

장단기금리차 역전을 대하는 방법

이제는 금리상승보다 금리하락이 두려워

올해 2월과 10월 금리상승을 두려워했던 시장이 이제는 금리하락을 두려워하고 있음. 좀더 정확히 말하자면 금리하락과 함께 나타난 장단기 스프레드 축소를 시장은 두려워하고 있는 모습. 12월 6일 미국채 5년물과 2년물이 금 융위기 이후 처음으로 역전되는 모습을 보이면서, 이미 12bp 수준으로 줄어든 10년물과 2년물 스프레드마저도 곧 역전될 것이라는 가능성이 제기되며 '경기침체' 우려가 높아지고 있음

장단기 스프레드의 분해

→ 이번 장단기스프레드 축소는 비경기적 요소에서 기인

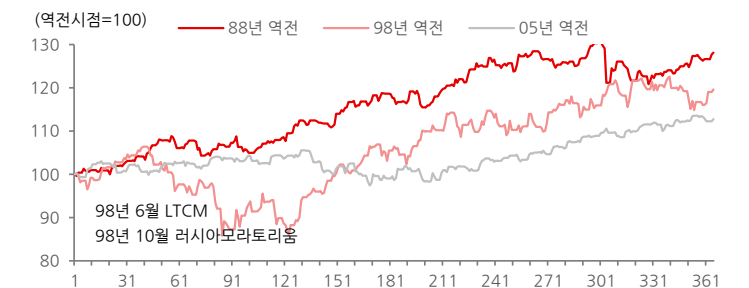
명목금리 = 미래단기금리 + 텀프리미엄(Term Premium)

금리를 분해해 보면 상기와 같음. 여기서 미래단기금리는 경기적 요소, 텀프리미엄은 경기역행적 혹은 경기와 무관한 요소임. 이번 장단기스프레드 축소를 금리구조 분해를 통해 살펴본 결과 미래단기금리 보다는 텀프리미엄 축소에 따른 영향이 큰 것으로 나타나, 과거 장단기스프레드 역전시기에 미래단기금리 축소가 두드러졌던 시기와는 차별점이 있다는 것을 알 수 있음

장단기 스프레드의 추세적 역전 가능성은 낮아

미국채 선물시장에 내재된 장단기스프레드를 살펴보면 반등을 보이고 있음. 12월 FOMC 이후로 장단기스프레드는 다시 회복되는 모습을 보일 것으로 예상. 게다가 과거 장단기 스프레드 역전 후, 향후 1년 동안 주가흐름은 오히려 상승하는 모습을 보였기 때문에 이번 미국채 5년물과 2년물의 역전만으로 과한 포지션 변동은 성급한 판단일 수 있음

장단기스프레드 역전 후 1년 주가흐름



자료: Bloomberg, BNK투자증권

윤지선

시황/전략

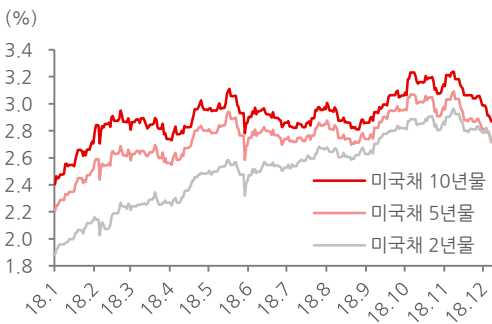
beaubear7@bnkfn.co.kr

(02)3215-1592

이제는 금리상승보다 금리하락이 두려워

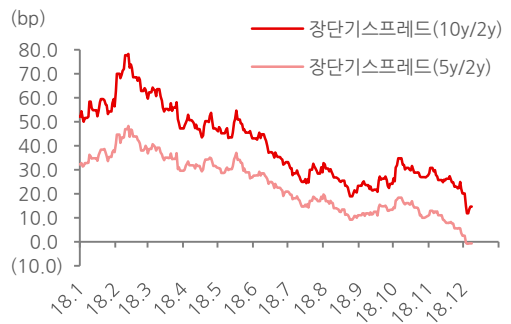
올해 2월과 10월 금리상승을 두려워했던 시장이 이제는 금리하락을 두려워하고 있다. 좀더 정확히 말하자면 금리하락과 함께 나타난 장단기 스프레드 축소를 시장은 두려워하고 있는 모습이다. 12월 6일 미국채 5년물과 2년물이 금융위기 이후 처음으로 역전되는 모습을 보이면서, 이미 12bp 수준으로 줄어든 10년물과 2년물 스프레드마저도 곧 역전될 것이라는 가능성이 제기되며 ‘경기침체’ 우려가 높아지고 있다.

Fig. 1: 18년 미국채 금리는 고점을 내어준 상황



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 2: 장단기스프레드 축소는 아직 지속되고 있음



자료: Bloomberg, BNK투자증권

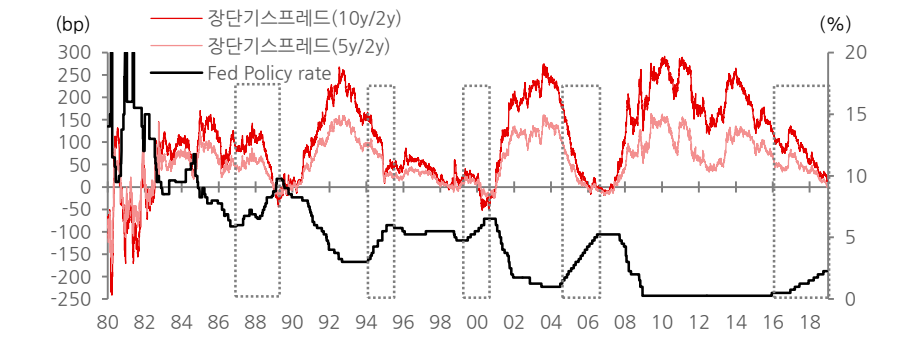
갑작스러운 스프레드 축소의 원인: Powell-ful 한 Powell 의장의 발언

사실 장단기 스프레드 축소는 금리인상기에 자연스럽게 나타나는 현상이다. 일반적으로 기준금리 인상은 단기금리를 상승시키는 한편, 장기 경제성장률 전망이나 인플레이션에 대한 기대는 장기금리에 반영된다. 과열된 경제를 조절하기 위해 금리를 인상할 경우 장기 성장전망은 낮아질 수 밖에 없기 때문에 금리인상기에는 자연스럽게 장단기스프레드 축소가 나타난다.

