

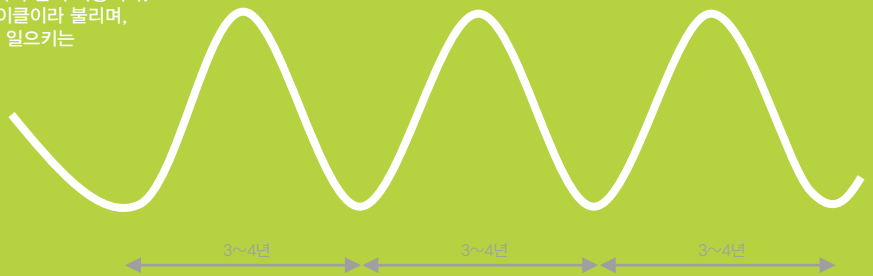
Macrend Investor

# 키친과 주글라의 변화를 예비하는 주식 투자 전략

Strategist 강현기 / hygkang@db-fi.com / 02 369 3479

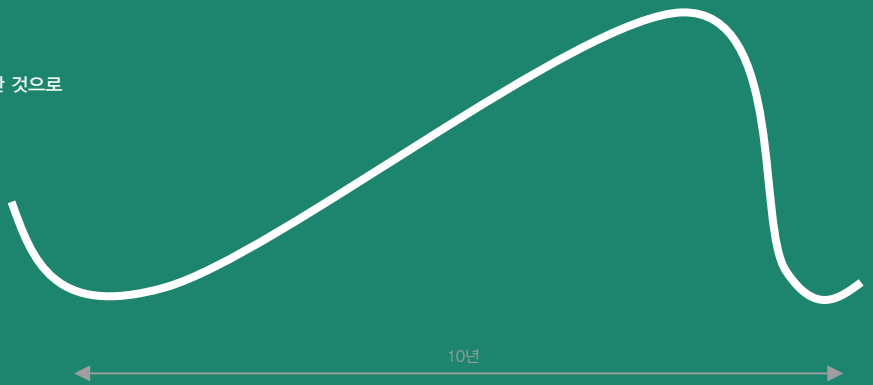
## 키친 사이클(Kitchin cycle)

1923년 영국의 조세프 키친(Joseph Kitchin)에 의하여 발견된 비즈니스 사이클로 3년에서 4년 주기의 단기 파동이다. 주로 재고순환 사이클 또는 경기 소순환 사이클이라 불리며, 수요자와 공급자의 기대 불일치가 사이클을 일으키는 주요 원인이라 알려져 있다.



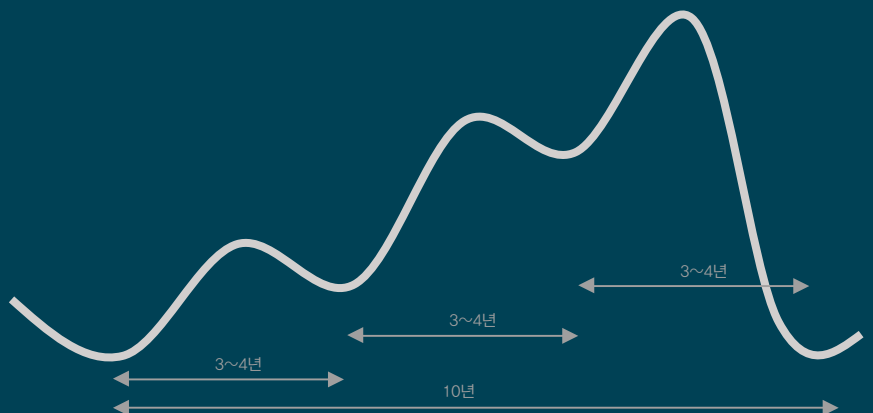
## 주글라 사이클(Juglar cycle)

1860년대 프랑스의 경제학자 클레멘트 주글라(Clement Juglar)가 언급한 것으로 10년 주기의 중기 파동이다. 주로 민간투자 사이클로 불리며, 공급자에 의하여 주도되는 특징이 있다.

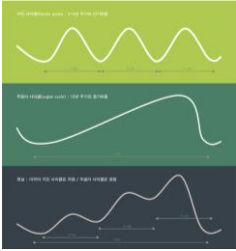


## 현실

지금 키친 사이클은 저점에 있으며, 주글라 사이클은 정점에 머물고 있다. 이후의 변화를 가늠하는 것이 주식 투자 전략의 관건이다.



## Summary



좋은 글귀를 소개하는 것으로 글을 시작하고자 한다.

“미래를 예측할 수는 없지만, 사이클의 관점에서 확률이 높은 방향으로 대비할 수는 있다.”

이 말에 감명을 받았기 때문일까? 필자는 본고를 통하여 비즈니스 사이클의 변화 여부와 더불어, 이들이 주식시장에 미치는 영향을 살펴보고, 향후를 대비하는 전략을 구상하는 글을 작성하게 됐다.

현재 비즈니스 사이클을 관찰해보면, 3년에서 4년 주기의 키친 사이클은 저점에 위치하고 있으며, 10년 주기의 주글라 사이클은 정점에 머물고 있다.

여기서 필자의 판단으로,

- ✓ 키친 사이클은 향후 반등의 가능성이 있지만, 현재 미국의 재정정책 효과의 소진과, 9월까지 미국 연준의 양적축소, 9월부터 유로화 약세에 의한 달러 강세 여지, 그리고 경기서프라이즈 지수에서 드러나는 정황을 볼 때, 그 반등의 정도는 크지 않고 기간도 길지 않으리라 판단한다. 이에 대비하여 베타는 낮게, 배당은 높게 포트폴리오를 구성할 필요가 있다.
- ✓ 주글라 사이클은 현재 미국의 기업이익/명목GDP 비율이 하락하여 투자 여력이 줄어들고, 설비기동률이 내려가서 추가적인 투자 유인이 감소하며, 그들의 장단기 금리차가 간헐적으로 역전되는 모습 등을 볼 때 충분히 주의를 기울일 시점이다. 이에 대비하여 비즈니스 사이클 변화 자체에 강건한 이익 창출 능력을 가진 퀄리티 주식을 포함시킬 필요가 있다.

한마디로 말해서 비즈니스 사이클이 움직이는 방향과 정렬하는 주식 투자 전략을 갖추자는 말이다.

Contents

Prolouge. 비즈니스 사이클은 이제 한물갔는가?.....	4
우리의 주변에서 살아 숨 쉬는 그 무엇.....	4
<b>I. 키친 사이클과 주식시장.....</b>	<b>6</b>
변화 원리.....	6
현재 모습.....	7
미래 방향.....	9
키친 사이클에 대응하는 전략.....	12
<b>II. 주글라 사이클과 주식시장.....</b>	<b>15</b>
변화 원리.....	15
현재 모습.....	16
미래 방향.....	17
주글라 사이클에 대응하는 전략.....	20
<b>III. 사이클의 중첩과 향후의 모습.....</b>	<b>22</b>
키친 사이클은 저점 Vs. 주글라 사이클은 정점.....	22
Epilogue. 사이클에 관하여 읽어볼 만한 책.....	24
세 가지 추천 도서.....	24

## Prolouge. 비즈니스 사이클은 이제 한물갔는가?

### 우리의 주변에서 살아 숨 쉬는 그 무엇

비즈니스 사이클의 무관심이 높아질수록, 이것이 변화할 확률도 같이 높아졌다

락쉬만 애츄탄과 아너반 배너지의 저서, 'BEATING THE BUSINESS CYCLE'에는 비즈니스 사이클에 관한 다음과 같은 일화가 나온다.

*1960년대 후반 미국 경제는 사상 유례가 없는 장기 호황을 만끽했다. 사람들은 미국 경제가 새 시대로 진입하여 영원한 번영으로 이어지리라 생각했다. 게다가 경제 전문가들의 상당수도 비즈니스 사이클 이론이 그 수명을 다했다는 주장을 펼치며 대세에 동참했다. 1969년에는 '비즈니스 사이클은 이제 한물갔는가?'는 원색적인 제목의 책까지 등장했다. 1970년에 개최된 한 회의 석상에서 세계적인 석학 폴 사무엘슨은 "NBER(The National Bureau of Economic Research, 전미경제연구소)은 지금까지 하지 않아도 될 일을 해오고 있다"며 빈정거렸다.*

