

Market 준클리

장단기 스프레드 축소 국면에서 섹터별 성과는?

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

8월 물가지표 발표 이후 9월 인상 확실시, 시장은 오히려 불확실성 해소로 긍정적 반응
금리 인상이 부정적이지 않은 가장 큰 이유는 침체로 넘어갈 수 있는 환경이 아니기 때문
인상이 장기물 통제에도 도움될 것. 미국 장단기 스프레드는 좁혀질수록 코스피 성과가 좋았음.

연준의 금리 인상 이후 장단기 스프레드 축소

케빈 워시의 추가 금리 인상 시사 발언 이후 채권 시장의 흐름은 베어플랫 기조를 보였다. 당분간 연준의 긴축적인 스탠스가 지속될 것으로 보인다. 인상 사이클의 후반부에 있기 때문에 장단기 스프레드가 좁아지는 것은 당연한 수순이다. 연준의 9월 인상은 오히려 장기물 금리 상승을 억제할 수 있을 것이다. 연준의 금리 인상은 경제에 긴축적인 영향을 주겠으나 아직은 경제가 버틸 체력이 남아있다는 판단이다. 장단기 역전 전까지는 시장을 부정적으로 볼 필요가 없다.

사이클상 베어플랫 국면이 지속될 가능성이 크다. 해당 국면에서 섹터별 성과를 살펴보면 현재 베어플랫 국면에서 고베타 섹터의 성과가 나쁘지 않았다. 베어플랫 구간에서 S&P500 수익률 평균값은 +19.6%였다. 4번 중 3번 올랐다. 지수가 상승하지 못했던 시기는 코로나 위기 이후 인상 사이클로 당시에는 이례적인 인플레이 압력으로 장단기 커브와 무관하게 시장 약세 흐름이 길었던 시기다. 이때를 제외하면 성과가 좋다. 긴축 사이클 중후반이라도 경기가 견조하면 주가는 버텼다. 두 가지 유형으로 나눠서 볼 수 있다.

첫번째(1998년 10월~2000년 4월)는 성장 주도형이다. 당시 연준이 175bp를 올리는 동안 닷컴 버블이 정점으로 치달았다. S&P500이 +52.4% 오를 때 반도체는 +312%, 하드웨어는 +244% 뛰었고 음식료는 -26% 밀렸다. 2016년 12월~2018년 11월도 같은 유형이다. 해당 베어플랫 기간에는 7회 인상에 QT와 감세가 겹쳤다. 이때 유통과 하드웨어가 각각 +64% 올라 S&P500(+24.1%)을 크게 앞섰다. 그 다음으로 하드웨어(상대성과 40.2%p), 소프트웨어(상대성과 29.0%p) 모두 상대성과가 좋았다.

두번째는 인플레이 주도형이다. 2000년대 중반 인상(2004년 2월~2006년 7월) 당시 그린스펀이 17회 연속 기준금리를 인상했고 유가가 급등했다. 에너지(+83%)와 부동산(+47%)이 이끌었고 자동차(-29%)와 반도체(-27%)는 부진했다. 코로나 인상 사이클(2021년 9월~2023년 3월)에는 40년래 가장 높았던 인플레이와 러-우 전쟁 속에서 75bp 인상이 네 번 이어졌다. S&P500이 -8.3% 빠지는 동안 에너지(+61%)만 강했고 미디어(-36%), 유통(-28%), 은행(-21%)이 무너졌다. 반도체와 하드웨어 등의 테크 성과가 지수보다 언더하진 않았던 흔재되어 있다. 2022년 4분기 이후 시장의 반등이 포함되었기 때문으로 보인다.

