

# 북한 관련 위험과 한국 금융시장의 반응

김영일 | KDI 연구위원 | syikim@kdi.re.kr

## I. 문제제기

북한 관련 지정학적 위험이 한국 금융시장에 미치는 영향은 무엇일까? 이 질문은 과거 북한의 군사적 도발이 있을 때마다 제기되었으며, 그에 대한 대답도 제한된 범위에서 일시적·한시적 효과는 있을 수 있지만 지속적인 효과는 없을 것이라던 정도였던 것 같다. 물론 이러한 믿음의 근거에는 북한 관련 긴장 고조와 완화가 반복되었던 과거의 사례에서 경험한 학습효과가 있을 것이다. 그러나 최근 북한의 핵무기와 미사일 발사기술이 과거와 달리 큰 진전을 보임에 따라 더 이상 과거와 같은 형태의 긴장 고조-수습국면-긴장 완화의 패턴이 재현되기는 어려울 것이라던 전망도 부쩍 힘을 얻고 있다. 금년 들어 발생한 일련의 북한 미사일 발사와 최근 핵실험의 금융시장에 대한 영향과 관련하여 주요 언론기사와 관련 자료 등에서는 이러한 우려를 제기하고 있다.<sup>1)</sup> 본고에서는 북한 관련 위험에 대한 최근의 논의를 살펴보고, 이러한 논의가 금융시장에서 어떻게 평가될지에 대해 논해 보고자 한다.

1) 관련하여 해당 시기 발간된 주요 일간지와 국제금융센터(2017. 9), 거시경제금융회의(2017. 9), UN News Centre(2017. 9), 한국은행(2017. 8), 삼성증권(2017. 8), 미래에셋대우(2017. 6), 국제금융센터(2017. 7) 등을 참고할 수 있다.

## II. 과거 북한 관련 위험과 최근 북한 관련 위험의 차별성 논쟁

과거 수많은 북한의 군사적 도발사태가 있었지만, 이는 국내 금융시장에 제한적이면서도 일시적인 영향만을 주었던 것으로 평가되고 있다. 다만, 금융시장에 대한 영향은 도발의 유형과 강도가 금융시장 참여자들의 예상에서 벗어난 정도에 따라 차이가 있다는 주장도 찾아볼 수 있다. 예컨대 기존에 예상치 못했던 새로운 유형의 도발이 일어났던 시기에는 주식, 외환시장 등에 일시적이기는 하나 유의한 영향이 있었던 반면, 비슷한 유형의 도발이 반복적으로 발생한 경우에는 시장참여자들의 학습효과로 인해 금융시장에는 큰 영향이 없었던 것으로 보고되고 있다.<sup>2)</sup> 한편, 최근 일련의 미사일 발사시험과 제6차 핵실험에 대해서는 기존과 다른 새로운 유형의 북한 리스크가 부각된 것이 아니냐는 견해가 제기되고 있다. 다만, 최근의 긴장고조가 지속적인 상승국면을 유지하면서 전쟁을 포함한 극도의 긴장상태로 향할지, 아니면 과도기적인 조정국면을 거치면서 평화체제로 갈지에 대해서는 상당한 불확실성이 있는 것으로 보인다.

최근 북한 관련 위험을 바라보는 시각에는 경제제재뿐 아니라 대북 무력제재까지 포함한 최악의 시나리오가 제기되고 있으며, 다른 한편에서는 북한의 핵보유를 인정하고 (우여곡절을 겪겠지만) 평화체제로 전환될 것으로 보는 시나리오 또한 언급되고 있다. 이처럼 최고조의 긴장국면과 평화체제의 등장이라는 상반된 극단적인 시나리오가 혼재하는 데에는 최근 북한의 미사일 발사와 제6차 핵실험이 그간 북한 군사력의 진전과 위험이 기존의 평가를 크게 뛰어넘는 수준에 도달했음을 시사하기 때문일 것이다.<sup>3)</sup> 이처럼 북한이 미사일뿐 아니라 핵무기 성능에서도 예상을 뛰어넘는 실질적인 진전을 이루었다는 인식이 확대되면서 당분간 한반도를 둘러싼 긴장은 크게 고조될 것으로 예상되며, 실현 가능성은 낮더라도 발생한다면 매우 큰 재난이 될 수 있는 극단적인 시나리오까지 제기되는 등 테일 리스크(tail risk)에 대한 우려도 한층 커질 것으로 보인다.

