

Brave Heart? They won't be

스코틀랜드 독립 찬반투표, 9월 18일 예정

이슈분석

크로스에셋전략
2014.9.17

이승우
02-768-3050
seungwoo.lee@dwsec.com

손재현
02-768-3011
jaehyun.son@dwsec.com

이지연
02-768-3073
sarah.lee@dwsec.com

박준일
02-768-3717
justin.park@dwsec.com

이은영
02-768-4147
erika.leigh@dwsec.com

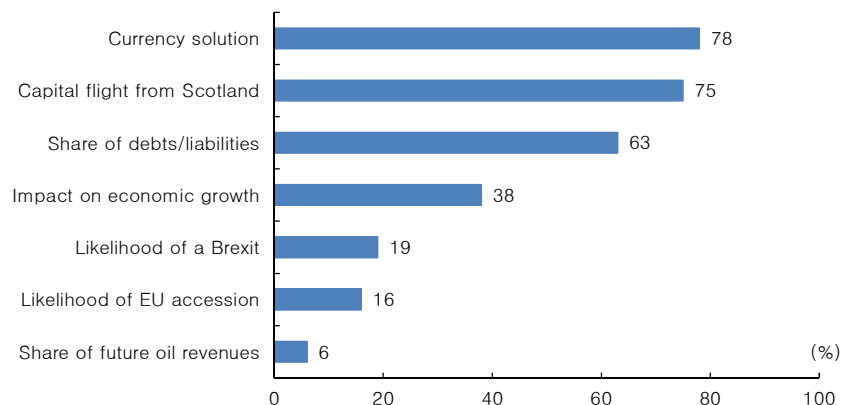
스코틀랜드의 영국연방 잔류 가능성 커

스코틀랜드가 영국연방에 잔류할 가능성이 큰 것으로 판단된다. 대부분의 설문 조사에서 스코틀랜드의 독립 반대 여론이 찬성 여론을 근소하게 앞지르고 있는 것으로 나타났다. 최근의 조사가 다시 독립 반대로 돌아선 데에는 독립에 따른 경제적 실익이 많지 않다는 여론이 확산됐기 때문으로 보여진다.

스코틀랜드의 오랜 민족적 소원을 달성한다는 것 이외에 독립으로 누릴 수 있는 경제적 효과는 크지 않다. 오히려 영국으로부터 독립할 경우 정치적, 경제적 충격을 피할 수 없다. 무엇보다 독립에 따른 통화, 재정, 행정 등의 현실적인 문제들을 직면하게 된다는 우려가 독립 반대 여론이 우세해진 배경으로 보인다.

투표 결과가 독립 찬성이라면 글로벌 금융시장에 부정적이다. 스코틀랜드의 독립에서 야기되는 정치적, 경제적 불확실성이 글로벌 금융시장에 충격을 가할 것으로 예상된다. 그러나 이 가능성은 상대적으로 낮은 것으로 본다.

스코틀랜드 독립이 야기할 수 있는 문제들



Brave Heart? They won't be

스코틀랜드의 영국연방 잔류 가능성 커

민족의 숙원 사업이나 경제적 실익은 없어

스코틀랜드의 영국 잔류
 가능성 커

스코틀랜드가 영국연방에 잔류할 가능성이 큰 것으로 판단된다. 대부분의 설문 조사에서 스코틀랜드의 독립 반대 여론이 찬성 여론을 근소하게 앞지르고 있는 것으로 나타났다. 최근의 조사가 다시 독립 반대로 돌아선 데에는 독립에 따른 경제적 실익이 많지 않다는 여론이 확산됐기 때문으로 보여진다.

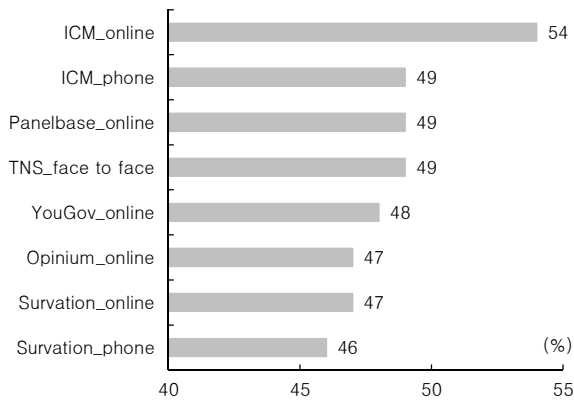
독립에 따른 경제적 실익은
 많지 않다

스코틀랜드의 오랜 민족적 소원을 달성한다는 것 이외에 독립으로 누릴 수 있는 경제적 효과는 크지 않다. 오히려 영국으로부터 독립할 경우 정치적, 경제적 충격을 피할 수 없다. 무엇보다 독립에 따른 통화, 재정, 행정 등의 현실적인 문제들을 직면하게 된다는 우려(그림 2. 참조)가 독립 반대 여론이 우세해진 배경으로 보인다.

독립 찬성 결과는 금융시장에
 부정적, 그러나 가능성 낮아

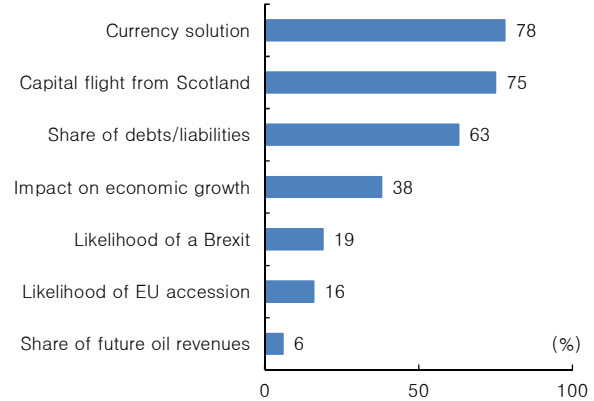
투표 결과가 독립 찬성이면 글로벌 금융시장에 부정적이다. 스코틀랜드의 독립에서 야기되는 정치적, 경제적 불확실성이 글로벌 금융시장에 충격을 가할 것으로 예상된다. 그러나 이 가능성은 상대적으로 낮은 것으로 본다.

그림 1. 매체별 / 조사 방법별 독립 찬성 설문 비율



주: 9/13일 기준, 부동층 제외 설문 결과
 자료: UK Polling Report, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 스코틀랜드 독립이 야기할 수 있는 문제들



주: 이코노미스트 대상 서베이, 3가지 선택
 자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그들은 왜 독립을 원하나?

원래 다른 나라, 투쟁과 반란의 역사, 그리고 석유의 힘

영국 연방을 구성하는 4개 지역

스코틀랜드는 왜 독립을 원하는 것인가? 영국(United Kingdom)은 네 개의 지역으로 구성되어 있다. 중앙정부가 있는 잉글랜드, 강성지역들 사이에서 존재감이 약해 보이는 웨일즈, IRA의 테러 이미지가 강하게 박혀 있는 북아일랜드, 그리고 최근 글로벌 헤드라인을 장식하고 있는 스코틀랜드 등 4개 지역으로 구성되어 있다.

원래 다른 나라, 독립투쟁의 역사

스코틀랜드는 잉글랜드와 언어, 인종, 종교가 모두 다르다. 원래 다른 나라들이 먼 옛날 합쳐졌다고 보면 된다. 또한 14세기부터 계속된 독립투쟁과 1707년 병합 이후에도 계속된 반란, 학살 등등의 역사로 점철되어 있다. 이 같은 역사적 사실을 고려하면 최근 스코틀랜드의 독립 요구가 아주 자연스럽게 이해된다.

스코틀랜드 국민당이 독립 투표 주도

이러한 인문학적 측면 이외에 누가, 또 무엇이 스코틀랜드가 분리주의로 나아가게 하고 있는지를 따져보는 것도 이번 사안을 이해하는데 도움이 된다. 먼저 주체는 스코틀랜드 국민당(Scotland National Party)이다. 국민당은 스코틀랜드 자치의회와 과반 의석을 차지하고 있는데 지난 해 영국정부에 독립투표 제안을 하게 된 것이 이번 주의 독립투표로 연결된 것이다.

