

북한 핵문제, 이번에는 다르다?

김학균 | 미래에셋대우 리서치센터 수석연구위원 | hakkyun.kim@miraesaset.com

북한 핵 관련 뉴스가 연일 언론의 헤드라인을 달구고 있다. 북한이 ICBM(대륙간탄도미사일) 급으로 추정되는 비행체 발사실험을 한 7월 초 이후 몇 차례 더 미사일 발사 도발이 있었고, 급기야 9월에는 제6차 핵실험이 있었다. 국제사회의 제재에도 아랑곳하지 않고 북한의 도발은 지속되고 있고, 미국과 북한은 과격할 말 폭탄을 주고받고 있다.

북한 핵도발로 상징되는 한반도의 지정학적 위험은 한국경제와 금융시장에 악재인 것은 분명하지만 그 위험의 정도를 계측하는 것은 매우 힘든 일이다. ‘전망’이라는 행위는 대부분 과거의 경험을 기반으로 해 현재의 상황 변화를 가감해 이뤄지는 게 일반적인데, 최근 북한의 도발에 대해서는 소위 ‘레드라인’을 넘어섰다는 평가가 적지 않기 때문이다. 현재의 상황이 과거와 질적으로 다르다면, 위험을 계측하는 데 참고할 만한 경험칙은 존재하지 않는다.

현 상황에서는 “북한 리스크가 지속된다면 분명 우리 경제에 영향을 줄 것이다. 그 영향의 정도는 민감하고 복잡해 지금으로서는 예단하기 어렵다. 대단히 중요한 요인이지만 그것을 현재의 전망 수치에 집어 넣어 반영하기 어렵다.”라는 한국은행 이주열 총재의 발언¹⁾ 이상의 전망을 내놓기는 어렵다

북한 리스크가 상당 기간 지속된다면 분명 우리 경제에 영향을 줄 것이다. 그 영향의 정도는 민감하고 복잡해 지금으로서는 예단하기 어렵다. 대단히 중요한 요인(factor)이지만 그것을 지금 전망 수치에 집어넣어 반영하기는 어렵다.

정량적인 전망은 어렵지만 금융시장의 반응을 통해 시장 참여자들이 평가하는 지정학적 위험의 정도를 가늠해 볼 수는 있다. 금융시장은 불완전한 정보일지라도 일단 이를 반영해 가격을 결정하기 때문이다. 7월 북한의 미사일 발사 실험 이후 금융시장이 나타내고 있는

1) 『머니투데이』, 2017. 8. 31.

반응은 양면적이다. 주가와 금리, 환율 등에서 결정적인 균열이 나타나고 있는 것은 아니지만, 다른 나라와 비교한 한국 자산시장의 상대 성과는 매우 부진하다.

주식시장의 KOSPI는 7월에 사상 최고치를 기록한 이후 8~9월 조정 양상을 나타내고 있지만 고점 대비 조정의 강도는 5% 내외로 매우 미미한 수준이다. 금년 상반기에 KOSPI가 큰 폭으로 상승했다는 점을 감안하면 북한 핵문제를 고려하지 않더라도, 단기 급등에 따른 기술적 반락으로 볼 수도 있는 조정 강도이다.

다만, 지정학적 리스크에 대해 국내 투자자들보다 더 민감히 반응할 개연성이 있는 외국인 투자자들의 한국 증시 이탈은 뚜렷하게 나타나고 있다. 북한의 7월 4일 미사일 발사 실험 이후 9월 15일까지 외국인 투자자들은 KOSPI 시장에서 3.1조원의 순매도를 기록하고 있다. 연초부터 미사일 발사 실험 이전까지 9.1조원의 순매수를 기록했다는 점을 감안하면 미사일 발사 실험 이후 외국인 투자자들의 한국 주식 매도가 뚜렷하게 나타나고 있다.

하지만 이 경우에도 외국인 투자자들의 이탈이 꼭 지정학적 리스크 때문인지에 대해서는 인과관계가 뚜렷하지 않다. 북한의 미사일 발사 이후의 기간 동안 외국인은 한국 증시뿐만 아니라, 대만과 인도, 인도네시아 등 신흥국 증시 전반에서 순매도를 나타내고 있기 때문이다. 한국 증시에 대한 순매도 규모가 상대적으로 크기는 했지만, 다른 한편으로 상반기에 많이 오른 신흥국 증시 전반에 대한 차익 실현으로 볼 여지도 있다.

