임성 강화에 필수적인 전제 조건이 될 것이다



◆ 주 석 ◆

- 1) 미국의 경기부양책은 일시적인 세금감면 및 정부지출 확대 등을 포함하여 7000억 달러를 소폭 상회하는 정도로, GDP의 5%가량이며 2년에 걸쳐 실시되었다.
- 2) 1998년 정부 재정수입은 GDP의 12% 미만이었고, 2008년에는 19.5%였다.
- 3) 이러한 소비형 VAT는 리아오닝, 지린, 헤이룽장의 북동지역에서 2004년에 시범적으로 실시되었고, 2~3년 후 전국적으로 확대될 것으로 예상되었다.
- 4) VAT의 이와 같은 변화에 따른 비용은 1,200억 위안으로 예상되었으나 2009년 투자가 30% 증가하면서 감세의 규모도 확대되었다.
- 5) 예를 들어, 중앙 SASAC는 2009년에 감독하에 있던 기업들로부터 550억 위안의 배당금을 거둬들이고 관리하였다
- 6) Naughton(2009)은 이 기간 동안 중국의 중앙정부부터 지방정부 그리고 그 이하 단위의 모든 정부에 퍼져있던 시급성에 대해 생생히 기록하였다.
- 7) 다른 언급이 없으면, “지방정부”는 성(省), 시(市), 주(州) 및 구(區) 등 지방정부의 모든 단위를 의미한다.
- 8) 2010년, 중앙정부의 비율은 총지출의 17.8%에 지나지 않았다(2011년 3월, 중국인민의회에 보고된 예산보고서).
- 9) 2007년 예산분류체계 변경과 함께 자본지출이 예산통계 보고항목에서 제외됨에 따라 고정투자 관련 데이터는 2006년까지만 존재한다.
- 10) 지방정부의 수입이 적은 지역으로서 정부간 재정이전의 주요 수혜자들이다.
- 11) People’s Bank of China and China Banking Regulatory Commission (2009), “Some guiding opinions on further strengthening the adjustment of credit structures to promote the stable and relatively rapid growth of the national economy”, 24 March, Beijing.

- 12) 채권발행은 2003년 90억 위안에서 2005년, 2007년, 2009년 각각 3960억 위안, 6480억 위안, 2조 850억 위안으로 증가하였다.
- 13) 한 평론가는 “누가 금년 GDP성장률 8%달성을 하지 못했다고 말하는 시장이 되고 싶어 하겠는가? 아무도 원하지 않을 것이다.... 그리고, 만약 그것이 성장률을 달성하기 위한 가장 쉬운 방법이라면 건설을 하는 것이다”라고 말했다.
- 14) 2010년, 언론은 guojin mintui 현상(“정부부문은 진보하나, 민간부문은 도리어 후퇴한다”는 의미)에 대한 비판의 목소리를 높였으며, 특히 석탄과 철강산업 등 민간기업업을 희생하여 국유기업(SOE)의 재정을 공고히 한 것에 대해 비난하였다.
- 15) 지방정부투자공사(LIC) 부채가 모든 지방정부 부채의 2/3를 차지한다는 전제하에 이루어졌고, 이 수치는 2009년 CBRC 예상수치로부터 파생되었다(Investors Bulletin, 2010 참조).



◆ 참고문헌 ◆

- Aredy, James (2008), "China Cuts Interest Rates for Fifth Time Since September", *Wall Street Journal*, 23 December, accessed 8 April 2011, http://online.wsj.com/article/SB122994387266426043.html?mod=todays_us_page_one.
- Bateson, Andrew (2010), "A window onto local government debt in Tianjin", *Wall Street Journal*, 9 June, <http://blogs.wsj.com>, accessed 11 June 2010.
- Caixin net (2011), "Central Bank: (we should) pay attention to hidden liabilities of government", 15 June, <http://economy.caing.com/2011-06-15/100269691.html>, accessed 27 June 2011.
- Cartledge, Simon (2008), "Missing links: poor transport networks are hampering China's evolution into an efficient place to do business", *Financial Times Special Insert: Doing Business in China*, 20 October.
- China Daily (2008), "Central Bank's Zhou: Further interest rate cuts likely", www.china.org.cn/business/news/2008-12/17/content_16962514.htm, 17 December, accessed 8 April 2011.
- Chinese Communist Party (2008), "Central Document No. 18 of 2008" (Zhongfa [2008] 18), Beijing.
- Cullinane, Kevin and Teng-Fei Wang (2007), "Devolution, Port Governance and Port Performance", *Research in Transportation Economics*, Vol. 17, pp. 331-356.
- Fock, Achim and Christine Wong (2008), "Financing Rural Development for a Harmonious Society in China: Recent Reforms in Public Finance and Their Prospects", *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4693, August, The World Bank, Washington DC, <http://econ.worldbank.org/docsearch>.
- GaveKal-Dragonomics (2010), *DragonWeek*, 8 November.
- GaveKal-Dragonomics (2011a), *DragonWeek*, 28 February.
- GaveKal-Dragonomics (2011b), *China Economic Outlook*, April.
- Han, Jie and Sha Luo (2009a), "State Council agrees to issue 200 billion yuan bonds to enhance and expand local government matching funds in support of the implementation of proactive fiscal policies", *New China News*, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2009-03/17/content_11028110.htm, accessed 5 May 2011.
- Han, Jie and Sha Luo (2009b), "Ministry of Finance: whether to issue local bonds next year will depend on the macroeconomic changes", *New China News*, accessed 5 May 2011,

- http://news.xinhuanet.com/newscenter/2009-03/17/content_11028131.htm.
- He, Jianwu and Louis Kuijs (2007), "Rebalancing China's Economy: Modeling a Policy Package", *World Bank China Research Paper* No. 7, September, The World Bank, Washington DC, www.worldbank.org/research/2007/09/8948435/rebalancing-chinas-economy-modeling-policy-package.
- Honohan, Patrick (2007), "Finance for Urban Centers" in Shahid Yusuf and Anthony Saich (eds.), *China Urbanizes: Consequences, Strategies and Policies*, The World Bank, Washington DC.
- Huo, Kan, Changyong Wang and Jing Wang (2009), "Can Stimulus Light China's Consumer Fire?", *Caijing Magazine*, 6 March, <http://english.caijing.com.cn/2009-03-06/110114349.html>, accessed 9 April 2011.
- Investors Bulletin* (2010), "A Tight Hoop Should be Put on Local Government Financing Platforms", 6 June, <http://finance.ifeng.com/news/special/dfzwwj/20100606/2282325.shtml>, accessed 20 May 2011.
- Jiang, Yonghua (2008), *China's Tax Sharing System Reform* (in Chinese), China Financial and Economic Press, Beijing.
- Jingji Guanchabao (2010), "The Central Bank Sends Signals of Tightening", 22 January, <http://finance.ifeng.com/news/special/jsbzc/index.shtml>, accessed 21 May 2011.
- Li, Pumin (2010), "China will continue to implement the 2010 RMB 4 trillion investment plans", China News, 7 March, www.chinanews.com.cn/cj/cj-gncj/news/2010/03-07/2155764.shtml, accessed 9 April 2011.
- Li, Qing, Xiu Wen and Yuzhe Zhang (2008), "A nine-measure package broadened the government's economic stimulus plan to embrace REITs, PEs and other vehicles", *Caijing Magazine*, <http://english.caijing.com.cn/2008-12-09/110036510.html>, accessed 7 April 2011.
- Liu, Weixun, Yong Chen and Xiangdong Zhang (2011), "Gaotie yinji" (Secret Ills of High-Speed Rail), *Economic Observer Online* (in Chinese), 22 February.
- Ministry of Finance (2009), "On speeding up implementation of central fiscal stimulus investment projects: notification on issues of local counterpart funds", *MOF Construction Department Document* No. 631, 12 October, Beijing.
- Ministry of Finance (annual), *Finance Yearbook of China (zhongguo caizheng nianjian)*, Beijing.
- National Bureau of Statistics (2009), *New China 55 Years Statistical Compendium*, Beijing.
- National Bureau of Statistics (annual), *China Statistical Yearbook (CSY)*, Beijing.
- Naughton, Barry (2009), "The Scramble to Maintain Growth", *China Leadership Monitor*, No. 27 (Winter).
- People's Bank of China and China Banking Regulatory Commission (2009), "Some guiding opinions on further strengthening the adjustment of credit structures to promote the