70년대 북해 유전의 발견이 독립 욕구에 기름 붓는 역할

국민당은 민족주의를 앞세운 독립운동으로 지난 1970년대부터 인기를 얻기 시작한다. 그러나 당시 소수당이었던 국민당이 민족주의와 독립운동만으로 대중의 인기를 얻었던 것은 아니다. 돌발 계기가 있었다. 북해 유전이 발견된 것이다. 석유로 경제적인 자립뿐 아니라 국가의 독립까지도 가능하다는 자신감이 당시 스코틀랜드 국민들 사이에 퍼지기 시작해 지금에 이르렀다. 말 그대로 1970년대 북해 유전의 발견은 스코틀랜드의 독립 욕구에 기름을 붓는 역할을 했다.

독립의 싹을 제거하고자 했던 캐머런의 자충수도 한 몫

여기서 영국 중앙정부가 왜 이러한 투표에 응했는지도 살펴 보아야 한다. 지난 해 5월 스코틀랜드의 독립 투표 제안이 있었을 당시에는 잔류 여론이 독립 여론을 10%p 이상 앞섰고 있었다. 이에 캐머런 정부가 스코틀랜드 독립 요구의 싹을 아예 제거하고자 투표에 응했던 거다. 그러나 적어도 지금까지는 자충수가 되었고 이를 만회하기 위해 뒤늦게 Better Together 운동을 전개하고 있는 상태다.

그림 3. 영국 연방을 구성하는 4개 지역



자료: 언론 자료

그림 4. 14세기 스코틀랜드의 독립투쟁을 다룬 영화



자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

투표 예상 시나리오와 현재까지의 서베이

1. 투표에 대하여

9/18, 스코틀랜드 분리 독립에
대한 찬반 투표

스코틀랜드의 분리 독립에 대한 찬반 투표는 다가오는 9월 18일에 치러진다. 현지 언론에 따르면 투표 결과는 이튿날인 19일 이른 오전에 발표될 예정이다.

Should Scotland be an independent country? Yes or No

이번 투표에는 스코틀랜드에 거주하는 16세 이상 주민 420만 명 이상이 유권자로서 참여하게 된다. 2012년 기준 스코틀랜드 내 16세 이상 거주민은 약 440만 명으로 거주민의 97%가 투표에 등록한 셈이다.

투표 연령 하향과
외부 거주인 투표권은
투표 결과의 변수

분리 독립 투표에서 처음으로 유권자 최소 연령이 18세에서 16세로 낮아졌다. 젊은 층과 남성이 독립 찬성에 대한 의견이 높다는 점을 감안했을 때, 투표 결과에 유의미한 영향을 미칠 수도 있다. 전문가들은 16~18세의 유권자 약 12만명이 변수라고 언급하기도 한다.

또한 스코틀랜드에 거주하고 있는 외부인들도 투표권을 가지게 된다. 언론에 따르면 스코틀랜드 국민이 아닌 유권자의 수는 약 50만명으로 추산된다. (뒤에서 설명하겠지만) 유럽연합(EU)은 스코틀랜드의 독립을 반대하는 입장을 취하고 있음에서 미루어보면 EU 출신 거주자(특히, 잉글랜드와 웨일즈 출신의 영국인)들이 큰 비중을 차지하는 외부인 유권자들은 연합을 유지하는 체제를 선호하는 것으로 추측할 수 있다.

2. 스코틀랜드의 독립이 현실이 된다면?

2016년 3월 24일
스코틀랜드 독립 기념일이
될 수도

1945년부터 투표를 통해 독립한 30개 국가의 평균 투표일-독립일 사이의 시간 간격은 15개월이다. 스코틀랜드 정부는 2016년 3월 24일을 공식적인 독립일로 목표하고 있다. 17~18개월의 독립 준비 기간은 국제적인 과거 사례들에 비추어 볼 때 현실적인 셈이다. 독립 국가로서의 첫 의회 투표는 2016년 5월 5일로 계획되어 있다.

영국과의 협이가 필요하지만
모든 절차가 독립 전에
이루어질 필요는 없어

스코틀랜드의 분리 독립 찬성이라는 투표 결과가 나온다면 독립 국가가 되기 위한 준비를 진행하게 된다. 세금, 원유 산업, 해외 자산, 국가 채무, 군대의 자산/부채 배분에 대한 협상이 필요하며 파운드화 사용 여부에 대한 논의도 진행될 것이다. 스코틀랜드에 위치해있는 핵 무기도 제거해야 한다. 1993년 체코슬로바키아의 분리, 독립의 사례에서도 볼 수 있듯이 모든 사항이 반드시 공식적인 독립 전에 정리되어야 하는 것은 아니다.

또한 유럽연합(EU) 회원국 여부에 대한 논의도 필요하다. 독일 베를린 장벽이 무너지고 통일이 된 이후 구동독이 유럽경제공동체의 일원이 되는 데에는 채 1년이 걸리지 않았다. EU 가입 여부에 대한 논의는 다른 EU 회원국과의 이해 관계 및 NATO 등의 국제 기구 가입 여부 결정을 고려했을 때, 신속하게 진행될 것으로 전망된다.

3. 독립 반대 여론이 근소하게 앞서고 있어

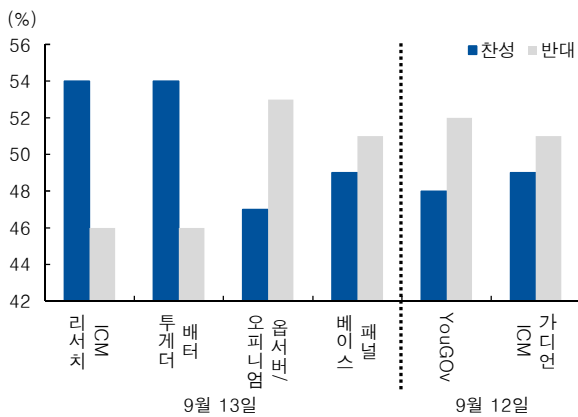
독립에 대한 찬반 양측의
공방전 이어지고 있어

투표 날짜에 임박하기 전까지는 독립 찬성 여론이 우세했으나 투표일이 가까워 오면서 찬성과 반대 여론은 팽팽한 줄다리기를 하고 있다.

투표를 바로 앞에 둔 주말까지도 투표 결과는 예측하기가 어려운 상황이다. 조사 기관에 따라서 결과가 다르게 발표될 만큼 차이는 근소하다. 찬성이 반대를 8%p 앞서는 조사 결과가 있는 가 하면, 같은 날 발표된 영국 소재 옵서버와 오피니엄의 서베이 결과에서는 반대 표가 6%p 앞선 것으로 나타났다.

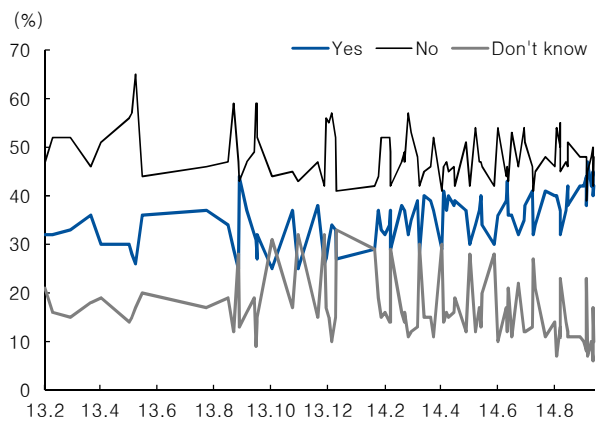
투표의 관전 포인트는 전체 유권자의 10% 이상에 해당하는 찬반 의사를 결정하지 않은 부동층의 선택이 될 것으로 보인다.

그림 5. 투표를 앞둔 마지막 주말까지 공방전 지속



자료: 언론 자료, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 투표에 가까워질수록 찬성과 반대 사이 격차 감소



자료: 언론 자료, KDB대우증권 리서치센터

4. 국제 사회 및 정치권의 반응

핀란드, 스위스 등과 같은
작고 강한 국가를
꾸리겠다는 분리주의자의 목표

SNP(스코틀랜드 국민당)은 핀란드, 스위스, 노르웨이 등의 규모가 작아도 번영을 이룩한 국가들을 예로 들면서 스코틀랜드의 성공적인 독립을 주장한다. 독립국으로는 OECD 가운데 14번째로 부유한 국가가 될 것이라는 주장에는 북해 유전의 풍부한 매장량을 바탕으로 한다.