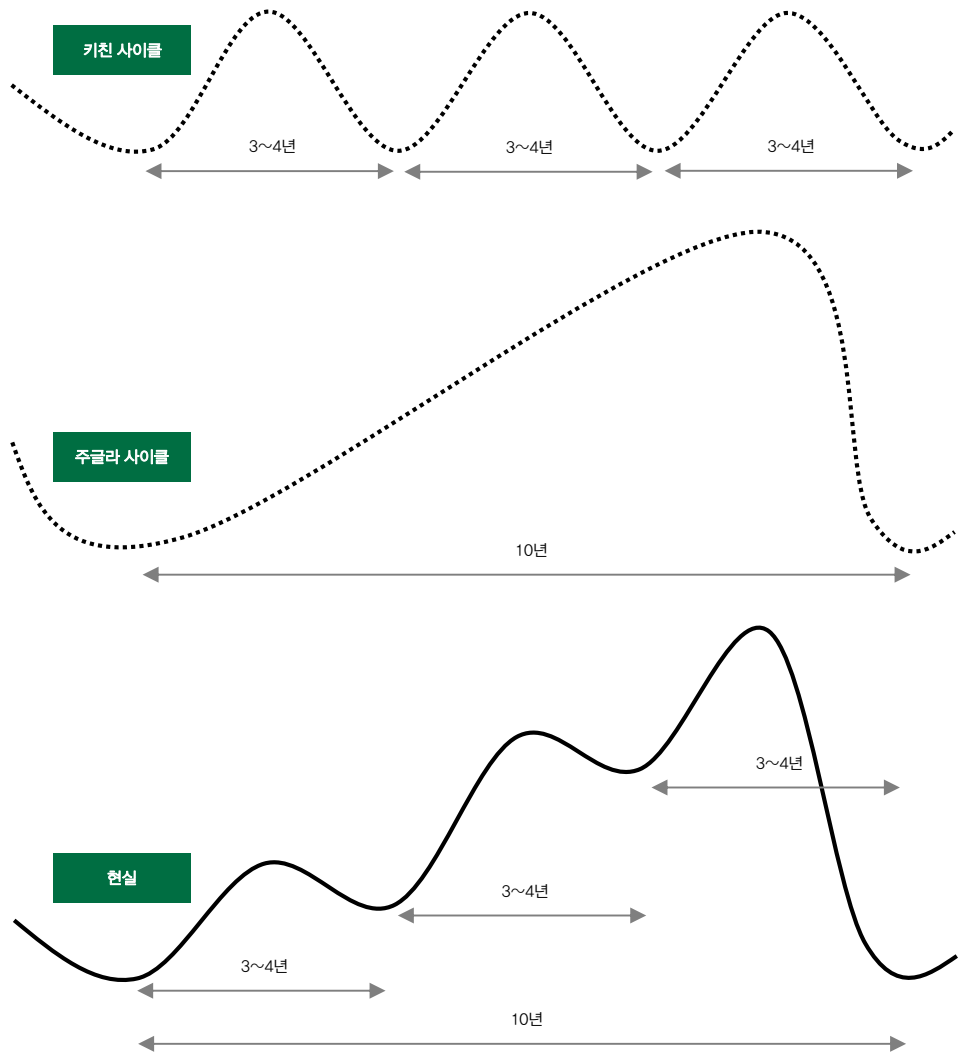
흥미로운 것은 폴 사무엘슨의 이러한 주장이 있고 난 뒤 몇 개월이 지나지 않아서 비즈니스 사이클이 요동치며 미국 경제와 금융시장에 큰 변화가 나타났다는 점이다. 비즈니스 사이클은 특정한 시기에 그것 자체가 존재하지 않는 것처럼 보일지라도, 긴 호흡에서는 언제나 우리의 주변에서 살아 숨 쉬다고 할 수 있겠다.

최근도 비즈니스 사이클에 대하여 그 관심이 현격하게 떨어졌다는 점은 누구도 부인할 수 없으리라. 하지만 역사의 교훈은 비즈니스 사이클의 무관심이 높아질수록, 이것이 변화할 확률도 같이 높아졌다는 것이다. 이에 따라 이번 자료에서는 비즈니스 사이클을 살펴보고, 이를 통하여 주식시장을 가늠하며, 전략을 제시하고자 한다.

주식시장의 관점에서 특히 중요한 비즈니스 사이클은 두 가지다[도표1]. 하나는 카친 사이클이다. 이는 3년에서 4년을 주기로 형성된다. 다른 하나는 주글라 사이클이다. 이는 10년을 주기로 형성된다. 현실에서는 이 두 가지가 중첩되어 나타나는데, 이를 모사하여 주식시장도 그 모습이 결정된다. 그러므로 본고는 이들 두 가지에 대하여 역점을 두고 쓰여졌다. 그중 미국의 비즈니스 사이클을 중심으로 논의를 진행했는데, 필자의 생각으로 지금 미국의 그것이 유의미하게 변화하려 하기 때문이다.

이제 비즈니스 사이클의 세상으로 들어가 보자.

도표 1. 주식시장에서 중요한 비즈니스 사이클은 두 가지: 카친 사이클과 주글라 사이클



자료: DB금융투자

## I. 킨 사이클과 주식시장

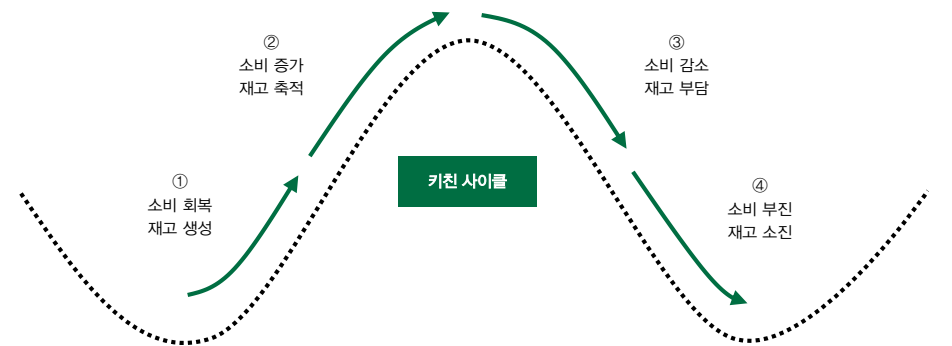
### 변화 원리

#### 킨 사이클: 3년에서 4년 주기의 단기 파동

킨 사이클(Kitchin cycle)은 1923년 영국의 조세프 킨(Joseph Kitchin)에 의하여 발견된 비즈니스 사이클로 3년에서 4년 주기의 단기 파동이다. 주로 재고순환 사이클 또는 경기 소순환 사이클이라 불리며, 수요자와 공급자의 기대 불일치가 사이클을 일으키는 주요 원인이라 알려져 있다.

아래 [도표2]가 킨 사이클의 원리를 보여준다. ① 경기 소순환의 저점에서는 미약하나마 소비가 회복되며 이에 따라 공급자는 최소한의 생산활동을 진행하고 약간의 재고를 쌓게 된다.(사이클 반등) ② 상황이 나아져서 소비가 더욱 증가하면 공급자는 미래의 수요에 대응하기 위하여 더 많은 재고를 축적하게 되고 이를 통하여 생산활동은 왕성하게 일어난다.(사이클 상승) ③ 이때 소비 감소가 나타나면 공급자는 생산활동을 줄여야 할 뿐만 아니라 직전까지 축적해왔던 재고의 부담도 짊어져야 한다.(사이클 반락) ④ 이러한 경기의 부진은 공급자에게 남아 있는 재고가 소진될 때까지 진행된다.(사이클 하락)

도표 2. 킨 사이클의 원리



자료: DB금융투자

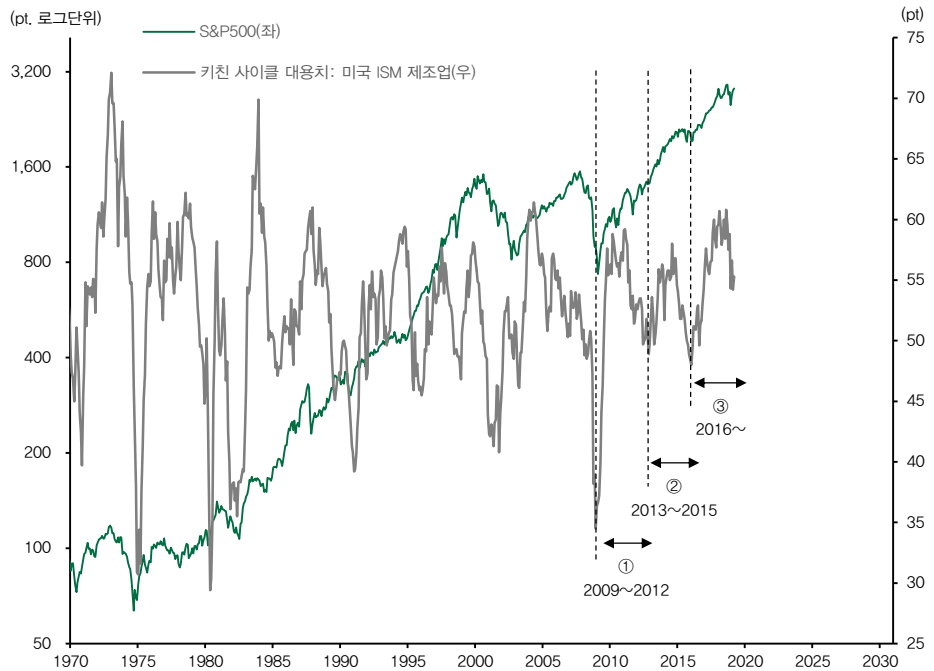
현실에서 킨 사이클을 가장 잘 추적할 수 있는 경제지표는 PMI(Purchasing Manager's Index) 즉, 구매관리자지수이다.(미국의 경우 ISM 제조업) 이는 기업의 신규주문, 재고, 생산 등을 설문을 통하여 조사한 것으로 재고순환 자체를 대변한다. 해당 지표는 발표 시기가 여타의 경제지표보다 빠르다는 장점이 도 지니고 있다. 그렇다면 지금 그 모습은 어떨까?

