

2018.05.18

한주정리



Heungkuk
Securities

남북경협주가 마주한 불확실성

Equity Strategist

문다솔

02) 739-5932

dasolmoon@heungkuksec.co.kr

Review & Preview

- ▶ 주간 KOSPI -1.2% 하락, KOSDAQ -1.2% 하락
- ▶ 이번 주, 북미정상회담 불확실성 확대와 함께 유럽발 정치 리스크, 미국채 금리 상승세 지속 등으로 투심이 후퇴
- ▶ 다음 주
 - 대내적으로는 한미정상회담/북한 핵실험장 폐기의 순조로운 진행여부가, 대외적으로는 Fed 스탠스 확인이 시장 방향성의 관건
 - 체크 포인트 : 한국 5월 20일 수출, 한/미 정상회담, 5월 FOMC의사록, 북 핵실험장 폐기, 한국 금통위

Issue & Idea : 남북경협주가 마주한 불확실성

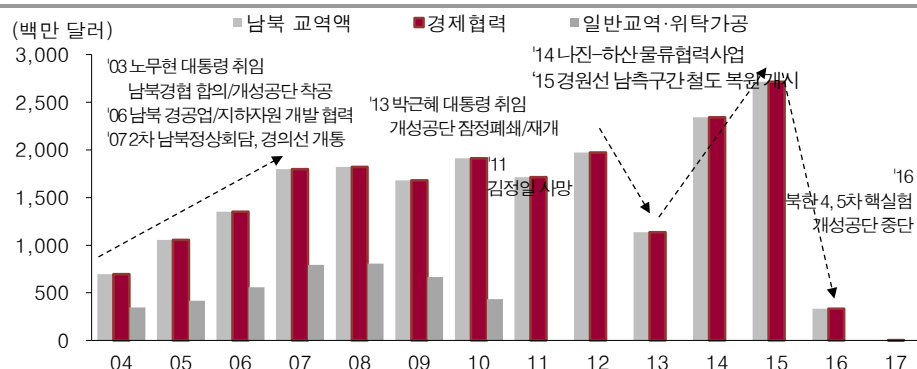
남북경협 불확실성 1) 북한의 태도변화

- ▶ 갑작스러운 북한의 태도변화에 남북경협주 상승에 제동이 걸렸다. 북한은 先핵폐기, 後보상의 리비아식 비핵화가 아닌, 북한과 미국이 동시에 행동에 나설 것을 촉구하고 있다. 다만 북한의 태도변화를 중장기 남북 관계 화해/협력 무드의 대대적인 변화로 보기에 이른 시점으로 판단한다. 협상의 파기보단, 협상을 앞두고 큰 틀에서의 조율이 필요한 시점이다. 주가 흐름 측면에선, 남북경협주의 상승세가 속도조절에 나설 공산이 큰 데, 단기 상승폭을 감안하면 한편으로 예견된 수준으로 볼 수 있다.
- ▶ 백악관이 북핵 해법에 과거방식을 고수하지 않는다는 유연한 태도를 보이고 있어, 향후 협의과정에 보다 집중할 필요가 있다. 차주 예정된 한미정상회담에서 북-미 간 의견조율을 위한 한국 정부의 중재자 역할이 한층 중요해진 시점이다. 잇따라 예정된 북한의 풍계리 핵실험장 폐기가 순조롭게 진행되기 위해서도, 한미 정상 간 협의될 내용이 우선적으로 확인될 필요가 있다.

남북경협 불확실성 2) 실제 이익 확인

- ▶ 한편 북한과의 협상이 재개될지라도, 남북경협주가 마주할 또 다른 불확실성은 '실제 이익'이다. 경협에 따른 경제적 이익이 언제 발생할 수 있을지 고민이 크다. 남북교역액 추이를 통해 살펴보면, 예상보다 가시거리가 짧다는데 주목할 필요가 있다.
- ▶ 2014년 추진된 나진-하산 물류협력사업의 전개이다. 사업자 간 MOU 체결부터 1차 시범운송까지 소요기간은 1년에 불과했다. 실제로 2014년 11월, 나진-하산 루트를 이용해 러시아산 석탄 3.5만톤이 운반되었다. 즉, 정부의 강력한 협력 의지가 유효하다면, 실제 남북 경제협력의 효과는 발생하기까지 그 가시거리가 상당히 좁혀질 수 있다는 점을 생각해볼 필요가 있다.

Key Chart . 남북경협이 숫자로 찍히는 데 걸리는 시간은?



Issue & Idea

남북경협주가 마주한 불확실성

불확실성 두 가지, 북한의 태도변화 & 남북경협의 실제 이익 확인

남북경협 불확실성
1) 북한의 태도변화

북한이 남북고위급회담을 일방적으로 연기하며 갑작스러운 태도변화를 보인 탓에, 남북경협주 상승세에 제동이 걸렸다. 북한의 태도변화에는 미국이 요구하는 ‘先핵폐기, 後보상’의 리비아식 비핵화 방식에 대한 강한 불만이 자리잡고 있다.

