

Quantitative Issue



김동영, CFA
Analyst
dy76.kim@samsung.com
02 2020 7839

옥혜인
Research Associate
hyein.ok@samsung.com
02 2020 7795

■ QUANTITATIVE ISSUE

퀀트 Investment Clock, 한국편

국내 자산배분 전략의 활용

Investment Clock

미국 시장의 Investment Clock 모델에 이어, 한국 시장의 Investment Clock 모델을 새로 제시함 (2015/7/9 “퀀트 Investment Clock, 미국편” 리포트 참고).

Investment Clock은 경제 사이클을 세부국면 별로 나눠, 국면에 따라서 자산배분 전략 혹은 섹터로테이션 전략을 실행하는 모델을 말함.

Investment Clock 4국면

성장지표와 물가지표를 조합한 경제사이클의 4개 국면은 다음과 같이 분류할 수 있음.

1국면. 경기침체(저성장, 저물가): GDP 성장이 부진하며, 물가 또한 하락하는 단계다. 금리 또한 하락하며 중앙은행이 경기부양을 위해 기준금리를 내리는 시기다.

2국면. 경기회복(고성장, 저물가): 경기 부양의 정책 효과가 나타나면서 GDP 성장이 균형 이상으로 높아진다. 단, 물가는 아직 낮은 상황이다. 기업의 수익성은 올라가고 금리는 여전히 낮은 상황이다.

3국면. 경기과열(고성장, 고물가): 경기 상승이 이어져, GDP 성장이 균형 이상을 기록하고 물가 또한 고물가로 접어든 상황이다. 금리가 상승하면서 채권 자산의 성과는 나빠진다. 주식 자산의 경우는 1) 수익성 상승과 2) 금리 상승에 따른 밸류에이션 하락 압력이라는 상반된 영향을 받게 된다.

4국면. 스태그플레이션(저성장, 고물가): GDP 성장이 부진하지만, 고물가가 지속되는 구간이다. 경기는 나빠지만 고물가로 인해, 중앙은행이 경기 부양을 위한 완화 정책을 쓰기 어려운 국면에 해당한다. 1국면과 4국면의 차이는 물가 지표의 차이다.

한국, 국면별 자산 수익률 점검 결과

국면	총개월수	자산별 수익률 (%)			현금
		채권	주식	Commodity	
1. 경기침체	23	5.7	8.2	3.2	3.0
2. 경기회복	77	4.9	17.5	2.5	3.2
3. 경기과열	30	5.4	22.9	34.5	3.6
4. 스태그플레이션	43	8.7	-1.6	-26.0	4.1
전기간	173	6.1	12.4	1.1	3.4

참고: 2001년 이후 기간. 연환산 수익률(산술평균) 사용. 전통적인 국면별 Best asset 위치를 Bold 표시 자료: 삼성증권

한국 OECD경기선행지수와 CPI를 활용한 국면 분류 및 이에 따른 국면별 자산 수익률 결과는 위의 표와 같음. 채권 자산은 1, 4국면에서 높은 수익률을 기록함. 한국 주식은 2, 3국면에서 높은 수익률을 기록. 고성장, 저성장 기준에 따라 채권과 주식 성과가 대척점을 이룸. Commodity는 경기과열 국면에서의 아웃퍼폼이 확인됨.

한국 현재 국면 판단의 퍼즐

한국 OECD경기선행지수 최근 수치는 고성장 국면을 시사함. 이는 최근의 2분기 GDP 우려감, 연간 성장률 하향조정 흐름과 일치하지 않는 모습임. 1) Investment Clock 국면은 경기동행지표 보다는 경기선행지표의 관점이라는 점, 2) 실제 OECD경기선행지수가 시차가 큰 선행성을 보였다라는 점, 3) 저유가 현상이 장기적으로 경기 영향이 클 수 있다는 점으로, 둘 간의 괴리를 설명할 수 있음. 계량적인 자산배분 전략 측면에서 볼 때, '경기회복' 국면 지속과 함께 국내 주식자산의 매력도가 높다고 판단함.

■ 목차

I. Investment Clock	p2
II. 한국 Investment Clock 백테스팅	p5
III. 한국 현재 국면 판단의 퍼즐	p10
IV. Appendix	p12

I. Investment Clock

미국 시장의 Investment Clock 모델에 이어, 한국 시장의 Investment Clock 모델을 새로이 분석, 제시한다. (2015/7/9 "퀀트 Investment Clock, 미국편" 리포트 참고).

Investment Clock(투자 시계)은 자산배분 및 섹터 전략을 위해서 경제 사이클을 세부 국면별로 나눠서 판단하는 방법론을 말한다. 경제 사이클 단계가 가진 고유의 속성에 따라 각 자산별 명암이 엇갈리게 되므로, 국면 판단을 통해 자산배분 전략을 달성할 수 있다는 것이 해당 모델의 로직이다. 매크로 국면 분류는 성장과 물가라는 2개 기준을 이용해, 4개의 국면으로 나누는 방식을 적용했다.

경제 사이클

일반적인 Investment Clock은 경제 사이클을 보통 4개의 국면으로 나눈다. 4개로 나누기 위해서는 2개의 변수를 사용한 조합이 사용되는데, 이 때 주로 사용되는 변수가 바로 성장(경기) 지표와 물가 지표다. 성장세가 플러스인가 마이너스인가, 물가가 고물가인가 저물가인가에 따라 총 4개의 조합이 가능하며, 보통 이를 기준으로 국면 판단을 하게 된다. 필자도 동일하게 경제 국면 판단에서 성장지표와 물가지표를 기준 변수로 삼았다.