- stable and relatively rapid growth of the national economy”, 24 March, Beijing.
- State Council Office (2008), “Several Opinions of the State Council Office on Finance Stimulating Economic Development under Current Conditions”, 13 December, *Guobanfa* [2008] No. 126, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2008-12/13/content_10500530.htm, accessed 7 April 2011.
- Sun, Jianfang, Zhiyun Cheng and Rongping Hu (2010), “Clear signs of monetary tightening: the central bank returns to the use of administrative methods”, *Jingji Guanchabao*, 22 January, <http://finance.ifeng.com/news/special/jsbbzc/20100122/1747319.shtml>, accessed 21 May 2011.
- Walter, Carl and Fraser Howie (2010), *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, United States.
- Wei, Jianing (2010), “The causes and fixes of risks from local government financial platforms”, mimeograph (in Chinese).
- Wen, Jiabao (2008), “We will consider further measures to stimulate the economy more directly”, *Xinkuaibao*, 15 December, <http://finance.sina.com.cn/roll/20081215/01472572419.shtml>, accessed 7 April 2011.
- Wong, Christine (ed.) (1997), *Financing Local Government in the People's Republic of China*, Oxford University Press, Hong Kong.
- Wong, Christine (2001), “Converting Fees into Taxes: Reform of Extrabudgetary Funds and Intergovernmental Fiscal Relations in China” in Richard Bird, Robert Ebel and Christine Wallich (eds.), *Decentralization of the Socialist State: Intergovernmental Finance in Transition Economies*, The World Bank, Chinese edition: Central Translation Press, Beijing.
- Wong, Christine (2005), “Public Sector Budgeting Issues in China” in OECD, *Governance in China*, OECD Publishing, Paris.
- Wong, Christine (2007), “Can the Retreat from Equality Be Reversed? An Assessment of Redistributive Fiscal Policies from Deng Xiaoping to Wen Jiabao” in Vivienne Shue and Christine Wong (eds.), *Paying for Progress in China: Public Finance, Human Welfare and Changing Patterns of Inequality*, Routledge, London.
- Wong, Christine (2008), “Fiscal Management for a Harmonious Society: Assessing the Central Government's Capacity to Implement Policies” in Keun Lee, Joon-Han Kim and Wing T. Woo (eds.), *Power and Sustainability of the Chinese State*, Routledge, London.
- Wong, Christine (2009), “Rebuilding Government for the 21st Century: Can China Incrementally Reform the Public Sector?”, *China Quarterly*, No. 200, December.
- Wong, Christine and Richard Bird (2008), “China's Fiscal System: A Work in Progress” in Loren Brandt and Thomas Rawski (eds.), *China's Great Transformation: Origins, Mechanism and Consequences of the Post-Reform Economic Boom*, Cambridge University Press, New York.

- World Bank (1999), China: Weathering the Storm and Learning the Lessons, Country Economic Memorandum, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2000), *China: Managing Public Expenditures for Better Results*, Report No. 20342-CHA, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2002), *China: National Development and Sub-national Finance*, a Review of Provincial Expenditures, Report No. 22951-CHA, April, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2007), *China: Public Services for Building the New Socialist Countryside*, Report No. 40221-CN, The World Bank, Washington DC, www.worldbank.org/research/2007/12/8945530/china-publicservices-building-new-socialist-countryside.
- World Bank (2011), *China Quarterly Update*, April, The World Bank, Washington DC.
- Xiao, Liang (2009), "130 billion central investment plan has begun to be allocated; 95 billion will be allocated to localities", 21 *Shiji Jingji Baodao*, 3 February, <http://finance.sina.com.cn/roll/20090203/01305807294.shtml>, accessed 9 April 2011.
- Xinhua (2009), "China faces fiscal test as stimulus spending rises, tax revenues fall", 26 February, <http://english.eastday.com/e/0226/u1a4203833.html>, accessed 26 August 2011.
- Yang, Guchuan (2011), "Local government debt management reform proposals", China Reform net, 21 July, www.chinareform.net/show.php?id=1150, accessed 25 July 2011.
- Yang, Yiyong (2009), "The employment target for 2010 should be adjusted upwards", *21st Century Business Herald*, 28 November, www.21cbb.com/HTML/2009-11-30/155834.html, accessed 18 May 2011.
- Zhang, Ping (2009), Press conference at the Second Session of the 11th National People's Congress, 6 March, www.ndrc.gov.cn/xwfb/t20090306_264932.htm, accessed 28 April 2011.
- Zhou, Yan (2006), "Comparing the Formal and Informal System of Provincial Government Investment in China", *Wuban University Journal of Philosophy and Social Sciences*, Vol. 59, No. 6, pp. 811-818.

Originally published by the OECD in OECD Journal on Budgeting Volume 11 Issue 3. Document available on OECD website at

<http://www.oecd.org/dataoecd/47/29/49633058.pdf> © 2011 OECD

All rights reserved.



The Fiscal Stimulus Programme and Public Governance Issues in China

Christine Wong*

* Christine Wong is Professor of Chinese Public Finance and Director of Chinese Studies in the School of Interdisciplinary Area Studies at the University of Oxford, United Kingdom. The financial support of the OECD/Korea Policy Centre is gratefully acknowledged.

| Summary |

China introduced the largest stimulus package in the world in late 2008, in the wake of the global financial crisis. China was also the first major economy in the world to emerge from the crisis. After a brief though sharp downturn in 2008, the Chinese economy recovered and grew by 8.7% in 2009 and by 10.4% in 2010.

This article discusses the fiscal stimulus measures adopted in China in terms of their substantive composition, as well as the decision-making processes and implementation mechanisms. It also discusses some of the challenges encountered.

JEL classification: H540, H760

Keywords: *fiscal stimulus measures, crisis response, financial sector, government expenditures, local government debt, local government investment corporations, state-owned enterprises, intergovernmental fiscal relations, macroeconomic management, China*

| | |
|---|----|
| 1. Introduction | 54 |
| 2. Backdrop to the Stimulus: the Economic and Fiscal Situation | 57 |
| 2.1. The Fiscal Cushion | 60 |
| 3. The Stimulus Package | 62 |
| 3.1. The Investment Program | 62 |
| 3.2. Accommodative Monetary Policies | 63 |
| 3.3. Tax Cuts | 64 |
| 3.4. Bailing out and easing up on state-owned enterprises | 65 |
| 4. Implementation | 66 |
| 4.1. Response from Local Governments | 67 |
| 4.2. Response from the Financial Sector | 74 |
| 4.3. The Perfect Storm | 75 |
| 5. The Exit and Post-Mortem | 78 |
| 5.1. Exiting From Fiscal and Monetary Expansion | 80 |
| 5.2. Managing Local Government Debt | 83 |
| 5.3. Reform Challenges for Macroeconomic Management in China | 86 |
| Notes | 88 |
| References | 90 |

| | |
|--|----|
| Figure 1. Growth in exports (quarter-on-quarter) ----- | 58 |
| Figure 2. Contribution of net exports to growth ----- | 58 |
| Figure 3. GDP growth (quarter-on-quarter), nominal GDP ----- | 59 |
| Figure 4. Change in consumer price index (month on month), percent ----- | 60 |
| Figure 5. Monthly fiscal revenue (year-on-year growth) ----- | 60 |
| Figure 6. Central government share of expenditures (per cent of total) ----- | 68 |
| Figure 7. General Corporation of Shanghai Municipal Property (SMPD) ----- | 72 |
| Figure 8. Sources of growth (per cent of GDP) ----- | 78 |
| Figure 9. Growth recovery (quarter on quarter) ----- | 80 |
| Figure 10. Change in consumer price index (year on year), per cent ----- | 81 |
| | |
| Table 1. Sectoral composition of stimulus investment ----- | 63 |
| Table 2. Disbursement of central government stimulus spending, 2008-09 ----- | 67 |
| Table 3. Fiscal and credit expansion (CNY billion) ----- | 75 |
| Table 4. Estimated size and composition of stimulus ----- | 76 |



1. Introduction

China was the first major economy to emerge from the global financial crisis, and it did so in spectacular fashion. After a brief – though sharp – downturn in 2008, the Chinese economy grew by 8.7% in 2009 and by 10.4% in 2010, and the robust growth in China helped a host of resource-rich countries avoid the economic downturn. A big factor behind this enviable success was the massive stimulus programme introduced in the fourth quarter of 2008 and implemented through 2009 and 2010. The initial programme that was announced totalled 4 trillion yuan renminbi (CNY) (USD 586.68 billion), comprising CNY 1.18 trillion in central government funding plus local government inputs and bank credit. The package amounted to 12.5% of China’s GDP in 2008, to be spent over 27 months. In relative terms, this was the biggest stimulus package in the world, equal to three times the size of the United States effort.¹⁾

Following Premier Wen Jiabao’s call to make the stimulus “big, fast and effective”, the programme was implemented with great force and in record time. Along with the huge fiscal injection, state-owned banks opened their spigots, and total credit grew by more than one-third in 2009. Local government inputs also far surpassed expectations. Altogether the total stimulus grew to an estimated 27% of GDP, with an injection of 19% in 2009 alone.

One obvious inference to draw from this bold stimulus program and the economy's quick recovery is that China has a strong, rich, and effective public sector. This was indeed the one drawn by George Soros, who opined admiringly at a network meeting of his Soros Foundation-supported Open Society Institutes in mid-2010, that “the Chinese government works better than ours (in the United States)”.

This assessment is incontrovertible if the metric used is solely that of economic growth and of how quickly China returned to its high growth path; but the performance through the crisis looks weaker when a broader metric is used. First of all, once unleashed, the stimulus appeared to spin quickly out of control. Investment in fixed assets jumped to 66% of GDP in 2009, and infrastructure investment leaped to more than 18% of GDP, raising immediate concerns about the economy's absorptive capacity and the care with which projects were selected and implemented.

Indeed, by mid-2009 many policy makers and observers in China had begun to worry about the nature of the growth brought by the stimulus programme and its by-products. The big ramp-up in easy credit, for example, helped to fuel an asset bubble that sent prices of land and housing steeply upward, more than doubling in some big cities during 2009. The heavy pace of local investment was causing worries about rising local government debt. By early 2010, the government was sufficiently alarmed to call for an immediate freeze and audit of local government investment corporations, and by year-end the urgent problem for macro management had shifted decisively to slowing growth and tamping down inflationary pressures. At this writing in mid-2011, controlling



inflation is now the top priority task for the government this year.

