

## Strategy Idea



▲ 주식시황  
Analyst 이종빈  
02. 6454-4893  
jongbin.lee@meritz.co.kr

## 수익률곡선(Yield curve)의 힌트

- ✓ 수익률 곡선은 단기/장기금리의 힘에 따라 4가지 움직임을 보이며 각각 다른 의미를 내포
- ✓ 경기에 대한 의견 엇갈리는 상황. 쉽게 전망 경로에 대한 확신 가지기 어려워
- ✓ 방향성은 수익률곡선에서 가장 먼저 나타날 것. 이 움직임에 따른 지수 스타일 대응 필요

### 수익률곡선의 의미와 동학(dynamics)

#### 수익률 곡선의 4분면

Bull Steep/Flat

Bear Steep/Flat

수익률곡선(Yield curve)은 거시경제 상황에 대해 상당한 의미를 가지고 있다. 자주 활용되는 장단기금리차도 수익률곡선의 일부다. 장기금리와 단기금리의 차는 채권시장이 바라보는 경제 상황을 대변한다. 장단기금리차가 역전되었다면 경기침체가 올 가능성이 높다고 보는 것도 채권시장의 경기판단과 실제 경기 간의 관계가 경험적으로 증명되었다는 것을 의미한다.

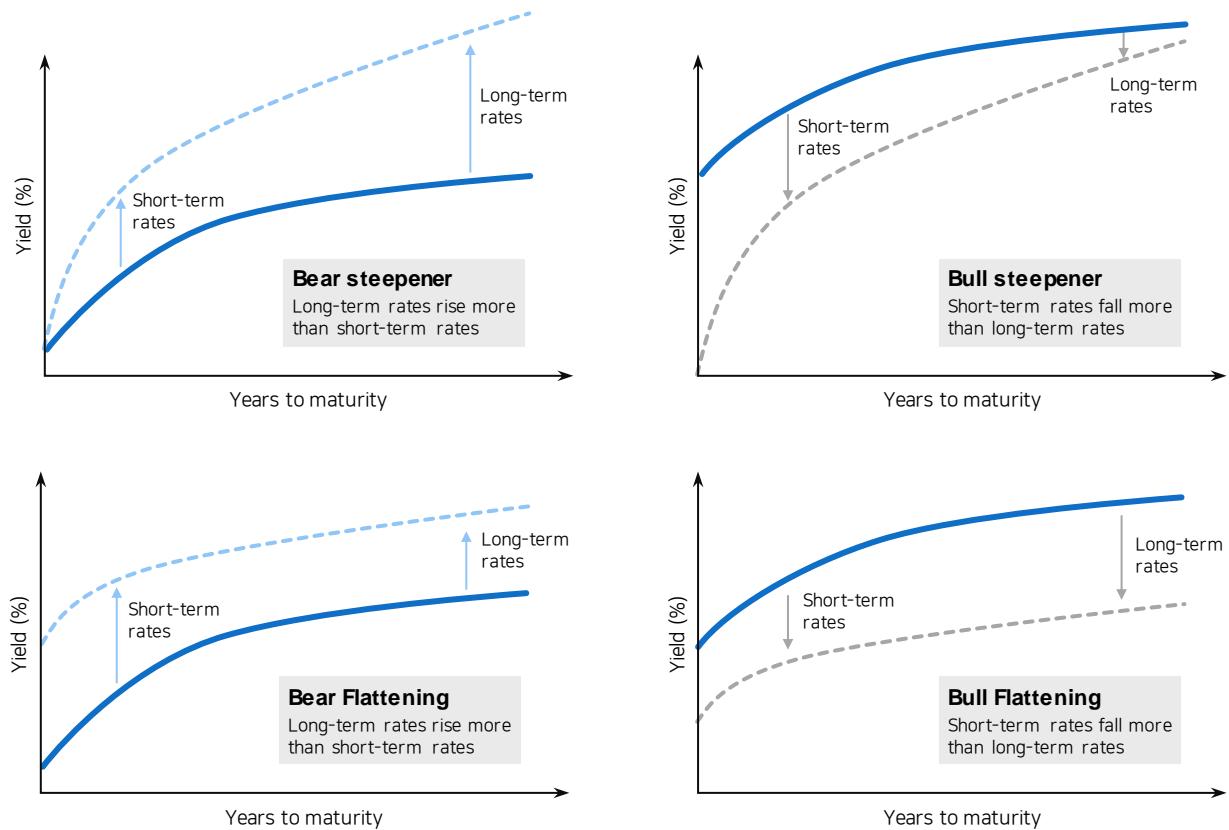
우리가 보는 미국채 금리는 실질금리와 물가상승률 기대의 합인 명목금리다. 명목금리는 채권의 만기에 따라 달라지며 이를 이자율의 기간구조라 칭한다. 장기현물금리는 미래의 기대단기금리들의 기하평균이다. 즉, 단기금리는 중앙은행의 정책금리와 단기 경기, 물가 기대가 반영되었다면 장기금리는 미래의 정책, 경기와 물가에 대한 기대가 반영되어 있다.

