2024년 4월

연준 금리 인하 지연의 자산시장 영향

상상인증권 리서치센터

Analyst 신얼 | 투자전략
02-3779-3184
e.shin@sangsanginib.com

Strategist 김용구 | 주식전략
02-3779-3825
yg.kim@sangsanginib.com

Analyst 황준호 | 시황/ETF
02-3779-3186
Jw.hwang@sangsanginib.com

Analyst 최예찬 | 원자재/외환
02-3779-3519
yc.choi@sangsanginib.com

상상인증권

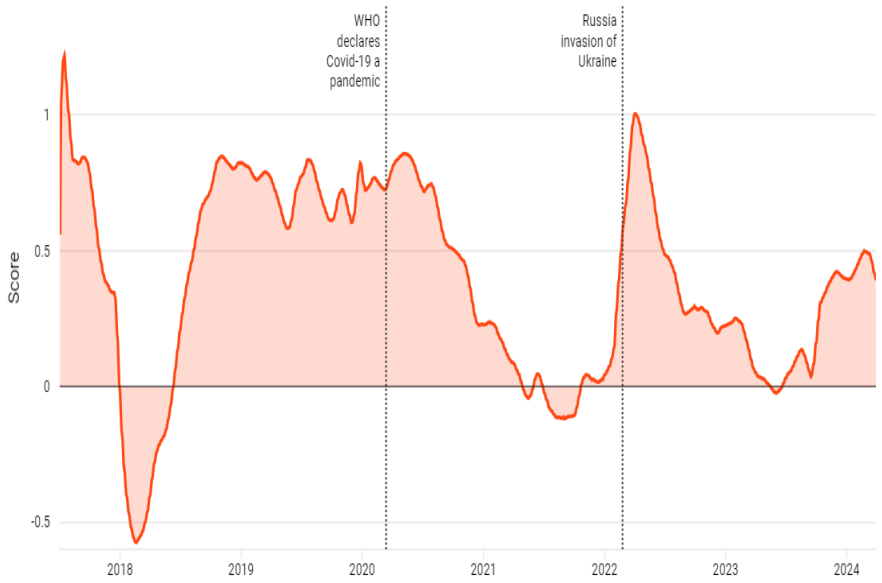
제조업 경기 회복, 연준 통화정책 경로 노이즈 요인으로 작용

- 글로벌 제조업 업황 회복으로 인해 수요가 증가한 산업금속, 유가 상승세 시현
  → 디스인플레이션을 지연시켜 고금리 장기화 및 그로 인한 투자 위축 우려 증대
- 러시아-우크라이나, 중동 지역 등에서 높은 지정학적 리스크 상존: 원자재 가격의 하단을 지지하며 금리 인하 시점 지연 가능성 ↑

그림 1. 구리 가격 및 유가 추이

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 지정학적 리스크 지수 추이

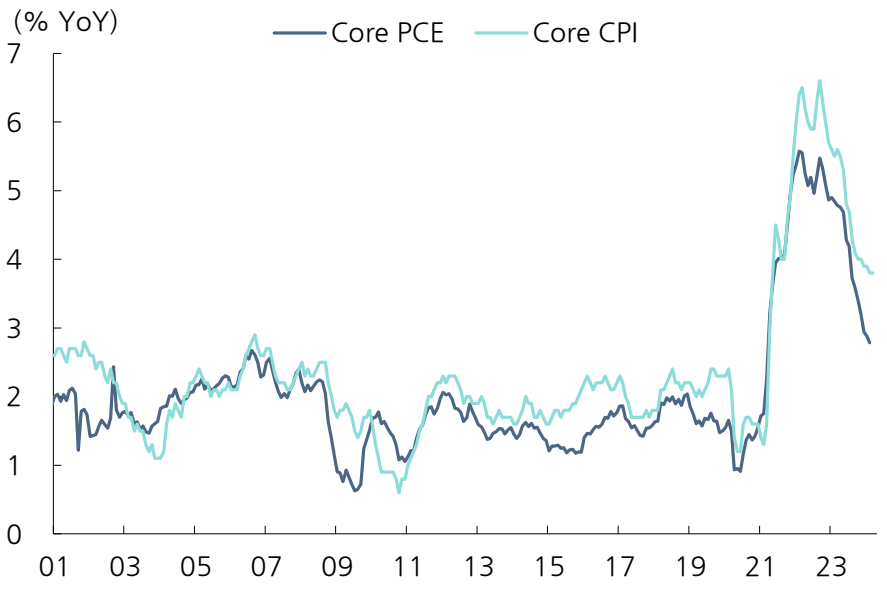


자료: Blackrock

지연되는 미국 디스인플레이션

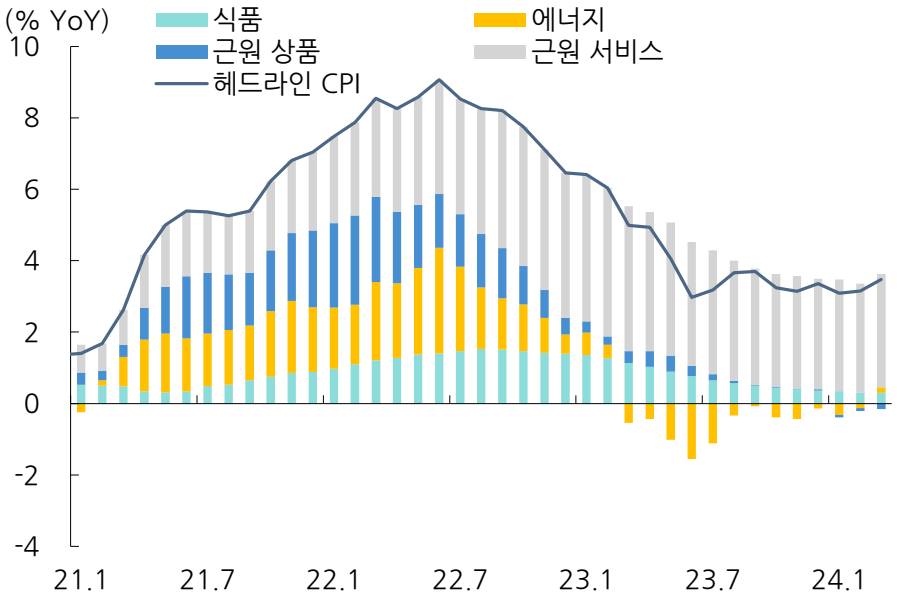
- 타이트한 미국 고용 지표와 함께 미국 디스인플레이션 모멘텀 약화 흐름 관측
- 3월 미국 CPI 3.5% YoY, Core CPI 3.8% YoY 기록, 컨센서스 상회
- 미국 물가 둔화 지연 주요 원인: 견조한 서비스 물가+국제 유가 상승세

그림 3. 미국 Core CPI 및 Core PCE 상승률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 품목별 헤드라인 CPI 기여도

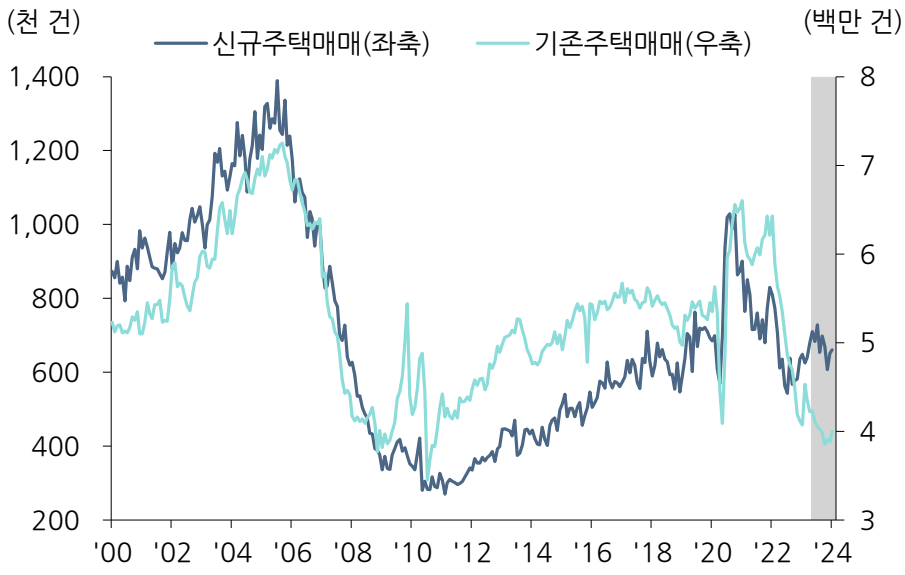


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주거서비스 물가, 수요보다 공급이 리스크

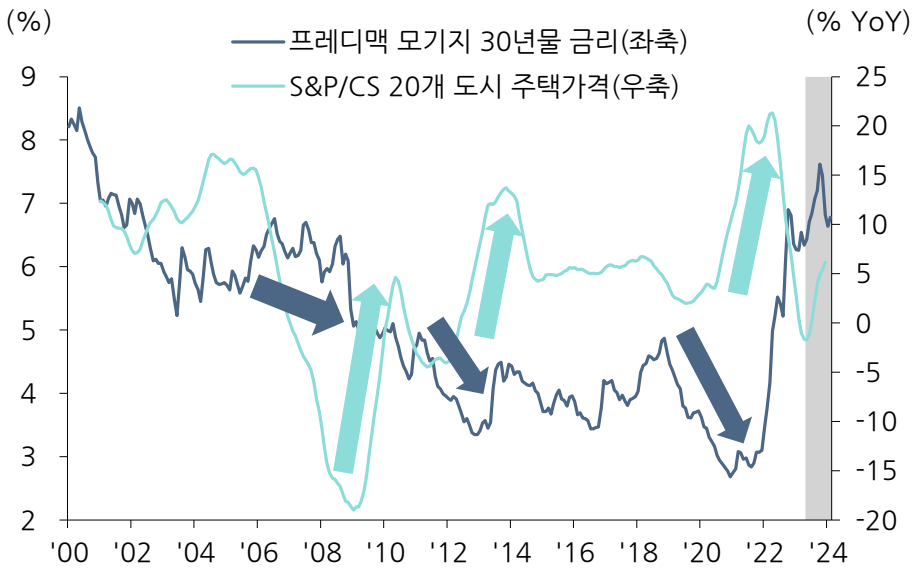
- 고금리는 주택 소유주가 대출을 갈아탈 유인을 낮추면서 주택 공급 감소, 주택 가격 상승, 주거비 상승으로 파급. 과거 모기지금리 하락 → 주택가격 상승과는 다른 패턴
- 역으로 금리 인하는 주거비 완화를 통해 디스인플레이션에 기여할 수 있음을 시사

그림 5. 미국 신규 및 기존 주택매매



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 미국 모기지금리 및 주택가격

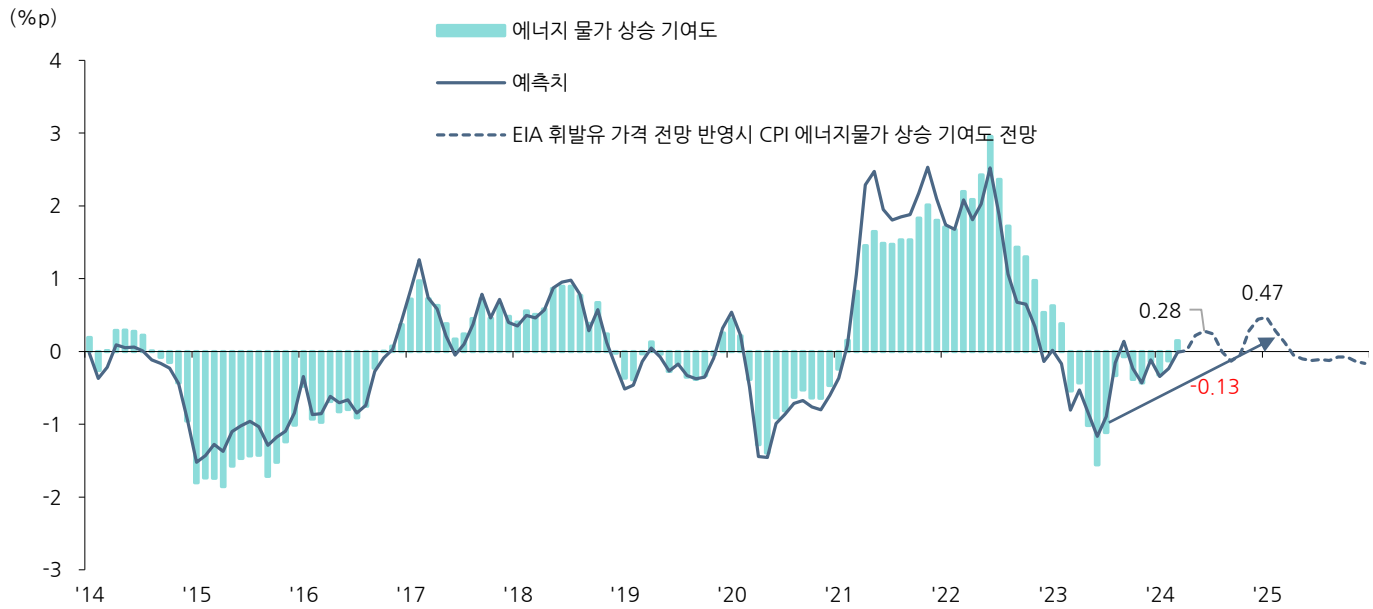


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

유가發 물가 상승 압력 확대

- 휘발유 가격 오름세와 향후 추가 상승 전망이 대두되고 있고, 경계심 자체는 높은 상황
- 견조한 서비스 물가가 유지에 발생하는 유가 상승은 기타 품목의 가격 조정 압력으로 작용
- 에너지 물가가 CPI의 하락 요인으로써 활약하지 못한다는 점은 디스인플레이션을 지연시키는 요인

