

## Strategy Idea



글로벌 투자전략 - 신흥국  
Analyst 최설화  
02. 6454-4883  
xuehua.cui@meritz.co.kr

본 자료의 원본은 2024년 11월 1일 발간된

[2025년 전망 시리즈 4 - 글로벌 투자전략: G2: 확신의 15%, 기대의 15%] 입

## 2025년 전망 시리즈 4-2 (해설판)

## 중국: 기대의 15%, 숫자로 신뢰 회복

- ✓ 제한적인 경기 부양 정책으로 25년 중국 경제성장을 4.6%로 둔화 예상
- ✓ 단 주식시장 부양을 통한 기대치 관리는 긍정적. 주식시장 > 경기 국면은 이어질 것
- ✓ 정책 실효성이 가시화되면 증시 15% 상승 기대, 주주환원 기업과 기술주 투자의 바벨전략 제시

## '25년 중국 경기, 부양책으로 디플레이션에서 탈출 가능할까?

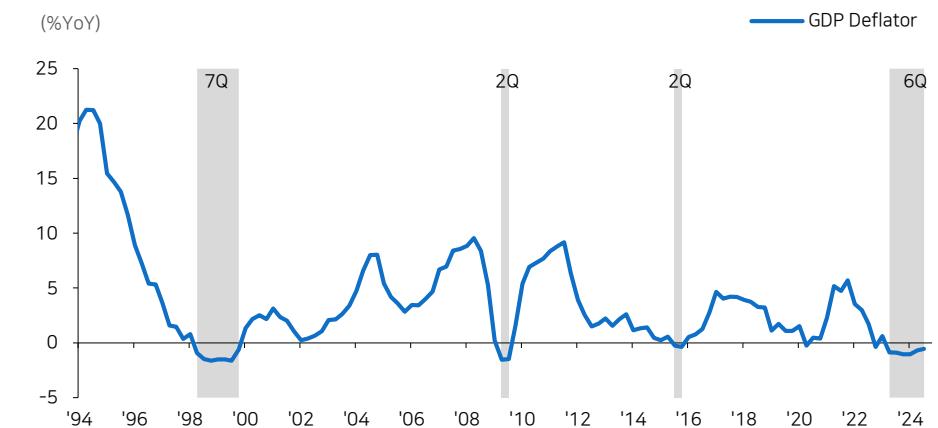
'25년 중국 경기의 관건은  
디플레이션 탈출 여부

'24년 중국은 GDP 성장률이 잠재성장률로의 회귀에 성공했지만, 디플레이션에서의 탈출은 예상보다 지연되고 있다. <그림 1>에 보는 것처럼 GDP Deflator는 6개 분기 동안 마이너스를 기록하며 '00년 이후의 최장 기간을 기록 중이다.

따라서 '25년 중국 매크로에서의 관건은 디플레이션 탈출 여부다. 이는 기업 실적 및 국민들의 체감 경기 개선과 직접 연결되기 때문이다.

고무적인 점은 중국 정책당국도 디플레이션 탈출을 위해 여러 노력을 하고 있고, 9월 말부터 그 강도가 강화되고 있다는 점이다. 여러 부양책 중에서 가장 관건인 정책은 확장 재정과 부동산 경기 부양이다. 단 지금까지 발표된 내용과 정책 기조를 보면 아직 경기 개선을 견인하기에는 부족해 보인다.

그림1 중국은 올해에도 디플레이션 탈출에서 실패, 현재 6분기째 마이너스 기록



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

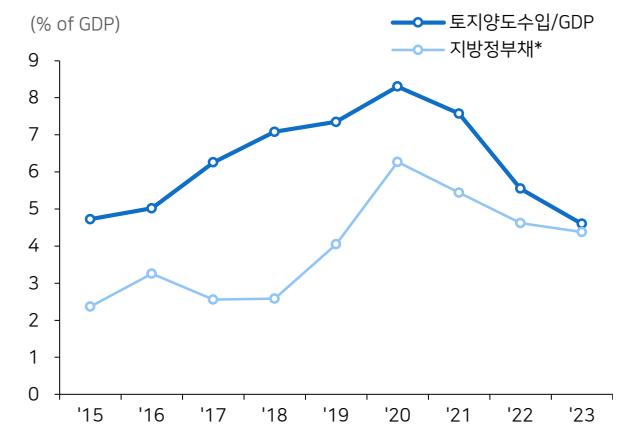
## 방대한 확장재정 규모는 여건상 쉽지 않음

첫째, 확장재정은 25년에도 이어질 정책 기조다. 재정 규모에 대해 시장 참여자들은 약 10조 위안의 증액을 기대한다. '08년의 4조 위안(당시 GDP의 12.5%)처럼 말이다. 그러나 현실적으로 쉽지 않아 보인다. 지방정부와 중앙정부 재정 수입이 감소하고 있기 때문이다. 지방정부 수입원의 40%를 차지하는 토지양도수입이 '21년부터 부동산 경기 하락과 함께 감소하고 있고, 지방정부 재정 보전으로 중앙정부의 재정수지도 '22년부터 적자로 전환되었다(그림 2, 3). 이런 환경에서 기축통화국도 아닌 중국에서 대규모 재정지출은 쉽지 않다. 당사는 연간 2~3조 위안의 특별국채 발행을 예상하고 있다.