#### 각각의 움직임이 내포한 의미는?

따라서 수익률 곡선이 가팔라졌다, 평탄화 되었다에 더해 단기/장기금리 중 어떤 금리가 더 영향을 미쳤는지 보는 것이 중요하다. 단기/장기금리의 움직임에 따라 시장이 정책과 경기, 물가에 대한 기대의 양상도 달라지기 때문이다.

(그림 1)이 각각 단기/장기금리의 힘에 따라 수익률곡선이 가팔라진 경우와 평탄화 된 경우가 도식화 되어있다. 장기금리가 단기금리보다 더 많이 오르면서 가팔라진 경우를 Bear steep, 단기금리가 더 많이 하락하면서 가팔라진 경우를 Bull steep이라 하며 단기금리가 더 많이 올라 평탄화 된 경우를 Bear flat, 장기금리가 더 많이 떨어진 경우가 Bull flat이다.

그림1 수익률 곡선(Yield curve)의 Bull/Bear Steep/Flattening과 장단기금리의 동학(Dynamics)



자료: 메리츠증권 리서치센터

Bear steep의 경우는 장기금리의 상승폭이 더 큰 경우다. 단기보단 장기금리 상승 폭이 더 크다는 것은 미래 경기나 물가에 대한 기대치가 높아졌고 향후 중앙은행이 금리인상을 할 수 있는 환경이 기대된다는 의미다. 일반적인 경제상황에서 업 사이클에 진입할 때 나타난다.

반대로 Bull steep은 단기금리가 더 많이 하락하는 경우다. 단기 경기/물가에 대한 기대가 크게 축소되면서 중앙은행의 완화 정책 기대까지 연결된 경기둔화 끝 무렵 완화정책 기대가 높아지는 때 나타난다. 미래가 지금보다 나을 것이라 기대는 같으나 단기 경기와 정책에 대한 기대에 약간은 차이가 있다.

Bear Flat과 Bull Flat도 같다. Bear Flat은 단기 경기/물가가 호황을 보일 때 긴축 정책에 대한 기대가 많이 반영되며 장기의 경기나 물가에 대한 기대가 재조정되는 경우이고, Bull Flat은 장기의 경기/물가 기대가 지금보다 더 안좋아질 것이라는 부분이 반영된 곡선의 움직임이다. 미국을 기준으로 작년은 연간으로 연준의 금리 인상과 함께 단기금리가 더 크게 상승한 Bear Flat 구간이었다 볼 수 있다. 미래 경제에 대한 비관론적인 시각이 담긴 것은 맞지만 그 강도에 차이가 있다.

## 경기에 대한 의견이 엇갈리는 지금

### 기관 별 경제전망 엇갈려

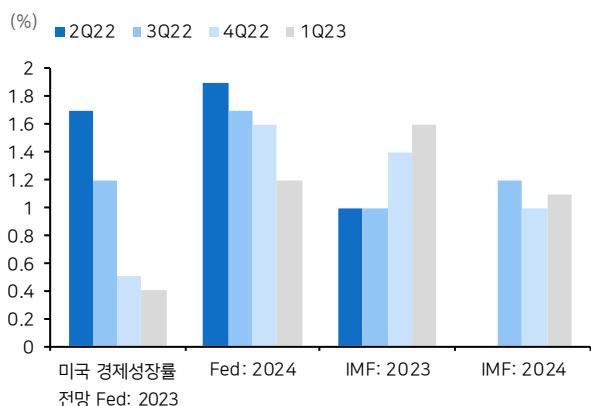
지금 이러한 수익률 곡선의 목소리에 귀 기울여야 하는 이유는 경기판단이 그만큼 어렵기 때문이다. 3~4분기 경기가 저점을 타진하며 내년엔 회복할 것이라 막연한 기대는 있지만 SVB발 신용경로 위축 등 지켜봐야 할 변수도 분명 존재한다. 방향성에 대한 의심은 없지만 회복강도에 대한 의구심은 커지고 있다.