그림 7. EIA 전망(연말까지 유가 85달러 유지)을 고려한 에너지 가격의 CPI 상승 기여도 전망치

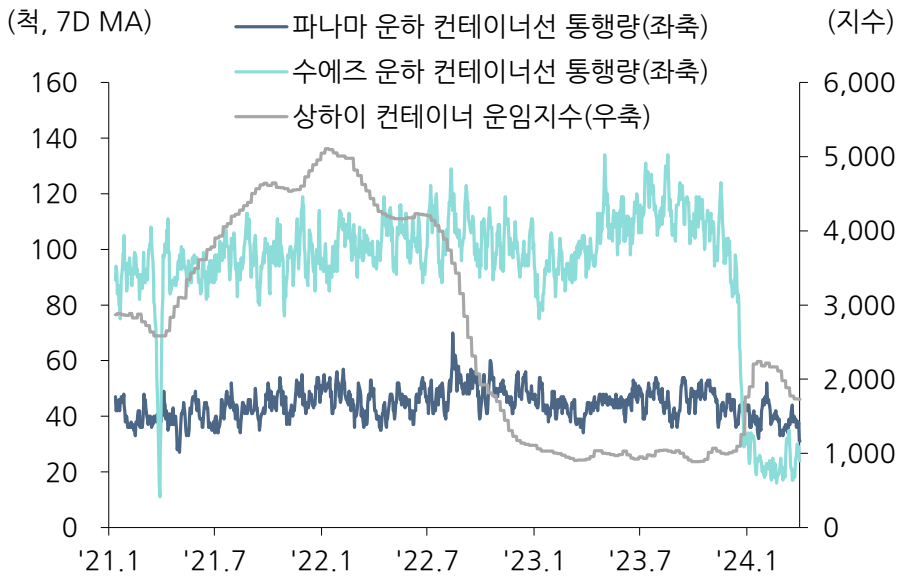


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

지정학 리스크, 파급 효과에 유의

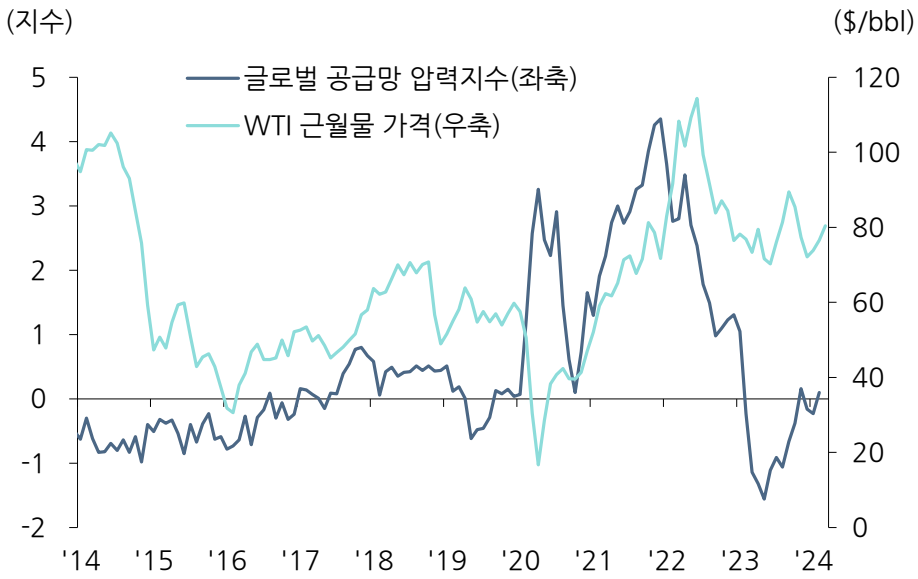
- 성장 전망에 대한 상방 요인(디스인플레이션 가속화 및 금융 여건 완화, 긴축 재정으로의 전환 지연)에도 하방 요인(지정학 리스크發 원자재 가격 급등, 중국 부동산 불안의 긴축 재정 야기)이 재차 부각되는 모습. 글로벌 공급망 압력지수의 (+) 전환은 이를 반영

그림 8. 주요 운하 통행량 및 상하이 컨테이너 운임지수



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 공급망 압력지수 및 WTI 근월물 가격



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

서방 진영의 자국 중심 공급망을 위한 디리스킹

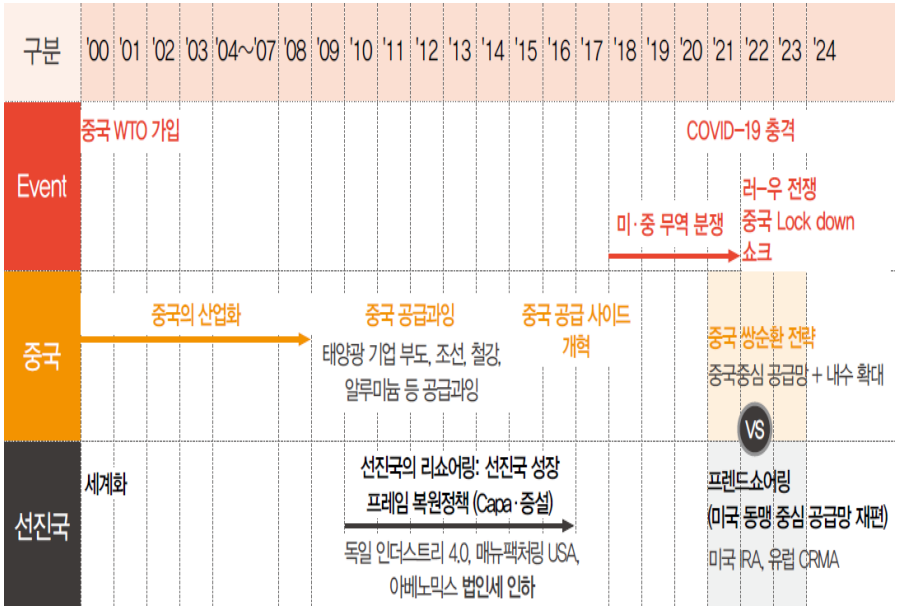
- 미국, EU, 일본 등 주요 선진국들은 중국의 영향력을 축소하기 위해 자국, 동맹국 중심 공급망 재편을 가속 중 → 중국도 이에 대응하여 다양한 정책 추진
- 이는 2010년대부터 진행되었으나, 팬데믹 이후 연이은 공급망 병목 사태가 미치는 영향력이 증대되면서 탈냉전 시대(효율성 추구)와 달리 유연성, 탄력성을 추구

표 1. 주요국들의 공급망 재편 정책

구분	미국	EU 및 기타 동맹국	중국
전략 산업 내재화	자국 우선주의 및 중국 배제 조치	EU: 디리스킹 일본: 반도체 산업 재부흥 호주: 핵심광물 강국 도약	요새화: 독자적 공급망 구축 우회진출: 규제 회피방안 도출 외자유치: 경제적 고립 탈피
자국 첨단 기술 중국 유출 제한	고강도 수출 통제 • 통제 범위 대폭 확대 • FDPR 통한 역외적용 강화 • 업격한 집행 예고	네덜란드, 일본: 미국의 요구에 대중 수출통제 동참 결정	• 미국 동맹국들의 불참 유도 • 마이크론, AMD, 인텔 사용 금지 및 갈륨&게르마늄 수출 통제 • 기술, 산업 국산화 집중
노동, 환경 이슈화	인권, 노동: 공급망의 탈 강제노동 추진		강제 노동 실사 간첩행위 간주
	환경: 탄소배출의 외주화 제재		환경 의제 수용 불가피

자료: 한국무역협회, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 시대별 주요국들의 공급망



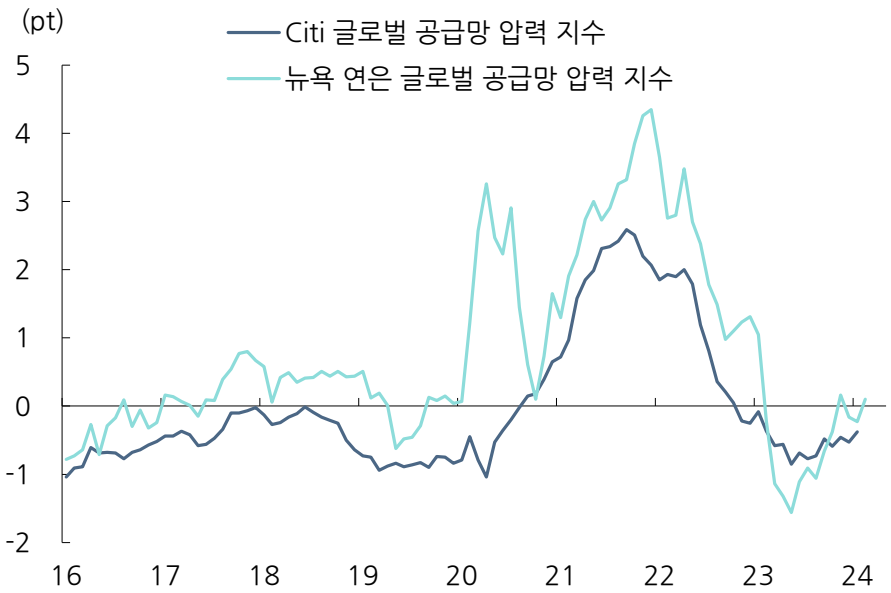
자료: PwC

디리스킹은 고물가 및 고금리 고착을 야기할 수 있어

- 서방 진영이 중국, 러시아 등과 디커플링 대신 디리스킹을 하면서 지정학적 리스크 축소
- But 공급망을 재편하는 과정에서 공급발 인플레이션 리스크 재부각
- 사우디&러시아의 감산 지속, 기후 변화로 인한 물류 비용 상승 등이 요인으로 작용

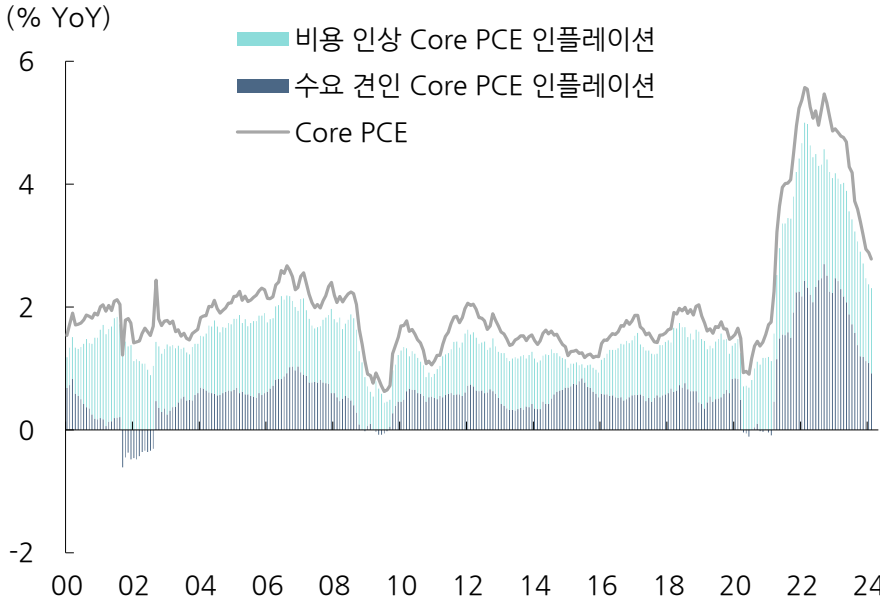
  →엔데믹 이후 다소 안정되던 공급망 병목 현상 재심화. 비용 인상 인플레이션 둔화 X

그림 11. Citi, 뉴욕 연은의 글로벌 공급망 압력 지수 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 샌프란시스코 연은 Core PCE 물가 상승률 및 요인 추이