## 규모보다 더 중요한 지출은 부채 해소 등 기존문제 해결 방점

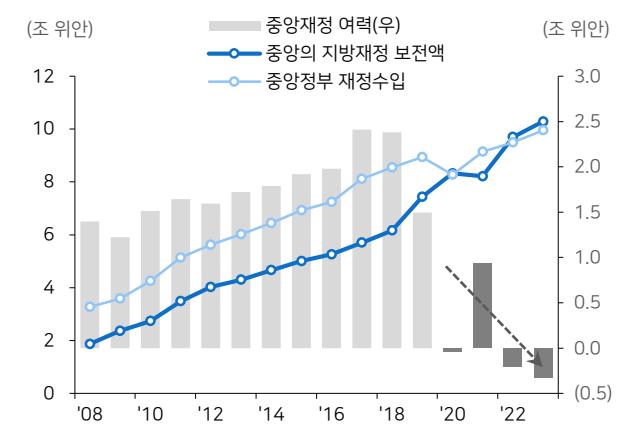
사실 규모보다 더 중요한 것은 지출 방향이다. '08년의 4조 위안은 인프라를 포함한 건설 경기에 투입되어 신규 투자 수요를 유발했다. 그러나 이번 지출 방향은 1) 지방정부 음성부채 스왑과 2) 주택재고 매입 및 토지 회수이다(그림 4). 즉 신규 수요 창출보다 기존 문제 해결에 집중하는 것을 시사하기 때문에 인프라 투자를 포함한 경기 개선을 견인하는 효과는 제한적이다.

그림2 토지양도수입 감소로 지방정부 채권 발행이 영향 받음



주: 지방정부채에는 일반채권, 특수채 및 LGFV 신규 발행액 모두 포함  
자료: 재정부, 통계국, Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중앙정부의 재정수지는 지방 재정보전으로 악화 중



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

그림4 10월 12일 재정부 기자회견에서 발표한 주요 재정 지출 방향



자료: 메리츠증권 리서치센터

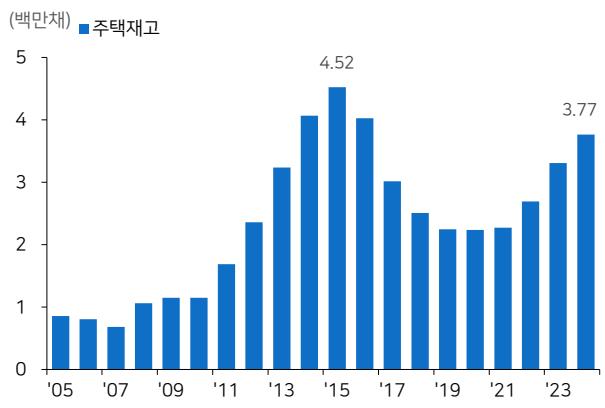
부동산 부양책 이어질 것이다,  
가계 부채 확장이 제한적이라  
회복 불확실성 존재

부동산 거래량 회복되어도 투자가  
늘어날 지는 미지수

둘째, 부동산 경기 회복 여부도 불투명하다. 이번 부양책의 핵심은 재고 소진이다. 현재 미분양 주택은 약 377만채로 추산된다. 중국은 '15~'17년에 미분양 재고를 성공적으로 소진한 경험이 있는데, 당시 가계의 부채비율이 낮아 레버리지를 확대 하며 주택을 매입했기 때문이다. 그러나 지금은 가계가 디레버리징을 하고 있고, 주택가격도 32개월째 하락세를 유지하고 있어 가계가 얼마만큼 재고를 매입해줄지 불투명하다. 결국 정부가 재정으로 주택재고 매입에 나서며 마중물 역할을 해야 하는데 진행속도가 예상보다 느린다.

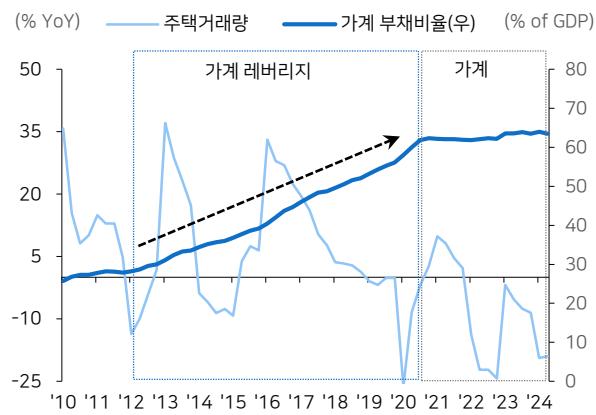
설령 '25년 중국 부동산 거래량과 가격이 회복되더라도 건설 경기의 회복까지는 더 많은 시간이 필요할 수 있다. <그림 7>처럼 신규착공을 약 6개월 선행하는 주택 거래량이 여전히 정체 상태여서 내년 상반기까지 건설 수요가 강하지 않을 수 있다. 또한 정책당국은 신규 건설을 엄격히 통제하려는 기조이다(그림 8). 이에 과거처럼 거래량이 늘고 6개월 뒤 신규 건설이 늘어나는 패턴이 이번에도 적용될지는 미지수이다.