그러나 이번 장단기 금리차가 급격한 속도로 줄어든 배경에는 연준의 급작스런 기초변경이 있다. 11월 28일 파월연준의장은 현재 기준금리가 중립금리 바로 아래(Just below a broad range of natural rate)에 있다라고 발언하면서 장기중립금리(Terminal rate) 수준에 대한 기대가 낮아진 점이 있다. 갑작스러운 연준의장의 비둘기파적인 발언으로 10월 초까지만 해도 3.2%를 웃돌던 10년물 금리가 한달새 2.8%까지 하락하였고, 이에 반해 단기금리 하락은 미미한 수준에 그치면서 장단기스프레드의 급격한 축소가 일어난 것이다.

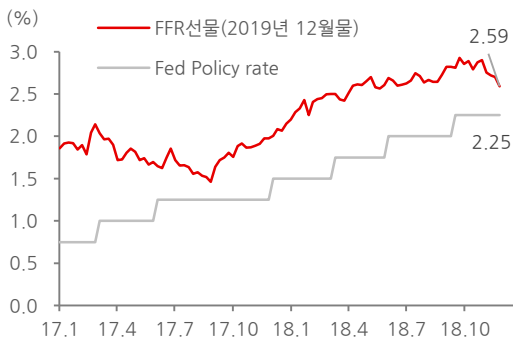
[Fig. 3]에서 보듯 과거 장단기스프레드가 역전을 보일쯤, 연준의 금리인상은 막바지에 접어들었다. 이러한 기억 때문에, 미국채 5년물과 2년물이 역전을 보이자, 곧 10년물과 2년물도 역전되면서 연준의 기준금리 인상도 곧 종료될 것이라는 기대가 시장에 형성된 것이다. 시장에 서는 파월 연준의장의 발언 직후 12월 FOMC를 포함하여 지금부터 2회정도 금리인상에 그칠 것이라는 기대가 형성되었다.[Fig. 4]

Fig. 3: 장단기스프레드가 역전을 보일쯤 연준의 금리인상은 막바지에 접어듦



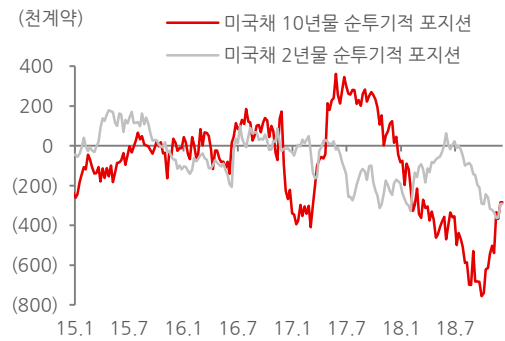
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 19년 기준금리 1회인상을 반영하고 있는 시장



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 5: 미국채 순투기적 포지션



자료: Bloomberg, BNK투자증권

장단기 스프레드의 분해

국채에 투자를 할 때, 투자자들은 만기기간 동안 성장률, 물가, 통화정책 변화 등을 고려하여 최소한의 요구수익률을 계산하게 된다. 이러한 다양한 요인들로 구성되는 ‘금리’를 분해해보면 다음과 같이 구분할 수 있다.

$$[\text{명목금리} = \text{미래단기금리} + \text{텀프리미엄(Term Premium)}]$$

금리결정 가설에는 기대가설, 유동성선호가설, 시장분할가설 이렇게 3가지가 있는데, 이중 미래 단기금리를 설명하는 이론은 기대가설이며, 텀프리미엄을 설명하는 이론은 유동성선호가설과 시장분할가설이다.

우선 미래단기금리는 기대가설로 설명이 가능하다. 투자자들이 만기까지 보유할 시, 투자자들은 장기물 금리를 추정하기 위해 다음과 같은 방법을 사용한다.

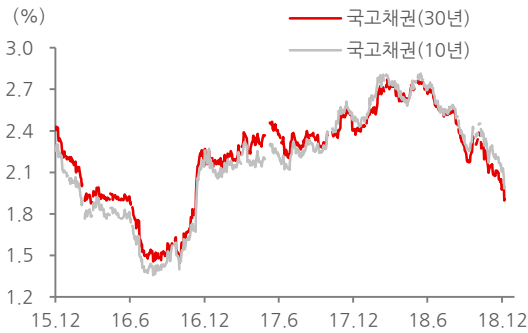
$$[(1+i_{(0,1)})(1+i_{(1,1)})(1+i_{(2,1)})\dots(1+i_{(n-1,1)})]^{1/n} = i_{(0,n)}$$

즉, N년 금리는 단기물금리 기대값들의 기하평균을 통해 구해지는 것이다. 여기서 $i_{(0,1)}$ 은 Spot Rate으로 주어져 있으나, $i_{(1,1)}$ (1년후 1년금리)과 같은 선도 금리는 1년후 경기여건 차이에 따라 $i_{(0,1)}$ 와 차이를 보이게 된다. 예를 들어 1년후 물가 혹은 성장에 대한 기대가 낮아질 경우 $i_{(0,1)} > i_{(1,1)}$ 가 나타나게된다. 따라서 미래단기금리 부분만으로 장단기스프레드 축소가 나타날 경우 미래 경기가 부진할 것이라는 기대가 시장에 반영되고 있는 것으로 볼 수 있다.

그러나 실제 장기금리는 이렇게 미래단기금리들의 기하평균만으로 구성되지 않는다. 1) 장기물 보유시 이에 따르는 미래에 대한 불확실성에 대한 대가가 요구되며, 2) 자산이 장기간 묶이는데 따른 보상이 요구 된다. 이렇게 장기물 보유시 시장에서 나타날 수 있는 ‘변동성’에 대해 투자자들의 운신의 폭이 줄어드는 대가로 추가적으로 요구되는 수익률을 유동성 프리미엄이라고 하며(유동성선호가설), 이 부분이 텀프리미엄에 포함되어 있다. 텀프리미엄에는 시장분할이론에 따른 수급적 요인도 반영되어 있다. 예를 들어 금융위기 이후 중앙은행들의 장기채 수요가 늘어났던지, 국내 보험사들의 장기채 수요 확대로 국고채 30년물과 10년물이 역전된 점이 이에 해당한다 [Fig 6&7].