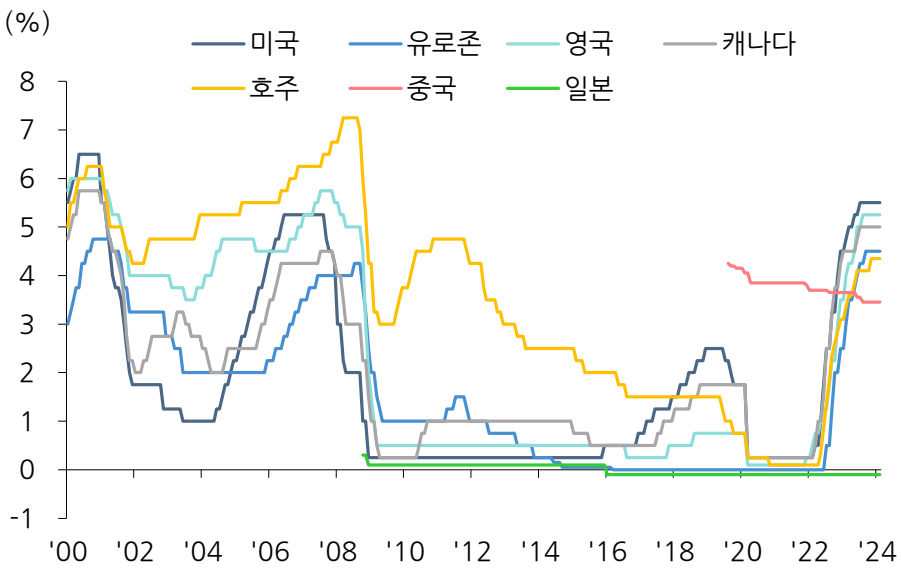


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

공급 측 리스크가 부각된 긴축 후반부

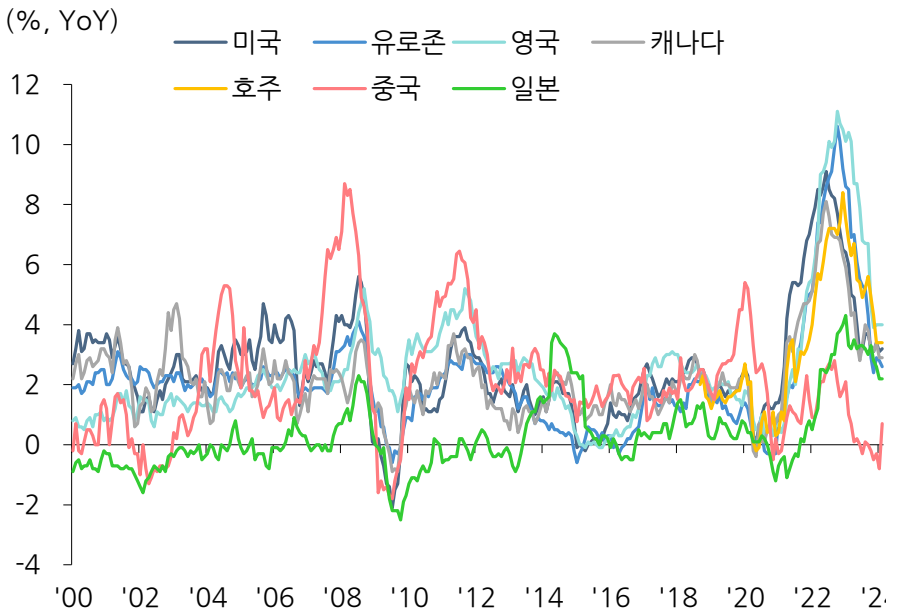
- 최근 디스인플레이션 속도가 둔화되며 금리 인하에 대한 불확실성 증대
- 다만 유가 등 수요 외적 요인에 의한 둔화라는 점은 공급 측 요인 해소 시 긴축 효과가 부각될 수 있음을 시사

그림 13. 국가별 기준금리



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 국가별 소비자물가



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

실질 기준금리는 긴축적인 수준

- 연준 기준금리 약 9개월째 동결 국면 동안 실질 기준금리는 약 1.4%p 급격한 상향
- 디스인플레이션 국면에 진입한 점을 감안할 때 3%에 근접할 가능성 존재
- 가계와 기업에 미칠 부정적 영향력은 최소화해야하기에 점진적인 금리 인하 진행 예상

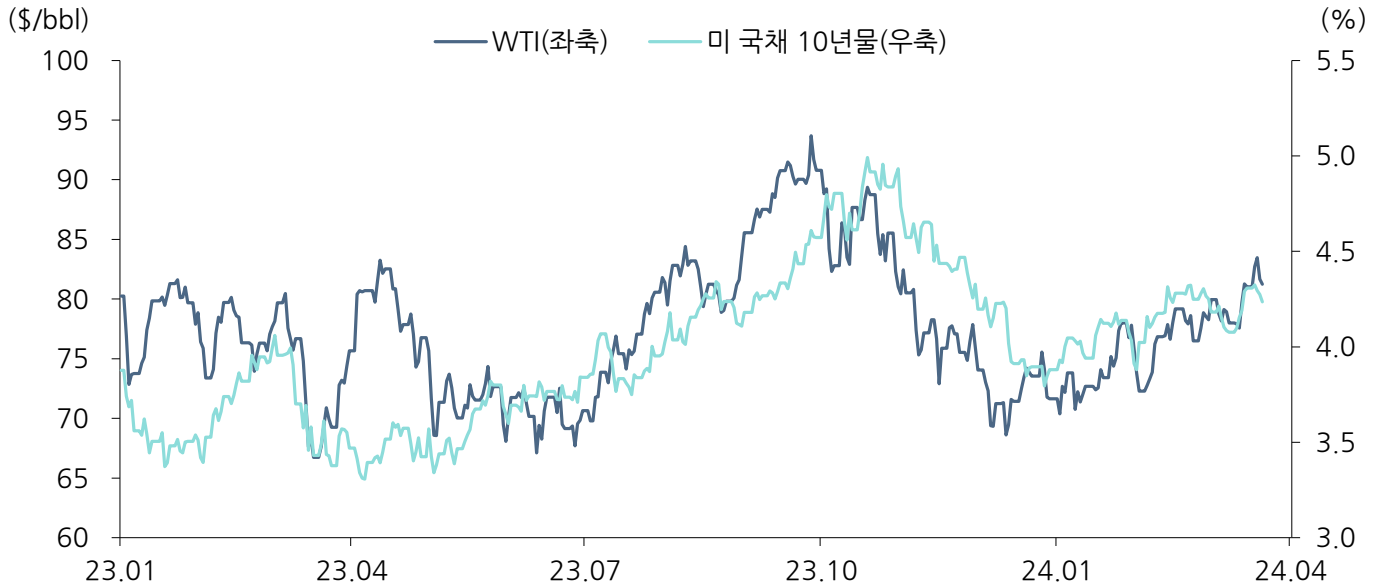
그림 15. 연준 기준금리와 실질 기준금리 추이

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미 국채 금리에 강한 영향력을 행사 중인 유가

- 유가 상승은 미 국채 금리에 상방 압력으로 작용 중
- OPEC+의 감산이 지속 & 미국 드라이빙 시즌 전 원유 수요 증가 전망도 유효
- 연준의 성장률 전망치 상향 조정을 고려할 시 원유 수급은 보다 타이트해 질 것

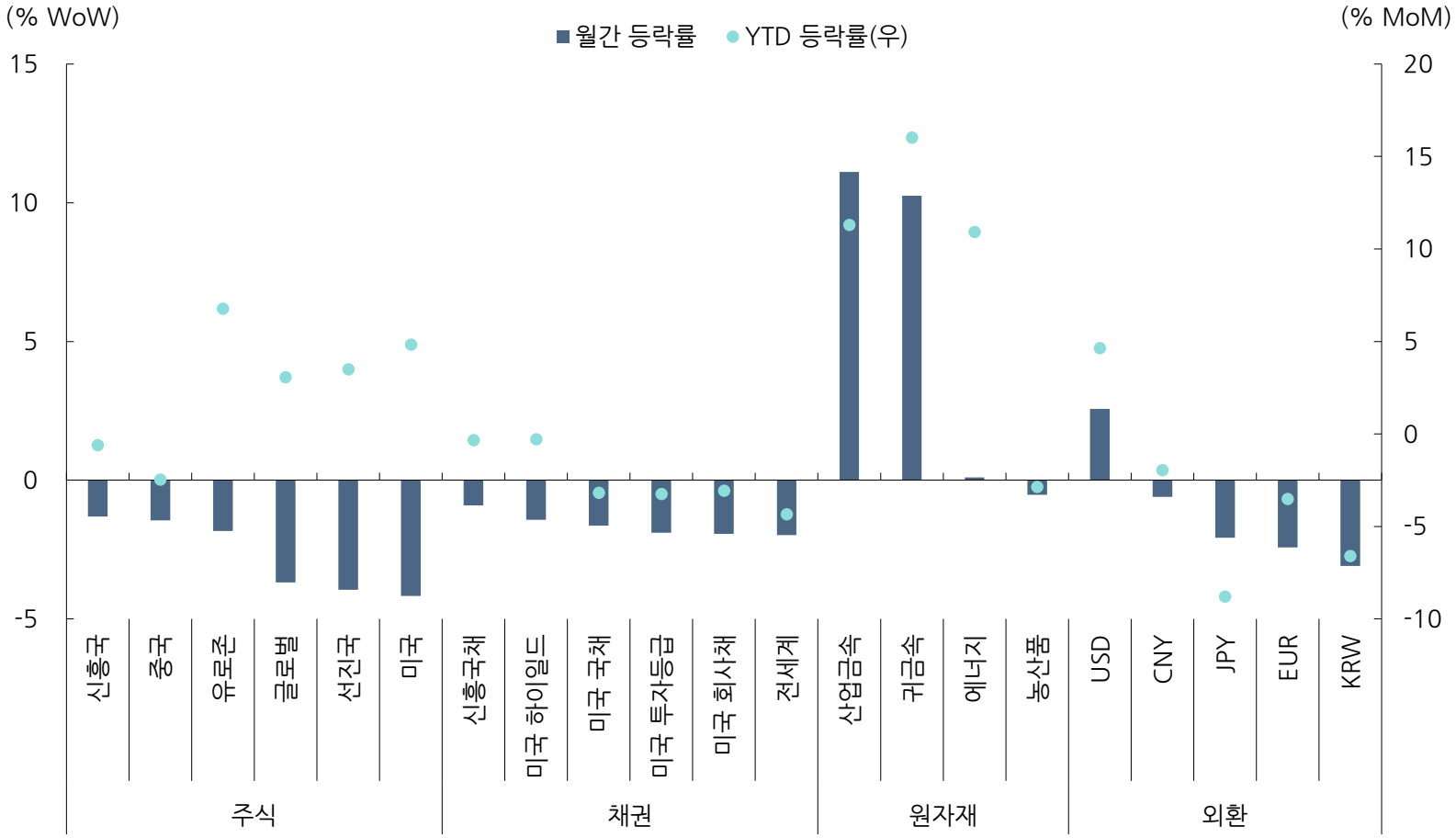
그림 16. WTI 유가 및 미 국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미 연준의 금리 인하 지연 여부에 영향 받은 자산 시장

그림 17. 자산별 월간 및 YTD 수익률

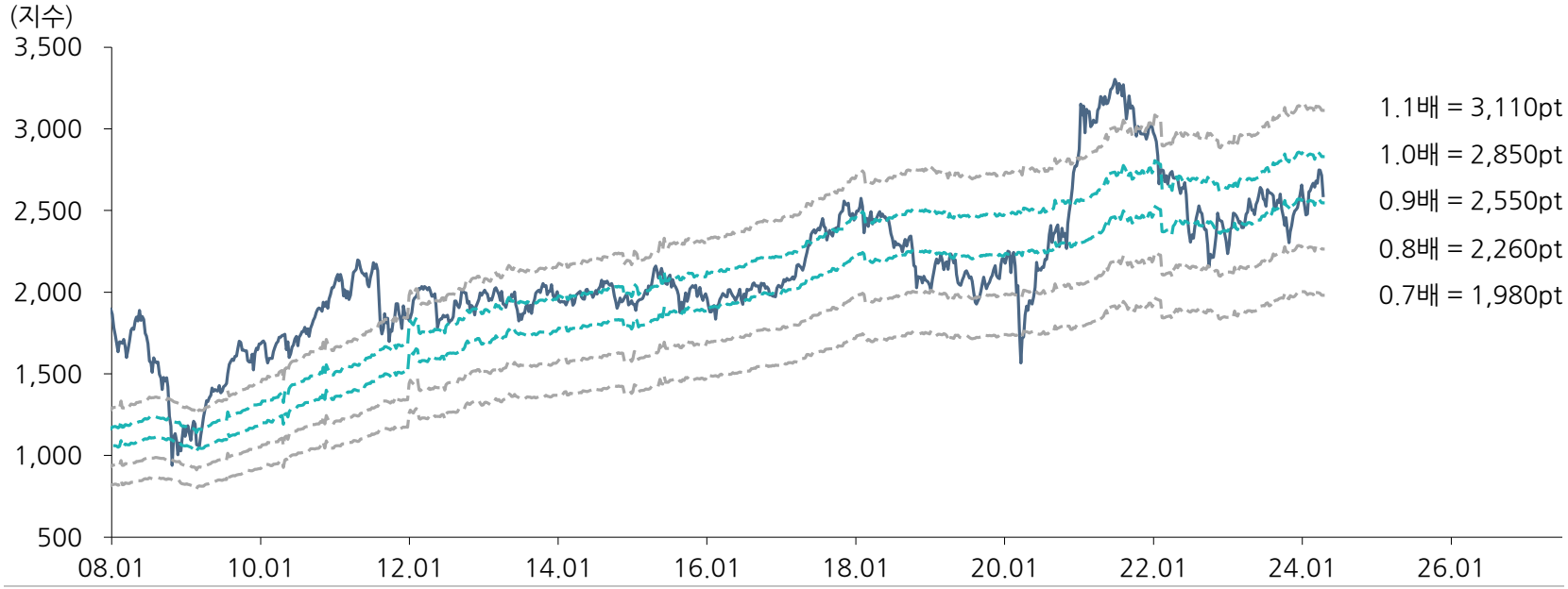


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

2분기 KOSPI 2,550 ~ 2,850pt

- 2Q KOSPI Target 2,550 ~ 2,850pt의 종전 전망을 유지
- 최근 연준 정책 불확실성은 미국 매크로 환경의 절대 순항에 기인한 통화정책 정상화 시점의Data-dependent격 지연 성격이 우세
- 글로벌 순환적 위기 수준의 충격을 상정해도, KOSPI P/B 0.9배선의 하방 지지력 유효