성장지표

실제 경제 성장률은 여러 경제 환경 및 변수에 따라 잠재 GDP보다 더 높게 나올 수도 있고 더 낮게 나올 수도 있다. 이때, 잠재GDP보다 높은 성장을 보인 때를 '플러스 output gap', 상대적으로 낮은 성장을 보인 때를 '마이너스 output gap' 시기라고 할 수 있다. 성장 지표는 보통 이 output gap을 측정하는 지표라고 할 수 있다. 성장 지표가 플러스 혹은 균형 상태 이상이라는 것은 플러스 output gap 상황을 말하며, 마이너스면 그 반대를 뜻한다.

물가지표

인플레이션 및 디플레이션 현상은 여러 가지 경로로 경제에 큰 영향을 끼치게 된다. 또한 물가지표가 성장지표와 항상 동행하거나 항상 일정한 연관성을 가지는 것이 아니므로, 물가지표와 성장지표를 각각 조합해서 판단하는 것이 의미가 있다. 물가지표 분석 시, 장기 시계열로 봤을 때 물가지표(예를 들어 CPI y-y)는 장기적인 추세를 가질 수가 있다. 따라서 물가지표의 균형 수준 대비 플러스(고물가) 혹은 마이너스(저물가)를 확인할 때는, 중기적인 추세에 대비한 상대적인 수준으로 파악하는 것이 합리적이라고 본다.

Investment Clock 4국면

성장지표와 물가지표를 조합한 경제사이클의 4개 국면은 다음과 같이 분류할 수 있다.

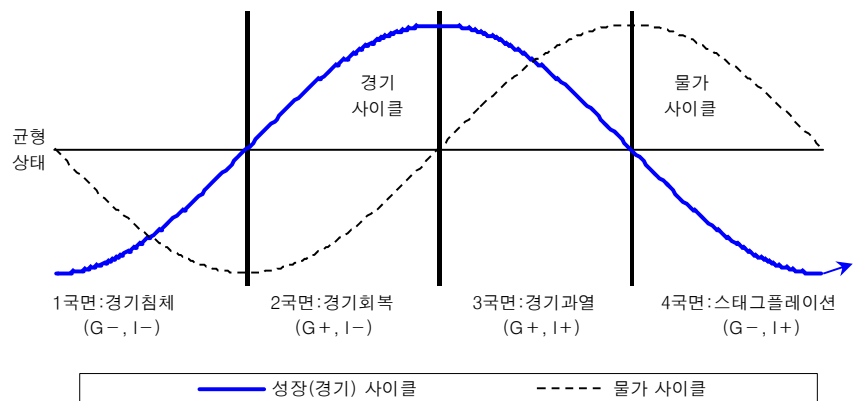
- **1국면. 경기침체(저성장, 저물가):** GDP 성장이 부진하며, 물가 또한 하락하는 단계다. 금리 또한 하락하며 중앙은행이 경기부양을 위해 기준금리를 내리는 시기다. 이 시기에는 채권 자산의 투자가 가장 좋은 것으로 알려져 있다. 1국면 ‘경기침체’와 4국면 ‘스태그플레이션’의 차이는 물가 수준의 차이다. ‘경기침체’ 국면은 물가가 하락하는 시기이며 ‘스태그플레이션’ 국면은 경기 하락에도 불구하고 고물가가 지속되는 시기를 말한다.
- **2국면. 경기회복(고성장, 저물가):** 경기 부양의 정책 효과가 나타나면서 GDP 성장이 균형 이상으로 높아진다. 단, 물가는 아직 낮은 상황이다. 기업의 수익성은 올라가고 금리는 여전히 낮은 상황이다. 일반적으로 주식 자산의 투자가 가장 좋은 것으로 알려져 있다.
- **3국면. 경기과열(고성장, 고물가):** 경기 상승이 이어져, GDP 성장이 균형 이상을 기록하고 물가 또한 고물가로 접어든 상황이다. 금리가 상승하면서 채권 자산의 성과는 나빠진다. 주식 자산의 경우는 1) 수익성 상승과 2) 금리 상승에 따른 밸류에이션 하락 압력이라는 상반된 영향을 받게 된다. 보통, 물가 상승과 연관된 Commodity의 투자가 가장 좋은 것으로 알려져 있다.
- **4국면. 스태그플레이션(저성장, 고물가):** GDP 성장이 부진하지만, 고물가가 지속되는 구간이다. 경기는 나쁘지만 고물가로 인해, 중앙은행이 경기 부양을 위한 완화 정책을 쓰기 어려운 국면에 해당한다. 1국면과 4국면의 차이는 물가 지표의 차이다. 이 때는, 현금 자산의 투자가 가장 좋은 것으로 알려져 있다.

경기 순환 방식

4개 국면에는 1~4까지의 번호가 붙어 있다. 이는 1, 2, 3, 4번의 순서대로 경제 사이클이 순환한다는 의미를 일부 내포한다. 이는 일부는 맞고, 일부는 틀린 이야기라고 할 수 있다.

보통 Investment Clock에서 사용되는 ‘성장’ 지표는 성장 사이클은 경기동행 혹은 경기선행의 지표에 해당한다. 그리고 ‘물가’ 지표는 경기에 후행하는 속성을 가지고 있다. 따라서 경기의 정점보다 물가의 정점이 늦게 나타나는 것이 전통적인 경기 순환 방식에 해당한다. 이에 따르면, 원론적인 경제 국면은 1국면에서 2, 3, 4 그리고 다시 1국면으로 순환하게 된다. (아래 그래프 참고). 실제 경제에서는, 국면 간의 이동현상이 다양한 형태로 전개될 수 있다. 다음 챕터에서 국면 이동 패턴의 실제 양상을 확인할 예정이다.

