

채권

관세, 물가, 통화정책의 삼각관계



채권 김지나

02)368-6149

jnkin0526@eugenefn.com

RA 유재혁

02)368-6177

dbwogur170@eugenefn.com

01/	다시 시작된 관세와의 동행	05
02/	관세가 물가에 미치는 영향	11
03/	물가 안정을 위해 가능한 방법들	21
04/	연준, 인하를 얼마나 할 수 있을까?	29
05/	한국의 과제와 통화정책 경로	37

관세, 물가, 통화정책의 삼각관계

트럼프 2기의 관세정책 윤곽이 서서히 드러나고 있다. 관세는 형태와 범위를 변형해 시행될 것이며, 일단은 협상용 카드로 쓰이겠지만 상대국의 스탠스에 따라 유동적이라는 점에서 그 자체로 변동성을 내재하고 있다. 이미 한 번 경험했다는 점에서 우려는 이전보다 적지만, 2018년과 통화정책 환경이 다르기에 관세가 물가에 미치는 압력은 가볍게 여길 수 없다.

연준을 비롯 여러 기관에서 이번 관세는 2018년보다는 인플레이 압력이 가중될 수 있다는 연구 결과를 도출한다. 이번 관세정책이 협상용으로만 종료된다면 우려는 없겠지만, 관세가 화두에 오르는 한 인플레이션 기대심리가 올라가는 것은 막기 어렵다. 빠른 대응이 수반되지 않는다면 기대 인플레이션 상승은 실제 물가 상승 압력을 높인다. 연준의 인하는 연내 1번 정도에 그칠 가능성이 높아졌다.

트럼프 1기에 비해 지금은 성장률은 조금 낮고, 물가와 기준금리는 높다. 당시 기준금리의 빠른 인상으로 물가 압력을 잡을 수 있었다면, 지금은 고금리의 인하 기조이며 인플레이 압력에 취약하다. 관세로 인한 인플레이 압력을 둔화 시키려면 결국 에너지 가격을 낮추고 재정을 덜 확대시키는 방법을 사용할 수 있다.

보편관세 외에 상호관세가 시행된다면 한국은 상대적으로 자유로울 수 있고, 생각보다 한국 수출이 덜 나쁠 순 있다. 그러나 고질적인 내수 부진과 잠재성장률 하락, 정치적 불안과 정책의 한계 등으로 성장을 보완은 어려울 전망이다. 한국과 미국의 통화정책 격차는 더욱 벌어질 것이다.

Executive Summary

by 김지나

01

다시 시작된 관세와의 동행

트럼프 2기 취임과 동시에 관세 언급하기 시작

트럼프, 취임과 동시에 관세정책 시작

- 트럼프, 기존 정책기조 되살리기에 돌입.
- 관세와 관련된 행정명령 서명에 집중.
- 1기 때는 업종별/품목별 및 중국 집중 관세였다면 이번은 해당국의 모든 수입품을 대상으로 하는 보편관세가 기본.
- 철강, 알루미늄 등 특정 품목 관세 부과도 함께 사용.
- 상호 관세는 새로이 추가될 관세의 형태.

