# 채권전략

## Fed dependent

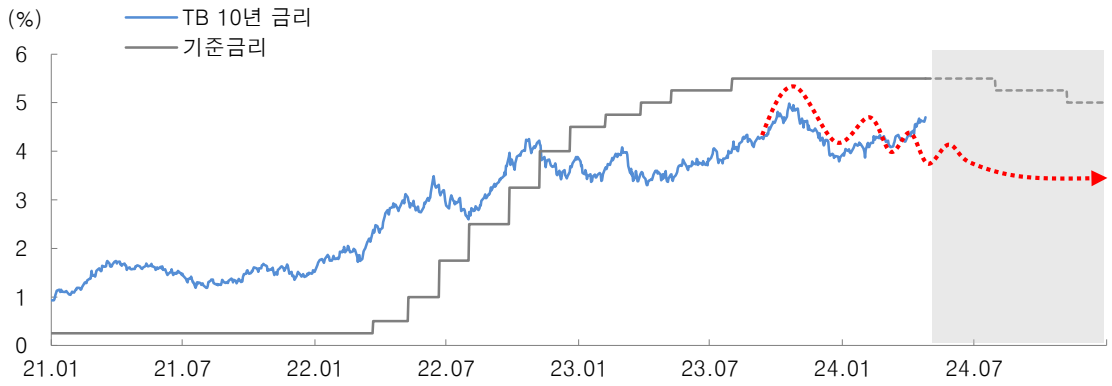
▪ 공동락 dongrak.kong@daishin.com

# 2024년 하반기 Fed dependent

## 기준금리 인상 종료 이후 추세적인 금리 하향 안정화 예상

- 기준금리 인상 사이클의 종료로 추세적인 금리의 하향 안정화 경로 예상. 다만 인상 종료 이후 인하 개시까지 인플레이션 안정을 확인할 필요가 있는데, 그 시간 간극이 당초 전망에 비해 지연됨
- 연말까지 시장금리는 하락세를 보일 가능성에 무게를 둠. 이번 금리 인상 사이클의 폭이나 속도가 매우 이례적일 뿐만 아니라 가팔랐고, 현재는 높아진 금리를 정상화하겠다는 기조가 통화당국의 금리 정책으로 반영될 것. 하반기 이후 2%대 물가 진입, 고금리 지속에 따른 위험 요인 부각 가능성 등도 인하 개시의 확률을 높이는 논거
- 다만 피봇(pivot) 시점이 당초 기대에 비해 지연될 것으로 예상됨에 따라 시중금리는 변동성 확대 과정을 거치며 연말까지 점진적으로 낮아질 전망. 또한 정책 전환 국면에서 통화 당국의 발언이나 경기 진단에 따른 금리 변동성 위험에도 일정 정도 대비할 필요가 있음
- 당사는 미국의 경우 올해 기준금리 인하 횟수를 3회로 예상했으나, 더딘 물가 안정을 감안하여 2회로 인하 횟수 하향(24년 말 美 기준금리 5.00%(상한 기준) 전망). 한국 기준금리 인하도 기존 3회에서 2회로 조정(24년 말 韓 기준금리 3.00% 전망)
- 중장기(6개월~1년 이상) 시계(視界)로 추세적인 채권 포지션 확대 및 매수 대응을 권고. 크레딧 채권의 경우는 우량채 중심으로 매수를 제안

**미국 기준금리와 TB 10년 금리 추이와 전망**




자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

**국내 및 미국 금리 전망**

| | | 2023 | | | | 2024 | | | | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | | | | |
| 한국 | 기준금리 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 3.25 | 3.50 | 3.00 | 2.50 |
| | 국고 3년 | 3.46 | 3.38 | 3.73 | 3.71 | 3.31 | 3.40 | 3.25 | 3.05 | 3.20 | 3.57 | 3.25 | 2.90 |
| | 국고 5년 | 3.45 | 3.38 | 3.76 | 3.77 | 3.34 | 3.45 | 3.30 | 3.10 | 3.32 | 3.59 | 3.30 | 2.95 |
| | 국고 10년 | 3.44 | 3.45 | 3.83 | 3.85 | 3.39 | 3.50 | 3.35 | 3.15 | 3.37 | 3.64 | 3.35 | 3.05 |
| 미국 | 기준금리 | 5.00 | 5.25 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.50 | 5.25 | 5.00 | 4.50 | 5.50 | 5.00 | 4.00 |
| | TB2년 | 4.34 | 4.26 | 4.92 | 4.81 | 4.48 | 4.85 | 4.60 | 4.45 | 2.99 | 4.58 | 4.60 | 3.65 |
| | TB10년 | 3.65 | 3.60 | 4.15 | 4.45 | 4.16 | 4.40 | 4.20 | 3.95 | 2.95 | 3.96 | 4.20 | 3.75 |

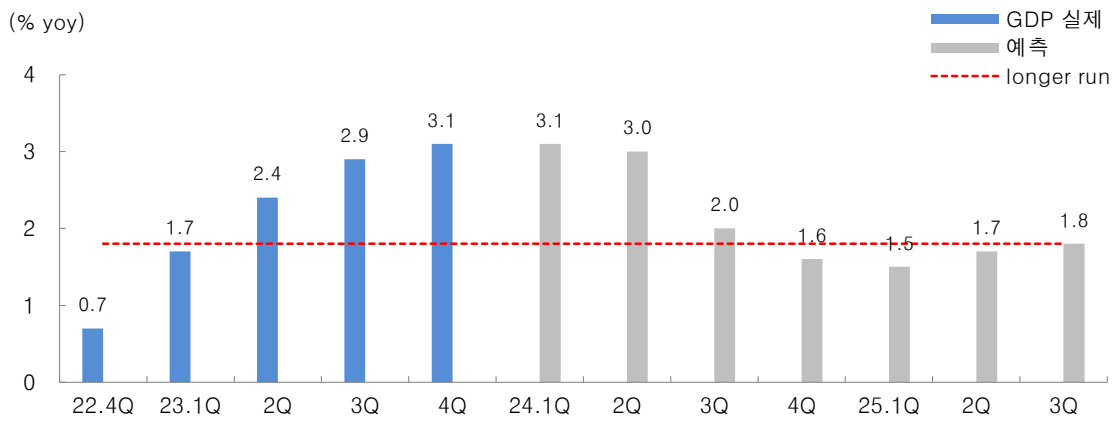
자료: 대신증권 Research Center

# 경기 침체 없는 기준금리 인하 가능할까

## 침체 시 인하는 저금리 상황에서의 논리. 이미 지금은 고금리 시대

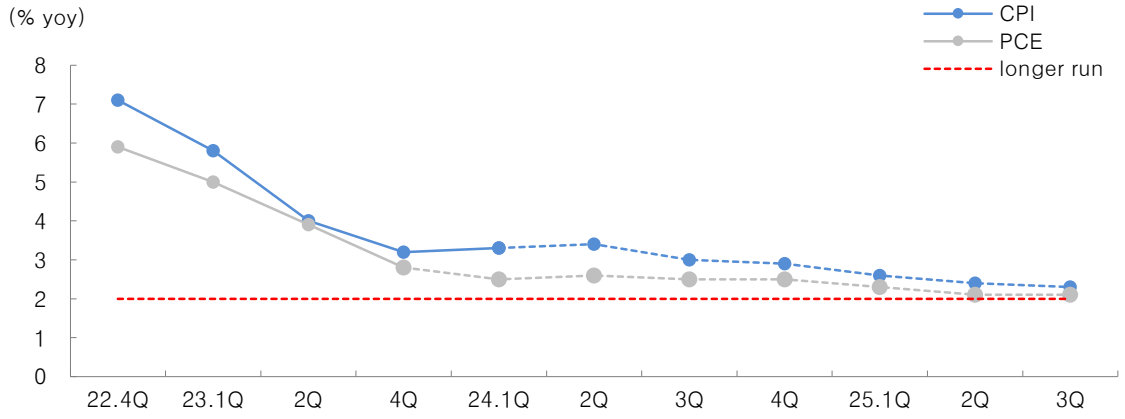
- 기준금리 논쟁에서 빼놓을 수 없는 이슈는 과연 경기 침체가 이뤄지지 않더라도 혹은 경기가 좋아도 인하가 가능한 것인가에 대한 의문. 이는 금융위기 이후 저금리 상황이 매우 오래 지속됨에 따라 형성된 논리로 낮은 금리를 낮추려면 급격한 경기 위축이 필요했다는 논거에 기인
- 그러나 팬데믹 이후에는 이미 금리 수준 자체가 중립적인 영역을 크게 상회한 고금리. 경기 침체와 같은 논거가 없어도 물가 안정이 선행된다면 기준금리 인하는 충분히 가능
- 너무 높은 금리를 정상 부근으로 낮출 수 있다는 정상화(normalization) 논리. 경기 침체가 발생하지 않더라도 하반기 물가 안정 확인 시 피봇(pivot) 전망