일반적인 성장, 물가 사이클



자료: 삼성증권

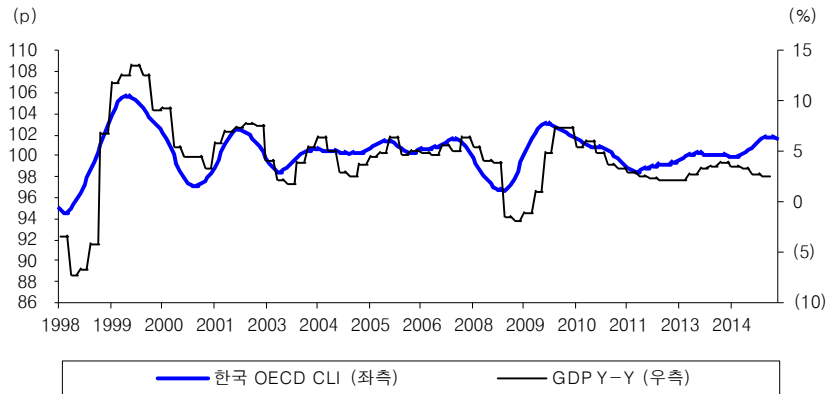
국면 판단용 지표 및 기준

계량적인 Investment Clock 모델에서는 국면 판단을 위한 계량적인 수치 기준이 필요하다. 앞서의 미국시장 모델에서 경기지표로는 US OECD 경기선행지수를, 물가지표로는 US CPI를 베이스로 삼았다. 여기서의 OECD 경기선행지수는 GDP output gap에 대해 6~9월 정도 선행하여 예측하는 것을 목표로 개발된 지표이다.

필자는 한국시장 모델에서도 이와 유사한 “한국 OECD 경기선행지수”와 “한국 CPI”를 국면판단의 기초지표로 삼았다.

한국 경제에 대한 경기(성장) 판단 지표에는 현재 여러 지표들이 존재한다. 통계청의 경기선행지수, 경기동행지수, 산업생산 수치 혹은 BSI 등 다양한 지표가 사용 가능하다. 이 중에서 GDP output gap과의 높은 연관성, 장기적인 사이클의 표현성 등을 봤을 때 한국 OECD 경기선행지수가 가장 적합한 지표라고 필자는 판단하였다. 아래 차트를 보면, OECD 경기선행지수가 6~9개월 선행 시차를 가지며 한국의 output gap을 잘 보여주고 있음이 확인된다. 또한 미국과 동일한 OECD 경기선행지수를 쓰는 것이, 국가별 Clock 모델 개발 및 비교에도 도움이 된다고 판단한다.

한국 OECD CLI와 GDP:
잠재GDP 하락 추세를 감안 시, CLI가 output gap에 대한 선행성을 잘 보여줌



자료: OECD, 한국은행, 삼성증권

고성장/저성장을 구분할 때는 한국 OECD 경기선행지수 수치의 100포인트를 기준점으로 삼아, 그 이상이면 고성장, 그 이하이면 저성장으로 분류하였다.

물가지표의 경우에는, 한국 CPI Y-Y 지표를 기초로 삼았다. 한국 물가의 경우에도 2000년대 초반 4%대에서 현재 0~1%대까지 장기 하락 추세를 보이고 있다. 따라서, 2개월 평균값에서 2년 평균값을 차감한 수치를 기준으로 하여, 해당 수치가 0% 이상이면 고물가, 0% 이하면 저물가로 판단하였다(“2m-2y” of 한국 CPI Y-Y 방식 사용)

Investment Clock 모델의 용어 비교

본고 용어	용어1(Fidelity)	용어2(우라가미 구니오)	용어3	*성장	*물가
경기침체	Reflation	역실적장세	Deflationary Bust	-	-
경기회복	Recovery	금융장세	Disinflationary Boom	+	-
경기과열	Overheat	실적장세	Inflationary Boom	+	+
스태그플레이션	Stagflation	역금융장세	Inflationary Bust	-	+

참고: 우라가미 구니오의 경우, 물가 대신 금리 지표가 사용됨. 문맥상으로는 금리 대신 물가로 유사 대체가 가능

자료: 삼성증권

■ 목차

I. Investment Clock	p2
II. 한국 Investment Clock 백테스팅	p5
III. 한국 현재 국면 판단의 퍼즐	p10
IV. Appendix	p12

II. 한국 Investment Clock 백테스팅

Investment Clock 모델은, 해당 모델이 국면별 자산 수익률 혹은 섹터 수익률 차이를 잘 설명할 수 있는지와 기본 로직과 일치하는 결과가 나오는지에 따라, 그 유용성이 입증된다. 여기서는 한국의 Clock 모델과 자산별 수익률 간에 밀접한 연관성이 있는지를 백테스팅해 보았다.

한국 모델, 국면 판단 지표

성장지표: 한국 OECD 경기선행지수

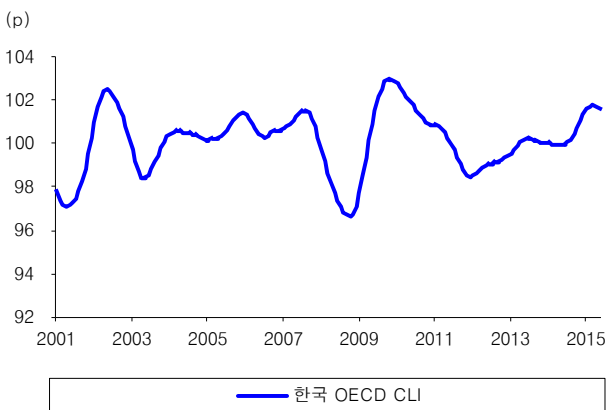
성장지표 판단기준: 100포인트 이상이면 고성장. 100 이하면 저성장

물가지표: $(2m - 2y)$ of 한국 CPI $Y - Y =$ 한국 CPI $y - y$ 가 기초. CPI $y - y$ 의 최근 2개월 평균값에서 2년 평균값을 차감함