## 현재 모습

### 미국의 키친 사이클은 통화 및 재정정책에 의하여 금융위기 이후 세 번의 오르내림

미국의 키친 사이클은 [도표3]처럼 금융위기 이후 세 번의 오르내림이 있었다. ① 2009년부터 2012년까지, ② 2013년부터 2015년까지, ③ 2016년부터 현재가 그것이다. 지금은 금융위기 이후 세 번째 키친 사이클의 하락 국면에 놓여 있는 것이다. 현재 상당수의 경제 전문가들은 2019년 하반기부터 미국 경기가 살아나며 반등할 것이라고 말한다. 필자는 그 표현을 엄밀히 할 필요가 있다고 생각하는데, 지금 경제 전문가들이 말하는 경기는 바로 키친 사이클을 가리키는 것이다.

도표 3. 미국의 키친 사이클은 금융위기 이후 세 번의 오르내림

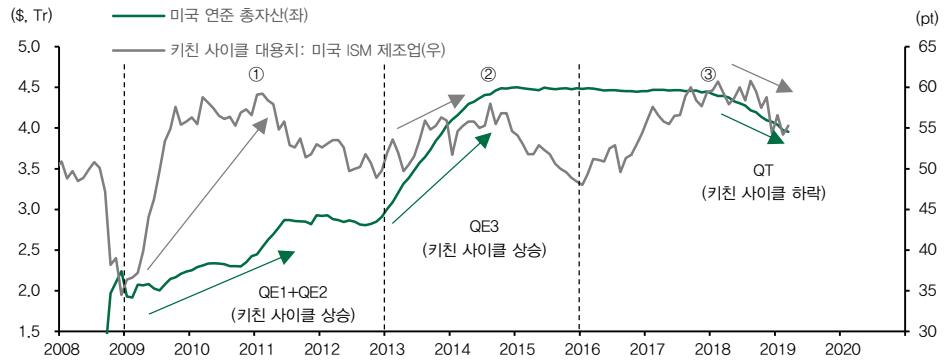


자료: Bloomberg, DB금융투자

향후 미국 키친 사이클의 반등이 나타날지 혹은 하락이 이어질지를 가능하기 위해서는, 우선 지금껏 그들의 키친 사이클이 변화한 원인을 살펴봐야 한다.

금융위기 이후 두 번의 키친 사이클에 대하여 상승을 주도했던 것은 다름 아닌 미국 연준의 양적완화였다[도표4]. ① 2009년부터 2012년까지의 기간에 QE1 및 QE2, ② 2013년부터 2015년까지의 기간에 QE3가 제시되며 키친 사이클을 끌어올린 바 있다. 흥미로운 것은 최근 미국 연준이 양적축소를 하고 있는 시기에 ③ 2016년부터 현재의 키친 사이클이 하강 국면을 맞이했다는 점이다.

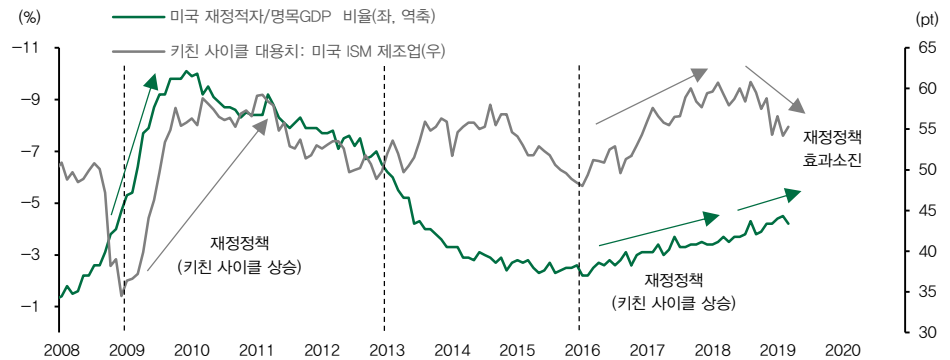
도표 4. 금융위기 이후 두 번의 키친 사이클 상승을 주도했던 것은 다름 아닌 미국 연준의 양적완화



자료: Bloomberg, DB금융투자

금융위기 이후 세 번째 키친 사이클 상승의 동력은 직전과 판이하다[도표5]. 이는 미국의 재정정책이다. 2016년부터는 제임스 뷰캐넌에 의하여 널리 알려진 정치경제 현상이 투영됐다. 미국 오바마 행정부 시절 말기에 그들의 대선을 앞두고 재정정책이 쓰여지기 시작했다. 일반적으로 선거가 끝나고 새로운 정권이 들어서면, 대선 기간에 쓰였던 재정정책은 중단되는데, 트럼프 행정부는 그렇게 하지 않았다. 오히려 2017년부터 재정정책을 더욱 강화하고 나선 것이다. 이에 따라 미국의 키친 사이클은 2016년부터 2018년 중반까지 오름세를 유지했다. 다만, 2018년 중반 무렵부터 재정정책의 효과가 소진되기 시작했다. 현재 트럼프 행정부는 그 원인을 앞서 [도표4]에서 지적한 바와 같이 미국 연준의 양적축소로 돌리고 있는 실정이다.

도표 5. 금융위기 이후 세 번째 키친 사이클 상승의 동력은 재정정책



자료: Bloomberg, DB금융투자

이것이 금융위기 이후 세 번의 미국 키친 사이클 등락에 얽힌 얘기다. 이제 미국 키친 사이클의 이후 모습을 가능해보자.



### 미래 방향

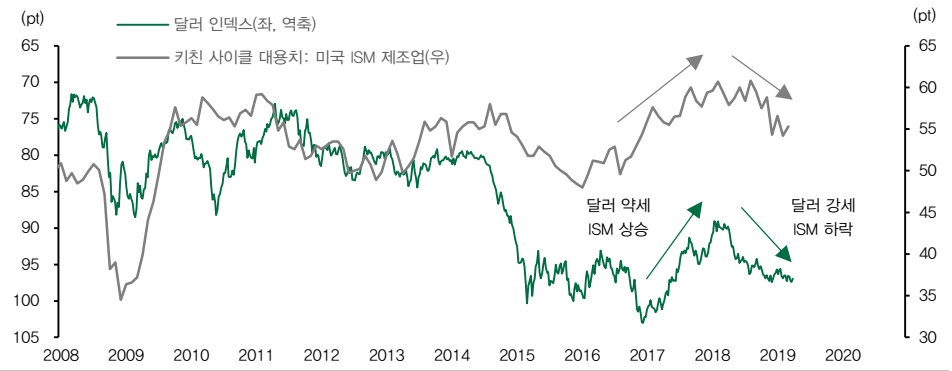
미국 키친 사이클은 향후 반등 가능성이 있지만, 그 정도는 크지 않고 기간도 길지 않을 것

미국 키친 사이클의 향후 경로는 아래 네 가지 기술로 예견해볼 수 있다.

첫째, 앞서 언급한 미국의 통화 및 재정정책을 통하여 그들의 키친 사이클을 가능하는 방법이다. 미국 연준은 2019년 9월까지 양적축소를 지속한다고 했으며, 미국 트럼프 행정부의 재정정책은 효과가 소진됐다. 그렇다면 이러한 정책에 연동되었던 미국 키친 사이클은 9월까지 하강 국면을 이어갈 수 있다. 여기서 문제는 9월 이후가 될 것이다. 이는 외환시장의 변화를 이용할 수 있다.

둘째, 외환시장의 측면에서 달러의 강/약세 유무를 통하여 미국의 키친 사이클을 가능할 수 있다. [도표6]과 같이 과거 사례를 보면, 달러 인덱스와 미국의 키친 사이클 간에는 상당한 상관관계가 나타난다. 이는 △ 달러 약세에서 미국의 수출 여건 개선으로 그들의 제조업이 개선되며 키친 사이클이 상승하고, △ 달러 강세에서 미국의 수출 여건 악화로 그들의 제조업이 부진하며 키친 사이클이 하락하는 현상 때문이라고 판단된다. 고려해야 할 것은 2019년 9월부터 예정된 ECB의 TLTRO이다. 이는 달러 강세 요인이다.

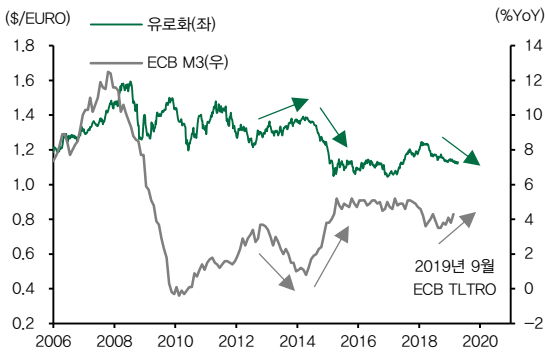
도표 6. 달러 인덱스와 미국의 키친 사이클 간에는 상당한 상관관계가 나타나



자료: Bloomberg, DB금융투자

ECB가 9월부터 TLTRO를 시행하면 그들의 유동성은 늘어난다. [도표7]에서 보듯이, 지금껏 유로존의 유동성 확대는 유로화의 약세로 이어졌다. [도표8]처럼 이를 반영하여 현재 유로화에 대한 투기적 포지션은 약세 베팅으로 기울어지고 있다. 이를 통하여 달러는 강세로 전환할 수 있는 것이다. 이때 미국 키친 사이클도 동반하여 내려갈 수 있다.