당분간은 이번 9월 11일 유엔안전보장이사회의 대북제재 결정<sup>4)</sup>과 같이 미국 등을 중심으로

2) 예컨대 편주현·허인(2014)에서는 2000년대 초중반의 북한 도발은 금융시장에 유의한 영향이 있었으나, 2000년대 후반 이후로는 금융시장에 유의한 영향이 없었던 것으로 추정하였는데, 이러한 추정 결과에 대해 반복적으로 발생하는 북한 리스크가 금융시장 참가자의 주목을 끌지 못했기 때문으로 해석하였다.

3) 북한은 9월 4일 제6차 핵실험 이후 15시 30분 '중대보도'를 통해 "ICBM 장착용 수소탄 시험에 성공했다"고 발표하였다. 제6차 핵실험 위력에 대해 국제금융센터(2017. 9)에서는 "진도 5.7~6.3의 인공지진을 감안 시 최대강도 추정"과 같이 언급하며 역대 최대강도의 핵실험임을 밝히고 있다. 관련하여 UN News Centre(2017. 9)에서는 오늘날 국제사회가 당면한 가장 위험한 위기로 북핵 리스크를 지목한 유엔사무총장의 발언을 소개하였다.

4) 관련하여 UN Security Council(2017. 9)을 참조하라.

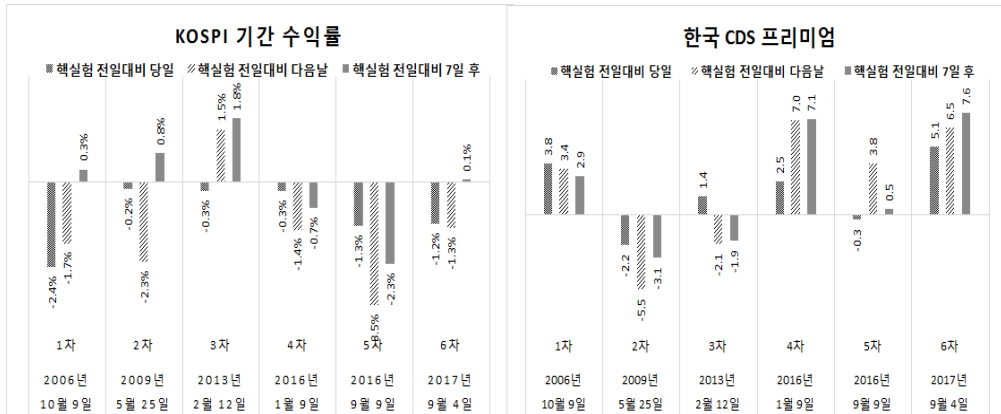
국제사회의 북한에 대한 경제제재가 추진될 것으로 보이며, 이에 대한 북한의 반발과 새로운 도발행위로 인해 지정학적 긴장이 더욱 고조될 가능성이 있어 보인다. 다만, 대북제재의 유형 및 강도와 관련해서는 중국, 러시아와 미국 등 그 외 주변국과의 이견이 크게 부각될 것으로 보인다. 북한의 핵 보유 및 도발행위에 대한 경제제재가 갖는 실효성에 대해서는 의문이 제기되기도 하는데, 이는 북한의 패쇄적인 경제시스템과 중국, 러시아 등 핵심국가와의 대북제재 협력이 쉽지 않을 것이라는 예상 때문이다.