This article analyses the fiscal stimulus and related measures applied in the People's Republic of China in the wake of the global economic and financial crisis, and links them to issues of governance to draw some insight on China's reform needs going forward. Section 2 starts with a "scene setter" discussion of the fiscal and economic situation in China prior to the onset of the economic and financial crisis and of how the government shaped the crisis response. Section 3 provides a comprehensive overview of the fiscal stimulus measures applied. Section 4 reviews the implementation of the fiscal stimulus measures through 2010, and examines the responses of local governments on the demand side, and the financial sector on the supply side, to explain the overheated outcome. Section 5 concludes with observations on China's exit strategy and on the reform challenges ahead for strengthening macro management in China.

2. Backdrop to the Stimulus: the Economic and Fiscal Situation

Through its transition to a market economy, China has achieved a remarkably long and sustained growth, and has emerged over the past few years as a global economic power. In 2009, it surpassed Germany to become the largest exporting nation, and in 2010 it passed Japan to become the second-largest economy in the world. These achievements came perhaps earlier than expected, partly as a result of the global economic slowdown that began in 2007 and ensnared virtually all countries, but from which China's remarkably quick recovery helped propel it past the others.

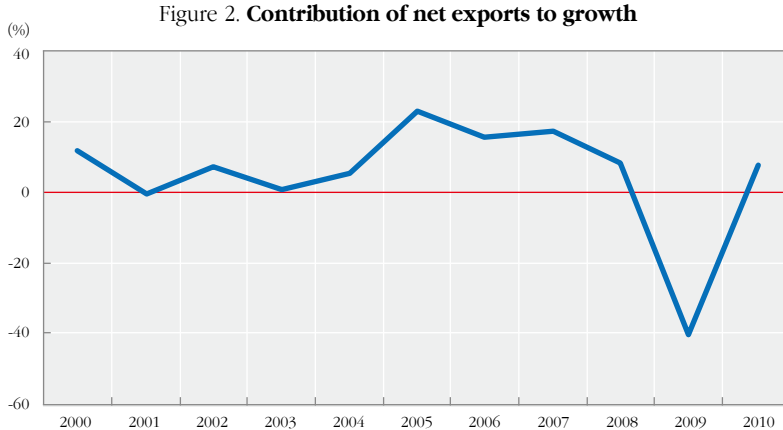
But China did not escape being hit hard by the economic crisis. The effect was first felt in the export sector, when world markets collapsed and exports fell precipitously. This downturn can be seen in the quarterly statistics on export growth (Figure 1): China's export growth plummeted from the fourth quarter of 2008 through 2009. Factories closed seemingly overnight, and workers were laid off. In the coastal export enclave of Dongguan in Guangdong province, so many workers had been sent home by mid-2009 that huge industrial parks resembled ghost towns. Given that exports had comprised one-third of GDP in



value, the sharp downturn in exports exerted a drag on GDP growth that was a stunning -41% in 2009 (Figure 2).



Source: General Administration of Customs of China.



source: China Statistical Yearbook,

Ironically, in China the government had actually begun to implement contractionary policies in November 2007 to tamp down the heavy pace of growth and accompanying inflationary pressures that had been building since

2003. As late as June 2008, the central bank raised the commercial bank reserve requirement twice (by a half percentage point on 15 June and another half point on 25 June) to further restrain monetary growth. The quick reversal of economic fortunes during the year is reflected in quarterly GDP growth rates (Figure 3), and shocked policy makers watched as the spreading global crisis turned the growth moderation into what looked like a free fall. Even more threatening was the deflation that was appearing to take hold, as month-on-month changes in the consumer price index dipped into negative territory in mid-2008 and stayed there through the rest of the year (Figure 4).



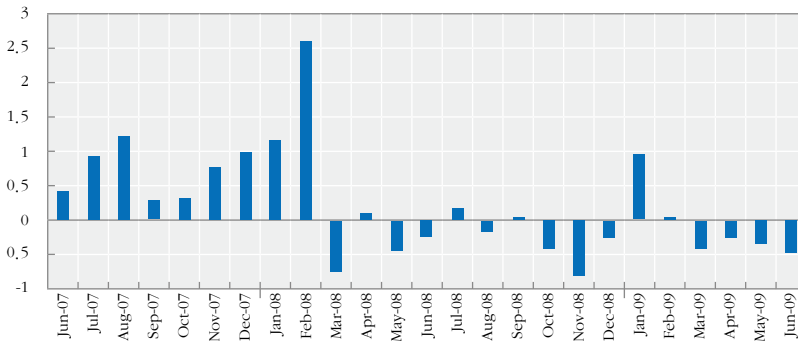
Source: National Bureau of Statistics of China.

Monthly growth in government revenues had already been declining throughout 2008, but turned steeply downward during the second half of the year, ending in negative growth at year-end (Figure 5). By January 2009, the Minister of Finance was warning of “a very tough year” ahead, as government revenues plunged 17.1% that month from a year earlier (Xinhua, 2009). Given the importance for



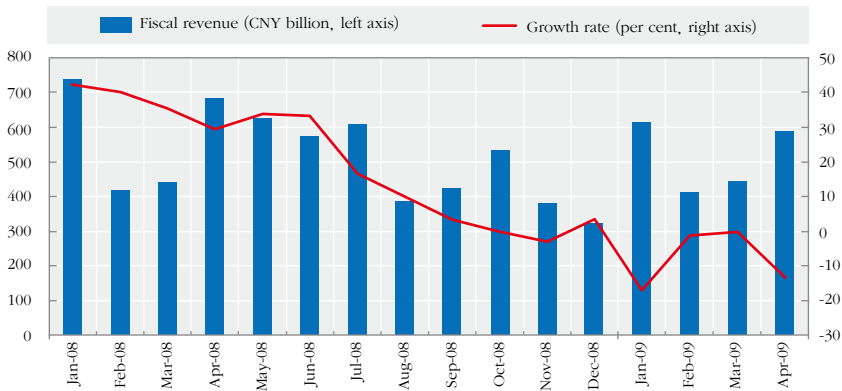
government legitimacy of maintaining high rates of growth, policy makers became alarmed and determined to do everything necessary to reverse the trend.

Figure 4. **Change in consumer price index (month on month), per cent**



Source: China Economic Monthly Indicator.

Figure 5. **Monthly fiscal revenue (year-on-year growth)**



Source: China Data Online; Ministry of Finance website.

2.1. The Fiscal Cushion

Against this backdrop, the government's determination to move decisively to counteract the effects of global economic slowdown was emboldened by two

considerations. First, in 1998 it had intervened with a fiscal stimulus programme that was widely credited with success in helping China stave off contagion in the Asian financial crisis (World Bank, 1999). Second, unlike the first time – when the fiscal stimulus was rolled out while government finances were still fragile – China’s fiscal status was far stronger in 2008.²⁾ Since the 1994 fiscal reform, China has rebuilt its revenue mechanism, and the new tax system has proven quite buoyant. With rapid economic growth bringing in robust revenues, government coffers were overflowing, with the budget controlling a bigger share of a much larger GDP. Moreover, throughout the transition period, the government has managed its fiscal stance prudently, keeping budget deficits to less than 1% of GDP in most years. On the eve of the global financial crisis, the national debt was small (about 19% of GDP), leaving the government plenty of scope for decisive action.



3. The Stimulus Package

Although most of the public attention has been focused on the “CNY 4 trillion stimulus programme”, the total package of stimulus measures actually comprised four main components: an investment programme, accommodative monetary policies, tax cuts, and measures to ease the burden on state-owned enterprises.

3.1. The Investment Programme

The CNY 4 trillion “programme” refers to the investment component, which was officially announced by Premier Wen Jiabao on 5 November 2008 as a set of investments totaling CNY 4 trillion, to be spent over 27 months from the fourth quarter of 2008 through 2010. The programme would be focused on seven priority areas:

- 1) Transport and power infrastructure (railroads, roads, airports, electricity grids).
- 2) Earthquake reconstruction.
- 3) Rural village infrastructure.
- 4) Environment, energy efficiency and carbon emission reduction.

- 5) Affordable housing.
- 6) Technological innovation and restructuring.
- 7) Health and education.

The weighting of these components went through some adjustments during the first months of implementation. Their final distribution is presented in Table 1. These investments represent new budgetary spending, although some were already planned – such as the CNY 1 trillion on post-earthquake reconstruction, whose implementation would be accelerated under the stimulus programme.

Table 1. **Sectoral composition of stimulus investment**

March 2009 plan, as a per cent of total

| | |
|--|------|
| Transport and power infrastructure (railroads, roads, airports, electricity grids) | 37.5 |
| Post-earthquake reconstruction | 25.0 |
| Rural village infrastructure | 9.3 |
| Environmental investment | 5.3 |
| Affordable housing | 10.0 |
| Technological innovation and structural adjustment | 9.3 |
| Health and education | 3.8 |

Source: Website of the NDRC (National Development and Reform Commission), China.

For these investments, the central government committed at the outset to funding CNY 1.18 trillion from the budget, with the remaining CNY 2.8 trillion to be financed by local governments, enterprises and banks.

3.2. Accommodative Monetary Policies

In 2008, China was in the second year of a contractionary monetary policy



regime aimed at slowing the 11~12% rate of growth over the previous years and reining in inflationary pressures. Faced with the sudden global economic meltdown and the threat of contagion to China, policy makers made an abrupt shift during the second half of 2008, to ease into an increasingly accommodative policy regime. In September, the central bank reduced the one-year lending rate from 7.47% to 5.58% (China Daily, 2008). In the period from September through December, interest rates were cut five times, with a cut of 108 basis points on 26 November 2008 (Aredy, 2008). To give an added boost to the financial sector, in December the State Council released a nine-step plan for financial reform. The package included new credit mechanisms for small to medium-sized enterprises (SMEs), a broader scope for issuing corporate bonds, and new regulations for the creation of real estate investment trust funds (REITs) and private equity (PE) funds (Li et al., 2008). Also in December 2008, the State Council issued a document authorising a loan allocation of an additional CNY 100 billion to the policy banks. Commercial banks were urged to increase lending. The credit quota was abolished, and a call was issued to strive for increasing total lending by CNY 4 trillion in 2008 (State Council Office, 2008). As will be seen below, these liberalising steps together created the conditions for an overwhelming response to the call to stimulate the economy.