2018년과 2024년 대미 무역수지 비중



자료: the white house, 유진투자증권

트럼프 취임 후 관세와 관련된 스케줄 라인

발표일 (미국시간)	국가	내용
2025-01-21	미국	관세를 효과적으로 관리하고 징수하기 위한 대외수입청(ERS)을 설립 및 관세 징수 시작 발표
2025-01-31	인도	예산안 공개하며 평균 관세율 인하를 공표. 특히 미 오토바이, 섬유, 자동차 부품 관세 인하
2025-02-01	미국	캐나다, 멕시코의 모든 수입품에 25%의 추가 관세(캐나다 에너지류 10%) 중국 10%의 추가 관세 부과하는 행정명령 서명. 2025년 2월 4일부터 발효
2025-02-02	캐나다	미국의 관세 부과에 맞대응하여 25% 관세 부과 예고 및 WTO 제소 방침 발표
	멕시코	구체적 대응 계획을 2월 3일 발표하겠다고 예고
	중국	미국의 조치가 WTO 규칙 위반이라며 WTO에 제소 발표
2025-02-03	미국	트럼프, 다음 관세 부과 대상으로 EU 지목 및 관세율 10%로 검토
	멕시코	미국의 관세 부과에 대한 구체적 대응 계획 발표
2025-02-04	미국	캐나다, 멕시코 관세 부과를 30일간 유예 및 중국 관세는 예정대로 발효
2025-02-04	중국	일부 미국산 제품에 10% 관세, 석탄과 LNG에는 15% 관세 부과 발표
2025-02-05	유럽연합	미국이 EU산 수입품에 관세 부과 시, 미국 빅테크 기업에 대한 보복 조치 검토 발표
2025-02-07	미국	미국에 관세 부과하는 국가에 동일한 관세를 부과하는 '상호 관세' 개념 언급
	일본	미일정상회담에서 1조달러 대미투자 및 미국산 LNG 수입 확대, 방위비 2배 증액 등 약속
2025-02-10	미국	미국의 철강, 알루미늄 산업 보호를 위해 모든 철강, 알루미늄 수입품에 25%의 관세 부과 발표 본 조항 예외 없으며 2025년 3월 12일부터 발효될 예정
	유럽연합	미국산 오토바이와 위스키 등에 최대 50% 보복 관세 부과 입장 발표
	인도	미국과 정상회담 앞두고 최소 12개 부문 미국산 수입품에 대한 관세 인하 검토
2025-02-11	미국	'상호 관세 조치'를 11일 혹은 12일 발표할 것이며 이 조치는 즉시 발표될 것이라고 언급
2025-02-13	미국	상호 관세 부과 행정명령에 서명했으나 부과폭과 시점 등 구체적 일정 언급 없음
		국가별 일대일 협상을 거쳐 늦어도 2025년 4월 1일까지 검토를 마칠 것

자료: 언론 취합, 유진투자증권

관세, 일단은 협상용 위협카드

트럼프 2기의 관세, 협상용 역할이 우선

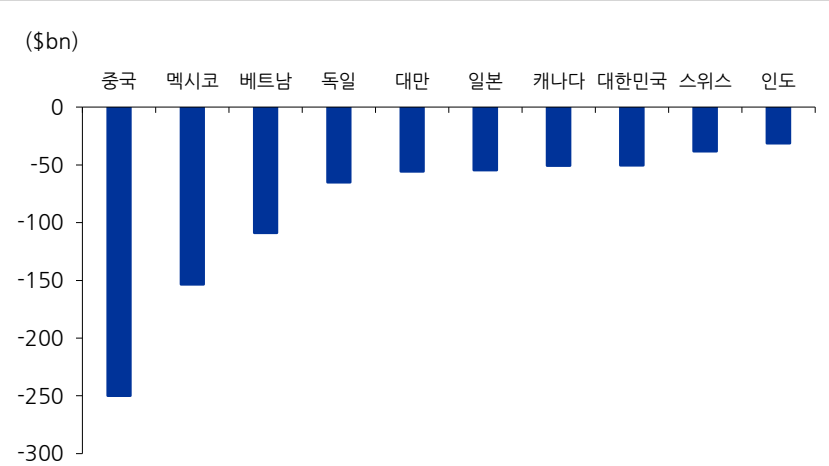
- 트럼프 2기 관세, 1) 특정 업종이 아닌 보편관세 2) 비교적 높은 관세율 3) 다양한 국가 대상이라는 점에서 광범위한 영향 예상.
- 그러나 1기와 비교해 1) 기본적으로 협상용 2) 1기를 거치며 내성이 생겼다는 점은 긍정적.
- 실제로 관세 부과 조치가 내려진 상대국이, 미국의 다른 요구 사항을 수용할 경우 관세를 유예하고 있음.
- Ex 1. 콜롬비아, 미국 불법이민자 수용기 착륙을 거부 → 25% 관세 부과 → 9시간 만에 미국 측 요구 전면 수용 → 관세 유예.
- Ex 2. 캐나다, 멕시코 관세 → 캐나다와 멕시코, 불법 마약 유통을 막기 위한 국경지역 방위군 1만명 배치 선언 → 관세 30일간 유예.
- 향후에도 미국의 무역적자 해소 목적 뿐 아니라 국가별 현안을 둘러싼 협상용으로 관세가 쓰일 것.