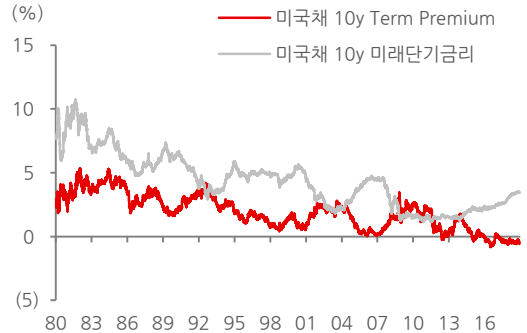
정리해보자면 미래단기금리는 경기순응적으로 움직이는 반면, 텀프리미엄은 경기 역행적, 혹은 경기와 무관하게 움직인다고 할 수 있는 것이다.

Fig. 6: 한국 국고채 30년 금리는 10년물 보다 낮아



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 7: 연준의 장기채 수요 확대로 금융위기 이후 텀프리미엄은 마이너스(-)영역 진입



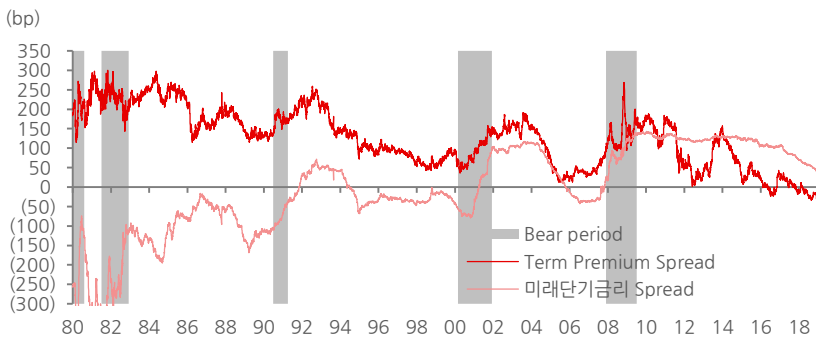
자료: Bloomberg, BNK투자증권

이번 장단기스프레드 축소는 비경기적 요소에서 기인

그렇다면 현재 미국채 장단기스프레드 축소는 어디서 기인하고 있는지 알아보자. 우선 2017년 이후 10년물과 2년물을 기준으로 미래단기금리와 텀프리미엄 모두 축소되는 모습을 보였는데, 올해 10월이후 장단기 스프레드 축소를 주도한 것은 경기와 무관한 텀프리미엄 요인이었다 [Fig. 10]. 현재 미래단기금리로 본 장단기스프레드는 41.4bp이며, 텀프리미엄으로 본 장단기 스프레드는 -30.6bp인데, 11월만으로 보자면 미래단기금리로 인한 스프레드 축소는 5.5bp이며, 텀프리미엄으로 인한 스프레드 축소는 -14.6bp로 더 명확하게 비경기적 요소가 최근 장단기스프레드 축소에 영향을 주었음을 알 수 있다.

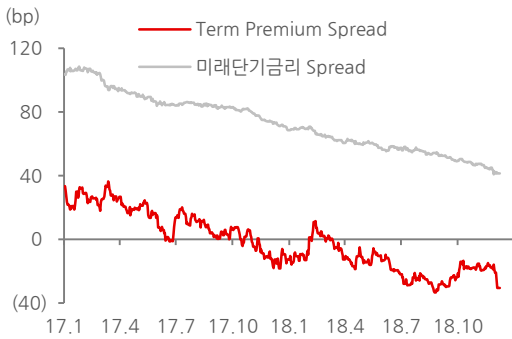
특히 과거 장단기 스프레드 역전시기와 비교해보면 과거에는 미래단기금리 스프레드가 이미 마이너스(-)를 보였으며, 스프레드 축소 또한 텀프리미엄 요인보다는 미래단기금리 요인에서 비롯된 부분이 더 컸다 [Fig. 9~13].

Fig. 8: 미국채 10년물&2년물 금리 구성요소별 Spread추이



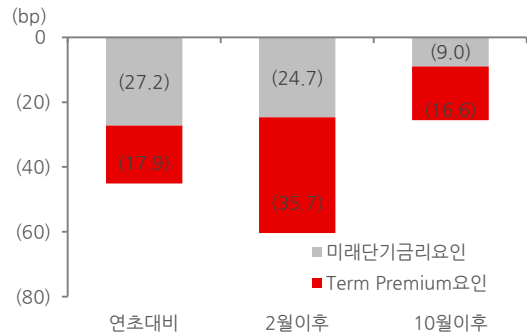
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 9: 17년이후 금리구성요인별 스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

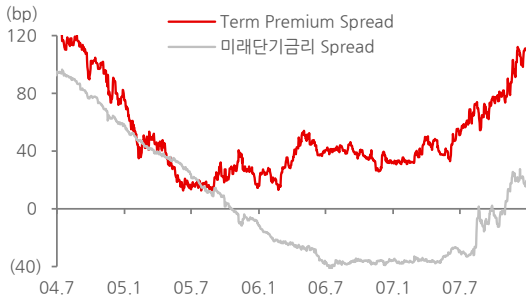
Fig. 10: 10월 이후로는 텀프리미엄 하락이 주요요인



주: 2월과 10월은 각각 10년물 금리가 고점을 찍었던 2.21일, 10.5일을 기준으로 함

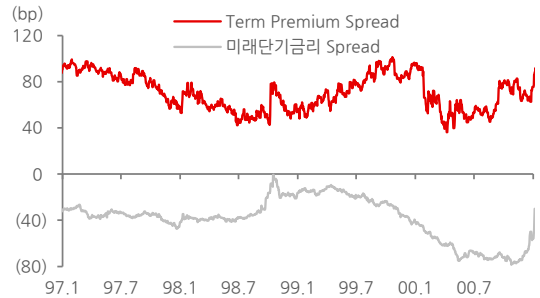
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 11: 06년 장단기 스프레드 역전시기에서 금리구성요인별 스프레드 추이



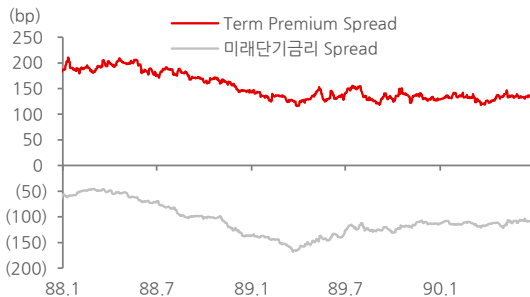
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 12: 98년 장단기 스프레드 역전시기에서 금리구성요인별 스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 13: 89년 장단기 스프레드 역전시기에서 금리구성요인별 스프레드 추이



