

Collaboration: Special Report

북미정상회담

2018. 06. 12

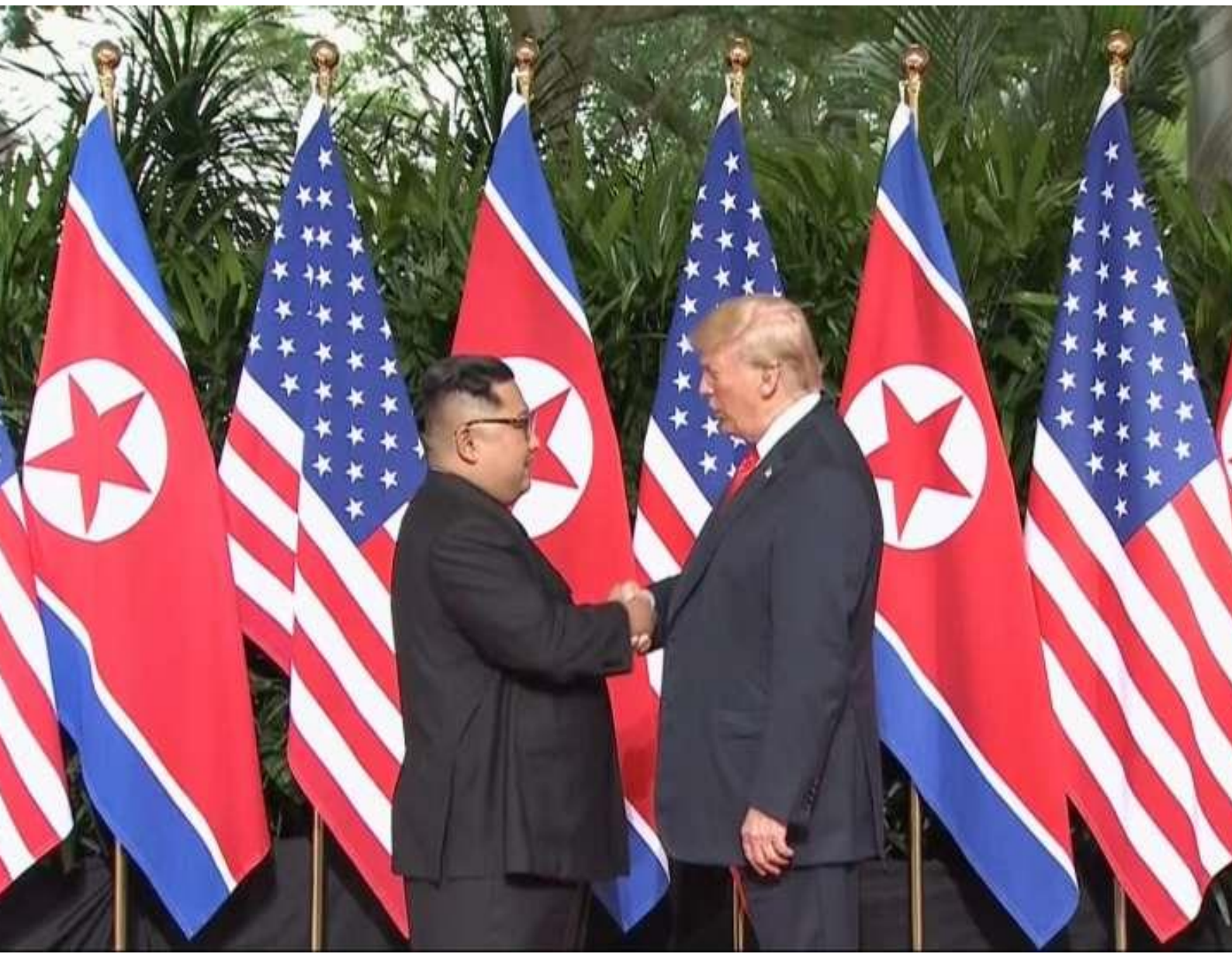
North Korea | United States of America

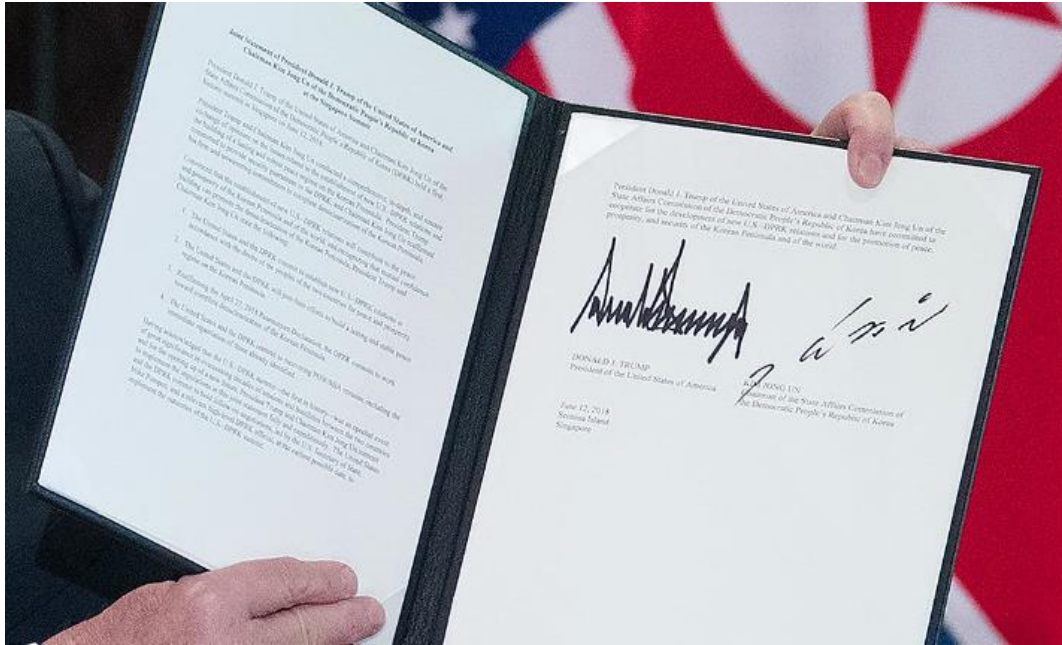
Strategist 허재환
02)368-6176

jaehwan.huh@eugenefn.com



2018. 06. 14





6.12 북미 정상회담 공동합의문

도널드 트럼프 미 대통령과 김정은 북한 국무위원장은 2018년 6월 12일 싱가포르에서 최초의 역사적 정상회담을 했다. 트럼프 대통령과 김 위원장은 한반도에서 평화체제의 구축과 새로운 북미관계 형성과 관련된 이슈에 대해 포괄적이고 심도높은 의견교환을 했다.

트럼프 대통령은 김 위원장에게 안전보장을 제공한다고 약속했다. 김 위원장은 한반도의 완전한 비핵화를 위한 흔들리지 않고 굳건한 노력을 재확인했다.

새로운 북미관계 형성은 한반도와 전 세계의 번영과 평화에 공헌할 것이라고 확신하며, (이러한) 상호신뢰는 한반도의 비핵화를 인정할 수 있다. 다음은 합의문 전문.

1. 미국과 조선민주주의인민공화국은 두 나라의 국민들의 평화와 번영에 부합되게 새로운 관계를 설립하는데 노력한다.
2. 미국과 조선민주주의인민공화국은 한반도의 지속적·안정적 평화체제를 구축하는데 노력한다.
3. 2018년 4월27일 판문점선언을 재차 확인하고, 조선민주주의인민공화국은 한반도의 완전한 비핵화(complete denuclearization)를 위해 노력할 것을 약속한다.
4. 미국과 북한은 신원이 이미 확인된 전쟁포로(POW) 및 전쟁실종자(MIA)들의 유해를 즉각 미국으로 송환하는 것을 포함해 유해 수습을 약속한다.

역사상 처음인 북미 회담은 수십년간의 적대감과 긴장감을 극복하고 새로운 미래를 열기위한 중요한 의미를 갖는 획기적인 행사였으며, 트럼프 대통령과 김 위원장은 이 합의문 조항을 신속하고 완전하게 이행해야 한다.

미북은 정상회담의 결과를 이행하기 위해 마이크 폼페이오 미 국무부장관과 북한 고위층인사가 가능한 빠른 시일 내에 다음 협상을 할 것을 약속한다.

트럼프 대통령과 김 위원장은 새로운 미북 관계발전과 세계와 한반도의 평화, 번영 증진을 위한 협조를 약속한다.

U.S.-North Korea Agreement

President Donald J Trump of the United States of America and Chairman Kim Jong Un of the State Affairs Commission of the Democratic People's Republic of Korea (DPRK) held first historic summit in Singapore on June 12, 2018.

President Trump and Chairman Kim Jong Un conducted a comprehensive in-depth and sincere exchange of opinions on the issues related to the establishment of new US-DPRK relations and the building of a lasting and robust peace regime on the Korean Peninsula.

President Trump committed to provide security guarantees to the DPRK, and Chairman Kim Jong Un reaffirmed his firm and unwavering commitment to complete denuclearization of the Korean peninsula.

Convinced that the establishment of new US-DPRK relations will contribute to the peace and prosperity of the Korean peninsula and of the world, and recognizing that mutual confidence building can promote the denuclearization of the Korean Peninsula, President Trump and Chairman Kim Jong Un state the following:

- 1. The United States and the DPRK commit to establish new US-DPRK relations in accordance with the desire of the peoples of the two countries for peace and prosperity.**
- 2. The United States and the DPRK will join their efforts to build a lasting and stable peace regime on the Korean Peninsula.**
- 3. Reaffirming the April 27, 2018 Panmunjom Declaration, the DPRK commits to work toward complete denuclearization of the Korean Peninsula.**
- 4. The United States and the DPRK commit to recovering POW/MIA remains, including the immediate repatriation of those already identified.**

Having acknowledged that the US-DPRK summit — the first in history — was an epochal event of great significance in overcoming decades of tensions and hostilities between the two countries and for the opening up of a new future, President Trump and Chairman Kim Jong Un commit to implement the stipulation in this joint statement fully and expeditiously. The United States and the DPRK commit to hold follow-on negotiations, led by the US Secretary of State, Mike Pompeo, and a relevant high-level DPRK official, at the earliest possible date, to implement the outcomes of the US-DPRK summit.

President Donald J Trump of the United States of America and Chairman Kim Jong Un of the State Affairs Commission of the Democratic People's Republic of Korea have committed to cooperate for the development of new US-DPRK relations and for the promotion of peace, prosperity, and security of the Korean Peninsula and of the world.

Macro Summary

2018년 6월 12일 트럼프 대통령과 김정은 위원장은 북미정상회담을 갖고 공동합의문에 서명했다. CVID라는 문구가 공식적으로 포함되지 않았고, 종전선언도 없었다. 그러나 완전한 비핵화와 견고한 평화체제를 구축하기로 했다. 북미정상회담 이후 한반도 긴장 완화와 북한 개방에 대해 남북경협 및 한국경제 영향, 그리고 주식 및 채권, 외환시장에 미치는 영향을 정리한다.

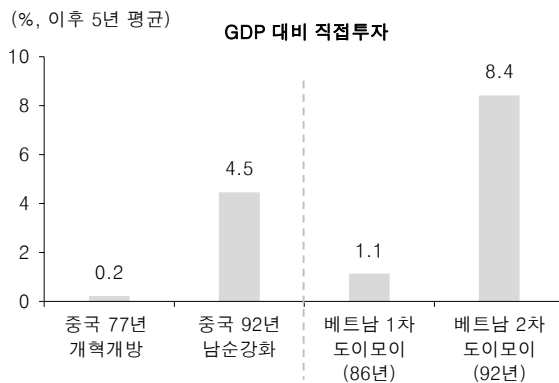
6/12 북미정상회담, 공동합의문 서명



자료: 언론 보도, 유진투자증권

- 4/27일 남북정상회담에 이어 6/12일 북미정상회담이 싱가포르에서 열림. 북한과 미국은 새로운 관계 수립과 평화 체제 구축, 완전한 비핵화, 미국 전사자 유해 송환 등을 합의했음.
- 당초 미국 정부가 요구했던 CVID 문구는 공동합의문에는 들어가지 않았음. 비핵화를 위한 기한 논의도 없었음.
- 그러나 서로에 대한 신뢰를 바탕으로 북한 미사일 엔진 실험장 폐쇄 등 완전하고 신속하게 추후 조치를 약속.
- 트럼프 대통령은 기자회견을 통해 한미연합훈련은 중단 될 것이고, 실제 종전 선언도 있을 것. 그러나 북한과의 수교는 시기상조.

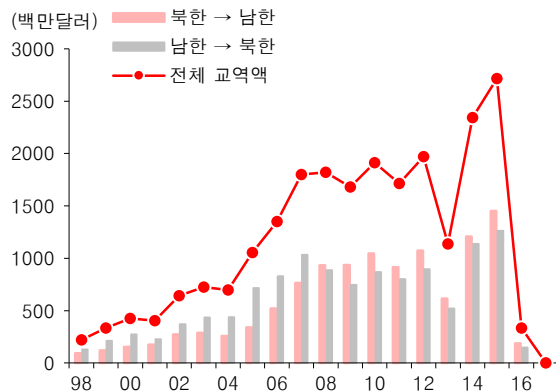
개방 초기 직접투자 유입 많지 않아, 서서히 증가



자료: CEIC, 유진투자증권

- 트럼프 대통령은 비핵화는 시간이 오래 걸릴 것이며, 비핵화 진행여부에 따라 제재가 해제될 것이라고 언급, 즉 당분간 북한 제재는 유지될 것임을 시사.
- 그러나 북한에 대한 비핵화 논의는 당장 다음주부터 시작 될 것이라고 언급. 즉 빠르게 진행될 것으로 예상.
- 남북 경협과 북한 개방도 시간을 가지고 진행될 것으로 전망됨. 과거 중국과 베트남의 경우 개혁개방 초기 국면에서 투자 자금 유입은 더뎠으나, 이후 개방이 확대될수록 투자가 빠르게 진행.

북한 제재 완화 이후 남북 경협 본격화될 전망



자료: 통계청, 유진투자증권

- 남북 교역은 개성공단 제품 생산 이후 급증해 2015년에는 28억달러로 2014년 대비 3.9배나 증가했지만 2016년 2월 북한 핵실험에 따른 가동 중단 결정으로 급감함.
- 4/27 판문점선언을 통해 남북 정상은 10/4선언에서 합의된 경협사업을 적극 추진하기로 결정함. 북한의 핵문제 해결이 선행되어야 하나 향후 남북 경협은 기존사업 재개 → 계획사업 확장 → 한반도 신경제지도 구축 순으로 진행될 것으로 예상됨.
- 중장기적으로 남북 경협은 북한의 낙후된 인프라 투자를 통해 동북아 물류 허브 건설로 이어질 전망이다.

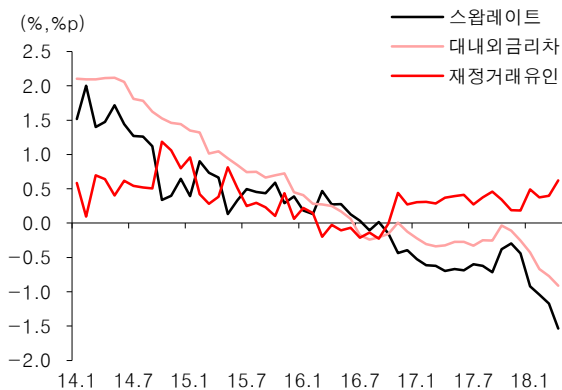
KOSPI, 디스카운트 1/3 축소되면 12% 상승요인



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

- 한반도 긴장완화 및 평화통일 가능성은 이머징 대비 저평가된 한국 주식시장의 디스카운트 해소요인으로 작용할 수 있음.
- 만일 한반도 긴장완화로 코리아 디스카운트가 1/3 정도 해소된다면 KOSPI는 12%(최근 3개월 평균인 2,455p 대비 295p) 상승 가능성이 기대됨.
- 업종별로는 남북경협 관련 5대 업종이 주도주로 부상할 가능성이 높음. 남북관계의 진전으로 이어지지 못했던 1, 2차 남북정상회담 당시에도 정상회담 3개월 전의 저점대비 남북정상회담 당일 5개 업종은 절대수익률기준 평균 20.2% 및 19.9% 상승하였으며, KOSPI대비 초과수익률은 각각 11.7%p, 7.1%p를 기록함.

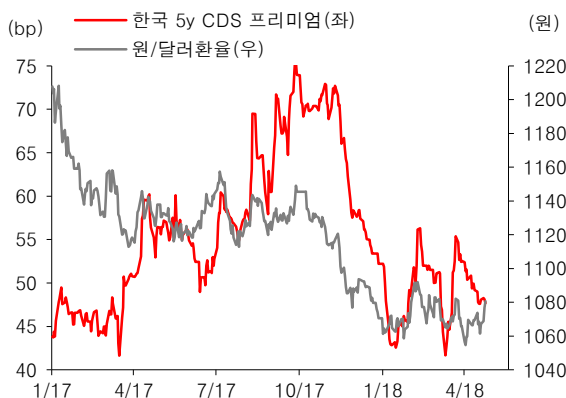
채권시장, 재정거래 유인 확대 등 금리 하락 모멘텀



자료: Bloomberg, 유진투자증권

- 남북한 평화 조성에 따른 지정학적 리스크 완화는 원화 강세와 재정거래 유인 확대 등 금리 하락 모멘텀으로 예상됨.
- 다만 미 연준의 금리인상 기대 강화에 따른 달러화 강세 압력, 한/미 금리 역전 부담, 북미회담 일정 등을 고려할 때 아직은 의미있는 금리의 레벨 하락을 기대하기는 어려운 상황임.
- 남북 경협 확대시 자금 수요와 채권발행 확대를 간과할 수 없는 점도 잠재적인 부담 요인으로 판단됨.

원/달러환율, 단기 하락요인이거나 장기는 미 달러가치에 연동



자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권

- 한반도 긴장완화는 한국 원화가치의 상승요인으로 작용함. 한반도 지정학적 리스크 완화에 따른 국제신용평가기관의 한국 국가신용등급 상향 및 성장잠재력 확대, CDS 프리미엄 하락에 따른 외국인투자자금 유입 등이 원화가치 상승요인으로 작용하기 때문임.
- 그러나 한국 원화가 여전히 대표적인 이머징 통화 가운데 하나인 지역 통화임을 감안하면 한반도 지정학적 위험 완화는 단기적으로 원화가치 상승요인이 될 수 있으나 장기 추세는 여전히 미 달러가치에 의해 좌우될 가능성이 높음.
- 통독 전후 독일 마르크화 역시 통일 이전에는 강세를 보였지만 통일 이후에는 약세로 반전된 바 있음.

Sector Summary

남북한 주요 지표 비교

구분	항목(단위)	 북한	 한국	(한국/북한) 배
 일반	인구(만명)	2,489	5,125	2.1
	무역총액(억달러)	65	9,016	138.7
	명목GNI(조원)	36.4	1,646	45.2
	1인당소득(만원)	146	3,212	22.0
	원유수입량 (백만배럴)	3.9	1,078	276.4
 철도	철도(km)	5,226	3,918	0.7
	기관차(대)	1,190	3,207	2.7
	객/화차(대)	26,326	11,952	0.5
 도로	도로(km)	26,176	108,780	4.2
	고속도로(km)	774	4,438	5.7
	자동차등록(만대)	29	2,180	75.2
 항만	하역능력(백만톤)	42	1,141	27.2
	보유선박(만GT)	93	4,460	48.0
 발전/송배전	발전소 용량(GW)	7.5	110	14.7
	전력생산량(TWh)	24	497	20.7
	자원잠재가치(십억달러)	5,750	240	0.04
	전력최대수요	동계 밤	여름 낮	-
 건자재	시멘트생산설비(만톤)	1,202	7,223	6.0
	조강생산량(만톤)	122	6,858	56.2
 소비재	이동전화가입자(만명)	361	6,129	17.0

북한의 인프라 산업 현황과 기대

섹터	서브 섹터	내용
건설/인프라	철도/도로	- 북한철도는 노후화가 심각. 평균 운행속도는 10~15km/h에 불과할 정도로 설비개선 요구됨 경원선/ 금강산선 신설 및 경의선/동해선 개량 기대 - 북한 도로상황은 도로총연장(26,167km, 한국의 24%), 고속도로(774km, 한국의 18%)에 불과함. 도로 포장률도 18.4%로 매우 낮음
	항만	- 현재 육로를 통한 중국과의 교역이 주가 되며, 항만 시설은 매우 열악함. 현재 8개 무역항이 있으나 이중 원산과 남포항의 개발 가능성이 큼 - 북한의 항만하역능력은 한국의 19.9% 수준이나, 대중무역규모를 제외하면 항만처리량은 톤당 약 11달러에 불과(한국은 790달러/톤)
	시멘트/철근	- 북한 시멘트 생산설비는 연간 1,202만톤 수준이나 2016년말 기준 생산량이 708만톤에 이르렀고 가동률은 꾸준히 상승 중 - 일본 식민지시절 구축된 생산설비가 대부분이지만 7~80년대에 자체적으로 설립된 시멘트공장이 중심기능 담당. '금강'브랜드로 수출도 진행
	레미콘	- 레미콘 물성(15시간내 수요지 도달을 감안 시 도로랑 복구가 우선되어야 함) 도로 사정이 관측은 평양과 중국 접경 지대에서 제한적으로 사용중 - 평양에는 120m³/hr 규모의 레미콘 설비 47개가 가설차. 이는 국내 최대 레미콘 단일 생산설비의 절반 수준에 불과할 정도로 초기 수요단계임
유틸리티	발전	- 북한의 실제 발전가능 설비용량은 7.5GW로 한국(110GW)의 7% 수준에 불과하며, 대부분 수력(60%)과 화력(40%) - 설비 노후화와 화력 및 수력 발전소 가동률은 30% 수준. 마이크로그리드의 태양광 설비 확산 중(가정용, 사무실, 온실 등)
	송배전	- 한국(최대 765kV), 북한(최대 220kV)의 전력계통은 직접 연결이 어려움 - 향후 발전소 및 송전선로 구축에 60조원 이상 소요될 전망
	러시아PNG	- 러시아산 가스의 동아시아 시장 공급을 위한 파이프라인 구축은 중국, 일본, 한국의 에너지 수입 다변화 차원에서 긍정적 - LNG발전소 건설을 위한 러시아 PNG 건설에 5조원(1,000km) 이상 투자비 발생
철강	현황	- 북한 조강 명목소비는 152만톤으로 남한의 2.6% 수준이나, 설비 노후화와 전력난 등으로 북한 철강 설비가동률은 20%에 불과 - 향후 조강 명목소비는 4480만톤까지 증가할 것으로 기대되며, 북한 철강제품 수요증가로 아시아 역내 공급과잉 해소 및 가격상승 기대
IT/가전	휴대폰 TV 가전제품	- 북한 이동전화 가입자(360만명)는 30만명/년 속도로 증가. 연간 70만대 이상 수입되고있으며, 평균 80달러/대 수준 단가는 인도시장보다 고가임 - LCD TV(80~100만대/년) 수입규모에도 불구하고, 일반 생활가전 제품 보급속도는 더딤. 전력공급 인프라구축 선결이 필요한 상황
제약/바이오	현황	- 북한 의료 시스템은 1990년대 고난의행군 이후 붕괴된 상황. 기초 의약품, 제공, 전기/물 관련 구축, 의료기기보급 순으로 의료 시스템 개선필요 - 뇌졸중, 허혈성 심장질환, 고혈압 등 선진국형 심혈관계질환이 사인의 2/3를 차지하고 있어, 만성질환 치료제 수요증가 또한 기대

자료: 유진투자증권



Contents

Summary

4

Macro View

I. 6/12 북미정상회담 합의의 주요 내용과 의의

10

II. 중장기적인 한반도 평화 체제 정착 경로는 유효

12

III. 한반도 긴장완화의 남북경협 및 거시경제 영향

16

1. 한반도 긴장완화에 따른 남북 경협 전망
2. 한반도 긴장완화가 거시경제에 미치는 영향

IV. 한반도 긴장완화의 주식 및 채권, 외환시장 영향

28

1. 주식시장, 코리아 디스카운트 축소 통한 상승동력 확충
2. 채권시장, 재정거래 유인 확대 등 금리 하락 모멘텀
3. 한반도 긴장완화, 원화가치 상승요인이나 미 달러가치에 여전히 연동

Sector View

I. 미국-북한 관계개선 수혜업종 분석

38

1. 건설산업: 철도/도로 복원/신설 등 가장 큰 수혜가 전망
2. 유틸리티산업: 전력부족 및 송/배전이슈의 중심
3. 철강: 역내 재고 소진에 따른 가격 상승 가능
4. IT/가전: 동남아 저개발국 수준보단 높은 소비력
5. 제약/바이오: 북한의 의료 생태

38

48

63

69

73

Macro View



I. 6/12 북미정상회담 합의의 주요 내용과 의의

6/12 트럼프 대통령과
김정은 위원장의
역사적 만남

미국 트럼프 대통령과 김정은 북한 국무위원장은 6월 12일 북미정상회담을 갖고 공동성명서에 서명했다. 그야말로 역사적인 만남이 성사된 것이다. 이후 트럼프 대통령은 기자회견을 통해 성명서 내용에 대해 설명했다.

당초 미국 정부가 요구했던 것으로 알려진 CVID 문구는 없었다. 비핵화를 위한 기한 논의도 없었다. 종전 선언도 빠졌다. 하지만 트럼프 대통령은 서로에 대한 신뢰를 바탕으로 북한 미사일 엔진 실험실 폐쇄 등 신속하게 추후 조치를 취하기로 합의했다고 밝혔다. 다음주부터 비핵화 논의는 시작될 것이라고 언급했다.

그 내용과 의미를 정리하면 다음과 같다.

CVID, 종전선언
포함되지 않아

첫째, 트럼프 대통령과 김정은 위원장은 서로 원하는 문구를 포함시키기 보다 새로운 관계가 시작되었다는 데 좀 더 의미를 둔 것으로 보인다. 예컨대, CVID 문구는 없었지만, 트럼프 대통령은 기자회견에서 북한 김정은 위원장이 미사일 엔진 실험장 폐쇄를 약속했다고 밝혔다. 완전한 비핵화에 대한 시한을 성명서에 넣지는 못했지만, 여러 사람들을 동원해 검증할 것이라고 했다.

그러나 추후 회담을 통해
비핵화 노력 지속

둘째, 한반도 평화는 점차 강화될 것으로 보인다. 당장 종전 선언은 이루어지지 못했다. 트럼프 대통령은 북한 수교 역시 아직은 시기상조라고 언급했다. 하지만 새로운 관계가 시작된 만큼 적대적 인상을 줄 수 있는 한미연합 군사 훈련을 중단할 것이고, 실제로 종전 선언이 있을 수 있다고 했다.

셋째, 북한에 대한 경제 제재 완화와 개방은 시간을 두고 진행될 것으로 예상된다. 트럼프 대통령은 비핵화가 시간이 많이 걸린다고 했다. 일부 전문가들은 40년 걸릴 것이라고 언급했다고도 밝혔다. 따라서 신뢰를 바탕으로 비핵화를 해야한다는 점과 비핵화가 되면 제재를 풀 것이라고 언급했다. 아직은 제재 자체는 유지된다는 의미다. 즉 북한 경제가 개방되기까지는 시간이 소요될 것으로 예상된다.

표 1 6/12 북미정상회담 공동성명 및 트럼프 대통령 기자회견 주요 내용

1. 북미정상회담 공동성명서 내용

- 트럼프 대통령은 북한의 안전보장 제공을 약속, 김정은 위원장은 한반도의 완전한 비핵화를 향한 확고한 약속을 재확인
- 북한과 미국의 새로운 관계 수립 약속
- 한반도의 지속적이고 안정적인 평화 체제 구축 노력
- 4/27 일 판문점 선언 재확인, 한반도의 비핵화를 향해 노력
- 전쟁포로, 전쟁 실종자들의 유해 즉각 송환 및 유해 수습 약속

2. 트럼프 대통령 기자회견 내용

- 공동성명서에 CVID가 포함되지 않았으나 북한에 양보한 것은 아님.
- 비핵화는 시간이 많이 소요됨. 신뢰를 바탕으로 북한 미사일 엔진 실험장 폐쇄 등 완전하고 신속하게 추후 조치를 취하기로 함.
- 북한에 대한 비핵화 논의는 당장 다음주부터 시작될 것
- 한미연합 훈련은 중단, 실제로 종전 있을 것. 주한미군 철수는 의제가 아님.
- 북한과의 수교는 아직 시기상조
- 비핵화 진행에 따라 대북 제재 완화. 지금은 유지

자료: 언론 보도, 유진투자증권


도표 2 6/12 북미정상회담에 이르기까지의 추진 일지

날짜	내용
2017.8.8	■ 트럼프 대통령, 북한에 “화염과 분노에 직면할 것” 경고
2017.9.3	■ 북한 제 6 차 핵실험 실시, 북한 핵무기 연구소 “ICBM(대륙간탄도미사일) 장착용 수소탄 시험 완전 성공”
2017.9.14	■ 북한, IRBM(중장거리 탄도미사일) ‘화성-12형’ 1 발 발사
2017.9.19	■ 트럼프 대통령, 유엔 연설서 “미국과 동맹을 방어해야만 한다면 북한을 완전히 파괴할 수밖에 없다”고 경고
2017.9.21	■ 김정은, 조선중앙통신 통한 성명에서 트럼프 대통령을 불망하니, 강패, 늑대리 미치광이로 비난
2017.11.29	■ 북한, ICBM 급 ‘화성-15형’ 발사
2018.2.25	■ 평창동계올림픽 폐막 당시 김영철 북한 노동당 중앙위원회 부위원장, 문재인 대통령과의 접견에서 ‘북미대화에 긍정적 입장 표명’
2018.3.8	■ 정의용 국가안보실장·사훈 국정원장, 백악관에서 트럼프 대통령 접견. 김 위원장의 방북 초청 의사 전달. 이후 브리핑에서 트럼프 대통령도 5 월중 김 위원장을 만나겠다는 의사를 밝혔다고 발표
2018.3.25~28	■ 김 위원장, 첫 중국 방문. 베이징에서 시진핑 중국 국가주석과 회담
2018.4.27	■ 문 대통령·김 위원장, 판문점에서 남북정상회담
2018.5.7~8	■ 김 위원장, 2 차 중국 방문해 라오닝성 다롄에서 시 주석과 회동
2018.5.9	■ 폼페이오 장관 2 차 방북. 김 위원장과 만나 비핵화 등 추가 논의
2018.5.10	■ 트럼프 대통령, 북미정상회담을 6/12 일 싱가포르에서 열기로 했다고 트위터 통해 발표
2018.5.24	■ 최선희 북한 외무성 부상, 담화 통해 ‘미국이 무도하게 나오면 북미정상회담 재고려 문제 제기’ ■ 백악관, 최선희 부상 발언 문제삼아 6·12 북미정상회담 취소 전격 발표
2018.5.25	■ 김계관 외무성 제 1 부상 담화 통해 대화 지속하겠다는 메시지 전달
2018.5.26	■ 문재인 대통령과 김정은 위원장, 판문점 북쪽 통일각서 제 2 차 남북정상회담 개최
2018.5.31	■ 마이크 폼페이오 미국 국무장관과 김영철 북한 노동당 부위원장 겸 통일전선부장 미국 뉴욕에서 회담
2018.6.1	■ 김영철 부위원장, 백악관 방문해 트럼프 대통령에게 김정은 친서 전달. ■ 트럼프 대통령 북미정상회담 6/12 일 싱가포르 개최 확인
2018.6.12	■ 6/12 북미정상회담

자료: 언론보도, 유진투자증권

도표 3 4/27 남북정상회담 및 6/12 북미정상회담 비교

	2018 년 남북정상회담	2018 년 북미정상회담
날짜	2018 년 4 월 27 일	2018 년 6 월 12 일
장소	판문점 평화의 집(남측지역) - 군사분계선 걸어서 방남	싱가포르 센토사섬 카펠라호텔
남북정상	문재인 대통령 & 김정은 국무위원장	트럼프 대통령 & 김정은 국무위원장
회담시점	문재인 대통령 임기 전반기	문재인 대통령 임기 전반기
의의	11 년만의 개최 및 평화협정 전환계기	역사적인 최초 정상회담
주요내용	■ 상호 교류활성화 등 남북 관계 개선 ■ 군사적 긴장상태 완화와 전쟁 위험 실질적 해소 ■ 항구적이며 공고한 평화체제 구축 ■ 올해 종전 선언 후 정전협정을 평화협정으로 전환	■ 평화와 번영을 위한 새로운 관계 수립 약속 ■ 한반도의 지속적이고 안정적인 평화체제 구축 노력 ■ 한반도의 완전한 비핵화를 향해 노력 약속 ■ 전쟁포로, 실종자 유해를 즉각 송환 및 유해 수습 ■ 후속협상을 가능한 가장 이른 시일에 개최
결과	<4/27 판문점 공동선언문> 발표	<6/12 북미정상회담>
		

자료: 언론보도, 유진투자증권



II. 중장기적인 한반도 평화 체제 정착 경로는 유효

북한, 정상국가로 데뷔
그러나 개방과 대북제재
완화에는 시간 소요

이번 북미정상회담의 역사적 의미는 설명이 필요 없을 듯 하다. 물론 구체적인 비핵화 일정에 대해서는 확인할 필요가 있다. 시간이 걸릴 수밖에 없다. 그러나 확실한 것은 1) 북한이 정상국가로서 국제 사회에 데뷔를 했다는 점과 2) 한반도 긴장 완화와 그에 따른 북한 개방의 서막이 서서히 열리고 있다는 점이다.