**미국 GDP 성장률 추이와 전망**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**미국 CPI, PCE 물가 상승률 추이와 전망**



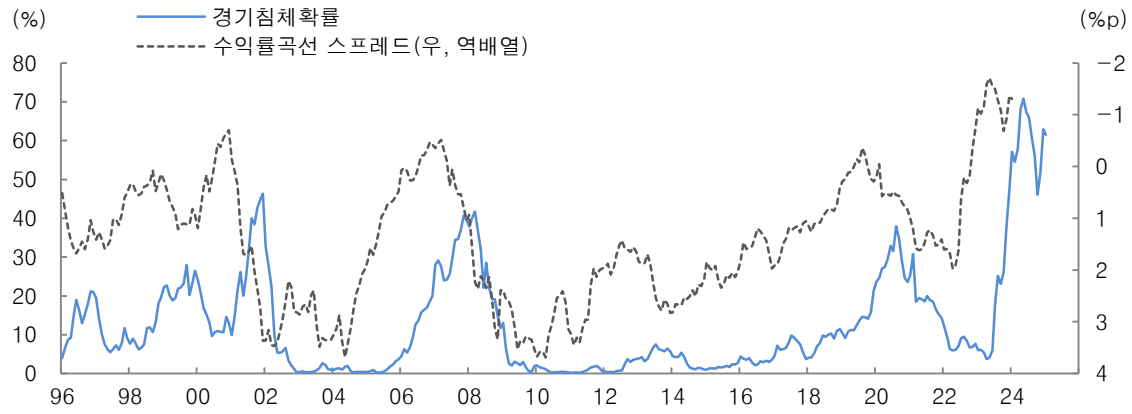

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 왜 자꾸 금리 논쟁에서 경기를 살필까

## 금리는 경기와 물가의 함수. 그런데 경기에 너무 지나치게 연결

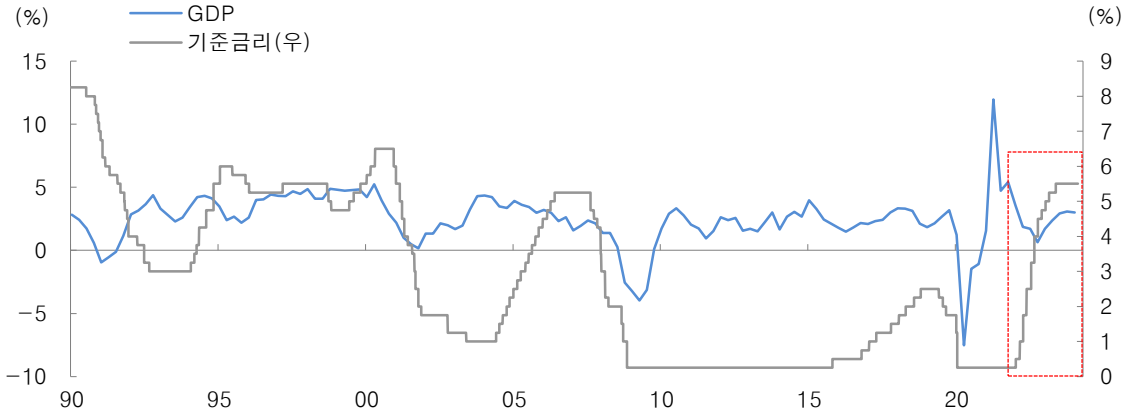
- ‘장단기금리 역전되면 침체 온다’ 등과 같은 금리와 경기를 연결하는 논쟁들로 인해 금리 접근에 경기 이슈들이 지나치게 얽혀 있음. 당연히 금리는 물가와 경기의 함수이지만, 부지불식 간에 경기에 대한 함수로 만 인식하는 관행. 통화당국 역시 도식화가 용이한 경기와 금리를 연결시키는 행보들을 반복
- 균형감 있는 금리 논쟁이 부각될 필요가 있고, 1980년대 이후 가장 높은 물가 수준 역시 이번 금리 정책에는 물가 요인이 절대적인 지분을 차지한다는 것을 상기해야 함. 이번 인상 사이클이 진행되는 과정에서는 심지어 경기가 안 좋을 때도 결국 물가 때문에 금리를 올린 바 있음. ex) 2022년 4분기 GDP 성장률 0.7%에도 빅스텝(75bp) 인상을 단행

**미국 수익률곡선 스프레드와 경기 침체 확률**




자료: Fed, 대신증권 Research Center

**미국 GDP 성장률과 기준금리**



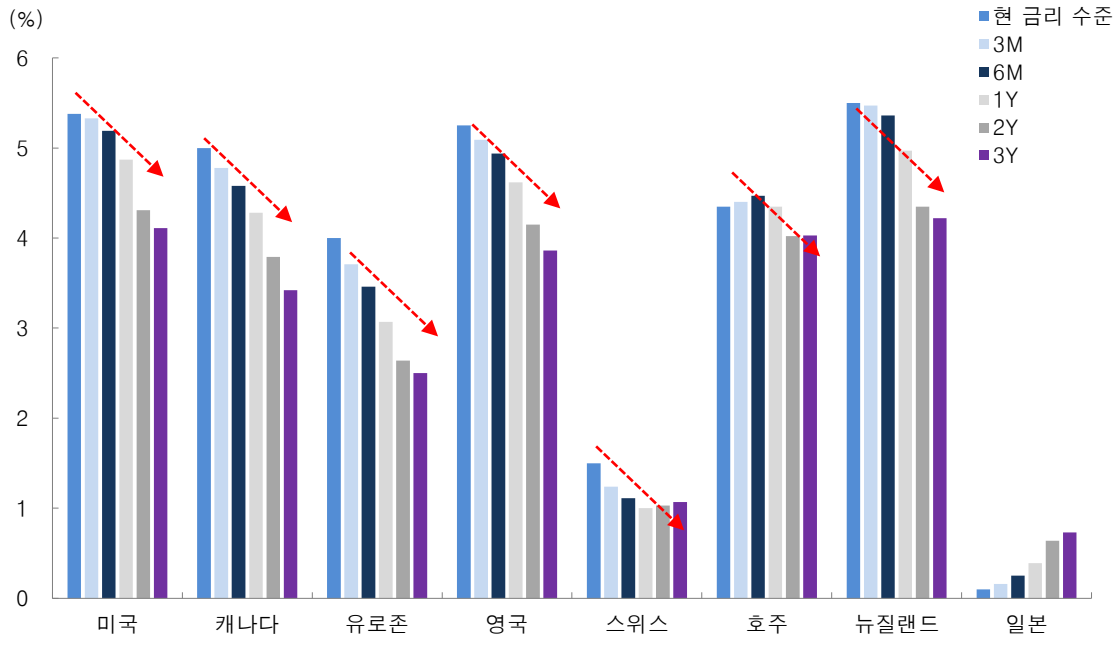

자료: Fed, 상무부, 대신증권 Research Center

# 미국의 피봇에 대한 비(非) 미국의 확신

## 급한 다른 나라들이 먼저 인하할 수도 있으나, 미국 피봇에 대한 기대 반영한 대응

- 미국 발(發) 금리 논쟁은 상대적으로 美에 비해 경기 여건이 좋지 않은 다른 국가들에게도 영향을 미치고 있음. 기축통화국인 미국의 통화정책을 추종하는 상당수 중앙은행들의 인하 시기도 지연
- 그러나 미국 역시 정책 전환에 대한 방향성을 밝힌 만큼 각국의 상황에 맞는 차별화된 통화정책 행보를 보이는 국가들도 서서히 나타나고 있음. 이는 "미국이 금리 인하를 지연하고 있는 것이지, 인하 기조 자체로 전환된 것은 맞다"는 방증
- 기조 전환에 대한 공감대가 없다면 섣불리 미국 보다 빠른 인하는 쉽지 않았을 것 ex) 스위스 3월 기준금리 인하, 유로존 6월 인하 개시 전망 우세. 한국도 미국의 정책 일정에 민감하나 인하 기조로의 전환 가능성은 숨기지 않고 있음. 미국의 피봇에 대한 비(非) 미국 중앙은행의 기대 반영으로 볼 수 있음
- 유일하게 기조적인 방향이 다른 일본. 그러나 인상이 이뤄지더라도 매우 점진적인 형태로 이뤄질 가능성이 높음