미국 무역적자 상위국의 현안

국가	미국과의 현안
중국	높은 대미 흑자, 반도체 및 AI 패권
멕시코	대중 우회수출, 마약 및 불법 이민자 문제
베트남	높은 대미 흑자
독일	유럽연합 전체 관세에 포함
대만	AI 반도체 등 첨단 산업 협력
일본	자동차, 철강 등 주요 산업 협력
캐나다	국경 경비, 마약 통제
한국	높은 대미 흑자, 방위비 분담금

자료: 유진투자증권

대미 무역수지 상위 10개국



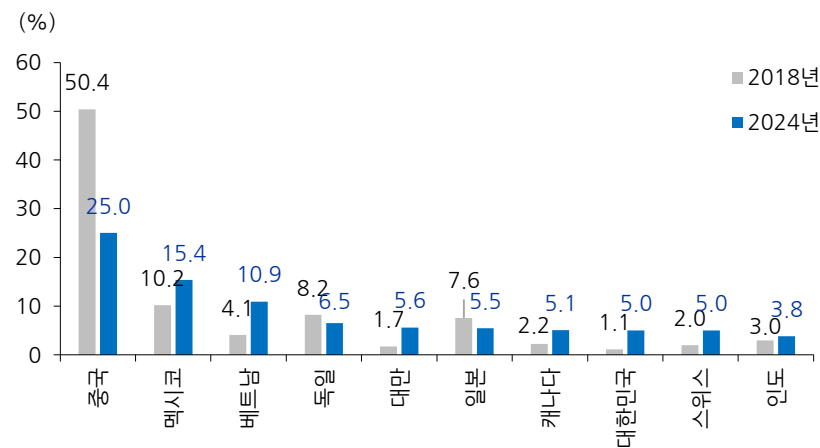
자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프 1기, 대중 관세의 성과 1) 우회 수출 증가

대중 관세, 예고한 것보다는 낮은 비율

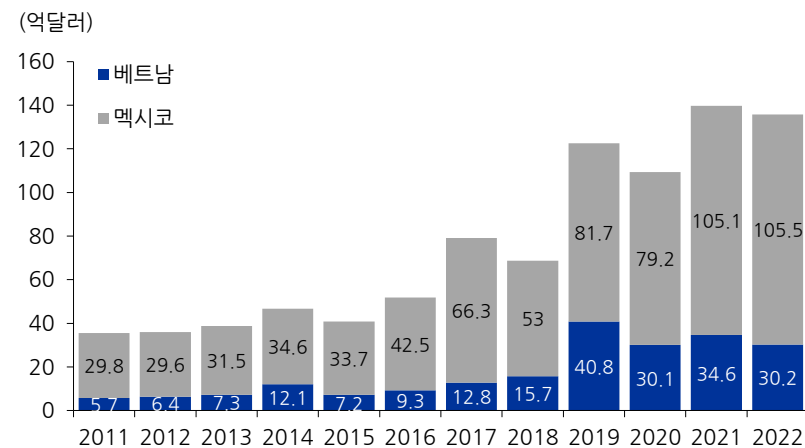
- 2018년 무역분쟁 당시와 2024년을 비교할 때 전체 미국 무역수지 중 중국이 차지하는 비중은 50.4%에서 25%로 급감.
- 얼핏 보기에는 중국과의 무역 불균형이 해소된 것 같지만, 같은 기간 베트남, 멕시코 등을 경유한 대미 우회 수출이 증가한 것으로 확인.
- 1기 경험을 통해 단순히 대중 관세 만을 올려서는 무역적자가 해소되지 않음을 교훈으로 얻었을 것.
- 이번 캐나다, 멕시코 관세가 표면적으로는 불법 이민자와 마약 문제 협상을 내걸었지만, 중국 우회 수출을 막기 위한 방도이기도 함.