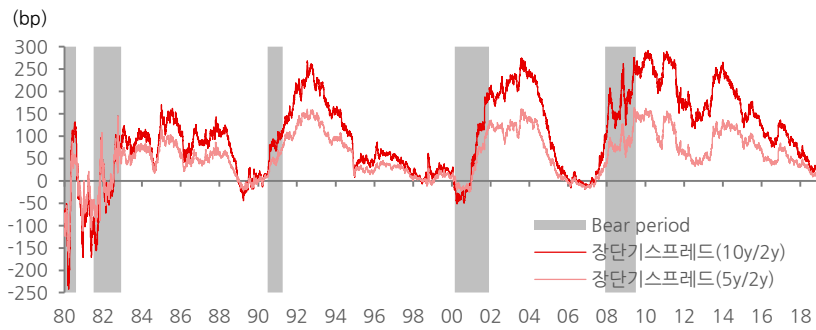
자료: Bloomberg, BNK투자증권

장단기스프레드 역전을 두려워 한 이유

그럼에도 불구하고 시장은 장단기스프레드 축소에 민감한 반응을 보이고 있다. 현지시간 5일 기준으로 미국채 5년물과 3년물이 역전을 보이면서 시장참여자들의 두려움이 확대되었는데, 이는 단순히 과거의 기억에서 비롯된 것으로 보인다.

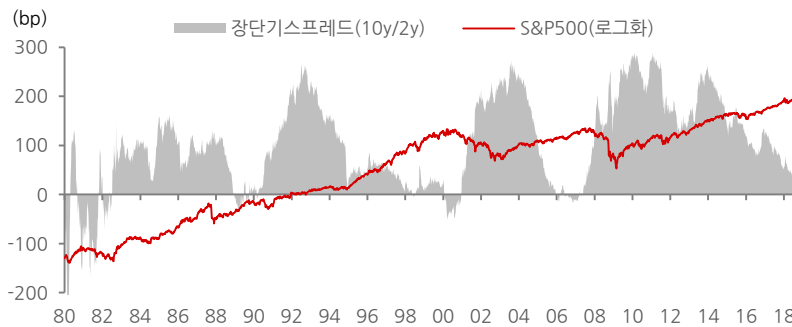
[Fig. 14&15] 에서 보듯 1980년 이후로 5년물과 2년물이 역전되었을 때는 10년물과 2년물도 같이 역전되기 마련이었으며, 장단기스프레드 축소 이후 주가가 큰폭으로 하락하고, 경기 또한 침체에 접어드는 모습을 보였다. 앞서 언급하였듯, 장단기스프레드 축소가 비경기적 요인에서 기인한 부분이 상당함에도 불구하고 이러한 과거의 '기억'때문에 시장은 민감한 반응을 보였다.

Fig. 14: 장단기스프레드 추이(10y/2y & 5y/2y)와 약세장



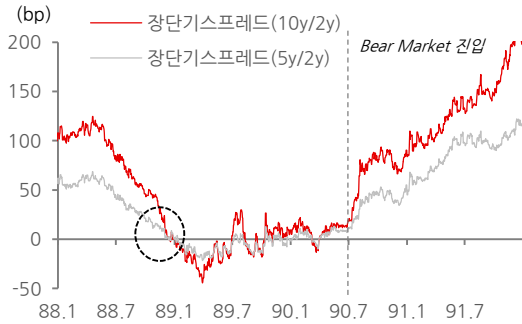
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 15: 장단기스프레드 추이(10y/2y)와 S&P500(Log Scaling)



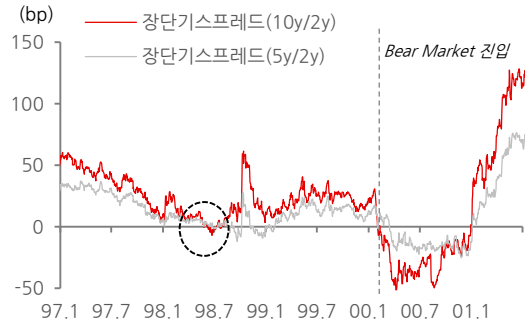
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 16: 89년 장단기 스프레드 역전시기



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 17: 98년 장단기 스프레드 역전시기



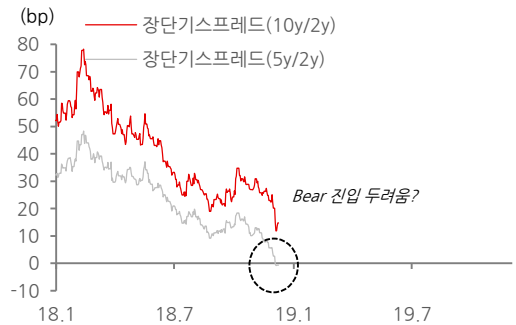
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 18: 06년 장단기 스프레드 역전시기



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 19: 18년 장단기 스프레드 추이



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 20: 장단기스프레드 역전과 경기침체 진입까지 시차

장단기금리 역전	경기침체진입	Lead Time
1969.07	1970.01	6
1973.06	1974.01	7
1978.11	1890.04	17
1980.10	1981.01	12
1989.05	1990.01	5
2000.08	2001.04	8
2006.08	2008.01	17