현재는 인플레이와 AI 설비투자가 섞인 하이브리드형 베어플랫이 진행되는 중

2026년 2월 5일부터 9월 18일까지 2년물은 3.45%에서 4.74%로 129bp 올랐다. 10년물은 4.18%에서 5.00%로 82bp 올랐다. 장단기 스프레드는 73bp에서 25bp로 좁혀졌다. 3월 미-이란 전쟁과 호르무즈 봉쇄로 브렌트유가 4월 말 \$126까지 치솟았다. 4월

8월 휴전 이후 진정되는 듯했지만 7월 들어 긴장이 다시 불붙었다. 7월 PCE는 3.7%를 기록하며 예상치를 상회했다. 9월 FOMC에서 만장일치로 25bp를 올렸고 추가 인상을 시사했다. 2023년 이후 첫 인상이다. 2년물 금리는 2024년 7월 이후 최고치로 올라섰다.

이 기간 S&P500은 +12.5% 올랐다. S&P500을 이긴 섹터는 반도체(+30%p), 하드웨어(+19%p), 소프트웨어(+11%p), 에너지(+9%p), 제약(+1%p)뿐이다. 시총 상위 AI 종목에 쏠린 폭이 좁은 랠리였다. 내구재(-32%p), 식품/생필품(-23%p), 통신(-22%p), 소비자서비스(-21%p), 자동차(-21%p)는 크게 밀렸다.

성장형 승자(IT)와 인플레이션 승자(에너지)가 동시에 오르고 있다는 점이 이번 국면의 특징이다. 자동차, 내구재, 필수소비, 통신이 소외되는 패턴도 과거 베어플랫과 같다. 다만 과거 베어플랫에서 나쁘지 않았던 유통(-9%p)과 자본재(-11%p)가 이번에는 밀리고 있다. 쏠림이 과거보다 심하기 때문으로 보인다.

결론적으로 당분간은 반도체, 하드웨어, 에너지 중심의 베어플랫 승자 구도가 유효해 보인다. 앞으로 국면을 결정하는데 있어서 확인해야 할 것이 3가지 있다. 첫번째로 유가다. 유가가 다시 뛰면 2022년형으로 기울어 에너지만 남고 성장주가 눌릴 수 있다. 두번째로 현재 커브 구간이 끝날 수 있다. 다음 국면으로 넘어가는지 여부를 살펴봐야한다. 스프레드가 25bp까지 좁혀진 만큼 전환이 가까울 수 있다. 과거 베어플랫은 대부분 불플랫이나 위기형 볼스텝으로 끝났고 그때마다 부동산, 유틸리티, 필수소비, 제약으로 로테이션이 일어났다. 침체 우려가 커지면 불플랫으로 국면이 바뀔 것이다. 세번째로 절대적으로 부담되는 높은 10년물 금리다. 10년물 금리는 5%로 2023년 10월 고점과 같은 수준이다. 재정 우려로 텀프리미엄형 베어스텝이 나타났을 때 자동차, 운송, 부동산이 가장 취약했다. 커브의 다음 방향이 안갯속인 만큼 IT 주도 비중은 유지하되 방어주로 넘어갈 준비를 해 두는 전략이 유효해 보인다.

두 유형 모두 자동차와 내구재는 하위권이었다. 커브가 높은 만큼 예대마진이 눌러 은행도 어김없이 부진했다. 베어플랫 뒤에는 대부분 위기형 볼스텝이나 불플랫이 왔다는 점은 주목할 만하다. 2000년 닷컴 붕괴, 2007년 서브프라임, 2018년 4분기 급락, 2023년 SVB가 그 예다. 아직 경기 침체나 시스템 리스크에 대한 우려는 크지 않다. 하지만 경제나 시장이 사이클을 따라 움직인다면 지금은 적어도 8부 능선을 지나는 중이라 후반부를 예의주시해야 한다.