영국 및 미국은
스코틀랜드의 분리에 반대하는
입장

반면, 영국 정부는 스코틀랜드의 독립이 경제적 불안을 초래할 것이라 주장한다. 대형 은행들의 런던 이전이 주는 금융 충격과 대규모의 자금 이탈로 인해 부동산 시장 불안정에 대해 경고했다. 그 동안 중립을 지키던 엘리자베스 2세 여왕도 주민투표를 3일 앞두고 독립을 신중하게 생각해달라며 간접적인 반대 의사를 표했다.

미국은 “강하고 견고하며 연방 형태(strong, robust, united)의 영국을 원한다”라는 공식 입장을 밝혔다. 가장 충실한 우방인 영국이 분열되는 것을 원치 않는, 사실상 분리 독립에 반대하는 의미가 내포되어 있다. 미국이 속한 주요 나토(북대서양조약기구) 동맹국들 역시 반대 분위기다.

자국 내 분리 독립 움직임의 확대를 우려하는 스페인 등도 스코틀랜드 독립에 대해 부정적이다. IMF도 금융 시장에 가해질 충격에 대해 경고했다.

독립 스코틀랜드, 득(得)보다는 실(失)이 크다!

민족자결권과 부국강병을 희망하는 독립 스코틀랜드의 열망이 오는 18일 투표를 통해 결정된다. 그러나 스코틀랜드 내에서도 찬반이 팽팽하게 맞서고 있고, 영국을 포함한 대부분의 해외 국가들은 독립을 반대하고 있다.

현재 시장에서 전해지는 대부분의 분석과 전망은 독립 스코틀랜드에 불리하다. 당장 독립 스코틀랜드의 부국강병을 보장할 북해 유전의 생산성과 수익성에 대한 전망도 불확실한데다 수많은 정치·경제적 난관에 봉착할 전망이다.

1. 북해 유전, 독립 스코틀랜드 부국강병의 침병이 되지 못할 수도

북해 유전을 통한 노르웨이식 복지국가 건설 공약

스코틀랜드 국민당(SNP)이나 찬성론자들은 독립이 주는 가장 큰 선물로 북해 유전을 꼽고 있다. SNP는 노르웨이의 사례를 예로 들며 북해 유전을 통해 스코틀랜드도 부자가 될 수 있다고 주장한다.

SNP는 지난 해 11월 발표한 독립백서에서 북해 유전으로 인해 독립 스코틀랜드의 재정 안정성이 높아질 것이며, 북해 유전 개발 활성화로 1조 파운드의 세수를 확보해 노르웨이식 복지국가를 건설하겠다고 발표했다.

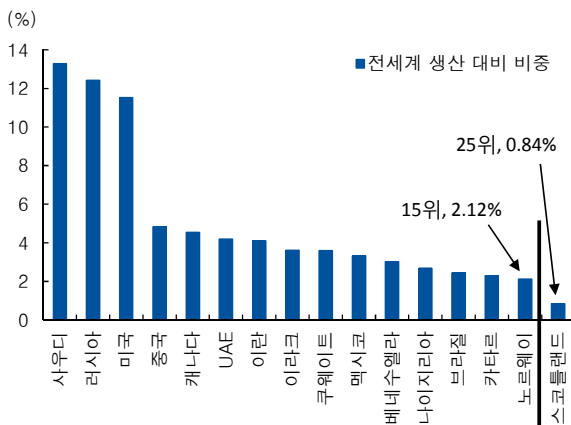
올해 세계경제포럼(WEF) 국가경쟁력 평가에서 11위를 차지한 노르웨이는 2013년 기준 1인당 GDP가 10만 달러(세계 3위)로 영국의 3.9만 달러(세계 24위)보다 훨씬 높는데 노르웨이 경제를 지탱해주는 것이 바로 북해 유전이다. 노르웨이 GDP의 25%, 국가 재정 수입의 33% 가량이 에너지(원유&가스) 판매에서 발생하기 때문이다.

2013년 기준 노르웨이의 원유 생산량은 183.7만 배럴/일이고 인구는 약 500만 명이다. 독립 스코틀랜드 인구는 530만 명으로 노르웨이와 비슷하며 원유는 약 73만 배럴/일의 생산이 가능(지난 해 영국 원유 생산량 86.6만 배럴/일 × 독립 후 스코틀랜드가 차지하는 북해 유전 비중 84%)하다.

다만, 산술적으로 독립 스코틀랜드가 노르웨이만큼 부자가 되기는 힘들다. 우선, 원유 생산량이 노르웨이의 40% 수준이다. 또한, 스코틀랜드가 점유하게 될 북해 유전에서는 천연가스전이 많지 않다. 노르웨이는 원유 못지 않게 천연가스 생산량도 세계 5위이다.

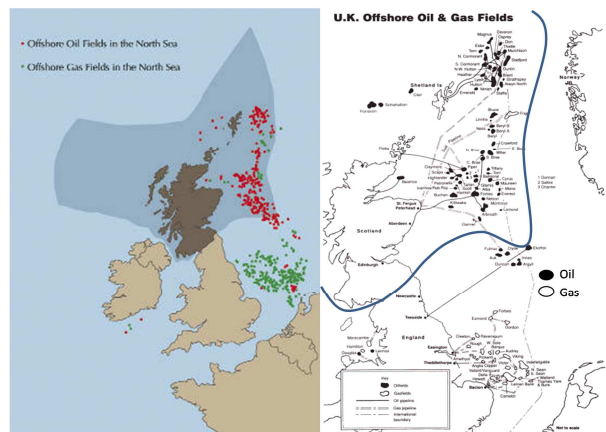
SNP는 독립 스코틀랜드가 원유는 소비량의 6배, 천연가스는 3배를 생산할 것으로 전망하고 있다.

그림 7. 스코틀랜드 원유 생산, 노르웨이의 40% 수준



주: 스코틀랜드 생산은 영국 생산량의 84%로 가정
자료: BP, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 독립 스코틀랜드의 북해 유전, 가스보다 오일



자료: The Spectator, RENEWBL, KDB대우증권 리서치센터

(1) 쇠퇴하고 있는 북해 유전은 최대 Risk

SNP의 당수이자 스코틀랜드 자치정부 수반인 알렉스 새먼드는 북해 유전을 품은 독립 스코틀랜드의 청사진으로 가득 차있는 듯 하지만 실제 환경은 그리 긍정적이지 못하다.

우선, 영국이 북해 유전을 쉽사리 스코틀랜드에게 넘기지는 않을 전망이다. 그 동안의 투자와 개발에 대한 보전금을 청구할 수도 있고, 원유 생산시설을 해체하면서 생산성이 낮아질 수 있다. 84%로 예정된 스코틀랜드의 북해 유전 점유 비중도 확정된 것이 아니다.

북해 원유 생산, 추세적인 감소세

결정적으로 북해 유전의 원유 생산량이 감소하고 있다. 이는 SNP가 북해 유전을 통해 얻고자 하는 세수의 기대치를 낮출 수 있다. 북해의 원유 생산량은 1999년말을 고점으로 해서 추세적으로 감소하고 있다. 올해 7월 현재 생산량은 251만 배럴/일로 전년말 대비 3.3% 감소했고, 99년말 대비로는 61%나 급감했다.

SNP의 북해 유전을 통한 세수 확보, 지나치게 긍정적

영국의 예산책임청(OBR)은 북해 유전의 세수가 2019~2041년 동안 470억 파운드에 그칠 것이라고 예상해 SNP의 예상과 큰 괴리를 보이고 있으며, 에너지기후변화부(DECC)는 독립 후 북해 유전에 200억 파운드의 보조금을 지급할 것이라는 SNP의 공약을 실현하기 위해서는 오히려 국민 1인당 3,800 파운드(약 640만원)의 세금 부담이 발생할 정도라고 지적했다.