그림5 중국의 주택 재고는 약 377만채로 추정



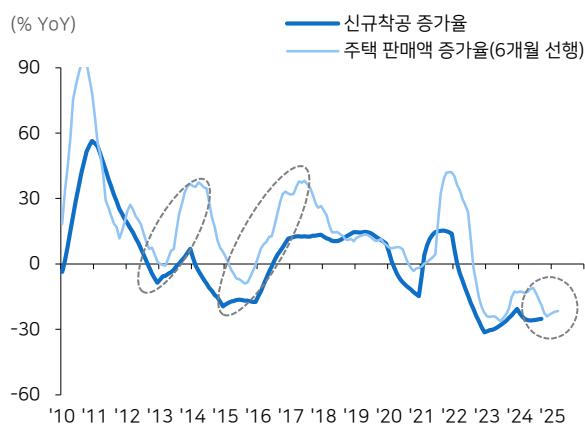
주: 9월 말 기준, 1채 당 100m<sup>2</sup> 기준으로 계산  
자료: 국가통계국, Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림6 '15년 부양에서는 가계 레버리지 확대가 크게 기여



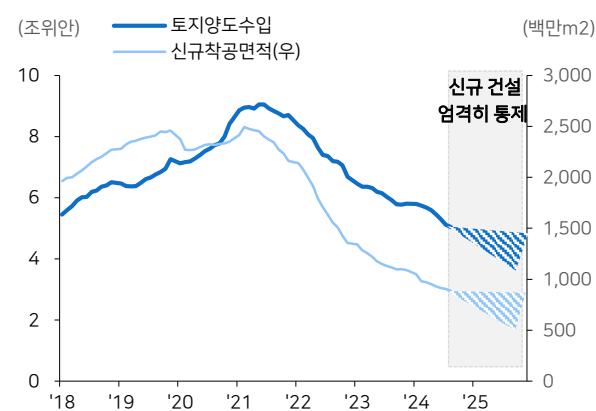
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림7 중국 주택 판매액은 신규창공 지표를 6개월 선행



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림8 부동산 신규 건설 엄격히 통제한다면



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

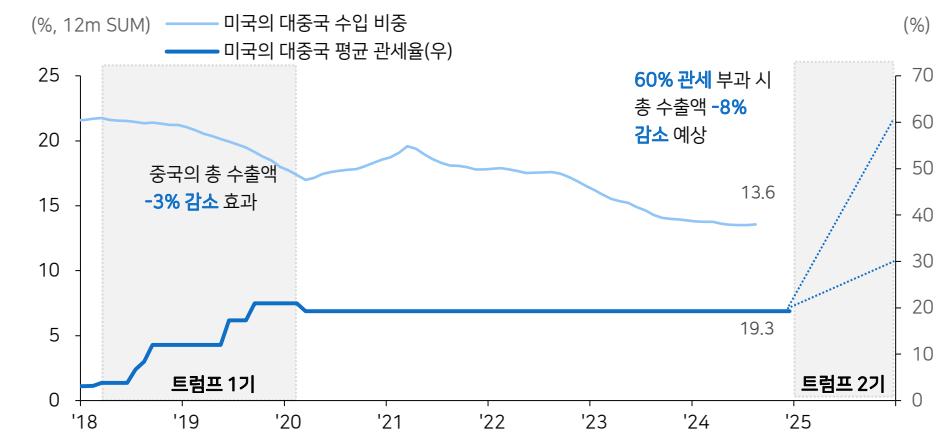
### 트럼프 대통령 당선으로 중국의 대외불확실성 더 높아져

설상가상으로 트럼프가 차기 미국 대통령으로 당선되면 중국 경기에 더 불확실성이 커진다. 트럼프 1기에 비해 현재 중국의 대외수출 의존도가 더 높아졌는데, 중국산 제품에 추가 관세를 부과한다면 '25년 수출 둔화뿐만 아니라 FDI 유출 등 공급망 재편까지 확대될 수 있기 때문이다.

중국산 제품에 60% 이상의 관세를 부과한다면 중국의 수출 총액은 약 8% 감소 할 것으로 추산된다. 이는 '18년 관세 인상 충격(-3%)의 2배 이상에 달하며, 공급망 재편 가속화는 다시 중국 내 일자리와 내수 소비 감소로 충격을 준다.

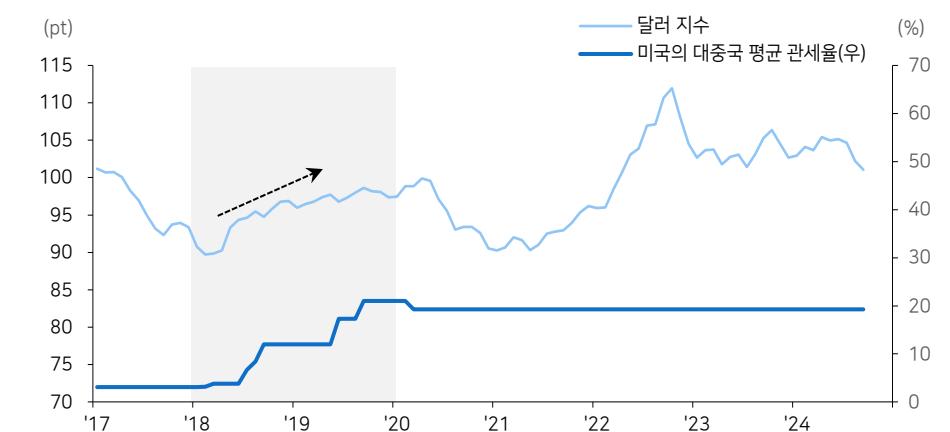
또한 관세 부과는 중국의 내수 부양 여력도 제한할 수 있다. 일반적으로 미국의 관세 부과는 강달러를 유발한다. 게다가 미국의 관세 인상을 위안화 약세로 대응한다면 위안화 약세 압력은 더 커질 수 있으며, 이는 다시 통화완화를 비롯한 내수 부양을 제한하게 된다.