만약 대북 경제제재가 북한의 비핵화와 같은 실질적인 효과를 얻을 수 없다면 그 다음으로 전개 가능한 시나리오는 무엇일까? 여기서부터는 앞서서도 언급한 바와 같이 다소 상반될 수 있는 복수의 극단적인 시나리오가 등장하며, 어떠한 시나리오가 실현될지에 대해서는 상당한 불확실성이 있는 것으로 보인다. 예컨대 무력제재 및 무력충돌과 같은 매우 부정적인 시나리오가 실현될 가능성도 언급되고 있다. 그러나 대북 무력제재는 대규모 인명피해와 같이 감내하기 힘든 정도의 비용을 치를 수 있어 쉽게 선택하기 어렵다는 견해도 있다. 그렇기에 국제적 협상을 통해 북한체제 인정까지 포함한 평화체제로 전환될 가능성마저 제기되는 것이다. 요컨대 당분간은 유엔안전보장이사회의 대북제재 결정과 같이 경제제재 국면이 지속될 수 있고, 이에 대한 북한의 반발이 예상되지만, 경제제재가 실질적인 효과를 달성하지 못할 경우에는 무력충돌부터 평화체제 전환에 이르기까지 다양한 극단적인 시나리오가 제기되고 있다. 물론 미래에 어떠한 시나리오가 실현될지에 대해서는 상당한 불확실성이 상존하고 있으므로 예측 및 대응에는 큰 어려움이 있다.

### III. 북한 관련 위험에 대한 금융시장의 반응

앞에서 살펴본 북한 관련 지정학적 위험에 대해 금융시장은 어떻게 반응할까? 다시 말해 금융시장에서는 상기의 북한 관련 리스크와 불확실성이 어떻게 평가될까? 기본적으로 금융시장은 리스크에 대한 (가격)평가를 통해 시장 내에 리스크를 적절히 배분하는 기능을 수행하며, 리스크에 대한 평가 결과는 금융상품의 수익에 '리스크 프리미엄'으로 반영된다. 다만, 시장에서 분산투자 등을 통해 헤지 가능한 리스크(idiosyncratic risk)에 대해서는 프리미엄이 발생하지 않으며, 헤지가 어려운 체계적 위험(systematic risk)에 대해서는 리스크 프리미엄이 발생한다. 이렇게 볼 때 헤지가 어려운 북한 리스크는 상당한 체계적 위험요인이 되므로 북한 리스크에 노출된 국내 위험자산의 예상수익률은 북한 리스크 프리미엄을 제공하게 된다. 예컨대 북한