무엇보다, 이번 회담은 끝이 아니라 시작이다. 12일 한국 주식시장에서 건설주를 비롯한 소위 경협주는 하락했다. 금융시장의 눈높이를 맞추기에 시간은 걸릴 수 있다는 의미이다. 하지만 당장 다음주부터 실무진들을 중심으로 비핵화 논의가 빠르게 진행될 수 있다. 역사적인 변화는 시작되었다.

북한의 개방도 대북제재에 시간이 소요되는 만큼 시간이 걸릴 것으로 보인다. 따라서 북한 개방과 남 북경협에 대한 기대는 유효하나 투자에 있어 서둘 필요는 없다고 판단된다.

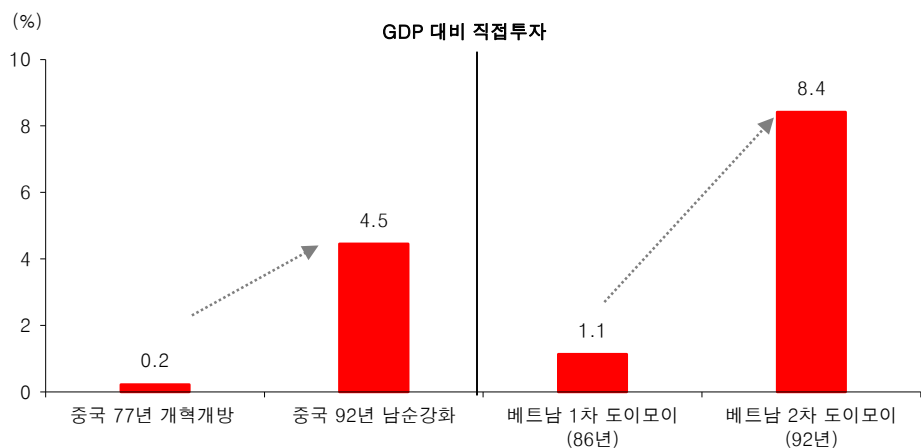
북한 개방에 대해서도 베트남식이나, 중국식이나에 대한 논의가 있다. 필자가 이해하는 바로는 베트남식은 국유기업을 중심으로 경제적 이권을 소수의 공산당 세력이 유지하되, 서방의 지원을 바탕으로 비교적 빠르게 개방과 시장화를 하는 방식이다. 중국식은 지방정부가 이권을 상당 부분 가져가는 반면, 경제특구 중심으로 개방하는 점진화된 방식이다.

북한 시장 개방,
속도는 점진적일 가능성

북한은 김정은 위원장 중심의 체제 보장을 최우선 순위에 두고 있다. 이를 감안하면 북한 개방의 형태는 베트남처럼 서방 자본의 힘을 빌려 빠르게 개방하기 보다 중국식으로 점진적으로 할 가능성이 높다. 반면 개방 이후 경제적 부와 권력은 김정은 위원장의 소수 측근들이 가져가는 형태가 될 것으로 보인다. 소수가 경제권이라도 확실히 통제해야만 정치 안정과 권력 유지가 용이하기 때문이다. 북한의 개방은 베트남식을 모델로 하되 속도는 중국처럼 점진적인 형태가 될 것으로 예상된다.

북미정상회담이 미치는 영향이 단기적이기 보다는 장기적일 가능성을 시사한다. 90년대 이후 종전 또는 개방을 했던 아시아 국가들의 경험이 이를 반증한다. 중국과 베트남 모두 개방 정책을 펼쳤으나 처음부터 성과가 나오지는 않았다. 중국과 베트남 모두 개방 초기 GDP 대비 직접투자 비중은 0.2~1% 내외로 높지 않았다. 그러나 중국은 92년 남순강화 이후, 베트남은 92년 2차 도이모이 개혁 이후 해외 자금 유입 속도가 빨라졌다. 북한의 경우에도 초기 1~2년 동안 획기적인 변화가 나타나기 보다 시간이 갈수록 속도가 빨라지는 흐름이 될 가능성이 높다.

도표 4 개방 초기 투자는 조심스럽게, 점차 개방 확대되면서 투자 확대



자료: CEIC, 유진투자증권



하지만 중장기적으로는 긍정적이다. 비핵화 진전 여부와 함께 대북 제재도 완화될 것이고, 중장기적으로는 남북 간 경제 교류도 늘어날 가능성이 높아졌기 때문이다. 필자는 북한 개방이 한국 경제와 증시에 미치는 영향을 크게 네 가지 측면에서 호재로 판단한다.

1) 종전 또는 시장 개방 시 경제 성장, 수혜는 인접국에 집중: 최근 사례는 동남아다. 베트남은 1986년 개혁개방 이후 1인당 GDP가 늘어났다. 그만큼 교역에서 중국이 차지하는 비중도 함께 확대되었다. 캄보디아는 1991년 내전 종식 이후 1인당 GDP와 대 중국 교역 비중이 확대되었다. 2012~13년 경제제재와 내전이 끝난 미얀마의 경우도 속도도 더디지만 마찬가지다. 종전 또는 시장 개방 시 경제적 성과는 이견이 없다.

도표 5 1986년 개방 이후 베트남 경제

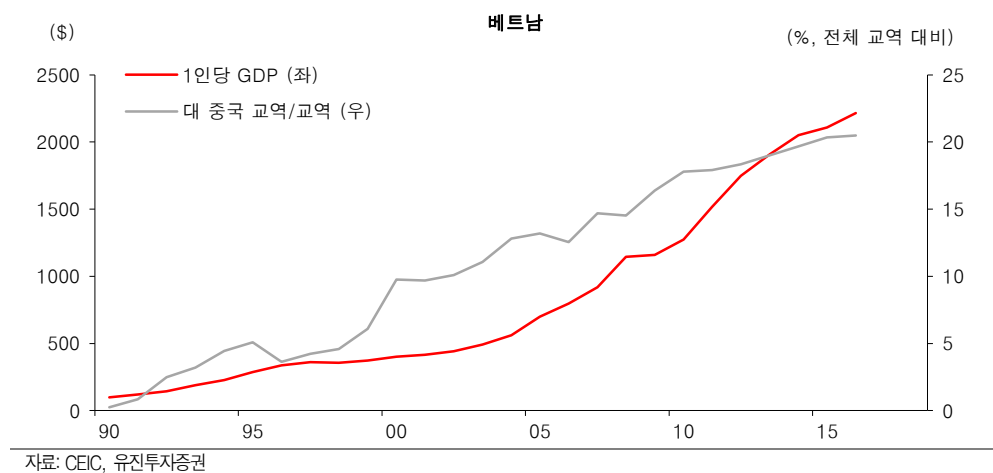


도표 6 1991년 내전 종식 이후 캄보디아 경제

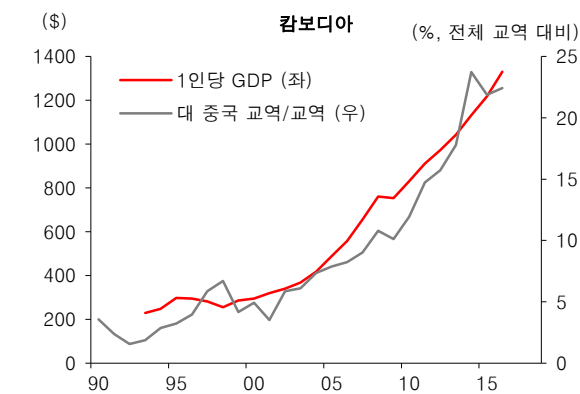
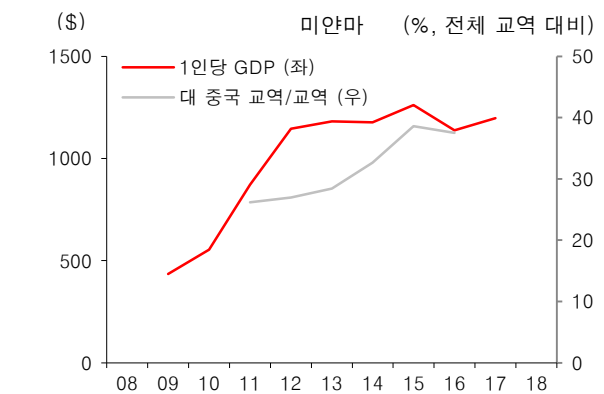
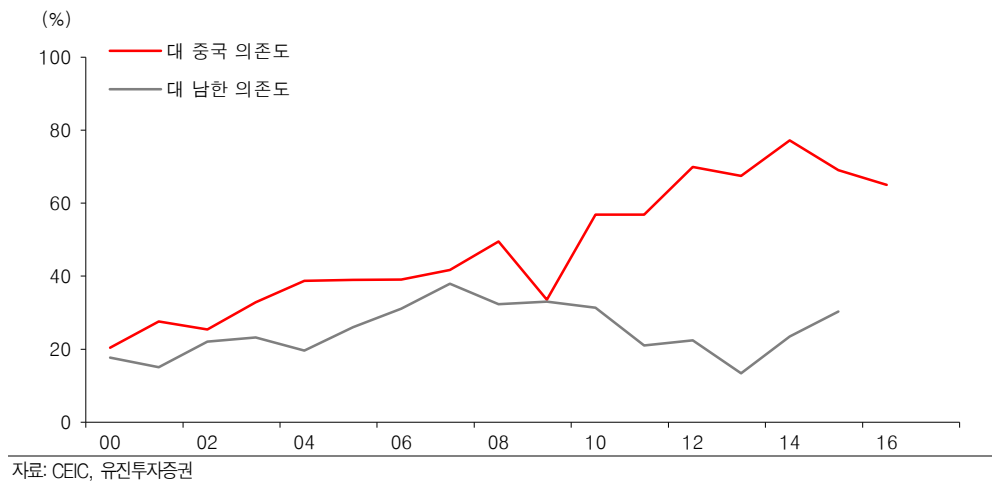


도표 7 2012~13년 경제제재 해제 이후 미얀마 경제



2) 북한 개방 시 수혜는 한국이 될 가능성: 논리는 단순하다. 무역 의존도(수출입 규모 대비) 측면에서 이미 북한의 대 중국 의존도가 절대적이다. 2016년 북한의 남한에 대한 무역 의존도는 30%인데, 이는 개성공단 영향이다. 즉 북한이 개방하면 중국보다는 한국 무역의존도가 확대될 가능성이 그만큼 높다.

도표 8 북한은 점차 대 중국 무역 의존도를 낮출 가능성



남북정상회담 이후
일부 업종 주가만 상승
차익 실현 가능성
그러나 실망할 필요 없어

3) 아직 일부 업종만 호재 반영: 4.27 남북정상회담 이후 한국 증시에서 건설/기계/시멘트/철강 등 남북경협주는 올랐다. 대북 제재와 시장 개방이 천천히 진행될 것으로 보이기 때문에 경협주 주가는 단기적으로는 주춤할 수 있다. 그러나 그외 업종과 시장 전체 반응은 크지 않았기 때문에 시장에 미치는 영향도 제한적일 전망이다. 4/27일 이후 MSCI 전세계지수 대비 MSCI Korea의 상대 강도는 하락했다. 수급 측면에서도 개인 투자자들만 매수 우위를 보였다. 외국인 투자자들은 이러한 변화를 충분히 반영하지 않았다는 의미다.

시장 개방 확대와 함께
수혜가
확산될 전망

4) 긴장 완화 및 북한 개방에 대한 가격 반영은 초기 단계: 최근 지가 동향을 보면 유독 파주 지가만 큰 폭으로 올랐다(4월 전년 대비 4.7%). 그간 파주와 경기도 지가 상승률은 서울에 비해 낮았다. 한 반도 긴장 완화와 북한 개방에 대한 자산가격 반영은 이제 시작 단계임을 시사한다.

도표 9 남북정상회담 이후 건설/기계/철강업종 강세

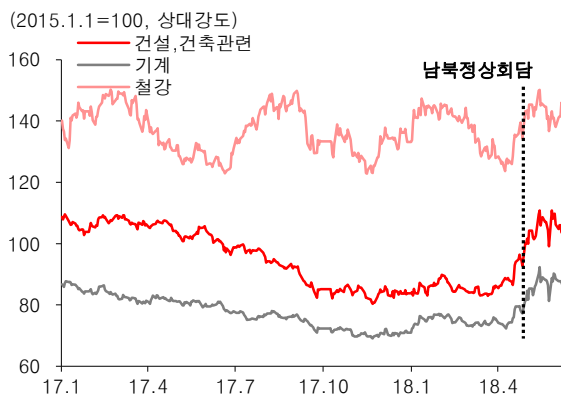


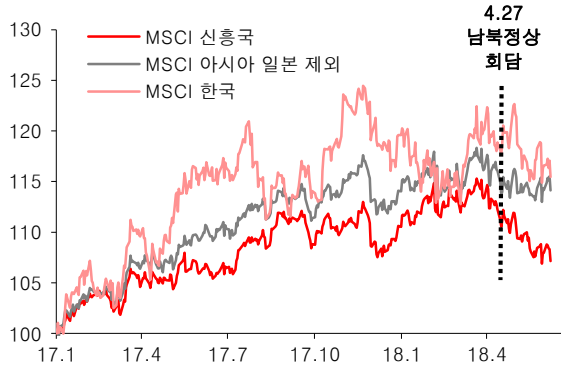
도표 10 반면 은행/건강관리 업종 주가는 부진





도표 11 남북정상회담 이후 한국 증시 부진

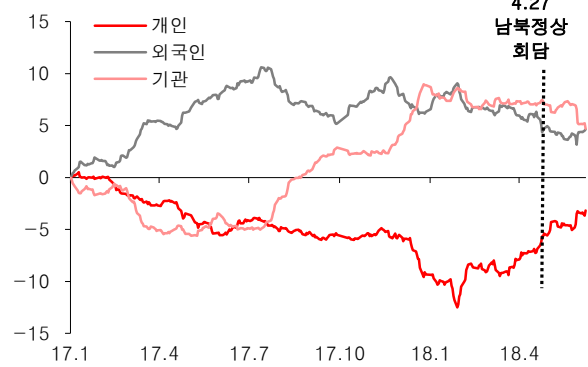
(2017.1.2=100, MSCI AC World 지수 대비)



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 12 남북정상회담 이후 개인만 순매수, 외국인 순매도

(2017.1.2일 이후 일간 누적, 조원)

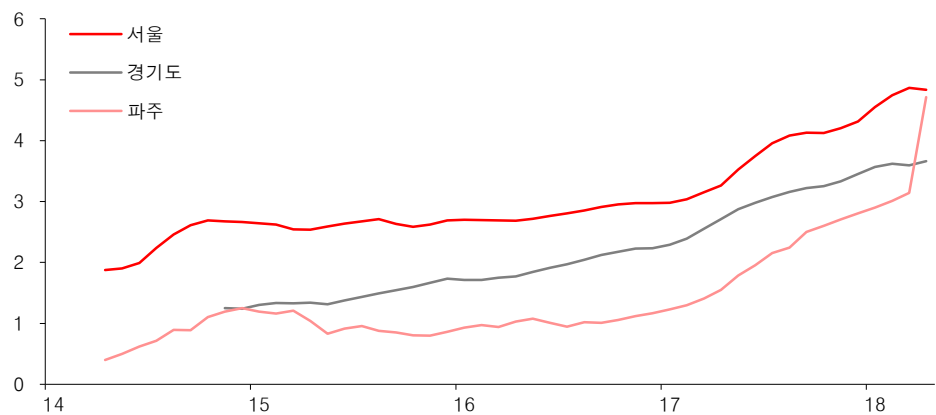


자료: CEIC, 유진투자증권

도표 13 남북정상회담 이후 파주 지가 급등

(%, YoY)

지가 상승률



자료: 한국감정원, 유진투자증권



III. 한반도 긴장완화의 남북경협 및 거시경제 영향

1. 한반도 긴장완화에 따른 남북 경협 전망

1) 북미정상회담으로 한층 더 가능성이 높아진 남북 경협 재개 기대

북한의 핵위협으로 국제
사회 대북 제재 강화되며
남북 경협 크게 위축

북한의 핵실험과 장거리 미사일 시험 발사 등 도발 수위가 높아지면서 미국과 유엔 등 국제사회의 대북 경제 제재가 강화되었다. 미국은 북한에 대해서는 대북 원유 및 석유제품의 판매 이전, 노동력 송출, 온라인 상업행위 지원, 북한의 식품, 농산품, 직물의 구매 획득, 북한의 교통, 광산, 에너지, 금융 서비스 운용 등을 재량적인 제재 대상으로 지정했다. 유엔의 경우도 지난해 11월 북한의 화성-15형 발사 이후 북한에 대한 제재 결의안 2397호를 만장일치로 채택했다. 2006년 이후 10번째 대북 제재 결의였다. 유엔은 대북 유류 공급 제한 조치 강화, 북한 해외 노동자의 24개월내 전원 송환, 대북 수출입 금지 품목의 확대, 해상 차단 조치 강화, 제재대상 개인과 단체 추가 지정 등을 통해 기존의 대북 제재 조치를 더욱 강화했다. 즉 북한의 핵 포기 없이는 현실적으로 남북 경협이 재개될 가능성은 희박했다.

남북 경협 재개 가능성

4/27일 판문점 회담에 이어 북미정상회담으로 한반도 긴장이 완화될 가능성은 한층 더 높아졌다. 판문점 회담 당시 논의되었던 남북한 민간교류와 협력이 점차 나타날 것으로 보인다. 쌍방 당국자가 상주하는 남북 공동연락사무소 설치 등 남북 경협이 점차 가시화될 것으로 예상된다. 국제사회의 합의가 전제되어야 하지만 북한이 핵 문제 해결에 적극적으로 나설 경우 국제사회의 대북 제재는 완화될 것이며 남북 경협도 급물살을 탈 것으로 보인다.

도표 14 UN의 대북 제재 결의 2397호 주요 내용(2017.12.22)

분야	분야별 내용
북한의 외화수입 차단 조치 강화	- 북한 수출 금지 품목을 식용품 및 농산품, 기계류, 전기기기, 광물 및 토석류, 목재류, 선박 등으로 확대 - 중전 결의에 규정된 수산물 수출 금지에 조업권 거래 금지 포함 명문화
유엔 회원국의 대북수출금지품목 확대	산업용 기계류, 운송수단, 철강 및 여타 금속류로 확대
대북 유류 공급 제한 강화	- 대북 정유제품 공급 한도 연간 200만 배럴 → 50만 배럴로 축소 - 연간 대북 원유 공급량 400만 배럴로 제한 - 회원국별 대북 원유 공급량 제재위에 보고 의무화 - 북한의 추가 핵실험 또는 ICBM급 미사일 발사 시 대북 유류 수출 제한 추가 조치 취할 것 명문화
북한의 노동자 해외 파견 관련 제재	유엔 회원국 내 소득이 있는 북한 노동자 전원을 24개월 내 북한으로 송환토록 의무화
대북 해상차단 강화	- 회원국 항구에 입항한 금지행위 연루 의심 선박의 나포, 검색, 동결(억류) 의무화 - 자국 영해 상에서도 금지행위 연루 의심선박을 나포, 검색, 동결(억류) 할 수 있도록 권한 부여 - 회원국들간 의심선박에 대한 신속한 정보교류 의무화
제재대상 개인·단체 추가 지정	핵·미사일 프로그램 개발 및 자금조달에 관여한 개인 16명과 인민무력성 추가 제재

자료: 외교부, 유엔, 유진투자증권



도표 15 미국의 대북제재 주요 내용(외교부)

제재 대상	제재 내용	제재 근거법(사유)
북한 자체	■ 모든 상품 서비스(무기 포함)에 대한 수출입 허가제	■ 수출: 무기수출통제법, 수출관리법, 이란, 북한, 시리아 반확산법(WMD 확산) ■ 수입: 행정명령 13570호(WMD 확산)
	■ 최혜국 대우(MFN) 및 일반특혜관세제도(GSP) 금지	■ 국제종교자유법(인권), 무역법(공산주의)
	■ 대외원조 금지	■ 대외원조법(인권, 공산주의), 무기수출통제법(핵실험)
	■ 정부 자산 동결	■ 행정명령 13466호(WMD 확산)
	■ 자금세탁 주요 우려대상 지정	■ PATRIOT ACT 311조
북한 및 제3국의 기업·개인	■ 미 관할권 내 자산 동결 및 거래 금지 (미 금융시스템 이용 불가)	■ 이란, 러시아, 북한 제재법(H.R.3364), 대북제재법(H.R.757), 행정명령 13382호(WMD확산), 13551호(무기 사치품 거래 등), 13687호(인권, 사이버 등), 13722호(해외 노동자 송출 등)

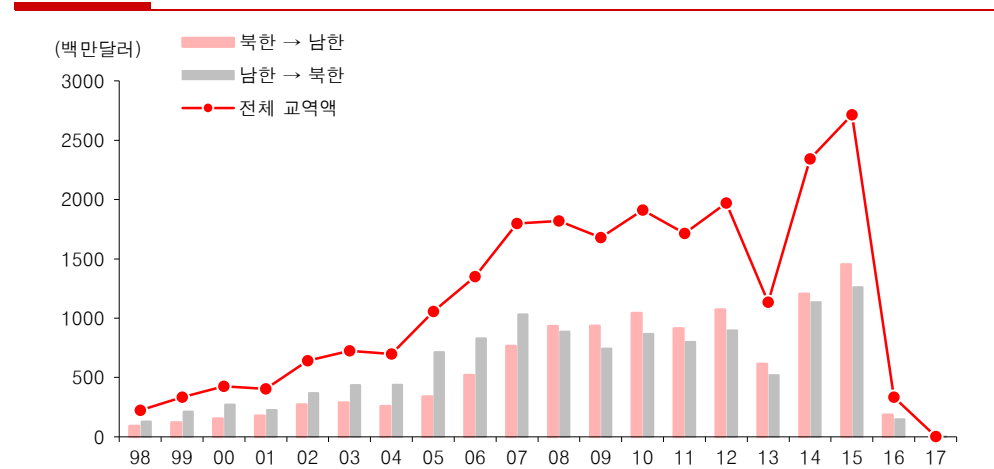
자료: 외교부, 유진투자증권

2) 과거 남북 경험 사례

남북 교역액, 개성공단
착공으로 급증 후 2016년
개성공단 가동 중단 결정
으로 급감

과거 남북한 경험은 1988년 717선언 이후 남북관계에 긴장이 조성된 일부 시기를 제외하고 지속적으로 증가했다. 특히 2000년 6/5 남북공동선언에서 경제협력을 통한 민족경제의 균형적인 발전을 합의한 이후 2003년 개성공단이 착공되고 2004년 12월 첫 제품이 생산되면서 남북한 교역이 급증했다. 2015년에는 남북 교역액이 28억달러로 2004년 개성공단 생산 이전과 비교해 무려 3.9배나 증가했다. 그러나 2016년 2월 북한의 핵실험 등에 대응한 정부의 개성공단 가동 중단 결정으로 남북한 교역은 급감했다.

도표 16 남북 교역 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

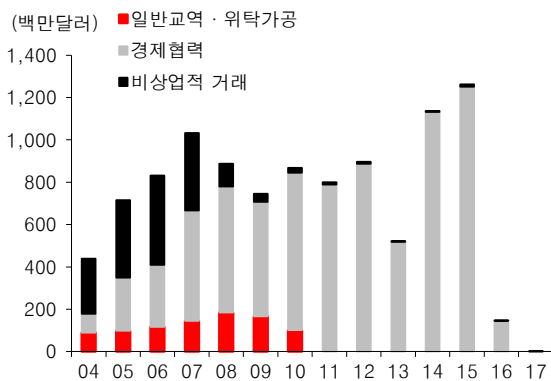
부문별로 남북 경험은
섬유, 전자/전기 제품을
중심으로 활성화

남북 경험의 부문별 추이를 보면 일반교역이나 위탁가공 비중은 낮아지고 경제협력과 지원 등의 비상업적 비중이 높아지는 패턴을 보였다. 특히 2008년 이후에는 북한의 핵실험과 미사일 발사, 금강산 관광객 피격 사건으로 금강산 관광이 중단되고 인도적 지원도 감소하면서 경제특구와 관련된 교역이 주를 이뤘다.

남한에서 반출되는 물품은 초기에는 지원 품목인 비료 등의 화학공업제품과 쌀, 옥수수, 분유 등의 농산물의 비중이 높았지만 개성공단 등 경제 특구의 활성화로 섬유류와 전자/전기 제품 중심의 비중이 높아졌다. 이에 따라 2007년까지 20~30%에 불과했던 섬유류, 전자/전기 제품의 비중이 2015년 도에는 무려 70%로 확대되었다.

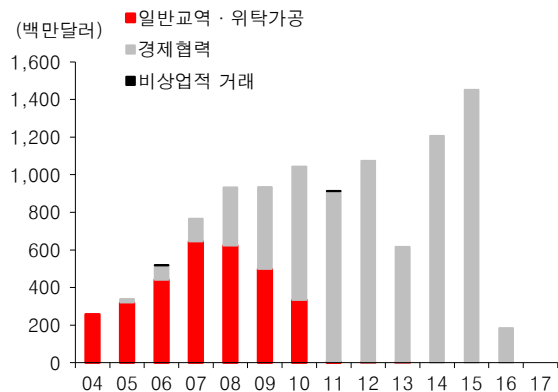
북한에서 반입되는 물품도 경제협력관련 비중이 대부분을 차지했다. 한때 농산물과 광산물의 반입 비중이 높아졌지만 2010년 천안함 피격 사건에 대응한 대북 제재 조치(5/24 조치) 이후 급감했다. 개성공단이 주로 섬유, 기계금속, 전기/전자 등의 기업 중심으로 입주한 점도 섬유류와 전기/전자 제품 중심의 비중이 높은 요인으로 작용했다.

도표 17 남한 → 북한(반출) 부문별 경험 현황



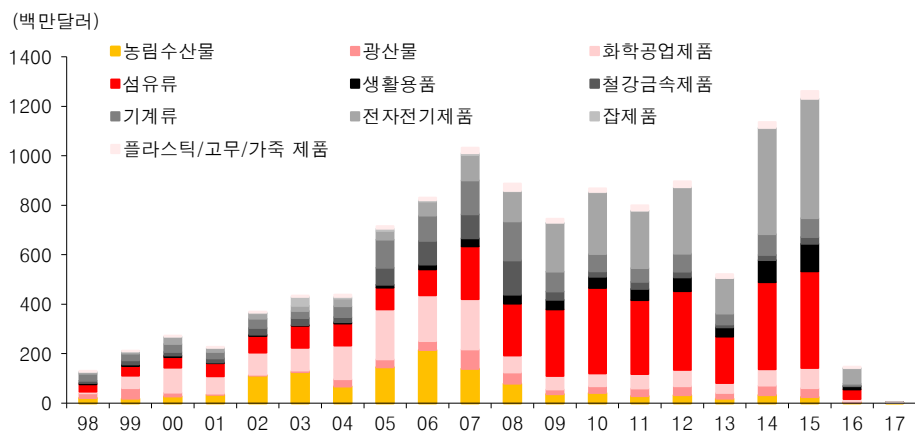
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 18 북한 → 남한(반입) 부문별 경험 현황



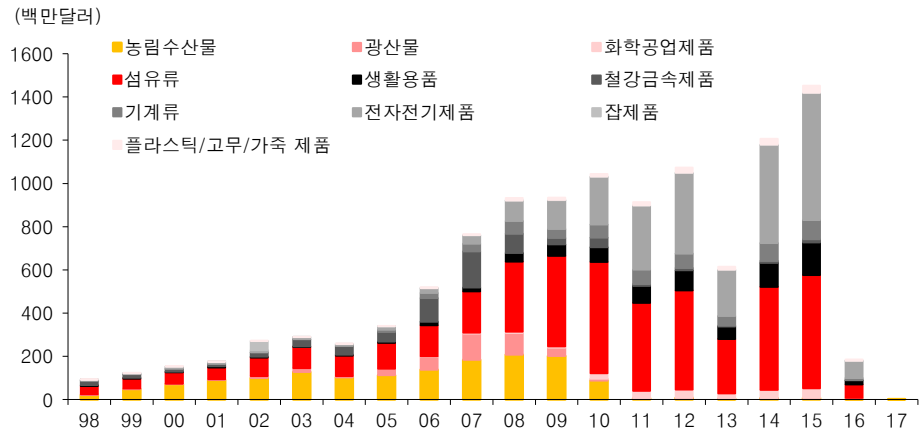
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 19 산업별 경험 현황(반출)



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 20 산업별 경험 현황(반입)



자료: 통계청, 유진투자증권

3) 남북 경험, 기존사업 재개 → 계획사업 확장 → 한반도 신경제 구축 순으로 진행 예상

4/27 판문점 선언,
10/4선언에서 합의된
사업의 적극 추진 합의

과거 남북정상회의에서 남북 경험의 주된 목적은 민족경제의 균형적 발전과 공동의 번영에 있었다. 2000년 6/5 남북공동선언 이후 개성공단이 착공되기는 했지만 남북 경험과 관련해 구체적인 방향성이 제시된 것은 2007년 10/4 남북정상회담이다. 10/4 남북정상회담에서 남북 정상은 경제협력을 위한 투자 장려, 기반시설 확충과 자원 개발의 적극 추진, 경험과 관련된 각종 우대 조건 및 특혜 부여, 개성공단 1단계 건설의 빠른 완공과 2단계 개발 착공, 개성-신의주 철도와 개성-평양 고속도로의 공동이용 위한 개보수 협의 및 추진, 안변과 남포에 조선협력단지 건설, 경험의 원활한 추진을 위한 남북경제협력 추진 위원회의 부총리급 격상 등 각종 경험 현안에 대한 구체적인 실행 방안을 합의했다.