2018년과 2024년 대미 무역수지 비중



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국의 대미 수출, 베트남과 멕시코 통해 우회



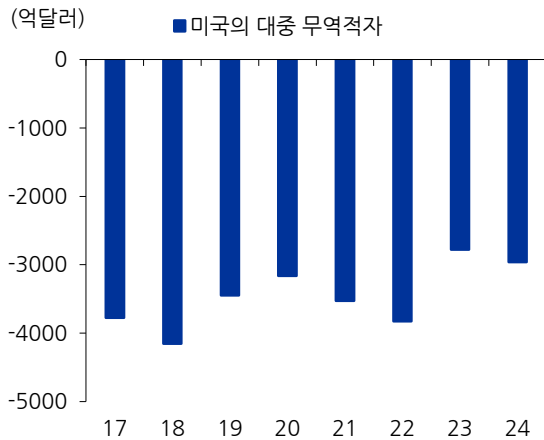
자료: 한국무역협회, 유진투자증권

트럼프 1기, 대중 관세의 성과 2) 목표 미달

1기 당시 미국의 대중 수출 실제금액은 목표 대비 50%대 달성에 그쳐

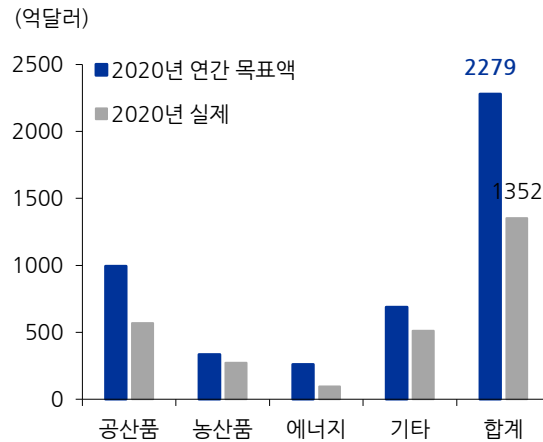
- 트럼프 1기 대중 수출 합의금액은 기존 수출액 + 추가 2,000억달러(2020~2021년 합산 기준).
- 목표금액은 2020년 2,279억달러, 2021년 2,745억달러였으나 각각 59%, 56.7% 달성에 그침.
- 대중 무역적자 절대금액도 19~20년 감소하는 듯 했으나 21년 이후 다시 증가했음.
- 코로나 이후 재택근무에 필요한 생활가전 수요 확대로 저렴한 중국산 제품 수입이 늘어났기 때문.
- 더불어 중국 정부의 위안화 환율 상승이 관세 인상 효과를 부분적으로 상쇄함.

미국 대중 무역적자 추이



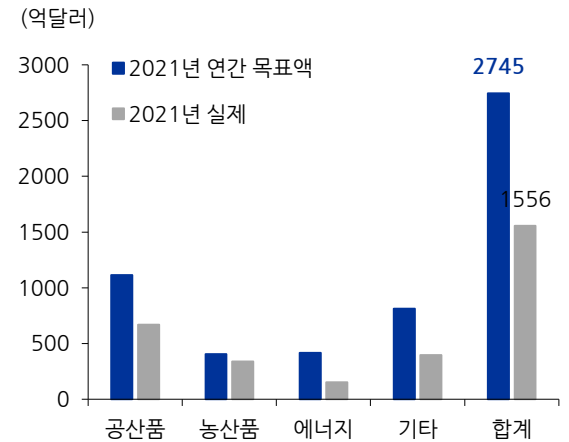
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2020년 미국 대중 수출 목표액 대비 실제액



자료: Bloomberg, PIIE, 유진투자증권

2021년 미국 대중 수출 목표액 대비 실제액



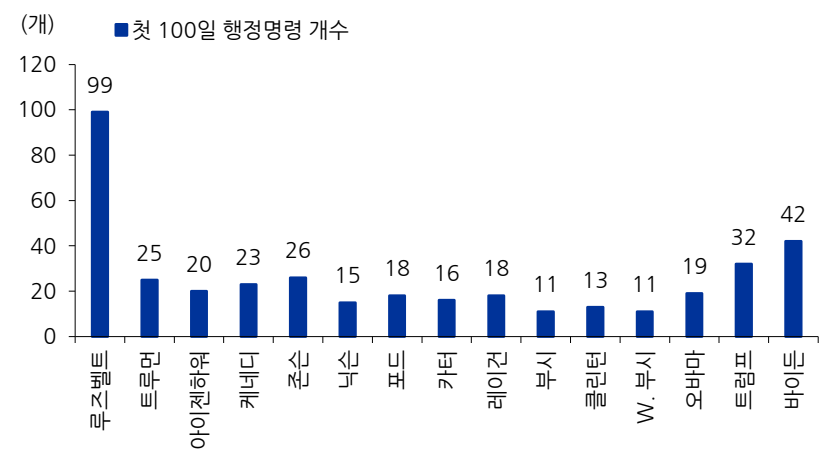
자료: Bloomberg, PIIE, 유진투자증권

참고: 허니문 기간, 트럼프를 포함한 역대 대통령들의 행정명령

오랫동안 다양하게 사용되어온 행정명령

- 트럼프 1기, 임기 내 220개의 행정명령 중 32개를 허니문 기간에 내렸음.
- 오바마 케어 반대, 반 이민, 화석연료 지지, 세제 개혁 및 무역 등 정책 주요 골자를 빠르게 수립.
- 과거 미국 대통령, 행정명령을 꾸준히 활용해옴. 바이든 전 대통령도 트럼프 지우기의 일환으로 다수의 행정명령 사용.
- 취임기간동안 행정명령을 가장 많이 사용한 대통령은 루즈벨트로 경기 대공황에 대응하기 위함.