[그림 1] 북한 핵실험 전후 주가 및 한국 CDS 프리미엄의 변화

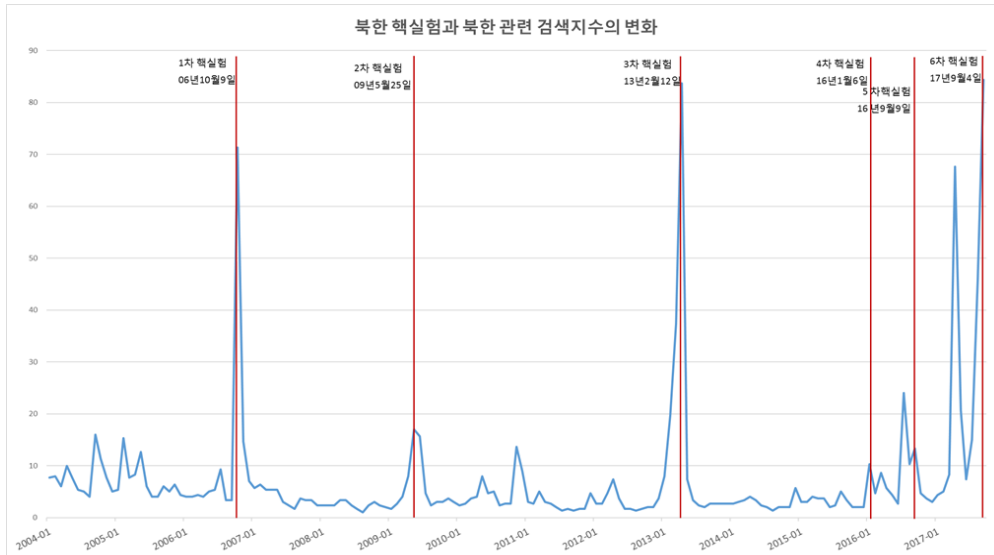


주: 왼쪽 그림은 북한 핵실험 발생 전일 대비 기간별(1일, 2일, 7일) KOSPI 수익률을 보여주며, 오른쪽 그림은 해당 기간별로 한국 CDS 프리미엄의 변화를 보여주고 있음.  
자료: FnGuide, Bloomberg를 통해 제공되는 데이터를 사용함(2017. 9. 12 기준).

리스크의 확대는 주식시장에서 리스크 프리미엄의 상승을 초래하므로 예상수익률을 높이게 되며, 이는 현재 주가의 하락으로 나타날 수 있다. 다만, 앞에서도 살펴본 바와 같이 과거 북한의 도발행위는 일시적인 긴장 고조-수습국면-긴장 완화를 반복함에 따라 금융시장에서는 이를 실질적인 리스크 수준의 변화로 평가하지는 않았던 것으로 보인다. 그 결과 금융시장의 변동성은 매우 제한된 범위에서 일시적인 반응만 보였던 것으로 이해된다. [그림 1]에서는 과거 북한의 핵실험을 전후로 제한된 범위에서 주가는 하락하고 국가 신용위험은 상승하는 경향이 있었음을 보여주고 있다.

그러나 최근 북한이 보여준 장거리 미사일 발사와 제6차 핵실험은 북한의 위협 수위가 기존과는 다른 새로운 단계에 도달한 것으로 평가되는 듯하다. 더욱이 최근 미국 및 UN 중심으로 진행되고 있는 대북 경제제재의 실효성에 대해서도 회의적인 시각이 제기되고 있으며, 심지어는 무력제재의 가능성마저 언급되는 등 북한 관련 위협이 기존과는 크게 다른 차원으로 확대되었다는 주장이 힘을 얻고 있다. 이러한 북한 관련 위협의 변화는 금융시장에서도 체계적 위협의 상승요인이 되며, 이는 금융시장에서 거래되는 위험자산에 대한 리스크 프리미엄의 상승요인으로 작용할 수 있다. 다만, 이러한 북한 관련 위협의 근본적 변화 가능성이 가져올 향후 시나리오로 무력충돌부터 평화체제 전환까지 극단적 시나리오가 모두 논의되고 있음을 고려할 때, 현재로서는 금융시장에서 평가되는 북한 관련 리스크 프리미엄의 방향성에 대해 중장기적인 전망을 제시하기는 쉽지 않아 보인다.

[그림 2] 북한 핵실험과 북한 관련 검색지수의 변화



주: 그림은 북한 관련 단어를 인터넷에서 검색한 횟수를 지수화해 보여주고 있음.  
 자료: 구글 trend 데이터(<https://trends.google.com/trends/explore> 에서 북한 리스크, 북한 핵 등의 주제어 사용, 검색일: 2017. 9. 12).