이 밖에 채권시장에서 금리는 소폭 상승하는 정도였고, 원/달러 환율은 1,120~1,130원대에서 횡보를 하는 수준이다. 전체적으로 북한 핵과 관련된 불확실성이 결정적인 리스크로 인식되고 있는 것 같지는 않다. 금융시장 참여자, 특히 국내 투자자들은 북한 핵문제가 처음 불거졌던 1993년 이후 여러 우여곡절이 있었지만 결과적으로 늘 합의점이 도출됐다는 학습효과에 더 큰 비중을 두고 있는 듯하다.

다만, 다른 국가와 비교해 보면 북한 핵 이슈 부각 이후 ‘한국 자산의 상대 약세’는 두드러지게 나타나고 있다. 7월 4일에 북한의 미사일 발사실험이 있었다는 점을 감안하면 지난 3분기는

<표 1> 주요 신흥 아시아 증시 외국인 순매매

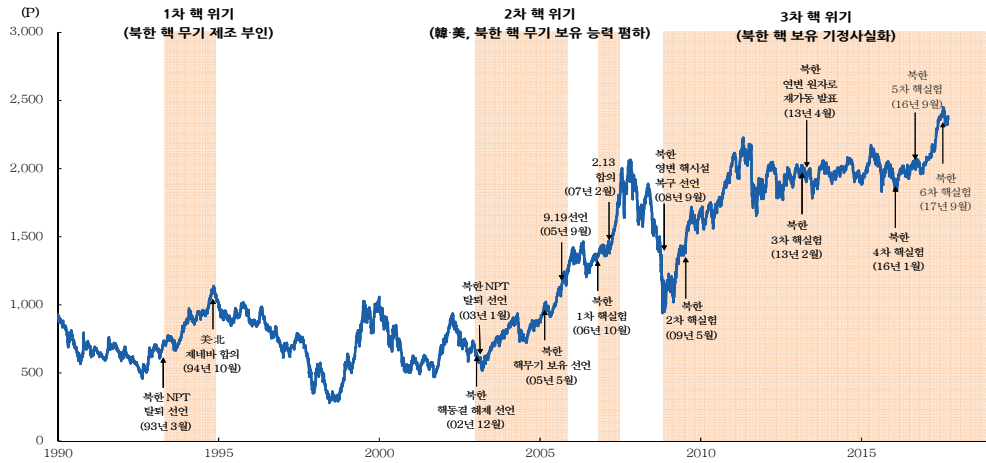
(단위: 백만달러)

	한국	대만	인도	태국	인도네시아	필리핀
순매수 규모	-2,903	-1,123	-1,610	-113	-1,920	120

주: 7월 4일~9월 15일

자료: Bloomberg를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

[그림 1] 북한 핵 이슈와 KOSPI



자료: 미래에셋대우 리서치센터를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

줄곧 한반도의 지정학적 리스크가 고조되는 흐름이었다. 글로벌 주요국들 중 3분기 한국 주식시장의 성과는 매우 부진했다.

MSCI 선진국과 신흥국 지수에 포함되는 40개국 중 3분기(~9월 15일) 한국 KOSPI 등락률은 0.74%로 최하위였다. 주가지수가 크게 조정을 받은 것은 아니었지만, 주요국들과 비교하면 가장 부진한 수익률을 기록했던 것이다. 기업실적 부진에 대한 우려가 대두된 것은 아니었다. 2017년 국가별 이익 증가율 전망치는 한국 주식시장이 단연 1위이다.