그림 18. KOSPI 12개월 선행 P/B 레벨별 환산 KOSPI 지수대



자료: , 상상인증권 리서치센터

연준 Higher for Longer 장기화 가능성을 염두

- 단, 물가 하향 안정화 확신과 연준 통화완화 기대간 공존은 계속해서 위협받을 공산이 큼
- 연준 Higher for Longer 고금리 대응의 장기 고착화 가능성에 대한 적극적 대비가 필요
- 과거 연준 H4L 국면에선, 1) 국내외 증시 인덱스 기대 수익률은 제한, 2) 스타일 및 섹터/업종 리더십 불분명, 3) 실적/정책/수급 모멘텀 보유 개별 종목대안의 차별화 장세가 심화

표 2. 연준 Higher for Longer(연준 마지막 금리인상과 첫번째 금리인하 사이 구간) 국면에서의 국내외 증시 투자 성과

구분	마지막 금리 인상(A)	첫 번째 금리 인하 (B)	기간 (B-A, 거래일)	절대 수익률 (%)				상대 수익률 (%)		
				S&P500	NASDAQ	KOSPI	KOSDAQ	방어주 - 민감주	가치주 - 성장주	대형주 - 중소형주
1	1980-03-18	1980-04-22	25	-0.6	-2.3	11.2		13	2.4	
2	1980-12-19	1981-07-07	136	-4.1	5.1	56.8		21.1	14.5	
3	1984-08-09	1984-10-11	43	-1.7	-2.2	-2.2		3.0	5.1	
4	1987-09-04	1987-10-28	36	-26.3	-34.6	8.2		8.9	0.5	
5	1989-02-24	1989-06-06	71	12.9	12	-1.7		14.4	-6.1	1.9
6	1995-02-01	1995-07-06	107	17.8	25.7	-1.1		-13.6	-1.4	0.8
7	1997-03-25	1998-09-29	381	32.9	38.9	-51.1	-47.9	14.4	-24.6	24.5
8	2000-05-16	2001-01-03	158	-8.1	-29.6	-30.2	-64.7	23.3	20.5	-13.8
9	2006-06-29	2007-09-18	304	19.4	22	45.6	34.4	-9.0	0.8	5.3
10	2018-12-20	2019-08-01	151	19.7	24.2	-2.1	-6.9	-10.9	-12.2	5.2
Average				6.2	5.9	3.3	-21.3	6.5	0.0	4.0
Median				6.1	8.6	-1.4	-27.4	11.0	0.6	3.6

자료: REFINITIV, 상상인증권 리서치센터

연준 Higher for Longer 장기화 가능성을 염두

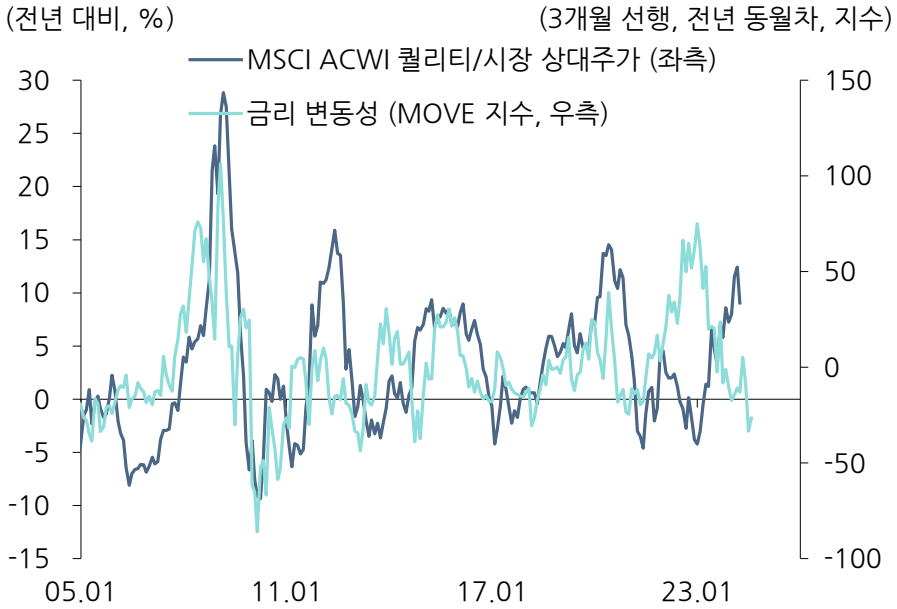
구분	마지막 금리 인상(A)	첫 번째 금리 인하(B)	기간 (B-A, 거래일)	경기 소비재	필수 소비재	에너지	금융	헬스 케어	산업재	IT	소재	유틸리티	커뮤니케이션
MSCI USA	1995-02-01	1995-07-06	107	-4.6	-0.9	-1.5	1.8	2.2	-3.7	9.2	-7.7	-6.5	-10.0
	1997-03-25	1998-09-29	381	3.0	-21.7	-14.3	-10.6	19.3	-24.8	23.9	-42.3	-7.1	26.9
	2000-05-16	2001-01-03	158	-8.2	31.4	17.4	28.2	25.9	18.0	-24.2	-5.5	36.3	-19.5
	2006-06-29	2007-09-18	304	-5.7	-3.8	16.1	-14.2	-2.7	-0.3	12.7	10.9	5.2	13.9
	2018-12-20	2019-08-01	151	2.2	-2.7	-12.4	1.4	-11.6	1.9	10.8	-1.3	-8.8	1.8
	Average			-2.7	0.5	1.0	1.3	6.6	-1.8	6.5	-9.2	3.8	2.6
	Median			-4.6	-2.7	-1.5	1.4	2.2	-0.3	10.8	-5.5	-6.5	1.8
MSCI Korea	1995-02-01	1995-07-06	107	20.0	-18.1	-4.1	-14.7	-18.5	-16.9	-24.1	-5.6	18.4	10.8
	1997-03-25	1998-09-29	381	7.4	2.5	-2.1	-25.7	8.5	-7.7	4.3	7.3	10.3	37.3
	2000-05-16	2001-01-03	158	2.8	5.8	21.6	23.3	-19.5	-10.7	-13.9	-7.9	11.6	31.4
	2006-06-29	2007-09-18	304	-31.7	-3.6	81.9	-19.1	9.6	90.7	-38.5	106.3	-25.6	-34.6
	2018-12-20	2019-08-01	151	2.4	-12.8	-8.7	-9.2	-25.8	-16.1	16.4	-11.0	-19.9	2.1
	Average			0.2	-5.2	17.7	-9.1	-9.1	7.9	-11.2	17.8	-1.0	9.4
	Median			2.8	-3.6	-2.1	-14.7	-18.5	-10.7	-13.9	-5.6	10.3	10.8

자료: REFINITIV, 상상인증권 리서치센터

금리/증시 변동성 확대 리스크 헤지 대안은 퀄리티 실적주

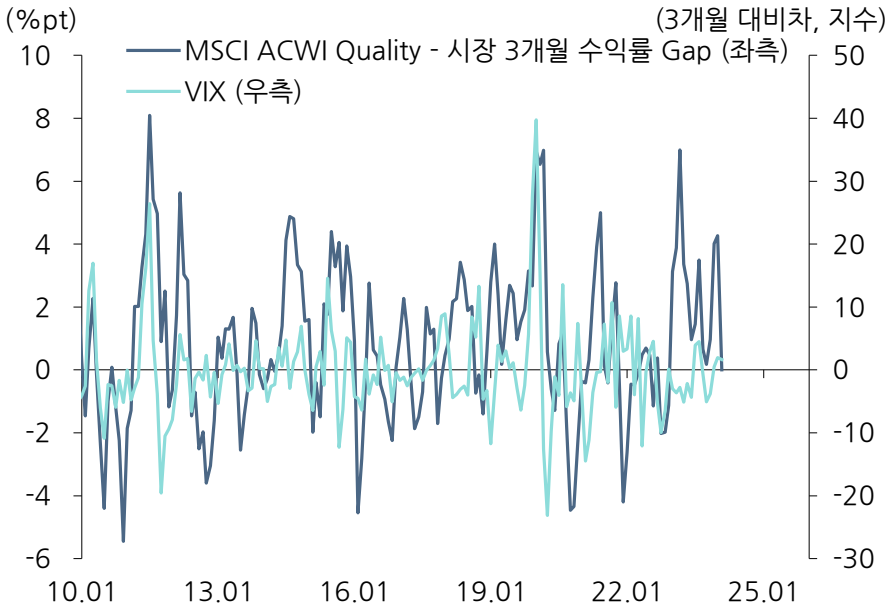
- 연준 H4L 국면 투자전략 우회로 확보와 함께 시장금리 추가 상승 및 금리/증시 변동성 확대 리스크 동반 헤지가 가능한 전략대안은 퀄리티 실적주
- 재무 건전성과 실적 모멘텀을 겸비한 퀄리티 실적주가 현 시장의 안전지대이자 핵심 알파 원천에 해당

그림 19. 금리 변동성 확대, 퀄리티 투자대안 전술적 유용성 배가



자료: REFINITIV, 상상인증권 리서치센터

그림 20. 국내외 증시 변동성 확대기 PF 안전지대: 퀄리티 실적주

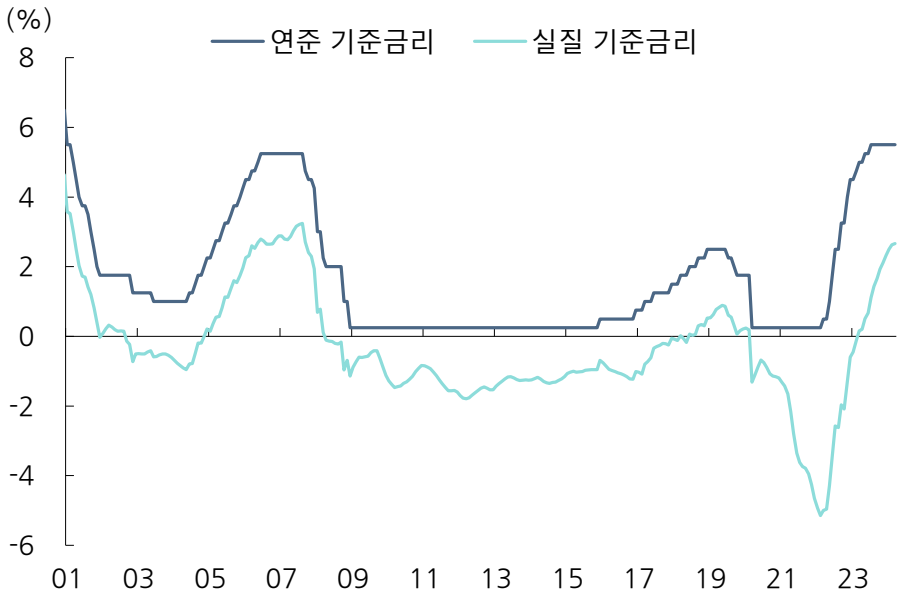


자료: REFINITIV, 상상인증권 리서치센터

연준의 기준금리 인하 시점 및 24년 금리 인하 횟수 전망 수정

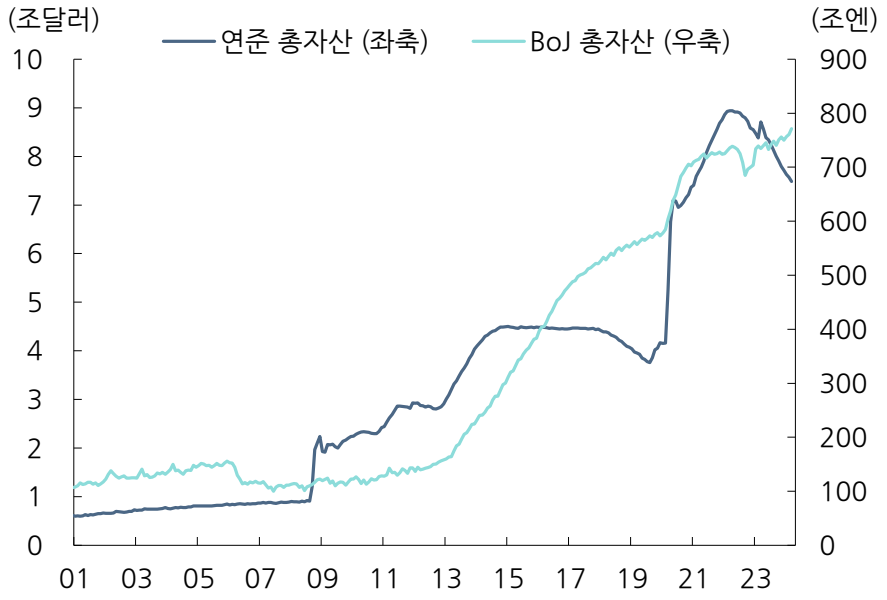
- 금리 인하 시점: 2024년 6월 FOMC회의 → 2024년 9월 FOMC회의
- 금년 금리 인하 횟수: 3회(75bp 인하) → 2회(50bp 인하)
- 연준의 정책 경로 관련 노이즈 발생. 그러나 금리 인하로 가는 정책 경로 유지
- 긴축에서 중립적 통화정책으로의 미세 조정 필요