3.3. Tax Cuts

In addition, the government cut taxes, sometimes through accelerating the rollout of some planned reforms. These included: increasing VAT rebates on exports; reducing taxes on small firms by cutting the tax rate from 6% to 3%;

and raising the threshold for the tax levy on monthly income from CNY 5 000 to CNY 10 000. The conversion of the value-added tax from an investment-type VAT to a consumption-type VAT, which had been “forthcoming” for much of a decade,³⁾ was finally rolled out on 1 January 2009. With this reform, firms can now deduct purchases for investment as well as for current operations. Given the high proportion of investment in GDP, this change represented a significant cut in VAT revenues, by perhaps CNY 150 billion.⁴⁾

3.4. Bailing out and easing up on state-owned enterprises

To help state-owned enterprises (SOEs) weather the crisis, the government began to provide subsidies to the weaker firms through the State-owned Assets Supervision and Administration Commission (SASAC) which has management responsibility over SOEs and collects dividends from them. In November, the SASAC at the central level injected funds into two airlines (China Southern and China Eastern) using its own funds.⁵⁾ In addition, SASACs at all levels were encouraged to reduce remittance requirements from their subordinate SOEs, and bailouts were undoubtedly provided to other SOEs. No figures have been reported for the overall size of these changes, but Premier Wen Jiabao has said that the combination of reduced claims on profit of state-owned enterprises and reductions in taxes and fees would put CNY 500 billion into the hands of enterprises (Wen, 2008).



4. Implementation

Implementation began in the fourth quarter of 2008 under a sense of great urgency that pervaded the top policy circles and emanated from the top leaders on down.⁶ The CNY 4 trillion stimulus programme was announced with great fanfare and was quickly followed by a Communist Party document that outlined policies to “further expand domestic demand and assure stable rapid growth”. The document called for an immediate injection of CNY 120 billion in investment funds during the final quarter of 2008, by accelerating approval of investments of CNY 100 billion in priority areas and moving forward CNY 20 billion of the planned earthquake reconstruction spending. With the instructions to abolish lending quotas and for commercial banks to support investment, the document expressed the hope that the CNY 120 billion of fiscal spending would be leveraged to achieve an increase in investment totaling CNY 400 billion before year-end (Chinese Communist Party, 2008).

The release of four tranches of the central government funding was announced: CNY 108 billion in 2008Q4, and CNY 130 billion, 70 billion and 80 billion, respectively, in 2009Q1-Q3 (figures from the website of the National Development and Reform Commission). The actual disbursements

are presented in Table 2. From the start, the emphasis was on the timely and full disbursement of funds, and for all projects to start by the third quarter of 2009. With three-quarters of all investment projects assigned to local governments (see, for example, Xiao, 2009, and Huo et al., 2009), the worry was whether local governments would be able to raise the co-financing needed to meet their counterpart funding requirements in a timely fashion. In 2010, the central government made an additional appropriation of CNY 572.2 billion – perhaps to offset the lagging local government inputs – to bring the disbursement to CNY 992.7 billion for the year (Li, 2010). Altogether, the central government input to the stimulus totaled CNY 1.6 trillion (36% larger than the CNY 1.18 trillion envisioned at the start).

Table 2. **Disbursement of central government stimulus spending, 2008-09**

| Disbursements | Period | Amount (CNY billion) |
|------------------------|--------|----------------------|
| First tranche | 2008Q4 | 108 |
| Second tranche | 2009Q1 | 130 |
| Third tranche | 2009Q2 | 70 |
| Fourth tranche | 2009Q3 | 80 |
| Fifth tranche | 2009Q4 | 223.8 |
| Final year | 2010 | 992.7 |
| Total injection | | 1604.5 |

Sources: Website of the NDRC (National Development and Reform Commission), China; Pumin Lim (2010), “China will continue to implement the 2010 RMB 4 trillion investment plans”, China News, 7 March, www.chinanews.com.cn/cj/cj-gncj/news/2010/03-07/2155764.shtml, accessed 9 April 2011.

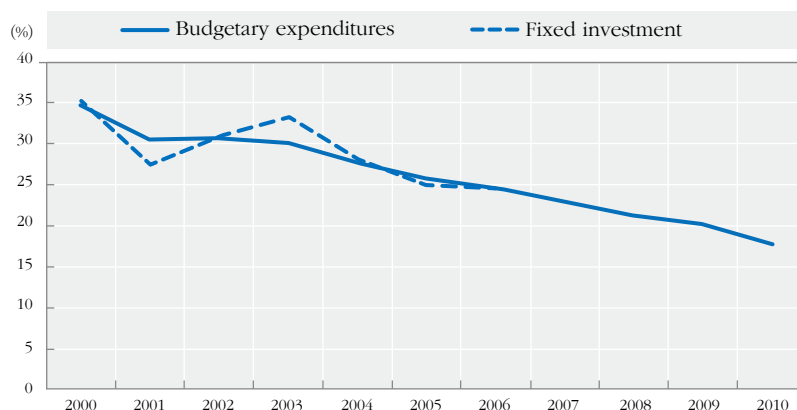
4.1. Response from Local Governments⁷⁾

China’s fiscal system is highly decentralised (see, for example, World Bank, 2002, and Wong, 2007). The vast majority of responsibilities for providing



public services are assigned to sub-national governments, and the central government accounts for less than one-fifth of national budgetary expenditures – a share that has fallen steeply over the past decade (Figure 6).⁸⁾ The provision of infrastructure also mainly falls to local governments, and they have accounted for 70-75% of budgetary expenditures on fixed investment in recent years for which data are available.⁹⁾

Figure 6. **Central government share of expenditures (per cent of total)**



Source: China Statistical Yearbook.

The fiscal stimulus programme was likewise to be largely implemented by local governments, and they embraced it with frenzied enthusiasm. Although the central government did not spell out in detail the division of responsibilities for undertaking and financing the stimulus investments, anecdotal evidence indicates that the usual rules were applied both for the assignment of projects and for cost sharing between central and local governments (see, for example, Xiao, 2009, and Huo et al., 2009).

Under the “normal process”, the National Development and Reform

Commission (NDRC) is responsible for formulating the national investment plan and approving the list of projects to be included. With guidance from the NDRC on priority areas in which funding is available, local governments (and central ministries) prepare project lists to be submitted each year for inclusion in the national investment plan. Once chosen, a project becomes eligible for budgetary funding as well as bank credit, which is available only for approved projects.

While local governments and ministries compete for national investment funds, the competition is constrained by the availability of funding at localities, since virtually all projects implemented by local governments require counterpart funding, the proportions of which vary by sector and by region. For example, school construction requires a onethird contribution from local governments, and for low-cost housing the central input is a flat rate of CNY 300 per square metre for the central provinces and CNY 400 for the western provinces.¹⁰⁾ Eligibility for application usually requires proof of funding availability from the local government. To be eligible for bank credit, the banks also require proof of requisite own funding in the form of equity or paid-in capital (usually 25~35%).

With the fiscal stimulus programme, the available pool of central funding was vastly expanded, but the goal for quick implementation of the ambitious investment programme required the NDRC to be especially vigilant in ensuring that projects would be allocated only to local governments that have sufficient funds to meet co-financing needs. From the outset, the worry was that with three-quarters of the projects assigned to localities, local governments would



struggle to meet this burden of counterpart funding.

Under the climate of urgency that characterised the period from late 2008 through 2009, every effort was made to facilitate local government applications for projects. First, the government introduced several new measures to make it easier for local governments to meet the co-financing requirements. On 17 March 2009, the State Council approved a special CNY 200 billion treasury bond issue by the Ministry of Finance on behalf of local governments, and stipulated an accelerated disbursement of the funds to the provinces (Han and Luo, 2009a). The ostensible purpose of this bond issue was to be a first step toward allowing local governments to raise debt for funding capital investments. Until an institutional framework is installed to monitor and control local debt issue, the government has chosen to issue the debt centrally, through the Ministry of Finance, but under the names of recipient provinces. Ministry spokespersons explained that these funds “should mainly be used in public infrastructural projects for the provision of public goods ... and not for enhancing recurrent expenditures” (Han and Luo, 2009b).