주: 10년물, 3개월물 장단기금리차 기준, 경기침체기 기준은 NBER기준을 따름

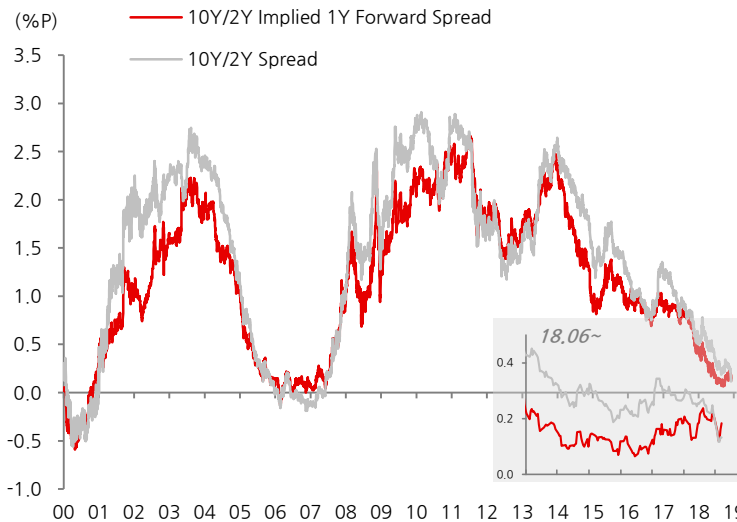
자료: FRED, Bloomberg, BNK투자증권

장단기 스프레드의 추세적 역전 가능성은 낮아

다행인점은 [Fig. 21]에서 보이듯, 우려하고 있는 10년물과 2년물마저 스프레드가 역전되는 현상이 추세적으로 지속되는 모습은 나타나지 않을 것이라는 점이다. 미국채 선물시장에 내재된 장단기스프레드를 살펴보면 반등을 보이고 있다. 12월 FOMC에서 기준금리 인상이 유력한 상황이기 때문에 연말까지 장단기스프레드 축소는 나타날 수 있겠으나 이후 장단기스프레드는 다시 회복되는 모습을 보일 것으로 보인다. 설사 몇 개월 뒤, 10년물과 2년물이 역전을 보인다 하여도 주식시장관점에서 보자면 당장 급격한 포지션 변화가 필요한 것은 아니라고 생각된다. 그 이유는 [Fig. 22]에서 보이듯 과거 장단기 스프레드 역전 후, 향후 1년 동안 오히려 주가는 상승하는 모습을 보였기 때문이다.

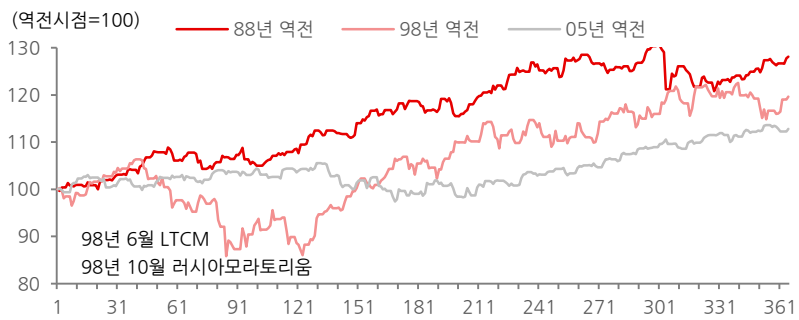
이번 장단기스프레드의 급격한 축소가 경기둔화와 어떤 상관도 없다는 것은 아니다. 연초대비로 보면 미래단기금리에서 기인한 스프레드 축소도 있었다는 점에서 여전히 장단기스프레드 축소가 경기침체로 이어질 우려는 지속되었으나, 최근 급격한 장단기 스프레드 축소에는 비경기적 요인이 기여한 바가 상당하다는 점에서 당장 미국에 경기침체가 도래할 것이라는 우려는 과도하다는 판단이다. 다만 시간이 갈수록 시장에 ‘경기침체’에 대한 우려가 짙어지면 서 매크로지표 변화에 대한 시장참여자들의 반응은 더욱 민감해질 것이라고 본다.

Fig. 21: 미국채 선물 시장에 반영된 장단기스프레드는 반등을 보이고 있음



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 22: 장단기스프레드 역전 후 1년 주가흐름



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Appendix 1. 지수별 & 섹터별 요약

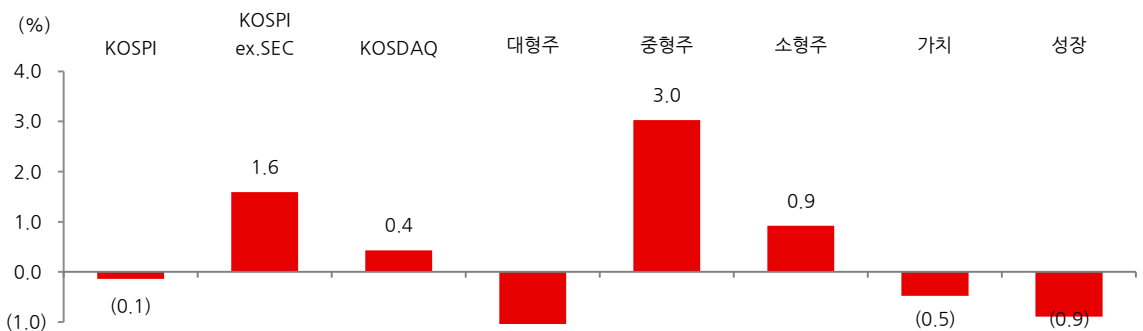
Fig. 23: 지수별 재무지표와 실적 요약

구분	시장			규모			스타일		
	KOSPI	삼전 제외	KOSDAQ	대형주	중형주	소형주	가치	성장	
수익률 (%)	1W	(1.0)	(0.5)	(1.5)	(1.0)	(1.7)	(2.5)	(0.6)	(1.7)
	1M	(0.1)	1.6	0.4	(1.3)	3.0	0.9	(0.5)	(0.9)
	3M	(9.0)	(8.2)	(16.3)	(8.5)	(10.8)	(16.2)	(6.9)	(11.5)
	YTD	(15.9)	(15.1)	(14.2)	(16.0)	(15.4)	(13.7)	(15.8)	(16.0)
	시장대비	0.0	0.8	1.7	(0.1)	0.5	2.2	0.1	(0.1)
PER (배)	12MF	8.2	9.5	16.0	8.1	11.4	11.1	7.5	8.9
	Percent Rank	2%	22%	81%	2%	42%	68%	1%	23%
	최근 Max	11.9	12.1	20.8	12.0	17.6	14.2	12.0	12.9
	10년 Avg	9.6	10.1	12.5	9.5	11.8	9.5	9.2	9.9
	Min	7.8	7.6	6.3	7.7	7.1	4.6	7.2	7.6
PBR(배)	12MF	0.8	0.8	2.2	0.8	1.1	0.9	0.7	1.2
ROE(%)	12MF	10.9	9.3	10.8	11.5	10.7	8.7	10.2	16.3
외국인 지분율(%)	현재	34.6	32.9	11.1	39.4	15.7	13.3	39.6	32.6
	최근 4주	▽▽▽▽	▽▽▽▽	▽▲▲▲	▲▽▽▽	▽▲▲▲	▽▽▽▲	▽▽▽▽	▲▽▽▽
EPS Growth (%)	연간 2017(A)	40.0	20.5	0.2	34.0	37.2	(7.6)	23.2	61.1
	2018(E)	10.1	9.4	33.1	12.0	(0.5)	5.8	3.8	16.1
	2019(E)	1.6	4.2	28.2	0.0	18.4	24.8	2.0	(2.7)
	분기 3Q18(A)	0.2	(2.2)	(27.1)	4.7	(11.7)	(37.5)	(1.0)	5.3
	4Q18(E)	23.8	46.5	105.7	40.2	(48.6)	223.5	39.1	7.2
	1Q19(E)	(2.4)	(2.0)	2.6	(2.0)	(8.0)	(0.5)	(3.8)	(4.8)
추정치 변화율 (%)	연간 1W	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.1)	(0.5)	(0.6)	(0.1)	(0.2)
	EPS 1M	(1.4)	(1.7)	(3.6)	(1.1)	(4.0)	(5.7)	(1.2)	(1.1)
	3M	(4.1)	(4.7)	(9.0)	(3.2)	(10.4)	(13.9)	(4.4)	(2.3)
	분기 1W	(0.6)	(0.7)	(0.3)	(0.7)	0.0	0.0	(0.6)	(0.8)
	EPS 1M	(3.2)	(4.2)	(4.8)	(3.0)	(5.9)	(2.7)	(3.8)	(1.6)
	3M	(7.1)	(6.9)	(7.1)	(6.3)	(9.8)	(23.3)	(9.6)	(3.4)
	최근4주	▲▽▽▽	▽▽▽▽	▽▽▽▲	▽▽▽▽	▽▽▽▽	▽▲▽▽	▲▽▽▽	▽▽▽▽