그림 21. 연준 기준금리 및 실질 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 22. FED 및 BOJ의 총 자산 추이

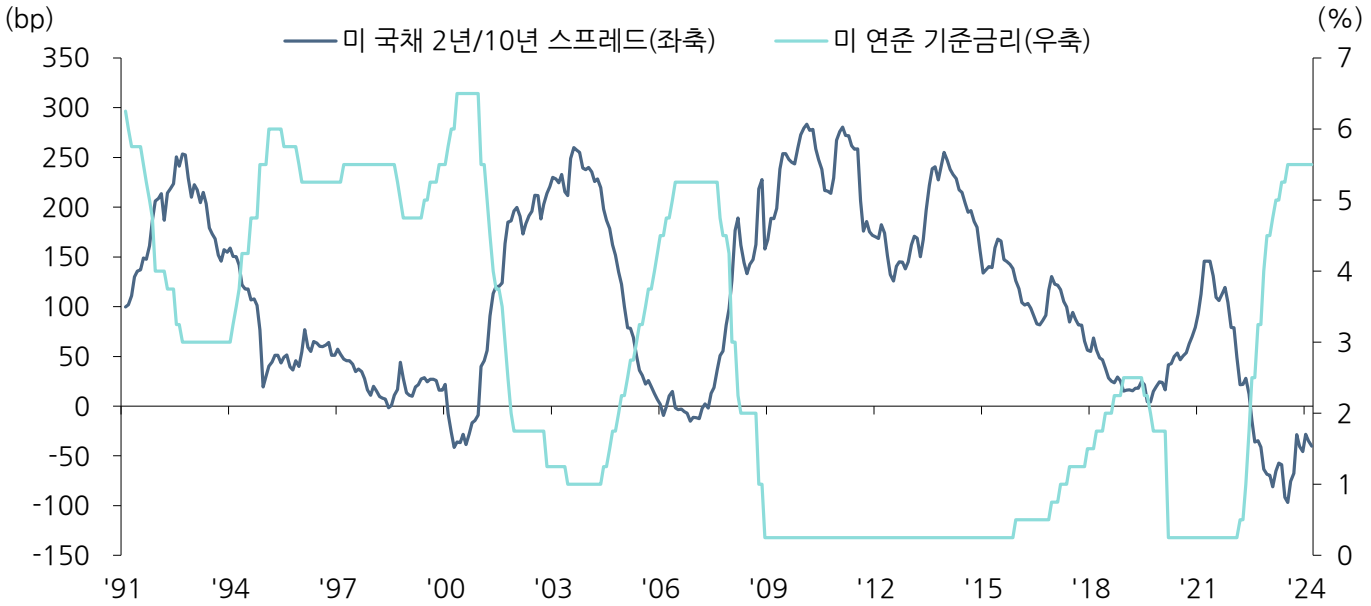


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미국 금리 하락세는 점진적 진행

- 늦어지는 통화 정책 정상화, 연준 기준금리 하회 현상 지속 가능성 증대
- 연간 미국채 2년물 금리: 4.40~5.20%. 연간 미국채 10년물 금리: 3.60~4.90%
- 미국채 금리 하락세는 bumpy inflation으로 인해 점진적으로 진행
- 미 크레딧 스프레드 확대 흐름 역시 물가 압력과 경기 확장세 고려 시 지연 전망

그림 23. 미 연준 기준금리 및 미 국채 2년/10년 스프레드 추이

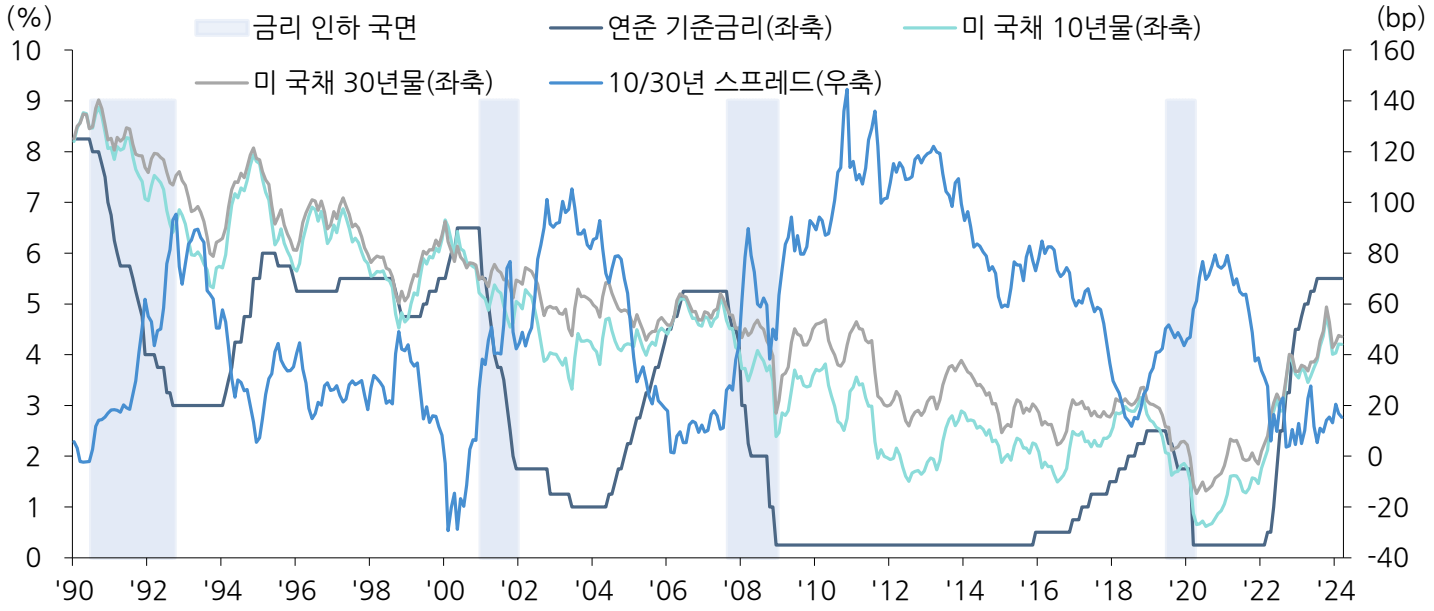


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

동결 후 인하 국면에서 초장기채 금리 점검

- 90년 이후 4차례 연준 금리 인하 국면에서 미 국채 10년/30년 금리 스프레드는 확대
- 10년물 금리의 낙폭이 확대되는 모습
- 동결 기간 동안은 기간별 차별화된 장기채 금리 흐름 시현

그림 24. 연준 금리 인하 국면별 초장기채 금리 추이

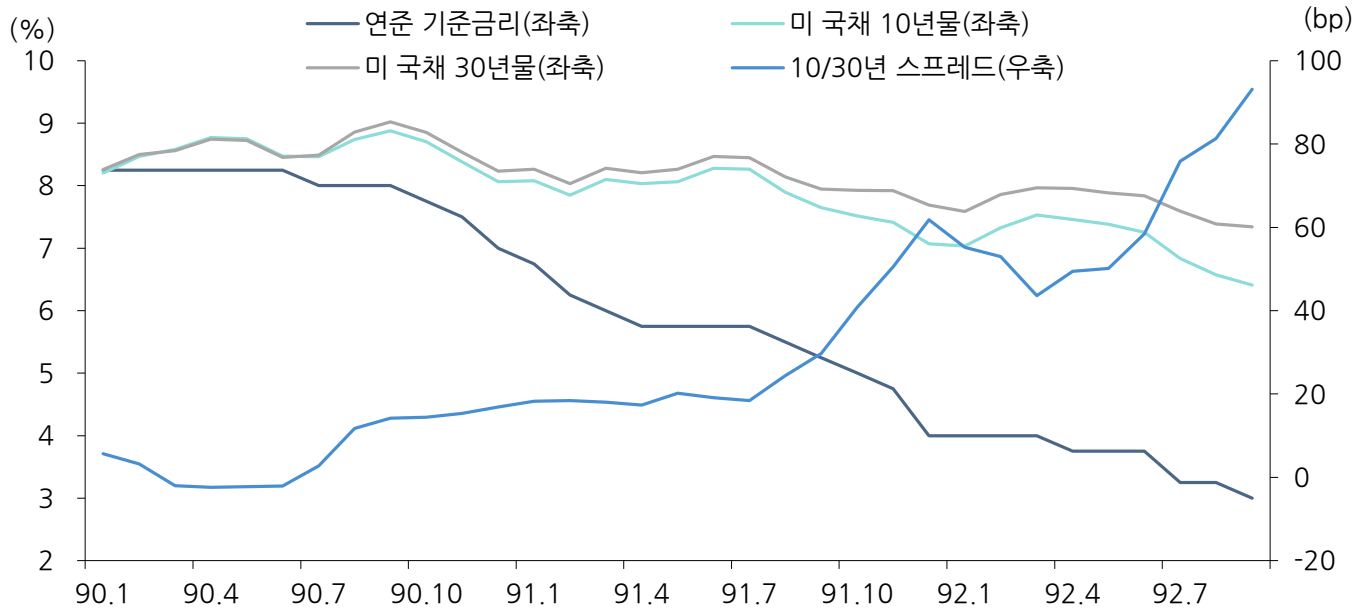


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

① '90.7월~'92.9월(25개월) 인하기

- 90년 미국 경기 침체 발생으로 25개월간 525bp 금리 인하 단행(8.25% → 3.00%)
- 금리 인하 전 동결 기간 동안은 초장기채 금리 상승흐름이 유지되었으나
- 금리 인하 진행 기간동안 10년물 금리는 평균 2%p 하락,10년/30년 스프레드는 90bp 상승