Second, in a more radical move, the government officially endorsed the use of local government financial platforms (see Box 1) and other means of raising debt. On 24 March 2009, a document was jointly issued by the People’s Bank of China and the China Banking Regulatory Commission, calling for “supporting localities with appropriate conditions to organise and build financial platforms, issue corporate debt and mediumterm notes and other financial products, to broaden the channels of funding for providing counterpart funds for central government investment projects”.¹¹⁾

Box 1. Local government investment corporations (LICs)

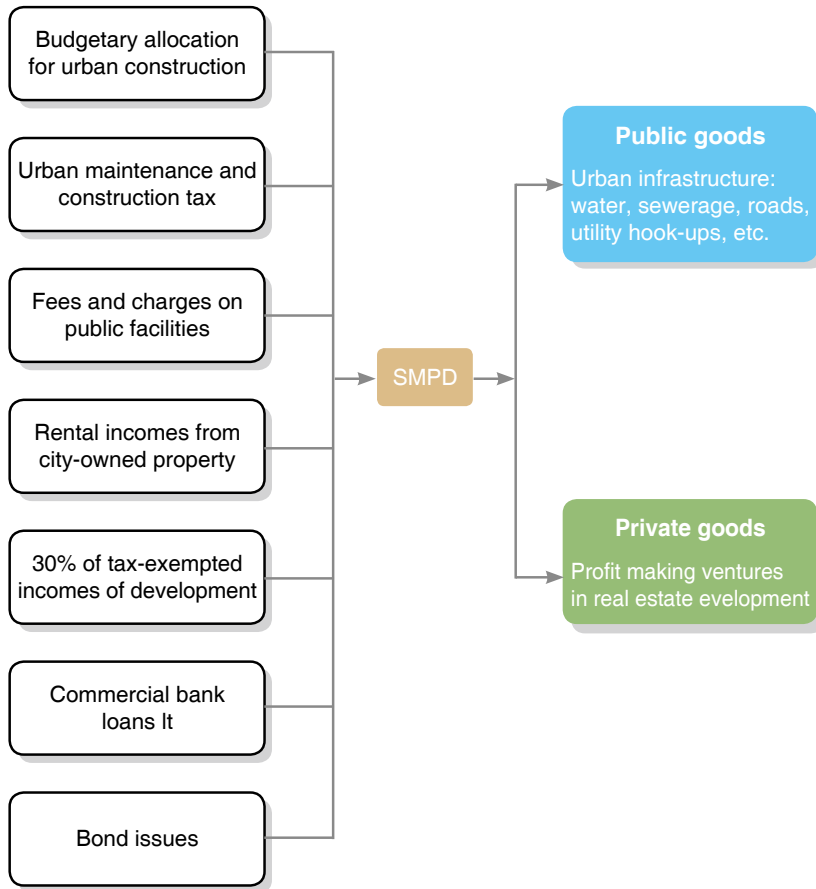
The local government financial platforms (difang zhengfu rongzi pingtai) referred to in the 2009 document jointly issued by the People's Bank of China and the China Banking Regulatory Commission are commonly called local investment corporations (LICs). Since the late 1980s, local governments – mostly at the municipal and provincial levels – have been creating corporate entities to undertake the task of raising funds to finance public investment, and they are variously called urban development investment corporations (UDICs), highway or transport corporations, and the like. These corporations were an innovation to allow local governments to work around a central contradiction in the intergovernmental fiscal system in China, under which local governments are assigned the primary responsibility for the provision of public services including infrastructure but are not given the right to borrow, nor are they assigned enough revenues to take on this responsibility. LICs were initially created as financially independent, single-purpose entities often for the purpose of taking on loans from international financial institutions. Being financially independent restricted their undertakings to those with the capacity for debt servicing and repayment, and LICs were prevalent in the construction and operation of toll roads, power companies, water companies and utilities.

A breakthrough came in 1988, when Shanghai created the first broad-based investment corporation to undertake investment in urban infrastructure, the General Corporation of Shanghai Municipal Property (SMPD), and gave it the mission to co-ordinate and provide for the construction of facilities such as water supply, sewerage, roads, utility hook-ups, etc. To finance these tasks, the corporation was assigned earmarked revenues from the municipal budget and authorised to borrow from banks and to issue corporate bonds (see Figure 7 for a depiction of the corporation's sources and use of funds). Its creation made possible a quantum leap in the financing available for investments in infrastructure to support urban renewal and expansion in Shanghai.

Over time, the model gradually spread to other municipalities, and LICs have come to play a key role in financing urbanisation in many localities. As they became more accepted, they have also evolved to be less strictly financially separated from government, and broadened in scope. Typically, the LICs raise and bundle together bank loans and other financing, using a variety of municipal assets including budgetary and off-budget revenues as equity and collateral. Increasingly, with urbanisation causing an increase in land values, land has become the principal asset backing LICs, and municipal governments have also increasingly relied on off-budget receipts from land lease sales to finance debt service in these LICs.



Figure 7. **General Corporation of Shanghai Municipal Property (SMPD)**



Third, the Ministry of Finance relaxed the standards on what is eligible as counterpart funds to qualify for stimulus projects, specifying that local governments can use the following sources: budgetary resources, land revenues, proceeds from local bonds issued by the Ministry of Finance, funds raised by local financial platforms, and all other resources at the discretion of local governments (Ministry of Finance, 2009).

In fact, all of these changes had been outlined by Zhang Ping, Director of the NDRC, at a press conference during the National People's Congress meetings in March 2009, signaling a consensus approval by policy makers at the highest level of government (Zhang, 2009). Altogether, these changes greatly expanded the space for local governments, and a dynamic was set up whereby local governments competed fiercely for stimulus investment projects, which represented an unprecedented windfall of funding opportunities for all manner of pet local projects. As a legacy of the planned economy, all local governments and line ministries have medium and long-term plans with project pipelines. Ready or not, many of these projects were quickly rolled out and brought forward, and new projects were hastily put together to meet the calls for new spending in environmental and green technology areas. Within less than a month of the announcement of the stimulus package, local governments, in aggregate, had proposed a staggering total of CNY 18 trillion in investment projects. Soon after, the figure rose further to CNY 25 trillion for the first 18 provinces reporting their plans (Huo et al., 2009).

The central ministries, too, joined in the competition. Among the most aggressive was the Ministry of Railways, which grabbed an estimated CNY 1.5 trillion of the CNY 4 trillion investment approved by the NDRC. The Medium-Long Term Plan for the National Railway Network, set in 2004, had called for the network to reach 100 000 km of rails by 2020, including 12 000 km of high-speed lines. The Plan's centrepiece was the adoption of Chinese-made high-speed trains operating at or above 200 km/h. This was amended in 2008 to set targets of 120 000 km of total length (including 16 000 km of high-speed lines)



and with train speeds raised to as much as 350 km/h (Liu et al., 2011).

4.2. Response from the Financial Sector

On the supply side, in answer to the calls from all quarters to support the stimulus effort, China's state-owned banks responded, also with frenzied enthusiasm. The State Council document issued in December 2008 (cited earlier) had called on the financial sector to support the government's industrial policy by increasing lending for investment in a long list of sectors, projects and conditions including public infrastructure, earthquake reconstruction, energy saving, technical renovation and technology upgrading, regional development, small and medium-sized enterprises, and rural projects. The document also encouraged banks to provide credit to support "financially sound enterprises that faced temporary difficulties". The document called, as well, for rolling out policies to expand consumer credit, to support mortgages for first-time buyers and for car purchases. It even specified quantitative targets for the expansion of bank credit, to strive to increase new lending by CNY 4 trillion in 2008, and for broad money supply to grow by 17%. The document also called for reducing restrictions on corporate bond issuance and expanding the range of financial products available for financing investment. In sum, the government was calling on the banks to pull out all the stops.

Bank officials were only too happy to oblige. After all, the directives from the government and political leaders effectively eliminated all personal responsibility for the lending decisions, and credit growth exploded. Especially favoured were projects backed by local governments. Net new credit grew by

CNY 4.2 trillion in 2008 (Table 3) in a year when demand was sharply reduced by the economic slowdown. Net new credit had surpassed the average annual growth of CNY 3-4 trillion in the boom years of 2005-07, and even exceeded the government's target of CNY 4 trillion. In 2009, new lending more than doubled from the 2008 level, to CNY 9.6 trillion. In the first quarter alone, it expanded by CNY 4.6 trillion.

Table 3. **Fiscal and credit expansion (CNY billion)**

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------|-------------|--------------|------------------|
| Fiscal deficit | 111 | 950 | 650 ¹ |
| New bank loans | 4178 | 9622 | 7932 |
| New bond finance | 502 | 935 | -465 |
| Total | 4791 | 11506 | 8117 |

¹ This figure is equal to the reported deficit of CNY 1 trillion minus set-asides for the Budget Stabilisation Fund and rolled-over commitments.

Sources: China Statistical Yearbook; China Data Online; author's estimates.

4.3. The Perfect Storm

But now the stimulus was spinning out of control. Table 3 assembles available data on fiscal deficits, on growth in bank credit and on corporate bond issuance for 2008, 2009 and 2010. The huge fiscal injection was joined, and indeed dwarfed, by what some commentators have called “a tsunami of credit expansion”. Together, these sources brought new funds totaling CNY 4.8 trillion into the economy in 2008, and more than double that in 2009.

Table 4 estimates the size of the stimulus effort during the past three years. To derive the net effect of the stimulus programme, a distinction is made between the “normal” growth in credit that accompanies economic expansion



and the extraordinary growth created by stimulus. Normal credit growth is estimated at CNY 3.93 trillion, 4.55 trillion and 6 trillion for 2008, 2009 and 2010, respectively, based on the average credit growth of 15% per annum during the period 2003~07. The normal credit growth for 2008, 2009 and 2010 are subtracted from total credit expansion for the three years, respectively, to derive the effect of the stimulus. For new bond finance, half of the new addition each year is taken, since it is not possible to define “normal” for such a nascent sector.¹²⁾ These figures show that, altogether, a conservative estimate would place the stimulus at CNY 9.5 trillion, or 27% of GDP, over the 27 months. This was 2.4 times the size of the announced stimulus package. In 2009 alone, it was CNY 6.5 trillion, or 19.3% of the current year GDP.