4/27 판문점 선언에서는 2007년 10/4 선언에서 합의된 사업들을 적극 추진해 나가며 1차적으로 동해선 및 경의선 철도와 도로들을 연결하고 현대화하여 활용하기 위한 실천적인 대책들을 취해가기로 했다. 특히 남북 경험 추진을 위한 남북 공동 조사와 각각 상대방 지역에 연락사무소 설치 가능성을 시사했다.

도표 21 남북정상회담에서의 경험관련 합의 내용

정상회담 일정	주요 경험관련 합의 내용
2000년 6/4 남북공동선언 (2000.6.13~6.15일)	■ 경제 협력 통한 민족경제의 균형 발전
2007년 10/4 선언 (2007.10.2~10.4일)	■ 경제협력 사업 공리공영, 유무상통의 원칙하에서 활성화 - 경제협력 투자 장려, 기반시설 확충과 자원개발 적극 추진 - 서해평화협력 지대 설치, 공동어로구역과 평화수역 설치 - 개성공업지구 1단계 건설 빠른시일내 완성, 2단계 개발 착수 - 문산-봉동간 철도화물 수송 시작 - 통해, 통진, 통관 문제 등 제도적 보장 - 개성-신의주 철도와 개성-평양 고속도로 공동 이용 및 개보수 협의 및 추진 - 안변, 남포에 조선협력단지 건설, 농협, 보건, 환경 등 제반 분야 협력 진행 - 경제협력 사업 원활한 추진 위해 부총리급 남북경제협력 공동위원회로 격상
2018년 4/27 판문점 선언 (2018년 4/27일)	■ 민족경제 균형적 발전과 공동번영 위해 10/4선언에서 합의된 사업 적극 추진 - 공해선 및 경의선 철도와 도로 연결 및 현대화, 활용을 위한 실천적 대책 마련 - 남북 경험 추진을 위한 공동 조사 연구 작업, 각 상대방 지역에 연락 사무소 설치로 발전

자료: 통일부, 유진투자증권

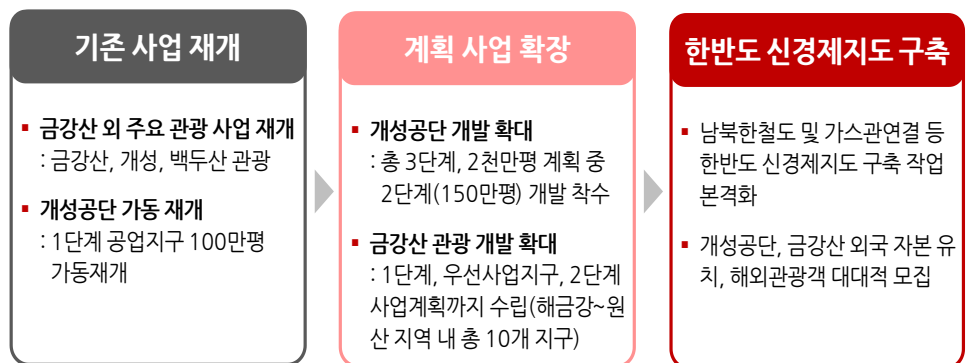
남북 경협, 기존사업 재개
→ 계획사업 확장
→ 한반도 신경제지도
구축 순으로 전개 예상

과거 남북 경협은 순수한 경제적 요인보다는 정부의 대북정책 기조와 남북관계 상황 등 경제 외적인 요인에 더 영향을 받았다. 남북 정상이 한반도의 비핵화와 평화를 지지하고 있지만 아직도 핵문제는 진행형이다. 따라서 향후 북미 회담 결과와 국제사회의 대북 제재 완화 여부에 따라 향후 대북 경협의 시점이나 범위가 결정될 가능성이 높다. 어찌되었던 4/27 판문선 선언을 계기로 남북 경협에 대한 기대가 높아졌다. 10.4 선언에서 합의된 사업을 추진하기로한 만큼 향후 경협의 형태는 기존 사업의 재개에서 출발할 가능성이 높다. 즉 개성공단의 가동과 금강산의 주요 관광 사업의 재개다. 이후 기존 경협 사업의 확대와 철도, 가스관 등 인프라 투자를 통해 한반도 신경제 지도 구축 순으로 전개될 것으로 예상된다.

개성공단, 1단계 개발 후
중단된 상황

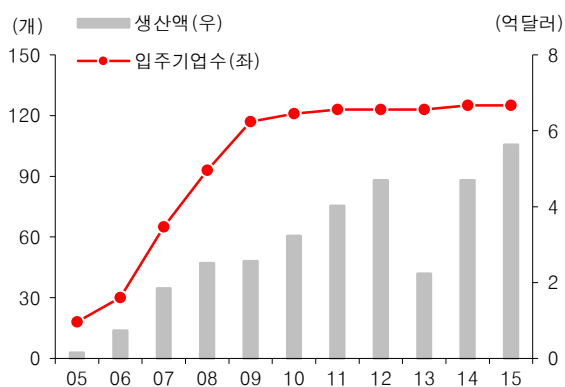
개성공단 사업은 남북연결철도 남쪽에 있는 제 1권역 350만평 부지에 1단계로 100만평, 2단계로 150만평을 우선 개발한 후 제 2권역의 3단계 350만평을 순차적으로 개발하며 건설기간 8년동안 부지조성, 건축비, 기간시설기 등 총 82.8억 달러를 투자할 계획이었다. 그러나 전체 개성공단 부지 2천만평 가운데 1단계 사업으로 100만평만 개발된 뒤 더 진전되지 못했다. 10/4 선언에서 합의된 2단계 사업 150만평은 개발권자인 현대아산이 측량만 끝낸 상태에서 개발이 중단되었다. 1단계 사업도 공장부지 분양은 거의 이뤄졌지만 당초 입주가 계획된 300개 기업중 125개 기업이 입주하는데 그쳤다.

도표 22 남북 경협 재개 시나리오



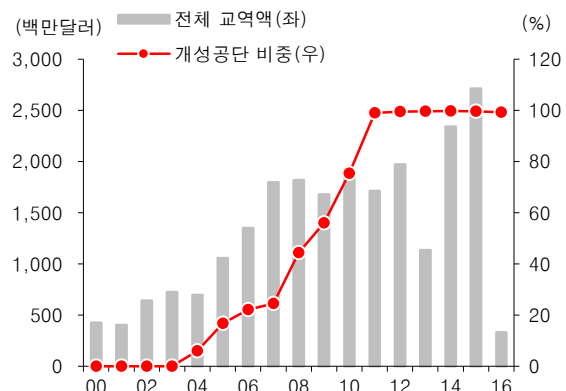
자료: 현대아산, 유진투자증권

도표 23 개성공단 생산액과 입주기업수



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 24 남북 전체 교역액과 개성공단 비중

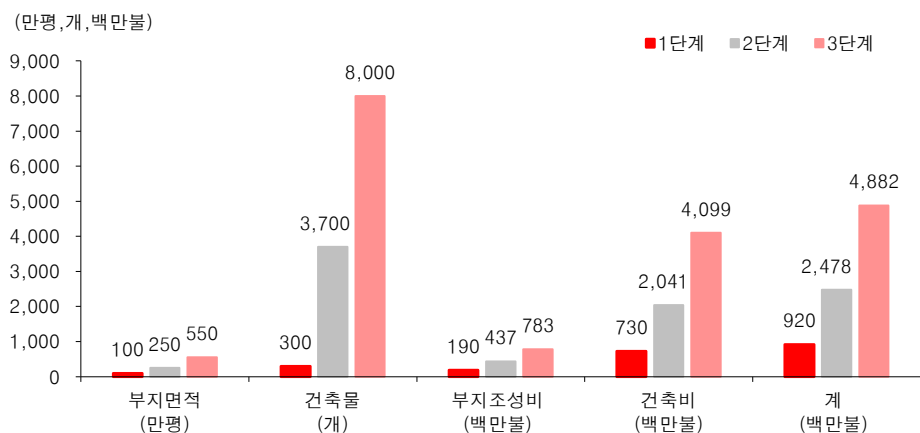


자료: 통계청, 유진투자증권

개성공단 2단계 150만평,
3단계 350만평 개발 재개
및 금강산 등의 관광개발
사업 확대 예상

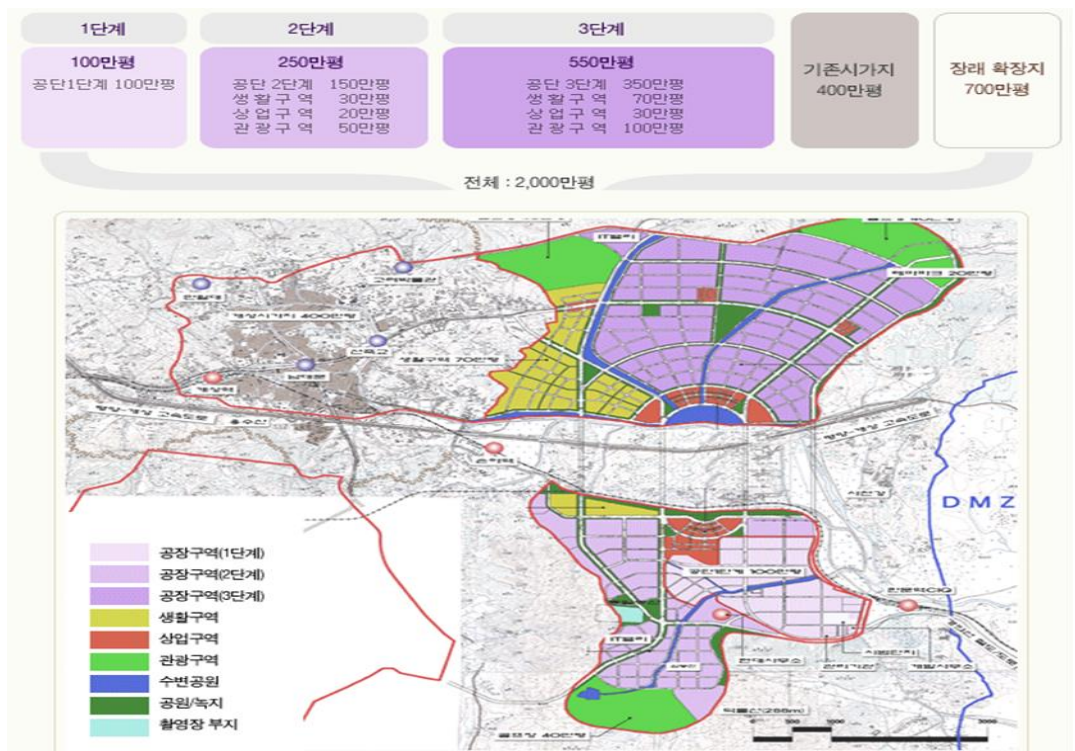
따라서 개성공단 사업이 재개될 경우 개성공단의 추가 개발과 관련된 국내 기업들의 참여가 확대될 것으로 예상된다. 당초 총 3단계 2천만평 계획중 2단계 개성공단 150만평의 개발이 재개될 것이며, 해금강~원산지역내 총 10지구에 대한 관광개발 사업도 확대될 것으로 예상된다. 개성공단은 이명박 정부의 5/24 조치 이후 추가 투자, 업종 변경, 설비 반입 등이 모두 단절되었다. 개성공단 폐쇄 직전인 2015년 남북 교역액이 27억달러에 달했고 개성공단의 입주기업이 대부분 인력수요가 많은 중소 제조업체였다. 개성공단에서 사용하는 원자재, 부자재가 대부분 한국에서 생산된 것이고 입주기업 125개사와 연계된 협력업체 등을 고려할 때 고용효과도 클 것으로 예상된다.

도표 25 개성공단 전체 개발 계획



자료: 현대아산, 유진투자증권

도표 26 개성공단 구역별 개발 계획



자료: 현대아산, 유진투자증권

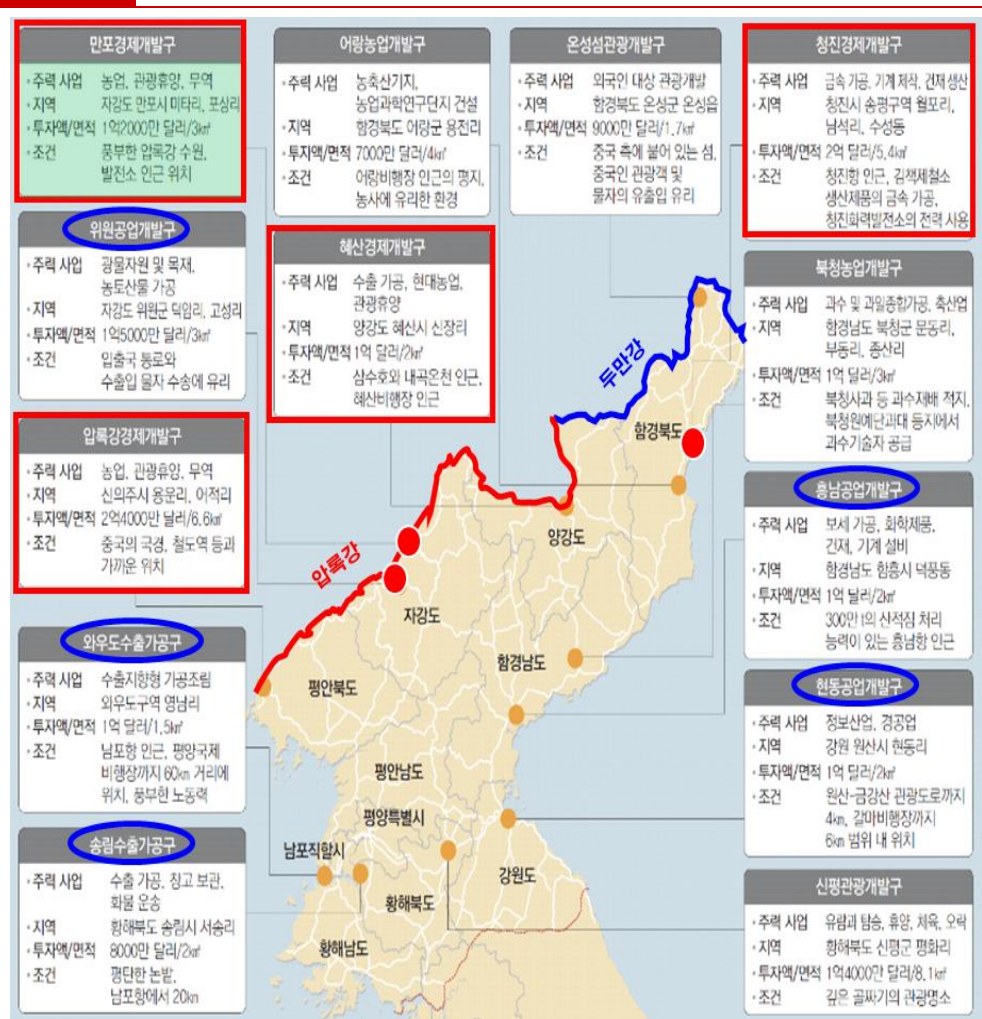
남북 경협 재개는
북한의 경제개발구 참여
확대 및 한반도 신경제지
도 구축으로 이어질 전망

한편 북한은 김정은 국무위원장이 집권한 이래 경제개발구 정책을 통한 대외경협 다각화를 천명하고 2015년 각 개발구의 구체적인 계획을 마련하여 외자유치 계획을 마련했다. 북한은 2013년에는 13개의 경제개발구와 신의주 특구 설치, 2014년에는 6개의 경제개발구를 추가로 지정하였다. 한 마디로 관광, 농업, 수출가공 등 각 지역 특색에 맞는 산업을 부흥시켜 경제를 부흥하겠다는 것이다.

북한의 경제구 개발계획이 본격화될 경우 신의주와 개선을 잇는 철도 공사 등 남북간 철도 연결 프로젝트, 한국 동해안과 북한의 나진/선봉 경제무역지대, 중국 동북3성, 내몽골 등을 잇는 두만강 개발계획 프로젝트 등이 추진될 가능성이 높다. 따라서 남북경협이 활성화될 경우 인프라 구축과 관련된 투자가 확대될 것이다. 또한 산업단지를 중심으로 한 전력, 교통, 도시 개발을 위한 참여 가능성도 높다.

남북한은 북한 경제 개발을 통해 동북아 경제질서에서 주도적 역할을 하자는 점에서는 목표가 같다. 따라서 남북한 경제협력과 대외개방이 가속될 경우 북한의 경제 개발구 정책은 빠른 속도로 추진될 것이다. 이는 문재인 대통령이 내놓은 1) 동해권 에너지·자원 벨트, 2) 서해안 산업·물류·교통 벨트, 3) 비무장지대 환경·관광 벨트 등 한반도 신경제지도 구축으로 이어질 전망이다.

도표 27 북한이 외자유치를 시도하는 개발구



자료: 언론보도, 유진투자증권



4) 남북 경제 격차 큰 분야를 중심으로 민간 교류와 인프라 투자 확대 기대

남북한의 현격한 경제, 산업, 사회간접자본 격차

중장기적으로 남북 경험은 남한에 비해 낙후된 북한의 인프라 투자에 집중될 것으로 보인다. 2016년 현재 남북한의 경제 격차는 현격하다. 남북한의 1인당 GNI 격차는 22배에 달하며 대외교역규모는 무려 139배에 달한다. 산업생산 부문에서 일부 곡물, 철광석, 석탄 등을 제외한다면 남한 생산량이 절대적으로 크다. 북한의 산업은 농업 및 광업 등 1차 산업 비중이 35% 이상을 차지하고 있으며, 제조업도 군산복합형 중공업에 편중되어 있다. 에너지 발전량이나 사회간접자본 격차도 크다. 철도나 도로의 총연장은 한국과 각각 2.5배, 4.2배에 달하며 항만하역 능력은 무려 27.4배에 달한다.

민간투자, 교역확대와 북한 경제개발을 위한 인프라 투자 우선될 듯

교역확대를 위해서는 북한의 낙후된 인프라 투자가 우선시 될 수 밖에 없다. 남북한의 도로 및 철도 연결과 현대화는 인프라 투자의 경제적 효과뿐만 아니라 물류 효율화를 견인해 장기적으로 동북아 물류 허브 건설에도 밑거름이 될 것이다. 2013년 정부는 유라시아간 경제협력을 통해 경제 활성화를 이루고 북한의 개방을 유도하기 위해 유라시아 이니셔티브(Eurasia Initiative) 구상을 발표했다. 한 반도와 유라시아 지역을 잇는 교통 및 에너지 인프라를 구축하고 제도적 장벽을 제거해 단일 경제권으로 만들기 위한 방안이다.

도표 28 남북한 경제, 주요 산업생산, 사회간접자본 현황 비교

주요 지표			남한	북한	남한/북한
경제	인구	(만 명)	5,124.6	2,489.7	2.1
	명목 GNI	(조 원)	1,646.2	36.4	45.3
	1인당 GNI	(만 원)	3,212.0	146.0	22.0
	경제성장률	(%)	3.0	4.0	-
	무역총액	(억 달러)	9,016.0	65.0	138.7
에너지 산업	석탄생산량	(만 톤)	172.6	3,106.0	0.1
	발전용량	(만 kw)	10,586.6	766.1	13.8
	발전량	(만 kw)	5,404.0	239.0	22.6
	원유도입량	(만 배럴)	107,811.9	388.5	277.5
	정제 능력	(만 BPSD)	305.9	7.0	43.7
농수산물 생산량	곡물	(만 톤)	437.0	482.3	0.9
	쌀	(만 톤)	419.7	222.4	1.9
	수산물	(만 톤)	325.7	100.9	3.2
공산물 생산량	철광석	(만 톤)	44.5	524.9	0.1
	비철금속	(만 톤)	17.8	9.7	1.8
공산품 생산량	자동차	(만 대)	422.8	0.4	1,112.6
	조강	(만 톤)	6,857.6	121.8	56.3
	시멘트	(만 톤)	5,674.2	707.7	8.0
	비료	(만 톤)	206.5	60.4	3.4
	화학섬유	(만 톤)	136.8	2.3	59.5
사회간접자본	철도총연장	(Km)	13,182.0	5,226.0	2.5
	도로총연장	(Km)	108,780.0	26,176.0	4.2
	항만하역능력	(만 톤)	114,079.9	4,157.0	27.4
	선박보유	(만 톤)	1,304.0	93.0	14.0

주: 2016년 기준, 자료: 통계청, 한국은행, 유진투자증권

북한의 인프라 투자는
장기적으로 유라시아
이니셔티브 구상으로
이어질 듯

유라시아 이니셔티브 구상에 포함된 대표적인 교통인프라 사업은 한반도 중단철도(Trans-Korea Railway)를 시베리아 횡단철도(TRS: Trans-Siberian Railway) 및 중국횡단철도(TCR: Trans-China Railway)와 연결해 유럽과 아시아를 포괄하는 철도 운송로인 실크로드 익스프레스(SRX: Silk Road Railway)를 구축하는 것이다. 이와 더불어 북극항로 개척을 통해 유라시아를 해상으로 연결하고, 전력·가스관 연결을 위한 에너지 네트워크 구축도 포함되어 있다.

그동안 정부의 유라시아 이니셔티브 구상의 장애물중 하나가 바로 북한이었다. 북한과의 분명한 관계 개선이 없이는 육상을 통한 유라시아 연결이 불가능하기 때문이다. 따라서 4/27 남북정상회담에 이어 북미회담에서도 북한의 핵문제가 해결되고 국제사회의 북한에 대한 제재가 완화되어 남북 민간의 교류가 활성화되고 인프라 투자가 선행될 경우 장기적으로 유라시아 이니셔티브 구상의 현실화 가능성도 높아질 것이다.

도표 29 통일 이후 산업 발전 경로

인프라 확충 및 산업생산 기반 정비		생산재, 중간재 수요 증가	소비재, 서비스 수요 증가
(1) 건설 통일 초기 성장동력	(2) 전력/에너지 산업용 수요 급증에 대응	(6) 기계 전후방 연쇄효과 중심	(9) 가전 생활수준 향상 주도
	(3) 유/무선 통신 초고속 통신망 조기 구축	(7) 소재 가치사슬통합, 부가가치	(10) 자동차 유효수요 지속 성장
	(4) 자원 개발 동북아 자원개발 교두보	(8) 환경/바이오 그린 한반도 조성	(11) 항공우주 군수기율 민간 활용 기대
	(5) 교통/물류 동북아 일일생활권 실현		(12) 관광 외국인 관광객 2억명

자료: 현대경제연구원(2014), 유진투자증권

도표 30 유라시아 이니셔티브(Eurasia Initiative)



자료: 언론보도, 유진투자증권



2. 한반도 긴장완화가 거시경제에 미치는 영향

한반도 긴장완화의 단기 거시경제 영향, 가계 및 기업의 경기심리 개선

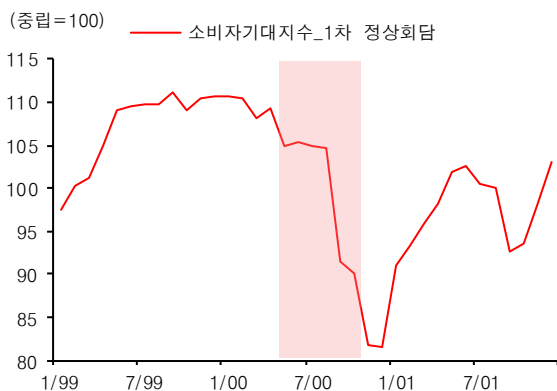
4/27 남북정상회담 이후 통일에 대한 기대가 높아졌지만, 현실적으로는 북미정상회담의 불확실성 상존에다 남북경협이 활성화되기 위해서는 UN의 대북한 경제제재 조치의 해소가 선행되어야 한다는 점에서 아직은 희망의 성격이 강하다. 따라서 4/27 남북정상회담 성공이 한국 거시경제에 미치는 단기적 영향은 통일이라는 이상적 접근보다는 현실적인 접근이 필요하다. 우리는 다음의 3가지 측면에서 한반도 긴장완화가 한국경제에 긍정적 영향을 전망한다.

첫째, 한반도 긴장 완화 및 평화적 통일에 대한 기대가 가계 및 기업의 경제에 대한 심리를 개선시켜 내수회복을 통한 경제성장 개선에 일조하는 효과이다. 2018년 1분기 한국 GDP는 전분기비 1.1% 성장하며 2년 연속 3%대 성장 가능성을 높였지만, 내용면에서는 민간소비, 특히 가계소비가 전분기비 0.4% 증가에 그치면서 불안감이 높아졌다. 특히 1분기 취업자가 전년동기비 월평균 18.3만명 증가하며, 2017년의 월평균 31.6만명 증가에 비해 큰 폭 둔화됨에 따라 민간소비 주도의 3%대 성장에 대한 불확실성이 높아졌다.

물론 지난 2000년 6월 1차 남북정상회담 및 2007년 10월 2차 남북정상회담 당시에 가계 소비심리와 기업 채감경기 개선효과는 크지 않았다. 1차 정상회담 당시 소비자심리지수는 IT 버블 붕괴에 따른 세계경제 침체 우려가 확산되면서 6개월 전대비 5.4p 하락했다. 2차 정상회담 당시에는 소비자심리지수가 6개월 전대비 3.2p 상승했고 한국은행이 조사한 제조업 업황전망 역시 2차 남북정상회담 당시 6개월 동안 8p 상승했지만, 2000년대 중반의 세계경제 고성장에 기인한 측면이 강했다는 점에서 남북정상회담이 유의미한 영향을 미쳤다고 보기 어렵다. 참고로 2차 남북정상회담 당시 6개월 동안의 제조업 업황전망은 수출기업은 7p 상승한 반면 내수기업은 9p 상승한 바 있다.

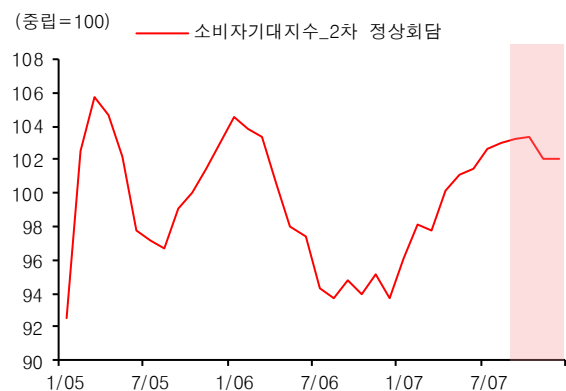
그러나 1차와 2차 정상회담 당시에도 한반도 긴장완화에 대한 기대를 고무시켰지만, 2018년 4/27 정상회담과 비교할 정도는 아니다. 북미정상회담에서 한반도 핵폐기에 대한 합의가 이루어질 경우 남북경협 확대에 대한 기대는 그 어느 때보다 높게 형성됨이 자명하기 때문이다.

도표 31 1차 남북정상회담 전후 가계 소비심리 추이



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 32 2차 남북정상회담 전후 가계 소비심리 추이



자료: 통계청, 유진투자증권



둘째, 한반도 긴장완화에 따른 외국인투자자의 대한국 투자 확대 가능성이다. 특히, 1990년 10월 통독 이후 외국인투자자의 통일 독일에 대한 투자를 보면, 직접투자(FDI)보다 주식과 채권 등에 대한 포트폴리오투자가 대폭 확대되었다. 1990년 194억마르크이던 외국인의 독일에 대한 포트폴리오 투자는 1993년 2,357억달러로 대폭 확대되었다. 통일된 독일 경제성장에 대한 기대가 그만큼 높았음을 시사한다. 한국경제 역시 한반도 긴장완화는 외국인 직접투자보다 포트폴리오 투자 확대에 연결될 가능성이 높다. 한국에 대한 투자 확대의 걸림돌인 한반도 지정학적 리스크의 하락이 명약관화한 동시에 남북경협 확대에 따른 경제성장 기대가 제고될 가능성이 높기 때문이다.

셋째, 한국경제의 새로운 성장동력 확충을 통해 인구 고령화에 의한 장기저성장 추세의 고착화 우려에서 벗어날 가능성이 높다. 4/27 남북정상회담의 성공에 이어 북미정상회담에서 한반도 비핵화 일정이 합의된다면, 단기적으로 중단되었던 남북경협이 재개될 가능성이 높다. 이미 4/27 판문점 선언에서 10/4 선언에서의 사업의 적극 추진과 철도 및 도로 건설이 합의된 바 있다. 그리고 이는 반도체를 비롯한 IT에 이어 건설, 철강 및 금속, 전기가스업, 섬유 의복 그리고 종이 목재 등 전통산업의 잠재성장력 확대에 연결된다. 한국경제가 IT산업뿐만 아니라 전통산업에서 새로운 성장동력이 확충되게 된다.