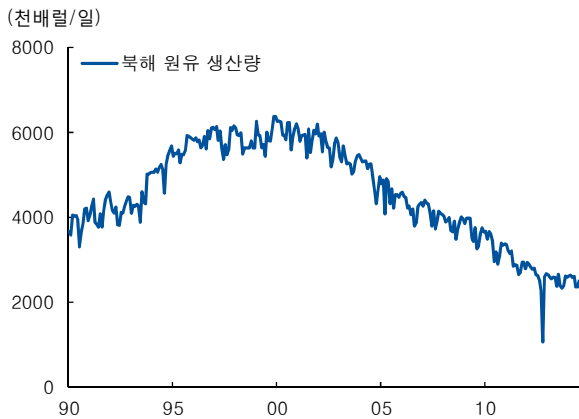
게다가 당사는 국제유가가 중장기적으로도 큰 폭으로 상승할 가능성이 높지 않을 것으로 전망하고 있다. 중동이나 주요 공급국의 지정학적 리스크가 최근 몇 년간 고유가를 지지하는 요인으로 작용했지만 글로벌 복합위기 이후 저성장 기조에 따른 수요 증가율 감속, 선진국의 추세적인 에너지 소비 감소 흐름, 결정적으로 비전통에너지의 부상에 따른 충분한 공급 여력이 향후에도 유가 상승을 제한할 수 있다.

북해 유전의 잠재 매장량에 대해서도 SNP는 250억 배럴로 추정하고 있지만 독립 반대론자들은 150억 배럴로 추정하는 등 명확하지 않다.

알렉스 새먼드 SNP 당수는 지난 4월 25일 미국을 방문해 독립 스코틀랜드의 미국 대외정책 지지를 약속하면서 에너지에 투자하는 외국 기업들에 대한 세제 혜택, 최저임금 하향 조정 등을 근거로 미국 기업에 독립 스코틀랜드 투자를 촉구하기도 했다.

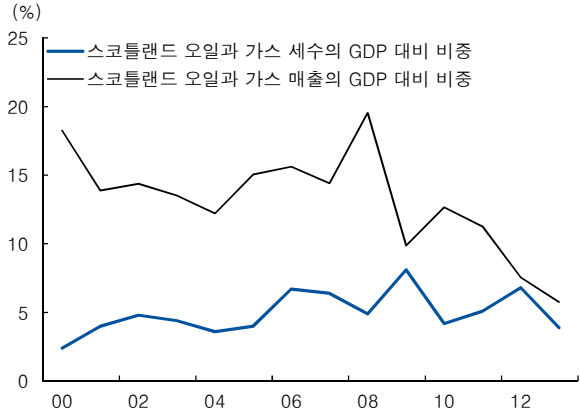
독립 스코틀랜드의 주요 먹거리가 될 북해 유전의 생산성이나 수익성에 대한 불확실성은 당장 목요일에 있을 주민투표에 영향을 줄 수 있고, 설령 독립이 된다 하더라도 초기 독립 스코틀랜드 경제에 예상했던 것보다 더 큰 시련을 줄 전망이다.

그림 9. 북해 원유 생산량, 추세적 감소 중



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 최근 스코틀랜드 에너지의 수익성 하락 중



자료: Scottish Govt., KDB대우증권 리서치센터

채무 부담, 파운드화 사용, EU
가입, 금융불안, 실업률 폭증
가능성 등

2. 독립 스코틀랜드를 위협하는 요인들

(1) 채무도 분리독립

북해 유전은 분리독립을 통해 스코틀랜드가 얻을 가장 큰 영국의 자산일 것이다. 하지만, 분리독립이 이루어지면 자산뿐만 아니라 채무도 나뉘어야 한다. 채무 부담은 SNP의 공약사항이기도 하다.

독립 스코틀랜드가 부담해야 할 채무는 전체 영국 국가채무 1조 7,000억 파운드 중 1,430억 파운드이다. 금번 투표에서 독립 찬성이 과반을 차지할 경우 독립 스코틀랜드는 2016년 3월 24일에 건립되는데 2016년부터 1년 내 상환해야 하는 영국의 채무가 2,240억 파운드이기 때문에 독립 스코틀랜드는 건국 첫 해에 230억 파운드의 채무를 상환해야 한다.

이는 독립 스코틀랜드가 1년 안에 국가 재정지출의 1/3을 넘어서는 금액을 마련해야 함을 의미한다. 게다가 스코틀랜드는 기존 영국에 비해 고령인구 비율이 높아 재정지출 부담을 쉽게 조절하기 힘들다. 무디스는 고령인구 비율이 높은 스코틀랜드가 독립한다면 영국의 국가신용도는 오히려 개선될 것이라고 전망하기도 했다.

(2) 파운드화 사용 불가

SNP는 독립 후에도 기존 파운드화를 계속 사용할 것이라고 밝히고 있다. 그러나, 영국 재무부는 독립 스코틀랜드의 파운드화 사용을 반대하고 있다. 마크 카니 영란은행(BOE) 총재는 스코틀랜드가 독립할 경우 파운드화를 쓸 생각은 하지도 말라고 압박했다.

파운드화를 사용할 수 없다면 줄지에 독립 스코틀랜드는 통용화폐가 없는 국가로 전락할 수 있다. 자체 통화를 도입할 수 있지만 초기의 자산가치 불확실성과 물가 불안은 피할 수 없다.

(3) 난항이 예상되는 EU 가입

독립 스코틀랜드의 EU 가입도 쉽지 않을 전망이다. EU에 가입하기 위해서는 28개 회원국 전원의 동의가 필요한데 분리독립을 통해 탄생한 스코틀랜드에 호의적이지 않은 국가가 적지 않기 때문이다.

스코틀랜드의 독립 시도는 영국의 북아일랜드나 웨일즈, 스페인은 카탈루냐, 벨기에에는 플랑드르 지방의 분리독립 운동을 자극하고 있는 상황에서 해당 국가들이 독립 스코틀랜드의 EU 가입에 호의적이지 않을 것이다. 일례로 2008년 세르비아에서 분리독립한 코소보는 스페인의 반대로 EU에 가입하지 못하고 있다.

(4) 금융위기 가능성

S&P는 스코틀랜드가 분리독립할 경우 은행 자본이탈에 따른 금융위기 발생 가능성을 경고했다. RBS(로열뱅크오브스코틀랜드)나 로이드뱅크그룹 등 스코틀랜드에 본사를 둔 대형 은행들은 분리독립이 이루어질 경우 본사를 영국으로 옮기겠다고 압박하고 있다.

스코틀랜드 은행들의 자산은 GDP의 12배에 달하는 엄청난 규모인데 이들의 상당수가 이탈하는 데다 스코틀랜드 소재 은행들의 예금에 대해 영란은행이 지급보증을 하지 않겠다고 선언한다면 새롭게 출범할 스코틀랜드 중앙은행이 이를 감당하기 어려울 것이라는 분석이다.

은행을 포함해 스코틀랜드에 소재한 수많은 기업들이 영국 이전을 감행한다면 스코틀랜드의 실업률도 불안하다. Scottish Economy Watch는 스코틀랜드 인구의 26%가 영국 관련 일자리에 종사하고 있다. 독립 스코틀랜드 초기 구조적 실업률 폭증 가능성도 큰 위협 요인이다.

(5) 독립 결정해도 이후 과정 상의 문제

금번 투표에서 독립이 결정된다 하더라도 실제 독립이 이루어지기까지는 쉽지 않은 과정이 남아 있다. 영국 국회의 승인과 기존 영국과의 협상 과정이 순조롭게 진행될 가능성이 높지 않기 때문이다.

독립 시 예상되는 리스크

1. 통화 불확실성

통화 약세기조로
향후 금리인상 지연 전망 및
물가상승 전망도 높아져

스코틀랜드의 독립은 다운사이드 리스크가 더 크다는 분석이 지배적이다. 특히 가장 문제가 되는 것이 **통화와 관련된 불확실성**이다. 아직 증가와 금리는 크게 약세를 보이지 않고 있는 반면 파운드화 강세기조는 현저히 꺾인 상황이다. 스코틀랜드 민족당(SNP) 진영이 승리할 경우 시장에 BoE의 연발 또는 내년 초로 형성되어있던 **금리인상 전망이 경제적 불확실성 확대에 의해 지연될** 가능성이 높다. 따라서 파운드화는 추가적인 하락은 불가피해 보인다.