물가지표 판단기준: $(2m - 2y)$ 가 0 이상이면 고물가. 0 이하면 저물가

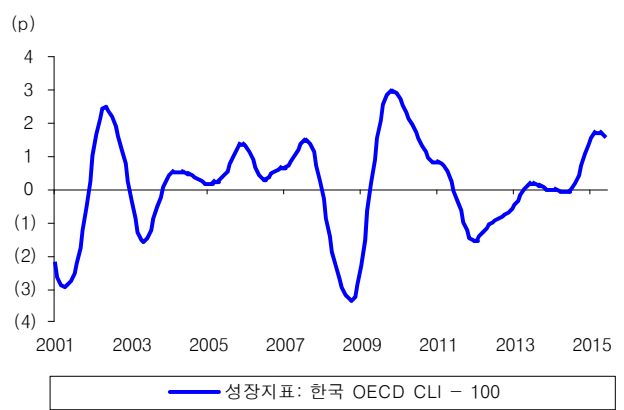
한국 시장에서 채권의 시가 평가제는 2000년대 초에 실시되었다. 따라서, 시가평가가 적용된 채권지수 데이터도 2001년 이후 기간만 존재한다. 전체 백테스팅 기간을 2001년부터 현재까지의 약 15년 기간으로 설정하여 점검하였다.

한국 OECD 경기선행지수



자료: OECD

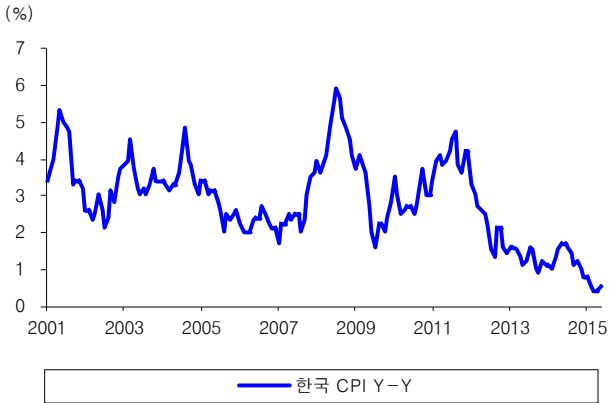
성장지표: 한국 OECD CLI - 100



자료: OECD, 삼성증권

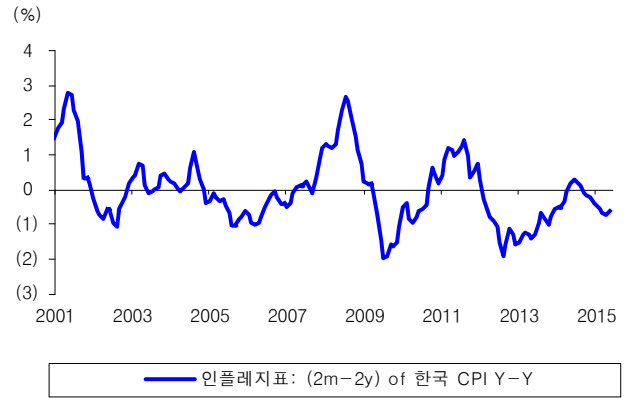
한국 OECD 경기선행지수의 장기추이는 2001년 이후로 5년 정도의 고성장 시기와 4,5년 정도의 저성장 시기를 보이는 긴 주기의 사이클을 나타내고 있다.

한국 CPI y-y 증가율



자료: 통계청

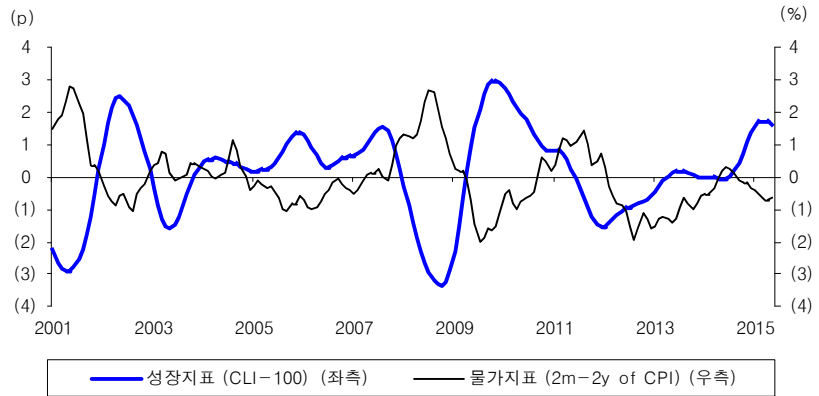
물가지표: (2m - 2y) of 한국 CPI Y-Y



자료: 통계청, 삼성증권

물가 사이클은 좀더 단기 사이클을 만들어내는 모습을 보여준다. 강한 고물가 시기에는 2001년, 2008년, 2011년 정도를 들 수 있다.

한국 성장, 물가 사이클



자료: OECD, 통계청, 삼성증권

Investment Clock 국면



자료: 삼성증권

한국의 경제 사이클도 Investment Clock의 4개 국면을 장기적으로 순환하는 것이 확인된다. 173개월의 기간 동안 국면 전환은 23번이 발생하였다. 평균적으로는 한 국면이 7~8개월 가량 지속되었다.