도표 33 2차 남북정상회담 전후 제조업 업황전망 추이

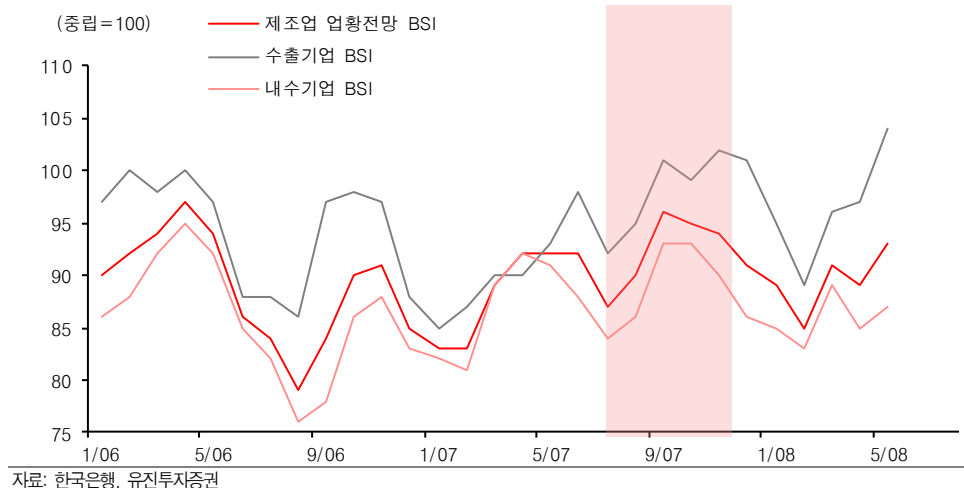


도표 34 1990년 통독 이후 외국인 직접투자 추이

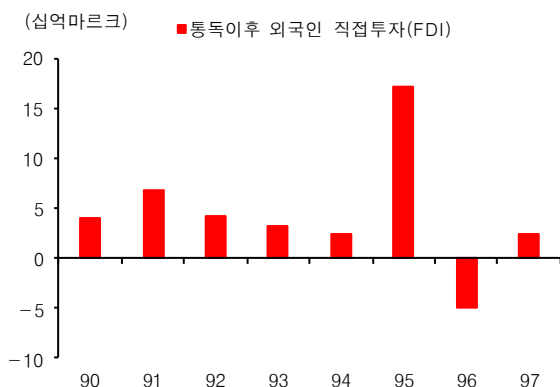
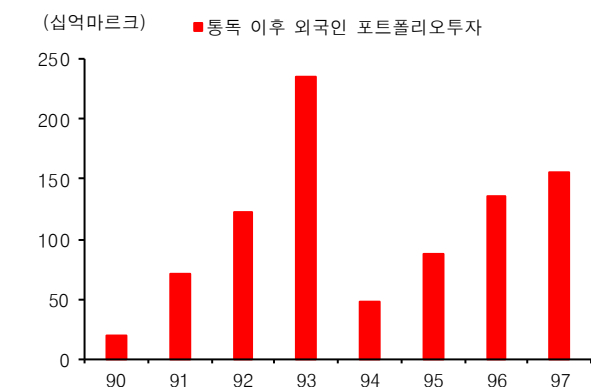


도표 35 1990년 통독 이후 외국인 포트폴리오 투자 추이



한반도 통일 이후 문재인 정부의 신경제지도구상 현실화 기대도 상존

2017년 문재인대통령은 ‘베를린 평화구상’을 통해 ‘한반도 신경제지도’ 구상을 밝힌 바 있다. 주요 내용은 첫째, 3대 벨트 구축을 통해 한반도 신성장동력 확보 및 북방경제 연계 추진이다. 환동해벨트(금강산과 원산 및 단천, 청진 및 나선을 남북이 공동개발하여 동해안과 러시아를 연결: 동해권 에너지 및 자원벨트), 환서해벨트(수도권, 개성공단, 평양과 남포, 신의주를 연결하는 서해안 경협벨트를 통해 서해안 산업·물류·교통벨트), 그리고 접경 경제벨트(설악산, 금강산, 원산, 백두산을 잇는 관광벨트 구축 및 DMZ를 생태 및 평화안보 관광지구로 개발) 등이 주요 내용이다. 여기에 경제통일을 통해 남북한 하나의 시장 및 남북경협, 남북접경지역 개발 등도 포함되어 있다.

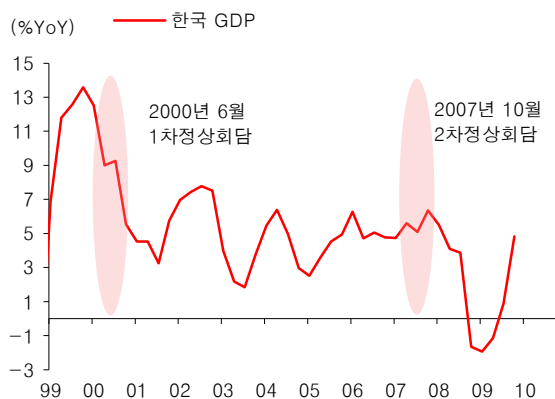
한국정부의 ‘한반도 신경제지도 구상’은 아직은 현실감이 크지 않다. 한반도 리스크의 완전한 해소 및 한반도 통일을 전제하기 때문이다. 여기에 1, 2차 정상회담이 한국경제에 미치는 영향이 크지 않았다는 학습효과 및 통독 이후 독일경제의 장기 침체 경험을 감안하면 장미빛 전망에 그칠 가능성도 배제할 수 없다. 현실적으로 통일이 이루어지더라도 통일방안에 따라 재정수지 및 물가, 화폐통합과정 등에서 한국경제가 감당하기 어려울 가능성도 충분히 상존하고 있다. 그럼에도 불구하고 한반도 통일이 후유증을 최소화하는 최적의 방안을 통해 이루어진다면, 한국경제의 밝은 미래 청사진이 이루어질 가능성도 분명히 상존한다. 꿈은 반드시 이루어짐을 2002년 월드컵을 통해 확인한 바 있기 때문이다.

도표 36 2017년 문재인대통령의 베를린 평화구상에서 제시된 한반도 신경제지도



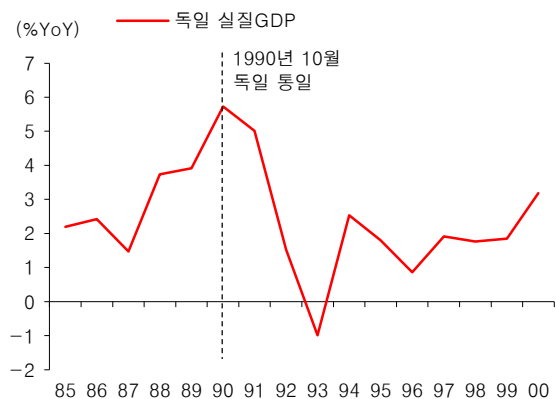
자료: 국정기획자문위원회, 유진투자증권

도표 37 1, 2차 남북정상회담의 GDP 성장효과 제한적



자료: 한국은행, 유진투자증권

도표 38 1990년 10월 통독 이후 독일경제 장기 부침 경향



자료: IMF, 유진투자증권



IV. 한반도 긴장완화의 주식 및 채권, 외환시장 영향

1. 주식시장, 코리아 디스카운트 축소 통한 상승동력 확충

코리아 디스카운트, 한반도 지정학적 불안 외에도 여러 요인에 기인

MSCI 12개월 선행 주당순이익(12m Fwd EPS)을 기준으로 한 KOSPI PER과 이머징 시장의 PER은 2018년 6월 현재 각각 8.6배 및 11.6배이다. 따라서 한반도 긴장완화가 KOSPI에 미치는 영향은 한국 주식시장의 디스카운트 요인을 반영하는 이머징 PER과의 간격이 얼마나 축소될지에 달려 있다.

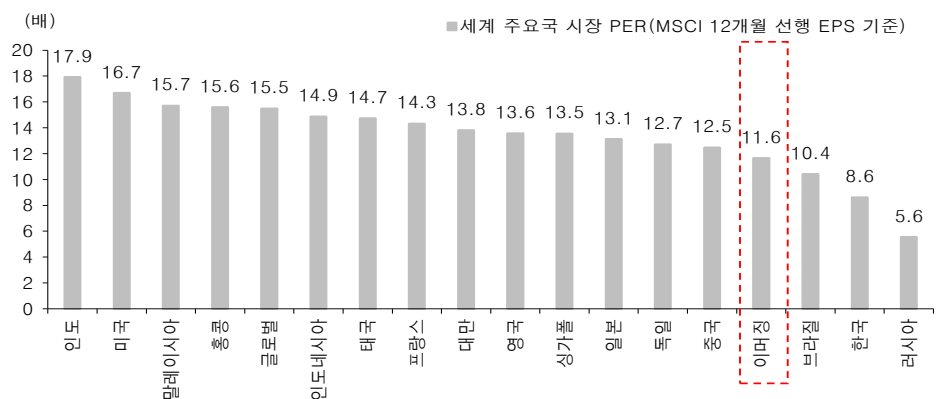
한국 주식시장의 디스카운트 배경에는 한반도 지정학적 리스크뿐만 아니라 한국기업의 높은 대외 의존도에 따른 높은 순익 변동성, 한국기업의 지배구조, 낮은 배당성향, 그리고 인구 고령화에 따른 장기 추세적 저성장 우려 등이 작용한다. 따라서 금번 남북 및 북미정상회담을 통해 한반도 비핵화가 가시화되더라도 한국 주식시장의 이머징대비 디스카운트는 부분적인 축소이지 완전한 해소를 기대하기는 어렵다. 한반도 지정학적 불안의 완화가 KOSPI에 미치는 영향은 자의적인 전제가 필요하다.

도표 39 KOSPI와 이머징 시장 PER 격차로 대변되는 코리아 디스카운트



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

도표 40 2018년 6월 기준 주요국 시장 PER 비교



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권(2018년 6월 5일 기준)

한반도 긴장완화로 이머징
과의 PER 괴리 1/3 축소
시, KOSPI 12% 상승

우리는 한반도 지정학적 불안이 해소될 경우 이머징-KOSPI PER이 1/3 축소됨을 가정했다. 이 경우 이머징-KOSPI 간의 PER 간의 축소 폭 1.04배를 KOSPI에 적용하면 12%(최근 3개월 평균 KOSPI 2,462p 적용하면 295p) 상승 여력이 형성된다. 참고로 독일의 경우 장벽 붕괴 이후 통일(1989년 11월 9일-1990년 10월 3일) 기간에 DAX 30은 급등락이 이어지며 1.2% 하락한 바 있다.

도표 41 2000년 6월 1차 남북정상회담 전후 KOSPI 추이

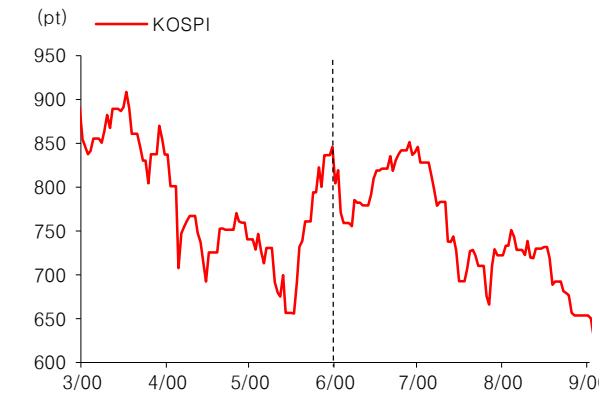


도표 42 1차 회담 시 신흥국대비 KOSPI 초과수익률 추이

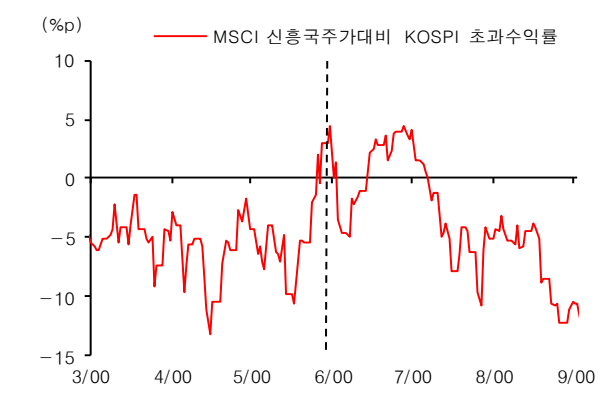


도표 43 2007년 7월 2차 남북정상회담 전후 KOSPI 추이

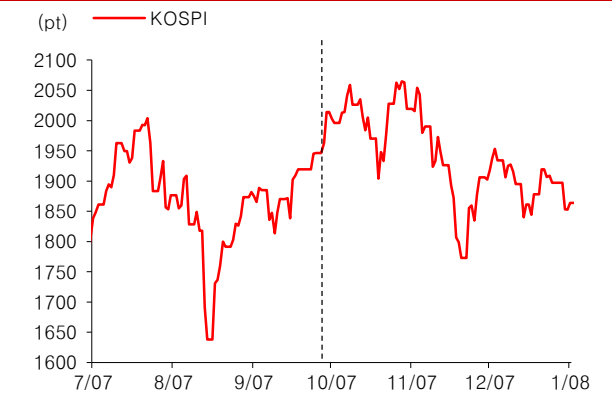


도표 44 2차 회담시 신흥국대비 KOSPI 초과수익률 추이

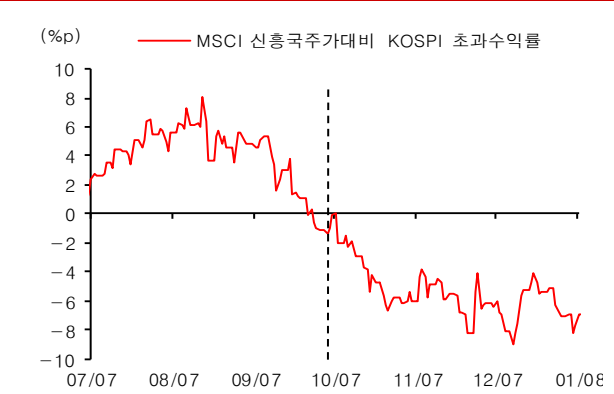
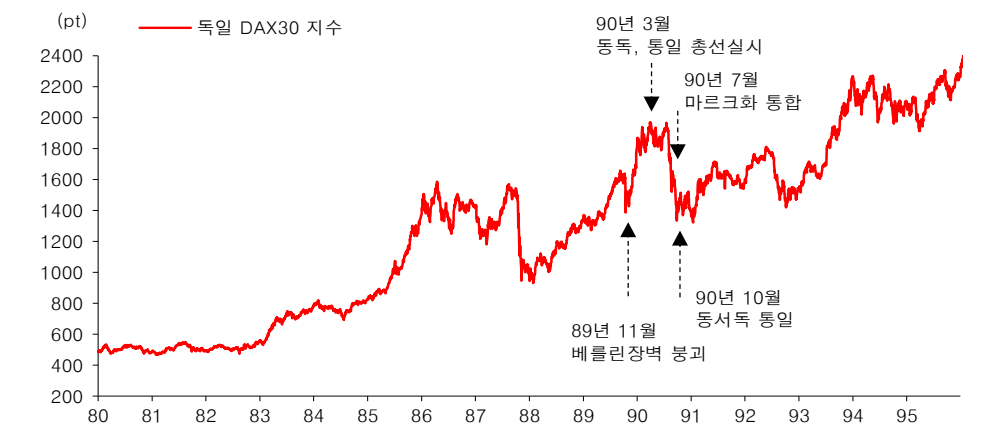


도표 45 1990년 통독을 전후한 독일 DAX 30 추이

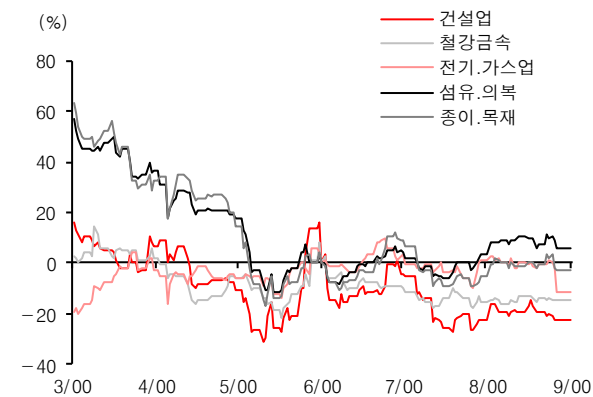


1, 2차 남북정상회담 앞둔 경협관련 업종, 정(+)의 초과수익률 기록

한반도 긴장완화와 남북경협이 주식시장에 미치는 영향은 KOSPI보다 오히려 관련 업종주가에 더 관심이 집중된다. 따라서 남북경협과 관련된 5개 업종을 건설, 철강금속, 전기가스, 섬유·의복, 종이·목재 등으로 선정하여, 1, 2차 남북정상회담 이전 3개월 동안에 형성된 저점과 남북정상회담일의 주가 수준을 비교했다.

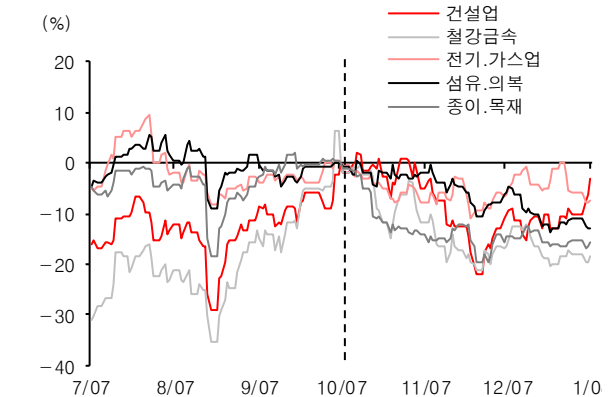
2000년 6월 13일 1차 남북정상회담의 경우 5개 업종 주가의 절대수익률은 직전 3개월 저점대비 건설 31.3%, 철강금속 21.6%, 전기가스 19.9%, 섬유·의복 11.2%, 종이·목재 17%를 기록했다. 5개 업종의 평균 주가상승률은 20.2%에 달한다. 그리고 2007년 10월 4일 2차 남북정상회담의 경우에도 동일 기준으로 적용하면 5개 업종이 각각 28.9%, 35.3%, 8.3%, 8.8%, 18.3% 상승하였으며, 5개 업종주가의 평균 상승률은 19.9%에 달했다. 한편, 1, 2차 남북정상회담 당시 관련업종의 주가 상승률이 KOSPI 상승에 기인했을 가능성을 배제하기 위하여 업종주가상승률에서 KOSPI 상승률을 차감한 초과수익률 역시 동일 기준을 적용하면, 1차의 경우 11.7%p 그리고 2차의 경우 7.1%p를 기록했다. 1, 2차 남북정상회담 당시 이머징 시장대비 KOSPI의 초과수익률은 하락과 상승을 반복한 반면, 남북경협 관련업종의 주가는 절대 및 초과수익률이 모두 정(+)의 영향을 받았음을 의미한다. 지난 4월 이후 남북경협관련 업종 및 기업 주가가 꽤 올라 단기적으로 차익 실현 압박 가능성이 있다. 그러나 1~2차 회담 당시와는 달리 이번에는 지속 가능성이 더 높다. 장기적으로는 긍정적 시각을 유지할 필요가 있다.

도표 46 1차 정상회담 전후 관련 5개 업종 주가수익률



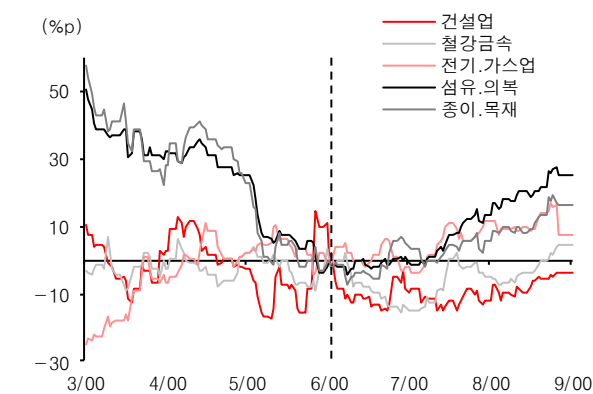
자료: KRX, 유진투자증권

도표 47 1차 회담 전후 관련 5개 업종 초과수익률 추이



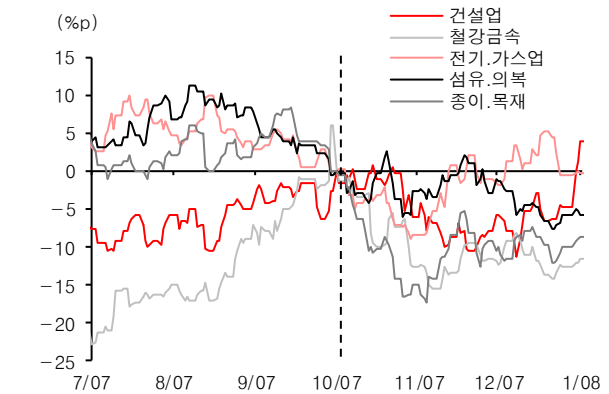
자료: KRX, 유진투자증권

도표 48 2차 정상회담 전후 관련 5개 업종 주가수익률



자료: KRX, 유진투자증권

도표 49 2차 회담 전후 관련 5개 업종 초과수익률 추이



자료: KRX, 유진투자증권

2. 채권시장, 재정거래 유인 확대 등 금리 하락 모멘텀

미 달러가치, 2017년에 이어 2018년 들어도 약세기조 지속

이번 북미정상회담이 채권시장에 미치는 영향은 크게 두 가지다. 하나는 전쟁의 종식과 평화로 인한 지정학적 리스크의 완화이며, 다른 하나는 남북 경협 확대에 따른 펀더멘탈의 개선이다.

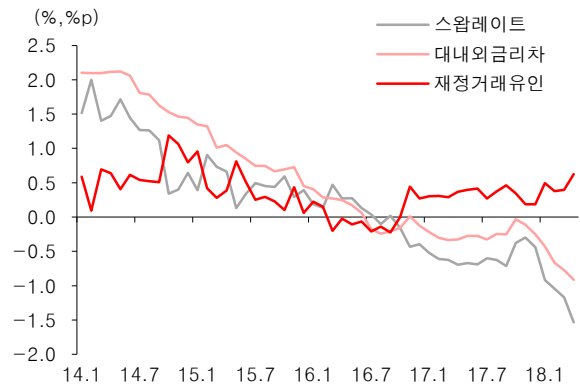
우선 지정학적 리스크는 코리아 디스카운트를 완화하며 외국인의 투자 확대로 이어질 가능성이 높다. 특히 지정학적 리스크 완화에 따른 원/달러환율의 하락 압력은 외국인의 원화자산 투자를 확대할 것이다. 지정학적 리스크 완화와 원/달러환율의 하락은 재정거래 등의 확대를 통해 외국인의 원화채권 투자로 이어질 것이다. 실제 최근 한국 CDS프리미엄의 하락이 원화 강세로 이어졌고, 스왑레이트의 하락을 통해 재정거래 유인을 확대함으로써 외국인의 현물과 선물 투자가 증가하면서 금리의 하락을 견인하기도 했다.

도표 50 한국 CDS 프리미엄과 원/달러환율



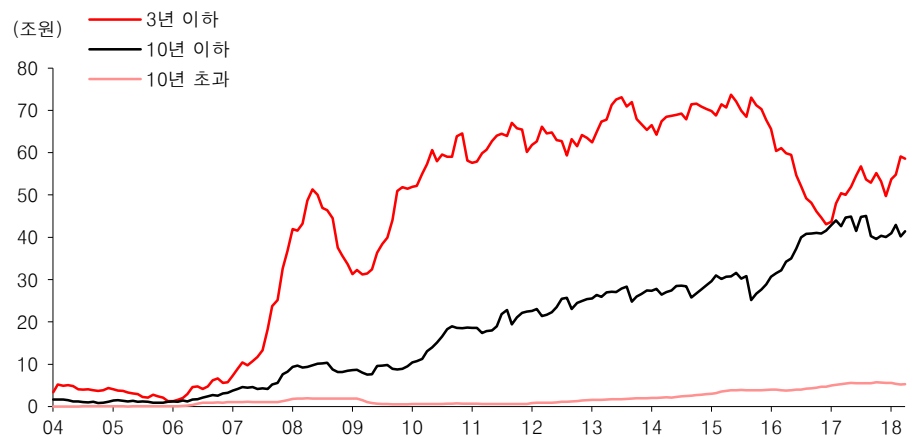
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 51 외국인 재정거래 유인



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 52 외국인 원화채권 만기별 투자 잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

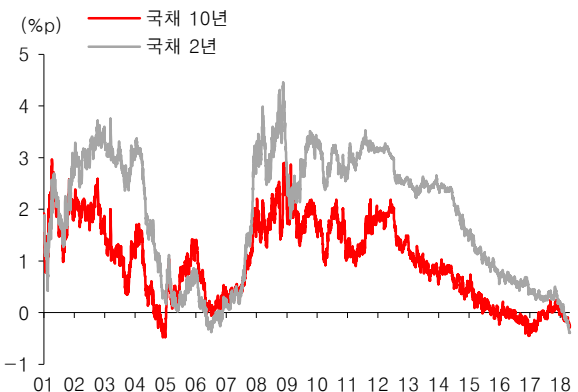
그러나 지정학적 리스크 완화는 외국인의 투자 확대 요인이나 미 연준의 금리인상 기대 강화로 인한 달러화 강세와 한/미 금리 역전 폭 확대 흐름을 고려할 때 외국인의 가시적인 원화채권 투자 확대를 기대하기도 어렵다. 과거에도 원/달러환율의 흐름을 결정하는 모멘텀은 달러화였다. 최근 외국인의 원화채권 투자가 재정거래 유인 확대에 따른 3년 이하의 단기물에 집중되고 있음을 고려하면 안정적인 외국인 투자를 기대하기는 어렵다. 달러화 강세로 원화 약세 압력이 높아질 경우 외국인 자금의 이탈 가능성이 높기 때문이다. 따라서 지정학적 리스크 완화에 따른 외국인 투자 확대와 금리 하락은 단기적인 모멘텀에 그칠 가능성이 높다.

도표 53 달러지수와 원/달러환율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

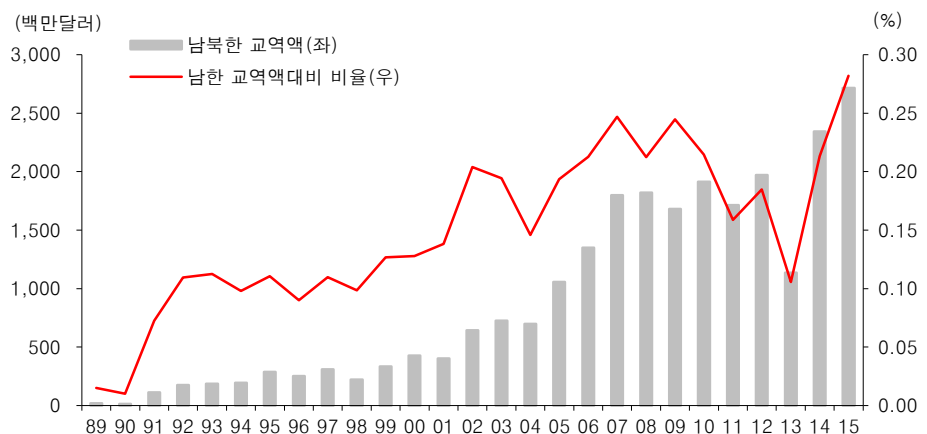
도표 54 한국-미국 국채금리 격차 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

둘째, 남북경협 확대에 따른 펀더멘탈 개선 기대다. 그러나 남북 경협이 중단되기 이전인 2015년을 기준으로 볼 때 남북 교역액은 전체 한국 교역액의 0.3%에 불과하다. 남북 경협이 정부의 신경제 구상과 같이 유라시아 개발 등으로 이어질 경우 그 효과는 막대할 것이나 실제 현실화되기까지는 넘어야 할 제약이 많고 시간도 오래 소요된다. 한 마디로 단기적으로 가시적인 펀더멘탈 개선을 기대하기 어렵다.

도표 55 한국 전체 교역액 대비 남북한 교역액 비중



자료: 통일부, Thomson Reuters, 유진투자증권

특히 남북한의 통일을 전제로 할 경우 통일에 따른 비용 부담이 크다. 2018년 3월 기준으로 남북협력기금 잔액은 13.8조원에 불과하다. 수백조 원에 달할 것으로 예상되는 통일 비용을 고려하면 정부의 재정 악화가 불가피하다. 실제 독일의 경우 1990년 통독 이후 재정수지가 급격하게 악화되었으며 단기적으로 국채금리도 급등했다. 이후 통일 후유증으로 성장률마저 크게 악화되었다. 아직 통일을 전제로 채권시장 영향을 언급하기는 이르지만 북한과의 교류가 활성화되고 투자가 증가할수록 자금 부담이 커질 수 밖에 없고, 이는 결국 채권발행 확대로 이어질 수 밖에 없다.

더욱이 경제 협력이 재개되고 확대되기 위해서는 북한의 완전한 핵 포기과 국제사회의 제재 완화가 전제되어야 한다. 어찌 되었던 4/27일 남북정상회담으로 한반도 비핵화에 대한 기대는 높아졌고, 북미정상회담까지 지정학적 리스크 완화 기대도 이어질 것이다. 즉 남북정상회담이 채권시장에 우호적 요인이나 아직은 의미있는 금리레벨 하락을 견인하기는 어렵다. 오히려 채권금리의 흐름은 미 연준의 금리인상 기대 강화 여부에 좌우될 것이며 단기적으로 국내의 이슈에 따른 등락이 반복될 것이다.