도표 7. 유로존의 유동성 확대는 유로화의 약세로



자료: Bloomberg, DB금융투자

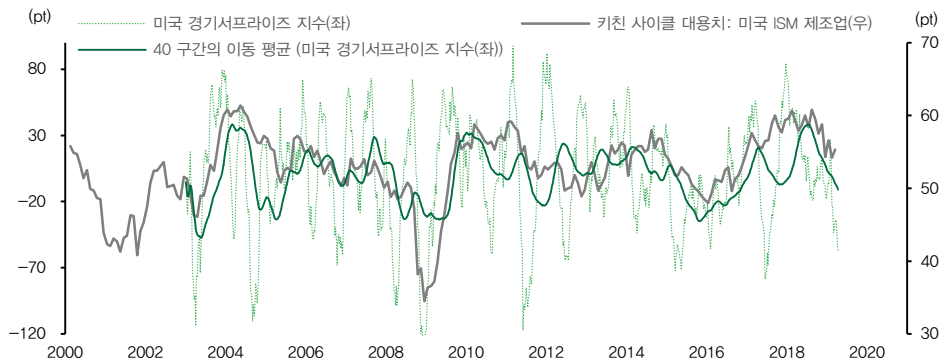
도표 8. 유로화에 대한 투기적 포지션은 약세 베팅으로



자료: Bloomberg, DB금융투자

셋째, 미국 경기서프라이즈 지수를 이동평균하여 그들의 킨 사이클을 가능할 수도 있다. C에서 일간으로 발표해주는 경기서프라이즈 지수는, 경제지표의 ‘실제치-예상치’ 간 차이를 수치화한다. 일반적으로 경기가 좋아지고 있을 때는 실제치가 예상치보다 높고, 경기가 나빠지고 있을 때는 실제치가 예상치보다 낮은 현상을 이용한 것이다. 그러므로 경기서프라이즈 지수가 양수이면 향후 경기가 좋아질 경향이 높으며, 음수이면 그 반대의 일이 벌어질 수 있다. 물론 해당 지표가 일간 단위로 발표됨에 따라, 거짓 신호가 상당 부분 포함되어 있으므로, 이를 제어하기 위하여 이동평균하는 방법을 쓸 수 있다. [도표9]에서 나타나듯이 경기서프라이즈 지수 및 그것의 이동평균은 킨 사이클과 유사한 경로를 보인다. 현재도 미국 경기서프라이즈 지수 및 그것의 이동평균이 음수에 머물고 있으므로, 미국 킨 사이클도 하방 압력을 받는다고 판단된다.

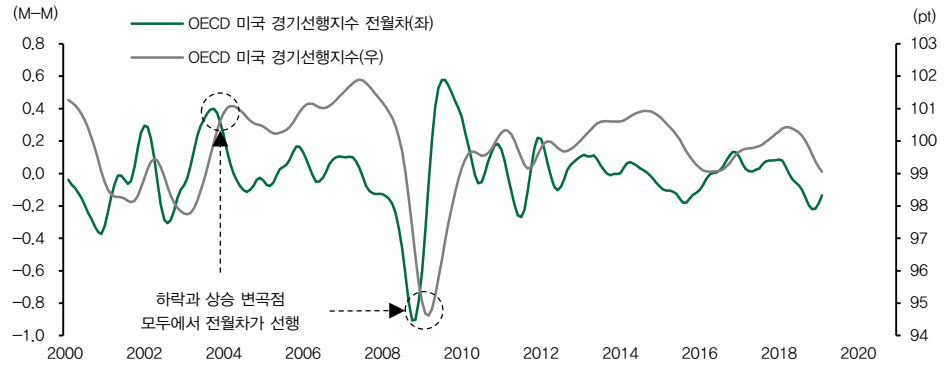
도표 9. 경기서프라이즈 지수 및 그것의 이동평균은 킨 사이클과 유사한 경로



자료: Bloomberg, DB금융투자

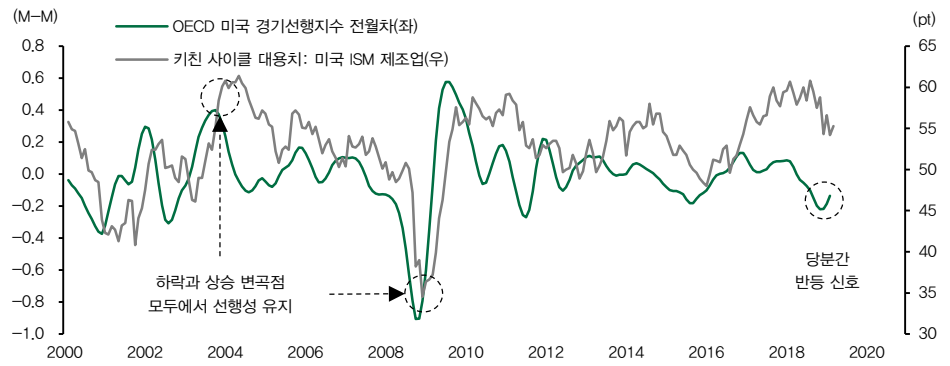
넷째, OECD 미국 경기선행지수 전월차를 이용하여 그들의 키친 사이클을 가능하는 방법도 있다. 필자는 OECD 경기선행지수 전월차를, 사람들이 잘 모르는 진짜 맛집이라고 표현한다. OECD 경기선행지수는 2개월 늦게 발표되는 단점이 있지만, 그것의 전월차를 구하면 얘기가 달라진다. [도표10]처럼 이는 OECD 경기선행지수 자체보다 먼저 변화를 알려주기 때문이다.

도표 10. OECD 경기선행지수 전월차는 OECD 경기선행지수 자체보다 먼저 변화를 알려줘



이러한 OECD 미국 경기선행지수 전월차의 선행성은 ISM 제조업에서도 마찬가지로 나타난다. 즉, 이를 통하여 미국의 키친 사이클이 움직이는 방향을 예단할 수 있는 것이다. [도표11]에서 나타나듯이 현재 OECD 미국 경기선행지수 전월차는 전술한 세 가지의 방법과 다르게 반등을 가리키고 있다.

도표 11. OECD 미국 경기선행지수 전월차의 선행성은 ISM 제조업에서도 마찬가지



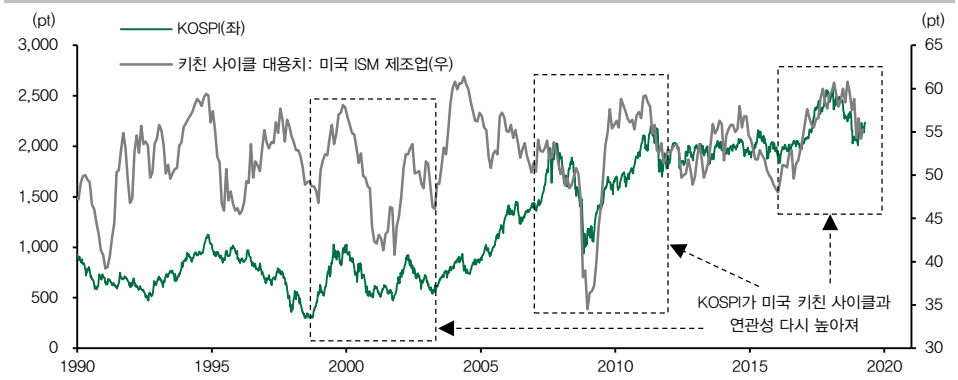
미국의 키친 사이클에 대한 향후 모습에 대하여 결론을 내려야 하는데, 이 정도가 가장 합리적일 것 같다. 미국 키친 사이클은 향후 반등의 가능성이 있지만, 현재 그들의 재정정책 효과의 소진과, 9월까지 미국 연준의 양적축소, 9월부터 유폴화 약세에 의한 달러 강세 여지, 그리고 경기서프라이즈 지수에서 드러나는 정황을 볼 때, 그 반등의 정도는 크지 않고 기간도 길지 않으리라 판단한다.

## 키친 사이클에 대응하는 전략

### 저베타와 고배당

이제 미국의 키친 사이클이 한국 주식시장에 미치는 영향을 살펴보자. 혹자는 최근 들어 미국과 한국의 비즈니스 사이클이 별개로 움직이기에, 미국의 그것을 탐구하는 것이, 한국 주식시장에 무슨 소용이 있느냐고 말한다. 이러한 인식은 아마도 2012년부터 2015년까지 미국의 여러 변화에도 불구하고 한국 주식시장이 이를 따르지 않고 횡보했기에 굳어졌다고 본다. 그러나 [도표12]처럼 최근을 보면 KOSPI와 미국의 키친 사이클 간에 연관성이 현격하게 높아졌다. 2000년대 초반, 2000년대 후반과 더불어, 현재 미국의 키친 사이클 변화에 KOSPI가 적극적으로 반응하고 있는 것이다.