독립 시 파운드화 추가적인
약세흐름 불가피할 전망이다

일각에서는 영국의 양호한 GDP 발표가 예상됨에 따라 파운드화의 과도한 낙폭을 조금이나마 상쇄할 수 있을 것으로 전망한다. 그러나 독립이 결정될 경우 금융/통화안정 정책, 세금, 투자자보호와 관련된 명확한 재정적 타협이 단기간에 이뤄지기는 어려워 어떤 이슈도 파운드화의 약세기조를 되돌리기는 힘들다는 생각이다. 불확실성 확대에 따른 투자자금 회수가 추가적으로 진행되면서 파운드화 약세 추세는 지속될 가능성이 높다는 판단이다.

총 4가지의 통화 선택 옵션:
파운드화 사용
vs. 대체통화 사용

- 스코틀랜드가 향후 가질 수 있는 통화의 옵션은 다음의 4가지이다.
- 1) UK와 공식적인 합의에 따른 파운드화 사용 지속 (Sterling Currency Union)
 - 2) UK와 공식적인 합의 없이 파운드화 사용 지속 (Sterlingisation)
 - 3) Euro화 사용
 - 4) 새로운 스코틀랜드 통화 발행

표 1. 통화 선택에 따른 비용 · 통화정책 · 재정정책 · 금융안정성 비교

통화	영국		스코틀랜드			
	파운드화	대체통화	파운드화		대체통화	
			1) 공식적	2) 비공식적	3)Euro화 도입	4)스코틀랜드 통화 도입
통화 전환비용	없음	영국과의 협회에 종속 영국이 다른 국가와 통화 연맹을 맺을지 불확실"	협의 불필요 매우 제한적인 전환비용"	유로 가입에 대해서 EU와 협상 통화 변경과 같은 특징적 인 비용 발생	영국, EU와 협상 불필요 상당한 비용 발생 (통화변경, 자본도피위험)"	
통화 결재비용	없음	영국과 스코틀랜드 간 비 중은 낮게 유지	스코틀랜드와 continuing UK 간의 결재비용 낮게 유지	유로존과는 낮은 비용, UK 와는 높은 비용	스코틀랜드 무역상대국과 비용 증가	
통화정책	BoE가 담당 - 스코틀랜드 경제에 적합"	continuing UK와 BoE가 협 의 경제정책 및 구조의 상이 합이 재정정책 효율성을 저 하시킬 수 있음"	BoE가 스코틀랜드 경제에 만여하지 않으나 실질적으로 BoE가 정책을 제시	스코틀랜드 정부는 중앙은 행을 설립해야 함 현재 BoE가 설립한 정책 보다 ECB 정책이 적합성 낮 아	안전변동환율로 유연한 환 을 조절 가능하나 통화 쇼크 위험 존재 통화유연성은 페그제로 제 한하여 통화로 인한 쇼크 약 화 가능"	
재정정책	영국의 풍부한 재정여력에 의해 대출비용 낮음	스코틀랜드 정부 대출비용 자금조달비용) 상승 기존의 제약조건 성립되어 야 함 경제 안정화를 위해서 재 정정책 확대 전망"	스코틀랜드 정부 대출비용 자금조달비용) 상승 제약조건 없음 경제 안정화를 위해서 재 정정책 확대 전망"	스코틀랜드 정부 대출비용 자금조달비용) 상승 EU 재정체계에 의해서 세 금과 재정지출 제약 경제 안정화를 위해서 재 정정책 확대 전망"	스코틀랜드 정부 대출비용 자금조달비용) 상승 재정정책과 연관된 공식적 인 제약요인 부재 재정정책은 급격한 환율변 동을 완화하기 위해 유연성 경제안정 위한 관리 기능 재정 및 경상 흑자는 패리 티 유지를 위해 외환보유액 으로 축적	
금융안정성	BoE가 최종대부자 - 명확한 거버넌스와 관리시 스템은 신속한 위기관리에 적 합	BoE가 최종대부자가 되기 위해서 스코틀랜드와 continuing UK 협의 필요	BoE가 최종 대부자일 필요 없음 통화당국의 위기 대처에 대한 어려움이 제한적임 "	은행연합에 가입하기 위해 서 법적인 절차 필요 ECB가 전반적인 거시건전 성 통제	새 스코틀랜드 중앙은행이 최종대부자 환율의 과도한 고착(Fixity) 은 최종대부자의 역할 범위를 제한 위기 해결은 중앙은행과 재정 지원의 신뢰성에 좌우	

자료: 영국 정부, KDB대우증권 리서치센터

Case 1, 2) 파운드화를 지속적으로 사용할 경우

비용적으로는 파운드화를 사용하는 것이 최선의 옵션

비용적으로 가장 최선의 방법은 분리를 원하는 스코틀랜드 국민당(SNP) 진영의 바램대로 파운드화를 지속적으로 사용하는 것이다. 그러나 영란은행의 카니 총재는 이에 반대하는 입장이다.

그러나 재정통합이 없는 상황에서 단일통화 사용은 리스크 요인 존재

영국의 입장에서 환영할 일이 아니다. 영국과 스코틀랜드가 현재는 유사한 경기 사이클을 보이고 있지만, 결국 중장기적으로는 두 국가의 경제 펀더멘털은 벌어질 수 밖에 없다. 이 경우 파운드는 영국뿐만 아니라 스코틀랜드의 재정/금융 리스크에도 노출되기 때문에 변동성이 커질 수 밖에 없다.

스코틀랜드 입장에서는 영국의 동의 없이 파운드화를 사용할 경우 수반되는 비용은 낮지만, 통화정책에 대한 컨트롤이 없다는 것이 문제이다. 통화를 찍어낼 수 없다는 점 때문에 중앙은행의 최종대부자(Lender of Last Resort) 역할도 불가능해 불완전한 통화정책을 펼 수 밖에 없다. 또한 통화사용에 대한 신뢰도를 유지하기 위해 외환보유액도 충분히 구축해야 되는데 이에 따른 비용이 크다는 점도 부정적 측면도 존재한다. 영국 정부에 따르면 대략 GDP의 60%를 구축해야 될 것으로 추정된다고 알려져 있다. 비슷한 경험을 했던 홍콩의 경우를 보면 달러와의 페그제를 하기 위해 과거 M2의 45~50%, 지금은 63%를 구축하고 있다.

재정 측면에서는 양쪽 모두 영란은행의 최종대부자 역할에 대한 정치/재정적 신뢰에 대한 정치적 합의가 전제 되어야 한다. 과거 유로화 통합에서 봤듯이 재정통합이 없는 상황에서 단일통화 사용은 두 국가 모두에게 분명히 불리한 점이 존재한다.

위기 시에 서로의 쇼크를 완화해주는 장점은 존재

반대로, 통화연합(Currency Union)에 남아있는 장점은 실물적인 측면과 금융적인 측면으로 나눌 수 있다. 우선 실물적인 측면에서는 무역 통합과 비즈니스 사이클의 동기화와 같은 장점이 있다. 또한 자본/신용/노동력의 자유로운 이동이 국가의 분리에서 오는 부정적 충격을 완화시킬 수 있다. 금융/재정적인 측면에서는 서로의 역외자산 보유 및 재정 이전 시스템으로 인해 서로의 위기 시에 쇼크를 완화시켜주는 버퍼 역할을 할 수 있다.

Case 3, 4) 대체 통화를 사용할 경우

대체 옵션인 유로화를 사용할 가능성은 낮다. 스코틀랜드 경제의 구조는 영국과 더 높은 연관성을 갖고 있어 영란은행의 통화정책이 ECB의 통화정책보다는 스코틀랜드에 더 적합하다.

또한, 경제적인 측면에서는 대안통화의 사용은 파운드화를 대체하기 위한 높은 초기 비용을 수반하기 때문에 부담이 높다는 것이 가장 큰 단점이다.