도표 56 독일 국채 10년 금리 추이

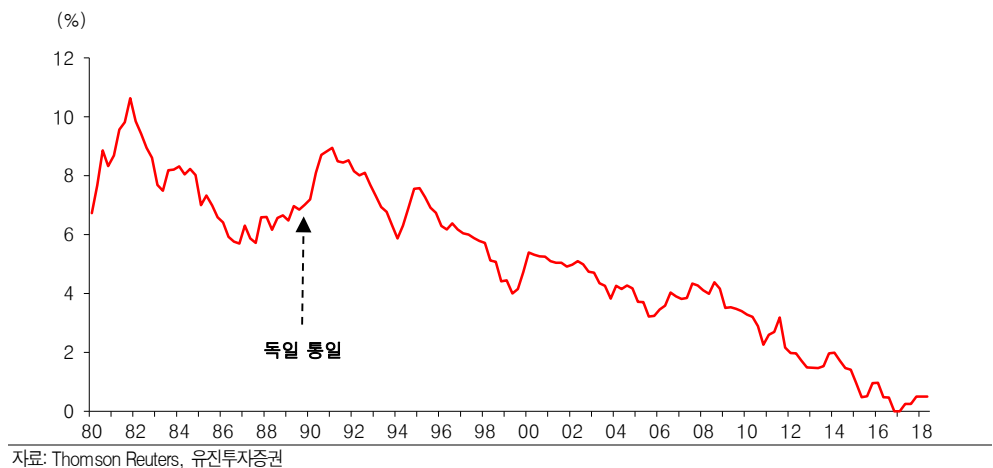


도표 57 독일 재정수지/GDP 추이

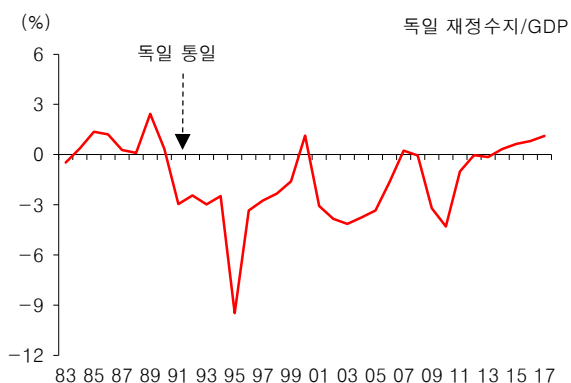
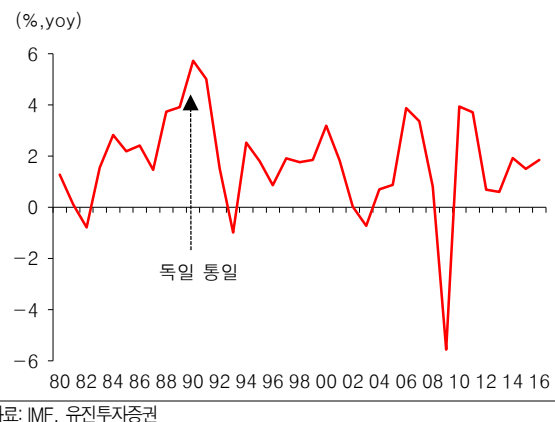


도표 58 독일 GDP성장률 추이



3. 한반도 긴장완화, 원화가치 상승요인이나 미 달러가치에 여전히 연동

한반도 긴장완화, 한국
국가신용등급 상향 및
원화가치 상승압력 증대

2018년 4월 한국의 국가신용등급은 무디스를 기준으로 각각 최고등급보다 2단계 낮은 'Aa2'이며, 등급 전망은 '안정적'이다. 무디스는 한국경제에 대해 경제 및 제도적 강점과 양호한 재정건전성, 대외부문의 안정성 등을 높이 평가하며 긍정적으로 평가했지만, 리스크 요인으로 한반도내 군사적 충돌 및 갑작스런 북한정권의 붕괴 등을 지적한 바 있다. 이에 따라 한국은 미국, 독일, 캐나다 등보다는 낮지만, 프랑스 및 영국 등과 같은 등급이며 일본이나 중국보다 두 등급이 높다.

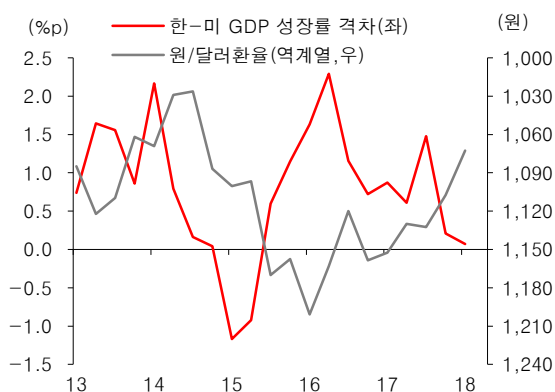
따라서 4/27 남북정상회담의 성공에 이어 북미정상회담이 성공하면서 한반도 긴장완화가 현실화되고 남북경협을 통해 한국경제의 성장잠재력이 확충되면, 이는 필연적으로 3대 국제신용평가기관의 한국 국가신용등급 상향으로 연결될 가능성이 높다. 그리고 이는 한국 국채의 CDS 프리미엄 하락을 통해 직접적으로는 한국 대외부채의 발행비용 축소뿐만 아니라 간접적으로는 외국인투자자의 한국 금융자산에 대한 비중 확대를 유발한다. 정리하면 한반도 긴장 완화는 한국경제 성장잠재력 확대와 더불어 대외신인도 개선을 통해 원화가치의 상승압력을 높이게 된다.

도표 59 한반도 긴장완화의 외환시장 영향 1. 국가신인도 확대 통한 원화가치 상승

등급	Moody's	S&P	Fitch
AAA(Aaa)	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르	독일, 캐나다, 호주(-), 싱가포르	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르
AA+(Aa1)		미국, 홍콩	홍콩
AA(Aa2)	한국, 프랑스, 영국, 홍콩	한국, 영국(-), 벨기에, 프랑스	영국(-), 프랑스
AA-(Aa3)	대만, 칠레(-), 벨기에	대만	한국, 대만, 벨기에
A+(A1)	중국, 일본, 사우디	일본, 중국, 아일랜드, 칠레	중국, 사우디
A(A2)	아일랜드		일본(-), 아일랜드, 칠레
A-(A3)	말레이시아, 멕시코(-)	말레이시아, 사우디	말레이시아

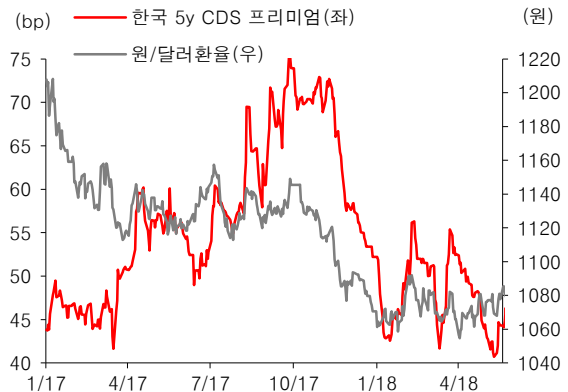
자료: 기획재정부, 유진투자증권

도표 60 영향 2. 잠재성장률 확대 통한 원화가치 상승



자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권

도표 61 영향 3. CDS 프리미엄 하락 통한 원화가치 상승



자료: Bloomberg, 한국은행, 유진투자증권

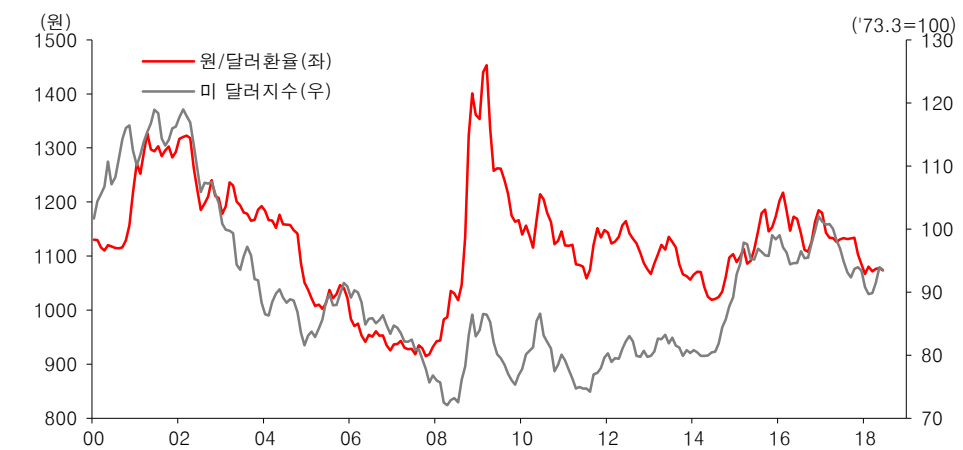


원/달러환율의 추세 결정 요인은 여전히 미 달러가치

한반도 긴장 완화는 분명히 원/달러환율 하락요인이다. 그러나 한반도 비핵화가 일시적으로는 원/달러환율 하락요인으로 작용하나 중장기적인 추세 하락으로 연결될 가능성은 크지 않다. 한국 원화가 이머징 통화의 대표적 통화 중 하나로서 세계경제 성장 지속 여부에 따른 이머징 통화가치의 변동 및 미 연준과 ECB 통화정책, 그리고 미 인플레이션 압력 및 장기 시장금리에 의해 영향을 받는 미 달러가치와의 동조화가 불가피하기 때문이다. 여기에 미 트럼프 정부의 통상정책 및 역외선물환투기세력이 주목하고 있는 한국 외환당국의 외환시장 정책 등도 원/달러환율의 추세성을 좌우한다.

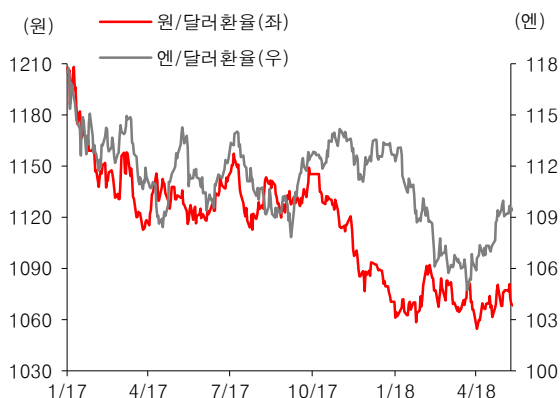
따라서 4/27 남북정상회담의 성공에도 불구하고 원/달러환율의 추세적 하락을 예단하기는 시기상조이다. 오히려 원/달러환율은 한국 외환당국의 시장개입 공개 압력과 더불어 2018년 들어 하락추세를 멈춘 미 달러가치가 재차 하락할지 아니면 하반기에 상승세로 반전될지가 관건이다. 우리는 미 경제에 형성된 인플레이션 압력 확대 및 유로존 경제성장세의 둔화를 반영하여 하반기에 미 달러가치가 상승하면서 원/달러환율이 점진적으로 상승할 가능성에 무게를 둔다.

도표 62 원/달러환율의 추세 결정요인 1. 미 달러가치와 동조화 경향



자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권

도표 63 요인 2. 외환당국의 엔화가치와의 동조화 정책



자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권

도표 64 요인 3. 중국 위안화가치의 항방도 관건



자료: Thomson Reuters, 한국은행, 유진투자증권



독일 마르크/달러환율, 통독 이전 강세 및 통독 이후 약세 경향

1990년 10월 통독을 전후한 독일 마르크화는 통독 이전에는 강세를 보였지만 통독 이후 오히려 약세로 전환되었다. 1989년 중반 미 달러화에 대해 1.90마르크선을 상회했던 마르크/달러환율은 1990년 10월 1.40마르크선까지 하락했지만, 그 이후 1.75마르크로 재차 상승했다. 1989년 11월 베를린 장벽 붕괴를 계기로 통일 독일에 대한 기대가 높아졌던 반면, 통독 이후에는 독일 정부의 통일비용 마련을 위한 국채 발행이 확대되면서 마르크 통화공급이 대폭 확대되었기 때문이다.

4/27 남북정상회담의 성공만으로 외환시장에 한반도 통일 기대가 반영된다고 보기는 무리이다. 또한, 한반도 통일 과정이 독일과 유사하지 않을 가능성이 높다는 점에서 통독을 전후한 마르크화 변동을 원화에 적용하기도 무리이다. 특히 한국 원화가 글로벌 기축통화가 아닌 지역통화임을 감안하면, 한반도 긴장완화는 단기적으로는 하락압력을 높이겠지만, 중장기 추세와 관련해서는 미 트럼프 정부의 환율정책 및 미 달러가치에 의해 결정될 가능성이 높다.

도표 65 통독을 전후한 독일 마르크화 환율, 통독 이전 강세 반면 이후 약세전환



자료: Thomson Reuters, 유진투자증권

Sector View



I. 미국-북한 관계개선 수혜업종 분석

1. 건설산업: 철도/도로 복원/신설 등 가장 큰 수혜가 전망

1) 철도/도로 복원/신설프로젝트, 과거와 같은 조기착공 기대

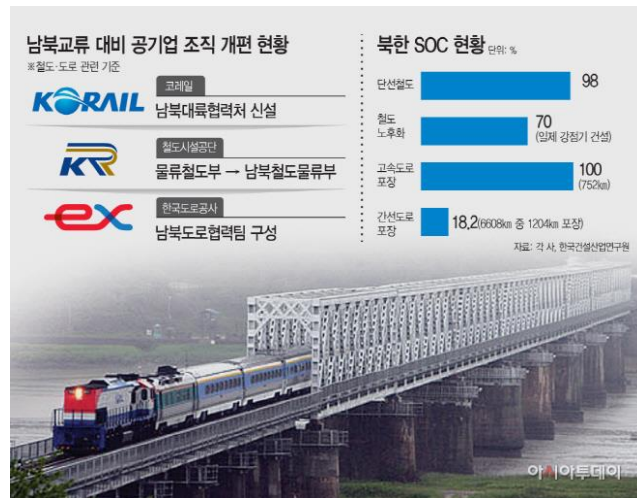
철도 복원이 가장 먼저 진행될 프로젝트로 예상된다. 지난 2008년 중단된 경의선 화물열차 재운행은 약간의 점검만 거치고 나면 곧바로 가동될 수 있는 상황이기 때문이다. 경의선을 이용해 문산-개성 공단을 오가던 화물열차는 2007년 12월 11일부터 2008년 11월 28일까지 평일 1회 왕복운행하다 남북관계 경색으로 중단된 상태다.

동해선 연결도 가시성 높은 프로젝트다. 코레일은 이미 2012년 '남북열차 운행재개를 위한 남북철도 개선방안 연구'보고서에서 경원선 개보수(백마고지-철원-남방한계선 11km, 2,043억원), 경의선 개보수(1,079억원)를 산정한 상태다. 동해선 연결을 위한 강릉-재진 구간 신규건설(110km, 2조 원)은 별도이다. 이런 초기단계의 개보수사업 진행 이후에야 북한철도 현대화 또한 거론될 수 있을 것으로 전망된다. 참고로 북한 철도노선 중 개성-신의주간을 연결하는 경의선 구간은 개보수가 가장 잘되어있는 것으로 알려져 있다. 궁극적으로 시베리아횡단철도(TSR), 중국횡단철도(TCR)과의 연계도 가능성이 높다. 북한 철도 총연장(5,226km)은 한국(3,918km)보다 길지만 시설노후화로 평균 운행속도는 10~15km/h에 불과하다. 특히 북한철도의 98%는 단선이어서 실제 운행은 한국보다 훨씬 속도가 더딜 수 밖에 없다. 과거 경의선복원(2000년, 906억원, 1.8km)시 현대건설을 주관사로, 대우건설, 삼성물산이 참여했으며 동해북부선(2004년, 748억원, 9km) 건설 역시 현대건설, 삼성물산, 대우건설이 참여했다. 경원선 복원(2015년)에는 현대건설 및 삼성물산, 포스코건설, 대림산업, 대우건설이 선정되었다. 발주가 진행될 경우 국내 건설사 전반에 수혜가 예상되는 것도 과거사례에 기반한 것이다. 기존선로 개선 등 남북화해 관련 발주는 건설업종 전반에 발주물량 증가로 연결될 것이다.

도로 역시 마찬가지다. 한국도로공사는 파주 문산-개성(19km) 건설로 서울-평양간 고속도로가 연결될 수 있으며, 1) 문산-개성-평양-신의주, 2) 고성-금강산-원산-함흥-나진/선봉 노선을 향후 개발축이 될 수 있음을 언급했다. 특히 철도에 비해 더욱 열악한 도로사정은 향후 개선 폭이 더 클 전망이다. 북한 고속도로 총연장(774km)은 한국(4,438km)의 18%에 불과하며 도로총연장(26,176km, 한국 108,780km의 24.1%), 도로포장률(18.4%), 차선(대부분 왕복2차선 이하) 등 시설개량이 절실하기 때문이다.



도표 66 이미 철도관련한 남북교류 준비는 주요 공기업을 중심으로 진행 중



자료: 아시아투데이

도표 67 경의선, 경원선, 동해선, 금강산선이 현재 거론되고 있는 철도 연장 프로젝트

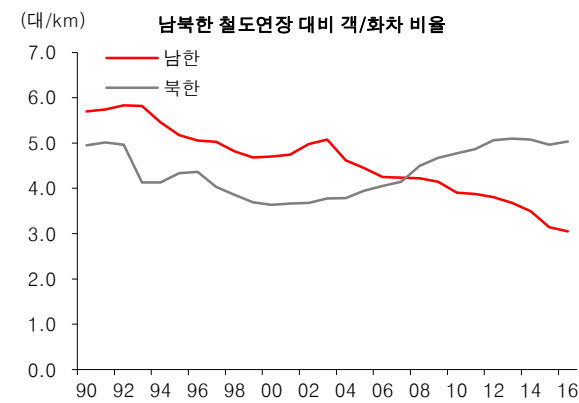


자료: 국민일보

2) 현실적으로는, 남북간 단절노선 복구가 우선적으로 진행될 것

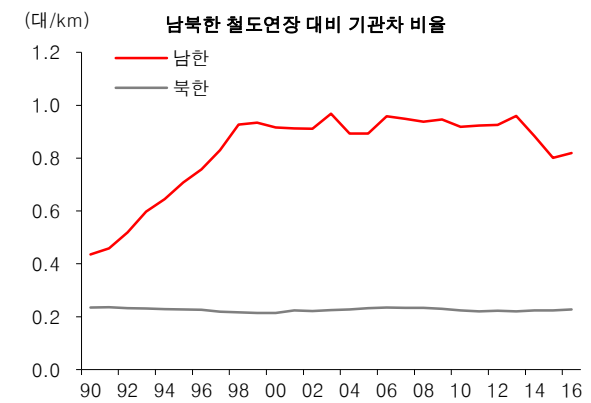
하지만, 철도/도로 복원 관련하여 철도차량의 직접적 수혜를 언급하기엔 이를 것으로 판단된다. 통념과 달리, 북한 객차/화차대수는 꾸준히 증가했다. 오히려 한국의 객/화차량을 2배 이상 압도할 정도로 많이 많다. 그 이유는 한국(3,918km)보다 철도연장(5,226km)이 길어, 기본적인 수요가 한국보다 많기 때문이다. 또한, 철도 전선을 신설하는 것이 아니라, 1)현 시점에서는 신설은 일부에 그치며 대부분 남북한간 끊어진 노선의 연장에 불과하며, 2)개보수를 통해 현재의 북한 철도 평균 운행속도(10~15km/h)를 개선(예를 들어 5~60km/h 수준)시키는 것이라면 현재 보유한 북한 철도설비도 충분한 이용이 가능할 것으로 전망하기 때문이다. 초기 단계에서 한국 신설선처럼 최소 150km/h를 가정하거나, 현재 대부분 단선인 철도노선을 복선화하는 것은 지나친 낙관적 추정이다. 심지어 한국의 호남선 조차도 최초 개통(1914년) 이후 완전 복선화(2004)되는 데까지 90년이라는 시간이 소요될 정도로, 복선화 공사는 신설과 별 차이가 없는 대규모 자본을 요구하는 프로젝트다.

도표 68 객/화차 공급은 북한도 꾸준히 증가해왔음



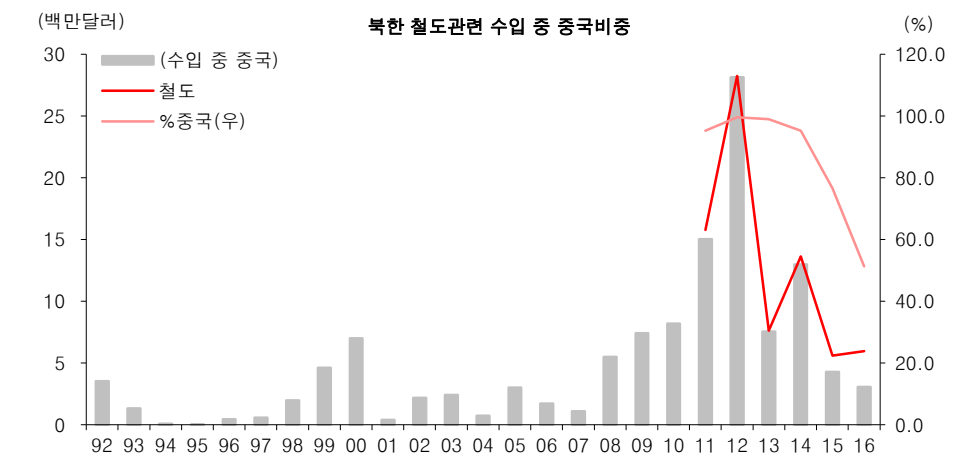
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 69 상대적으로 부족한 것은 기관차



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 70 현재까지는 중국을 통한 수입에 전적으로 의존



자료: 통계청, UN COMTRADE, 유진투자증권

도표 71 북한 철도현황

노선	연장(km)	시점	종점	주요화물	비고
평부선	186.5	평양	개성	양곡/시멘트/석탄/광석	농업관련 수송
평의선	224.8	평양	신의주	석탄/광석/금속/목재	대외무역
평라선	781.8	평양	라진		
강원선	145.1	고원	평강		
금강산청년선	102.5	안변	금강산		
청년이천선	140.9	평산	세포	수산물/목재	
만포선	303.4	순천	만포	석탄/목재	
해산만포청년선	250.2	해산	만포	목재/석탄	
백두산청년선	141.6	길주	해산		
함북선	326.9	청암	라진	석탄/광석/목재	

자료: 한국수출입은행, 유진투자증권

도표 72 북한 주요 SOC 현황



자료: 내공사, 유진투자증권



3) 항만, 시급히 개선되어야 할 인프라

항만설비는 시급히 개선될 가능성이 높아 보인다. 현재 북한 대외무역의 90%이상을 중국이 차지하고 있다 보니, 항만의 중요성이 급격히 낮아진 경향이 있다. 하지만, 향후 대외개방 확대에 따른 무역증가가 항만시설 부족에 따른 병목현상을 발생시킬 가능성이 매우 크기 때문이다.

북한은 8개의 주요 무역항이 있다. 해안선(약 3,000km)이 길지만, 지리적으로 동서가 분리되어 있기 때문에, 항만개발에 나서기 쉽지 않다. 특히 내륙 교통망이 구축되어 있지 못하기 때문에 동서간의 물류가 어렵다는 점 또한, 항만개발에 본격적으로 나서지 못했다. 항만설비는 대체로 부두연장은 긴 편이다. 원산(3,166m), 청진(2,695m), 남포(1,994m), 라진(2,448m)으로, 대형선박 정박이 가능해 보이지만, 실제로 크레인 설비가 부족해 선박 기항이 가능할지는 의문이다. **무역비중으로는 남포(28.9%), 청진(24.2%), 홍남(11.5%), 해주(9.8%), 라진(9.3%) 순이다.**

당사는 원산항과 남포항의 개발가능성을 높게 보고 있다. 우선 원산항은 만경봉92호가 과거에도 매월 2차례 일본노선을 운항했던 탓에 재일교포들의 투자가 집중되었으며, 원산청년발전소라는 수력발전소 가동으로 전력공급상태가 양호하기 때문이다. 또한, 동해안이라 수심이 깊으며, 일본, 한국과의 교역에 유리한 입지조건에다 평양-원산간 고속도로 또한 이용 가능하다는 점이 인프라 설비로서의 매력에 확대될 것으로 전망된다. 남포는 평양의 관문이라는 점 외에도 2006년 컨테이너 부두공사가 완료되어 컨테이너 화물 처리가 가능하다는 것이 인천, 다롄, 칭다오 등 서해안 주요 항구와의 접근성까지 감안한 입지적 매력을 강화시킬 것으로 전망한다.

도표 73 북한 주요 항만시설 현황

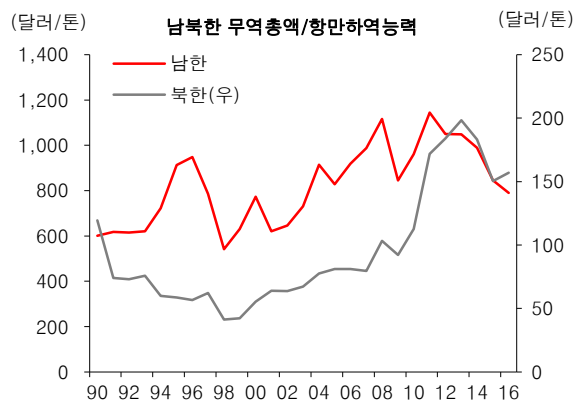
항구	(만톤) 하역능력	(만톤) 접안능력	(m) 최대수심	(m) 부두연장	(척) 동시접안	주요장비
청진	800	1.5	12	2695	18	15톤 갠트릭레인
홍남	450	1.5	6.7~13	2061	9	10톤 갠트릭레인
라진	300	2	11	2448	15	5~15톤 크레인
원산	360	1	6.1~7.9	3166	3	
남포	1070	3	11~13.5	1994	12	5톤 크레인/해상크레인
해주	240	0.6	7~12	1305	4	10톤 크레인
송림	160	1	10	400	3	
선봉	300	20	7~23	456	3	
단천	300	3			3	

자료: 한국수출입은행, 유진투자증권



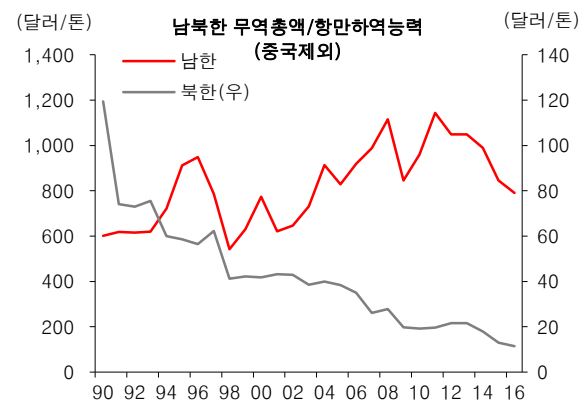
남북한 항만하역능력을 기준으로 무역총액을 판단했을 때, 현재 북한의 항만하역능력은 한국의 20%에도 미치지 못한다(19.9%). 특히, 대중 무역이 대부분인 북한 무역수준을 감안했을 때, 대중무역규모를 제외해 계산한 항만하역능력은 약 톤당 11달러에 불과하다. 790달러/톤 수준인 한국과 비교한다면 겨우 1.4%다. 그만큼 노후된 항만시설을 이용한 무역이 이뤄지지 못하고 있는 것이다. 항만설비 못지않게 선박보유량은 더욱 열위다. 하지만, 항만시설만큼의 선박투자는 단기적으로 필요 없을 것으로 전망된다. 글로벌 선박량 과잉으로 운영 가능한 선박은 넘쳐나기 때문이다. 북한 보유선박 부족이 향후 해상물동량 증가에 병목이 되진 못할 전망이다.

도표 74 무역량 대비 항만하역능력은 턱없이 부족



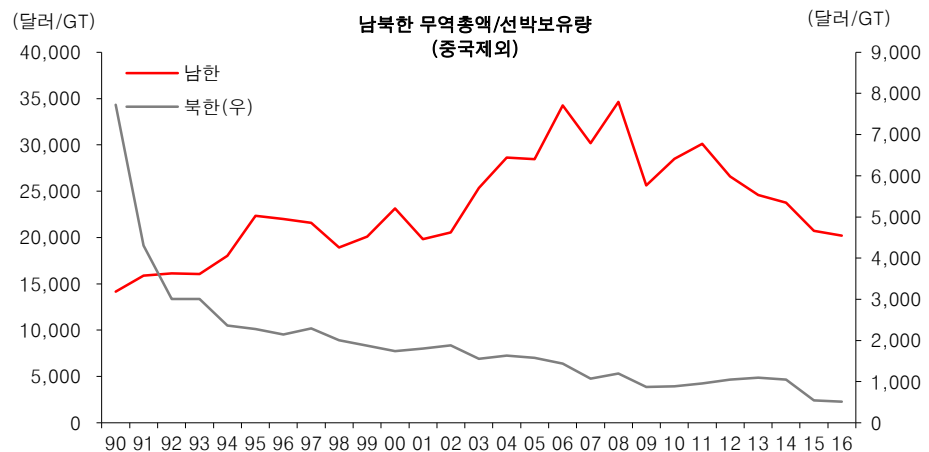
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 75 중국물동량을 제외하면 그 차이는 더욱 확대



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 76 육상무역에 의존한 탓에, 무역규모 대비 선박보유량 부족상황



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 77 북한 주요 항만현황



자료: NH공사, 유진투자증권



4) 시멘트/철근: 향후 수요증가가 기대되는 영역

시멘트와 철강재(흔히 철근)는 흔히 대북 수혜의 첨병이라 생각하는 건자재다. 통념처럼 향후 북한지역의 대규모 개발이 진행될 경우 가장 먼저 필요로 할 것으로 전망되기 때문이다. 중국의 시멘트 수출량은 과거 연간 3,600만톤에 이르던 것이 최근 감소하긴 했지만 1,700만톤 수준을 유지하고 있다.

북한 자체 생산역량은 이미 일본 식민지시절부터, 시멘트 생산설비가 북한 쪽에 집중 배치되었던 것이 현재에 이르고 있다. 북한의 시멘트 생산설비를 근간으로 조선의 시멘트 산업이 발흥했다. 일본 오노다시멘트, 아사노시멘트 등이 1910~30년대 세운 시멘트 설비를 기반으로 북한 자체적인 현대적 시멘트공장 설립이 1970~80년대에 주로 진행되었다. 품질면에서 열위가 발생할 수 있지만, 상원시멘트의 경우 '금강'이라는 브랜드로 해외수출도 진행되었던 사례가 있다. 북한 시멘트 생산설비는 연간 1,202만톤 수준으로 알려져 있으며, 관련 설비들의 노후도로 인해 가동이 쉽지 않을 것이라는 의견과 달리, 북한 자체 시멘트 생산은 2016년 말 기준 708만톤에 이르렀다. 가동률이 꾸준히 상승하고 있는 것이다.