Table 4. **Estimated size and composition of stimulus**

| | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------|-------------|--------------|-------------|
| Stimulus (CNY billion) | | | |
| Fiscal deficit | 111 | 950 | 650 |
| Net new bank loans | 252 | 5070 | 1936 |
| Net new bond finance | 251 | 467 | -232 |
| Total | 614 | 6487 | 2354 |
| Stimulus (% GDP) | | | |
| Fiscal deficit | 0.4% | 2.8% | 1.6% |
| Net new bank loans | 0.8% | 15.1% | 4.9% |
| Net new bond finance | 0.8% | 1.4% | -0.6% |
| Total | 2.0% | 19.3% | 5.9% |

Sources: China Data Online; author's estimates.

This outcome was hardly surprising given the combination of the large fiscal injection, the relaxation of fiscal rules on local government debt, the substantial

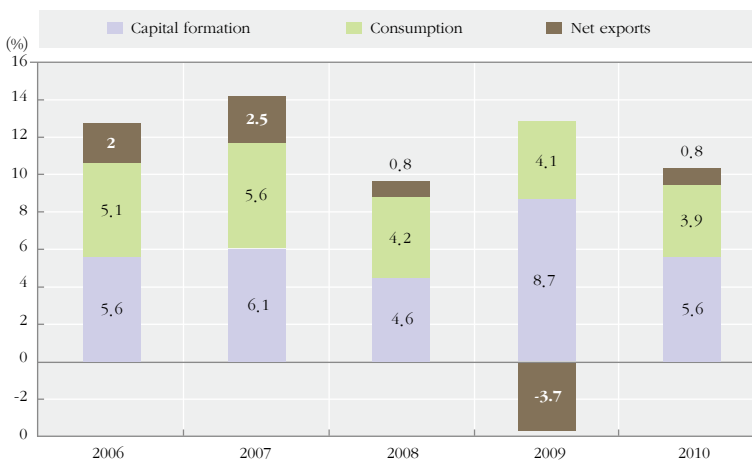
liberalisation of the financial sector and, especially, the politicisation of the whole stimulus effort. Altogether, these factors created an extraordinarily enabling environment, and it was welcomed by local governments (and ministries) whose incentives were all in favour of expansion.¹³⁾ And they were aided by banks – especially state-owned banks that had been told by the government to open their spigots. Loan officers, too, were eager to expand their balance sheets, especially for investments that appear to be essentially risk-free since they are implicitly or explicitly guaranteed by the government.



5. The Exit and Post-Mortem

The stimulus programme worked. It produced growth and jobs, the two ingredients for stability that the top leaders most urgently sought. Growth began to pick up in 2009, accelerating through the year. Quarterly growth rose from 5.3% in Q1 to 5.7% in Q2, 8.6% in Q3 and 13% in Q4 (Figure 3 above). For the whole year, it reached 8.7% – comfortably above the 8% that has long been considered the minimum required to keep economic problems from spilling over into social problems. This was an impressive achievement in the face of

Figure 8. Sources of growth (per cent of GDP)



Sources: China Statistical Yearbook 2010; DragonWeek (March 2011).

collapsing exports, which had contributed a shocking -3.7% to overall growth in 2009 (equal to -41% of total growth), after falling to 0.8% in 2008 from 2.5% in 2007 (Figure 8).

Employment, too, grew robustly. The fear of massive unemployment among migrant workers never materialised, and indeed government officials estimated that aggregate employment grew by 8.5 million in the first three quarters of 2009 and could reach 12 million by year-end (Yang, 2009).

But the costs were high. First, all of the growth came from investment which jumped to 66% of GDP, and investment in infrastructure leaped to 18% of GDP. As seen in Figure 8, gross capital formation contributed 8.7% of GDP to growth, equal to total net growth in 2009. This was nearly double the 4.6% in 2008. More importantly, the 96% share of growth from capital formation was double the already high level of 48% during 2003-07, raising alarms about the efficiency of investment and project selection. It also set back the policy goal, pronounced annually since 2003/04 and enshrined in both the 11th and 12th five-year plans (2006-10 and 2011-15), to rebalance the economy toward more consumption and move away from the investment-driven growth model of the past.

Second, in the rush to ensure quick implementation of the stimulus programme, the government went beyond pumping in new fiscal spending and easing monetary policy to changing fiscal rules and liberalising financial regulations. While these changes were on the whole consistent with market reforms, they were sometimes pushed too far and too fast amidst the campaign-style rhetoric coming from both the government and the party urging “support” for the stimulus programme. In the process, much painstaking progress on

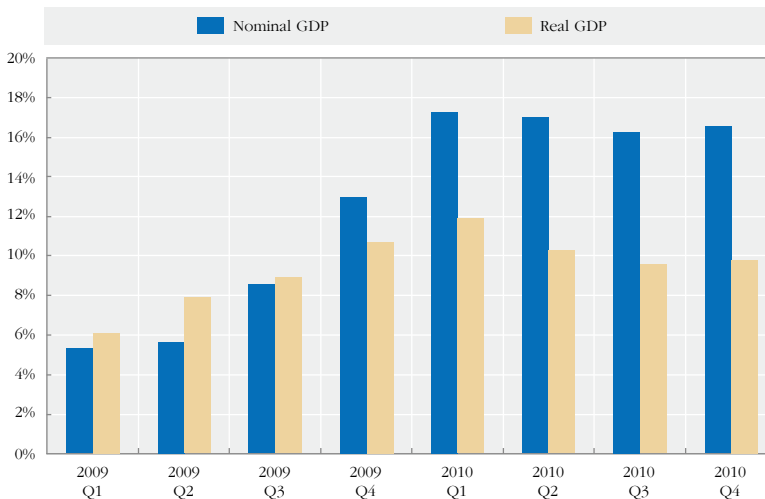


governance reform was reversed – building professionalism in the banking sector and cleaning up balance sheets, improving budgeting and public investment management, refocusing local governments on public service provision rather than investment, etc. When combined with the huge spike in easy credit that allowed state-owned enterprises and government agencies (especially at the local levels) to extend their reach, the process has also seen the private sector being squeezed out in some industries and services, reversing the decades-long retreat of the state from economic activities.¹⁴⁾

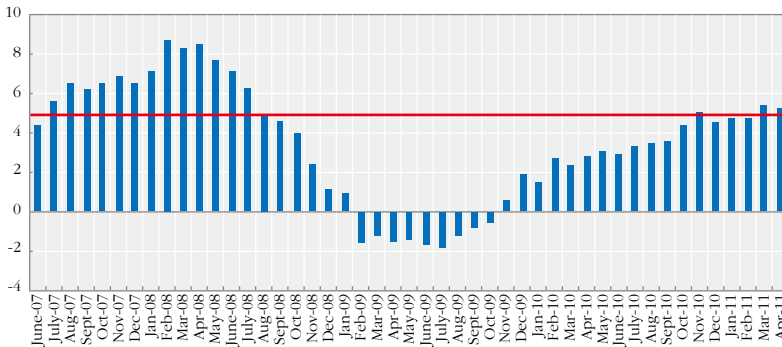
5.1. Exiting from Fiscal and Monetary Expansion

By the end of 2009, the economy showed firm signs of a rebound. Growth was accelerating quarter by quarter (Figure 9). After nearly a year of deflation, prices were trending gradually upward again (Figure 10). With worry about the stimulus

Figure 9. **Growth recovery (quarter on quarter)**



Source: National Bureau of Statistics of China,

Figure 10. **Change in consumer price index (year on year), per cent**

Source: China Economic Monthly Indicator.

programme growing through 2009, and with the popular economics press filled with talk of impending inflation, the government began to take measures in early 2010 to tamp down the growth momentum and slow credit creation.

The fiscal stimulus had been scheduled to be completed by the end of 2010. In fact, even with the unexplained additional injection of CNY 572 billion during 2010, the deficit had fallen to CNY 650 billion (below 2% of GDP) due to strong revenue growth. The 2011 draft budget projects a deficit of CNY 900 billion, but it will be less if, once again, revenues exceed the budgeted amount.

The exit from financial stimulus was more protracted. On 7 January 2010, the central bank raised the discount rate by four basis points. A few days later, it raised the reserve ratio and began open market operations to repurchase CNY 30 billion of bonds over 91 days (Jingji Guanchabao, 2010). These signals, though, failed to reduce the pace of bank lending. In the first two weeks in January, new loans totaled CNY 1.1 trillion, equal to the frenetic pace of the blowout first quarter of 2009. An emergency meeting of the monetary policy



committee was convened on 18 January, and administrative measures were reportedly adopted at a 22 January meeting of the leadership to enforce credit tightening (Sun et al., 2010). Although the government denied it, credit quotas were once again rumoured to be enforced. Even so, as seen in Table 3 above, credit expansion remained very high for the year, nearly CNY 8 trillion. Moreover, as banks tightened lending, there was a surge in the growth of off-balance-sheet financial products, including bankers' acceptances, designated loans, and loans issued by trust companies. The central bank estimated these to have more than doubled from CNY 1.6 trillion in 2009 to CNY 3.8 trillion (GaveKal-Dragonomics, 2011a, p. 2/3). In total, then, despite the government's efforts, credit expansion in 2010 stayed at roughly the same level as 2009.

Monetary tightening appears finally to be taking effect in 2011. New loans totaled CNY 2.2 trillion, compared to 2.6 trillion in the first quarter of 2010. At this pace, the policy is staying on track to meet the government's target of CNY 7.2 trillion. The government has cracked down on lending by trust companies, and this is finally slowing the growth of offbalance- sheet financing. However, designated loans reportedly more than doubled in the first quarter year on year, with large SOEs and listed companies profiting from high interest rate lending to property developers whose access to bank loans is being sharply curbed in the current tightening (GaveKal-Dragonomics, 2011b). Even so, monetary policy has moved toward normalisation, and the growth rate in investment and GDP have moderated somewhat since 2010, with recent reports indicating some easing of inflationary pressures (GaveKal-Dragonomics, 2011b; World Bank, 2011).