그림1. 장단기 스프레드 추이: 5번의 베어플랫 국면

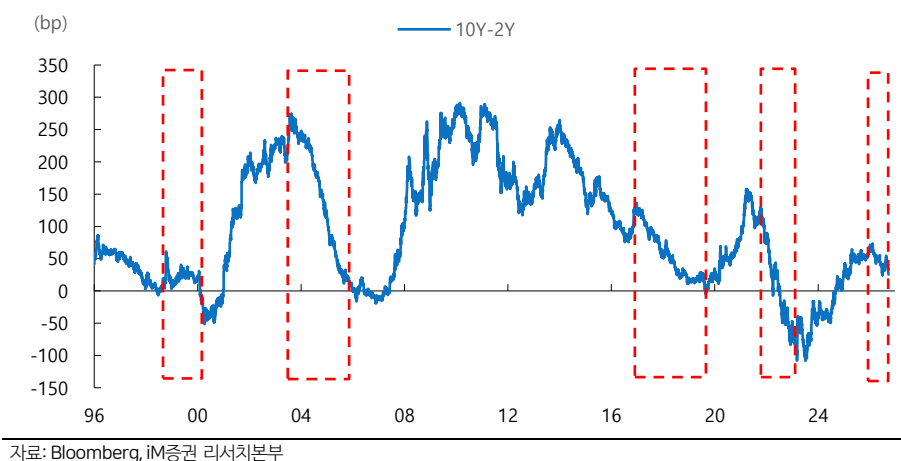
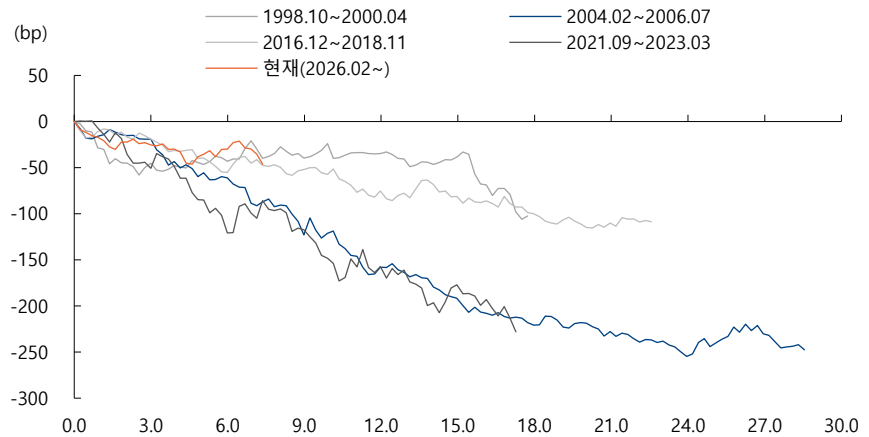
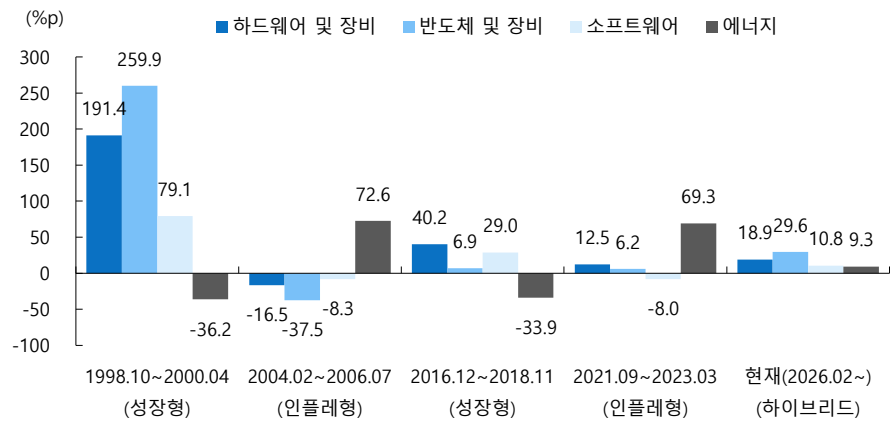