**주요국 기준금리와 향후 기간별 내재금리 추이**



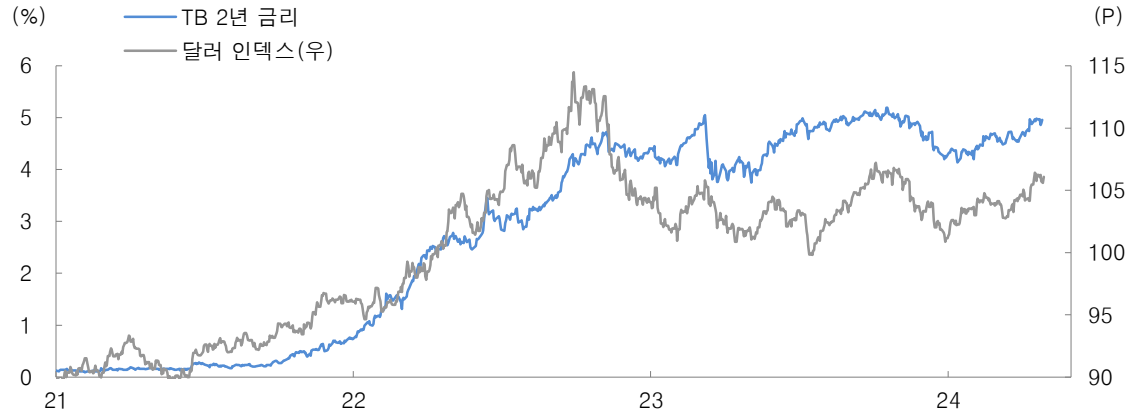

자료: Fed, Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 한미일 환율 공조가 주는 시사점

## 원화, 엔화의 가파른 평가 절하를 함께 고민한 연준, 피봇이란 기조를 반영한 행보

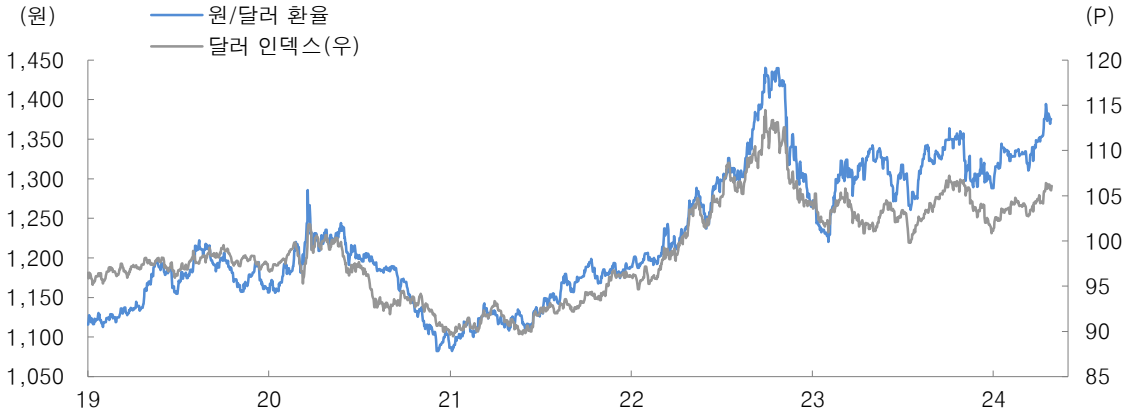
- 최근 한미일의 환율 공조를 통해 읽을 수 있는 연준의 통화정책 기조. 빈번해진 발언으로 높아진 통화정책 관련 불확실성을 해소
- 한일 간의 환율에 대한 공동 구두개입을 통해 이뤄진 공조는 한미일 재무장관의 공동선언문을 통해 한 단계 수준이 높아짐. 이는 연준의 행보를 둘러싼 지나친 확대 해석, 오해를 막으려는 의도가 함께 반영
- 즉 현재 연준의 통화정책 기조는 울퉁불퉁한 물가로 인해 피봇이 지연됐을 뿐 인하로의 전환이 무산되거나 인상 재개를 염려할 단계가 아님을 분명하게 밝힘. 반대로 만일 기준금리 인상을 재개하는 것이 연준의 정책 기조였다면 결코 이번 환율 합의에 응할 수 없었을 것

**미국 TB 2년 금리와 달러 인덱스**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**달러 인덱스와 원/달러 환율**



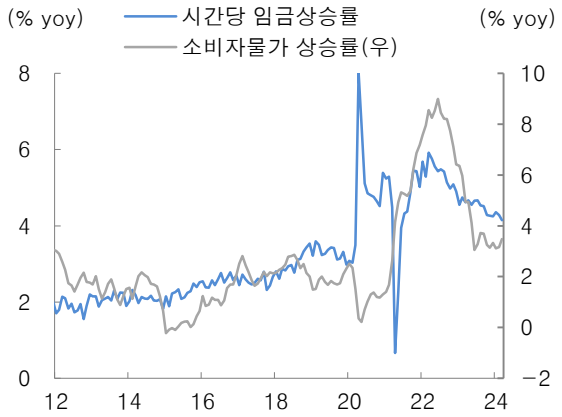

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 지금 금리가 가장 높다

## 2023년 7월 인상 이후 인상 사이클 중단. 12월에 인상 마무리 선언과 올해 3월에는 이를 재확인

- 연준의 거듭된 점도표 상향 과정을 거친 이후 현재 미국 기준금리와 점도표 고점이 일치. 더 이상 금리 인상은 없다는 인상 종료 선언(23년 12월). 이후 24년 3월 종료 선언 재확인
- 결국 5.50%에서 기준금리 정점 형성되고 지금 금리가 가장 높음. 다음 단계는 중립금리와의 적정거리 확인 및 탐색 과정
- 물가채 금리를 의미하는 실질금리는 성장률 등 경기 여건과 금융 여건을 비교하는 proxy로 활용될 수 있는데 현재 연준이 추정하는 실질 잠재성장률 1.8%를 웃도는 수준

**미국 소비자물가 상승률과 시간당 임금상승률**

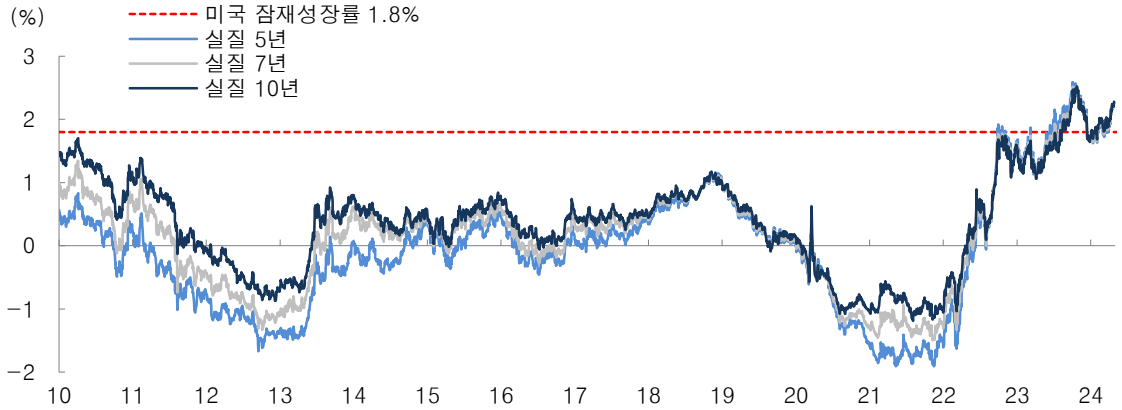



자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

**미국 시간당 임금상승률: 제조업과 서비스업**

자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

**미국 실질 금리(물가채 금리)와 잠재성장률**



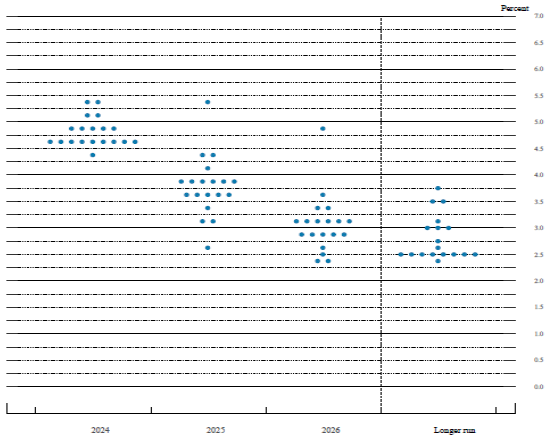

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 금리, 참 많이도 올렸다_1

## 이미 기준금리의 절대 수준이 물가, 임금상승률을 압도

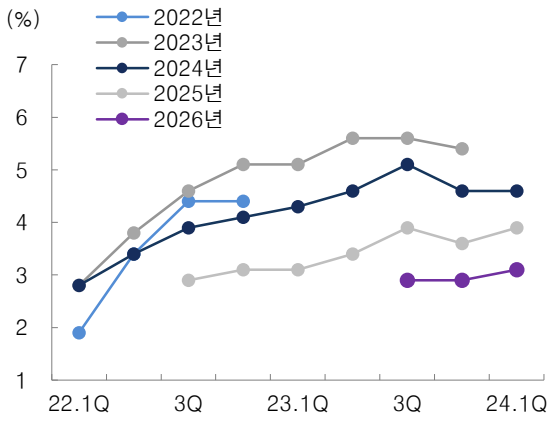
- 지금 금리가 높은 이유는 팬데믹 이후 기준금리를 빠르게, 큰 폭으로 많이 올렸기 때문. 이미 물가 문제 대응에 추가로 금리를 더 올릴 단계는 아님
- 물가나 임금상승률이 여전히 높지만 기준금리도 그간 올릴 만큼 많이 올렸음
- 크게 높아진 기준금리가 발휘할 수 있는 긴축 효과 및 부작용을 오히려 고민할 시기
- 기준금리 인상 종료는 그 자체로 인하 전환을 기대할 수 있는 이벤트. 시장금리에는 하향 안정화 요인