그림 25. '90.7월~'92.9월 인하국면에서의 초장기채 금리 흐름

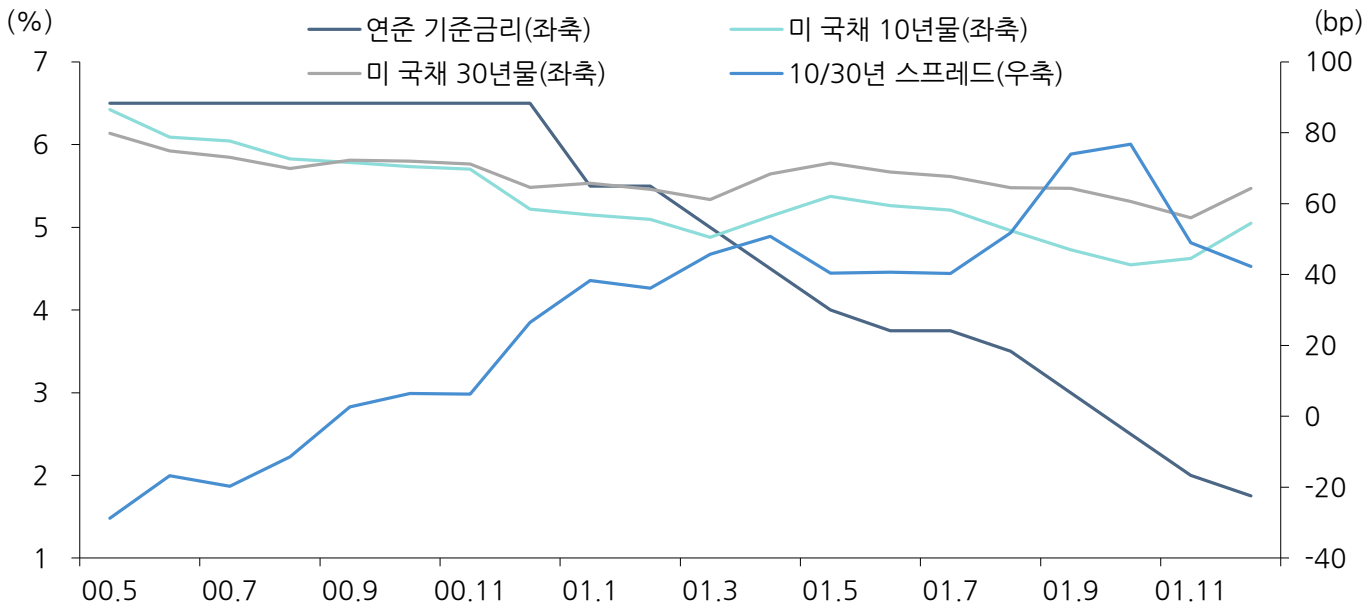


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

② '01.1월~'01.12월(11개월) 인하기

- 01년 닷컴버블 발생과 동시에 연준은 11개월간 약 475bp 금리 인하(6.50% → 1.75%)
- 동결 기간 중에도 초장기채 금리는 경기에 대한 우려가 반영되며 기준금리를 하회
- 금리 인하 이후에도 하방 흐름은 이어졌으나, 추가 낙폭은 완만하게 진행(10년물 17bp 하락)

그림 26. '01.1월~'01.12월 인하국면에서의 초장기채 금리 흐름

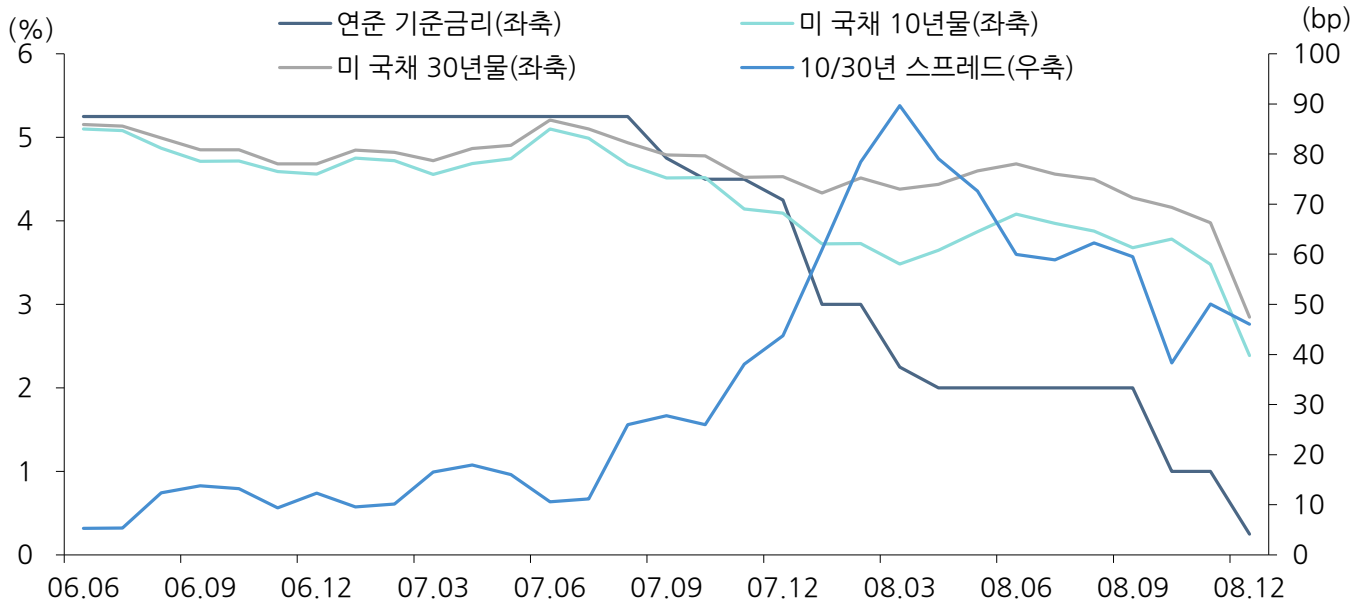


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

③ ’07.9월~’08.12월(15개월) 인하기

- 글로벌 금융위기 발생으로 15개월간 연준은 500bp 금리인하를 진행
- 금리 동결 기간중 기준금리 아래에서 등락
- 경기 침체 강도가 강해지는 08년 후반부로 향할수록 국채 금리 낙폭 확대(10년물 229bp 하락)

그림 27. ’07.9월~’08.12월 인하국면에서의 초장기채 금리 흐름

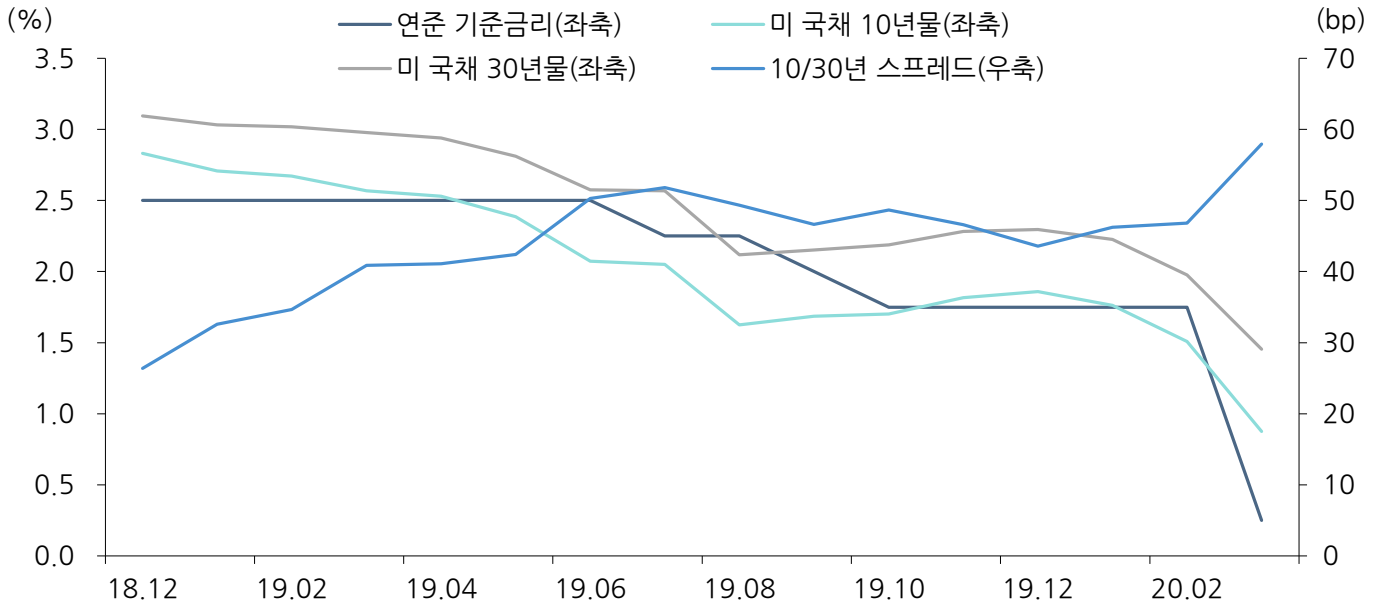


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

④ ’19.7월~’20.03월(8개월) 인하기

- 코로나 팬데믹 기간 전후 연준은 8개월간 200bp 금리 인하를 진행
- 동결 기간중에도 초장기채 금리는 완만하게 하락하며 기준금리를 하회
- 금리 인하 후반부 팬데믹 영향력이 확대되자 150bp금리 인하하며 10년물 금리도 한 달간 63bp 급락

그림 28. ’19.7월~’20.03월 인하국면에서의 초장기채 금리 흐름



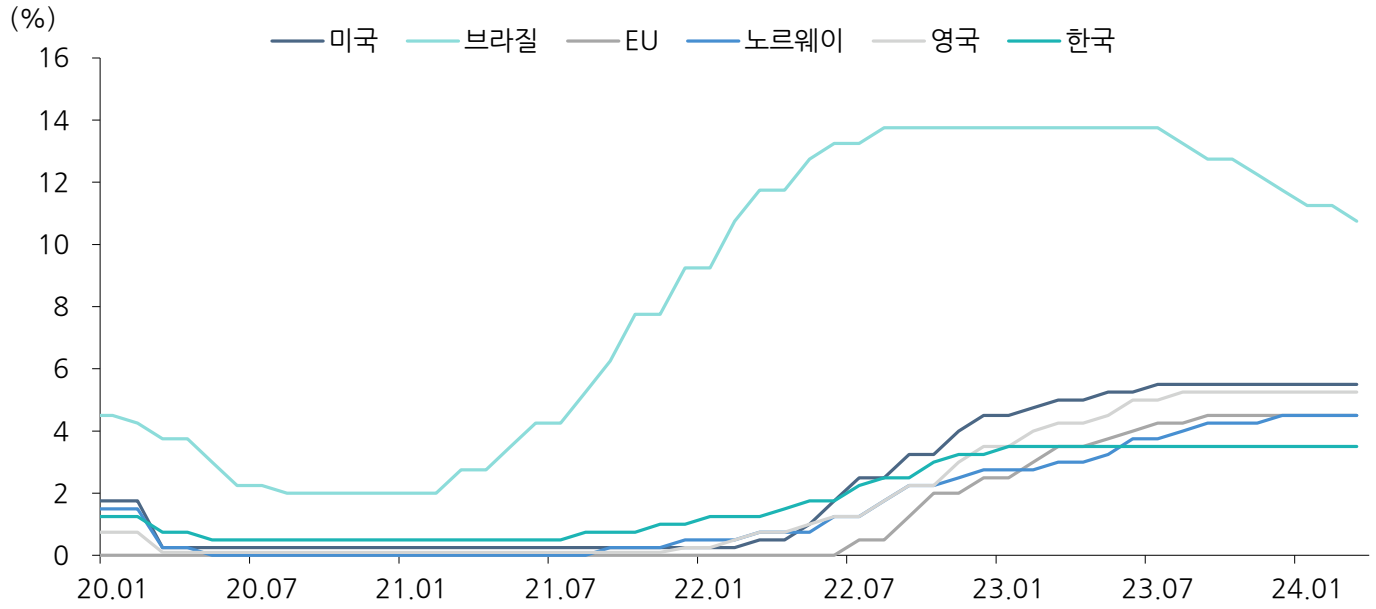
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

달러의 독주를 막기 어려워진 형국

- 주요국 중앙은행의 연준과의 통화정책 디커플링 시작
- 연준의 금리 인하 시점 지연 전망이 주요국의 금리 인하 지연으로 동조화되지 않을 것
- 각국의 경제 및 금융시장 여건에 맞는 통화정책이 전개

→ 미국과의 금리차 유지 및 역전 폭 확대로 달러 강세 연말까지 유지될 전망

그림 29. 주요국 기준금리 추이

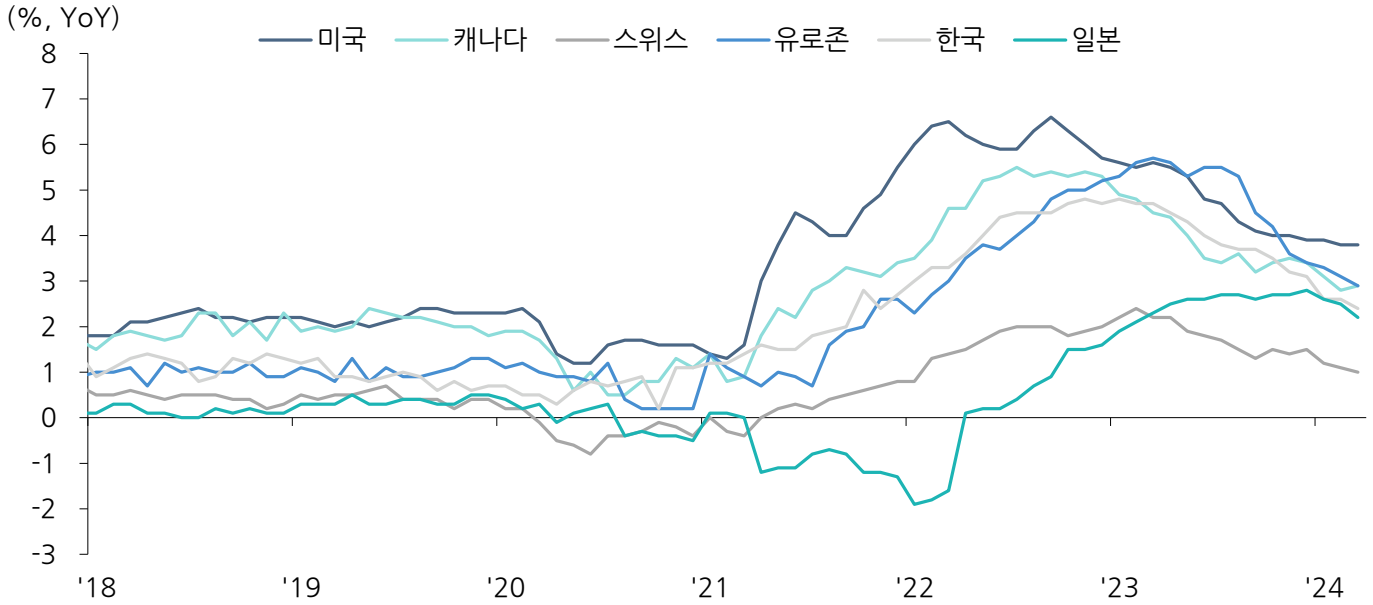


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

서비스 물가의 견조함은 미국만의 특징

- 주요 중앙은행들의 목표는 결국 물가 안정
- 대부분 국가들은 내수 부진과 물가 하방 압력 확대
- Cost-push 인플레이션은 글로벌 공통 사항이나, 근원 물가의 견조함은 미국의 특징