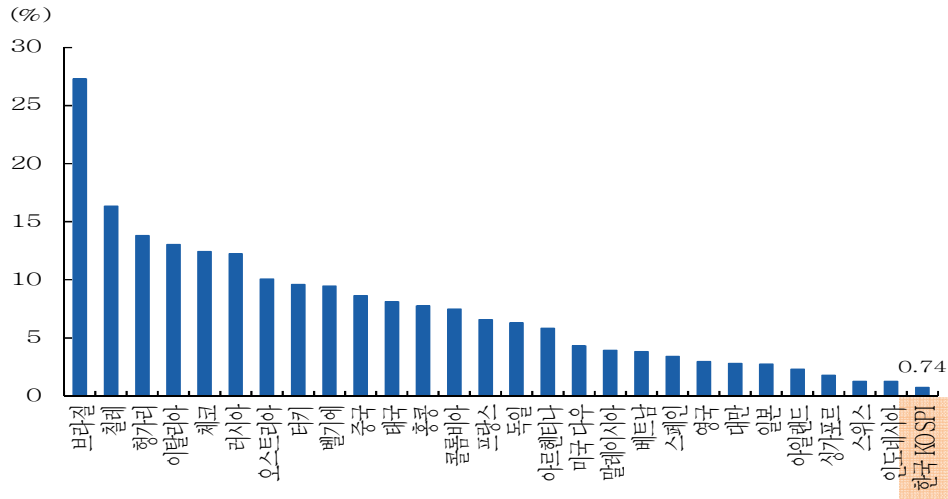
삼성전자와 SK 하이닉스 등 일부 IT 기업에 대한 의존도가 너무 높다는 한계는 있지만, 그래도 총량적인 이익 증가율 전망치가 가장 높은 시장의 성과가 가장 부진했다는 점은 펀더멘털 이외의 요인이 주가를 억눌렀다고 볼 수밖에 없다. 지정학적 위험이 주가에 악영향을 줬다고 봐야 한다.

한편, 총체적인 국가 신용위험도를 보여주는 잣대인 CDS(신용부도스왑) 프리미엄 역시 북한의 핵 도발 이후 상승세를 나타내고 있다. 한국 CDS 프리미엄의 절대 수준이 과거 위기 국면보다 높아진 것은 아니다. 중국경제에 대한 우려가 신흥국 전반으로 확산됐던 2015년 8월과 2016년 2월에 기록됐던 CDS 프리미엄의 절대 레벨은 최근보다 높았다.

다만, 신흥국 공통의 위험이 한국에서도 나타났던 게 과거의 사례였다면, 최근에는 다른 나라의 CDS 프리미엄은 하락하고 있는 가운데 한국만 상승하고 있다는 점에서 큰 차이가 있다. 한국 고유의 위험이 신용지표에 영향을 주고 있는 것이다. 한국보다 국가신용등급이

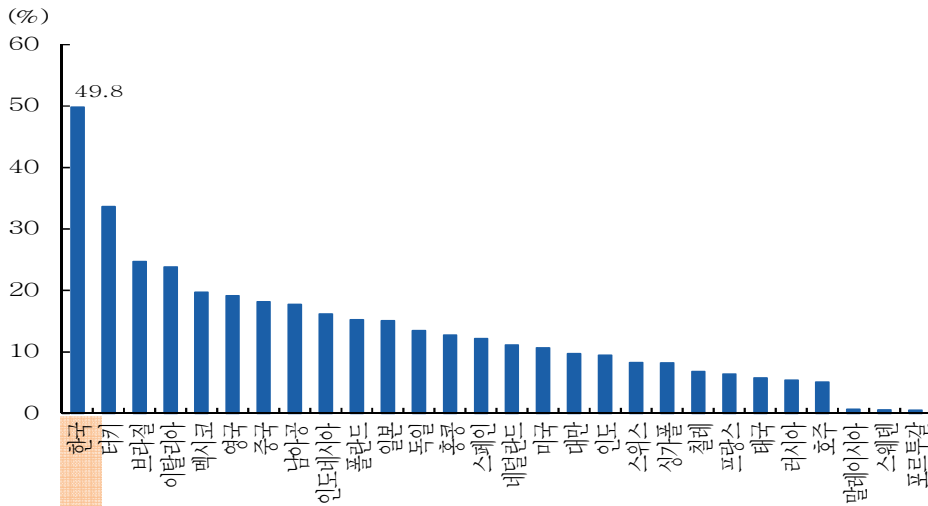
낮은 중국의 CDS 프리미엄은 최근 줄곧 하락하면서, 절대 수준이 한국보다 낮아졌다. 이 역시 지정학적 리스크가 반영된 결과일 것이다.