**최근 제시된 연준 점도표(2024년 3월 기준)**



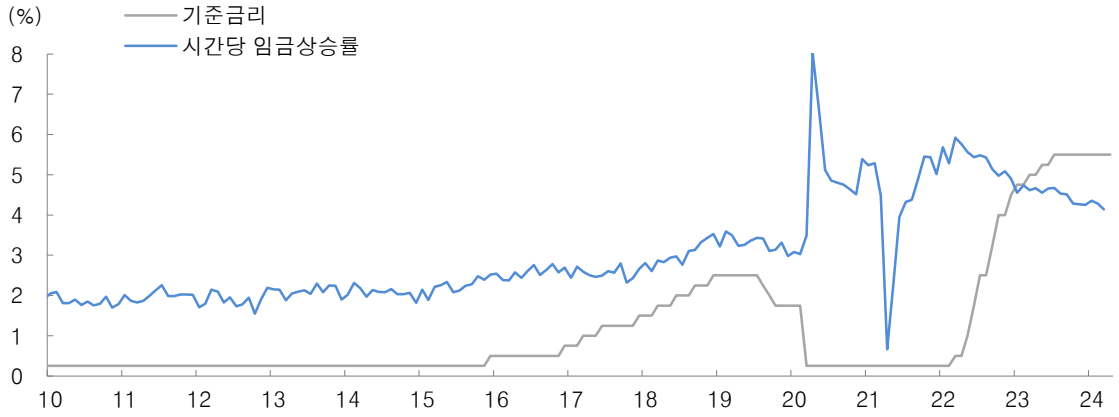

자료: Fed, 대신증권 Research Center

**미국 연도별 최종금리 예상치 추이**




자료: Fed, 대신증권 Research Center

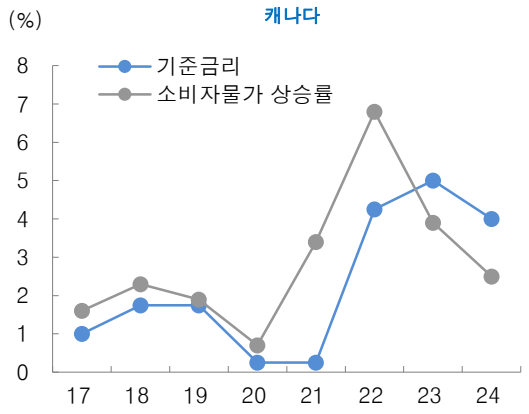
**미국 기준금리와 시간당 임금상승률**




자료: Fed, 미 노동부, 대신증권 Research Center

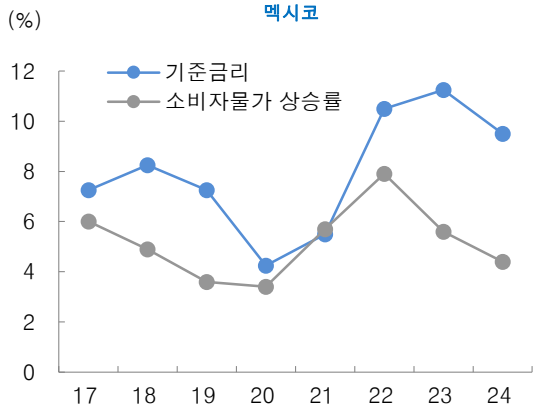
# 금리, 참 많이도 올렸다_2

## 캐나다 기준금리와 소비자물가 상승률



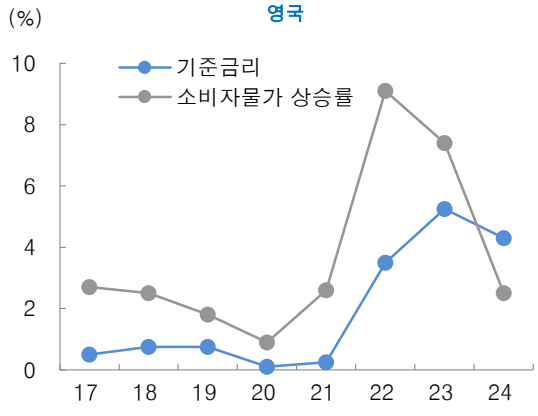

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 멕시코 기준금리와 소비자물가 상승률



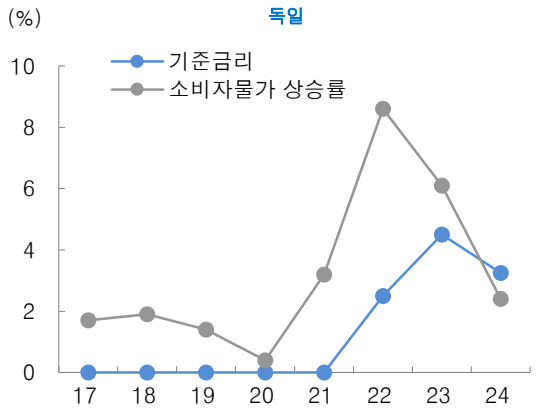

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 영국 기준금리와 소비자물가 상승률



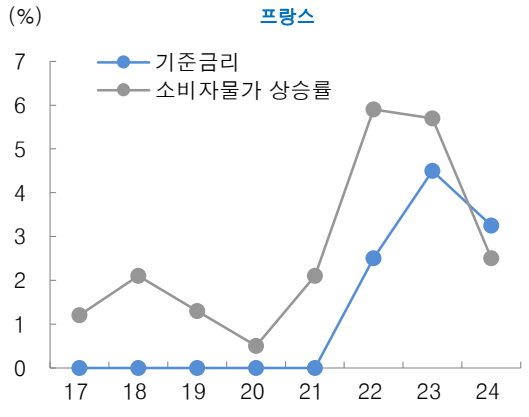

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 독일 기준금리와 소비자물가 상승률



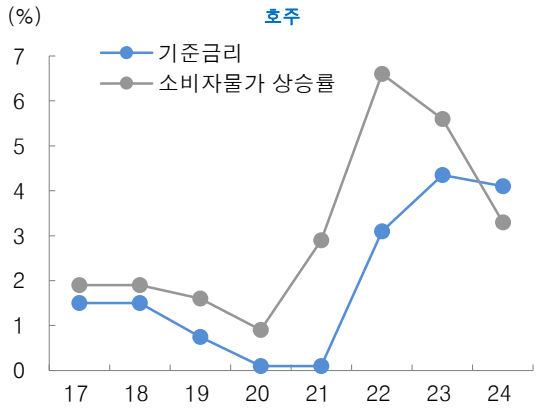

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 프랑스 기준금리와 소비자물가 상승률




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 호주 기준금리와 소비자물가 상승률



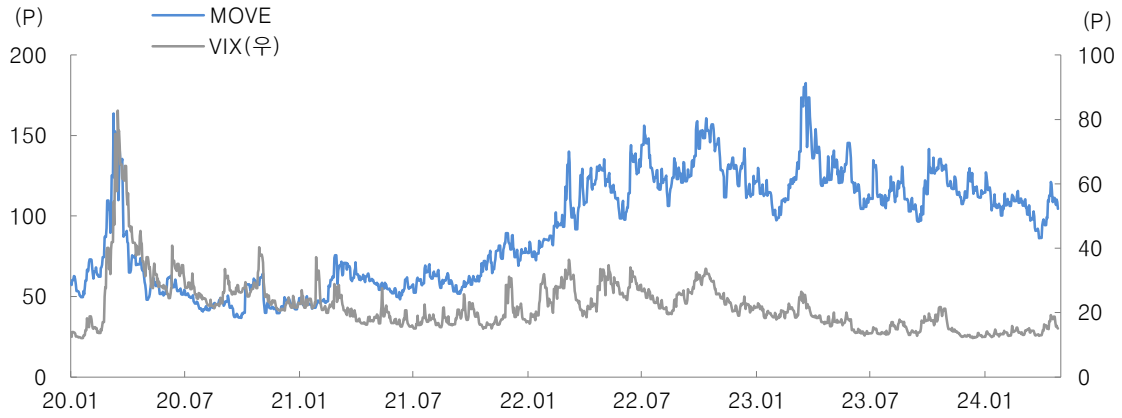

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 누적된 기준금리 인상과 높아진 금리가 몰고 온 변화_1