한달 기준의 국면 이동 패턴

국면간 이동 횟수		1달 후 국면				소계
		1	2	3	4	
분기 국면	1	20 (87%)	1 (4%)	0 (0%)	2 (9%)	23 (100%)
	2	1 (1%)	69 (92%)	5 (7%)	0 (0%)	75 (100%)
	3	0 (0%)	5 (17%)	22 (73%)	3 (10%)	30 (100%)
	4	2 (5%)	1 (2%)	3 (7%)	37 (86%)	43 (100%)

참고: 현재 국면 시점이 2011/1~2015/3 기간임
 자료: 삼성증권

월간 국면 이동 패턴을 보면, (당연히) 자기 자신의 국면을 유지하는 경우가 가장 많았고, 그 다음이 바로 앞 혹은 바로 뒤 국면으로의 전진/후퇴 패턴이 많아 나타났다. 1국면을 먼저 보면, 2국면으로 전진하거나, 4국면으로 후퇴하는 경우가 많았다(2국면 전진이 4% 빈도, 4국면 후퇴가 9% 빈도를 보임). 2국면에서는 3국면으로 전진하는 경우가 많았고, 1국면으로 후퇴하는 경우는 거의 없었던 것이 특징이다 (3국면 전진이 7% 빈도, 1국면 후퇴는 1% 빈도를 보임). 각 국면에서의 이동 패턴은 전진만 나오는 경우 혹은 전진과 후퇴가 둘다 나오는 경우 등으로 조금씩 차별화를 보이고 있다. 맨 아래의 그래프는 국면별 이동 패턴을 시각화한 결과다. (참고로 미국 모델과 비교하면, 한국에서는 '3→4국면 전진' 및 '4→3국면 후퇴' 패턴이 모두 발생하나, 미국에서는 '4→3국면 후퇴' 패턴의 확률이 낮은 것으로 나온다)

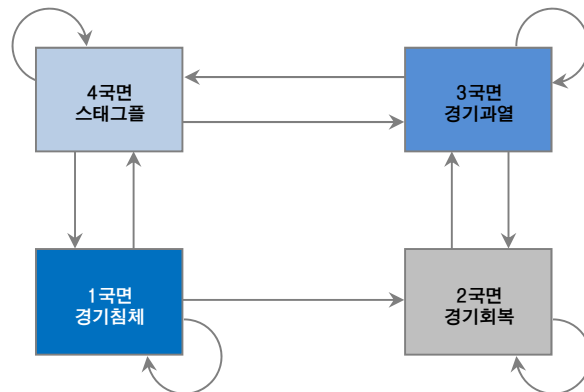
이런 패턴 분석은 실제 모델 활용 시 국면의 단기 예상 및 장기 전망 시 도움을 줄 수 있다.

2달 기준의 국면 이동 패턴

국면간 이동 횟수		2달 후 국면				소계
		1	2	3	4	
분기 국면	1	17 (74%)	2 (9%)	0 (0%)	4 (17%)	23 (100%)
	2	2 (3%)	63 (84%)	9 (12%)	1 (1%)	75 (100%)
	3	0 (0%)	9 (30%)	16 (53%)	5 (17%)	30 (100%)
	4	4 (9%)	3 (7%)	5 (12%)	31 (72%)	43 (100%)

참고: 현재 국면 시점이 2011/1~2015/3 기간임
 자료: 삼성증권

한국 Investment Clock: 국면간 이동 패턴



참고: 1달 후 기준의 국면 이동
 자료: 삼성증권

국면별 자산 수익률 분석

한국 경제사이클에서의 국면 분류와 자산별 수익률의 연관성을 확인해 보았다. 채권지수의 제한으로 2001년 이후의 기간을 대상으로 삼았다. 각 자산별 수익률을 위한 벤치마크는 아래와 같다. 백테스팅 결과는 그 다음표와 같이 정리된다.

자산별 수익률 산출 벤치마크

자산	벤치마크	자료기간
주식	KOSPI 지수	1980년 이후
채권	KAP 한국 국고채 지수	2001년 이후
Commodity	S&P GSCI(GS Commodity Index) Total Return	1970년 이후
현금	기준금리 기반의 현금지수 (기준금리로 투자하는 가상의 자산 지수)	1995년 이후

자료: Bloomberg, 삼성증권

한국, 국면별 자산 수익률 점검 결과

국면	총개월수	자산별 수익률 (%)			
		채권	주식	Commodity	현금
1. 경기침체	23	5.7	8.2	3.2	3.0
2. 경기회복	77	4.9	17.5	2.5	3.2
3. 경기과열	30	5.4	22.9	34.5	3.6
4. 스태그플레이션	43	8.7	-1.6	-26.0	4.1
전기간	173	6.1	12.4	1.1	3.4

참고: 2001년 이후 기간. 연환산 수익률(산술평균) 사용. 전통적인 국면별 Best asset 위치를 Bold 표시
자료: 삼성증권

한국 모델에서도 1국면=채권, 2국면=주식, 3국면=Commodity, 4국면=현금의 매칭 관계는 대체로 유지되었다. 다만, 일부에서는 전통적인 관계와 일부 다른 양상도 발견된다. 이에 대해서, 자세히 정리하면 다음과 같다.