그림2. 역사적인 흐름을 감안하면 베어플랫 기조는 지속될 가능성이 높음



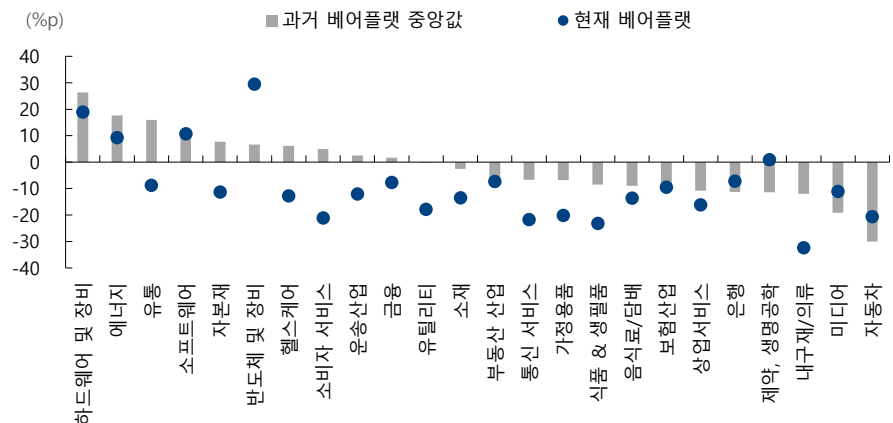
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 베어플랫 유형별 IT·에너지의 S&P500 대비 초과수익



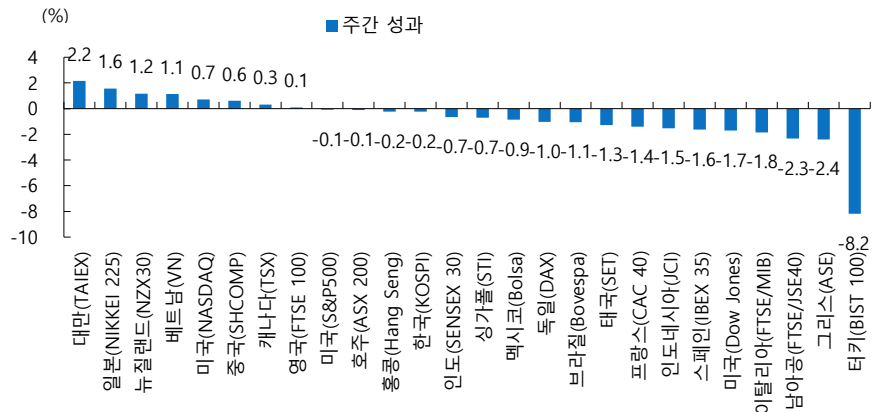
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 베어플랫 국면에서의 섹터별 성과 및 현재 사이클 성과



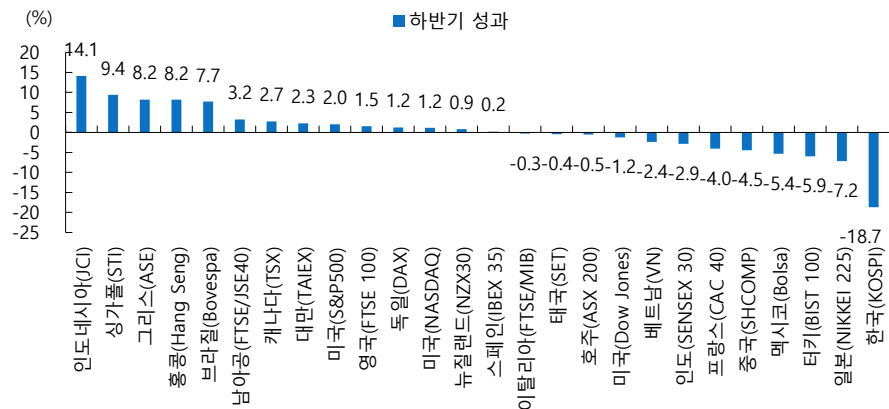
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 미국 반도체 섹터 강세 흐름 속, 한국의 주간 성과가 가장 높았음