도표 78 중국 시멘트 수출 중 북한이 차지하는 비중은 1%대

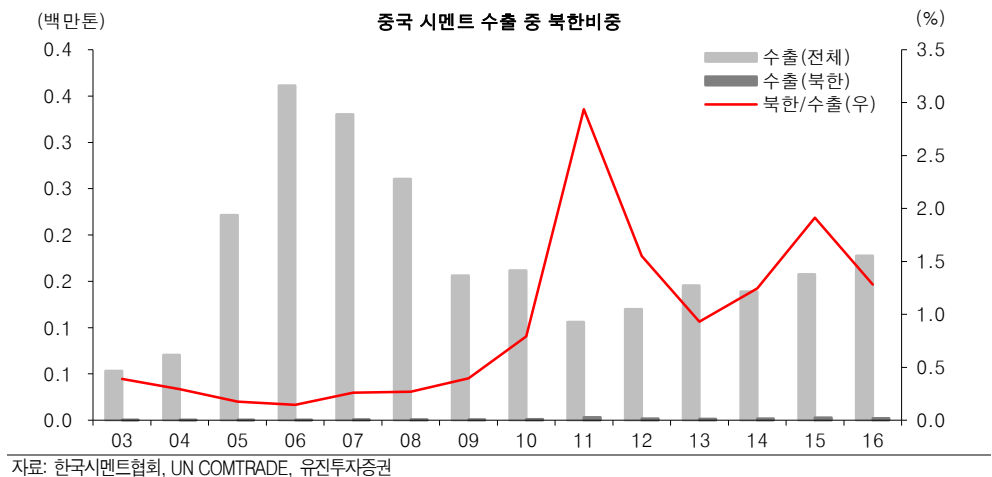
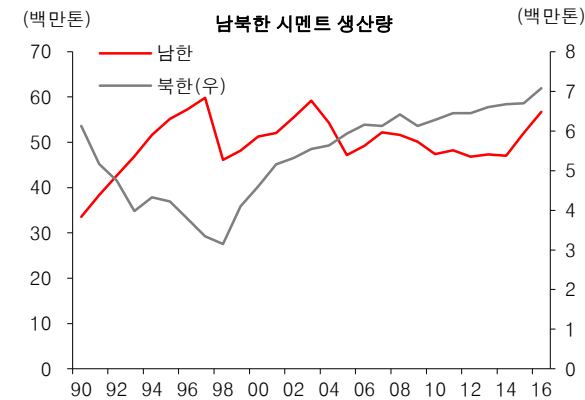
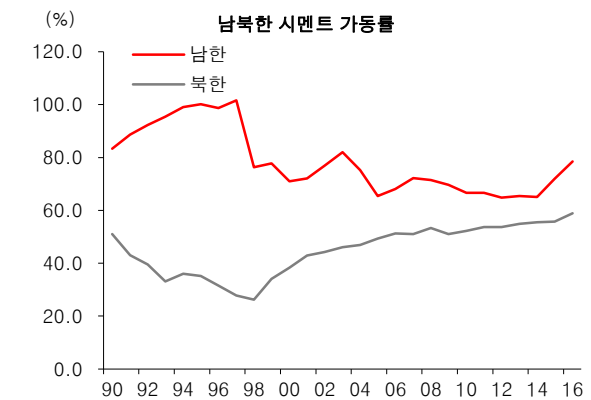


도표 79 1998년을 저점으로 꾸준히 생산량 증가



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 80 수요증가에 따른 가동률 상승 중



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 81 북한 시멘트 생산능력: 상원/순천 대규모설비가 전체의 42% 점유

개발주체		지역1	지역2	준공	복구	생산능력(만톤/연)
일본	계					1,202
	조선오노다시멘트	함경북도	청진(고무산)	1936.12		57
	조선오노다시멘트	강원도	천내리	1928.12		80
	조선오노다시멘트	평양	승호리	1917.12		85
	조선시멘트	황해남도	해주	1936.12	1954.12	125
	조선아사노시멘트	황해남도	봉산(마동)	1937.11	1956.10	160
북한	황해북도	상원		1989.04		200
	평안남도	순천		1977.05		300
	평안남도	만포		1982.03		60
	함경남도	고원(부래산)		1976.12		30
	평안북도	구장		1970.06		20
	강원도	용담		1973.12		10
	강원도	고산		1982.10		9
	평안남도	개천		1981.12		8
	기타					59

자료: 각 사, 통일부, 유진투자증권

5) 레미콘: 수요가 급증할 것으로 전망되는 분야

레미콘은 아직까지 본격적으로 북한에서 주로 사용되지 못하고 있다. 레미콘의 물성(1시간 내에 사용)을 감안했을 때 도로망 복구가 필연적으로 전제되어야 한다. 이 때문에 도로망 사정이 나쁘지 않은 평양, 혹은 북한-중국간 국경지대에서만 사용될 뿐, 기타 건설현장에서는 시멘트에 자갈/물 등을 첨가해 배합하는 전통적 건축방법이 일반적으로 사용된다고 알려져 있다.

2011년 연합뉴스의 보도에 따르면, 랴오닝성 셴양의 안동레미콘산업유한공사는 북한 건설업체에 시간당 120m³의 레미콘을 생산할 수 있는 설비를 수출했으며, 이 설비는 평양에 설치된 것으로 알려져 있다. 평양 주택건축 목표(10만호)에 충족하기 위해 주문된 것으로 추정되며, 추가적으로 생산설비 3대가 발주된 것으로 보도되었다. 국내 레미콘 단일 생산설비로는 최대규모인 유진기업 서서울사업장의 시간당 생산량이 약 840m³인 것을 감안한다면, 평양에 설치된 레미콘 생산설비(480m³)는 레미콘 수요를 대응하기엔 턱없이 모자란 수치로 판단된다. 아직까지 건설과정에서 레미콘이 본격적으로 사용되지 못하고 있음이 이 같은 사실에서 확인된다.

하지만, 2015년 프레시안 보도에 따르면, 신의주 등 중국과의 접경지대에 중국산 레미콘이 믹서차량을 통해 공급되고 있는 모습이 확인되었다. 이미 고층건물이 자체능력으로 시공되었고, 레미콘이 본격적으로 사용되고 있는 점들에서 확인 가능한 것은 북한 자체 시공능력이 우리가 바라보는 수준은 아니라는 점이다.

도표 82 입북강철교를 통해 북한으로 공급되는 중국 레미콘: 레미콘 사용 대중화를 의미?



자료: 프레시안(2015.09.06 보도자료)



2. 유틸리티산업: 전력부족 및 송/배전이슈의 중심

1) 경제성장에도 턱없이 부족한 전력생산

남북 경제협력이 가시화되며 산업부 통상교섭본부는 본격적인 정책준비(동북아 新북방정책)를 시작한 것으로 파악된다. 新북방정책의 핵심은 2017년 9월 문재인 대통령이 동방경제포럼에서 제안한 나인브릿지 사업이다. 나인브릿지는 조선, 항만, 북극 항로, 가스, 철도, 전력, 일자리, 농업, 수산 등 9개 분야의 북방경제협력을 의미한다. 대한민국과 러시아, 중국, 몽골 등 북방국의 에너지, 전력, 교통, 물류 네트워크를 연결해 하나의 거대한 북방경제권을 형성한다는 것이다. 에너지, 교통, 물류, 자원개발 등 남북경협을 통해 새로운 시장이 창출되며 발생할 부가가치는 매우 클 것으로 추정된다. 이를 위해서는 선제적인 전력인프라 구축이 필요하다. 안정적인 전력의 공급없이 개발사업 자체가 불가능하기 때문이다. 이런 관점에서 2018년 5월, 산업부는 남북 재생에너지 협력방안과 정책 용역을 공고하였다.

2016년 기준 북한의 인구는 2,490만명으로 남한의 절반수준이며, 북한의 1인당 국민소득은 146만 원으로 남한 3,198만원 대비 5% 수준에 불과하다. 생활 수준을 감안하면 북한의 1인당 전력사용량이 남한의 10%에 불과하다는 점이 지극히 정상적으로 보인다. 하지만 최근 경제성장률에 비해 전기 판매량이 크게 상승하고 있는 점, 여전히 한국에 비해 10% 수준에 불과한 점 감안 시, 북한 전력산업의 성장 가능성은 매우 크다고 판단한다.

도표 83 경제성장으로 전력판매량도 증가 중이나.....

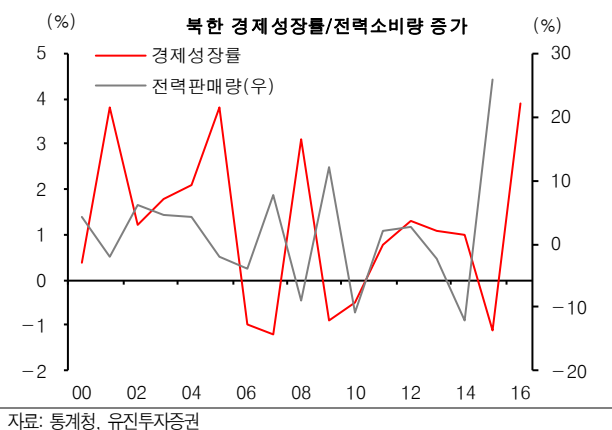
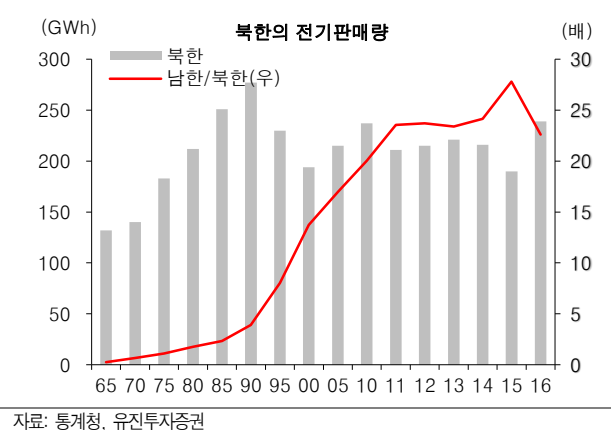


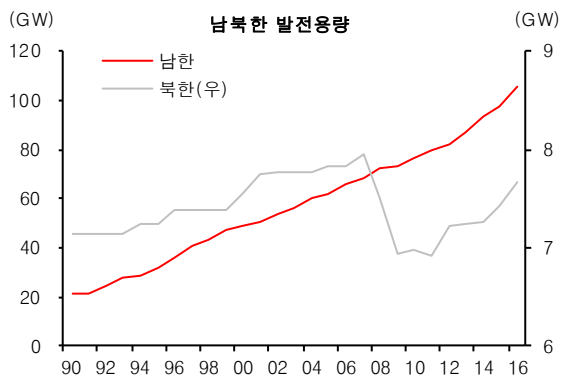
도표 84 여전히 남한 대비 1/20 수준





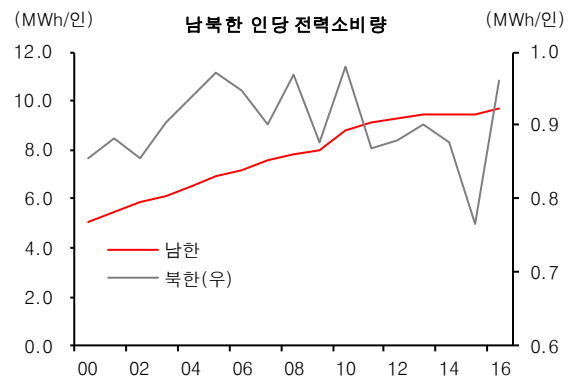
1인당 전력소비량이 남한의 10%에 불과해서인지, 발전설비용량도 남한의 7% 수준에 그친다. 2016년 북한의 발전용량은 7.5GW로 남한 110GW와 큰 차이를 보인다. 북한의 설비는 대부분 수력과 화력으로 구성되어 있다. 수력발전용량이 60%로 가장 크며, 화력발전소 용량이 40% 수준을 차지하고 있다. 특이사항은 화력발전소의 가동률이 30% 수준으로 매우 낮으며, 수력발전소의 가동률도 최근 하락하고 있다.

도표 85 발전용량은 남한의 7% 수준



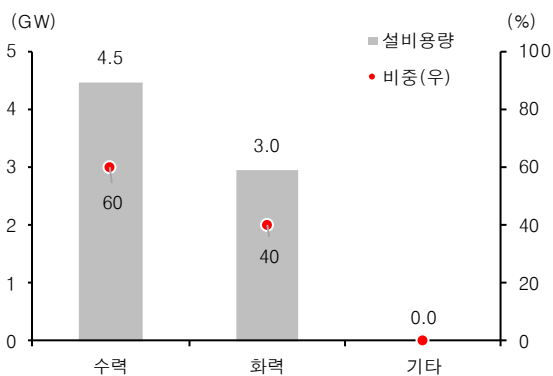
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 86 1인당 전력소비량은 남한의 10%에 불과



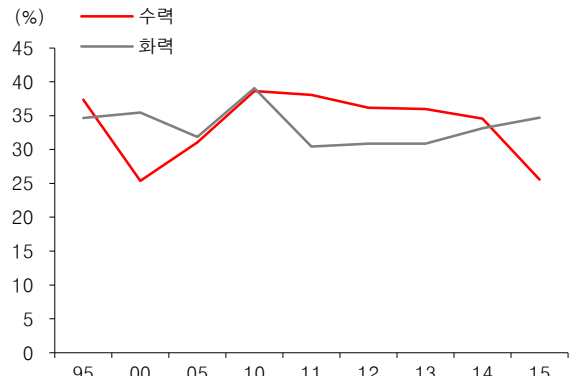
자료: 통계청, 유진투자증권

도표 87 북한의 수력발전과 화력발전 용량: 수력 60%, 화력 40%



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 88 북한의 수력, 화력 발전 가동률 하락해 정상적인 운영이 어려운 것으로 판단



자료: 통계청, 유진투자증권

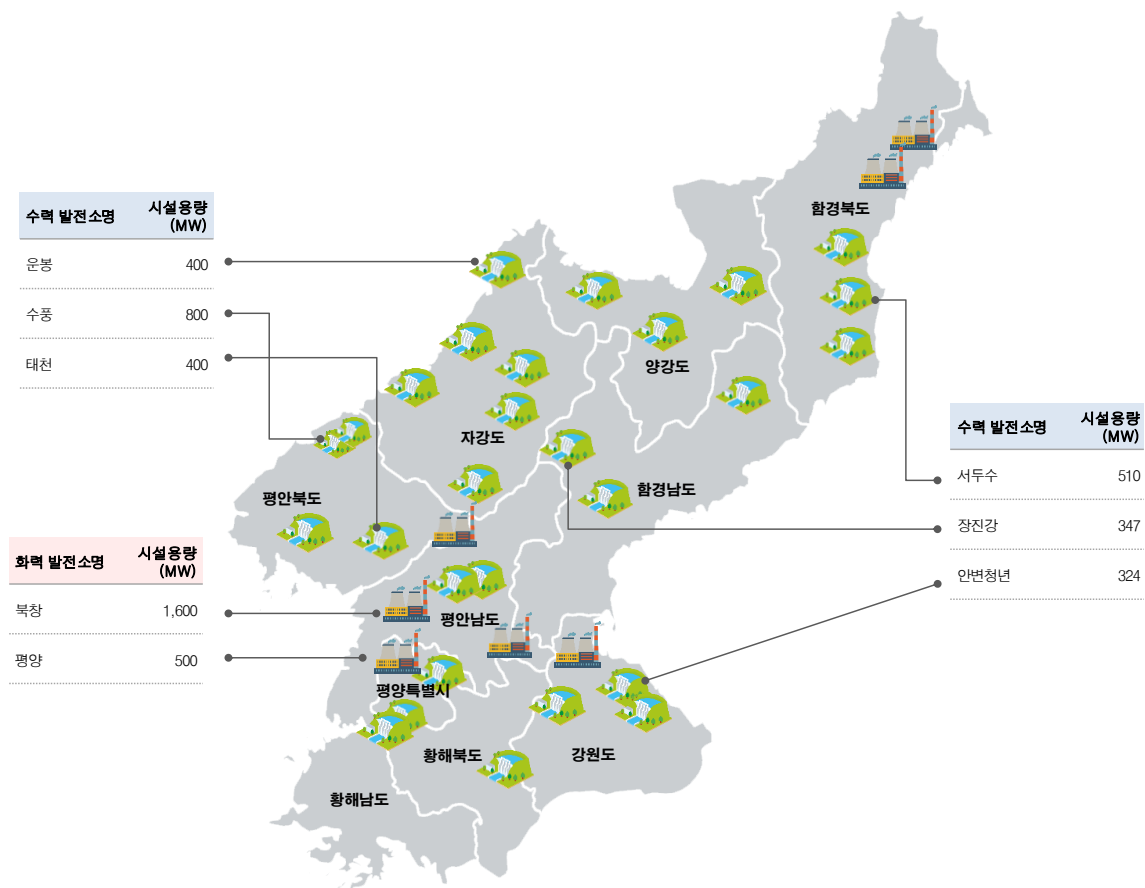
2) 노후화가 심각해 문제가 많은 북한 발전설비

앞서 밝혔듯이 북한의 전력 생산은 수력발전 위주이다. 북한은 약 20여개 이상의 수력발전소들을 건설했지만, 낮은 기술력과 일정하지 않은 강우량으로 생산이 원활하지 못한 것으로 파악된다. 최근 수력, 화력발전소의 설비 개보수, 터빈 교체 작업이 추진되었으나 여전히 발전량은 미미하다. 또한 개보수 이후에도 노후설비인 탓에 재보수가 발생해 전력생산에 차질이 발생한 것으로 파악된다.

중요 대형수력 발전소는 일제시대에 건설되었거나 러시아의 지원으로 건설된 것들이다. 이 역시 중국, 러시아의 기술지원과 부품공급이 중단되며 유지관리가 어려워지는 심각한 문제에 봉착했다.

도표 89

북한의 발전소 현황: 총 7.5GW(수력 4.5GW, 화력 3.0GW)



자료: 유진투자증권



도표 90 2000년 이후 증설된 북한의 주요 중대형 수력발전 현황

지역과 발전소명	증설여부	증설 용량 및 시기	2000년 후 증설 (만kW)
양강도 백두산영웅청년	신축	1,2호기: 5.4만kW('15) 3호기: 미상('16.4)	5
자강도 희천	신축	1,2호기 30만kW('12)	30
청천강 (희천3~12호기)	신축	3~12호기 12만kW('15), 자강도, 평안북도, 평안남도예 걸쳐는 77km 구간에 10개의 중소형으로 구성	12
함북 어랑천	신축	1호기 6만kW('07), 2호기 2.5만kW('13), 3~5호기 건설 중	9
황북 예성강	신축	2,6호기 9만kW('10), 3~5호기 건설 중, 4호기 완공	9
양강도 삼수	신축	5.5만kW('07), 현재 누수로 가동 중단	6
강원도 안변청년	증설	3단계 10만kW('04)	10
평북 태천	증설	5호기 1만kW('00), 3호기 1.5만kW('02), 4호기 1.5만kW('07)	4
원산 청년	신축	1호기 4만kW, 2호기 6천kW, 3호기 6천kW, 4호기 8천kW, 구체적 준공 연도 미상, 2009년 완공	6
계			91

자료: 산업자료, 유진투자증권

북한 화력발전설비 중 중국이 지원해 건설한 화력발전소는 청천강화력과 순천화력발전소가 있으며, 러시아의 지원으로 건설된 발전소는 북한 최대 발전소인 북창화력을 비롯해 평양화력, 동평양화력, 선봉화력, 청진화력이 있다. 대부분 1990년 후반에 지어진 것으로, 남한으로 치면 노후 석탄발전소라고 볼 수 있다. 효율이 낮을 수 밖에 없다.

도표 91 북한의 화력발전 설비 규모, 연료원 및 소재지

발전소명/지원국	소재지	연료원	준공연도	설비구성 (MW, 기)	총용량 (MW)
북창화력(러)	평북 북창읍	석탄	1970~85년	100 X 16	1,600
평양화력(러)	평양시 평천구역	석탄	1965~70년	100 X 1, 50 X 8	500
청천강화력(중)	평남 안주시	석탄	1976~78년	50 X 4	200
순천화력(중)	평남 순천시	석탄	1987년	50 X 4	200
동평양화력(러)	평양시 낙랑구역	석탄	1994년	50 X 1	50
12월화력	남포시 대안구역	석탄	미 준공	50 X 1	50
선봉화력(러)	함북 웅기군	중유	1967~76년	50 X 4	200
청진화력(러)	함북 청진시	석탄	1984~86년	50 X 3	150
합계					2,950

자료: 산업자료, 유진투자증권



3) 마이크로그리드, 오히려 한국보다 신재생이 선호되는가?

2016년 5월, 북한은 전력문제 해결을 위해 국가경제발전 5개년 전략에서 원자력발전소 건설을 지시 하였으나, UN 대북제재 이슈로 쉽지 않았다. 이런 이유로 북한에서는 가정, 공공기관들이 중국으로부터 11W, 50W, 100W 등 소형 태양광과 축전지, 변압기를 수입해 자가발전이 성행했다.

또한 정부차원에서 재생에너지는 에너지의 수입이 필요 없어 각광 받았다. 북한은 신재생에너지를 수력발전의 계절성, 화력발전의 환경오염, 가동저하를 벗어날 뿐만 아니라 송배전망이 열악한 환경에서 효과적인 전력원으로 판단했다. 김정일 정권부터 재생에너지에 대한 관심은 있었지만 **김정은 정권에 들어서 구체적인 정책으로 재생에너지의 보급을 강조했다.**

김정은 정권은 2014년 자연에너지개발이용센터를 확장해 자연에너지연구소를 신설하고 자연에너지중장기개발계획을 수립했다. 계획에 따르면 향후 산업전력 대체용으로는 풍력을, 주민생활 개선용으로는 태양광 활용을 권고했다.

도표 92 북한의 국가과학기술발전 5개년 계획

1,2차 5개년 계획 (1998~2007년)		3차 5개년 계획 (2008~2012년)	4차 5개년 계획 (2013~2017년)
인민경제의 기술적 개선	에너지문제 해결 (6개 부문)	4대 선행부문 (전력, 석탄, 금속, 철도)	에너지문제 해결 (전력생산, 전기절약)
	기간산업 정상화 (5개 부문)	인민경제 개선, 현대화 (자원, 채취, 기계, 화학, 전자, 국토환경, 건설건설, 도시경영)	공업주체화, 현대화 (금속, 석탄, 기계, 화학, 전자, 국토환경, 건설건설, 도시경영)
인민생활 개선 (6개 부문)		식량문제 해결 (농업, 수산, 경공업, 보건)	먹는 문제 해결 (농업, 축산, 과수, 수산)
기초, 첨단 기술 (5개 분야)		첨단과학기술 (IT, NT, BT, 에너지, 우주해양, 레이저 등)	첨단기술 비중 제고 (IT, NT, BT, 신소재, 신에너지, 우주)
		기초과학 (수학, 물리, 화학, 생물, 지리)	기초과학 (수학, 물리, 화학, 생물, 지리)

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 93 북한의 전력증산정책 수단

시행단계	정책수단
추진 중	- 수력발전 증대, 중소수력 확대 - 신재생에너지 전원 확대(풍력, 태양광, 지열발전 등) - 석탄지하가스 발전 등
연구개발, 협상 등	- 원자력 발전, 핵융합분열 원자로 - 러시아 극동지역 송전선 연결 및 수전

자료: 산업자료, 유진투자증권



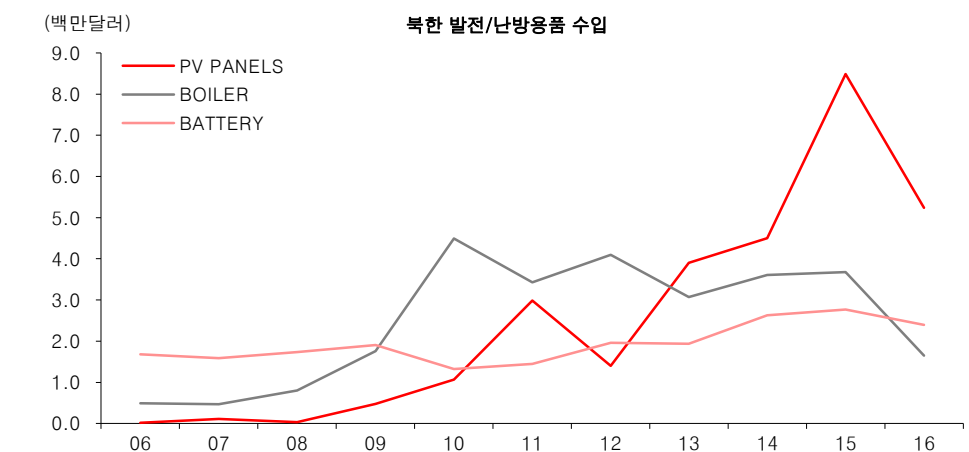
북한에서 태양광은 가정뿐만 아니라 일반 사무실이나 온실재배 등 여러 용도로 확산 중이다. 또한 태양광 버스와 선박이 시범용으로 운행되고, 평양에 신축된 과학기술전당도 태양광과 지열을 이용하여 냉난방을 하며, 나선 특구의 황제호텔도 133개의 태양열판이 설치되어 있는 것이 목격되었다. 풍력 발전도 확산속도가 빠른 것으로 파악된다. 실제로 북한은 소형 풍력발전기 생산을 매년 5,000대씩 목표로 하고 있다.

도표 94 북한의 주요 태양광 설비

태양광 설치 설비	규모 및 성능	구축 연월
태양광 버스	- 100W 태양전지판 32개 설치, 800km 거리 주행 - 승객 70~140명 태우고 시속 40km 주행(남포에서 운행)	2015.11
태양광 선박	- 승객 80명 정도 수용 - 남포, 길성포 운행	2015.08
평양 과학기술 전당	- 연면적 106,600m ² 의 대규모 빌딩형 건물 - 태양광, 지열 발전	2015.11
황제호텔(나진 특구)	- 355개의 태양열판 설치, 길이 140m	2013.09

자료: 산업자료, 유진투자증권

도표 95 태양광패널 수입량 증가: 수력, 화력의 부진. 송전시설 부족에 의한 현상



자료: 통계청, UN COMTRADE, 유진투자증권

도표 96 집단주택 입주때부터 설치되는 태양광패널



자료: 자유아시아방송

도표 97 태양열 온수공급장치도 보급 중



자료: 자유아시아방송



4) 발전설비 건설과 같은 현실적 이슈보다도, 향후 방향성에 주목해야 할 것

최근 언론에 의하면 남북한 경제협력은 단기간에 현실화될 수 있는 관광산업(카지노, 금강산 관광 등) 위주로 추진될 전망이다. 관광산업 이후에는 기존에 협력을 추진했던 개성공단 확대 방안, 나진, 선봉 등 북한 경제특구 개방 이슈가 부각될 것이라 판단한다. 이를 위해서는 도로, 항만, 전력 인프라 구축이 필요하다. 단기간에는 이를 건설하는 건설업체들의 수혜가 가장 클 전망이다. 또한 기자재를 공급하는 기계, 전자재, 소재 업종의 투자매력이 부각될 것이라 판단한다. 그러나 규제산업이라는 이유로 시장규모가 한정되어 있던 유틸리티 업체들에게도 新시장이 열린다는 관점에서 긍정적 영향이 기대된다.

단기적으로는 북한에 매장되어 있는 풍부한 광물자원, 탄광들의 효율화 추진, 이를 위한 발전시설, 전력 송전망, 배전시설 구축이 가시화될 것이라 판단한다. 또한 기존에 존재하던 석탄, 수력발전소들의 개보수, 현대화 추진, 발전효율을 높이기 위한 설비(예. 터빈, 보일러 등) 교체 작업이 진행될 전망이다.

중기적으로는 북한의 광물자원을 확보하기 위한 갭도 및 탄광들에 편익시설 건설, 전력공급이 추진될 것이며, 남북한 전력계통 연계가 구체화될 전망이다. 남북한의 전력계통은 서로 다른 송전전압 체계를 갖고 있으므로 대대적인 개편이 필요할 것이다. 또한 평양 및 시가지를 중심으로 한 분산형 전원(집단에너지, 열병합발전 등) 건설, 개성공단 등 산업단지에 전력 인프라 구축, 전력공급이 활발해 질 것이라 판단한다. 최종적으로는 중국, 러시아, 일본으로 이어지는 동북아 슈퍼그리드가 현실화되어 2030년까지 전력 차익거래 시장 개방, 전력 계통 통합으로 新시장이 창출될 전망이다.

도표 98 중장기 남북한 에너지 협력 방안

	단기	중기	장기
석탄	탄광의 효율성 증진	■ 갭도 내 전기공급 ■ 탄광주변 편익시설 확충 ■ 전력소요 현대화 설비 도입	■ 기존 탄광 현대화 작업 ■ 추가 매장량 확인 및 타당성 검토 ■ 신규 광산 개발
석유	석유제품의 공급 & 수요지 인프라 구축	■ 주유소 네트워크 구축 ■ 유통 관련 제도 확립	■ 노후화 설비 폐기 ■ 석유산업 인프라 구축 ■ 원유 매장량 조사 및 공동 시추 추진
전력	송배전 설비의 현대화	■ 남북한 전력 계통망 연계 추진 ■ 신규 병합발전소 건립	■ 단일 전력 계통망 구축 ■ 원자력발전소 건립 ■ 동북아 슈퍼그리드 사업
재생 에너지	태양광패널 공급 & 산림 복구	■ 풍력발전소 건설 ■ 태양광 및 열병합발전 추진 ■ 저감 온실가스 배출량 활용	■ 지열, 조력, 파력발전의 타당성 검토 및 추진

자료: KPMG, 유진투자증권

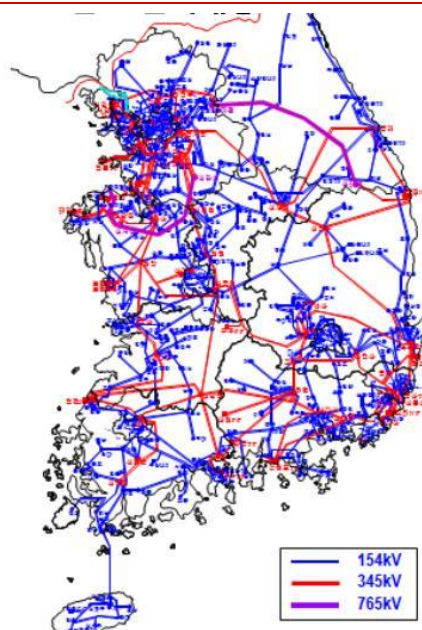
5) 단기적으로 송배전 계통보강이 선행되어야 할 것

남북한 계통은 전압이 서로 달라 연계가 불가능하다. 계통연계를 위해서는 적정 전압을 선택해야 한다. 이를 선택하는 것은 상당히 어렵다. 남한은 154/345/765kV의 공급전압체계로 구성되어 있는 반면, 북한 계통은 현재 66/110/220kV의 전압체계로 구성되어 있어 계통 결합은 복잡할 수 밖에 없다.

1980년대 중반에 북한은 신포지구에 소련형 원전건설계획을 추진하는 과정에서 종합전력계통계획을 완성했으며, 220kV의 상위전압으로 500kV를 선정했던 것으로 파악된다. 또한 과거 남북간 원전의 출력을 송출하기 위한 송전전압의 결정 과정에서도 500kV로 결정한 바 있다. 그러나 북한의 계통이 500kV로 구축되고 남한과 연계되면, 한반도의 전압은 110/154/220/345/500/765kV의 복잡한 구성을 갖게 된다. 결국에는 번거로운 전압 변환을 거쳐 계통운용의 효율성은 떨어질 수 밖에 없다.