통화 선택은 단기적인 결정에 불과 - 중장기적 리스크 요인

중요한 점은 통화와 관련된 결정은 정치/경제적 상황에 따라 변할 수 있는 요인

그러나 무엇보다 중요한 점은 현재 어떠한 통화를 선택할 것인지가 결정되더라도 **통화와 관련된 결정은 경제, 사회, 정치적 상황에 따라 시간이 가면서 변형될 수 있다는 점**이다. 따라서 통화실정과 관련된 선택은 단기적인 결정에 불과하다고 볼 수 있다. 과거 한세기 동안 아일랜드의 경험을 보더라도 통화정책은 가변성이 높다.

2016년 유예기간 종료 후에도 통화관련 리스크는 지속 가능

일각에서는 독립에 찬성하는 스코틀랜드 국민당(SNP) 진영의 파운드화 사용이 불가능할 경우 향후 통화정책에 대해서 구체적인 Plan B를 제시하고 있지 않다고 비난하고 있다. 그러나 지금 어떤 통화를 사용할 지 결정을 하건, 플랜B가 있건 간에 결국 **통화 사용여부는 유예기간인 2016년 이후에도 경제 및 정치적 상황에 따라 변할 수 있다는 점을 명심해야 된다.** 통화와 관련한 불확실성은 중장기적으로 시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

2. 영국 대형은행들의 본사 이전

영국 은행섹터의 자산은 영국 GDP의 492%인데 반해 스코틀랜드는 은행섹터가 스코틀랜드 전체 GDP의 1,254%로 현저히 높다 (2013년 기준). 이렇게 은행섹터의 비중이 높은 스코틀랜드가 독립을 할 경우 스코틀랜드에 본사를 두고 있는 영국 대형은행들은 본사를 영국으로 옮겨야 한다.

그 이유는 1) 대형 은행들의 최종대부자가 영란은행이고 여전히 런던을 베이스로한 규제 하에 통제 되기 때문이다. 또한 2) 이들이 스코틀랜드에 잔류할 경우 독립에 따른 재정/경제적 불확실성으로 고객 이탈 확대 및 본인들의 신용등급이 하향조정 될 가능성이 있기 때문이다.

이미 아래 두 회사는 **독립이 발생할 경우 발행하는 비용에 대한 비상대책을 구축했기** 때문에 이전에 따른 주가 하락폭은 제한적일 전망이다. 다만, 스코틀랜드의 독립은 국가 및 은행 리스크에 부정적인 영향을 미치는 요인이기 때문에 파운드 가치하락 및 자국 내 불확실성 확대에 따른 **은행주 약세 및 채권 금리스프레드 확대는 불가피** 할 전망이다.

통화절하 여파가 아직 자산가격에는 크게 반영되지 않았지만, 오히려 이점 때문에 독립이 결정될 경우 채권 및 주식가격의 낙폭이 통화 대비 클 것으로 전망된다. 이미 영국채는 스코틀랜드 독립 불확실성 확대에 따른 장기금리 상승에 따른 스티프닝을 선반영하고 있다.

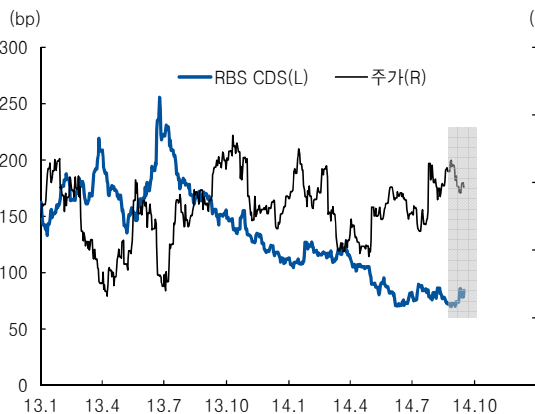
대형은행의 채권금리 상승과 더불어 이미 스코틀랜드 은행들이 발행한 커버드본드에 미치는 부정적인 영향은 피할 수 없다. 다만, 다운사이드는 제한적일 전망이다¹⁾. 우선, 영국 주요은행들의 커버드본드의 풀은 스코틀랜드의 모기지 노출이 미미한 수준이다. 무디스의 1Q14 데이터에 따르면 커버드본드 자산이 큰 Barclays, Lloyds의 스코틀랜드 비중은 각각 2.9%, 2.2%이다. 따라서 스코틀랜드 독립에 따른 통화절하 또는 경제쇼크에 따른 부정적인 영향은 감내할 만한 수준이라는 판단이다.

참고로 현재 RBS와 Lloyd의 스코틀랜드 영업 비중은 10% 미만이기 때문에 본사 이전에 큰 제약은 없어 보인다. 다만, 자금이탈 이외에도 대형은행들의 본사 이전에 따른 고용시장 악화 및 세수감소도 하나의 부정적 파급효과로 볼 수 있다. 현재 Bank of Scotland와 Scottish Widows를 보유하고 있는 Lloyds사는 스코틀랜드에서 16,000명, RBS는 11,500명을 고용하고 있다.

또한 장기적으로는 실제적인 고용인구 축소에 따른 영향보다는 관련산업의 위축에 따른 2차적인 고용축소 및 세수감소의 부정적 영향이 더 클 것으로 판단된다.

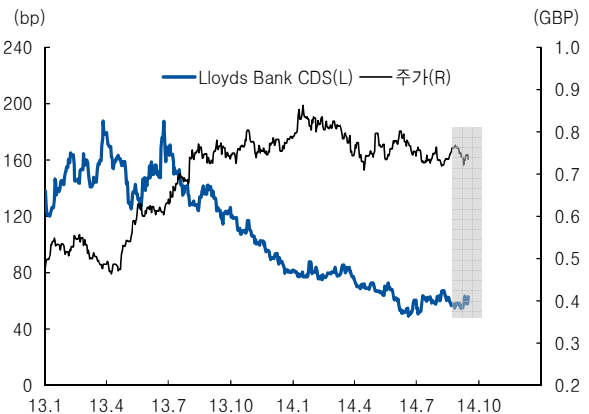
1) 대형은행들이 영국으로 본사를 이전할 경우 화폐가치 변동 없이 기존의 화폐단위를 일정비율로 낮추는 Redenomination위험을 제거할 수 있고 영국의 커버드본드법안 하에 PRA (Prudential Regulation Authority-건전성규제)에 적용되는 기관으로서의 채권발행은 지속 가능

그림 11. RBS 주가와 CDS



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 로이드뱅크 주가와 CDS



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

독립 초기 북해 유전 생산 불확실성 확대되며 유가 상승 요인 될 수 있지만, 영향은 제한적일 듯. 장기적으로 원유 공급 안정성 지속 전망

3. 북해 유전 생산 불확실성, 유가 영향은 제한

독립 스코틀랜드는 초기 북해 유전 에너지 생산에 적지 않은 어려움을 겪을 전망이다. 영국이 북해 원유 생산 시설을 해체하거나 투자 보전금을 요구할 경우 북해 원유 생산에 차질을 줄 수 있다.

가뜩이나 생산량이 감소하고 있는 북해 유전의 에너지 생산이 스코틀랜드 독립을 기점으로 감소 폭이 확대된다면 이는 국제 원유 시장의 공급 여건을 타이트하게 할 전망이다. 독립 스코틀랜드의 초기 재정지출 여력이 높지 않다는 점을 감안하면 적극적인 해외 투자 없이 북해 유전의 에너지 생산이 연착륙하기는 힘들다.

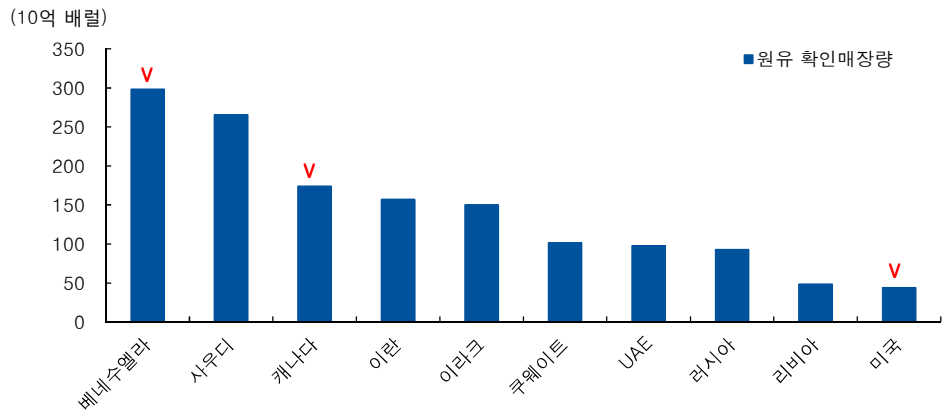
그러나, 독립 초기 스코틀랜드의 에너지 생산이 원활하지 못하고, 스코틀랜드 경제 위기 우려가 고조될 경우 유로존의 원유 수요 회복 기대를 낮출 것이다. 즉, 원유 시장 입장에서는 공급과 수요의 동시적인 악화 요인으로 유가에 큰 영향을 주지는 않을 전망이다.