지난주 공개된 IMF WEO(World Economic Outlook)에선 미국의 경제성장률을 상향했지만, 컨센서스는 계속해서 내려가고 있다는 점, 연준 내에서도 경기와 물가 사이 긴축 강도에 대한 의견이 발생한다는 점도 하반기 경기에 대한 판단이 그만큼 어렵다는 것을 시사한다. 시장도 당분간은 Data dependent 해질 수 밖에 없다.

### 데이터 의존도 힘든 상황

다만 데이터도 엇갈린다. (그림 5)처럼 NFIB 소기업낙관지수 세부항목을 보면 대출 접근성(신용경로)위축이 나타나지만 재고조정 시그널도 함께 나타나고 있다. S&P Global PMI vs. ISM 제조업 PMI의 차이도 마찬가지다. 시장에 단기 변동성이 불가피한 이유다.

그림2 IMF와 Fed의 2023/2024 경제전망(미국) 추이



자료: Federal Reserve, IMF, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Bloomberg 월간 경제전망 서베이(미국)

	2023	2024	2025
Jul-22	1.3	1.8	n/a
Aug-22	1.1	1.7	n/a
Sep-22	0.9	1.6	n/a
Oct-22	0.5	1.4	n/a
Nov-22	0.5	1.4	n/a
Dec-22	0.3	1.3	n/a
Jan-23	0.5	1.2	n/a
Feb-23	0.8	1.3	2.0
Mar-23	1.0	1.0	2.0
Apr-23	1.2	0.8	2.0

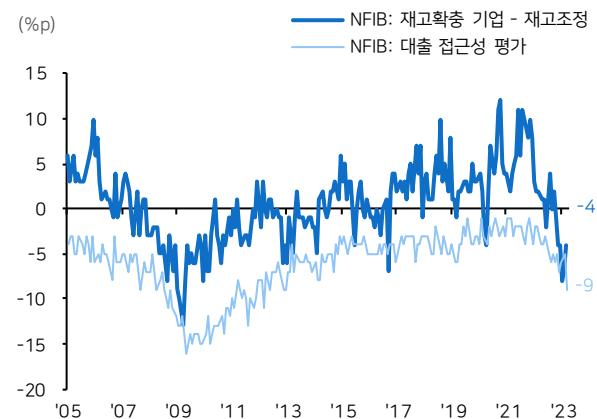
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 NFIB 중소기업 낙관지수와 신규실업수당 청구건수



자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대출접근성 평가 VS. 재고조정



자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

## 장단기 금리차 신호에 주목할 필요

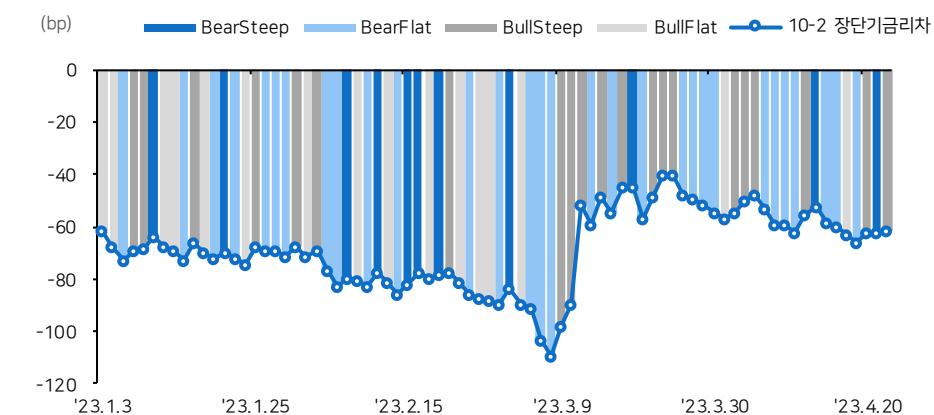
가격지표가 가장 먼저 신호 줄 것

이와 같은 경기의 블랙박스 속에서 우리는 장단기 금리차의 신호에 주목할 필요가 있다. 경제지표보다는 더 빠르고 자주 활용할 수 있는 지표이기 때문이다.

(그림 6)은 10, 2년물로 수익률 움직임을 금리차와 함께 나타낸 그림이다. SVB 사태 이후 채권시장은 단기금리가 많이 상승하는 Bear Flat 혹은 단기금리가 많이 하락하는 Bull Steep이 주를 이루었다. 3월 이전엔 Bear Steep & Flat이 주된 움직임이었는데, Bull Steep은 경기가 하강할 때, Bear Steep은 경기가 확장할 때 나타나는 패턴이란 점에서 채권시장의 무게중심이 바뀌었다는 걸 의미한다.