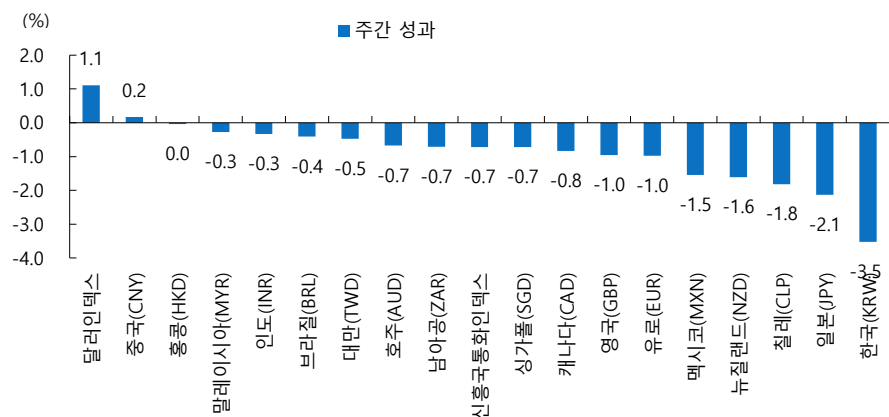
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 하반기 가장 부진한 한국과 일본



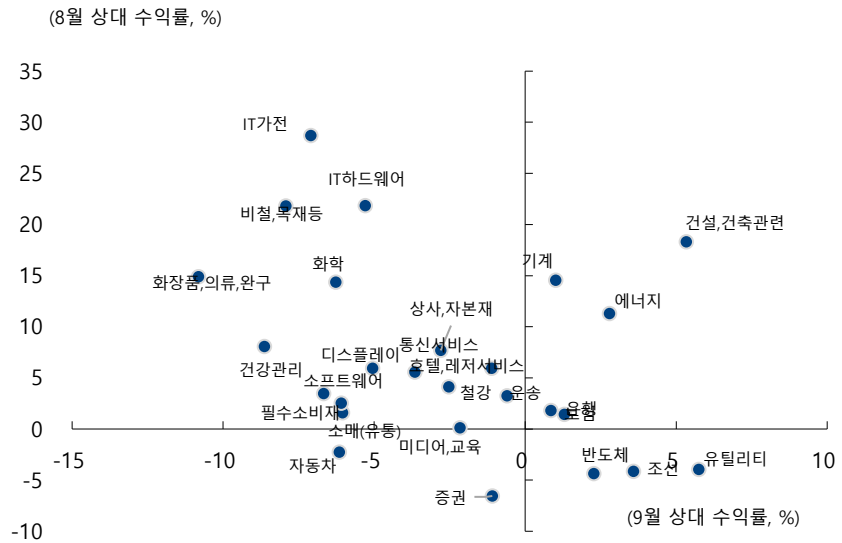
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림7. 9월 FOMC에서 추가 인상 시사하며 달러 절상



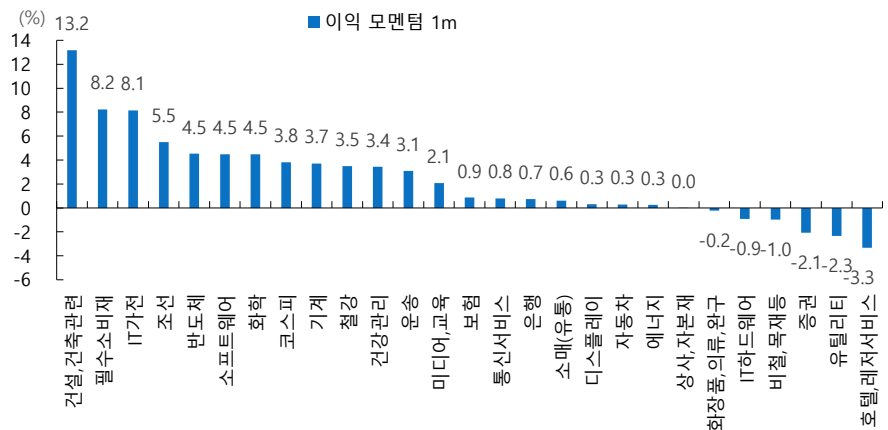
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 쏠림 완화 및 확산 장세에서도 증권과 자동차만이 유일하게 2달 연속 언더퍼폼