- 1. 경기침체 국면:** 4개 자산 중 채권은 5.7%의 수익률을 기록했다. 주식은 8.2%의 수익률을 기록했다. 절대수익률 측면에서는 주식 수익률이 더 높았다. 그러나, 기본적으로 주식자산은 Equity risk premium으로 인해 채권보다 평균수익률이 더 높은 것이 일반적이다 (게다가, 2001년 이후의 기간은 IT버블 이후 KOSPI가 저점레벨인 600pt대에서 2,000pt까지 상승하여 주식의 평균수익률이 상당히 높았던 시기에 해당한다). ERP 혹은 자산의 변동성을 감안한 Sharpe ratio의 개념으로 보자면, 1국면은 채권의 성과가 높은 시기라고 볼 수 있다. 자산별 평균수익률 대비 성과를 감안하면, 1국면에서 채권 수익률은 평균보다 더 좋았고 주식 수익률은 평균보다 더 나빴다. 결론적으로 1국면은 채권 자산에 우호적인 국면이라고 할 수 있다.
- 2. 경기회복 국면:** 절대수익률 기준으로 주식 자산이 17.5%로 가장 높았다. 한국 OECD 경기선행지수를 기준으로 한 “고성장, 저물가” 시기에서는 주식이 좋았음이 확인된다.
- 3. 경기과열 국면:** “고성장, 고물가” 인 3국면에서는 Commodity 수익률이 34.5%로 가장 높았다. 물가 상승을 대표하는 Commodity의 고수익률은 당연한 논리에 해당한다. 추가로 주식자산의 수익률도 22.9%로 매우 높았다. 주식자산의 국면별 수익률을 보면, 한국의 경우 2국면이 아닌 3국면의 수익률이 가장 높았다. 3국면에서 나타나는 1) 수익성 상승과 2) 할인을 상승 효과 중에서 수익성 상승의 효과가 더 커진 결과로 해석할 수 있다. 한국 주식자산의 경우, 물가 수준과는 무관하며 경기 고성장 국면(2,3국면)에서 수익률이 높고, 저성장 국면(1,4국면)에서 수익률이 낮은 경향을 보였다. (한국 OECD 경기선행지수와 한국 CPI (2m-2y) 지표를 기준으로 했을 때에, 주식자산은 2,3국면에서 좋았다는 뜻이다. 만약 판단지표가 바뀌면 자산별 수익률도 바뀌게 된다)
- 4. 스태그플레이션 국면:** 채권 자산 수익률이 8.7%로 가장 높았다. 현금 자산도 4.1%로 타국면 대비 높은 수익률은 기록했다. 주식은 부진했으며, 상품은 이례적으로 낮은 수익률(-26%)을 보였다. 채권 자산을 우선 보면, 물가 수준보다는 경기 수준에 따라 금리가 더 민감하게 움직여, 저성장 국면들(1, 4국면)에서 채권 수익률이 높은 것으로 확인된다. 미국의 모델에서도 채권 수익률은 1국면과 4국면에서 엇비슷하게 높은 수익률을 기록했다. 채권 자산은 1, 4국면, 주식자산은 2, 3국면이 최적인 것으로 나오며, 성장지표를 기준으로 대척점에 있음이 확인된다. 스태그플레이션 국면에서 Commodity 수익률이 나쁜 것은 언뜻 이

상해 보일 수 있다. 이는 Commodity 수익률이 “국내 전용의 상품 가격”이 아닌 “글로벌 상품 가격”을 기초로 하기 때문이다. Commodity 자산의 경우, 국내 상황만 반영된 투자가능하고 장기시계열을 가진 자산을 찾기가 어렵다. 따라서 글로벌 상품 자산을 기준으로 하는데, 글로벌 상품가격, 글로벌 물가와 국내 물가는 시차가 발생할 수 밖에 없다. 국내 물가는 국제 원유가 변동 등에 비해 후행 시차를 띠게 되고, 국내의 “저성장, 고물가” 국면에서는 Commodity의 피크를 뒤늦게 잡을 가능성이 있다. 따라서, Commodity 가격의 높은 변동성과 함께, 국내의 4국면에서는 Commodity 가격이 낮게 나온다고 해석이 가능하다.

- **채권 자산 측면:** 한국시장에서 채권 수익률은 성장지표와 연관이 큰 것으로 확인된다. 저성장 국면인 경기침체 국면과 스태그플레이션 국면에서 채권 수익률이 높았다.
- **주식 자산 측면:** 주식의 수익률은 경기의 고성장 시기에서 높았다. 경기회복 국면과 경기과열 국면에서 주식 수익률이 높았다.
- **Commodity 자산 측면:** 경기과열 국면에서 Commodity의 수익률이 이례적으로 높았다.
- **현금 자산 측면:** 경기과열 국면과 스태그플레이션 국면에서 현금자산 수익률이 높았다.

이상의 내용을 정리하면 다음과 같다. 전통적인 국면과 자산의 연관도는 1국면=채권, 2국면=주식, 3국면=Commodity, 4국면=현금이었다. 여기서 만든 한국 모델의 결과는 1국면=채권, 2국면=주식, 3국면=Commodity/주식, 4국면=현금/채권으로 확인된다.

각 국면과 자산과의 연관성이 상식적인 논리에 부합하는 결론이라고 볼 수 있다.

투자시계 설명

국면번호	국면명	성장	물가	설명	최선호 자산 (한국)
1	경기침체	-	-	저성장 저물가 시기	채권
2	경기회복	+	-	고성장 저물가	주식
3	경기과열	+	+	고성장 고물가	상품, 주식*
4	스태그플레이션	-	+	저성장 고물가	현금, 채권*

자료: 삼성증권

전체 기간에서 패턴뿐만 아니라, 좀 단기에서의 국면과 자산 수익률 연관성을 추가로 확인하였다. 1~4국면이 순환하는 장기 사이클을 감안하여, 2001년부터 2008년의 기간, 2009년부터 현재까지의 기간으로 세분화하였다.