그림9 중국산 제품에 60% 관세 부과한다면 총 수출 -8% 감소 예상



자료: PIIIE, 중국 해관총서, 메리츠증권 리서치센터

그림10 관세가 본격 부과된다면 달러 강세 → 위안화 약세로 중국 통화완화 제약



자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

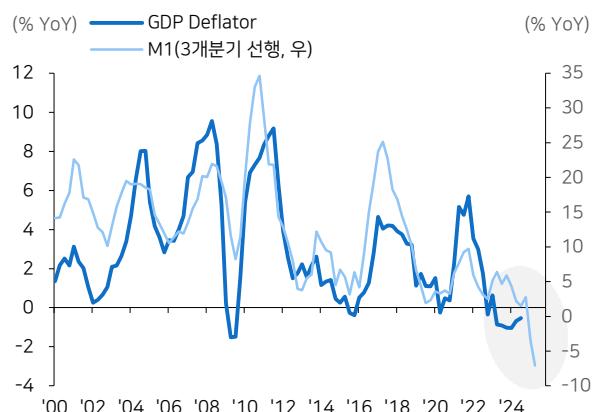
'25년 중국 성장률은 '24년보다 더 둔화 예상

기업실적 개선은 빠르면 내년 2분기 이후부터 개선될 전망

정리하면 내년에도 부양조치가 이어지겠지만 강력한 신규 수요를 창출하기 어렵고, 높아진 대외 불확실성에 부양 효과가 일부 상쇄될 수 있다. 이에 당사는 '25년 중국 경제성장률을 올해보다 둔화되는 4.6% 전후로 예상하고, 디플레이션에서의 탈출도 쉽지 않다는 생각이다. GDP Deflator를 3개 분기 선행하는 M1 증가율이 급락해 추후 디플레이션 개선 경로에 불확실성이 존재한다(그림 11).

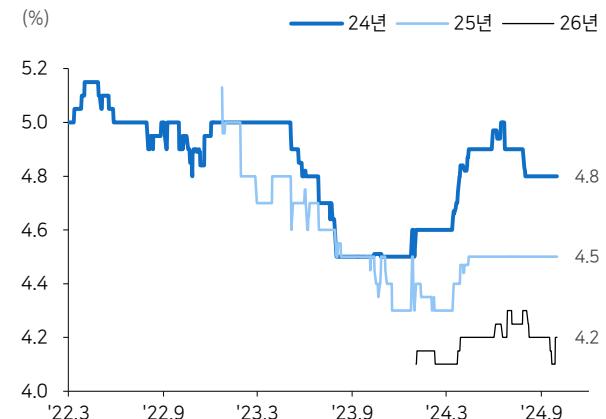
중국 상장기업의 빠른 실적 턴어라운드도 기대하기 쉽지 않다. 선행지표인 기업과 가계의 예금 증가율 스프레드는 적어도 내년 2분기 이후가 되어야 점진적인 회복이 가능할 것임을 시사하고 있다(그림 13).

그림11 선행지표 M1 증가율 하락, 디플레 회복 경로 Bumpy



자료: 국가통계국, 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림12 '24~'26년 중국 GDP 성장률 전망치



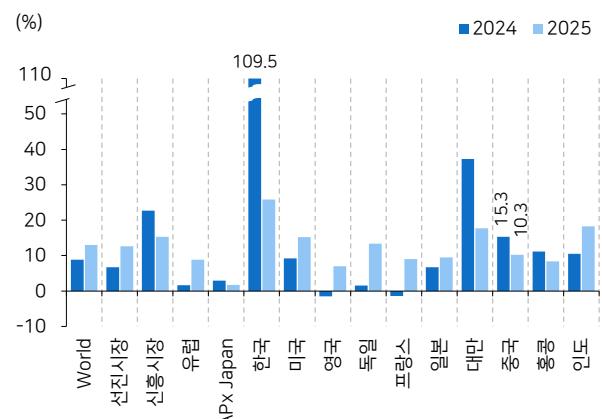
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 A주 순이익 턴어라운드는 빨라야 내년 2분기 이후



주: A주 상장사 순이익은 비경상이익 제외 기준  
자료: Wind, 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 '25년 중국기업 이익 증가율은 둔화



주: MSCI 국가별 지수, 10월 21일 종가 기준  
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

## 달라진 부양책 접근법: 증시 부양

'24년 중국의 유의미한 정책 변화는 주식시장 부양

기대치 관리 차원에서 '25년에도 증시 부양 기조 유지될 것

부진한 경기에도 불구하고, 올해 중국 당국의 가장 뚜렷한 정책 변화는 주식시장 부양이다. 연초 증권감독관리위원회 주석을 변경했고, 4월에는 10년에 한번씩 발표하는 <자본시장 가이드라인 3.0>을 발표하며 주주환원을 강조했다. 9월 24일에 5,000억 위안의 SFISF(유가증권 스왑) 정책과 3,000억 위안에 달하는 자사주 매입 재대출을 발표하며 증시 부양 기대감을 한껏 끌어 올렸다. 그 외, 중안펀드 출범 가능성도 검토하고 있음을 공식 발표했다.

중국 정부의 주식시장 부양 기조는 '15년 이후의 처음이다. 이는 부동산 부양이 단기간 내 효과를 보기 어려운 환경에서 주식시장 부양을 통해 기대치 관리를 함으로써 디플레이션 악순환에 빠지는 것을 방어하기 위함으로 판단된다. 이런 맥락에서 내년에도 중국의 증시 부양 기조는 이어질 가능성이 높다.