도표 12. 최근을 보면 KOSPI와 미국의 키친 사이클 간에 연관성이 현격하게 높아져



자료: Bloomberg, DB금융투자

미국의 키친 사이클에 관한 필자의 판단을 KOSPI에 대입해보면, KOSPI 역시 당분간 일정한 반등이 나타나더라도 그것이 지속하여 이어지기보다는 재반락할 가능성이 존재한다. 즉, 전략적으로는 베타를 낮추는 것이 유리하다고 여겨진다.

이와 더불어 미국 연준이 9월부터 양적축소를 중단하는 것과 ECB에서 9월부터 TLTRO를 시행하는 것 등은 모두 같이 선진국의 시중금리를 낮추는 요인이다. [도표13]에서 볼 수 있듯이, 선진국 시중금리의 하락은 한국의 그것에도 유사한 영향을 주며, 결국 금리와 경쟁 관계에 있는 배당주의 상대 성과를 제고시켰다. 즉, 베타를 낮추는 전략과 함께 배당을 높이는 것이 바람직하다고 판단한다.

도표 13. 시중금리의 하락은 경쟁 관계에 있는 배당주의 상대 성적을 저고



자료: Bloomberg, Wisefn, DB금융투자

미국의 키친 사이클 변화에 맞춘 한국 주식시장에서의 전략적 종목은 [도표14]에 제시했다. 한국 주식시장의 전체 종목을 대상으로 했으며, 시가총액은 3000억 원 이상으로 기초 필터를 적용했다. 여기서 '①베타'는 KOSPI에 대한 60개월 베타이며, 그것이 '1'이하인 종목을 선별했다. '②배당수익률'은 2.5% 이상인 종목을 선별했다. '③현재-과거평균배당수익률'은 현재 배당수익률에서 과거 3년 평균 배당수익률을 차감한 것이며, 이것이 양수인 종목을 선별했다. '④자본수익률점수'는 BPS가 상승할 확률이 높은 것에 대하여 100점, 그 반대는 0점을 주어서 50점 이상인 종목을 선별했다. 제시된 종목의 나열 순서는 '④자본수익률점수'가 높은 것이다. 해당 전략은 최근 수 주간 필자가 각종 자료를 통하여 투자자에게 강조한 것이기도 하다.

도표 14. 키친 사이클 변화에 맞춘 전략적 종목

(단위: 억 원, p, %, %p, 점)

코드	종목	시가총액	①베타	②배당수익률	③현재-과거평균 배당수익률	④자본수익률점수
A021240	웅진코웨이	67,379	0.83	3.94	0.35	94
A030000	제일기획	28,473	0.67	3.11	0.17	94
A026960	동서	20,139	0.63	3.47	0.71	92
A056190	에스에프에이	15,171	0.09	3.02	0.28	91
A033920	무학	3,919	0.81	2.55	0.53	91
A002960	한국셀석유	4,225	0.34	5.85	0.65	91
A033780	KT&G	139,352	0.27	3.94	0.11	90
A012750	에스원	37,467	-0.15	2.54	0.39	88
A018670	SK가스	8,113	0.91	3.32	0.58	86
A069260	휴켄스	9,075	0.58	5.41	0.98	85
A003800	에이치칩대	3,388	0.49	3.27	0.97	85
A000810	삼성화재	141,414	0.44	3.85	0.57	84
A055550	신한지주	211,730	0.87	3.58	0.31	84
A013120	동원개발	4,223	0.78	3.98	0.55	84
A016800	퍼시스	4,215	0.28	2.73	0.24	81
A005810	풍산홀딩스	3,181	0.76	4.19	0.59	80
A003690	코리안리	11,026	0.52	3.00	0.16	78
A064960	S&T모티브	6,259	0.81	2.80	0.29	76
A003550	LG	127,175	0.90	2.71	0.67	76
A000480	조선내화	3,680	0.47	4.35	0.18	74
A028150	GS홀쇼핑	11,563	0.09	3.97	0.33	74
A024110	기업은행	83,079	0.66	4.78	0.58	72
A008730	울촌화학	3,460	0.68	3.58	0.15	71
A004690	삼천리	3,791	0.78	3.21	0.44	64
A029530	신도리코	5,050	0.82	3.19	0.25	64
A034830	한국토지신탁	6,590	0.39	4.21	0.89	59
A023530	롯데쇼핑	51,061	0.75	2.88	0.93	57
A030200	KT	72,067	0.43	3.99	0.59	56
A029780	삼성카드	40,261	0.44	4.60	0.35	54

자료: WseIn, DB금융투자

## II. 주글라 사이클과 주식시장

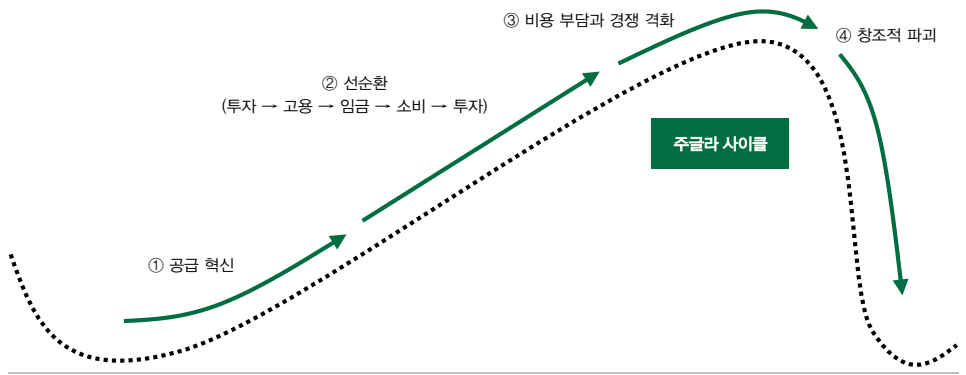
### 변화 원리

#### 주글라 사이클: 10년 주기의 중기 파동

주글라 사이클(Juglar cycle)은 1860년대 프랑스의 경제학자 클레멘트 주글라(Clement Juglar)가 언급한 것으로 10년 주기의 중기 파동이다. 주로 민간투자 사이클로 불리며, 공급자에 의하여 주도되는 특징이 있다.

아래 [도표15]가 주글라 사이클의 원리를 보여준다. ① 상황이 최악에 이르면 난국을 타개하기 위하여 공급혁신이 나타난다(사이클 반등). ② 이후 투자가 고용을 낳고, 고용이 임금 상승을 유발하며, 높아진 임금이 소비를 증가시켜, 늘어난 소비를 목도한 공급자가 다시금 투자를 확대하는 선순환 과정이 진행된다(사이클 상승). ③ 다만, 증가한 투자는 서서히 사회 전반의 비용 부담을 유발하고 공급자 간의 경쟁을 격화시켜서 투자 유인을 하락시킨다(사이클 반락). ④ 이후 창조적 파괴를 통하여 주글라 사이클은 반복의 과정을 거치게 된다(사이클 하락).

도표 15. 주글라 사이클의 원리



자료: DB금융투자

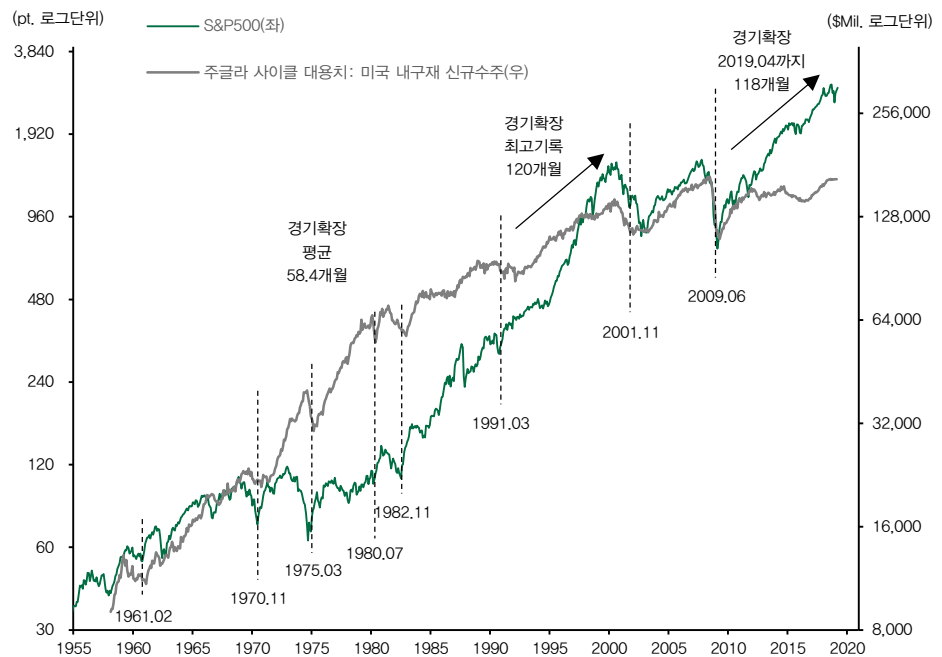
현실에서 주글라 사이클을 가장 잘 추적할 수 있는 경제지표는 자본재 신규수주 혹은 내구재 신규수주 등이다. 이들은 민간투자가 늘어나는지 여부를 여실히 반영한다. 이때 주의를 요하는 것은 이들 값을 증가율이 아닌 원지수 계열 자체로 봐야 한다는 것이다. 본고에서는 미국의 운송을 제외한 내구재 신규수주로 그들의 주글라 사이클을 가늠했다.