남한은 1990년대 중반부터 345kV 송전전압에서 765kV로 격상하는 계획을 추진해 1997년부터 765kV 송전선 건설에 착수했으며 2001년부터 765kV로 운영 중이다. 765kV를 활용할 경우 북한 내에 발전소와 송전선로를 건설 한 후 송전하거나, 남한에서 생산한 잉여 전력을 북한으로 송전이 가능할 것이다. 향후 남한과 북한이 계통운영 원칙에 합의하면 8차수급계획에서 건설해야 하는 신규 발전소들의 입지를 북한이나 휴전선 인근에 확보할 수 있을 전망이다. 또한 북한의 동해안에는 원산, 함흥, 청진, 나진, 선봉 등 전력수요가 큰 주요 산업단지가 존재하고 있기 때문에 특구 지역에 전력공급을 원활히 할 수 있다. 만약 북한과 765kV 건설합의에 실패할 경우 북한의 전력부족을 단기적으로 지원하는 방안은 기존체계를 크게 변경하지 않고 기술적으로 문제가 없는 범위에서 계통간 접속이 용이하고 비용과 시간을 절감할 수 있는 방법이 최선일 것이다. 남북한의 현재 전력계통 구성을 고려하면, 남한 강원 북부지역과 북한의 원산지역, 그리고 문산지역과 평양을 345kV/220kV방식으로 연계하는 것이 현실적 대안이 될 수 있다.

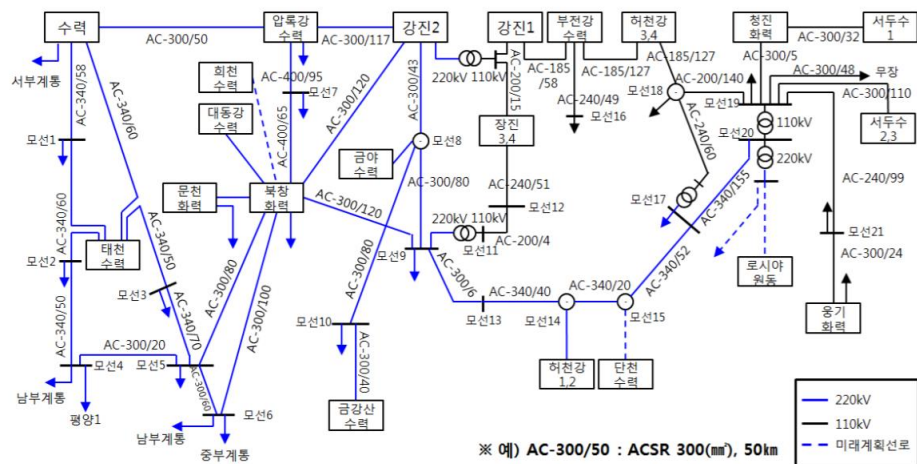
도표 99 남한의 송전선로 현황: 154 → 345 → 765kV까지 건설된 상황. 북한의 송전선로 전압도 765kV로 통일할 경우 남북한 전력 송배전이 통합되어 신시장 창출 가능



자료: KPX, 유진투자증권

북한은 전력 수요와 공급면에서 공급이 부족하기 때문에 규정 주파수 60Hz보다 항상 낮은 수치에서 전력 계통이 운영되고 있다. 남한에서는 수요전력과 공급전력을 순간적으로 정확히 유지할 수가 있기 때문에 규정 주파수를 유지할 수 있어 양질의 전기를 생산할 수 있다. 그러나 북한의 전력 계통은 주파수가 57~59Hz 정도로 낮아지는 경우가 많고 빈번한 전압 변동이 발생하는 것으로 알려지고 있다. 따라서 주파수를 매순간 정확히 유지할 수가 없어 서로 다른 전력 계통을 연계 할 수가 없다. 그러나 한국전력에서 과거 제시한 북한의 송배전 설비를 남한의 전력계통에 귀속시키는 방안과 남한의 일부 발전 설비를 남한의 전력 계통에서 분리하여 북한의 전력에 편입 시키는 방안을 추진 시 불가능을 가능으로 바꿀 수 있다.

도표 100 북한의 전력 계통도: 주요 수력, 화력발전소를 중심으로 계통 연결. 그러나 동부와 서부를 잇는 송배전 계통은 부족한 상황. 대규모 건설이 추진될 전망



자료: 한국전기연구원, 유진투자증권

6) 러시아 가스 PNG 도입을 통한 LNG발전소 건설

개성과 평양 인근에 발전소를 건설을 위해 선로 건설 시, 이와 병행해 평양까지 천연가스 배관을 연결하는 것도 좋은 방법이다. 국내 기업들이 북한에 진출하는 경우 전력을 주로 남한의 업체가 사용하기 때문에 투자로 볼 수 있으며, 에너지 사용면에서도 전력, 스팀, 온수를 모두 사용할 수 있기 때문에 지역난방을 겸용한 발전 설비를 건설하는 것이 합리적이다. 또한 평양근교에 열병합 복합화력설비를 건설할 수 있을 것이다. 이에 대한 공사비는 1GW급 복합화력의 경우 6,000억원~1조원 수준이다.

가스발전소를 건설하면 자연스럽게 가스공급 계획이 필요하다. 국내에서는 천연가스를 모두 LNG로 공급하고 있다. 주로 중동(카타르), 인도네시아, 호주 포트폴리오를 주력으로 하고 있다. 유가연동방식의 장기계약으로 공급이 되고 있어, 국제유가 상승기에는 가격 부담이 있는 것이 사실이다. 또한 에너지 안보차원에서 러시아산 PNG를 한반도로 공급하는 것이 리스크 분산에 좋은 대안이 될 수 있을 것이다.

일례로 중국은 2014년에 중국, 러시아간 천연가스 공급 협상을 타결했다. 2018년부터 30년간 380억^m³을 공급(중국 연간 소비량의 23%를 확보)할 계획이다. PNG를 공급받기로 함에 따라 LNG 및 러시아의 유럽 수출 가격(유가연동방식) 대비 경제성이 있다. 전체 계약 규모는 4,000억달러(약 410조원) 수준이다. 러시아 PNG도입으로 중국은 유럽 대비 40조원을 절감하는 효과를 가져올 것으로 기대하고 있다.

도표 101 러시아 PNG의 중국 도입 계획



자료: 유진투자증권



일본도 러시아산 PNG 도입에 적극적이다. 이미 2013년에 러-일 천연가스 파이프라인 추진 연맹을 발족하고 도입을 위한 준비를 하고 있다. 2016년에는 사할린가스전에서 도쿄까지 가스관을 1,500km 건설하는 안을 구체화하였다(후쿠시마 사태이후 LNG 수입으로 무역수지가 악화되었기 때문, PNG는 LNG대비 운송료 등 비용을 절감할 수 있어 추진). 건설비는 7,000억엔(약 7조원) 수준으로 파악된다. 최근 언론에 보도된 상황을 고려하면, 우리나라에도 사할린가스전에서 생산되는 천연가스를 활용해 북한을 경유하여 국내에 연결하는 방안이 향후 추진될 것으로 예상된다. 사할린 PNG를 도입할 경우 LNG 대비 수송비에서 약 25~30%를 절감할 수 있어, 가스요금의 부담을 덜 수 있다. 저가 연료/원료의 확보는 유틸리티 업체들의 수요 증가로 이어질 수 있어 매우 긍정적이다. 가스관 건설 시, 총 1,000km의 거리가 소요될 전망이다, 예상 투자금액은 5조원 수준으로 한국가스공사의 요금기저가 증가해 중장기 실적개선으로 이어질 수 있다

도표 102 러시아 PNG 도입: 사할린 가스전에서 북한을 경유, 한국, 일본에 공급하는 방안



자료: 유진투자증권

7) 동북아 슈퍼그리드, 실현 가능할까?

2018년 5월 8일, 백운규 산업부 장관은 일본에서 손정의 소프트뱅크 회장을 만나 동북아 슈퍼그리드 등 에너지 현안을 논의했다. 백 장관은 재생에너지 협력, 동북아 슈퍼그리드 구축, 4차 산업혁명 등에 대한 의견을 교환했다.

동북아 슈퍼그리드는 대륙으로부터 단절된 한국과 일본의 전력망을 중국과 연결해, 중국, 몽골, 러시아의 풍부한 재생에너지로 생산된 전기를 공급받는다는 구상이다. 우리 정부는 2022년까지 일부 구간 건설을 목표로 하고 있다. 최근 남북 경제 협력 재개 가능성이 높아지면서 슈퍼그리드 사업 현실화에 대한 기대감이 커지고 있다.

남북 경제협력이 본격화하면 슈퍼그리드 사업 특성상 한국전력 등 공기업이 주도적으로 사업에 참여할 것으로 예상된다. 8차 전력수급기본계획 등에 따라 한국전력 입장에서 동북아 슈퍼그리드 사업에서 가시적 성과를 내야 할 필요성이 커졌다. 전기판매 매출 정체, 탈원전 등으로 재무 악화가 진행 중인 상황에서 동북아 슈퍼그리드는 新성장 동력으로 부각될 수 있다.

도표 103

산업부 백운규 장관과 소프트뱅크 손정의 회장의 만남: 동북아 슈퍼그리드 논의



자료: 언론, 유진투자증권



슈퍼그리드가 가능한 기술적 조건들은 이미 갖추어져 있다. 초고압직류송전기술(HVDC), DC배전 기술이 개발되어 기술적인 어려움은 없을 전망이다. 동북아 지역은 발전 자원보유 특성, 전력부하와 전원구성이 다르기 때문에 전력수급의 상호 보완성이 매우 높고, 전력망 연계의 경제적 효과가 매우 클 것으로 예상된다.

동북아 슈퍼그리드를 추진하는 국가들의 추진배경은 국가별로 다르다. 일본은 전력 부족 해소, 재생 에너지 확보가 주목적이며 중국은 글로벌 전략적 차원에서 추진되고 있다. 또한 중국이 경쟁력을 갖고 있는 HVDC, UHVDC(Ultra High Voltage Direct Currency) 등의 전력 기술을 수출하는데 중점을 두고 있다. 러시아는 전력 수출을 통한 경제 활성화와 극동, 시베리아 경제발전에 초점을 두고 있다.

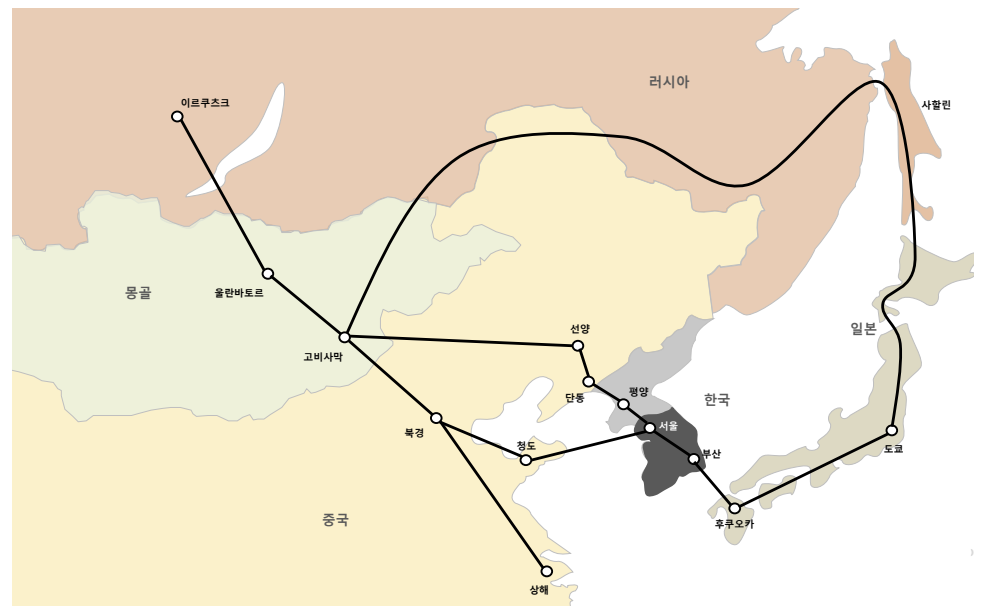
도표 104 동북아 슈퍼그리드 추진 배경과 추진 전략 비교

국가	추진배경	추진전략
일본	■ 전력 부족 해소 ■ 청정에너지 확보 ■ 값싼 에너지 확보	■ Asia Super Grid ■ 해저 케이블을 통한 연결 ■ 몽골의 신재생에너지
중국	■ 중국의 세계 전략 ■ 자국 내 전력 수요 충족 ■ 중국 전력 기술의 수출	■ Global Energy Interconnection ■ 2050년까지 3단계 연결 ■ 신재생에너지 중심
러시아	■ 극동 경제 발전 ■ 전력 수출로 경제 활성화 ■ 동북아 에너지 패권	■ Energy Super Ring ■ 나진, 삿포로 등과의 연결 ■ 수력 및 가스 발전

자료: 산업자료, 유진투자증권

당사는 러시아 Irkutsk에서 중국 상해, 일본 도쿄, 북한 평양, 남한 서울까지 HVDC를 활용해 전기를 송전하는 방안에 대한 경제성을 검토하였다. 발전원으로는 몽골 고비사막에 태양광, 풍력발전이 설치된다고 가정했다. 실제로 고비사막은 풍력, 태양광으로만 2,600TWh의 잠재력이 있는 것으로 전해진다. 전기 생산량은 육상풍력으로 1,100TWh 태양광으로 1,500TWh의 잠재력이 있는 것으로 파악된다.

도표 105 러시아에서 중국, 북한, 남한, 일본에 이르는 초대형 슈퍼그리드 구상안



자료: Fraunhofer, 유진투자증권



재생에너지 단지조성을 위해서 발전소 건설과 국가간 송전선로 구축이 진행될 전망이다. 발전설비는 태양광+풍력으로 가정하고, 투입 CAPEX는 MW당 240만달러를 적용했다. 100GW의 설비를 조성 시, 3천억달러(약 320조원)의 투자가 필요할 것으로 추정된다.

국가별 주요 도시간 거리는 총 7천km 수준이다. HVDC를 구축할 경우 567억달러(약 60조원)의 투자가 필요할 전망이다. 또한 발전소를 유지보수하기 위한 비용도 매년 73억달러(약 7조원) 발생해 그 잠재성이 예상을 크게 상회할 것으로 추정된다.

도표 106 주요 도시별 거리: 총 7천km로 추정

도시		거리(km)
고비	울란바토르	430
고비	베이징	745
고비	센양	1,130
울란바토르	이르쿠츠크	520
베이징	상하이	1,065
베이징	칭다오	550
칭다오	서울	610
센양	단둥	215
단둥	평양	160
평양	서울	190
서울	부산	325
부산	후쿠오카	215
후쿠오카	도쿄	880
합계		7,035

자료: Fraunhofer, 유진투자증권

도표 107 투자비 상세 내역: 고비사막은 발전소 CAPEX, 나머지는 Grid 연결 비용

투자비 상세	건설비(백만\$)	운영비(백만\$/년)
고비사막	237,900	5,948
동북아 총합	56,710	1,418
동북아+고비 계통	34,562	864
몽골 계통	235	6
러시아 계통	666	17
중국 계통	16,750	419
한국 계통	1,476	37
일본 계통	3,021	76
합계	294,610	7,366

자료: Fraunhofer, 유진투자증권



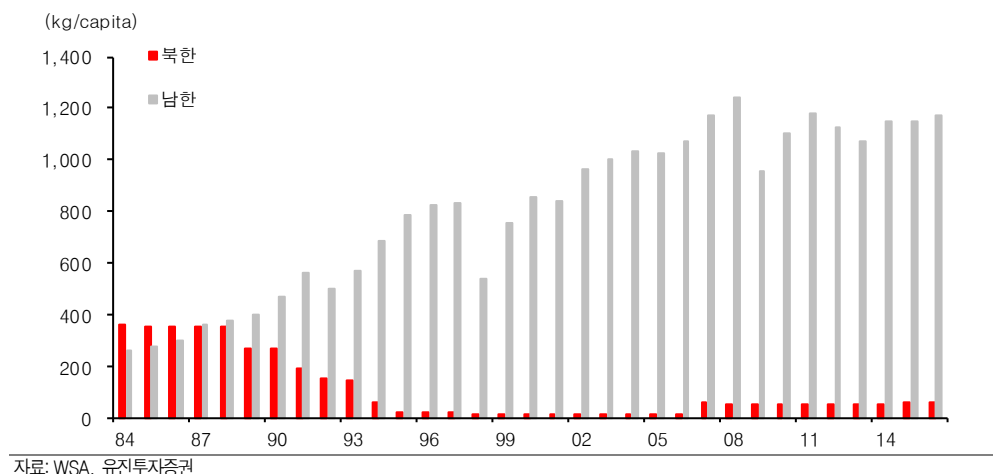
3. 철강: 역대 재고 소진에 따른 가격 상승 가능

1) 북한 철강산업 현황

2016년 기준 북한의 조강 명목소비는 152만톤으로 남한의 2.6%에 불과하다. 1989년 이전까지 350kg/인을 상회하며 남한과 유사했던 북한의 인당 조강 명목소비는 90년대 들어 급격하게 추락하여 현재 60kg 수준에 머물고 있다. 현재 남한의 인당 조강 명목소비는 1,170kg 수준이다.

생산 역시 1980년대 후반까지 700만톤에 육박하는 조강 생산량을 기록했던 북한이지만 현재는 125만톤 내외에 그치고 있는 것으로 파악된다. 북한의 철강산업은 1980년대 말 구조조정 및 동유럽 붕괴로 외부 지원이 급감하고 1990년대 고난의 행군시대 경제난과 외화 부족이 심화되면서 쇠락한 것으로 여겨진다.

도표 108 남한과 북한의 인당 조강 명목소비 추이



자료: WSA, 유진투자증권

도표 109 북한 제철소 설비 능력 현황

(천톤)	제선	제강	압연
김책제철소	2,227	2,400	1,470
황해제철소	1,134	1,939	750
성진제강소	480	820	415
청진제강소	960	-	-
천리마제강소	-	750	550
합계	5,317	6,576	4,037

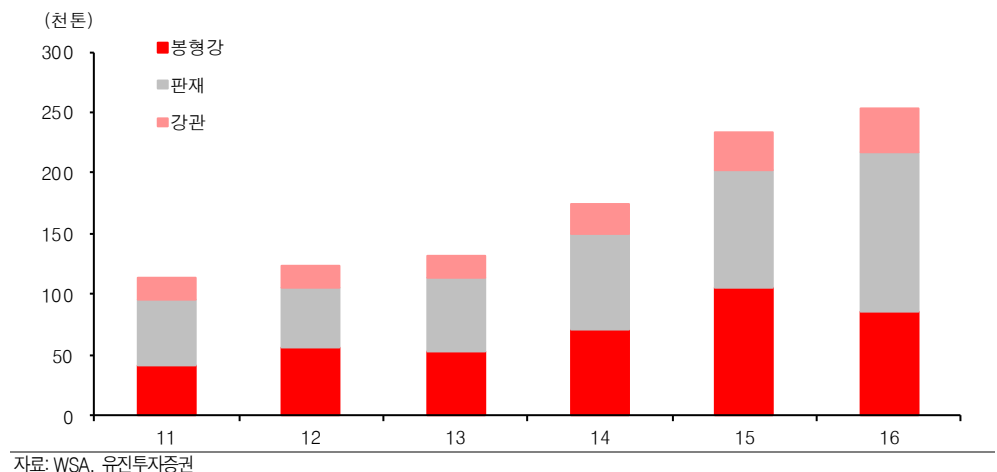
자료: 한국정책금융공사, 유진투자증권



북한 생산 인프라 한계 → 수입 의존 불가피

북한의 설비 가동률은 20% 수준으로 파악된다. 설비 노후화와 전력난, 원재료 확보 이슈 등이 배경으로 향후 철강 수요가 확대된다 하더라도 생산이 탄력적으로 증가하기는 어려울 것이다. 즉 수입에 의존할 수 밖에 없을 것이다. 북한의 최근 철강채 수입 규모는 25.4만톤 수준으로 명목소비의 17% 수준이다. 수입 품목별로는 판재류(2011~16년 평균 기준)가 45%로 최대 품목이며 봉형강 40%, 강관 14%가 뒤를 이었다.

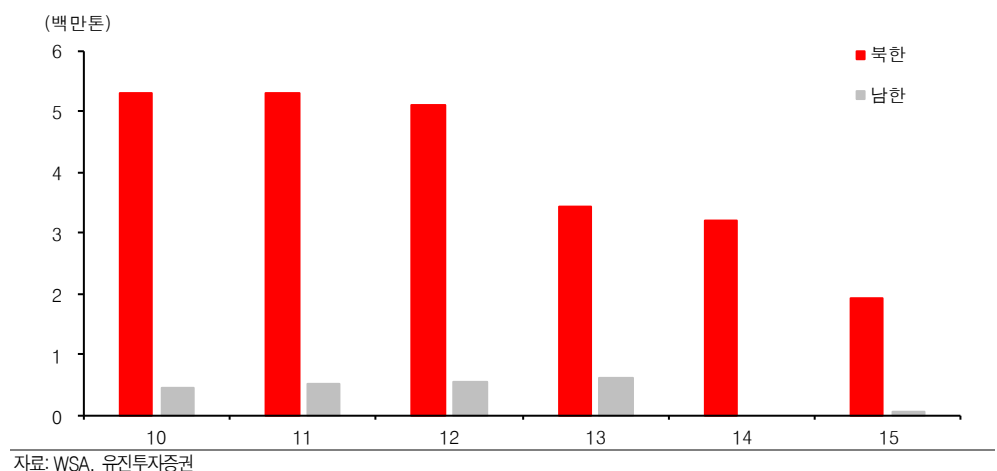
도표 110 북한의 철강 제품별 수입 추이



북한 철광석 50억톤 가량 매장

북한에 철강 설비는 부족하지만 남한에 비해 풍부한 것이 있다. 바로 원재료인 철광석으로 50억톤 가량이 매장되어 있는 것으로 추정된다. 2012년 이전 연간 530만톤 규모로 생산이 이루어졌고 이는 남한의 연간 철광석 수요의 약 4.8%에 해당한다. 북한산 철광석의 품위는 그리 높지 않은 것으로 파악되나 POSCO의 파이넥스(FINEX)¹ 공법을 활용할 경우 효율이 높아질 것이다.

도표 111 남한과 북한의 철광석 생산량 추이



¹ 파이넥스(FINEX): POSCO의 고유 제철 기술, 소결 및 코크스 공정을 생략하고 분광 형태의 철광석과 연료탄을 바로 투입해 쇳물을 생산



2) 철강 수요 증가 전망

북한의 개혁 개방은 향후 인프라 투자를 촉진하여 대규모 철강 수요를 유발할 수 있는 잠재력을 지니고 있다. 북한이 대외 투자 유치에 성공한다면 경제구개발계획의 진척에 따른 전력, 교통, 도시 개발 사업 등이 본격화될 것이다. 남북한의 교역 확대를 위해서도 사회간접자본 격차를 축소하는 일이 우선시 될 것이다.

중국 개방 후 20여년 뒤
철강 수요 급증

다만 철강 수요 전망에는 많은 변수가 있다. 참고해볼 수 있는 사례 가운데 하나인 중국의 경우 1978년 개혁 개방 결정 이후 20여년간 인당 조강 명목소비가 CAGR 2.8% 성장률에 그쳤다. 이 성장의 기울기가 본격적으로 가팔라진 시점은 2000년대 초입이다. 1999년 중국은 부동산 시장화 개혁을 실시하였고 부동산은 여전히 중국 철강재 명목소비의 30% 가량을 차지하는 최대 수요처이다. 또한 2001년 WTO 가입을 통한 국제 무역 참여는 본격적인 해외 자금 유치를 통해 중국을 세계의 생산 기지로 만들었다.

도표 112 중국의 인당 조강 명목소비 추이

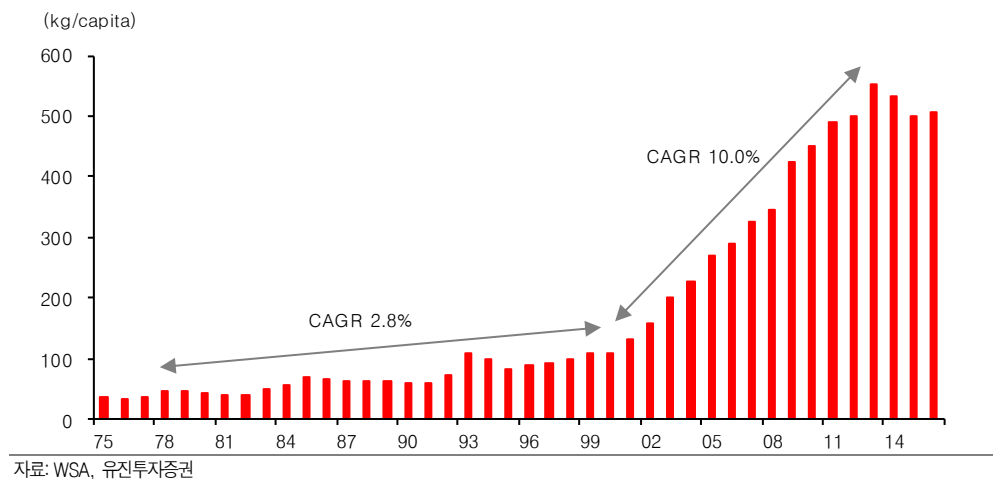
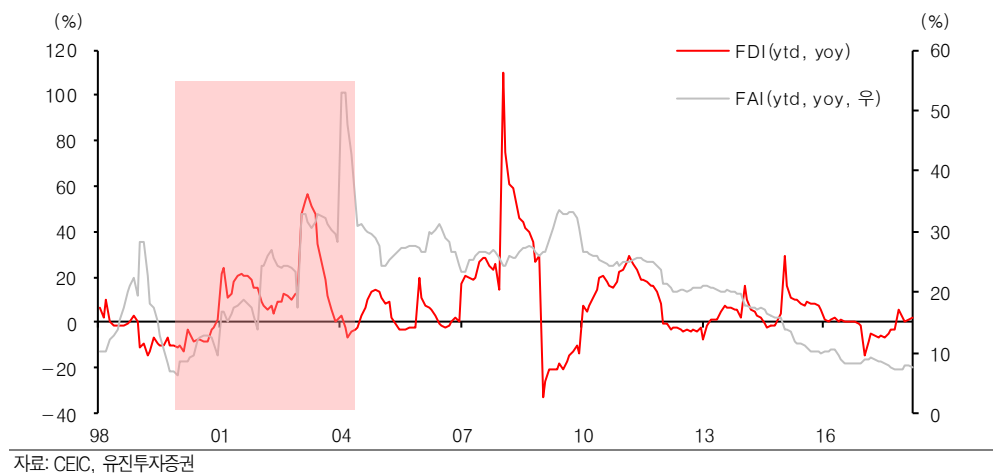


도표 113 중국 외국인직접투자(FDI)와 고정자산투자(FAI) 증감률 추이

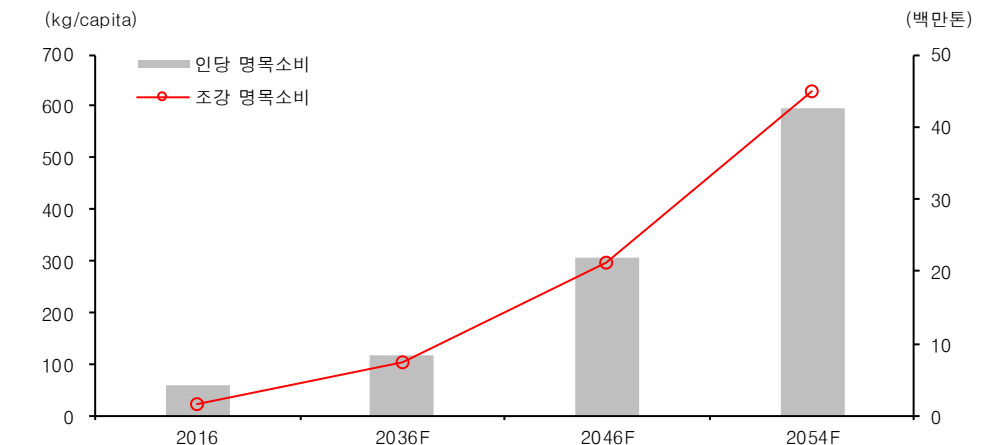




경제 개방의 속도가 최대 변수

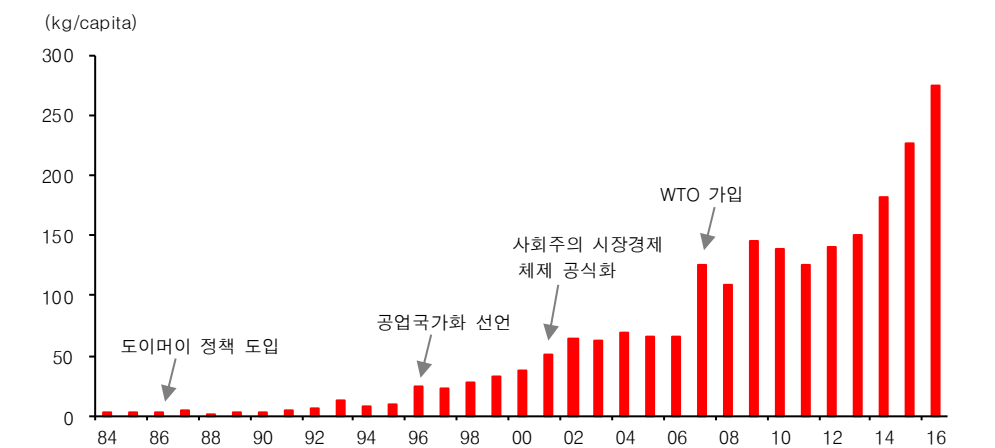
중국의 성장 추이(38년간 CAGR 6.2%)를 그대로 북한에 적용할 경우 조강 명목소비를 아래와 같이 추정할 수 있다. 2016년 150만톤에 불과하던 북한의 조강 명목소비는 20년 뒤 730만톤, 38년 뒤 44.8백만톤까지 성장할 수 있다. 물론 중국과 같이 특정 시점에 부동산 시장화와 WTO 가입 등을 전제할 때 말이다. 이러한 경제 개방의 속도와 자금 유치가 가장 큰 변수이다. 1986년 도이머이 정책²을 실시했던 베트남의 경우 인당 조강 명목소비는 30여년간 CAGR 16% 성장하고 있다.