표1 '22~24년 중국 정부의 부양책 정리

		2022년	2023년	2024년
경기 특징		본토 락다운 (vs. 해외 Re-open)	리오프닝 기대와 달리 경기 둔화	디플레이션 심화(Japanification)
부양책	금리(1Y LPR) 인하폭	-15bp	-20bp	-35bp
	지준율 인하폭	-60bp	-40bp	-80bp
	공식 재정적자율(of GDP)	-2.80%	-3.00%	-3.00%
	특별국채(위안)	-	1.0조	-
	울트라 특별국채(위안)	-	-	1.0조
	지방정부 특수채(위안)	3.65조	3.80조	3.90조
	부동산	1. 부동산 구제펀드 2,000억 위안 설정 2. 부분 민영 디벨로퍼에 신용보강 3. 2선도시 이하 지역 구매제한 폐지 4. 신규 주담대 금리 인하 5. 상업은행 모기지 승인기간 대폭 단축	1. 신규 주담대 금리 추가 인하 2. 기존 주담대 금리도 평균 80bp 인하 3. 주요 2선도시의 구매요건 추가 폐지 4. 주담대 LTV 비율 80%까지 상향 5. 보장성주택, 일반과 긴급 공공기반시설 건설 확대	1. 신규 주담대 금리 추가 인하 2. 기존 주담대 대출금리 평균 50bp 추가 인하 3. 2주택 LTV비율 85%까지 상향 4. 주요 1선도시의 구매요건 완화 5. 3,000억 위안의 주택재고매입 재대출 6. 지방정부 특수채로 주택재고 매입 및 토지회수 허용 7. 25년 연간 100만호의 성중촌 개조 실시
	소비	1. 전기차 취득세 감면 23년까지 연장	1. 전기차 지역별 구매제한 폐지 2. 전기차 취득세 25년까지 감면연장 3. 내연차 취득세 50%감소('23년말)	1. 전기차/가전 이구환신 (4월~12월) - 내연차 1.4만, 전기차 2.0만위안 - 가전: 할인율 15-20% 2. '26-27년 전기차취득세 50% 감면
	주식시장	-	-	1. 증감회주식 변경 2. 자본시장 가이드라인3.0 발표 (신국9조) 3. SFISF(유가증권 스왑) 및 자사주 매입 3,000억 위안 재대출 4. 중안펀드 출범 고려
GDP 성장률(YoY)		3.00%	5.20%	4.80%
Deflator (YoY)		1.80%	-0.60%	-0.70%
상해증합 (YTD)		-15.10%	-3.70%	10.50%
HSCEI (YTD)		-18.60%	-14.00%	28.60%
기타 이벤트		벽계원 등 건설사 유동성 위기 심화 국자 신용등급 전망을 하향 조정		

주: 2024년은 3분기 말까지이며 주가 수익률은 10월 29일 종가 기준

자료: 인민은행, 재정부, 주택건설부 등 정책기관, 메리츠증권 리서치센터 정리

## 25년 중화권 주식시장 전망: 15% 추가 상승 여력

25년 올바른 부양책이 발표된다면  
상해종합 3,800pt, 홍콩H지수  
8,800pt까지 상승 기대 가능

따라서 25년 중국증시 향방을 결정하는 핵심 변수는 기업이익보다 올바른 정부의 부양책이다. 향후 추가로 발표되는 정책의 실효성이 크지 않다면 주요 지수는 현 수준에서 박스권 등락을 보일 것으로 예상된다. 이는 중국증시의 위험 프리미엄(ERP)가 '22년 이후의 최저치까지 하락해 정책 개선 기대를 대부분 반영했다고 판단되기 때문이다(그림 15, 16).

그러나 추가로 내수 소비와 투자 증가를 자극할 수 있는 부양책이 발표되고 정책 실효성이 나타난다면 ERP는 추가 하락이 가능하다. 이를 반영하여 본토와 홍콩 주식시장에 각각 '21년 연평균 ERP를 적용하면 '25년 상해종합지수 상단은 3,800pt, 홍콩H(HSCEI)지수 상단은 8,800pt까지 추산 가능하다. 현 시점에서 추가 15%의 상승을 기대할 수 있는 이유이다.

그림15 '25년 상해종합지수 예상 밴드: 2,800~3,500pt



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림16 '25년 홍콩H지수 예상 밴드: 6,000~8,800pt



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

## 중국 투자, 바벨전략으로 대응 권고

'25년 바벨 투자전략 제시:  
주주환원 강화 기업과 IT 업종

'25년 중국중시 투자전략으로 바벨전략을 제시한다. 위에서 언급했듯이 중시 향방을 결정하는 핵심 변수는 정부 부양책이고, 대외관계를 결정하는 것은 미국의 차기 대통령이다. 이를 아래 <그림 17>처럼 시나리오 분석을 통해 국면별 선호 산업과 비선호 산업을 정리해보면 현재 트럼프 대통령 당선으로 ②번과 ④번 시나리오 가능성성이 높다. 이 중 중국 정책 여력이 제한적이어서 시장 기대를 상회하기보다 하회할 가능성이 높다는 이유로 필자는 ④번을 기본 시나리오로 가정했다. 따라서 주주환원이 강화되는 금융주와 IT 업종을 들고 가는 바벨전략을 권고한다.