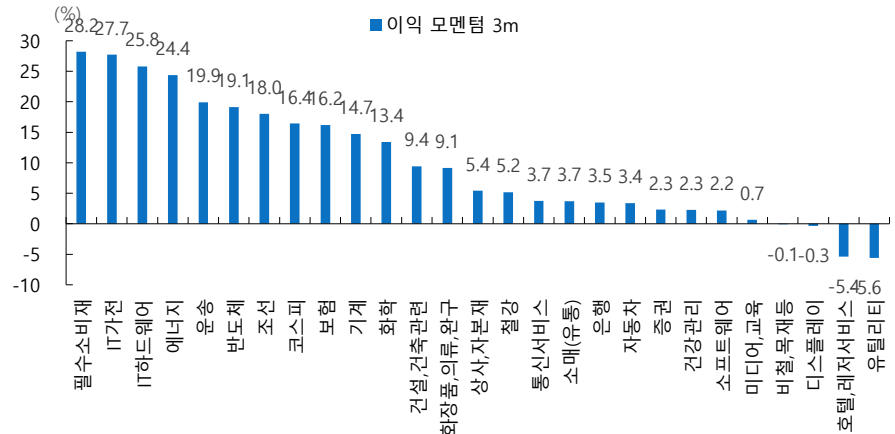
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림9. 1개월 이익 모멘텀은 건설, 필수소비재, 2차전지 순



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림10. 필수소비재, 2차전지, IT하드웨어 순



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림11.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
건설	15.38% (+1,085.55)	1	GS건설	19.79	3.75%	9.71	1.80%	4.75%
		2	삼성E&A	18.30	1.63%	186.46	19.55%	15.31%
		3	현대건설	16.01	1.53%	89.60	9.20%	20.95%
		4	IPARK현대산업개발	14.91	2.32%	48.68	7.99%	2.35%
		5	HJ중공업	8.92	3.08%	47.75	19.06%	2.11%
필수소비재	7.56% (+596.90)	1	삼양식품	15.97	1.90%	52.82	6.59%	15.76%
		2	CJ제일제당	14.18	1.06%	-27.61	-2.00%	4.23%
		3	KT&G	9.50	0.59%	56.84	3.63%	28.74%
		4	하림지주	6.42	0.60%	1,081.75		1.98%
		5	빙그레	5.99	3.68%	52.78	45.52%	1.21%
IT가전	6.76% (+632.99)	1	LG에너지솔루션	356.07	12.53%	640.04	25.01%	43.11%
		2	삼성SDI	144.02	13.64%	492.25	69.54%	22.07%
		3	LG전자	24.72	0.51%	774.33	18.94%	16.36%
		4	SK아이이테크놀로지	10.78	7.45%	30.35	18.48%	0.65%
		5	성호전자	5.71	6.61%	92.04		1.02%
소프트웨어	4.98% (+500.51)	1	카카오	25.02	2.23%	116.13	11.27%	10.84%
		2	삼성에스디에스	19.41	1.96%	62.00	6.56%	12.39%
		3	NAVER	18.07	0.73%	-124.18	-4.77%	21.93%
		4	NHN	14.25	6.31%	44.75	22.91%	1.34%
		5	LG씨엔에스	11.06	1.74%	-16.53	-2.49%	4.99%
헬스케어	4.09% (+374.92)	1	셀트리온	99.61	4.78%	259.03	13.47%	15.48%
		2	한미약품	36.67	12.59%	35.37	12.09%	2.39%
		3	삼성바이오로직스	33.63	1.25%	37.97	1.42%	24.00%
		4	알테오젠	20.47	5.31%	10.10	2.55%	6.55%
		5	리가켄바이오	7.84	8.16%	-31.63	-55.90%	1.13%