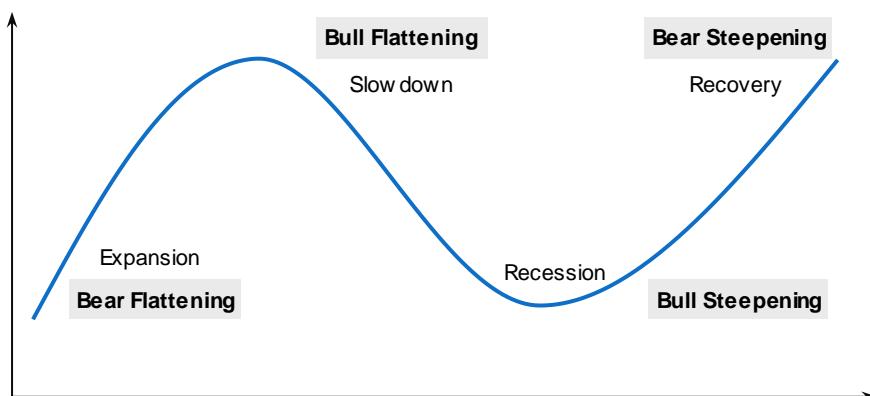
물론 채권시장도 지금 당장 한 방향으로 치우친 움직임을 보이고 있진 않다. 금리 인하 기대감을 저울질 하며 Bear Flattening도 혼재하고 있다. 다만 경기라는 이슈로 무게중심이 넘어온 만큼 자산군 중 가장 먼저 추세를 형성할 곳은 안전자산인 채권시장일 듯 하다.

그림6 SVB 이후 Bear Steep과 Bear Flat에서 Bull Steep & Bear Flat이 주된 움직임



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 경기 국면별 수익률곡선의 움직임



자료: 메리츠증권 리서치센터

## 국면별 업종과 스타일 판단

수익률곡선 움직임 따라  
스타일은 확연히 달라져

수익률곡선의 움직임에 따라 주식시장의 과거 반응은 명확하다. Bear Steep에선 Early Cyclical인 IT, 경기소비재가 가장 아웃퍼폼 했으며 Recovery를 반영하며 전 업종이 상승했다. 지수 기준으로도 가장 성과가 좋은 시기이기도 하다. 반면 Bear Flat의 경우엔 수익률 격차가 두드러졌다. 헬스케어, 필수소비재, 유털리티, 커뮤니케이션 등 경기방어적 성격을 지닌 업종들의 경우 시클리컬에게 많이 밀리는 양상이었다.

Bull Flat에선 Slowdown을 반영하나 경기는 여전히 좋기 때문에 혼재된 양상이다. 헬스케어, 유털리티, 필수소비재 등과 함께 IT도 함께 좋은 모습이다. 다만 Bear Steep보단 그 탄력이 떨어진다. 그리고 Bull steep은 경기침체 국면이기에 가장 낮은 성과를 보인다. 헬스케어, 필수소비재 등 전통적인 경기 방어업종이 아웃퍼폼하며 IT는 가장 성과가 안좋았다.

Bear Flat과 Bull Steep의 시장성과 및 색깔 차이는 분명하다. 매크로 지표와 전망도 중요하나 둘 사이 고민이 깊어지고 있는 것을 보면 분명 경로에 대한 고민은 큰 상황이다. 이 땐 가장 반응이 빠른 가격지표(수익률 곡선)의 추세 변화부터 확인해 나가는 것이 좋을 듯 하다.

표1 수익률 곡선 국면별 업종 수익률(3개월 평균, 1990~)

Yield Curve Regime	Risk On/Risk Off			
	Bear Steep	Bear Flat	Bull Flat	Bull Steep
S&P500	4.0	2.9	1.8	-0.2
IT	6.7	5.2	3.3	-1.8
산업재	4.0	3.4	1.7	0.0
경기소비재	5.0	3.5	1.8	-0.1
헬스케어	4.5	1.3	2.3	2.3
에너지	3.6	4.3	1.0	-0.1
금융	3.7	3.0	1.7	0.5
필수소비재	2.4	2.0	1.6	3.0
소재	3.7	3.2	0.9	0.3
커뮤니케이션	3.4	0.7	0.9	-1.6
유털리티	0.6	1.8	1.3	1.2

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

### Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.