## "모든 것이 금리 때문이다"

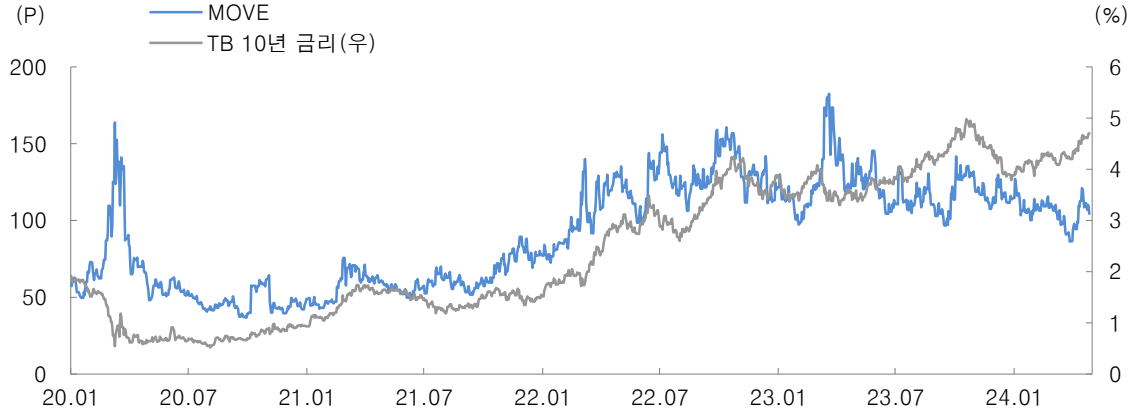
- 기준금리 인상이 누적됨에 따라 금융시장 및 금융여건에도 상당한 변화가 발생
- 인상 사이클 개시 이후 높아진 채권시장의 변동성 위험이 채권뿐만 아니라 지속적으로 다른 시장에서의 가격 변수에도 민감하게 영향을 미침. 추가 긴축 혹은 피봇 지연 우려 등으로 시중금리가 출렁이는 과정이 고스란히 주가 등에도 영향
- "모든 것이 금리 때문이다", 금리 안정 없이는 금융시장의 안정을 장담할 수는 없으며, 금리가 불안하면 다 불안함
- 채권시장의 공포지수 MOVE는 22년 인상 사이클 개시 이후 레벨 업, 다른 시장에도 큰 영향력

**미국 무브(MOVE)와 빅스(VIX) 추이 비교**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**미국 무브와 TB 10년 금리**



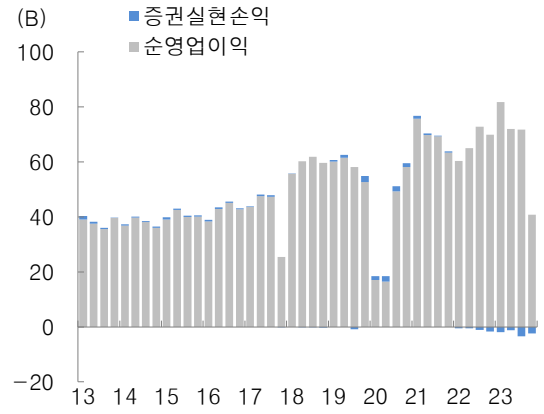

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 누적된 기준금리 인상과 높아진 금리가 몰고 온 변화_2

## 금융기관들의 보유 자산 평가액 감소 및 건전성 위험

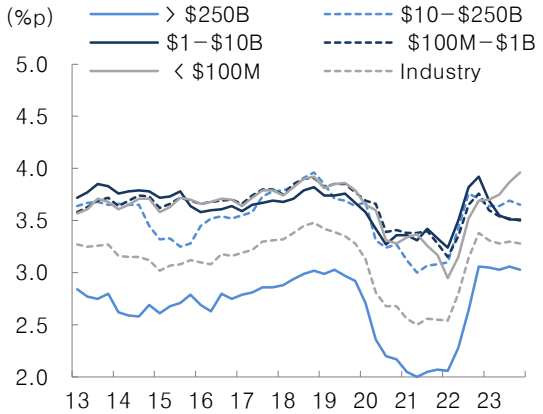
- 미국 예금취급기관들의 순영업이익(Net Operating Income), 순이자마진(Net Interest Margin) 등이 금리 인상 이후 악화. 특히 사이즈가 작은 중소형, 지방은행들에 부담 커짐
- 매우 짧은 기간에 압축적으로 이뤄진 통화긴축이 시차를 두고 영향을 미치고 있음
- 시중금리 상승으로 보유 유가 증권의 가치 평가손 확대(SVB는 평가손 위험이 뱅크런으로 확대된 사례). 고정이하 여신 및 상각률 상승
- 최근 NYCB로 대표되는 금리 노출도가 큰 자산군을 보유한 금융기관들에 대한 위험 요인 부각

### 미국 예금취급기관 순영업이익, 증권실현손익



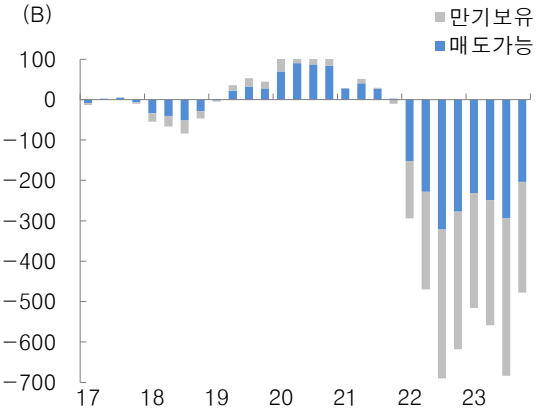

자료: FDIC, 대신증권 Research Center

### 미국 예금취급기관 순이자마진(NIM)



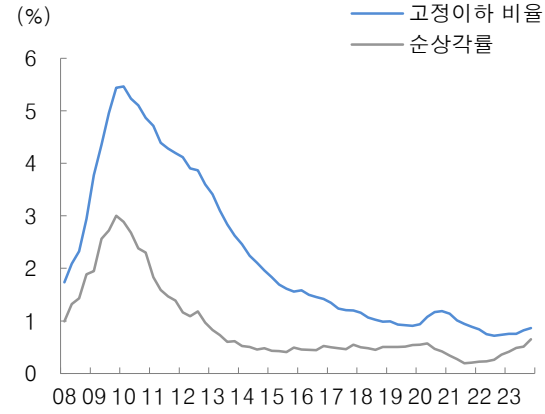

자료: FDIC, 대신증권 Research Center

### 미국 예금취급기관 미실현 증권 손익 추이




자료: FDIC, 대신증권 Research Center

### 미국 예금취급기관 고정이하 비율, 상각률



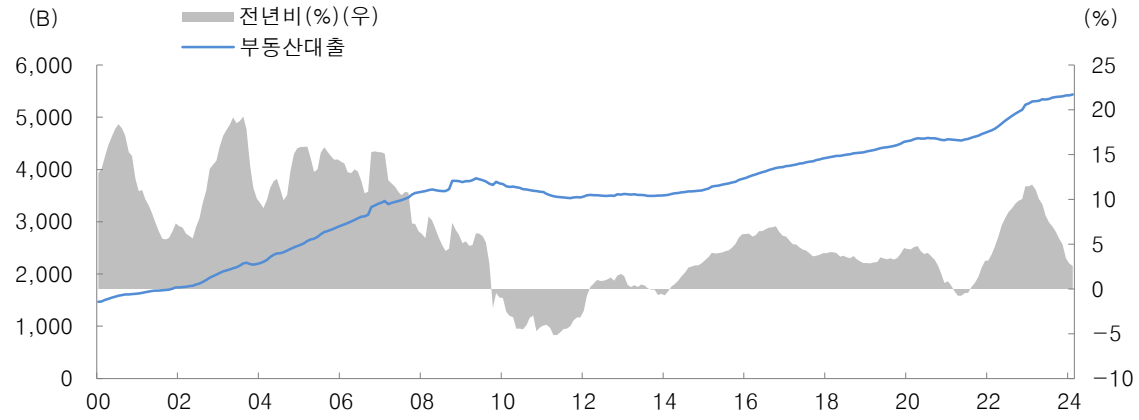

자료: FDIC, 대신증권 Research Center
주: 고정이하 여신 비율을 의미

# 누적된 기준금리 인상과 높아진 금리가 몰고 온 변화_3

## 상업용 부동산 및 중소형/지역은행에 대한 우려

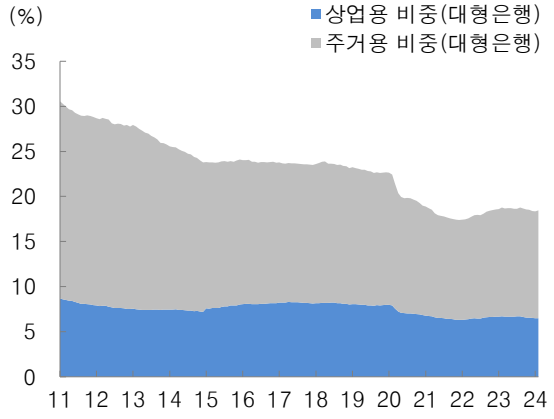
- 기준금리 인상 사이클이 개시된 이후에도 한동안 증가세를 유지했던 부동산 대출. 2022년 연말에 감소세로 전환
- 상대적으로 위험하다고 평가를 받는 상업용 부동산은 중소형은행들의 익스포저가 매우 높음. 상대적으로 대형은행들은 부동산 익스포저가 크지 않고 상업용 비중은 더욱 낮음. 이는 상업용 부동산 가격 하락 및 조정이 중소형/지역은행들에 큰 부담으로 작용할 여지가 있음
- 통화당국이 2023년 연말에 서둘러 추가 긴축 가능성을 철회한 이유: 상업용 부동산을 통한 크랙(crack) 징후