시대별로 분해한, 국면별 자산 수익률

	총개월수	자산별 수익률 (%)			
		채권	주식	Commodity	현금
2001년~2008년					
1. 경기침체	3	-	-	-	-
2. 경기회복	44	5.0	17.9	9.3	4.0
3. 경기과열	19	5.4	20.3	39.8	4.1
4. 스태그플레이션	30	10.2	-3.5	-31.6	4.6
2009년~현재					
1. 경기침체	20	6.7	-1.7	0.7	2.8
2. 경기회복	33	4.9	16.9	-6.7	2.1
3. 경기과열	11	5.4	27.5	25.4	2.6
4. 스태그플레이션	13	5.2	2.6	-13.1	2.9

참고: 연환산 수익률 기준. 산술평균 방식 사용. 전통적인 국면별 Best asset 위치를 Bold 표시

자료: 삼성증권

위의 표를 보면, 세부 구간으로 나뉘었을 때도 국면-자산수익률 연관성이 유지됨을 알 수 있다. 우선, 2001년~2008년 구간을 보자. 해당 구간 내 ‘경기침체’ 국면 시기는 3개월에 불과하여, 자산별 수익률을 측정하지 않았다(이는 한국의 국면 시계열에서 1국면의 빈도가 낮아서 발생한 현상). 2000년대 기간에서 대체로, 경기회복 국면에서는 주식, 경기과열 국면에서는 Commodity/주식, 스태그플레이션 국면에서는 현금/채권 자산이 우수했다. 국면과 자산 수익률의 연관성이 전체기간 대상 결과와 일치한다. 2009년~현재 구간에서도, 국면과 자산 수익률의 연관성이 대체로 동일하게 유지되었다.

■ 목차

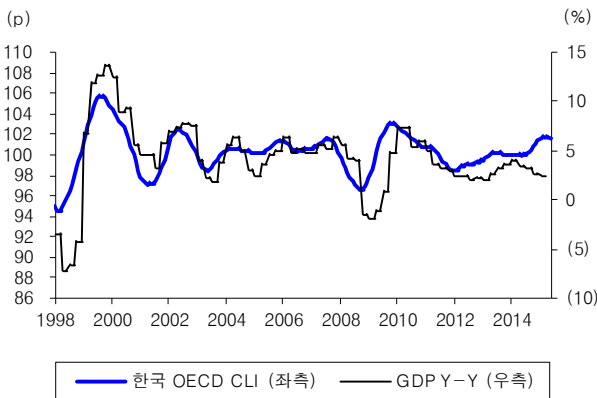
I. Investment Clock	p2
II. 한국 Investment Clock 백테스팅	p5
III. 한국 현재 국면 판단의 퍼즐	p10
IV. Appendix	p12

III. 한국 현재 국면 판단의 퍼즐

한국의 현재 매크로 국면을 확인해보자. 5월 기준으로 보면, OECD 경기선행지수 수치는 101.56포인트이고, CPI의 (2m-2y)는 -0.65%를 기록했다. 이는 고성장, 저물가인 “경기회복” 국면에 해당한다.

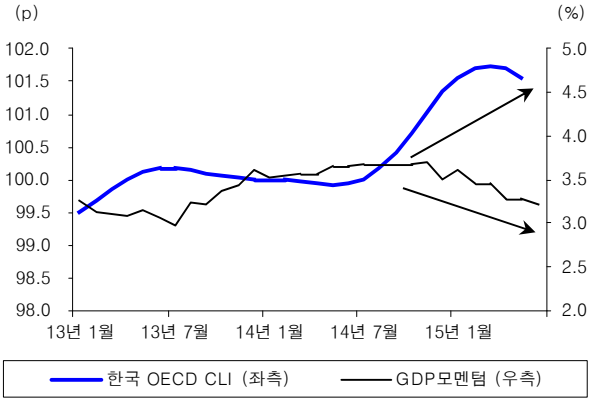
현재 경기를 고성장 국면이라고 판단하는 것은, 언뜻 이해하기 어렵다. 최근 언론에 따르면, 2분기 GDP의 전분기 대비 성장률 컨센서스는 0.4% 수준을 기록하고 있다. 이는 1분기 GDP 0.8%에 비해 크게 낮아지는 수치다¹. 상반기 수출 증가율은 -5%를 기록했고, 민간소비도 최근 메르스 영향으로 크게 감소했다. Consensus Economics 기준의 연간 GDP 컨센서스도 현재 2.7% 수준이며, 전망치가 점점 내려오는 추세다. 이런 최근의 경기 우려감을 감안할 때, 현시점을 고성장 국면이라고 판단하기는 쉽지 않다.

한국 OECD CLI, 장기적으로 output gap을 잘 보여줌



자료: Bloomberg

최근 한국 GDP 전망치는 빠르게 내려오는 반면, CLI는 높은 수준



참고: GDP모멘텀은 향후 12개월 기준의 GDP성장률 수치 (올해 GDP 전망치와 내년 GDP전망치의 안분). 최근 전망의 하향조정이 지속됨
 자료: Consensus Economics, Bloomberg

한국 OECD 경기선행지수 수치가 너무 높지 않냐는 점에 대해서 반론을 정리하자면 다음과 같다.

우선, OECD CLI는 경기동행이 아닌 경기선행지수에 해당한다. 선행지수를 판단지표로 사용하는 이유는, 자산배분 전략에 들어가는 주식자산 자체가 상당한 경기 선행성을 보이고 있기 때문이다. 주식의 상승 구간과 특정 지표 기준의 경기회복/경기상승 국면을 동일하게 연결하기 위해서는, 동행지수보다는 선행지수를 쓰는 것이 더 효과적이다. 이 것이 당사의 Clock 모델에서 산업생산 수치나 GDP 수치가 아닌 OECD CLI를 기준으로 쓰는 이유다.

OECD 선행지수는 실제 경기보다 6~9개월 선행하도록 의도된 지수다. 따라서, 현재의 경기 상황이 나쁘더라도, 지표 수치는 미래의 성장국면을 예상할 수도 있다. 실제 과거 사례를 보면, 2008년 10월의 OECD CLI 저점이 GDP 저점을 선행한 점과 2011년말의 CLI 저점이 GDP 저점을 상당기간 선행한 점에서 선행지수의 시차를 확인할 수 있다.