도표 114 북한 조강 명목소비 추정



자료: 유진투자증권 추정
주: 인구증가를 연 1.1% 가정

도표 115 베트남의 인당 조강 명목소비 추이



자료: WSA, 유진투자증권

² 도이머이정책: 베트남의 경제 우선 개방개혁 정책. 공산주의의 기본 체제를 유지하면서 시장경제 자본주의를 접목시키려는 정책

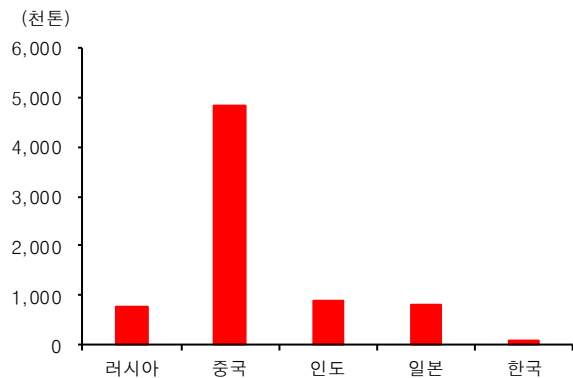


3) 한국 철강산업에 미칠 영향: 역내 재고 소진으로 인한 수혜 전망

인프라 투자용 강재는 역내 초과공급 품목

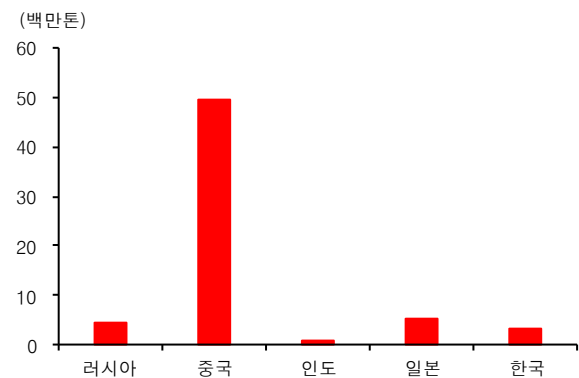
북한 개혁 개방의 초기에는 인프라 투자용 철강재 수요가 증가할 것이다. 대표적으로 철도 레일, 봉형 강, 강관 등을 들 수 있다. 다만 이 품목들이 아시아 역내에 공급이 풍부하다는 점에서 신규 수요가 한국 철강사들의 파이라 단정할 수는 없다. 자국 내 초과공급을 가늠하게 하는 수출량을 참고할 때 봉형 강의 경우 중국에서만 5,000만톤 가량이 역내 시장에 공급되고 있다. 물론 인프라 투자 주체가 한국 기업일 경우 국내산 철강재 투입 가능성은 높아진다. 또한 교역장벽이 낮고 초과 공급인 철강 시장의 특성 상 어느 지역이라도 과잉 재고를 소진할 수 있다면 역내 수급에는 긍정적인 이슈이다.

도표 116 아시아 주요국 철도레일 생산량



자료: WSA, 유진투자증권

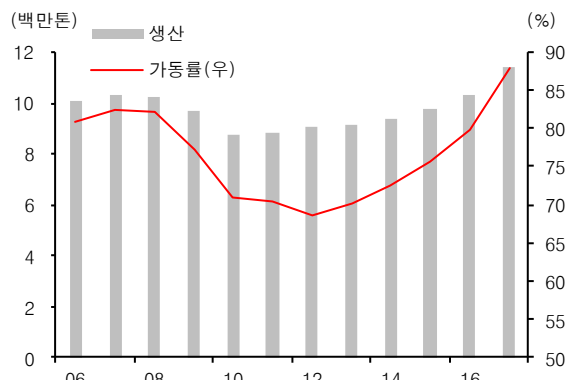
도표 117 아시아 주요국 봉형강 수출량



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

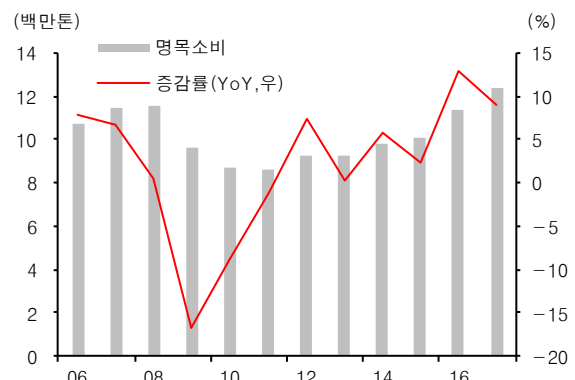
그 다음 고민해볼 이슈는 제품별 국내 수급 현황이다. 철근의 경우 장기 불황으로 2012년 이후 생산 능력 조정이 이루어진 가운데 2015년 이후 부동산 시장을 중심으로 한 수요 개선세로 가동률이 90%에 육박하고 있는 아이тем이다. 지난해를 고점으로 부동산향 수요 둔화 우려가 존재하고 있긴 하나 현 수급 상황이 지속된다면 국내 제강사들의 출하 증가 여력은 제한적일 수 있다. 다만 이 경우 국내 시장에서 단가 인상을 시도할 수 있을 것이다.

도표 118 국내 철근 생산 및 가동률 추이



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 119 국내 철근 명목소비 추이

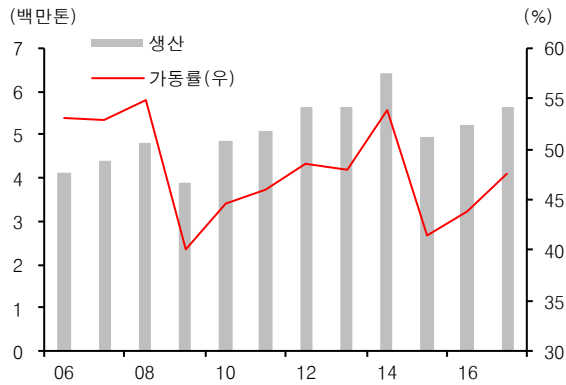


자료: 한국철강협회, 유진투자증권



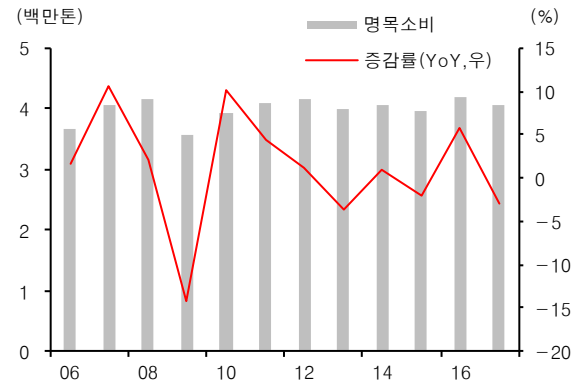
반면 국내 가동률이 50~70% 수준에 불과한 강관과 형강의 경우 가동률 제고에 따른 마진 개선을 기대할 수 있는 품목들이다. 이 경우 원소재인 열연강판과 빌렛 수요까지 개선시키게 될 것이다.

도표 120 국내 강관 생산 및 가동률 추이



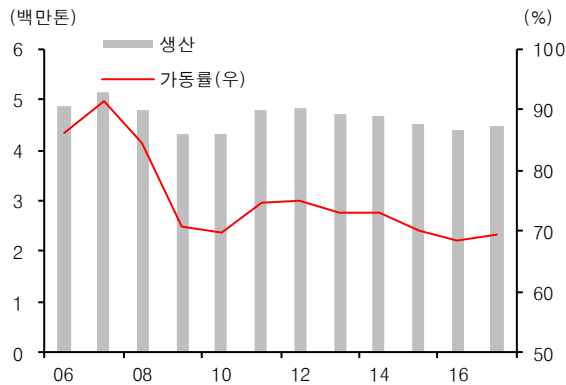
자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 121 국내 강관 명목소비 추이



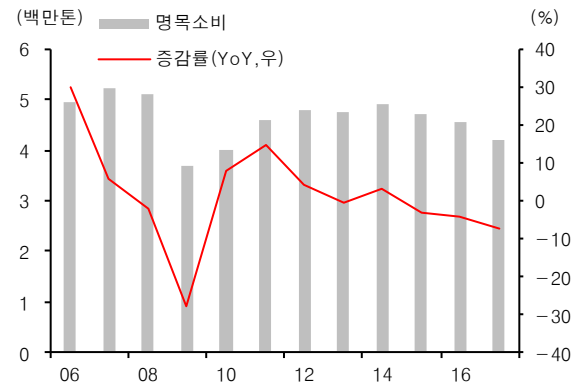
자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 122 국내 형강 생산 및 가동률 추이



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

도표 123 국내 형강 명목소비 추이



자료: 한국철강협회, 유진투자증권

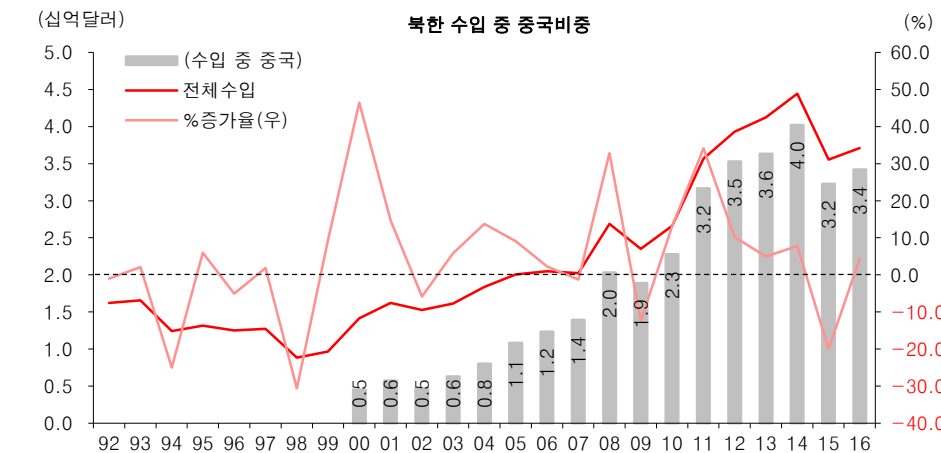


4. IT/가전: 동남아 저개발국 수준보단 높은 소비력

1) 중국을 통한 수입에서 확인할 점: 소비재 수입이 빠르게 증가

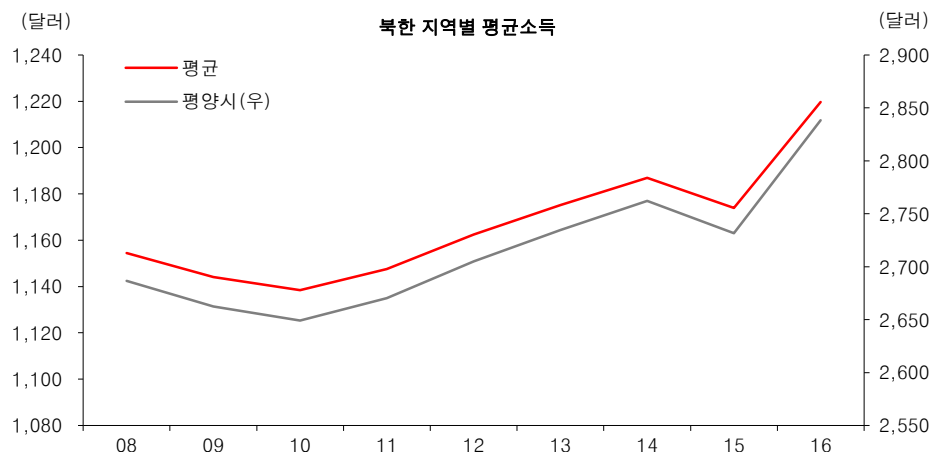
북한의 최근 수입현황을 분석해보면, 흔히 알고 있는 북한의 부정적 경제상황과는 사뭇 다른 모습이 확인된다. 북한 '사치재'의 수입이 급증하고 있기 때문이다. 사치재란 한국인의 눈높이에서 바라본 일반적인 기계(백색가전)/전기/자동차를 언급하는 것으로, 실제 북한 생활수준을 가늠해볼 수 있는 주요 잣대다. 이 같은 제품의 수입이 급증하고 있다는 점은 실제 생활수준이 기대 이상일 수 있다고 판단될 수 있다. 따라서, 현 시점에서 남북관계 개선에 따른 수혜주로 언급되는 산업재 종목 이상으로 한국인의 북한을 바라보는 시각에서의 '고급' 소비재가 오히려 수혜의 폭이 클 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

도표 124 현재까지는 중국을 통한 수입에 전적으로 의존



자료: 통계청, UN COMTRADE, 유진투자증권

도표 125 북한 소득수준: 일반인의 예상보다 높은 수준일 가능성도 있음



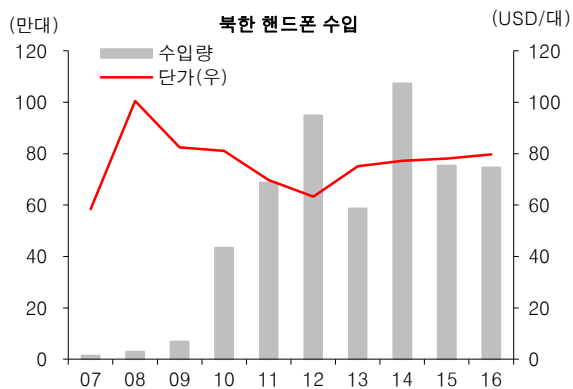
주: KDI의 북한 인구센서스를 바탕으로 한 지역별 소득(2008년)에 경제성장률을 감안해 추정한 소득임

자료: KDI, 유진투자증권 추정

2) 핸드폰, TV: 소비력이 확인되는 소형 가전제품

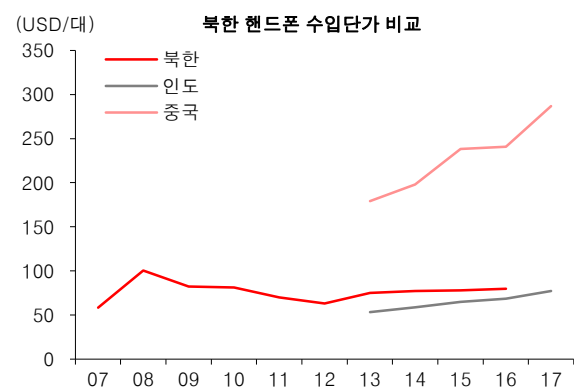
주목할 점은 바로 핸드폰이다. 핸드폰 수입은 중국을 통해 연간 70만대 이상이 수입되고 있다. 단가로 보더라도 80달러/대 수준이기 때문에, 중국 평균 핸드폰 출하단가엔 미치지 못하지만, 인도보다는 높은 수준이다. 전량 스마트폰으로 가정하긴 어렵지만, 최근 저개발국가에서 사용되는 수준과 큰 차이가 있다고 판단하기는 또 어렵다. 따라서, 2016년 말 기준 약 360만명에 달하는 북한 이동전화 가입자 규모와 연간 30만명씩 증가하고 있는 가입자 수를 감안해본다면, 핸드폰 사용을 위한 전력상황에 대한 고민이 필요하다.

도표 126 연간 70만대 이상씩 수입중인 핸드폰



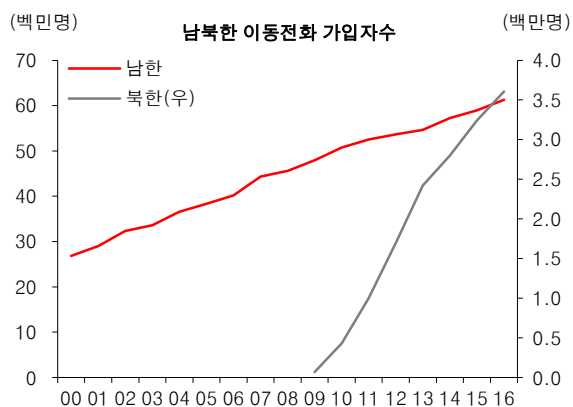
자료: 통계청, UN COMTRADE, 유진투자증권

도표 127 저개발국 수준과 다른 북한 핸드폰 사용



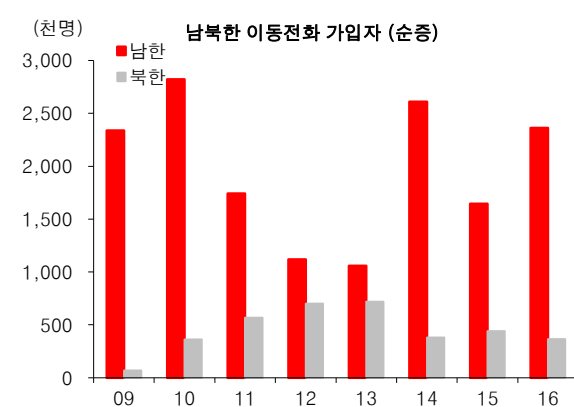
자료: 통계청, UN COMTRADE, IDC, 유진투자증권

도표 128 북한의 이동전화 가입자수 폭발적 증가



자료: 통계청, 유진투자증권

도표 129 북한 이동전화 가입자수 매년 30만명씩 증가 중



자료: 통계청, 유진투자증권



핸드폰과 마찬가지로, TV, 노트북 등 최신 전자제품의 수입량도 대폭 증가하고 있다. 특히 TV는 단가 100달러 미만 수준의 수입량이 급증하고 있다. 특히 **TV수입량은 2014년부터 과거 수준(연간 20만대)을 넘어선 80~100만대가 수입되고 있다는 점은 주목할만하다**. 실제 수입금액도 대폭 증가했을 뿐 아니라, 수입량이 대폭 증가했다는 점은 TV수요의 대중화가 나타나고 있다고 봐도 무방하다. Taobao 검색결과 현재 수입단가(60달러/대) 수준은 중국산 24인치 LCD TV 신품 가격이기 때문에, 크거나 가격면에서도 대중화를 의미한다고 볼 수도 있을 것이다. 북한은 단 2번 인구총조사를 실시했으며 최근 결과가 2008년이기 때문에 이 데이터를 사용하는 것에는 문제가 있지만, 가구수(588만 가구)를 감안했을 때 TV 수입량은 전체가구의 17%를 충족시킬 만큼의 양이다. TV와 노트북만큼의 기타 백색가전 수입량은 빠르게 증가하지 못하고 있다는 점은, 백색가전을 이용할 만큼의 충분한 전력공급은 나타나지 못하고 있는 것으로 추정된다. 그럼에도 불구, 세탁기 대비 냉장고 수입량은 빠르게 증가하고 있다.

도표 130 북한 TV수입량은 2014년을 기점으로 급증

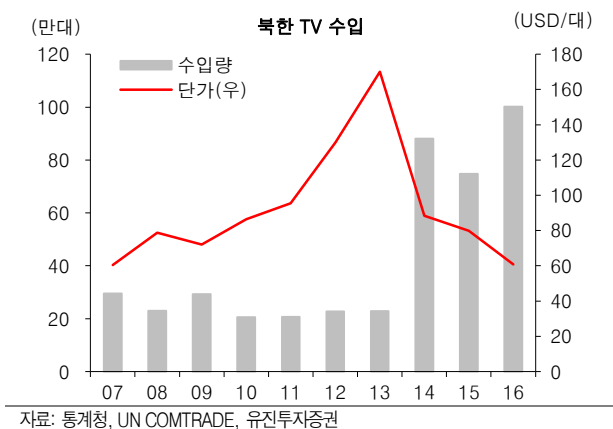


도표 131 노트북 역시 빠른 수요증가

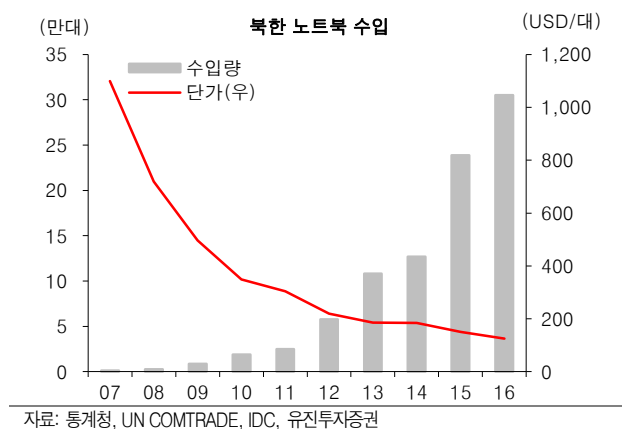


도표 132 중국산 TV 수입 급증, 전력문제가 존재하는 것으로 보기 힘든 수준

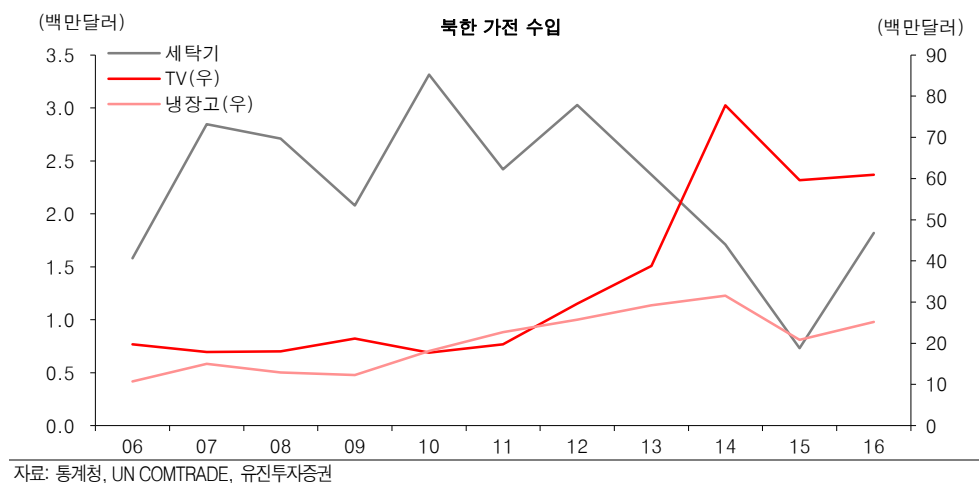




도표 133 LCD TV 보급이 진행중인 상황



주: 조선중앙통신 보도내용을 캡처한 사진을 이용
자료: 다음블로그

도표 134 북한 상류층 주택의 내부모습



자료: 한겨레



5. 제약/바이오: 북한의 의료 생태

1) 북한 의료 시스템, 근본은 있다

베일에 싸인 북한 의료 현황

북한의 의료 시스템(Healthcare System)을 파악하는데 가장 큰 걸림돌은 믿을만한 자료가 부족하다는 것이다. 그럼에도 불구하고 WHO 등의 자료 및 가장 최근 국내외 보도 등을 종합하여 북한의 의료 체계 및 최근 나타나는 역학적인 특징(Epidemiological Features)에 대해 정리해 보았다.

북한에서는 공공 의료 서비스 및 의료 보험이 존재하며, 정부가 모든 시민에게 공통적인 의료 서비스를 무상으로 제공한다. 북한 정부는 1950년대 의료 시스템을 크게 강조했는데 1955~1986년 사이 병원 수가 285개에서 2,401개로, 의원 수는 1,020개에서 5,644개로 증가하였다. 전문 병원 및 약국이 주요 도시에 생겼으며, 공장과 광산에도 부설 병원이 설치되었다.

북한 60~70년대 병원 증설 90년대 큰 타격

오늘날 북한에 존재하는 대부분의 병원이 1960~1970년대 지어진 병원이다. 김일성 통치기에 효과적이고 의무적인 건강검진 및 백신 접종이 시작되었다. 북한에서는 의사 월급이 낮기 때문에 정부에서 다수의 의사를 지원할 수 있는데, 다만 간호사의 수가 부족하여 의사가 직접 단순 작업도 해야 하는 경우가 많다. 의료 체계가 예방 의학 측면에서는 비교적 효과적으로 작동하고 있으나, 중증 질환 치료는 어려운 편이다. 1979년 이후로 한약, 침 등 한방을 좀 더 강조하고 있다.

북한 의료 체계는 1990년대 자연 재해 및 경제난, 식량/에너지난 등으로 크게 타격을 받았다. 2001년이 되어서는 미국 및 국제사회의 경제 체제/통상금지로 인하여 대부분의 병원 및 의원이 필수 의약품 및 의료기기, 전기, 물 부족 상황에 처했다. 특히 전기 부족이 가장 큰 문제였는데, 최첨단 의료기기가 있다 하더라도 전기가 없다면 무용지물이기 때문이다.

WHO 북한 의료 시스템에 긍정적인 평가

2010년 WHO(World Health Organization, 세계보건기구)는 북한의 의료 시스템에 대해 “개발 도상 국가의 선망의 대상(the envy of the developing world)”라고 표현했다. 물론 빈약한 인프라, 의료기기 부족, 영양 부족, 의약품 부족 등은 해결이 필요하다고 지적했다. 즉 물질적인 지원만 확보된다면, 북한 의료 시스템은 훨씬 효과적으로 작동할 수 있는 인적 자원 및 체계는 갖추고 있는 것으로 보인다.

북한의 의학은 감염성 질환(폐렴, 말라리아 포함) 및 외상(탄광 작업시 발생) 치료에 집중되어 있으며, 항암제 등 특수한 치료제 및 의료기기가 부족하기 때문에 다른 질환에 대해서는 기본적인 것만 익힌다.

실제는 민간요법/한방 위주 의사들도 장마당에서 영업

명목상으로는 모든 북한 주민이 동일한 의료 서비스를 무상으로 받을 수 있으나 실제적으로는 뇌물을 제공해야 하며, 큰 병원에서도 환자들에게 필요한 물품을 장마당에서 직접 조달해 올 것을 요구한다. 따라서 북한 주민들은 전통 한방치료를 크게 의존하고 있으며, 의사들은 정부가 월급을 지급하지 못하게 되면서 장마당에서 개업을 하고 의약품/수액제/주사기 등을 판매한다. 즉 북한 주민들은 아프면 민간요법/한방치료를 의지하거나, 장마당에 가는 것이다. 북한에서는 서구식 의료 기술에 접근이 어려워 민간요법 및 천연물 의약품에 대한 연구가 활발하다.

도표 135 남한 및 북한 의료 관련 통계

	남한 (기준년도)	북한 (기준년도)
총 인구수	50,000,000 명 (2016)	25,000,000 명 (2016)
인당 국민총소득 (Gross National Income, 명목)	32,120,000 원 (2010)	1,460,000 원 (2010)
출생시 기대수명 (남/여)	80 세 / 86 세 (2016)	68 세 / 76 세 (2016)
15~60 세 사이 사망 확률 (남/여, 천명당)	85 명 / 36 명 (2016)	166 명 / 98 명 (2016)
인당 총의료지출 (2014)	\$2,531	N/A
GDP 중 의료비 지출	7.4% (2014)	N/A

자료: WHO 및 국내외 보도 자료, 유진투자증권

2) 북한, 선진국형 성인병에 시달리다

북한, 아직 저임금 국가이나
사망 원인은 선진국형

북한 의료 관련 통계 중 가장 눈길을 끄는 것은 북한이 저임금 국가로 분류됨에도 불구하고 사망 원인 통계는 전혀 다르다는 것이다. 즉 저개발 국가에서 감염성 질환이 사망의 주요 원인이 되는데, 북한의 경우 뇌졸중, 허혈성 심장질환, 고혈압 등 선진국형 심혈관계 질환이 사망 원인의 2/3를 차지하고 있다는 것이다.

이러한 현상이 나타나는 원인은 상당히 흥미로운데, 북한 사람들이 1990년대 극심한 기근을 겪었기 때문이라는 것이다. 즉 1990년대 중반(1994~1998) ‘고난의 행군’ 시절 태어나거나 어린 시절을 보낸 사람들은 먹을 것이 부족한 상황에 적합하게 신체가 발달하는데, 적은 에너지를 가장 효율적으로 사용하는 방향으로 처음부터 몸이 적응하는 것이다.

기초 의약품도 필요하지만
당뇨, 고혈압 등
만성질환 치료제도 필요

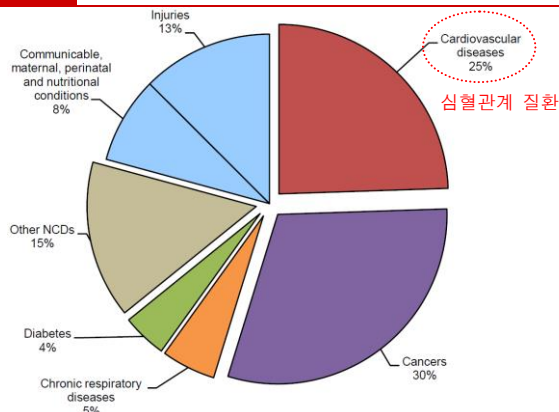
다만 이런 경우 나중에 음식 섭취가 증가하게 되면 신체에서 이를 제대로 처리하지 못하면서 당뇨, 고혈압 등 소위 대사성 질환/심혈관계 질환에 시달리게 되는 것이다. 북한에서 2012년 김정은 체제가 출범하고 장마당이 허용되고 나름 경제가 발전하면서, 1990년 이후 출생한 20~30대가 북한 사회의 주역으로 떠올랐다. 그러나 이들의 신체가 전보다 나아진 생활에 적응하지 못하면서 당뇨, 고혈압 등 선진국형 질환에 걸리는 것이다.

이러한 개발도상국가의 질병부담을 설명하는 ‘이중 부담(Double Burden)’ 이론이 있는데, 개발도상국에서 영양박탈을 경험한 채 생존한 아이들이 이후 경제개발 과정에서 만성질환에 취약한 인구세대로 남게 된다는 것이다.

이는 2008년부터 남한에 거주하는 탈북자의 건강 상태를 추적한 NORNS(North Korean Refugees In South Korea) 연구에서 보다 명확히 드러났다. NORNS 연구 결과를 일부 요약하면 다음과 같다.

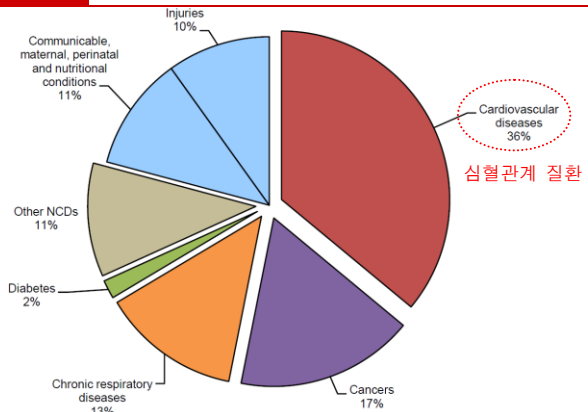
- ✓ 1990년대 북한의 극심한 기아사태의 여파로 당시 청소년기를 지낸 30대의 경우 남한 주민과 비교시 키가 남녀 각각 6cm 및 5cm 작았음
- ✓ 탈북 주민들의 복부비만 정도는 남한 사람에 비해 현저히 적으나(남자 1/6 수준, 여자 1/3 수준), 대사증후군의 유병률은 이미 남한 주민과 비슷해짐. 대사증후군은 당뇨병의 위험요인이며, 이 연령층 탈북자들은 체장의 인슐린 분비 기능이 매우 낮음. 따라서 향후 당뇨병 유병률의 급격한 증가가 예상됨
- ✓ 탈북자들은 소위 ‘마른 비만’(비만 정도가 심하지 않으나 대사 위험도는 비만인과 유사) 양상을 보이며, 이들이 남한에서 생활하는 기간이 증가할수록 대사성질환에 걸릴 위험이 남한 사람보다 높을 가능성

도표 136 남한 주민 사망 원인



자료: WHO (2014), 유진투자증권

도표 137 북한 주민 사망 원인.. 남한과 패턴 유사



자료: WHO (2014), 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2018.3.31 기준)