5.2. Managing Local Government Debt

With the central government actively encouraging their creation, local government investment corporations (LICs) spread like wildfire under the stimulus programme and were on the front line in competing for investment funding and bank credit. With threequarters of the stimulus investments made by local governments, the LICs played a leading role in investing in infrastructure and were, as a group, the biggest players. In the sea of liquidity and permissiveness, they proliferated and greatly expanded their scale of operation. According to the China Banking Regulatory Commission (CBRC), LICs grabbed nearly one-third of all new loans issued in 2009 and increased their total debt by CNY 3 trillion to CNY 7.38 trillion at year-end (Investors Bulletin, 2010). In the first quarter of 2010, LICs accounted for 40% of all new bank loans (Investors Bulletin, 2010; Wei, 2010). More recent estimates, based on findings by the National Audit Office and the central bank, are that the total debt of LICs is likely to have reached CNY 10-14 trillion by year-end 2010 (Yang, 2011). It is the investment hunger of LICs/local governments that has helped inflate the stimulus programme and push the economy into overheating.

The super-sized stimulus programme has left in its wake a huge run-up in local government debt whose dimensions and potential effects are still not yet known. This is because China has no reliable national figures on local government debt despite a decadelong effort at building a debt-reporting system in the Ministry of Finance. A main reason is that, aside from the bonds issued by the Ministry of Finance on behalf of local governments, local government debt is primarily accumulated through LICs: investigators at the CBRC



estimated that local government debt totalled CNY 11 trillion at the end of 2009, of which LIC debt accounted for CNY 7.38 trillion.

In aggregate terms, the implied level of local government debt (of CNY 15~20 trillion in total¹⁵⁾), equal to around 40% of GDP in 2010, is not especially alarming. Servicing the debt, though, may pose problems for local governments, given how highly constrained their budgets are under the present intergovernmental fiscal system where they have no taxing powers and are already straining to meet growing expenditure needs. As a result, the UDIC/LIC model is heavily reliant on rising land valuations to supply investment funding and debt servicing, but such a revenue source is highly cyclical and volatile. In addition, some localities have taken on far larger debts, and they will be especially vulnerable. The central bank's Tianjin branch, for example, reported that the municipality's LICs doubled their debt in 2009 (Bateson, 2010).

Equally worrisome for the national government is the extent to which the banking sector is dependent on the LIC loans and their quality. Nation-wide, the People's Bank of China estimates that LICs account for "less than 30%" of all outstanding bank loans, but the degree of exposure varies greatly across banks and regions (Caixin net, 2011). This share is highest for the China Development Bank, which has had the longest history of lending to LICs and where LICs accounted for more than half of total loans in 2009. In Tianjin, LICs took 62.5% of all new loans issued in the city in 2009, and they were 17 of the 20 largest recipients of new loans during the year (Bateson, 2010).

LICs are not new. As noted in Box 1 above, they have been a fixture of municipal finance since the 1990s and have made substantial contributions to

financing urbanisation in China. However, LICs operate in the interstices of China's mixed economic system, and no national agency has oversight over them – not the Ministry of Finance (MoF), nor the National Development and Reform Commission (NDRC), the Ministry of Construction (MoC) nor the China Banking Regulatory Commission. There are no reliable national statistics on LICs because there is no system in place that requires LICs to report on their activities or financial status. LICs are not under the purview of either the fiscal or the administrative planning systems. At present, the management of public investments is fragmented under the MoF, the NDRC, the State Science and Technology Commission and the MoC, and there is little co-ordination among them. Although the planning system still requires administrative approval for large projects that are above specified thresholds, it applies only to projects that are funded by public funds. Because LICs rely mainly on bank finance, there is no requirement for them to report on either their sources or their uses of funding.

Since mid-2009, the government has been engaged in a massive catching-up exercise, with several regulatory agencies undertaking investigations and surveys of LICs to collect information, including the CBRC, the Audit Office, the Ministry of Finance and the NDRC. These agencies found numerous and serious problems with LIC loans. The most common were that fiscal guarantees were widely used as backing for the loans in lieu of collateral, and that when land was held as collateral, excessively optimistic valuations were placed on it. In Tianjin, the central bank found that loans backed by traditional collateral accounted for only 22% of the 2009 lending to LICs, while 71% were backed



only by guarantees (Bateson, 2010). Nation-wide, the CBRC reported that 47% of all LIC debt was guaranteed by fiscal revenues, and it classified 26% of LIC debt as “high risk” at mid-year 2010 (GaveKal-Dragonomics, 2010).

5.3. Reform Challenges for Macroeconomic Management in China

After more than three decades of market-oriented reform, the Chinese economy is highly decentralised, and the central government’s ability to direct national policy implementation is attenuated. The stimulus programme was intended to leverage fiscal inputs to produce a much larger effect through mobilising other “social” resources. However, a decentralised system of investment finance requires a financial sector that has the capacity for appraising the viability of projects and the credit-worthiness of the borrowers. These conditions were clearly absent when the majority of the borrowers were LICs whose financial relationships with local governments are often ambiguous, and when the LICs were allowed to borrow for “bundles” of projects. Moreover, local government finances are themselves extremely complex and non-transparent. Fiscal resources are scattered across several budgetary and extrabudgetary accounts, reporting is incomplete, and there is little co-ordination among them.

The stimulus programme has once again exposed the “Achilles’ heel” of China’s macroeconomic management: the tendency toward overinvestment that is rooted in the growth orientation and soft budget constraint of state sector agents, including local governments. Hardening the budget constraints requires a system with clearly defined responsibilities and accountability, which are

lacking in the current intergovernmental fiscal system.

The stimulus programme, its implementation and exit have shown the extent to which the government continues to rely on administrative instruments, alongside indirect/market instruments, to manage the macro economy. The experience has shown both the advantages – quick results – and the disadvantages – inefficiencies and distortions. The use of administrative controls is both a cause and a symptom of the immaturity of markets. To rein in the build-up of local government debt, for example, the government will, in the short term, resort to instituting freezes and caps on LICs, to buy time for building up an appropriate institutional and legal framework for improving their governance.

The bigger challenge, though, is to strengthen governance for the whole public sector to improve the efficiency and effectiveness of public expenditures and public investment. Reforming the intergovernmental fiscal system will be a prerequisite to strengthening accountability for the whole sector.



◆ Notes ◆

1. The United States stimulus including temporary tax cuts and increased government spending was worth just over USD 700 billion, or about 5% of GDP, spread over two years.
2. In 1998, government revenues were less than 12% of GDP. In 2008, the level was 19.5%.
3. This consumption-type VAT was put under “pilot implementation” in the northeastern provinces of Liaoning, Jilin and Heilongjiang in 2004, and a nation-wide rollout was then expected to follow within 2-3 years.
4. The cost of this change in VAT was projected at CNY 120 billion but, as investment grew by 30% in 2009, the tax cut also grew in size.
5. For example, the central SASAC collected CNY 55 billion in dividends from firms under its supervision in 2009. These funds are normally kept by the SASACs.
6. Naughton (2009) has written vividly of the sense of urgency that permeated all levels of government in China during this period, from the central government to the provinces and downward.
7. Unless otherwise noted, “local government” in this article refers to all units of sub-national government, including provinces, municipalities, counties and townships.
8. In 2010, the central government’s share was only 17.8% of total expenditures (budget report presented at the National People’s Congress, March 2011).
9. Data on fixed investment end in 2006 because, with a change in budget classifications in 2007, capital spending is no longer reported in budget statistics.
10. These are lower income provinces that are the main recipients of intergovernmental transfers.

11. People's Bank of China and China Banking Regulatory Commission (2009), "Some guiding opinions on further strengthening the adjustment of credit structures to promote the stable and relatively rapid growth of the national economy", 24 March, Beijing.
12. Bond issuance increased from CNY 9 billion in 2003 to CNY 396 billion in 2005, to CNY 648 billion in 2007, and to CNY 2 085 billion in 2009.
13. In the words of one commentator: "Who wants to be the mayor who reports that he did not get 8% GDP growth this year? Nobody wants to come forward with that... And if that's the easiest way to achieve growth, then you build."
14. Through 2010, the press was filled with a rising chorus of complaints about guojin mintui ("the state advances and the people retreat") with SOEs "consolidating" at the expense of private enterprises, especially in the coal and steel industries.
15. This is based on the assumption that LIC debt constitutes two-thirds of all local government debt, a proportion derived from CBRC estimates for 2009 (see Investors Bulletin, 2010).