## 현재 모습

### 우리 시대 미국 비즈니스 사이클의 중기 파동은 2009년 6월부터 시작

미국의 주글라 사이클 즉, 중기 파동에 관한 과거 사례는 NBER에서 1854년부터 조사하여 발표해 주고 있다. 이를 미국의 내구재 신규수주와 함께 나타낸 것이 [도표16]이다. NBER의 공식 집계를 보면, 우리 시대 미국 비즈니스 사이클의 중기 파동은 2009년 6월부터 시작했다. 수년의 시간이 지난 이후 밝혀질 일이지만 만약 2019년 4월 현재도 중기 파동이 상승하는 국면에 놓여 있다면 경기 확장은 118개월째 지속되는 것이다. 중기 파동의 평균 경기 확장 기간이 58.4개월이라는 점에 미뤄볼 때, 이는 상당한 수준이다. 과거 미국 비즈니스 사이클에서 가장 긴 중기 파동은 1991년 3월(저점부터 2001년 11월(저점)까지였다. 이때 저점에서 정점까지의 경기 확장 기간은 120개월이었다. 만약, 2019년 7월에도 미국 비즈니스 사이클의 중기 파동이 상승을 이어간다면, 경기 확장 기간에 있어서 신기록을 경신하게 되는 것이다.

도표 16. 미국의 주글라 사이클



자료: Bloomberg, DB금융투자

이처럼 미국의 주글라 사이클이 상승을 진행했던 기간이 상당한 만큼 그 내부적으로는 유의미한 변화도 동반하여 나타나고 있다. 이를 살펴본다면, 향후 미국의 주글라 사이클이 이르는 방향을 가늠할 수 있을 것이다.



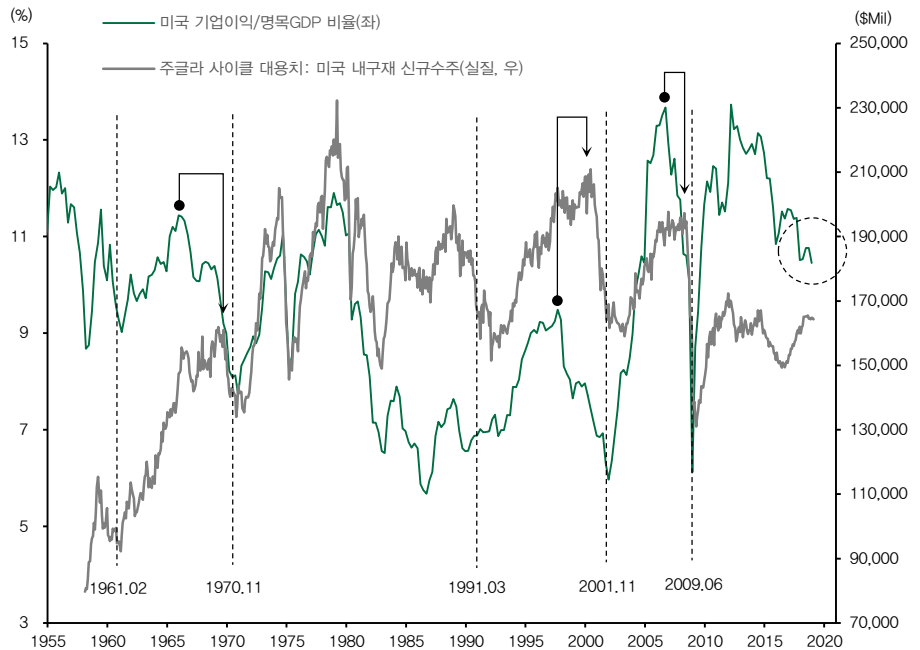
## 미래 방향

### 이제부터 미국 주글라 사이클은 충분히 주의를 기울일만한 시점

이제 미국의 주글라 사이클이 앞으로 어떻게 전개될지 살펴보자. 이하의 분석에 미국의 주글라 사이클 대응치로 제시한 미국 내구재 신규수주는 명목이 아닌 실질값으로 변환했다. 물가 상승을 반영하여 그 수준을 조절한 것이다. 이는 미국 내구재 신규수주의 변곡점을 그대로 둔 상태에서, 역사적으로 비교할 수 있게 해준다.

첫째, 기업이익/명목GDP 비율로 미국의 주글라 사이클을 가능할 수 있다. 주글라 사이클은 그 특성상 민간투자 증가가 이뤄질 환경인지 여부가 중요하다. 기업의 투자 여력은 그들이 벌어들인 이익으로부터 나온다. 만약, 기업이익/명목GDP 비율이 상승하고 있으면, 향후 민간투자가 증가할 가능성은 커진다. 다만, 기업이익/명목GDP 비율이 감소하면, 그 반대의 모습이 전개될 수 있다. [도표17]처럼 2009년 6월 이후 미국의 기업이익/명목GDP 비율은 내려오는 모양새다. 이는 2012년 1분기 13.7%를 정점으로 2018년 4분기 10.5%까지 떨어졌다. 이와 같은 상황이 이어진다면 민간투자가 증가할 확률은 줄어든다고 봐야 할 것이다. 향후 미국의 기업이익이 적극적으로 늘어날 수 있는지가 관건이다.

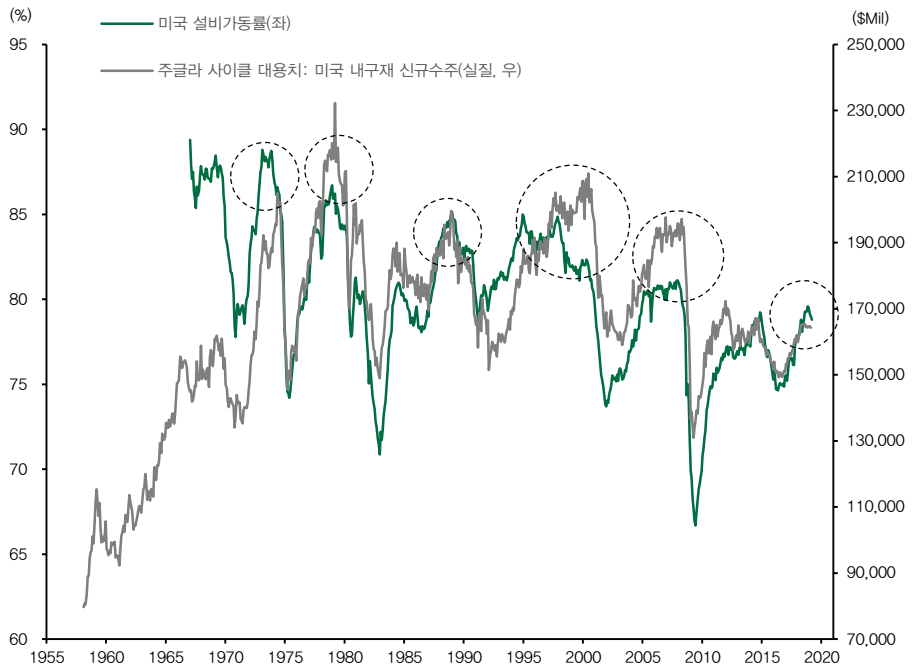
도표 17. 기업이익/명목GDP 비율로 미국의 주글라 사이클을 가늠



자료: Bloomberg, DB금융투자

둘째, 설비가동률을 이용하여 미국의 주글라 사이클을 가능할 수도 있다. 기업이 투자를 확대하는 것은, 기존의 설비만으로 늘어나는 수요에 대응하지 못한다고 판단하기 때문이다. 즉, 설비가동률이 증가하는 것과 기업의 투자 확대는 그 궤를 같이한다. 반면, 설비가동률이 떨어지고 있다면, 기업이 투자를 확대할 이유가 없어진다. 기존의 설비를 모두 사용하지 않더라도 수요에 대응할 수 있기 때문이다. 따라서 [도표18]과 같이 설비가동률을 이용하여 주글라 사이클의 방향을 가능하는 것이 가능하다. 최근 미국의 설비가동률은 2018년 11월 79.6%를 정점으로 4개월째 낮아지고 있다. 현재는 78.8%를 기록하는 중이다. 이러한 추세가 이어진다면 미국의 주글라 사이클도 영향을 받을 수밖에 없다. 앞서 미국의 기업이익/명목GDP 비율 증가 못지않게 향후 미국의 설비가동률이 늘어날 수 있는지 여부도 중요해진 것이다.