주: 외국인지분율과 분기 EPS의 최근 4주에서 ●표시는 전주대비 증가, ○표시는 전주대비 감소를 의미

자료: WiseFN, BNK투자증권

Fig. 24: 지수별 1개월 수익률



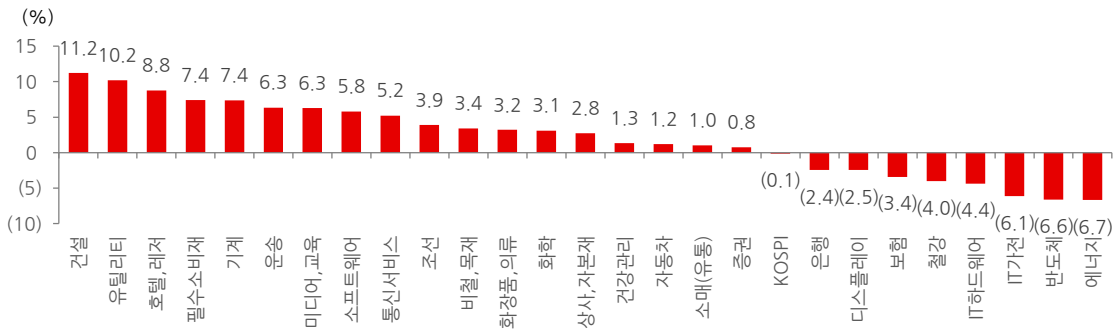
자료: WiseFN, BNK투자증권

Fig. 25: 업종별 수익률, 밸류에이션, 수급 지표

섹터	지수 수익률				지수초과	PER		최근 10년 PER			PBR	ROE	외국인 지분변화 최근 4주
	(%)				(%p)	(배)	Percent	(배)			(배)	(%)	
	1W	1M	3M	YTD	YTD	12MF	Rank	최고	평균	최저	12MF	12MF	
KOSPI	(1.0)	(0.1)	(9.0)	(15.9)	0.0	8.2	2%	11.9	9.6	7.8	0.8	10.9	▽▽▽▽
에너지	(3.3)	(6.7)	(6.1)	(9.6)	6.3	7.7	50%	12.3	7.9	5.2	0.9	13.7	▽▽▽▲
화학	0.5	3.1	(9.2)	(19.0)	(3.2)	8.1	20%	13.3	9.6	5.1	0.9	11.4	▽▲▽▲
비철,목재	0.3	3.4	(4.8)	(6.6)	9.3	10.3	61%	14.3	9.5	4.8	1.0	9.3	▲▲▲▽
철강	1.4	(4.0)	(18.5)	(23.7)	(7.8)	6.5	3%	14.1	9.5	5.6	0.4	6.7	▽▽▽▽
건설	1.9	11.2	(9.3)	3.3	19.2	8.0	3%	19.0	11.8	6.6	0.8	10.9	▽▲▲▽
기계	2.7	7.4	(14.1)	(9.2)	6.7	10.3	17%	24.0	12.8	7.5	0.8	9.1	▽▲▽▽
조선	1.6	3.9	(2.6)	42.1	58.0	263.0	100%	263.0	16.9	(421.9)	0.9	0.3	▽▲▲▲
상사,자본재	(0.3)	2.8	(4.8)	(14.3)	1.6	9.8	11%	25.7	12.6	8.4	0.9	9.8	▲▲▲▽
운송	(1.7)	6.3	1.1	(2.5)	13.4	10.2	16%	661.4	19.2	7.3	1.0	10.2	▲▲▲▲
자동차	0.9	1.2	(17.3)	(26.3)	(10.5)	7.3	55%	10.7	7.2	4.8	0.5	6.8	▽▽▽▲
화장품,의류	(2.0)	3.2	(16.5)	(17.4)	(1.5)	15.5	60%	27.8	15.4	9.5	2.2	12.2	▲▽▽▲
호텔,레저	(2.0)	8.8	(2.0)	(9.3)	6.6	18.5	74%	22.1	15.8	9.2	2.1	12.2	▽▽▽▽
미디어,교육	(2.8)	6.3	(6.0)	(2.5)	13.3	17.7	74%	21.9	15.5	10.0	1.8	9.1	▲▲▲▲
소매(유통)	(2.6)	1.0	(5.7)	(15.9)	(0.0)	11.8	42%	17.5	12.5	8.4	0.8	6.8	▽▽▲▲
필수소비재	1.4	7.4	0.0	(12.1)	3.8	13.0	36%	21.4	14.2	10.3	1.2	8.8	▲▽▲▲
건강관리	0.4	1.3	(14.7)	(7.6)	8.3	59.3	100%	59.3	22.4	10.7	4.7	6.9	▽▲▲▲
은행	(0.6)	(2.4)	(6.2)	(18.7)	(2.8)	5.4	2%	12.1	7.5	4.5	0.5	9.4	▽▽▽▽
증권	(1.8)	0.8	(4.9)	(11.9)	4.0	7.4	2%	16.2	10.9	6.3	0.7	8.4	▽▲▲▽
보험	(0.8)	(3.4)	(2.2)	(18.3)	(2.4)	9.3	4%	16.1	11.6	7.9	0.7	7.3	▲▲▽▽
소프트웨어	(3.4)	5.8	(11.1)	(17.3)	(1.5)	19.3	51%	27.7	18.3	10.2	2.3	12.2	▽▽▲▽
IT 하드웨어	(2.6)	(4.4)	(20.8)	(14.0)	1.9	9.2	9%	15.3	11.4	8.0	1.3	15.2	▽▽▲▲
반도체	(2.5)	(6.6)	(10.1)	(19.3)	(3.5)	5.2	1%	37.1	8.4	5.1	0.9	21.4	▲▽▽▽
IT 가전	(3.0)	(6.1)	(13.9)	(16.8)	(0.9)	9.0	27%	15.2	10.5	6.0	0.9	11.5	▽▲▽▲
디스플레이	(3.6)	(2.5)	(18.8)	(36.7)	(20.8)	25.0	92%	54.9	13.0	5.9	0.7	3.2	▲▽▲▽
통신서비스	(1.7)	5.2	5.7	8.1	24.0	8.2	23%	14.8	9.7	6.4	0.9	11.4	▽▽▽▽
유틸리티	3.4	10.2	(0.9)	(13.8)	2.1	12.6	62%	290.8	12.4	(198.4)	0.3	2.8	▲▽▲▲