[그림 2] 주요국 2017년 3분기 주가지수 등락률—한국이 가장 부진



주: 달러 환산 주가, 9월 15일까지의 등락률.
자료: Bloomberg를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

[그림 3] 주요국 2017년 상장사 주당순이익 증가율 전망치—한국이 압도적 1위



자료: Thomson Reuters를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

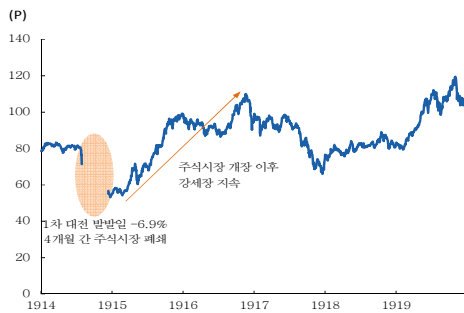
북한의 핵 도발 초기 국면에서의 한국 금융시장의 반응을 종합해 보면 해외시장과의 비교에서는 부진하지만, 그래도 결정적인 파국은 없을 것이라는 기대가 반영되고 있는 것으로 볼 수 있다. 한국 자산가격의 상대 부진은 마음에 걸리지만, 지정학적 리스크가 비중 있게 자산가격에 반영됐다면 상대 부진 정도가 아니라 자산가격의 절대 레벨 자체가 한 단계 내려앉았을 것이기 때문이다.

시장 참여자들이 이런 판단을 내리게 된 근거는 과거 경험으로부터의 학습효과 때문이라고 본다. 금융시장이 지정학적 리스크에 대해 깊은 통찰을 가지고 있는 것은 아니다. 단지 과거의 경험에 근거해 판단을 내릴 뿐이다. 과거와 다른 환경이라는 컨센서스(consensus)가 형성되면 금융시장은 뒤늦게 이를 반영할 수도 있다.

1993년부터 본격화된 북한 핵 이슈는 여러 차례 한반도의 지정학적 긴장을 높였지만 한국과 미국을 비롯한 국제사회와 북한이 타협점을 찾으면서 봉합될 수 있었다. 이번에도 나름의 절충점이 조기에 마련될 수 있다면 과거와 같은 일회성 해프닝으로 끝날 수 있겠지만, 한반도의 정세는 과거보다 훨씬 더 복잡해졌다.

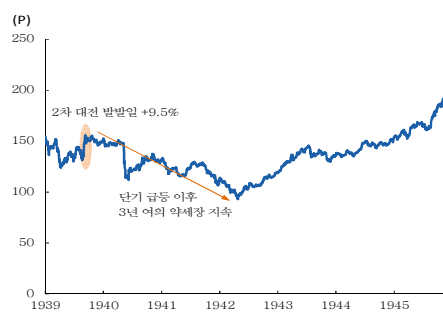
1993~94년 북한 핵 위기 국면에서는 북한이 핵무기 보유 사실을 부인했고, 2005~06년 위기 국면에서는 북한은 핵무기를 보유하고 있다고 주장했지만 국제사회가 이를 인정하지 않았다. 그렇지만 이제는 북한의 핵무기 보유가 기정사실이 됐고, 여기에 핵무기를 실어 날리는 수단인 미사일 발사능력도 함께 진화하고 있다. 북한 핵문제는 이제 일시적인 처방으로는 봉합되기 어렵게 돼 버렸다.

[그림 5] 제1차 세계대전 발발 직후 다우지수—
단기 급락 이후 장기 강세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

[그림 6] 제2차 세계대전 발발 직후 다우지수—
단기 급등 이후 장기 약세



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터를 통해 제공되는 데이터를 사용함.

1993~94년 제1차 북한 핵 위기를 극복하는 과정에서 이뤄진 1994년 제네바 합의와 2006년 제2차 핵 위기 직후 타협의 결과로 도출됐던 2006년 9·19 선언은 매우 높은 수준의 국제적 합의였다. 핵개발 동결에 대한 대가로 북한에 대한 파격적인 에너지 지원이 이뤄졌을 뿐만 아니라, 북미관계 정상화에 대한 청사진도 담겨져 있었기 때문이다.