**미국 은행 보유 자산 가운데 부동산 대출 금액과 증가율**



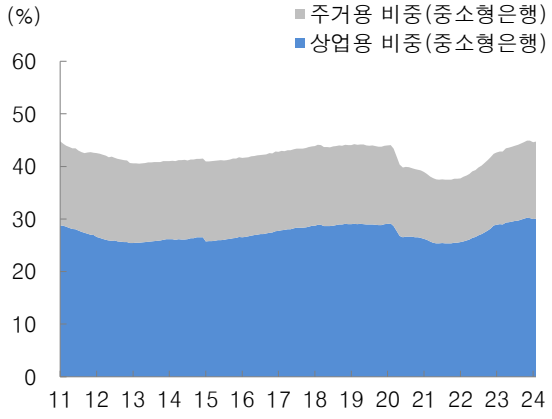

자료: Fed, 대신증권 Research Center

**미국 대형은행 상업용/주거용 대출 비중**




자료: Fed, 대신증권 Research Center

**미국 중소형은행 상업용/주거용 대출 비중**



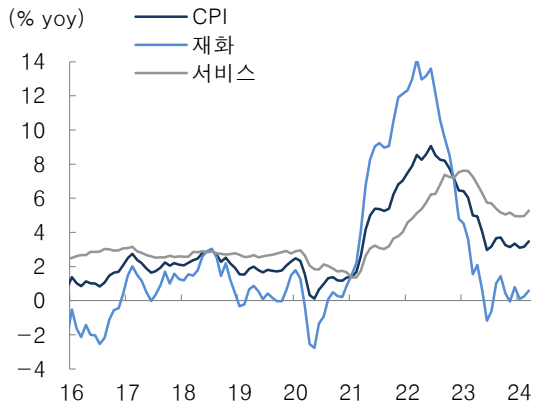

자료: Fed, 대신증권 Research Center

# 누적된 긴축에도 미국 매크로 위험은 제한적

## 디스인플레이션이 더딜 뿐 인플레이션 재림은 아니다

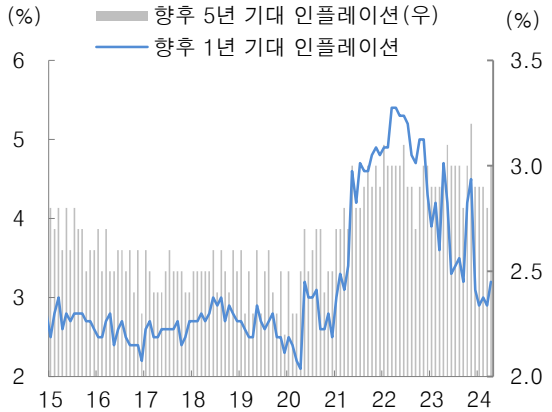
- 거듭된 기준금리 인상에도 미국의 소비, 고용 등 경기 지표들은 꾸준히 탄탄한 여건을 지속하고 있음. 다른 국가들에 비해 한 단계 높은 경기 확장으로, 통화 긴축의 여파가 제한적이란 평가를 받고 있음
- 그러나 경제 지표들을 차츰 개선이나 상승 속도가 완만해지고 있을 뿐만 아니라 모멘텀도 약해짐. 노동시장에서 공급을 초과하는 수요, 초과 저축 등의 구조적이고 특수한 상황이 없었다면 경기 하강 및 둔화는 당연한 수순. 지난해 7월 기준금리 인상을 중단한 것은 매크로 이슈를 모멘텀으로 대응하는 것이 아닌 절대적으로 높은 금리가 유지된 상황에서 경기 추이를 예의주시하겠다는 의미
- 울퉁불퉁한 물가 여건 역시 하락이나 안정 속도가 느리다는 것일 뿐 다시 반등할 것이란 우려는 아님

**미국 소비자물가 상승률: 재화와 서비스**




자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

**미국 기대 인플레이션**

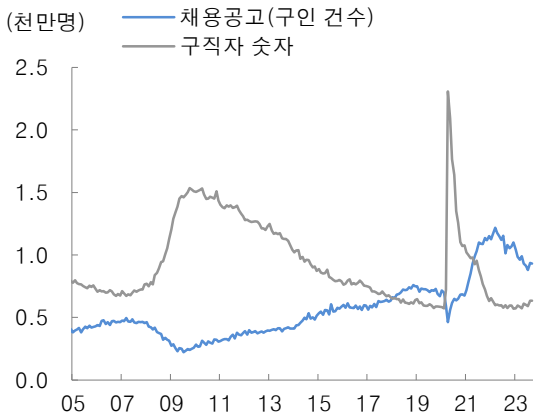



자료: 미시간대학, 대신증권 Research Center

**미국 소매판매 증가율**

자료: 미 상무부, 대신증권 Research Center

**미국 구인 건수 및 구직자 추이**



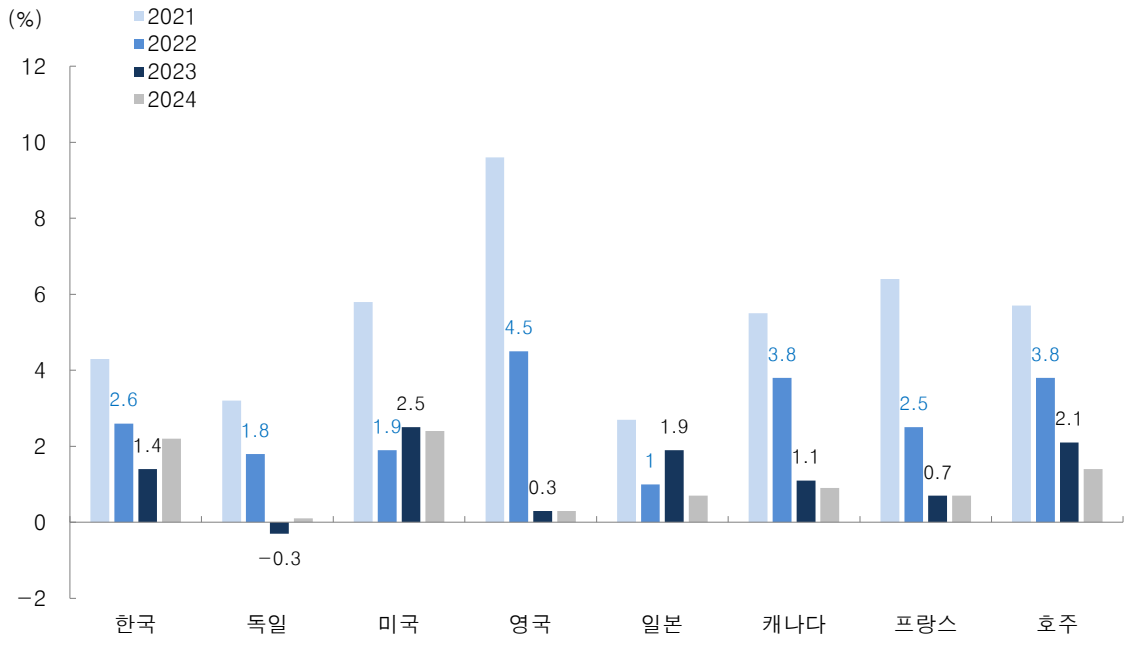

자료: 미 노동부, 대신증권 Research Center

# 반면 국가별로 차별화되는 매크로 환경

## 미국 눈치를 보는 비(非) 미국, 일단 내리면 더욱 분명해질 금리 인하의 목적

- 미국의 지속적인 경기 확장에 비해 비(非) 미국은 이미 앞서 통화완화 혹은 금리 정상화에 나서는 것이 필요했던 상황. 그러나 실제 미국의 고강도 긴축과 느려진 피봇으로 인해 눈치보기 흐름으로 일관
- 결국 외환시장을 통한 미국의 인플레이션 수출 압력을 제어하기 위해 대응적인 통화정책. 미국의 피봇에 대한 확신이 강화될 경우 미국보다 선제적인 인하에 나서는 국가들 뿐만 아니라 운신의 폭이 커지는 통화당국은 차츰 늘어날 전망
- 이들 국가들의 기준금리 인하는 부진한 경기 여건의 부양이라는 목적도 동시에 반영되어 있어 미국의 단순 정상화 관점에서의 인하에 비해 선명성이 큼
- 외환시장에서의 리스크 요인만 제어된다면 인하 개시 이후 연속성이나 폭이 미국에 비해 강력할 여지도 있음