¹ 참고로, 2분기 GDP 속보치는 7월 23일에 발표 예정

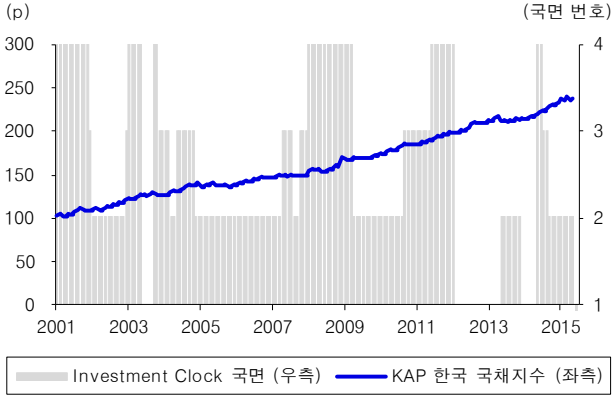
한편, 한국 OECD CLI는 다양한 개별 경제지표의 조합으로 만들어지는데, 그 중 최근 CLI의 호조에 크게 기여한 지표는 순상품교역조건지수라고 판단한다. 5월의 순상품교역조건지수(한국은행 통계)는 $y-y$ 로 12.7%가 상승해 작년 하반기부터 빠른 상승세를 유지하고 있다. 최근 해당 지수의 상승세는, 결론적으로 저유가 현상이 유지되면서 발생하는 결과다(유가 하락으로 수출물가지수 대비 수입물가지수가 빠르게 내려옴). 수출형 산업구조인 한국에서 유가 하락은 장기적으로 수혜를 받을 가능성이 높다. 유가 하락이 기업실적이거나 GDP 수혜로 연결되는데 2, 3분기 정도 시차가 존재한다고 하므로, 빠르면 2분기 기업실적부터 저유가의 긍정적 영향을 기대해볼 수 있다. 과거 1980년대의 3저 호황 현상에서도 저유가가 큰 축을 담당했었다. 향후 경기호름에서 여러 세부적인 경기변동 요인이 있지만(메르스를 포함해서), 저유가 현상이라는 큰 매크로 호름 또한 감안할 필요가 있다고 본다.

결론적으로, 계량적인 수치 기반 판단을 하면, 5월은 고성장, 저물가가 결합된 경기회복 국면에 해당한다. 1) 6월의 경우 메르스 충격이 있었지만 현시점에서는 빠르게 회복되었고, 2) 5월 성장수치 레벨이 상당히 높은 수준이었으므로, 현재시점의 판단 또한 고성장 국면이 지속된다고 생각한다. 계량적인 자산배분 전략 측면에서 볼 때, '경기회복' 국면 지속과 함께 국내 주식자산의 여전히 높다고 본다.

IV. Appendix

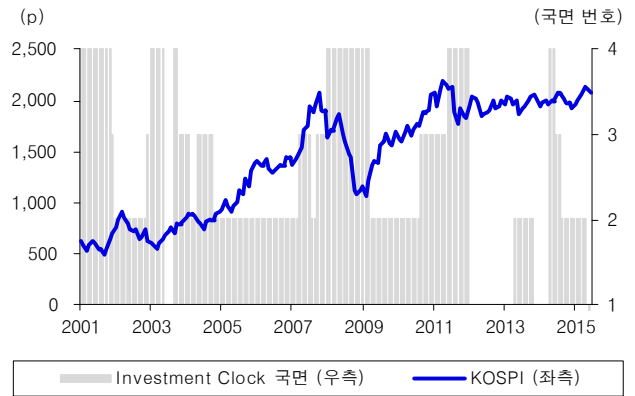
한국 자산별 지수와 Investment Clock 국면 비교

경기 국면 - 한국 채권



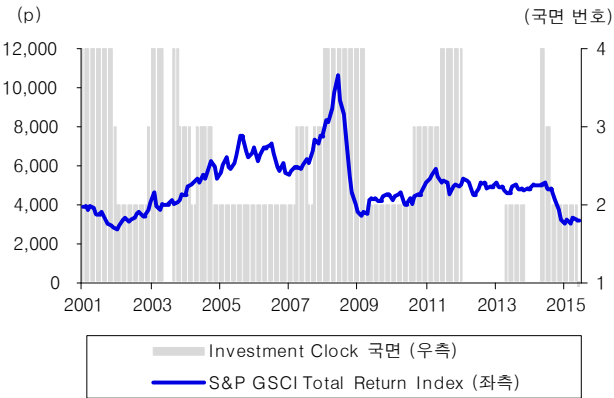
자료: Bloomberg, 삼성증권

경기 국면 - 한국 주식



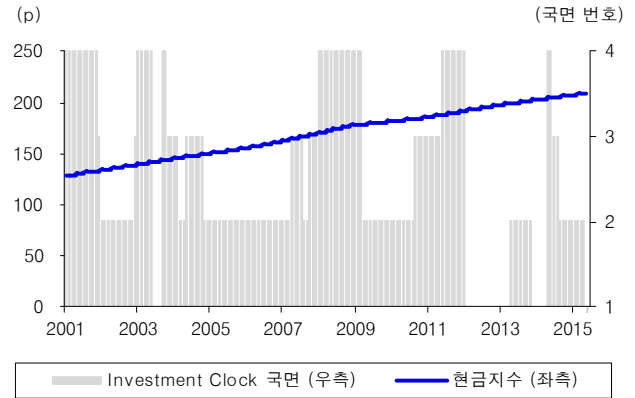
자료: Bloomberg, 삼성증권

경기 국면 - Commodity



자료: Bloomberg, 삼성증권

경기 국면 - 한국 현금



자료: Bloomberg, 삼성증권

■ Compliance Notice

- 본 보고서는 철저히 계량적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자 의견과 다를 수 있습니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 12층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900