주: 외국인지분변화 4주에서 ▲표시는 전주대비 증가, ▽표시는 전주대비 감소를 의미
 자료: WiseFN, BNK투자증권

Fig. 26: 섹터별 수익률(1M)



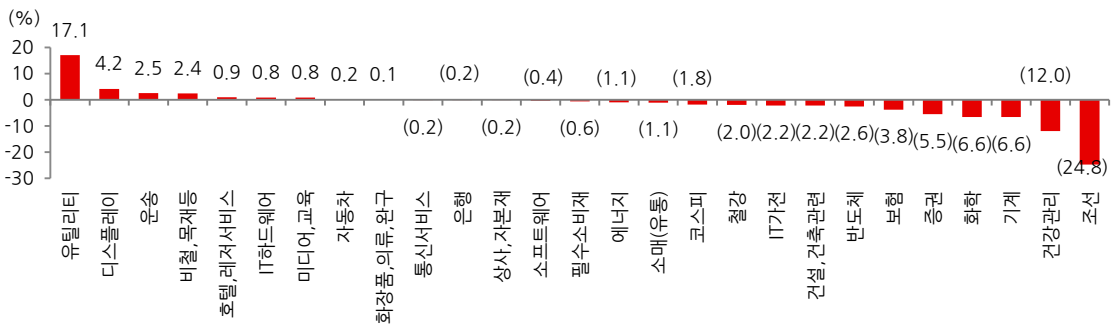
자료: WiseFN, BNK투자증권

Fig. 27: 업종별 성장 및 이익모멘텀 지표

섹터	EPS 증가율 (%)						추정치 변화율(%)						최근 4주
	연간			분기			연간 EPS			분기 EPS			
	2017(A)	2018(E)	2019(E)	3Q18(A)	4Q18(E)	1Q19(E)	1W	1M	3M	1W	1M	3M	
KOSPI	40.0	10.1	1.6	0.2	23.8	(2.4)	(0.1)	(1.4)	(4.1)	(0.6)	(3.2)	(7.1)	▲▽▽▽
에너지	23.0	(15.4)	20.9	(45.0)	7.6	26.5	(0.6)	(3.6)	(6.2)	(2.7)	(13.1)	(14.3)	▽▽▽▽
화학	27.4	37.6	(25.3)	(24.3)	15.5	(32.8)	(0.2)	(2.9)	(8.0)	(0.0)	(5.4)	(28.1)	▽▽▽▽
비철,목재	0.8	3.2	21.8	12.2	4.4	5.1	(0.0)	0.8	(15.3)	(0.1)	(1.2)	(22.1)	▽▽▽▲
철강	36.0	10.9	13.3	(13.3)	95.1	(6.9)	(0.3)	(1.5)	(3.3)	(1.1)	(2.2)	(5.3)	▽▽▽▽
건설	41.1	80.1	(9.7)	51.0	327.2	(35.6)	0.2	(3.6)	(6.5)	0.0	(15.0)	(24.5)	▲▽▽▽
기계	V/N	49.0	27.1	(56.6)	7,618.5	(31.7)	(0.1)	(10.5)	(23.4)	0.0	(21.9)	(36.0)	▽▽▽▽
조선	167.5	(101.1)	328.6	(195.9)	94.9	(103.8)	(3.5)	77.3	(80.5)	0.0	12.6	(526.4)	▽▲▲▲
상사,자본재	89.2	16.2	9.2	(40.1)	726.7	11.1	0.3	(0.9)	(1.3)	(1.9)	(0.9)	1.6	▲▽▽▽
운송	357.0	(54.6)	70.0	11.9	(64.8)	(0.9)	(0.5)	(2.9)	(23.5)	0.0	(17.4)	(27.8)	▲▽▽▽
자동차	(46.3)	(8.9)	27.0	(37.1)	99.8	12.6	0.2	(1.7)	(17.4)	0.1	(2.5)	(15.3)	▽▽▽▽
화장품,의류	(9.5)	22.4	22.3	4.0	98.5	2.9	(1.5)	(3.6)	(8.8)	1.0	(2.0)	(11.4)	▲▽▽▽
호텔,레저	(23.1)	14.6	22.7	(3.5)	59.7	13.9	0.1	(0.7)	(4.1)	0.1	5.7	5.8	▲▽▽▽
미디어,교육	44.3	34.7	31.9	(5.9)	189.5	120.8	(0.6)	(4.5)	(7.8)	(1.3)	(7.5)	(11.8)	▽▽▽▲
소매(유통)	168.8	30.1	22.8	214.8	(85.2)	16.4	(0.3)	(0.0)	(1.1)	(0.3)	(9.5)	3.7	▽▽▽▲
필수소비재	46.6	0.7	7.7	(0.2)	(65.9)	21.8	(0.2)	(2.8)	(8.2)	1.1	6.2	4.3	▲▽▽▽
건강관리	(3.7)	25.3	8.3	(28.8)	220.6	(16.0)	(1.1)	(7.2)	(7.3)	0.0	(1.6)	115.8	▽▽▽▲
은행	25.2	14.0	(0.3)	16.1	39.6	(1.4)	0.0	0.0	0.4	(0.2)	(0.1)	7.1	▲▲▽▽
증권	60.9	8.3	(4.4)	(4.5)	(10.7)	(39.0)	(0.1)	(3.6)	(1.8)	(1.2)	(9.4)	(6.3)	▽▽▽▽
보험	(2.9)	5.5	(3.8)	(14.9)	326.2	3.1	(0.1)	(3.4)	(6.3)	(1.0)	(9.1)	(15.9)	▽▽▽▽
소프트웨어	11.0	5.1	23.6	(33.4)	36.8	(0.2)	(0.1)	(1.6)	(10.5)	0.2	(1.5)	(9.6)	▽▽▽▽
IT 하드웨어	278.6	88.7	63.5	19.8	162.0	265.4	(0.5)	(4.4)	1.6	(1.7)	(4.2)	11.7	▲▽▽▲
반도체	102.8	24.6	(5.7)	24.2	10.4	2.7	(0.2)	(0.2)	(1.1)	(0.8)	(1.3)	(4.6)	▲▽▽▽
IT 가전	420.2	2.9	23.5	26.0	48.4	(20.0)	(0.2)	(1.8)	(5.2)	(2.1)	0.7	1.0	▽▽▽▽
디스플레이	178.4	(92.3)	146.4	(74.1)	77.6	240.3	(0.4)	(3.5)	317.4	8.0	(13.5)	299.7	▽▽▽▲
통신서비스	23.9	29.2	(0.6)	23.0	66.1	9.0	0.1	(0.6)	6.8	0.0	0.0	10.0	▽▲▽▽
유틸리티	(89.6)	(176.3)	784.0	(2.7)	72.5	76.8	0.8	(353.4)	(284.5)	0.7	(34.9)	(1,261.2)	▽▽▽▽