**주요국 성장률 추이와 전망: 미국과 일본 만 22년보다 23년 성장률이 더 높음**



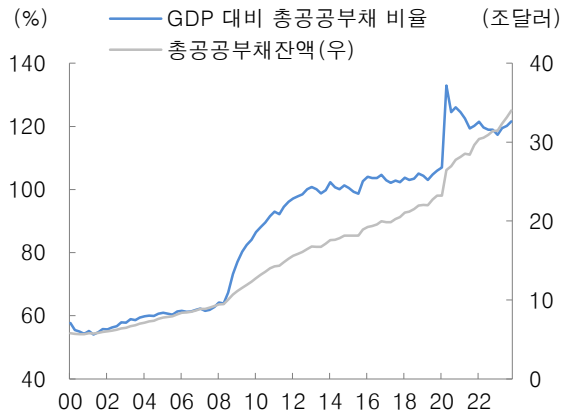

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 미국 국채 수급 부담은 지속적으로 반복될 이슈

## 미국의 부채 증가 속도는 가파를 뿐만 아니라 축소할 의지도 크지 않음

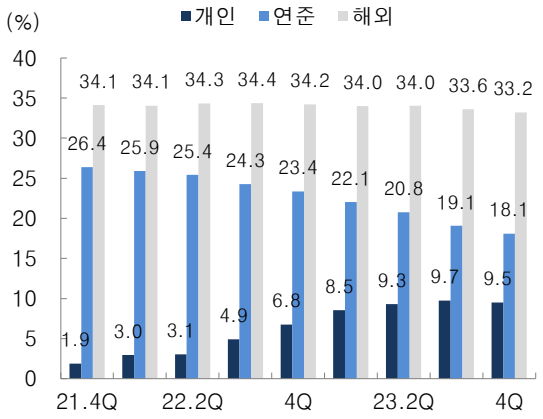
- 미국 국채 수급 이슈는 수시로 반복될 수 있는 위험 요인
- 미국 정부의 부채 증가 속도가 가파를 뿐만 아니라 부채 축소 의지도 크지 않음. 정부 주도 하에 리쇼어링, 투자 장려책 등을 지속적으로 추진하고 있어 국채 물량 부담은 지속적으로 반복될 전망
- 통화정책 피봇, 연준의 양적긴축(QT) 축소, 재무부의 국채 바이백(buy back) 등이 물량 충격을 경감할 수 있는 해법이나, 구조적인 발행 압력 부담 상존. 법적채무한도 도달 등의 이슈가 부각될 때마다 미국 정부의 재무적인 상황과 국채 물량 부담이 부각될 여지

### 미국 총공공부채 및 GDP 대비 비율



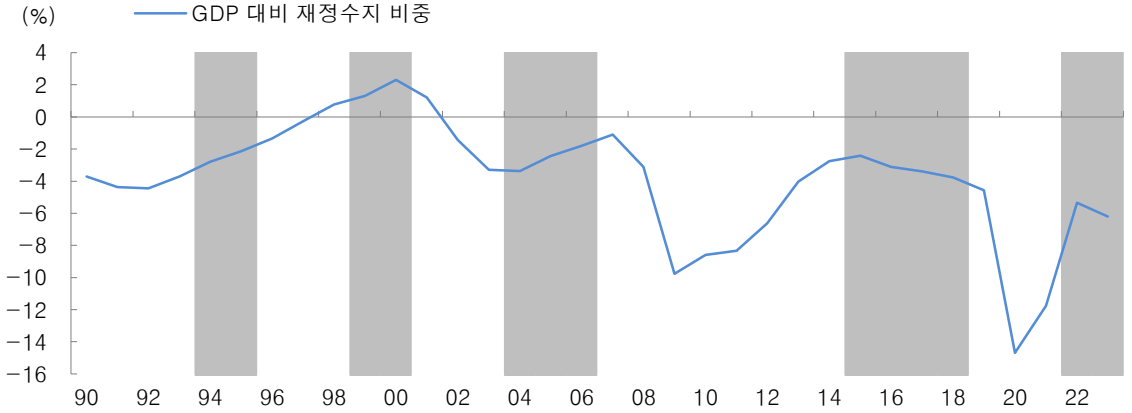

자료: 미 재무부, 대신증권 Research Center

### 미국 국채 보유자 비중 추이




자료: SIFMA, 대신증권 Research Center

### 미국 연간 GDP 대비 재정수지 비중



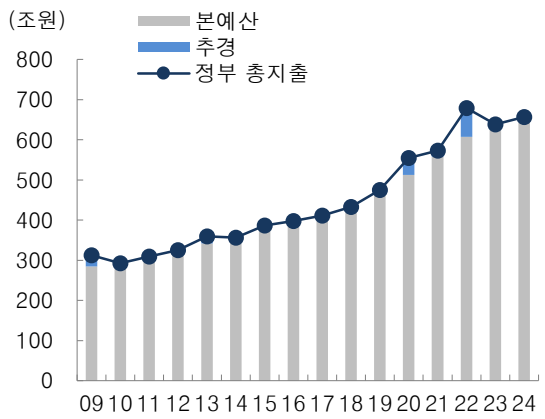

자료: 미 재무부, 대신증권 Research Center

# 한국은 올해 추경 위험에 대비

## 2023년에 없었던 추경을 올해는 대비해야

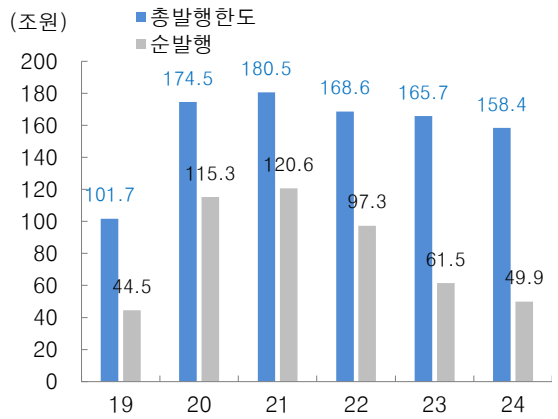
- 한국은 국채 수급 이슈에서 다른 국가들에 비해 상대적으로 자유로운 상황이나 반복되는 추가경정예산 편성 이슈가 불거질 때마다 마찰적인 요인으로 국채 수급과 관련한 리스크가 커질 수 있음
- 재정건전성, 채무 부담 등 전반적으로 지표가 양호함에도 물량 불확실성이 부각될 경우 금리 상승 재료
- 2023년과 달리 2024년은 추경 편성 가능성이 좀 더 높아 보임(4월 총선 영향 등). 단기적인 영향에 그칠 것이나 경계가 필요한 변수
- 연간으로 국채 순발행 규모는 2021년 정점으로 꾸준히 감소세