그림17 국면별 선호 섹터 Matrix



자료: 메리츠증권 리서치센터

중국에서 내년 자사주 매입 중심의 주주환원 확대 예상

'25년 중국 주주환원은 자사주 매입을 중심으로 강화될 전망이다. 올해 중국도 일본, 한국처럼 주주환원을 강조하기 시작했다. 이는 중국이 점차 준선진국이 되고, 전체 기업이익이 고성장에서 중속 성장으로 둔화되면서 나타난 필연적 결과라고 생각된다. 자국 기술에 의한 생산성이 뚜렷하게 개선되기까지 ROE 하락이 불가피해 주주환원을 통한 주가 방어가 필요한 상황이다(그림 18).

올해 중국은 10년 만에 <자본시장 가이드라인 3.0>을 발표하고, 9월 24일에는 중국판 벤처업인 <시가총액 관리안>을 공개했다. 주주환원 강화, 기업가치 제고, 거버넌스 개선, 소액주주와의 소통 강화 등 내용은 해외의 벤처업과 대동소이하다. 현재 중국 상장사의 배당성향은 30% 전후로 해외와 비슷하고, 배당수익률은 2.7%로 한국, 일본보다 더 높다. 자사주 매입도 과거대비 크게 늘었다. 특히 올해 홍콩의 자사주 매입액은 약 2,020억 위안으로 작년의 2배에 달했다. 본토도 1,400억 위안으로 홍콩보다는 적었지만, 23년보다 54% 늘었다.

현재 중국 인민은행은 자사주 매입을 독려하기 위해 3,000억 위안의 재대출을 제공키로 했다. 중국의 평균 배당수익률이 2.7%로 재대출 금리인 2.25%보다 높아 기업에서는 자사주 매입 유인이 클 수 밖에 없다. 3,000억 위안의 자사주 매입이 시행되더라도 올해의 2배 규모로 늘어날 것이다.

게다가 9월에 발표된 시가총액 관리안에 따라 PBR 1배 미만인 기업들은 '25년부터 기업가치 개선안을 제출해야 한다. 은행, 부동산, 철강, 석탄 등 산업이 이에 해당되며 이들의 적극적인 주주환원 행보는 저금리 환경에서 기관투자자들의 관심을 가져올 수 있을 것으로 판단된다. '25년에도 주주환원 기업에 주목해야 할 이유다.

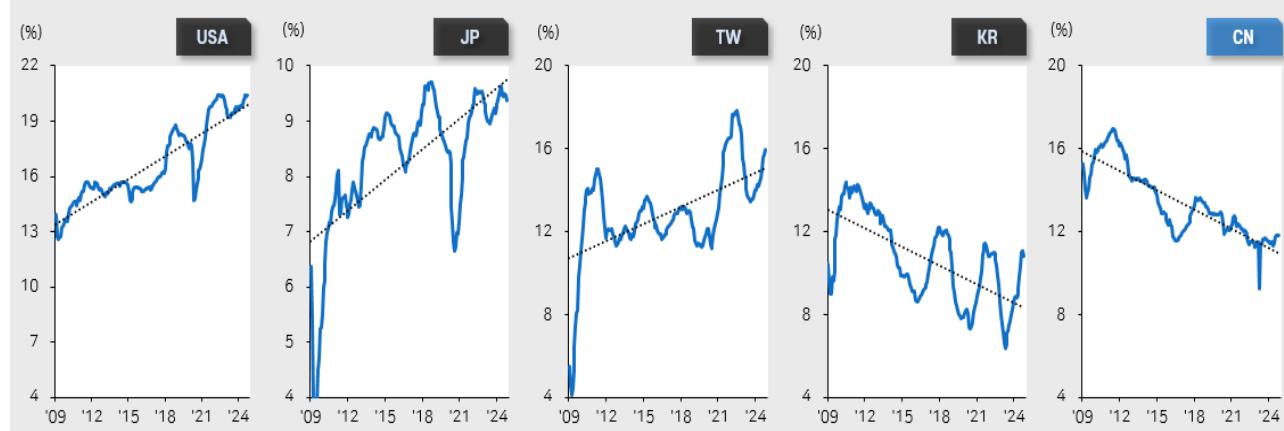
#### IT 업종은 유동성 증가, 국산화 가속 및 상장 모멘텀에 강세 예상

한편 IT 업종은 1) 주식시장 유동성 증가, 2) IT 국산화 가속화 및 3) 기술주 IPO 상장 모멘텀 등 요인들이 복합적으로 작용하며 상대적인 강세를 나타낼 전망이다.

중국은 5,000억 위안의 SFISF(유가증권 스왑 프로그램)을 발표했고 필요하면 추가 증액도 가능하며 내년 금리도 50bp 인하할 가능성이 높다. 게다가 ZTE, 화웨이를 제재했던 트럼프 대통령의 당선으로 AI 칩을 비롯한 IT 국산화 행보는 더욱 가속화될 수밖에 없다. 그 외, '25년부터 중국 IPO 시장이 다시 정상화 될 것으로 예상되는데 현재 상장 대기 중인 기업에서 IT 업종이 가장 많고, 이 중 낸드 대표 기업인 YMTC의 자회사 XMC의 상장이 내년 예정이고 디램 대표기업인 CMXT의 상장 가능성도 배제하기 어렵다. 이런 이벤트들은 IT 업종 상승에 모멘텀으로 작용할 것으로 기대된다.

중국의 대표 기술주들은 과창판, ChiNext 등 해외투자자가 자유롭게 매매하기 어려운 시장에 상장되어 있고, 변동성이 크다. 따라서 단일 종목에 대한 투자보다는 ETF로 대응하는 것이 보다 안정적이라고 생각해, 기술주 비중이 가장 높은 과창판50 ETF를 최선호로 추천하고, IT 대표기업이 골고루 분포된 항셍테크를 차선호로 추천한다. 관련된 ETF 내역은 아래 <표2>를 참고하기 바란다.