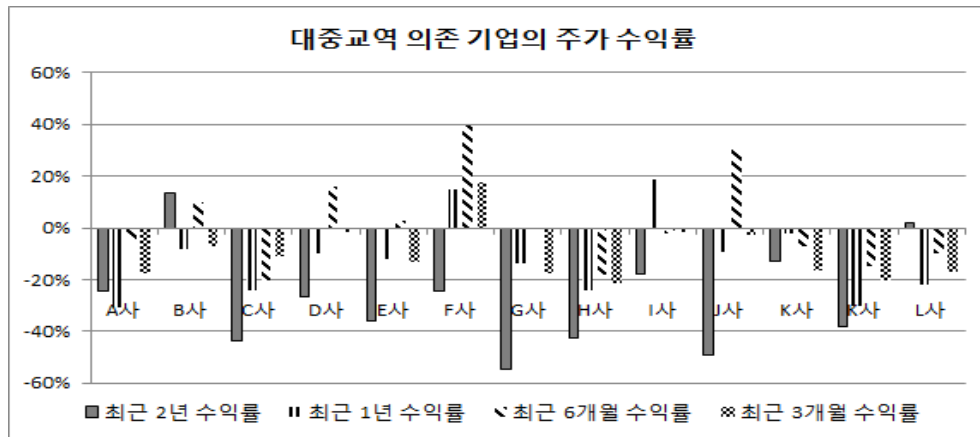
한편, 북한 관련 위험에 대한 뉴스는 금융시장 참여자에게 전달되고, 투자자들은 이러한 정보를 반영하여 의사결정을 하게 된다. 이처럼 금융시장에 도달하는 뉴스가 금융시장 참여자들의 투자결정에 영향을 미침에 따라 주식, 채권, 외환 등 금융상품 가격은 변동성을 보이게 된다. [그림 2]에서는 북한 핵실험을 전후로 북한 관련 뉴스에 대한 관심의 변화를 보여주는데, 북한 핵실험을 전후로 관련 위험에 대한 관심이 크게 높아졌음을 확인할 수 있다. 다만, 뉴스의 유형과 성격에 따라 금융시장 변동성에 대해 단기적인 효과만 갖는 뉴스도 있으며, 지속적인 효과를 미치는 뉴스도 있다.<sup>5)</sup> 과거에 있었던 북한 관련 뉴스는 주로 금융시장 변동성에 대해 단기적인 효과만 있었던 것으로 여기지고 있다. 그러나 최근 북한의 위협수준에 대한 재평가와 그 영향에 관한 뉴스는 지정학적 긴장이 지속적으로 고조될 가능성마저 포함하고 있어 금융시장 변동성에 미치는 효과도 지속적일 수 있다. 그러나 그러한 개연성에도 불구하고 지금까지 관찰된 자료만으로는 중장기적인 시장 변동성의 상승 여부를 정확히 판단하기에는 다소 일러 보인다. 요컨대 현재의 불확실성이 해소되는 방향으로 진행될지, 아니면 더욱 심화될지에 따라 금융시장 변동성의 중장기적 상승 여부도 함께 결정될 것으로 보인다.

5) 이처럼 뉴스가 금융시장 변동성에 미치는 단기적 또는 장기적 효과와 관련하여 김영일(2013), Engle, Ghysels, and Sohn(2013) 등을 참고할 수 있는데, 주로 거시적인 성격의 뉴스가 주식시장 변동성에 대해 장기적인 효과가 있음을 보이고 있다.

앞에서 북한 관련 위험에 대해 언급할 때, ‘리스크(risk)’를 ‘불확실성(uncertainty)’과 구별하지 않고 사용하였다. 그러나 경제학 관련 문헌에서는 ‘리스크’와 ‘불확실성’을 개념적으로 구분하여 사용하기도 한다. 불확실성은 측정 가능한 리스크와 구별되며 측정 자체가 불가능한(immeasurable) 리스크를 일컫는다.<sup>6)</sup> 2008년 글로벌 금융위기 이후 부쩍 많이 사용되었던 단어인 ‘블랙스완(black swan)’도 그동안 관찰된 역사적 자료만으로는 측정하기 힘든 꼬리위험(tail risk)을 칭하고 있는데, 이는 발생 가능성은 낮더라도 만약 실현된다면 우리의 일상을 송두리째 바꿀 수 있는 사건들을 지칭한다.<sup>7)</sup> 다만, 기존 금융시장의 위험 평가체계가 ‘블랙스완’의 출현 가능성을 충분히 반영하지 못할 수 있으며, 그러한 경우에 금융시장에서 거래되는 위험자산 보유는 충분치 못한 프리미엄만을 제공할 수도 있다. 다시 말해 측정하기 힘들다는 불확실성의 특성상 금융시장에서 그러한 불확실성을 충분히 평가하지 못함으로써 낮은 수준의 프리미엄만이 제공될 수도 있다. 만약 최근 북한 관련 위험이 그러한 ‘블랙스완’ 사례에 해당한다면, 금융시장에서 과거 관찰 자료만 갖고서 그 위험성을 제대로 평가하기는 어려울 것이며, 그러한 금융시장의 반응은 실제 위험을 과소평가할 가능성도 있다.