**한국 정부 총지출: 본예산과 추경**



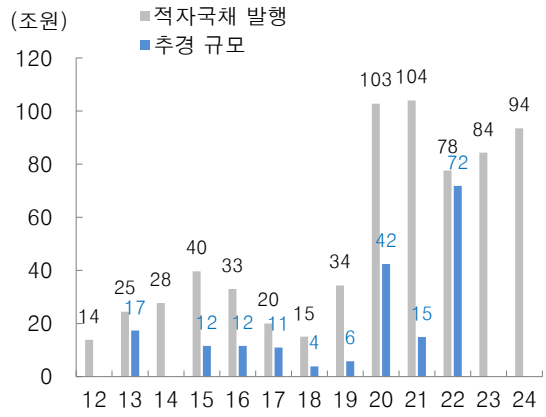

자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

**한국 연간 국채 총발행한도와 순발행 한도**



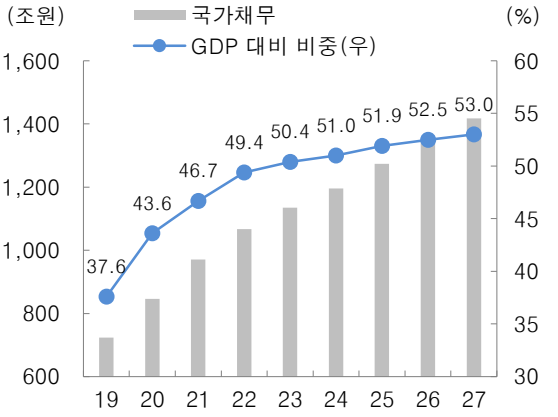

자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

**한국 적자국채 발행액과 추경**




자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

**한국 국가채무와 GDP 대비 비중**



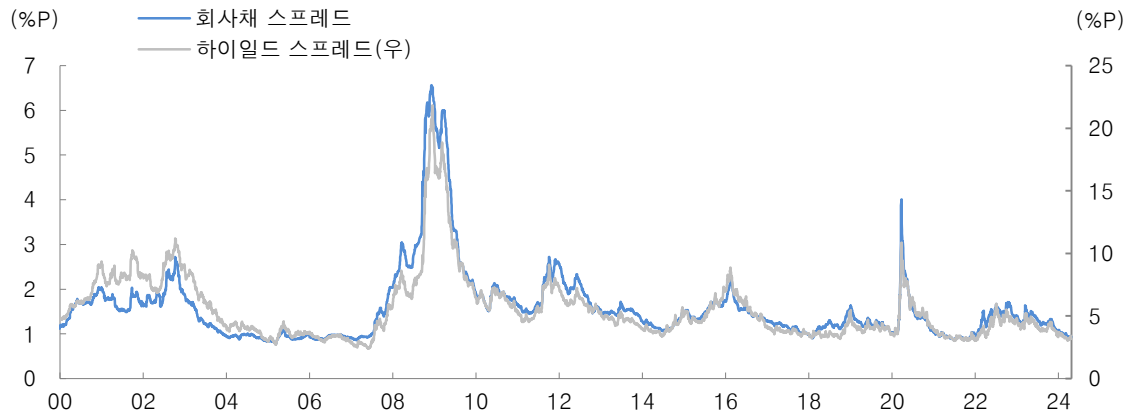

자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

# 크레딧, 피봇으로 강해질 모멘텀

## 기준금리 인하 기대가 반영되는 크레딧 시장, 양극화 구도는 여전하다

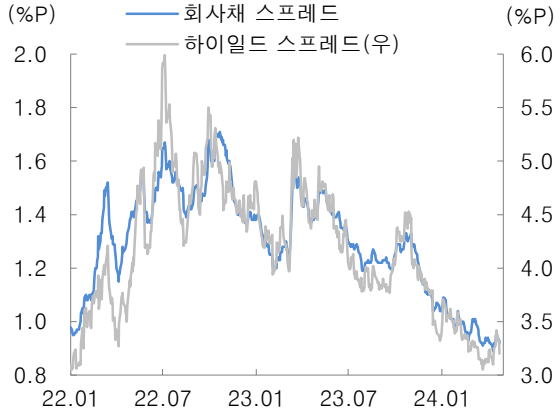
- 통화당국의 피봇 개시 언급 이후 크레딧 시장은 뚜렷하게 안정 징후를 나타냄. 예상되는 기준금리 인하의 목적이 경기 위축이나 침체 위험을 막기 위한 부양적인 정책이 아닌 너무 높은 금리는 낮추겠다는 취지가 반영. 향후 금리 인하 기대를 반영하며 추가적인 스프레드 축소 시도 가능할 전망
- 한국의 경우도 부동산 PF 등과 같은 불확실성 요인에도 불구하고 금리 인하 기대에 따른 크레딧 스프레드 축소 흐름. 연초 우량 기업들을 중심으로 회사채 발행이 원활하게 이뤄졌다는 점도 긍정적인 영향. 다만 회사채 시장 내에도 우량물과 비우량물 간의 간격은 좁혀지지 않고 있어, 차별화된 스프레드 안정 가능성

**미국 크레딧 스프레드 추이 : 2000년 이후 장기 추세**



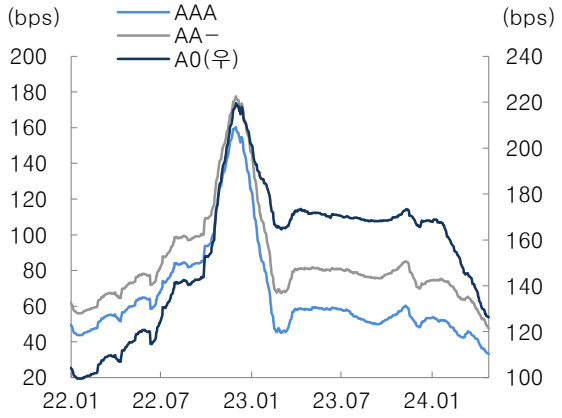

자료: ICE, 대신증권 Research Center

**미국 크레딧 스프레드: 2022년 이후**




자료: ICE, 대신증권 Research Center

**한국 크레딧 스프레드: 2022년 이후**



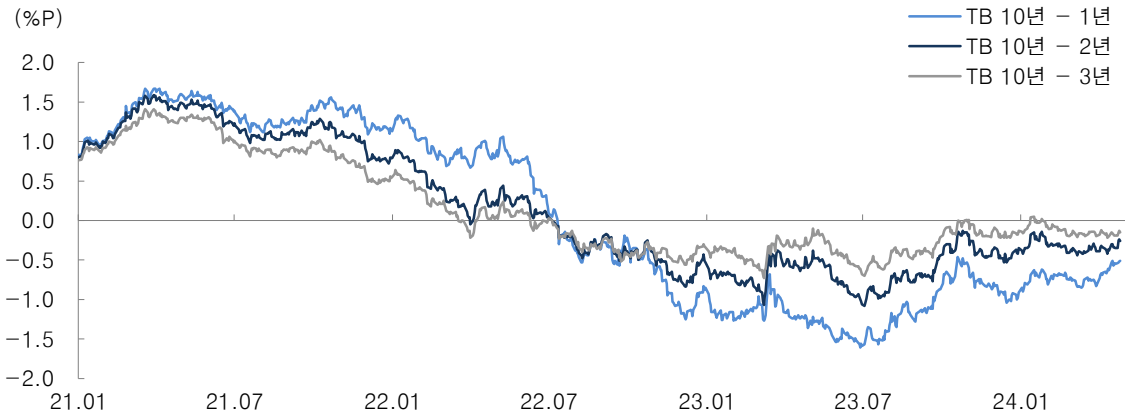

자료: 민평3사, 대신증권 Research Center

# 기준금리와 수익률곡선(장단기 금리 스프레드)

## 기준금리 결정에 대한 기대를 놓고 모습을 달리하는 수익률곡선

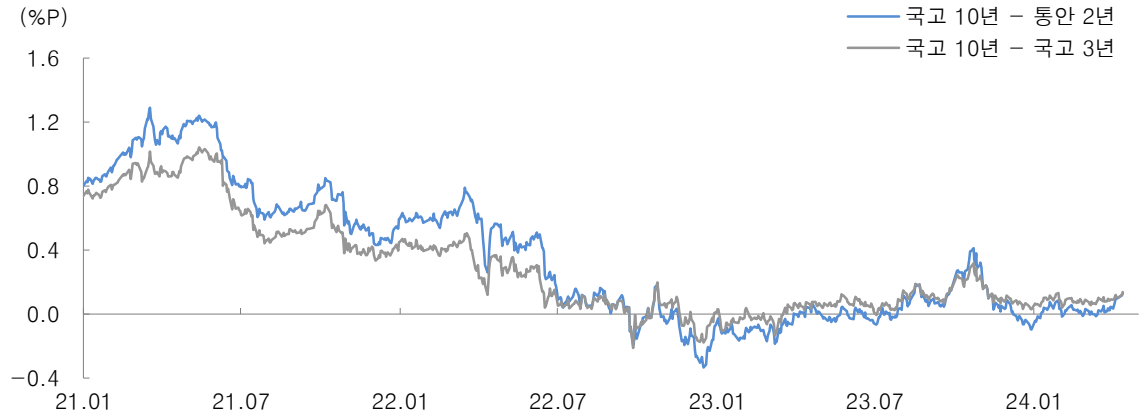
- 기준금리 결정에 대한 방향성을 두고 형태를 달리하는 수익률곡선: 크게는 플래트닝에서 스티프닝
- 오버킬(overkill) 우려에 대한 반영으로 기준금리 인상 국면에는 커브 평탄화를 보인 반면 인상 마무리부터는 인하 기대를 반영해 반대 흐름
- 커브를 통해 채권시장의 통화정책 경로에 대한 전망 변화를 읽을 수 있음. 기준금리 인상 국면 혹은 인상 우려가 있을 때는 플래트닝, 반대는 스티프닝
- 미국 2023년 7월까지 플래트닝, 한국은 2023년 1월까지 플래트닝 이후 추세적인 스티프닝

**미국 장단기 금리 스프레드**




자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

**한국 장단기 금리 스프레드**




자료: 금융투자협회, 대신증권 Research Center

# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 공동락)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.