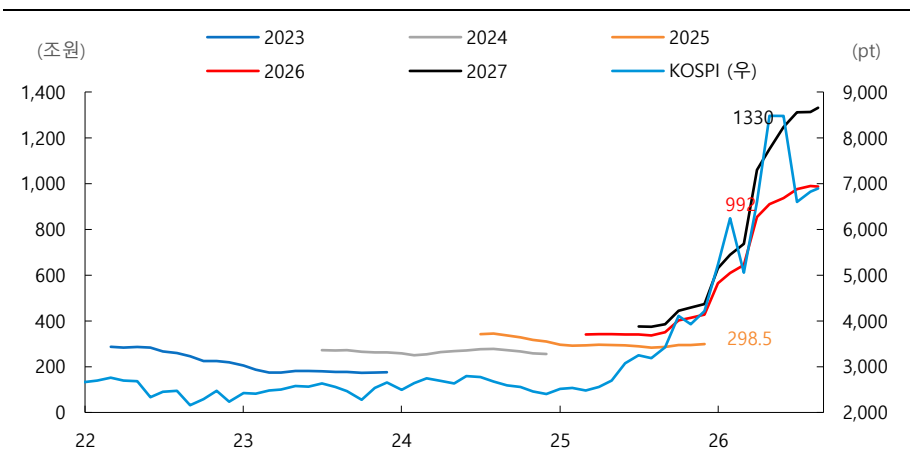
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림12.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
에너지	-4.95% (-1,403.07)	1	SK	-1,613.45	-161345.00%	2,115.24	23.39%	34.54%
		2	GS	-119.65	-2.87%	391.94	10.71%	9.25%
		3	태웅	-2.69	-6.82%	0.21	0.58%	0.66%
		4	SK오션플랜트	-0.54	-0.89%	-30.71	-33.70%	0.65%
		5	SNT에너지	-0.21	-0.15%	12.10	9.40%	0.66%
호텔/레저	-3.54% (-39.40)	1	강원랜드	-13.50	-6.07%	-21.36	-9.28%	33.06%
		2	롯데관광개발	-6.80	-3.02%	-2.57	-1.16%	10.11%
		3	GKL	-0.71	-0.93%	2.94	4.03%	5.99%
		4	하나투어	0.20	0.33%	-7.93	-11.58%	5.10%
		5	서부T&D	1.91	1.98%	3.99	4.23%	7.69%
증권	-2.33% (-397.68)	1	미래에셋증권	-173.98	-5.21%	-130.62	-3.97%	20.08%
		2	한국금융지주	-81.72	-2.31%	221.33	6.84%	11.87%
		3	키움증권	-59.02	-2.87%	-19.52	-0.97%	8.05%
		4	NH투자증권	-53.88	-2.50%	102.80	5.15%	11.02%
		5	삼성증권	-25.38	-1.16%	50.55	2.40%	8.90%
비철/목재	-2.08% (-61.44)	1	고려아연	-21.97	-1.05%	-116.08	-5.33%	64.43%
		2	삼아알미늄	-5.56	-18.29%	6.26	33.69%	2.48%
		3	풍산홀딩스	-5.21	-4.05%	0.63	0.51%	1.49%
		4	에이치브이엠	-0.14	-0.53%	3.31	14.35%	2.04%
		5	펄텍코리아	1.07	1.30%	15.54	22.91%	2.10%
화장품/의류	-1.14% (-85.47)	1	쿠쿠홀딩스	0.75	0.63%	120.75		1.25%
		2	한섬	0.95	0.95%	-5.85	-5.47%	0.49%
		3	코스메카코리아	2.01	1.56%	16.77	14.65%	1.83%
		4	브이티	2.33	2.96%	3.77	4.88%	0.53%
		5	F&F	3.17	0.56%	20.54	3.78%	3.46%

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림13.영업이익 전망치 추이



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (김준영)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.