이런 합의들에도 불구하고 북한은 결국 핵무기를 손에 쥐게 됐다. 북한에 대한 국제사회의 전략적 불신의 골은 깊어졌다고 봐야 한다. 북한이 핵무기를 실제로 사용하기보다 대화를 이끌어 내기 위한 수단으로 활용하고 있다는 해석도 있다. 일정 부분 합리성이 담겨 있는 주장이라고 본다. 그렇지만 핵무기가 대화의 수단이라고 할지라도, 북한 입장에서는 타자의 양보를 최대한 얻어 내기 위한 방편으로 이를 활용할 것이기에 벼랑 끝 전술을 포기하지 않을 것이다.

지정학적 리스크와 관련된 매우 흥미로운 미국의 사례가 있다. 1914년 유럽에서 제1차 세계대전이 발발했다는 소식이 전해졌을 때 다우 지수는 당일 6.9%나 폭락했다. 뭔가 큰 일이 벌어졌다는 직관적 불안감이 주가를 끌어내렸다고 볼 수 있다. 뉴욕 증권거래소는 폭락 직후 4개월간의 휴장을 결정했다. 4개월 후 거래가 재개되면서 미국 증시는 2년이 넘는 강세장을 구가했다. 시장은 합리적으로 반응했다. 전쟁이 미국 땅에서 벌어진 것도 아니고, 미국의 참전이 조기에 결정된 것도 아니었다. 유럽의 전쟁은 오히려 미국의 기업들에게 돈을 벌 수 있는 기회를 제공했다. 이런 경험을 통해 미국의 투자자들은 전쟁은 주식시장에 악재가 아니라는 학습효과를 갖게 됐다. 1939년 제2차 세계대전이 유럽에서 시작됐다. 이 소식이 뉴욕 증시에 전해지자 투자자들은 환호했다. 당일 다우지수는 9.5% 폭등했다. 전쟁은 곧 기업과 투자자에게 돈이 된다는 학습효과에 따른 반응이었다. 그렇지만 당일 급등 이후 미국 증시에서는 3년 가까운 약세장이 이어졌다. 제2차 세계대전이 미국에 미친 영향은 제1차 세계대전과 전혀 달랐기 때문이다. 일본으로부터 진주만을 기습 당하면서 미국이 조기에 전쟁의 당사자가 돼 버렸고, 당시 루즈벨트 정권이 행한 가격 통제도 미국 기업들에게는 악재로 작용했다. 환경이 바뀌면 과거의 학습효과에 근간한 판단은 옳은 선택이 될 수 없다.

북한의 핵 도발이 가져올 수 있는 또 다른 위험 요인은 차이나 리스크의 심화이다. 북한의 핵 도발은 경제는 중국에 의존하고, 안보는 미국에 의존하는 한국의 입지를 축소시키고 있다. 사드배치 이후의 중국의 노골적 경제보복으로 한국의 화장품, 유통, 자동차 업체들의 실적은 크게 후퇴하고 있다. 또한 북한의 핵 보유는 전범국에서 정상국가로의 변화를 도모하고 있는 일본 우파들의 입지를 강화시킬 수 있다. 당장 사학 스캔들로 힘이 빠졌던 아베 정권의 지지율이 북한 핵 도발 이후 다시 상승하고 있다.

동북아의 긴장 고조와 교역의 위축은 경제활동의 전반적 비용(cost)을 높이는 요인이다. 고공 행진을 하고 있는 미국 군산복합체 주가처럼 누군가에게는 비즈니스의 기회가 될 수도 있겠지만 말이다. 깊이를 계측하기는 힘들지만, 북한 핵 도발은 종결형이 아닌 아직 휘발성이 남아 있는 이슈로 봐야 한다는 생각이다. 최소한 극적인 타협점이 도출되기 전까지 한국 자산의 상대 약세가 이어질 가능성은 매우 높기 때문이다.

참고문헌

『머니투데이』, 「이주열 “3%성장 어렵다 단정 못해”...금리인상 신호 유지」, 2017. 8. 31.

〈데이터베이스〉

미래에셋대우 리서치센터를 통해 제공되는 데이터 베이스.

Bloomberg를 통해 제공되는 데이터 베이스.

Thomson Reuters를 통해 제공되는 데이터 베이스.