그러나, 장기적으로 독립 스코틀랜드는 가장 큰 수익원인 북해 유전에 대한 투자를 이전보다 더욱 가속할 것이 명백하며 생산량은 다시 회복될 수 있다.

게다가 당분간 미국의 셰일에너지 개발이 지속되면서 원유 생산량이 증가할 것이고, 장기적으로는 캐나다 샌드오일, 중국의 셰일에너지, 베네수엘라의 초중질유와 같은 엄청난 매장량을 자랑하는 차기 비전통에너지 공급원이 다시 원유 시장의 공급 안정성을 더해줄 전망이다.

초기 독립 스코틀랜드의 북해 유전 생산 불확실성은 수요 둔화 우려에 의해 상쇄되며 유가 상승에 큰 영향을 주지 않을 전망이며 장기적으로 자본과 기술 발달에 따른 공급 증가세는 지속될 전망이다. 스코틀랜드 독립 이벤트가 유가에 미치는 영향은 제한적이라는 판단이다.

그림 13. 비전통에너지 개발에 따른 원유 공급 안정성, 북해 유전 생산 불확실성의 유가 영향력 제한적일 듯



자료: BP, KDB대우증권 리서치센터

4. 전세계 분리주의 움직임 자극 가능성 - 유럽 분리 독립의 바람

옛 소련 국가들의 독립 움직임은 비단 스코틀랜드에서만 나타나고 있는 것이 아니다. 분리독립 운동이 잠복해있거나 이미 진행되고 있는 곳이 세계적으로 수백 곳에 달한다. 특히 스페인, 이탈리아 등의 분리 독립에 대한 요구가 강해지고 있다. 역사적 갈등과 경제적 불균형이 목소리를 높인다.

(1) 스페인의 카탈루냐 "카탈루냐는 스페인이 아니다"

스코틀랜드 다음으로
분리 독립에 대한 주장이 강한
스페인 카탈루냐

스코틀랜드만큼이나 강하게 독립을 주장하는 곳은 스페인에서 가장 부유한 주인 카탈루냐이다. 카탈루냐는 1714년에 스페인 국왕 펠리페 5세에게 정복당한 지역이다.

카탈루냐 지방은 과거 인종 문제로 독립을 원했으나 최근에는 경제적인 문제도 더해지고 있다. 스페인 GDP의 20%를 차지하는 카탈루냐의 세금은 낙후된 남부 지역을 살리는 데에 쓰이고 있기 때문이다. FC 바르셀로나와 레알 마드리드의 엘 클라시코 더비(El Clasico derby)는 스페인의 두 축구 명문의 대결을 넘어서 오랜 역사 갈등을 내포하고 있는 경기인 셈이다.

지난 9월 11일은 카탈루냐가 주권을 잃은 지 300년이 되는 날로 바르셀로나에서는 3년 연속 대규모 분리독립 시위가 열렸다. 카탈루냐 주 정부는 중앙 정부의 반대에도 불구하고 다가오는 11월 9일에 분리 독립에 대한 투표를 강행할 것으로 전망된다.

스페인 북동부의 바스크 지방도 비슷하다. 지난 6월에는 주민 15만 명이 인간 띠를 만들어가면서 스페인으로부터의 독립을 요구하기도 했다.

(2) 이탈리아의 베네치아와 사우스 티롤

남부 지방에 대한
경제적인 지원 증가는
북부 지방의 불만 사항

베네치아를 포함하는 이탈리아 동북부도 이탈리아로부터 독립하려는 움직임이 활발해지고 있다. 1797년 나폴레옹에 의해 점령되기 전까지 베네치아 공국(공화정)으로 천 년의 역사를 이어온 만큼 과거 번영을 그리워하는 지역 정서가 크다. 또한 남이탈리아가 상대적으로 낭비와 부패가 심해 북이탈리아와의 분쟁이 잦다.

지난 3월 시민단체와 지역정당은 베네치아 분리독립에 대한 인터넷 찬반 투표를 실시했다. 과반수 이상의 지역민이 투표에 참여했고 그 중 90%가 독립에 찬성했다고 한다. 주관 단체들은 분리 독립 국가의 이름을 베네토 공화국이라 희망하고 있다.

본래 오스트리아 영토였다가 1차 세계대전 이후 이탈리아에 통합되고 이후 일부 자치권을 얻은 사우스 티롤 지방에서도 분리 독립이 추진되고 있다.

그림 14. 스페인의 카탈루냐, 바스크 지방



자료: The Economist, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 분리 독립 운동 조짐이 보이는 이탈리아 베네토, 사우스 티롤



자료: World Election, KDB대우증권 리서치센터

(3) 벨기에의 플랑드르

벨기에의 플랑드르 지방은 최근 독립을 주장하고 나서기 시작했다. 네덜란드어를 쓰는 플랑드르 지방은 상대적으로 부유한 곳으로 프랑스어를 사용하는 왈롱 지역과 분리 되기를 원한다. 5월에 치러진 총선에서 새플랑드르 연대(N-VA), 즉 플랑드르 분리 독립을 추진하는 정당이 높은 지지율을 얻으면서 언어권 분리 정책은 더욱 힘을 받게 되었다.

(4) 독일의 바이에른(Bayern)

게르만의 지배가 있기 전 상당 기간 로마 제국의 일부로써 다른 지방과의 역사적 정체성에 차이가 있는 독일 바이에른(바바리아) 주에서도 분리 독립 운동이 있어왔다. 독일에서 가장 부유한 주로 손꼽히는 바이에른 지방은 'Länderfinanzausgleich'라는 협정에 의해 빈곤한 지역을 지원하고 있는 점도 불만 사항이다. 과거에 바바리아 공화국으로의 독립이 추진되었던 적도 있으나 국민 투표로까지는 이어지지 못했다.

(5) 영국의 웨일즈와 북아일랜드

스코틀랜드의 이와 같은 행보는 북아일랜드와 웨일즈의 분리 독립 움직임을 자극해 결국 영국이 붕괴될 수 있다는 여론도 제기되고 있다.

지난 해만 해도 웨일즈의 독립은 그림에 떡에 불과했었다. 여론 조사의 찬성표는 1/10에 그쳤다. 현재 웨일즈의 상황이 경제적으로 독립할 수 있을 만큼은 아니라는 평가가 높지만, 스코틀랜드 국민 투표 실시가 성사되자 웨일즈 내에서도 일부 독립 주의자들의 목소리가 커지고 있다.

스코틀랜드와 밀접한 문화적, 경제적 연결 고리가 있는 북아일랜드도 그 영향을 피해가기 어렵다. 북아일랜드는 아일랜드가 영국으로부터 완전히 독립할 당시 제외되었던 지역으로서, 아일랜드와의 통합에 대한 주장이 제기되기도 한다.

영국 입장에서는 스코틀랜드의 분리 독립이 성사될 경우, 북아일랜드와 웨일즈의 분리 독립 여론을 잠재우기 위한 추가적인 재정 지출이 불가피할 전망이다.

(6) 캐나다의 퀘벡

퀘벡주의 분리 독립에 대한 실질적인 움직임은 이미 있어왔다. 1980년 5월 20일에 실시된 첫 분리 독립에 대한 주민 투표는 부결되었다. 1995년에 실시된 국민 투표에서도 1%p의 근소한 차이로 독립이 무산되었던 바 있다.