북한이 요구하는 비핵화 방식은 지난 3월 북중 정상회담에서 언급된 ‘단계적/동시적 조치’다. 이는 행동 대 행동을 원칙으로 하는 것으로, 북한이 취해야 할 조치와 그에 상응하는 타국가의 조치를 단계별로 정한 뒤, 동시에 이를 시행하는 방식이다. 이는 중국이 한반도 문제해결을 위해 주장해 온 ‘쌍궤병행, 쌍중단’ 등의 방식과 맥락을 같이 한다.

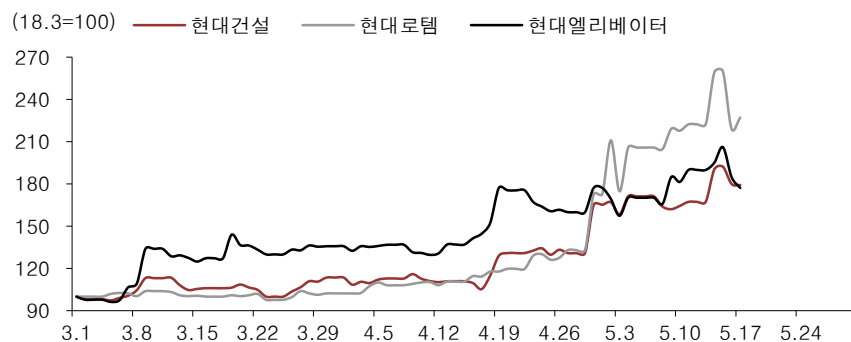
다만 이러한 북한의 태도변화를 중장기 남북 관계 화해/협력 무드의 대대적인 변화로 보긴 이른 시점으로 판단한다. 협상의 파기보단, 협상을 앞두고 큰 틀에서의 조율이 필요한 시점인 만큼 향후 한국/북한/미국 간 협의과정에 집중할 필요가 있다. 주가 흐름 측면에선, 남북경협주의 상승세가 속도조절에 나설 공산이 큰 데, 단기 상승폭을 감안하면 한편으론 예견된 수준으로 볼 수 있다.

일단 백악관은 리비아식 비핵화가 아닌 ‘트럼프식 모델’로 명칭을 변경하며, 북핵 해법에 과거 방식을 고수하지 않는다는 유연한 태도를 내비쳤다. 뿐만 아니라 지난 두 차례의 김정은 위원장과 폼페이오 미 국무장관의 북한 회동 이후, 내용은 공개되지 않았지만 북한은 미국의 ‘새로운 대안’을 높이 평가한다고 밝힌 바 있다. 즉, 북핵 해법에 미국은 새로운 접근법을 가져갈 것임을 내비친 것으로 보인다.

차주 예정된 한미정상회담에서 북-미 간 의견조율을 위한 한국 정부의 중재자 역할이 한층 중요해진 시점이다. 잇따라 예정된 북한의 풍계리 핵실험장 폐기(23-25일)가 순조롭게 진행되기 위해서도, 한미 정상 간 협의될 내용이 우선적으로 확인될 필요가 있다.

연일 급등하던 남북경협주 상승세 제동이 걸리다

그림 1 남북경협주 상승세 제동건 북한의 태도변화



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

표 1 한반도 비핵화 해법에 대한 각국 입장

	한국	미국	북한	중국
비핵화·평화체제 추진 속도	일괄타결하되 단계적 검증 '절충안'	일괄타결·속전속결	단계적·긴호흡	
비핵화 검증	튼튼한 방식으로 효율적 검증 기대	불신하며 검증	美와 검증방법 이견 가능성	
北 체제보장	선택에 직면	주한미군 철수 불가	주한미군 철수 주장 가능성	
비핵화 방식	튼튼한: 정산 간 포괄적 합의, 나머지는 단계적 실무 논의	트럼프식+리비아 식: 先핵폐기, 後보상 CVID 외 협상불가	행동대 행동: 단계적 비핵화, 동시적 보상	쌍중단·쌍궤병행: 비핵화, 평화협정, 한미군사훈련 중단을 동시에
단계적 비핵화	수용	불가	수용	수용