한편, 지정학적 위험은 앞에서 논의한 금융시장의 거시적인 반응뿐 아니라 주변국 간 긴장관계의 전개 양상에 따라 미시적인 수준에서 다양한 특징적 반응을 보일 수 있다. 예컨대

[그림 3] 대중교역 의존 국내기업의 기간별 주가 수익률



주: 상기 그림은 대중교역 의존도가 높은 국내기업의 수익률을 나타냄. 해당 기업들은 주로 대중국 판매비중이 높은 기업으로 화장품, 면세점, 엔터테인먼트, 자동차 관련 업종에 속함.  
자료: FnGuide를 통해 제공되는 데이터를 사용함(2017. 9. 12. 기준).

6) 관련하여 Knight(1921) 등을 참고할 수 있다.  
7) 관련하여 Nassim(2007) 등을 참고할 수 있다.

한국 내 사드배치 결정과 관련하여 중국은 자국민의 한국 상품 구매를 제한하는 직간접적인 조치를 취하였다. 이는 대중국 교역에 대해 노출이 큰 국내기업의 수익성 악화를 초래하는 요인이 되었으며, 이로 인해 해당 기업의 주가지수는 큰 폭의 하락을 경험하였다(그림 3 참조). 향후 지정학적 긴장을 둘러싼 주변국 간의 관계가 어떻게 전개되느냐에 따라 금융시장의 미시적인 반응은 과거와는 차별적인 모습이 부각될 것으로 전망된다.

## 참고문헌

- 거시경제금융회의, 「긴급 거시경제금융회의 개최결과」, 기획재정부 보도자료, 2017. 9. 4.
- 국제금융센터, 「9/3 북한 6차 핵실험 관련 해외시각」, Policy Brief, 2017. 9. 4.
- 국제금융센터, 「북한 미사일 발사 관련 금융시장 동향 및 해외시각」, Policy Brief, 2017. 7. 5.
- 김영일, 「한국 주식시장의 지속적 변동성과 거시경제적 관련성 분석」, *KDI Journal of Economic Policy*, Vol. 35, No. 4, 2013.
- 미래에셋대우, 「북한 핵 문제와 한반도의 결정적 순간」, Geopolitical Strategy 주식전략, 2017. 6. 28.
- 삼성증권, 「최근 지정학적 리스크 점검」, Samsung Macro View, 2017. 8. 14.
- 편주현·허인, 「북한의 핵 관련 리스크가 우리 금융시장에 미친 영향」, 『동북아경제연구』, 제26권 제4호, 2014.
- 한국은행, 「통화정책방향」, 보도자료, 2017. 8. 31.
- Engle, Robert F., Eric Ghysels, and Bumjean Sohn, “Stock Market Volatility and Macroeconomic Fundamentals,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 3, 2013.
- Knight, Frank. H., “Risk, Uncertainty, and Profit,” Boston, MA: Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Company, 1921.
- Nassim, Nicholas Taleb, “The Black Swan: the Impact of the Highly Improbable,” NY: Random House, 2007.
- UN News Centre, “DPRK’s Nuclear Risk ‘Most Dangerous Crisis We Face Today, Warns UN Chief Guterres,” 2017. 9. 5.
- UN Security Council, “Security Council Imposes Fresh Sanctions on Democratic People’s Republic of Korea, Including Bans on Natural Gas Sales, Work Authorization for Its Nationals,” Meetings Coverage and Press Release, Security Council 8042nd Meeting, 2017. 9. 11.
- <웹사이트 및 데이터베이스>
- 구글트렌드, <https://trends.google.com/trends/explore>, 검색일: 2017. 9. 12.
- Bloomberg를 통해 제공되는 데이터베이스.
- FnGuide를 통해 제공되는 데이터베이스.