로열뱅크오브스코틀랜드(RBS)와 로이드뱅크그룹이 본사를 런던으로 옮기려고 계획하는 것은 이미 퀘벡주에서도 나타났었던 사례이다. 로열뱅크오브캐나다(RBC)와 बैं크오브몬트리올(BMO) 독립 운동이 한창이던 1970년대에 본사를 토론토로 이전했었다. 이는 1980년과 1995년에 실시된 퀘벡 독립에 대한 주민 투표 결과 미세한 차이로 독립이 부결된 이유가 되었다.

(7) 중국의 티벳

현재 중국의 통치 아래에 있는 티벳의 독립을 주장하는 운동은 세계 각지에서 나타난다. 1951년 중국에 강제 합병된 이후 반중운동은 끊임이 없다. 많은 티베트 인이 인도 등지로 망명하고, 분신 시위까지 이어지지만 아직 티베트는 자치권을 얻진 못했다.

(8) 캐머런의 인터널 리더십

스코틀랜드가 영국으로부터 독립하게 된다면 데이비드 캐머런 수상은 영국을 지키지 못한 대가를 치르게 될 것이다. 캐머런 총리는 SNP당의 독립 투표에 대해, 투표에서 패배한다면 다시는 이와 같은 투표를 하지 않겠다는 조건으로 이를 승인했기 때문이다. 사실상 독립 가능성을 과소평가한 셈이기 때문에 정치적 불확실성이 대두될 수 있다.

글로벌 금융시장 및 영국증시 영향

독립 결정시 글로벌 금융시장 불확실성으로 충격 예상, 그러나 가능성 높지 않음

독립 찬성시 글로벌
금융시장에 부정적

투표 결과가 독립 찬성이라면 글로벌 금융시장에 부정적이다. 스코틀랜드의 독립에서 야기되는 정치적, 경제적 불확실성이 글로벌 금융시장에 충격을 가할 것으로 예상된다.

안전자산 선호심리 및 달러
강세 예상

전반적으로 안전자산 선호심리가 강해질 수 있다. 또 영국내 자본 유출이 파운드화의 약세로 이어지면서 달러 강세를 부추길 수 있다. 글로벌 지역별로는 유럽증시 전반의 투자 메리트가 크게 약화되는 계기가 될 수 있다.

타격을 받을 수 있는 글로벌
기업군

바텀-업 측면에서는 스코틀랜드에 사업 기반을 둔 금융사, 북해 유전에 설비를 가지고 있는 에너지 기업과 영국에 대한 익스포저가 큰 글로벌 기업들 중심으로 타격이 예상된다. 반면 파운드화의 약세로 영국의 수출기업들은 상대적으로 선전할 수 있다.

그러나 독립 찬성의 가능성은
상대적으로 낮아

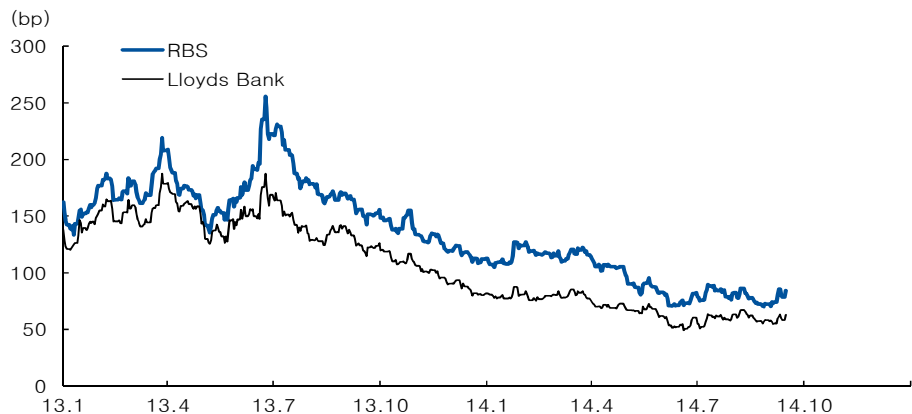
그러나 이 가능성은 상대적으로 낮은 것으로 본다. 최근의 설문 조사에서 독립 반대가 투표 결과가 독립 찬성일 경우 충격을 가장 많이 받을 수 있는 기업이 스코틀랜드에 사업 기반을 둔 RBS나 Lloyds Bank 등의 금융회사다. 그러나 이들 기업들의 CDS는 글로벌 복합위기 이후 가장 낮은 수준에 머물고 있는 상태다. 그 만큼 스코틀랜드의 독립 가능성을 낮게 보고 있다는 반증이다.

표 2. 독립 투표의 금융시장 영향

투표 결과	글로벌 금융시장 영향	가능성
독립 반대	중립적	높음
독립 찬성	정치적, 경제적 불확실성으로 인한 충격 가능 - 주식: 스코틀랜드 기반 금융사, 북해 유전설비 에너지 기업, 영국 익스포저 큰 글로벌 기업 약세 전망 - 외환: 파운드화 약세가 달러 강세 부추길 전망 - 채권: 영국의 금리인상 지연 가능성, 영국 장단기 스프레드 확대 가능 - 원자재: 유가 영향은 제한적, 달러 강세가 원자재에 영향을 줄 수는 있음	낮음

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 16. RBS와 Lloyds Bank의 CDS



자료: KDB대우증권 리서치센터

그렇다고 독립 반대 결정이 영국증시에 대한 매수 논거가 되지는 않을 듯

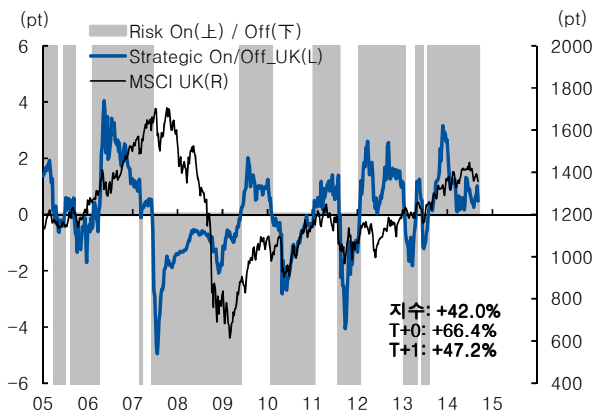
**독립 반대의 긍정적 영향은
 미미할 전망**

투표 결과가 독립 반대로 나온다면 스코틀랜드를 둘러싼 단기적인 불확실성은 견딜 수 있다. 하지만 **독립 반대 결정이 글로벌 자산시장에 미치는 긍정적 영향은 미미할 것으로 보인다. 그리고 독립 반대가 영국증시 전체에 대한 매수 논거도 되기 어렵다.** 영국증시의 투자 메리트가 떨어져 있으며 선진국 내에서 서열 역시 크게 뒤쳐져 있기 때문이다.

**독립 투표 이전에도
 영국증시의 메리트는 높지
 않았음**

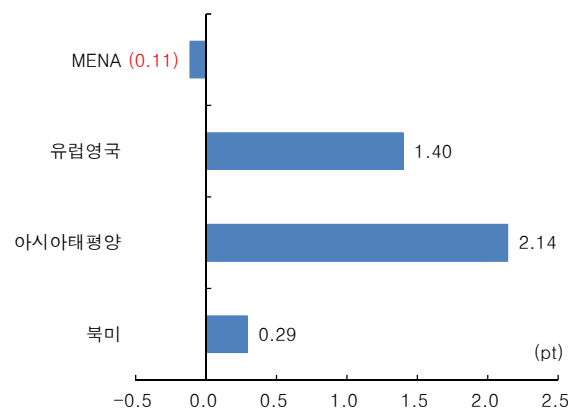
지난 주말 기준 영국의 DW-GAAM 전략신호는 +0.48을 기록 중이다. 영국의 DW-GAAM 전략신호는 연초 이후 약세가 계속되고 있었다. 기존의 긴축 이슈와 그리 매력적이라고 보기 어려운 밸류에이션 등이 주원인이었다. 여기에 최근 독립 투표와 관련한 일부 부정적 영향이 가미됐을 뿐 독립 투표 이슈가 영국증시의 전략신호 약화되는데 결정적인 배경으로 작용하지는 않았음을 의미한다.

그림 17. 영국 DW-GAAM Strategic On / Off와 주가지수



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 글로벌 지역별 DW-GAAM 전략신호 강도



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.