자료: 언론자료, 홍콩증권 리서치센터

남북경협 불확실성
2) 실제이익은 언제 찍
히나

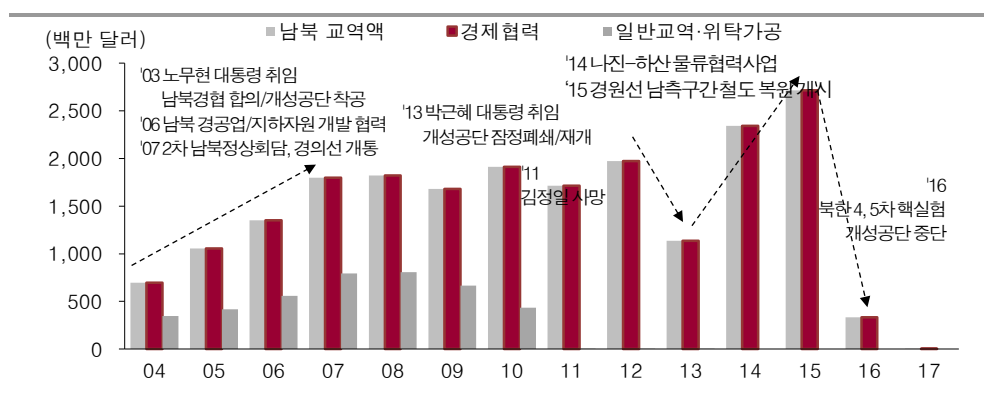
한편 북한과의 협상이 재개된다 할지라도, 남북경협주가 마주할 또 다른 불확실성은 '실제 이익'이다. 경제협력에 따른 경제적 이익이 언제 발생할 수 있을지에 대한 고민이 크다.

남북교역액 추이를 통해 과거 경제협력에서 발생한 경제적 효과를 살펴보면, 예상보다 가시거리가 짧다는데 주목할 필요가 있다. 과거 남북교역액의 대대적인 증가는 개성공단과 물류협력사업 추진 과정에서 비롯되었다. 2003년 개성공단 착공을 시작으로 2007년 경의선 개통을 통해 개성공단 물품의 화물 운송이 개시되기까지, 남북교역액은 2배 가까이 성장했다.

보다 흥미로운 것은 2014년 한국-러시아-북한이 공동으로 추진한 나진-하산 물류협력사업의 전개이다. 사업자 간 MOU 체결부터 1차 시범운송이 진행되기까지 소요기간은 1년 가량에 불과했다(2013.11~2014.11). 실제로 2014년 11월, 나진-하산 루트를 이용해 러시아산 석탄 3.5만톤이 운반되었고, 운송에는 현대상선이, 해당 원료를 직접 사용한 기업은 POSCO였다. 즉, 정부의 강력한 남북 관계 개선에 대한 의지가 유효하다면, 실제 남북 경제협력의 효과는 발생하기까지 그 가시거리가 상당히 좁혀질 수 있다는 데 주목할 필요가 있다.

개성공단 & 물류협력
과정에서 남북교역액
대대적인 증가

그림 2 남북교역액에서 살펴보는 과거 경제협력의 경제적 효과



자료: 통일부, 홍콩증권 리서치센터

주요 이벤트 일정

주요 이벤트 - 1주

날짜	이벤트	주요 내용
5/23	미 5월 FOMC 의사록 공개	연준 위원들의 물가상승에 대한 인식 및 금리 인상 속도 의견을 통한 연 4회 금리 인상 가능성 주목
5/22	한미 정상회담	북한의 비핵화 방식에 대한 북-미 간의 견해를 이끌 한국 정부의 중재자 역할이 관건
5/23~25	북 풍계리 핵실험장 폐기	가자침관 아래 핵실험장 폐기 예정. 남북 고위급회담 무기한 연기에 따른 핵실험장 폐기 연기 가능성 대두

주요 이벤트 - 4주

일	월	화	수	목	금	토
20	21	휴장(석가탄신일)	22	23	24	25
	미 4월 사카고 월등지수 한 5월 수/출입 20일 부안아파트리 개발은행(AFD) 연 차중외(-25)	한-미 정상회담	미 5월 FOMC 의사록 공개 미 5월 PMI 북풍계리 핵실험장 폐기(-25)	한 금융통화위원회	Gap	
27	28	29	30	31	6/1	6/2
	미국 영국 휴장	한 5월 소비자심리 지수 미 5월 컨퍼런스 보드 소비자	연준 바이저북 미 1Q GDP 유 5월 CPI Salesforce	미 4월 PCE MSD 반기 리뷰 적용	미 5월 고용지표 비농업 고용자 수 변동 실업률 시간당 평균 임금 한 1Q GDP(F) 한 5월 수출/입 미 5월 ISM 제조 Costco	
3	4	5	6	7	8	9
		중 5월 PMI		유 1Q GDP(F)	G7 정상회담(-9) 중 5월 수/출입 Bratom	중 5월 CPI
10	11	12	13	14	15	16
		북미 정상회담 미 5월 CPI		미 6월 FOMC(↑) 한 선물 옵션 동시 만기 ECB 통화정책회의 코스피 200코스닥 150 장가 변경 Adde	미 5월 광공업 생산 미 6월 미시간 소비자 신뢰도 P 유 5월 CPI(F) 일 BQ 통화정책회의	

날짜 미정 이벤트

- 남북 고위급 회담 개최(판문점 선언 이행 목적 5월 중 -> 무기한 연기)
- 한러 정상회담(6월 중)

주: 한국시간 기준 / 한:한국, 미:미국, 유:유럽, 중:중국, P:잠정, F:확정 / 기율입체: 실적발표 예정일 / 붉은 글씨: 중요도 높음
자료: 흥국증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.