주: 분기 EPS 최근 4주에서 ▲표시는 전주대비 증가, ▽표시는 전주대비 감소를 의미, V/N은 값이 너무 큰 경우를 대체
 자료: WiseFN, BNK투자증권

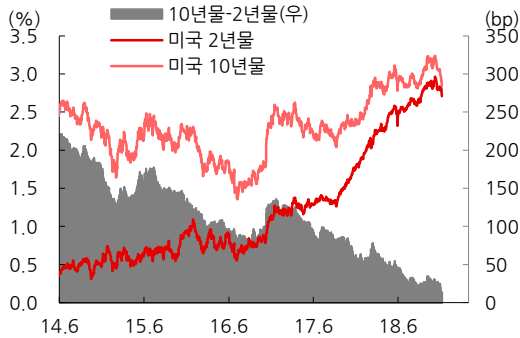
Fig. 28: 섹터별 어닝모멘텀(12MF,1M)



자료: WiseFN, BNK투자증권

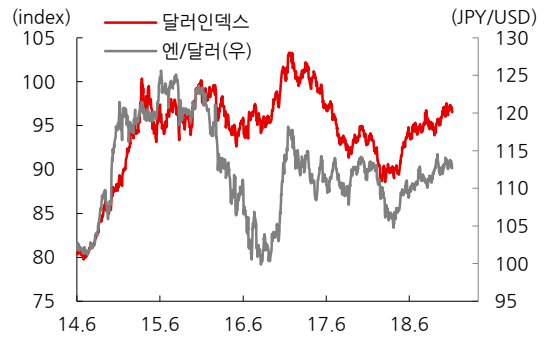
Appendix 2. 눈여겨 볼 Key Macro Chart

Fig. 29: 미국채 수익률과 장단기스프레드



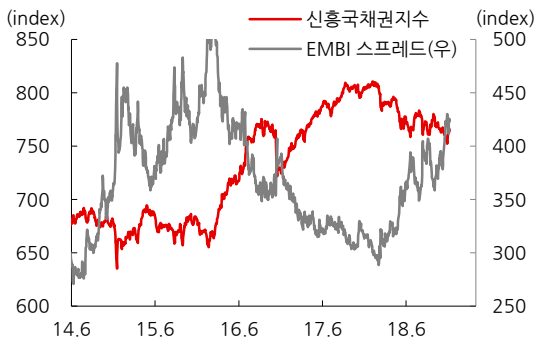
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 30: 달러인덱스와 엔달러 환율



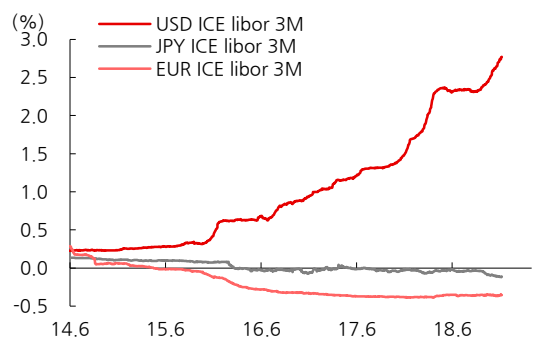
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 31: 신흥국채권지수와 EMBI스프레드



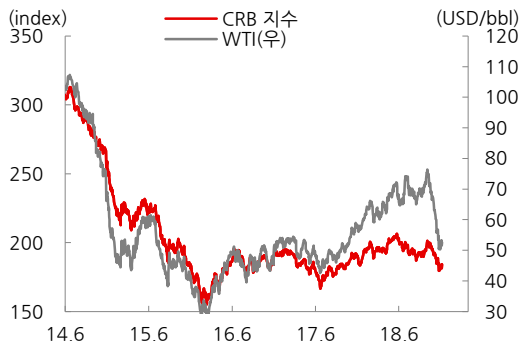
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 32: 주요 통화별 Libor 금리(3개월)



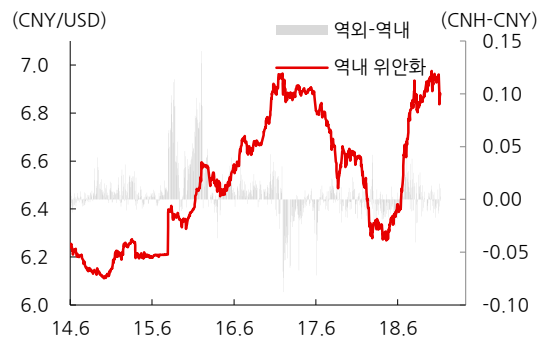
자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 33: CRB지수와 유가(WTI)



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 34: 역내위안화환율과 역내외 스프레드



자료: Bloomberg, BNK투자증권

BNK 투자증권

BNK 투자증권

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정으로서 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 레포트에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로2길(여의도동) 24, 삼성생명(주) 여의도빌딩 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-271-6117 / F 052-271-6111

BNK 금융그룹

BNK부산은행 / BNK경남은행 / BNK투자증권 / BNK캐피탈 / BNK저축은행 / BNK자산운용 / BNK신용정보 / BNK시스템