◆ References ◆

- Aredy, James (2008), "China Cuts Interest Rates for Fifth Time Since September", *Wall Street Journal*, 23 December, accessed 8 April 2011, http://online.wsj.com/article/SB122994387266426043.html?mod=todays_us_page_one.
- Bateson, Andrew (2010), "A window onto local government debt in Tianjin", *Wall Street Journal*, 9 June, <http://blogs.wsj.com>, accessed 11 June 2010.
- Caixin net (2011), "Central Bank: (we should) pay attention to hidden liabilities of government", 15 June, <http://economy.caing.com/2011-06-15/100269691.html>, accessed 27 June 2011.
- Cartledge, Simon (2008), "Missing links: poor transport networks are hampering China's evolution into an efficient place to do business", *Financial Times Special Insert: Doing Business in China*, 20 October.
- China Daily (2008), "Central Bank's Zhou: Further interest rate cuts likely", www.china.org.cn/business/news/2008-12/17/content_16962514.htm, 17 December, accessed 8 April 2011.
- Chinese Communist Party (2008), "Central Document No. 18 of 2008" (Zhongfa [2008] 18), Beijing.
- Cullinane, Kevin and Teng-Fei Wang (2007), "Devolution, Port Governance and Port Performance", *Research in Transportation Economics*, Vol. 17, pp. 331-356.
- Fock, Achim and Christine Wong (2008), "Financing Rural Development for a Harmonious Society in China: Recent Reforms in Public Finance and Their Prospects", *World Bank Policy Research Working Paper* No. 4693, August, The World Bank, Washington DC, <http://econ.worldbank.org/docsearch>.
- GaveKal-Dragonomics (2010), *DragonWeek*, 8 November.
- GaveKal-Dragonomics (2011a), *DragonWeek*, 28 February.
- GaveKal-Dragonomics (2011b), *China Economic Outlook*, April.
- Han, Jie and Sha Luo (2009a), "State Council agrees to issue 200 billion yuan bonds to enhance and expand local government matching funds in support of the implementation of proactive fiscal policies", *New China News*, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2009-03/17/content_11028110.htm, accessed 5 May 2011.
- Han, Jie and Sha Luo (2009b), "Ministry of Finance: whether to issue local bonds next year will depend on the macroeconomic changes", *New China News*, accessed 5 May 2011,

- http://news.xinhuanet.com/newscenter/2009-03/17/content_11028131.htm.
- He, Jianwu and Louis Kuijs (2007), "Rebalancing China's Economy: Modeling a Policy Package", *World Bank China Research Paper* No. 7, September, The World Bank, Washington DC, www.worldbank.org/research/2007/09/8948435/rebalancing-chinas-economy-modeling-policy-package.
- Honohan, Patrick (2007), "Finance for Urban Centers" in Shahid Yusuf and Anthony Saich (eds.), *China Urbanizes: Consequences, Strategies and Policies*, The World Bank, Washington DC.
- Huo, Kan, Changyong Wang and Jing Wang (2009), "Can Stimulus Light China's Consumer Fire?", *Caijing Magazine*, 6 March, <http://english.caijing.com.cn/2009-03-06/110114349.html>, accessed 9 April 2011.
- Investors Bulletin* (2010), "A Tight Hoop Should be Put on Local Government Financing Platforms", 6 June, <http://finance.ifeng.com/news/special/dfzwwj/20100606/2282325.shtml>, accessed 20 May 2011.
- Jiang, Yonghua (2008), *China's Tax Sharing System Reform* (in Chinese), China Financial and Economic Press, Beijing.
- Jingji Guanchabao (2010), "The Central Bank Sends Signals of Tightening", 22 January, <http://finance.ifeng.com/news/special/jsbzc/index.shtml>, accessed 21 May 2011.
- Li, Pumin (2010), "China will continue to implement the 2010 RMB 4 trillion investment plans", China News, 7 March, www.chinanews.com.cn/cj/cj-gncj/news/2010/03-07/2155764.shtml, accessed 9 April 2011.
- Li, Qing, Xiu Wen and Yuzhe Zhang (2008), "A nine-measure package broadened the government's economic stimulus plan to embrace REITs, PEs and other vehicles", *Caijing Magazine*, <http://english.caijing.com.cn/2008-12-09/110036510.html>, accessed 7 April 2011.
- Liu, Weixun, Yong Chen and Xiangdong Zhang (2011), "Gaotie yinji" (Secret Ills of High-Speed Rail), *Economic Observer Online* (in Chinese), 22 February.
- Ministry of Finance (2009), "On speeding up implementation of central fiscal stimulus investment projects: notification on issues of local counterpart funds", *MOF Construction Department Document* No. 631, 12 October, Beijing.
- Ministry of Finance (annual), *Finance Yearbook of China (zhongguo caizheng nianjian)*, Beijing.
- National Bureau of Statistics (2009), *New China 55 Years Statistical Compendium*, Beijing.
- National Bureau of Statistics (annual), *China Statistical Yearbook (CSY)*, Beijing.
- Naughton, Barry (2009), "The Scramble to Maintain Growth", *China Leadership Monitor*, No. 27 (Winter).
- People's Bank of China and China Banking Regulatory Commission (2009), "Some guiding opinions on further strengthening the adjustment of credit structures to promote the



- stable and relatively rapid growth of the national economy”, 24 March, Beijing.
- State Council Office (2008), “Several Opinions of the State Council Office on Finance Stimulating Economic Development under Current Conditions”, 13 December, *Guobanfa* [2008] No. 126, http://news.xinhuanet.com/newscenter/2008-12/13/content_10500530.htm, accessed 7 April 2011.
- Sun, Jianfang, Zhiyun Cheng and Rongping Hu (2010), “Clear signs of monetary tightening: the central bank returns to the use of administrative methods”, *Jingji Guanchabao*, 22 January, <http://finance.ifeng.com/news/special/jsbbzc/20100122/1747319.shtml>, accessed 21 May 2011.
- Walter, Carl and Fraser Howie (2010), *Red Capitalism: The Fragile Financial Foundation of China's Extraordinary Rise*, John Wiley and Sons, Hoboken, New Jersey, United States.
- Wei, Jianing (2010), “The causes and fixes of risks from local government financial platforms”, mimeograph (in Chinese).
- Wen, Jiabao (2008), “We will consider further measures to stimulate the economy more directly”, *Xinkuaibao*, 15 December, <http://finance.sina.com.cn/roll/20081215/01472572419.shtml>, accessed 7 April 2011.
- Wong, Christine (ed.) (1997), *Financing Local Government in the People's Republic of China*, Oxford University Press, Hong Kong.
- Wong, Christine (2001), “Converting Fees into Taxes: Reform of Extrabudgetary Funds and Intergovernmental Fiscal Relations in China” in Richard Bird, Robert Ebel and Christine Wallich (eds.), *Decentralization of the Socialist State: Intergovernmental Finance in Transition Economies*, The World Bank, Chinese edition: Central Translation Press, Beijing.
- Wong, Christine (2005), “Public Sector Budgeting Issues in China” in OECD, *Governance in China*, OECD Publishing, Paris.
- Wong, Christine (2007), “Can the Retreat from Equality Be Reversed? An Assessment of Redistributive Fiscal Policies from Deng Xiaoping to Wen Jiabao” in Vivienne Shue and Christine Wong (eds.), *Paying for Progress in China: Public Finance, Human Welfare and Changing Patterns of Inequality*, Routledge, London.
- Wong, Christine (2008), “Fiscal Management for a Harmonious Society: Assessing the Central Government's Capacity to Implement Policies” in Keun Lee, Joon-Han Kim and Wing T. Woo (eds.), *Power and Sustainability of the Chinese State*, Routledge, London.
- Wong, Christine (2009), “Rebuilding Government for the 21st Century: Can China Incrementally Reform the Public Sector?”, *China Quarterly*, No. 200, December.
- Wong, Christine and Richard Bird (2008), “China's Fiscal System: A Work in Progress” in Loren Brandt and Thomas Rawski (eds.), *China's Great Transformation: Origins, Mechanism and Consequences of the Post-Reform Economic Boom*, Cambridge University Press, New York.

- World Bank (1999), *China: Weathering the Storm and Learning the Lessons*, Country Economic Memorandum, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2000), *China: Managing Public Expenditures for Better Results*, Report No. 20342-CHA, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2002), *China: National Development and Sub-national Finance*, a Review of Provincial Expenditures, Report No. 22951-CHA, April, The World Bank, Washington DC.
- World Bank (2007), *China: Public Services for Building the New Socialist Countryside*, Report No. 40221-CN, The World Bank, Washington DC, www.worldbank.org/research/2007/12/8945530/china-publicservices-building-new-socialist-countryside.
- World Bank (2011), *China Quarterly Update*, April, The World Bank, Washington DC.
- Xiao, Liang (2009), "130 billion central investment plan has begun to be allocated; 95 billion will be allocated to localities", 21 *Shiji Jingji Baodao*, 3 February, <http://finance.sina.com.cn/roll/20090203/01305807294.shtml>, accessed 9 April 2011.
- Xinhua (2009), "China faces fiscal test as stimulus spending rises, tax revenues fall", 26 February, <http://english.eastday.com/e/0226/u1a4203833.html>, accessed 26 August 2011.
- Yang, Guchuan (2011), "Local government debt management reform proposals", China Reform net, 21 July, www.chinareform.net/show.php?id=1150, accessed 25 July 2011.
- Yang, Yiyong (2009), "The employment target for 2010 should be adjusted upwards", *21st Century Business Herald*, 28 November, www.21cbb.com/HTML/2009-11-30/155834.html, accessed 18 May 2011.
- Zhang, Ping (2009), Press conference at the Second Session of the 11th National People's Congress, 6 March, www.ndrc.gov.cn/xwfb/t20090306_264932.htm, accessed 28 April 2011.
- Zhou, Yan (2006), "Comparing the Formal and Informal System of Provincial Government Investment in China", *Wuban University Journal of Philosophy and Social Sciences*, Vol. 59, No. 6, pp. 811-818.

중국의 경기부양책과 공공거버넌스
The Fiscal Stimulus Programme and
Public Governance Issues in China

인쇄/발행_2012년 5월

원저_OECD

번역_OECD 대한민국정책센터

발행_OECD 대한민국정책센터

서울시 종로구 율곡로 33 안국빌딩 9층

Tel. 02 3702 7133 Fax. 02 3702 7139

제작_한미프로세스

Tel. 02 2279 6231 Fax. 02 2279 6249