그림 30. 주요국 근원물가지수 추이

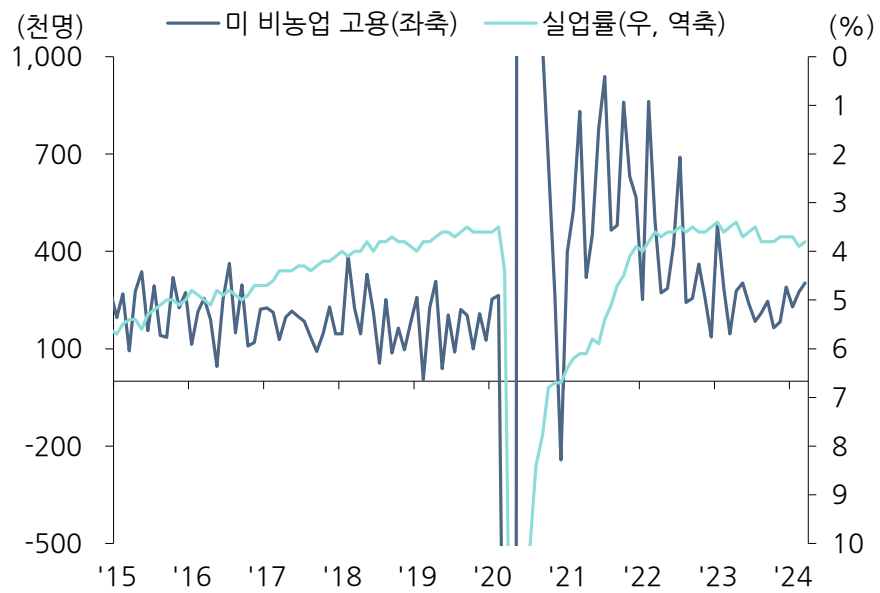


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

서두를 필요가 없는 연준

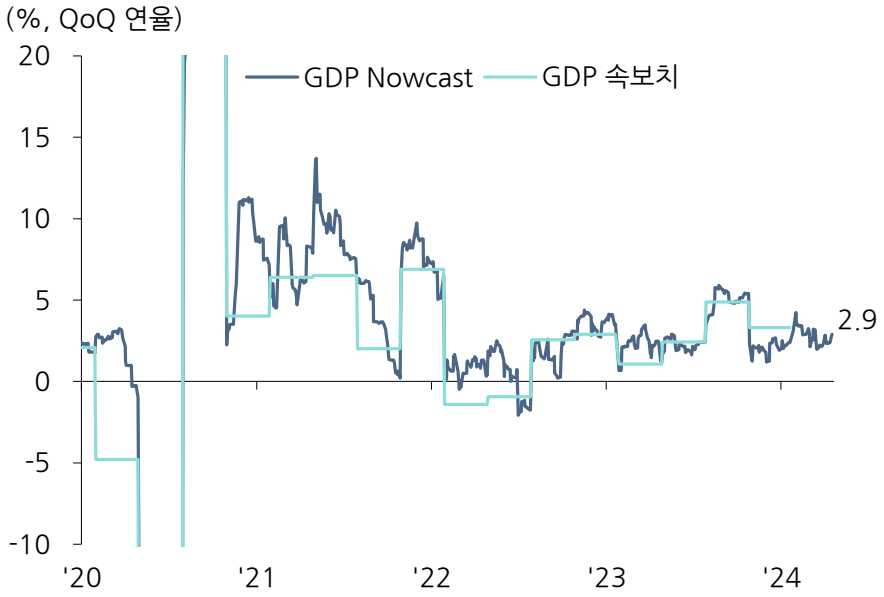
- 고용 강세와 강한 내수 등 주요국 대비 경기 측면에서 우위를 가지는 미국은 금리 인하를 서두를 필요가 없음

그림 31. 미 비농업 고용 및 실업률 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 32. 아틀랜타 연준 GDP Nowcast 및 실제 GDP 속보치

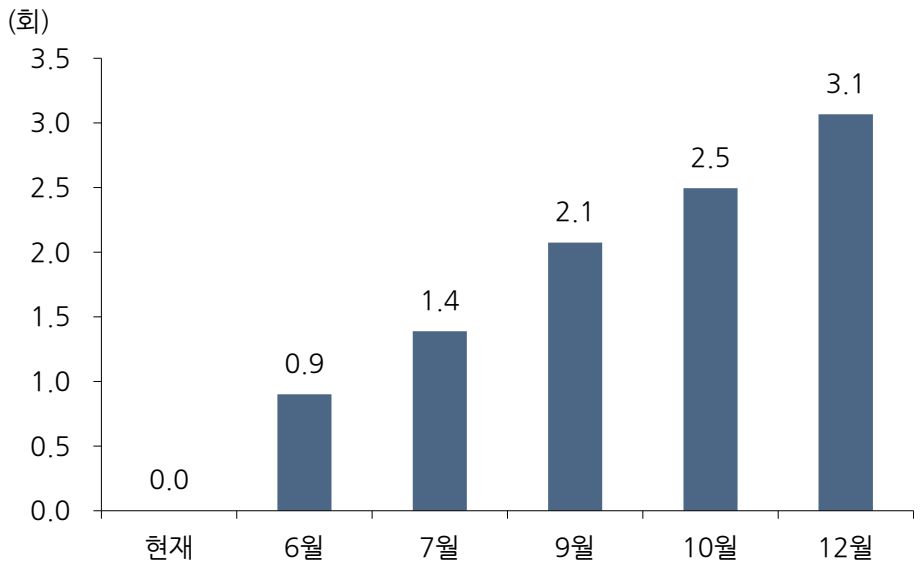


자료: 아틀랜타 연준, 상상인증권 리서치센터

ECB, 6월 선제적인 인하 가능성

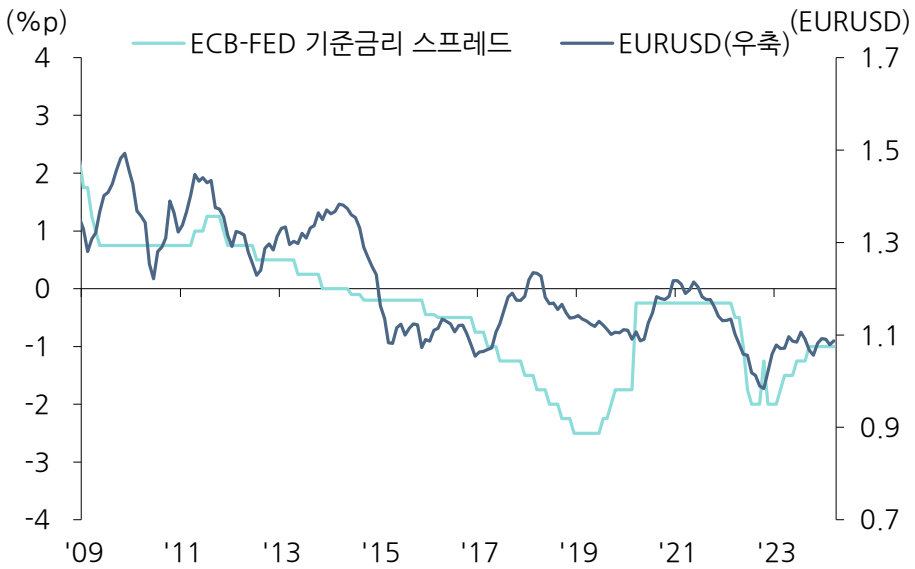
- 달러인덱스 가장 큰 비중(57.6%)을 차지하는 유로화
- 미-유로 금리차가 유로달러 환율을 결정 중
- 6월 인하를 높가 반영 중. 금리 인하 진행시 유로 절하에 따른 미 달러화 강세는 불가피

그림 33. 선물시장에 반영된 유로존 금리 인하 횟수(-25bp) 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 34. ECB-FED 기준금리 스프레드 및 유로달러 환율 추이

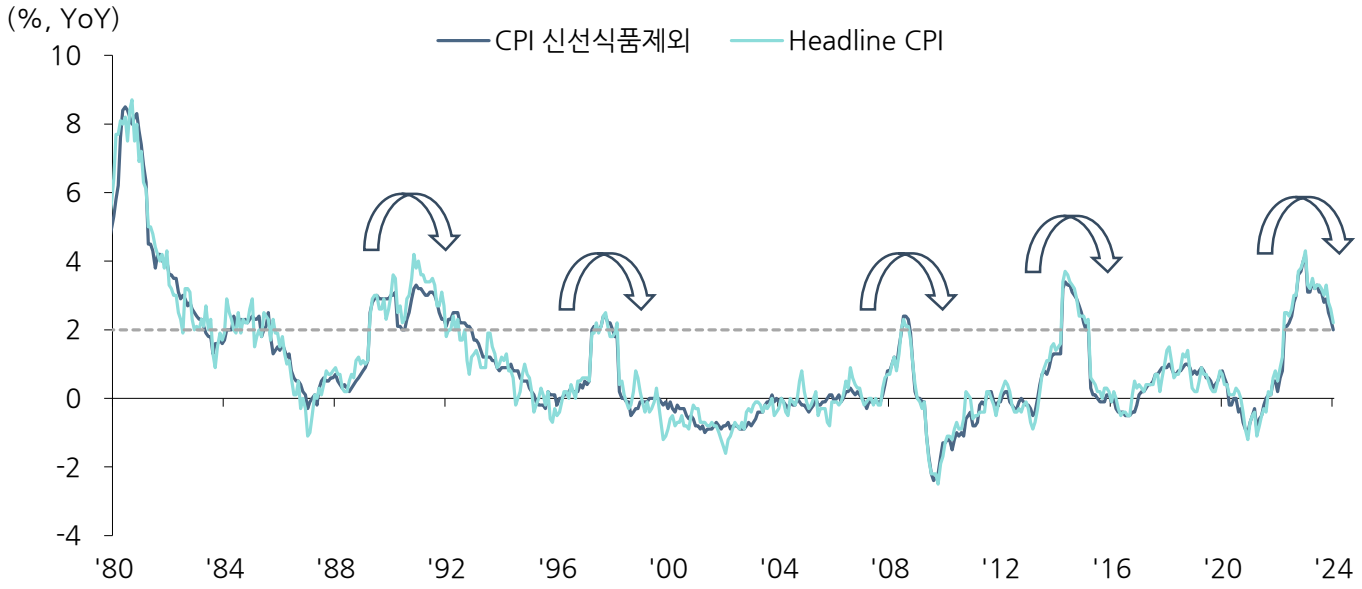


자료: 아틀랜타 연준, 상상인증권 리서치센터

BOJ, 가능성이 낮은 변수

- 주요국 중 올해 미국과 역방향(긴축) 통화정책이 예상되는 유일한 국가
- 달러인덱스 비중(13.6%)이 유로화 다음으로 크다는 점은 달러 강세를 소폭 진정시킬 것
- 다만 저물가 트라우마가 깊은 일본이 강한 긴축으로 전환할 수 있을지는 회의적
- 신중한 통화정책 정상화가 진행될 BOJ, 강달러를 제어하긴 어려울 것