도표 18. 설비가동률을 이용하여 미국의 주글라 사이클을 가능



자료: Bloomberg, DB금융투자

셋째, 장단기 금리차를 살펴보면 미국의 주글라 사이클을 진단하는 것도 가능하다. 일국의 장기 금리가 그들의 성장률 혹은 사회 전반의 투자 수익률을 대변한다면, 단기 금리는 금융 비용을 나타낸다. 만약, 사회 전반의 투자 수익률보다 금융 비용이 높다면, 당연히 투자 활동은 추가로 일어나지 않는다. [도표19]에서 보듯이 미국채 10년물 금리(장기)와 미국 기준금리(단기)가 교차했던 시기는 미국의 주글라 사이클이 휘청였던 때와 일치한다. 물론, 1990년대 초중반처럼 장단기 금리차 역전이 주글라 사이클의 하락으로 이어지지 않는 경우도 있다. 그 확률은 25%다. 지난 2019년 3월 미국의 장단기 금리차 역전이 화두가 됐던 이유는, 이것이 바로 미국의 주글라 사이클에 문제가 발생했을 여지가 있다는 의미이기 때문이다. 향후 미국 장단기 금리차가 어떠한 모습을 보일지도 그들의 주글라 사이클에 중요한 변수가 되는 것이다.

도표 19. 장단기 금리차를 살펴보면 미국의 주글라 사이클을 진단



자료: Bloomberg, DB금융투자

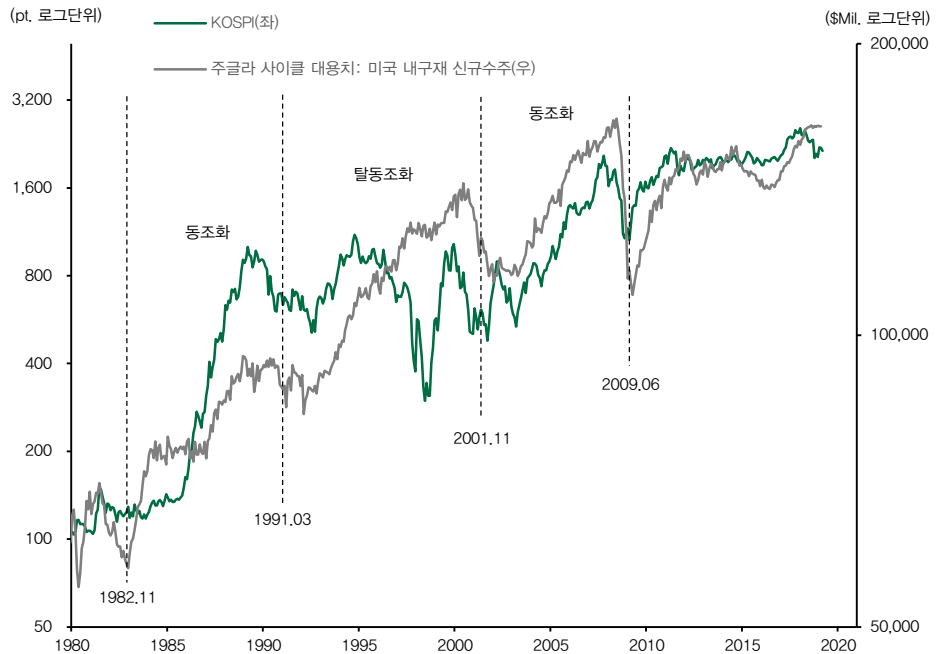
미국의 주글라 사이클이 향후 어디로 향할지에 대해서 역시 결론을 내려야 한다. 필자의 생각으로 이러한 결론이 합리적일 것 같다. 이제부터 미국 주글라 사이클은 충분히 주의를 기울일만한 시점이다. 물론 주글라 사이클은 상당한 시간을 두고 움직이는 터라 그것에 이상징후가 쌓이더라도 즉각적으로 내려가는 것은 아니다. 다만, 현재 미국의 기업이익/명목GDP 비율이 하락하여 투자 여력이 줄어들고, 미국의 설비가동률이 내려가며 추가적인 투자 유인이 감소하며, 그들의 장단기 금리차가 간헐적으로 역전되는 모습은 전혀 의미가 없다고 치부하기 어렵다.

## 주글라 사이클에 대응하는 전략

### 비즈니스 사이클 변화 자체에 강건한 이익 창출 능력을 가진 퀄리티 주식

이제 미국의 주글라 사이클이 한국 주식시장에 미치는 영향을 살펴보자. 미국의 주글라 사이클은 앞서 언급한 미국의 키친 사이클보다 한국 주식시장에 대하여 그 연관성이 떨어지는 것이 사실이다. 이는 과거에도 나타난 바 있다. 1991년 3월부터 2001년 11월까지 미국의 주글라 사이클과 한국 주식시장은 탈동조화됐다. 2009년 6월부터도 한국 주식시장이 스스로의 길을 걷는 모습이 관찰되고 있다. 다만, 미국의 주글라 사이클이 변화의 과정을 거칠 때는 한국 주식시장 역시 일정한 반응을 보이는 것이 보통이었다. 최근 미국의 주글라 사이클에서 이상징후가 쌓이고 있다는 부분을 전략적으로 반영할 필요가 있는 것이다.

도표 20. 미국의 주글라 사이클이 변화할 때 한국 주식시장 역시 일정한 반응을 보이는 것이 보통



자료: Bloomberg, DB금융투자

미국의 주글라 사이클 변화에 맞춘 한국 주식시장에서의 전략적 종목은 [도표21]에 제시했다. 한국 주식시장의 전체 종목을 대상으로 했으며, 시가총액은 3000억 원 이상이라는 기초 필터를 적용했다. 여기서 '①ROE Median'은 해당 종목의 ROE 중위수를 말하며 15% 이상인 종목을 선별했다. '②ROE Adj CV'는 ROE Median을 ROE의 표준편차로 나눈 값이며 이것이 1 이상인 종목을 선별했다. '③Yield Median'은 해당 종목의 연율화 수익률에 대한 중위수이며 7.3% 이상인 종목을 선별했다. '④PBR Location'은 해당 종목의 현재 PBR이 자신의 과거 수준 대비하여 어느 위치에 있는지를 나타낸다. '⑤Value Trap'은 해당 종목의 10주 이동평균과 40주 이동평균의 비율이며 그 값이 1 이상일 때, 밸류에이션 트랩을 벗어난 것이라고 판단한다. '⑥좋은 기업 점수'는 앞서 ①, ②, ③을 점수화하여 나타낸 것이다. 이 값이 클수록 ROE가 높고 ROE의 변동성이 적어서 비즈니스 사이클 변화에 무관하게 우상향할 수 있는 종목이다. '⑦좋은 주식 점수'는 앞서 ④, ⑤를 점수화하여 나타낸 것이다. 이 값이 클수록 저평가됐다는 의미다.

사실 지금 제시한 종목의 선별 방법은 필자의 직전 자료 '찰리의 가치투자로 이 난관을 돌파하라'에서 자세히 언급한 것이기도 하다. 요즘의 시기는 포트폴리오에 이러한 형태의 전략이 일정 수준 포함되어야 한다고 판단하기에, 필자가 지속적으로 반복해서 주장하고 있는 것이다.

도표 21. 주글라 사이클 변화에 맞춘 전략적 종목

(단위: 억 원, %, 배, 점)

코드	종목	시가총액	①ROE Median	②ROE Adj CV	③Yield Median	④PBR Location	⑤Value Trap	⑥좋은 기업 점수	⑦좋은 주식 점수
A058470	리노공업	8,703	20.99	6.90	22.42	50%~75%	1.06	97	59
A051900	LG생활건강	220,373	25.01	3.51	26.60	25%~50%	1.11	97	79
A021240	웅진코웨이	67,379	25.34	5.58	10.95	50%~75%	1.09	94	65
A036830	솔브레인	9,151	16.50	3.22	18.47	~25%	1.00	94	70
A030000	제일기획	28,473	16.05	5.00	14.22	50%~75%	1.05	94	58
A005830	DB손해보험	47,507	19.22	1.91	20.60	~25%	0.99	92	67
A041830	인바디	3,093	17.12	2.10	17.83	50%~75%	0.97	92	37
A026960	동서	20,139	16.13	2.75	13.38	50%~75%	1.03	92	52
A030190	NICE평가정보	8,500	15.62	2.91	12.83	75%~	1.11	92	55
A056190	에스에프에이	15,171	22.67	1.58	18.47	~25%	1.09	91	89
A018880	한온시스템	66,725	16.64	2.52	11.66	75%~	1.03	91	39
A033920	무학	3,919	16.70	2.06	14.36	~25%	1.01	91	72
A002960	한국셀석유	4,225	29.41	1.84	11.04	50%~75%	0.98	91	37
A033780	KT&G	139,352	17.22	3.06	8.09	25%~50%	1.01	90	59
A012330	현대모비스	222,917	22.99	1.88	9.31	~25%	1.05	89	81
A036570	엔씨소프트	107,721	16.41	1.47	18.96	25%~50%	1.04	89	66
A035420	NAVER	194,480	30.47	1.21	18.23	~25%	0.97	89	62
A036490	SK머티리얼즈	18,247	20.42	1.40	12.55	50%~75%	1.03	88	53
A006040	동원산업	8,307	17.63	1.23	16.90	25%~50%	1.04	88	68
A001450	현대해상	33,927	15.26	1.51	11.89	25%~50%	0.98	87	50
A004170	신세계	31,062	15.99	1.34	11.73	~25%	1.09	86	89