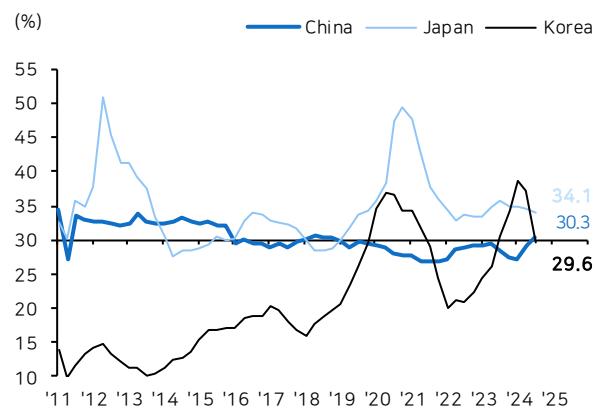
그림18 2009년 이후 전세계 주요 주식시장의 12MF ROE: 중국은 추세적 하락



주: 10/16일 기준

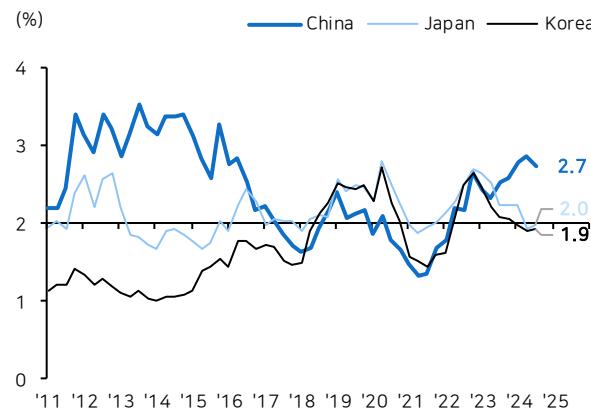
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림19 중국 배당성향 비교: 중국 30% 전후 수준 유지



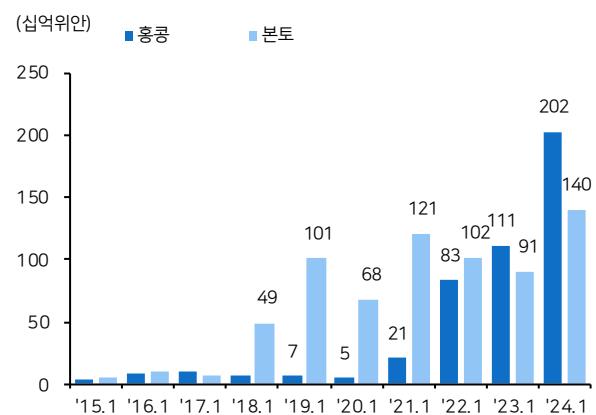
주: MSCI 국가별 지수, 9월 30일 기준  
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림20 배당수익률 비교: 중국이 일본과 한국 비해 높음



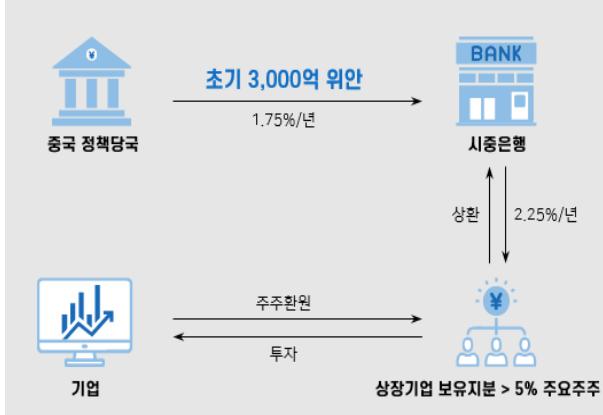
주: MSCI 국가별 지수, 9월 30일 기준  
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림21 자사주 매입도 증가, 홍콩이 본토보다 더 적극적



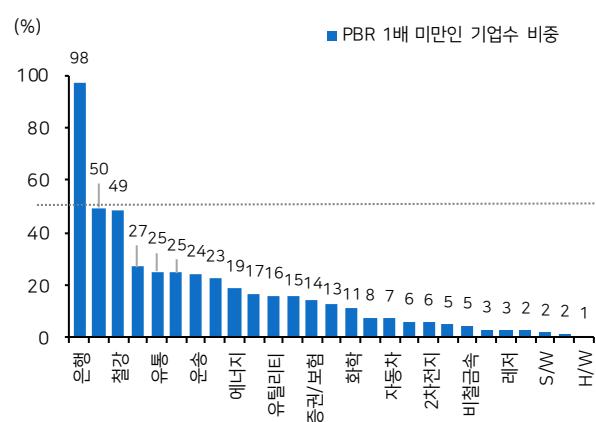
주: 적용환율: 1HKD=0.92위안, 24년은 10/16일까지 누적 기준  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림22 3,000억 위안의 자사주 매입 재대출 프로그램 운영



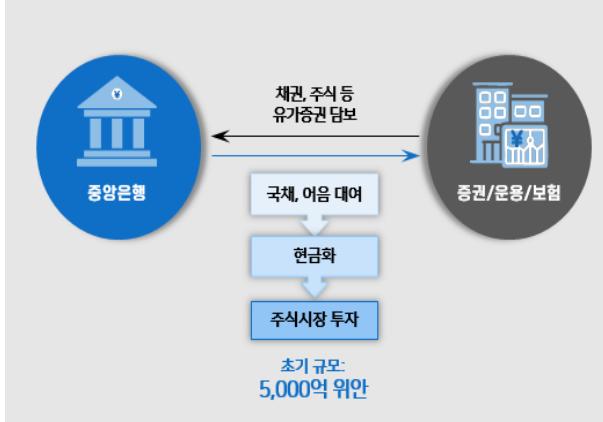
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림23 PBR&lt;1배인 업종별 기업수 비중: 은행, 부동산 순