그림 35. 일본 소비자물가 상승률

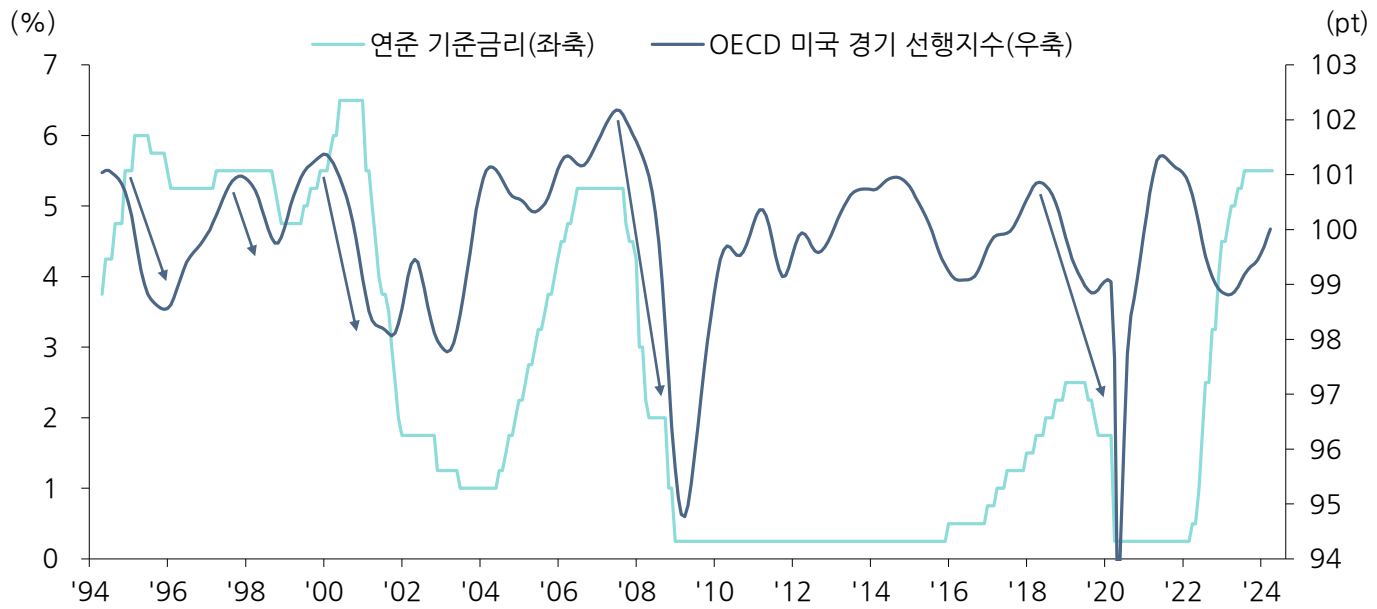


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

연준의 동결 기간 장기화, 글로벌 경기 하방 압력 불가피

- 통상적으로 경기 호황과 금리 인하의 공존은 어려운 현실
- 1994년 이후 연준의 5차례 금리 인하 국면에서 모두 미국 경기 선행지수의 선제적 하락이 확인된 뒤 금리 인하가 진행
- 경기 과열 해소는 연준의 금리 인하에 필수적

그림 36. 연준 기준금리 및 OECD 미국 경기 선행지수 추이

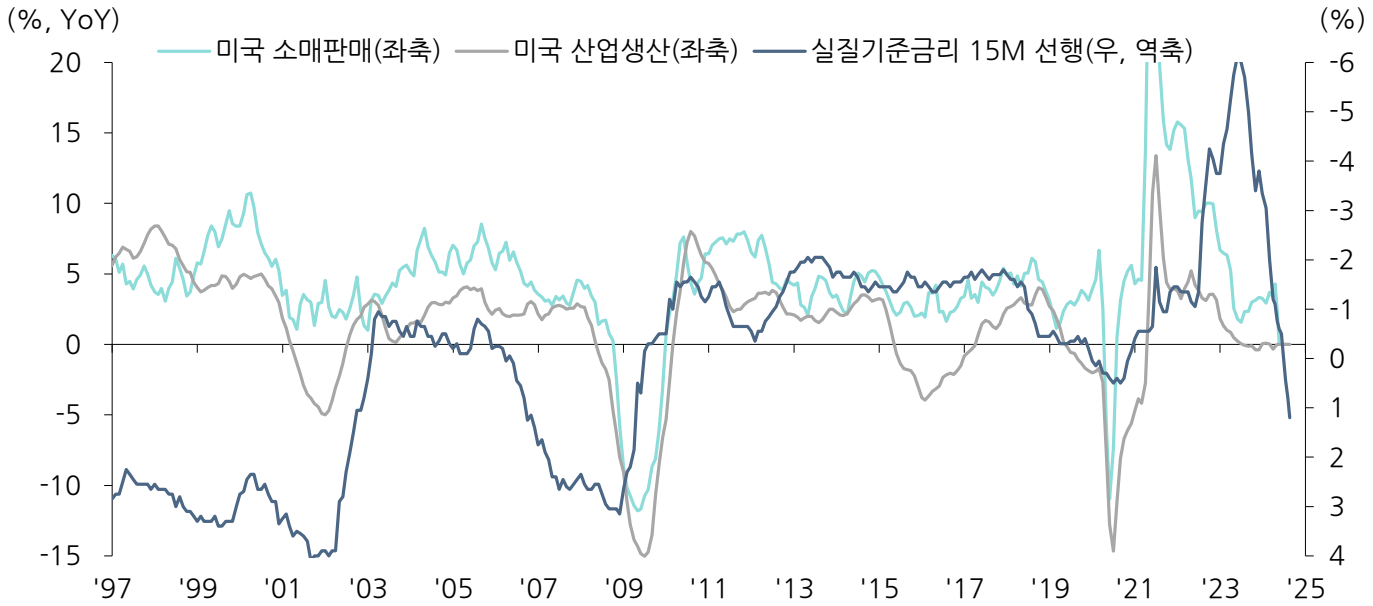


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

미국 경기 전망의 추가 상향 조정은 어려울 것

- 실질 기준금리는 15개월의 시차를 두고 소매판매와 산업생산에 영향
- 급등한 실질 기준금리는 실물경제의 점진적 하강을 유도할 것
- 미국 및 글로벌 경제 성장률 전망치의 추가 상향 조정은 어려울 전망

그림 37. 미 소매판매 & 산업생산 및 실질 기준금리 추이

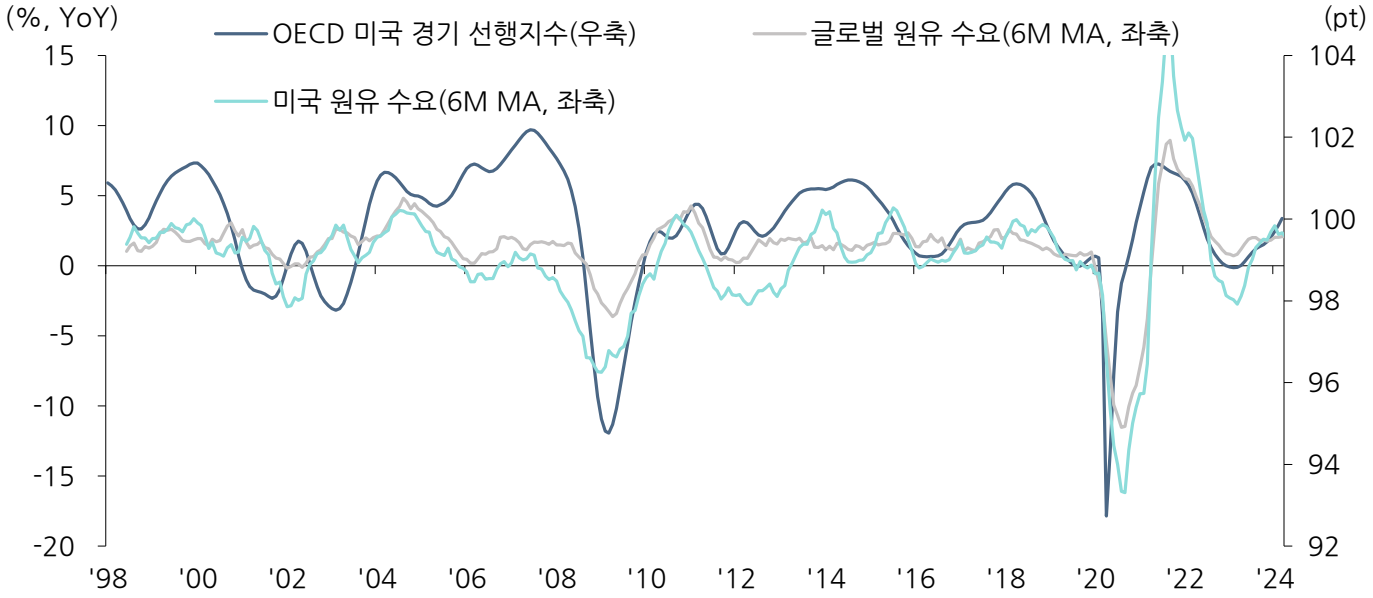


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

원유 수요 상승폭 둔화를 이끌 연준의 고금리

- OECD 미국 경기 선행지수는 글로벌 원유 수요를 대변함
- 즉, 연준의 금리 동결 장기화는 원유 수요의 점진적 둔화를 암시
  → 유가 상단을 제한하는 요인으로 작용

그림 38. OECD 경기선행지수 및 미국&글로벌 원유 수요 증감폭(6M MA)

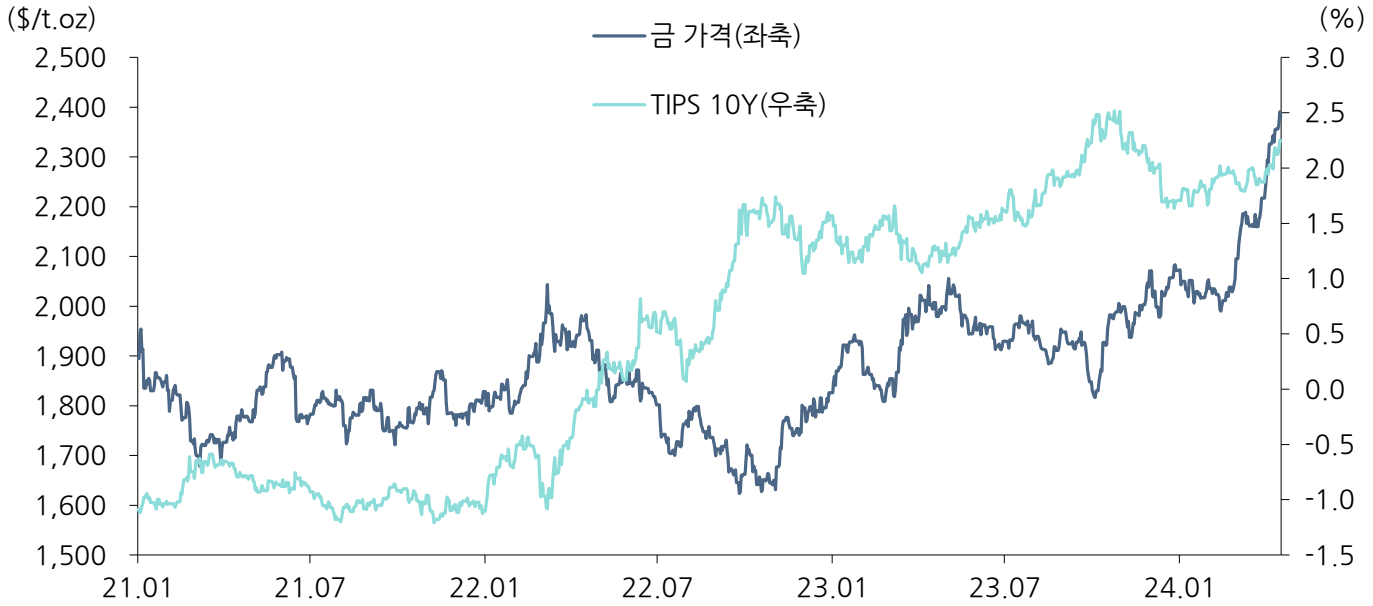


자료: EIA, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

금리가 중요해 보이지 않은 금

- 연준의 금리 인하 전망이 지연됨에도 상승 랠리가 지속중인 금
- 역의 관계성이 강한 미 물가연동채권 10년물의 상승에도 역대 최고치를 경신
- 지정학적 리스크가 반영되는 모습

그림 39. 금 가격 및 미 물가연동채권 10년물 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

금 가격은 금리보다 지정학적 리스크에 집중

- 중동 리스크에 대해 금 가격을 긍정적으로 해석할 상승 논리는 양방향 다 가능
- 중동지역 리스크 확대 → 안전자산 선호심리↑ → 금 가격 상승
- 중동지역 리스크 안정 → 연준의 금리 인하 가능성↑ → 금리와 역방향인 금 가격 상승
- 분명한 점은 인하 전망 축소(3회→2회) 시 금 가격의 상승 모멘텀은 일부 축소될 전망

그림 40. 이란 이스라엘 보복이 재보복으로 나타나며 악순환 가능성

자료: 연합뉴스

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 투자전략팀)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

상상인증권
sangsangin securities