자료: WISEIN, DB금융투자

### Ⅲ. 사이클의 중첩과 향후의 모습

#### 키친 사이클은 저점 Vs. 주글라 사이클은 정점

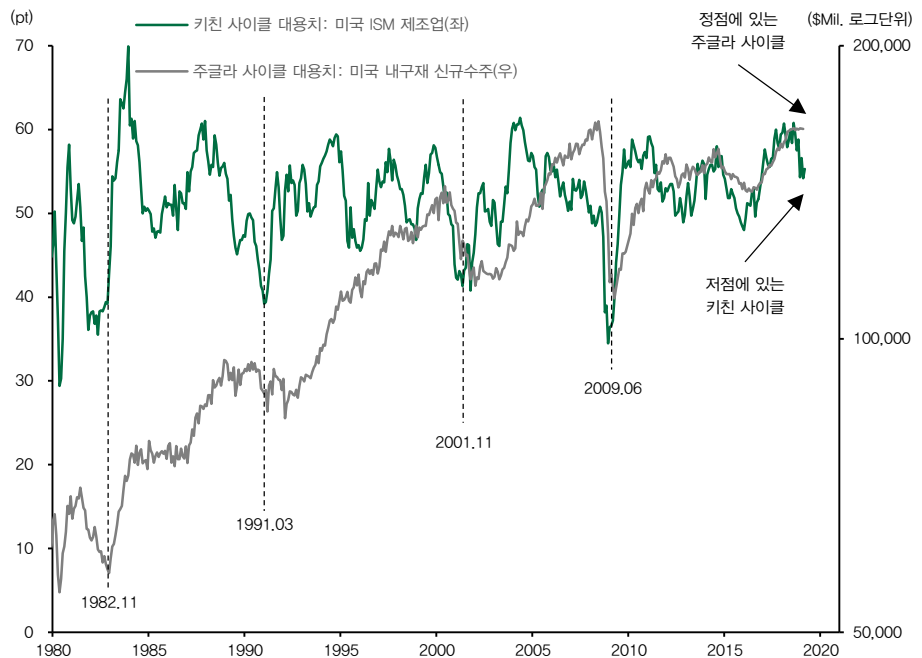
##### 비즈니스 사이클의 변화에 대비한 전략

지금까지의 논의를 정리하면 다음과 같다. 현재 미국의 키친 사이클은 저점에 있으며, 주글라 사이클은 정점에 있다[도표22]. 여기서,

미국의 키친 사이클은 향후 반등의 가능성이 있지만, 현재 그들의 재정정책 효과의 소진과, 9월까지 미국 연준의 양적축소, 9월부터 유로화 약세에 의한 달러 강세 여지, 그리고 경기서프라이즈 지수에서 드러나는 정황을 볼 때, 그 반등의 정도는 크지 않고 기간도 길지 않으리라 판단한다. 이에 대비하여 베타는 낮게, 배당은 높게 포트폴리오를 구성할 필요가 있다.

미국의 주글라 사이클은 현재 미국의 기업이익/명목GDP 비율이 하락하여 투자 여력이 줄어들고, 설비기동률이 내려가서 추가적인 투자 유인이 감소하며, 그들의 장단기 금리차가 간헐적으로 역전되는 모습 등을 볼 때 충분히 주의를 기울일 시점이다. 이에 대비하여 비즈니스 사이클 변화 자체에 강건한 이익 창출 능력을 가진 퀄리티 주식을 포함시킬 필요가 있다.

도표 22. 키친 사이클은 저점 Vs. 주글라 사이클은 정점



자료: Bloomberg, DB금융투자

물론, 미국의 비즈니스 사이클이 이와 같은 모습을 보일 때 주변국이 어떠한지도 중요하다. 참고할만한 역사적 사례는 두 가지다. [도표23]처럼 2000년대 초반과 2000년대 후반의 모습이 그것이다.

2000년대 초반은 미국의 비즈니스 사이클이 부진할 때, 주변국에서 이를 충분히 보완해주지 못한 경우다. 당시 G2 일본은 부동산 버블 붕괴 이후 수년간 구조조정을 겪으며 동력이 떨어졌다. 이때 글로벌 주식시장은 미국의 비즈니스 사이클이 흔들린 이후 빠른 속도로 동반 부진을 경험했다.

2000년대 후반은 전혀 다르다. 당시 미국의 비즈니스 사이클이 부진할 때, 주변국에서 더 강한 동력이 작용하며 이를 보완해줬다. 이때의 G2 중국이 설비투자를 강하게 진행했던 것이다. 글로벌 주식시장은 미국의 비즈니스 사이클이 흔들린 이후에도 1년 6개월 동안 추가 강세를 이어갔다.

그렇다면 현재가 관건인데, 미국의 비즈니스 사이클이 흔들리는 시점에 중국과 유럽 등의 경제 광역권에서 얼마나 강한 모멘텀이 나타나는지가 핵심이다. 이에 대해서는 본고의 주제를 넘어서기에 향후의 속제로 남겨두고자 한다.

**도표 23. 미국의 비즈니스 사이클이 흔들리는 시점에 여타국에서 강한 모멘텀이 나타나는지가 핵심**



자료: Bloomberg, DB금융투자

## Epilogue. 사이클에 관하여 읽어볼 만한 책

### 세 가지 추천 도서

#### BEATING THE BUSINESS CYCLE, 비즈니스 사이클, 투자와 마켓 사이클의 법칙

끝으로 본고의 주제에 관심이 있는 투자자를 위해서, 사이클에 관하여 읽어볼 만한 책을 추천한다.

서두에 언급한, ‘BEATING THE BUSINESS CYCLE(락쉬만 애추탄, 아너반 배너지)’이다. 경기선행지수를 만드는 방법에 관한 노하우를 설명하는 것이 이 책의 백미다. 필자는 본고에서 미국의 키친 사이클과 주글라 사이클의 예측 도구들을 제시한 바 있다. 이중 일부는 ‘BEATING THE BUSINESS CYCLE’에 수록되어 있는 방법을 응용한 것이라는 점을 밝혀둔다. 그만큼 이 책은 활용도가 높다는 말이다. 책의 분량은 짧지만, 짧은 만큼 핵심만을 담았다고 할 수 있겠다.

다른 하나는, ‘비즈니스 사이클(라스 트비드)’이다. 비즈니스 사이클에 관한 초중급 교과서라고 하는 것이 가장 적절한 표현일 듯하다. 비즈니스 사이클에 문외한인 이들을 위하여 기초 용어부터 중급 이론까지 차근차근 설명해나가는 것이 이 책의 매력이라고 할 수 있다. 사실 책의 두께와 무게가 상당해서 들고 다니며 읽기에는 버거울 수도 있다. 하지만 라스 트비드의 특이한 경력만큼이나 책의 내용 전개가 흥미진진했던 기억이 난다.

마지막은, ‘투자과 마켓 사이클의 법칙(하워드 막스)’이다. 앞서 언급한 두 권의 책 이후로 최근 수년간 사이클에 관한 책이 시중에서 사라졌다고 할 수 있다. 그러던 중 하워드 막스에 의하여 사이클에 관한 내용이 다시금 언급된 것은 속고해볼 부분이다. 하워드 막스가 이 책을 통하여 주장하는 바는 간명하다. 미래를 예측할 수는 없지만, 사이클의 관점에서 확률이 높은 방향으로 대비할 수는 있다는 것이다. 이러한 생각에 감명을 받아 필자가 본고를 작성했는지도 모르겠다.

도표 24. 추천 도서 1

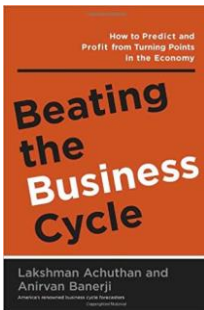


도표 25. 추천 도서 2

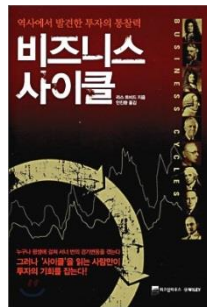


도표 26. 추천 도서 3



자료: 구글이미지, DB금융투자



**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 범인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

# MEMO





Research Center

자본/자산시장 강화팀 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 수석연구원	3441	p3swo
신용분석	이혁재 선임연구원	3435	realsize84

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국/신흥국	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol
RA	강대승 연구원	3437	bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

RA 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강	김홍균 파트장	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
화학/정유/유틸리티	한승재 수석연구원	3921	sjhan
RA	정재현 연구원	3429	kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
엔터/레저/인터넷/게임	황현준 수석연구원	3385	realjun20
생활용품/의류	박현진 수석연구원	3477	hjpark
Mid-small caps	구성진 선임연구원	3428	goo
Mid-small caps	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

자동차/운송	김평모 수석연구원	3053	pmkim
IT mid-small caps	권 흘 선임연구원	3713	hmkwon86
통신서비스/미디어	신은정 선임연구원	3458	ej.shin
RA	권세라 연구원	3352	serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통	차재현 파트장	3378	imcjh
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
제약/바이오	김승우 연구원	3423	seungwoo4268



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총령대로 353 (BNK부산은행 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원미대로 320 (다시티세븐 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)  
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.