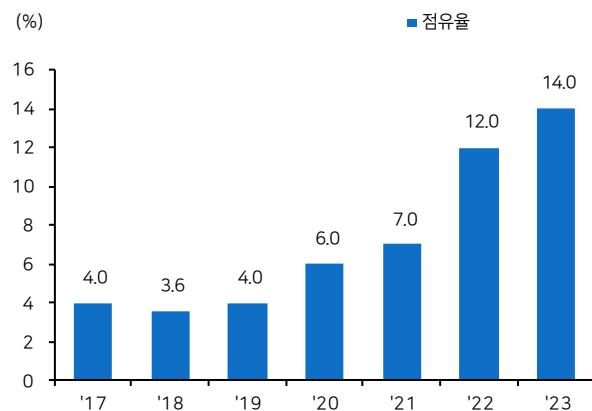
주: 10월 18일 종가 기준  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림24 중국정부 종시 유동성 공급 방식: SFISF+증언펀드



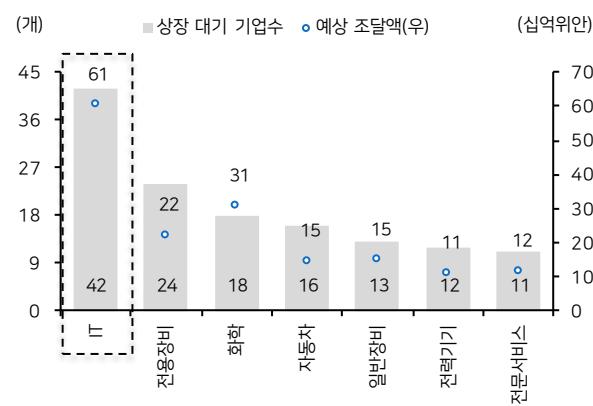
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림25 중국 내 국산 반도체 장비 점유율 꾸준히 상승



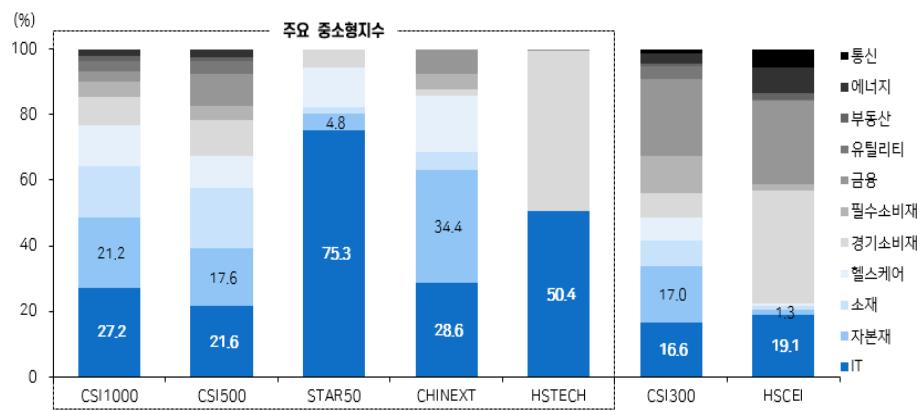
주: How Innovative Is China in Semiconductors? ('24.8) 발췌  
자료: ITIF, 메리츠증권 리서치센터

그림26 중국 내 업종별 상장 대기 기업수 및 조달액



자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

그림27 중국 주요 지수들의 업종 분포: IT 비중이 높은 과창판50(Star50)과 항생테크 선호



주: 10월 28일 종가 기준으로 업종 분포 계산  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

표2 2025년 중국 투자 포트폴리오

대분류	소분류	티커	이름	투자포인트	AUM (십억달러)	일평균 거래대금 (백만달러)
주주환원	국영기업 밸류업	512950 (중국 본토)	ChinaAMC 국영기업 구조조정 ETF	중국 정부의 국영기업 가치 제고 정책 추진, 25년에도 주주환원 강화 움직임 수혜	776.6	4.2
	대형주	168580 (한국)	ACE 중국본토 CSI300	국영기업 비중 70% 이상으로 주주환원 강화 수혜 기대	85.6	0.4
기술주	중국플랫폼	KWEB (미국)	KraneShares CSI China Internet ETF	내수 점진적 회복 및 플랫폼에 대한 규제 완화 수혜, 초저가 경쟁력 바탕으로 해외시장 확장 지속	728	23.3
	IT대표기업	371160 (한국)	TIGER 항생테크	중국 기술 산업의 미래 성장 가능성에 투자. 미국 금리 인하 및 중국 통화완화 수혜 기대	456.3	5.9
	반도체	415340 (한국)	KODEX 차이나과창판STAR50	중국 반도체 기술기업의 미래 성장 가능성에 투자, 트럼프 당선 시 반도체 국산화 기조 강화 예상	14.6	0.3
	강소기업	2815 (홍콩)	Global X China Little Giant	반도체, 제약, 신에너지 등 산업 고도화 과정에서의 로컬 기업 성장 수혜	4.7	0.0009

주: 10월 29일 종가 기준 / 자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터  
자료: 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 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 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.