역대 미국 대통령 취임 100일간 서명한 행정명령 개수



자료: Federal register, chatGPT, 유진투자증권

트럼프 1기, 취임 100일동안 내린 행정명령 리스트

순서	날짜	행정명령 제목
1	2017-01-20	환자 보호 및 저렴한 의료법의 최소화
2	2017-01-24	고속 인프라 프로젝트의 환경 검토 및 승인 가속화
3	2017-01-25	남부 국경의 장벽 및 국경 보안 강화
4	2017-01-25	공공 안전 개선을 위한 이민 집행 강화
5	2017-01-27	외국인 테러리스트의 미국 입국으로부터 국가를 보호하기 위한 조치
6	2017-01-28	윤리적 약속을 위한 행정부 임직원에게 대한 윤리 서약
7	2017-01-30	규제 비용의 감소 및 통제
8	2017-02-03	미국 금융 시스템의 핵심 원칙
9	2017-02-09	국제 범죄 조직 및 불법 거래 대응
10	2017-02-09	금융 규제 개혁을 위한 대통령 특별위원회 설립
11	2017-02-09	연방 범죄 및 공공 안전 개선을 위한 태스크포스 설립
12	2017-02-09	경찰관 보호를 위한 연방 지원 강화
13	2017-02-24	규제 개혁을 위한 연방 기관의 임무
14	2017-02-28	미국의 수자원 보호를 위한 규제 검토
15	2017-02-28	흑인 대학 및 대학교 지원 강화
16	2017-03-06	외국인 테러리스트의 미국 입국으로부터 국가를 보호하기 위한 조치 (개정)
17	2017-03-13	연방 정부의 조직 개혁 계획 개발
18	2017-03-31	미국 에너지 독립 및 경제 성장 촉진
19	2017-03-28	환경 규제 완화 및 에너지 독립 강화
20	2017-04-18	Buy American and Hire American
21	2017-04-20	무역 협정 준수 및 미국 산업 보호 강화
22	2017-04-27	미국 농업 및 농촌 번영 촉진
23	2017-04-28	해양 정책에 관한 대통령 자문위원회 설립
24	2017-04-28	에너지 생산 확대를 위한 연방 규제 검토
25	2017-04-21	세제 개혁을 위한 재무부 지침 검토
26	2017-04-25	농업과 농촌 번영 촉진에 관한 행정명령
27	2017-04-28	미국의 무역 정책 및 협정 검토
28	2017-04-26	공공 토지와 국립 기념물에 대한 검토
29	2017-04-28	종교 자유 보호 및 신앙 기반 단체 지원
30	2017-04-28	연방 환경 정책 개선
31	2017-04-28	미국 해안에서의 에너지 탐사 및 개발
32	2017-04-28	미국 해양 정책 개선 및 경제 활동 강화

자료: Federal register, 유진투자증권

02

관세가 물가에 미치는 영향

트럼프 1기 한-미 금융시장

2018년 트럼프의 관세 정책 후 금융시장 변동성 확대

트럼프 취임 후 국내 증시



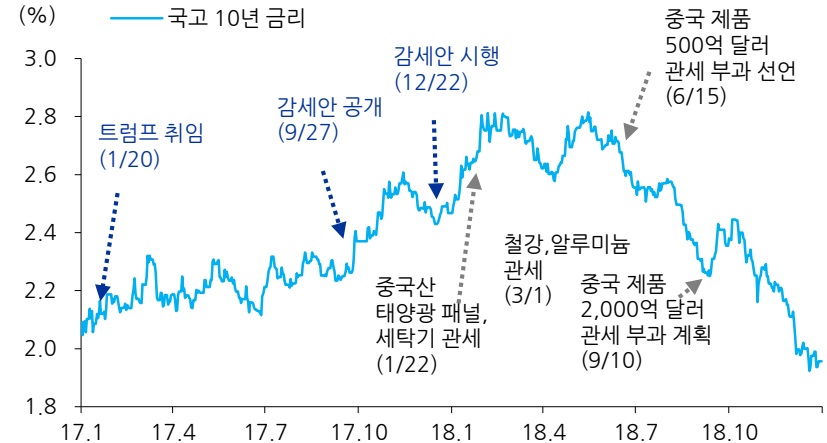
자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프 취임 후 미국 증시



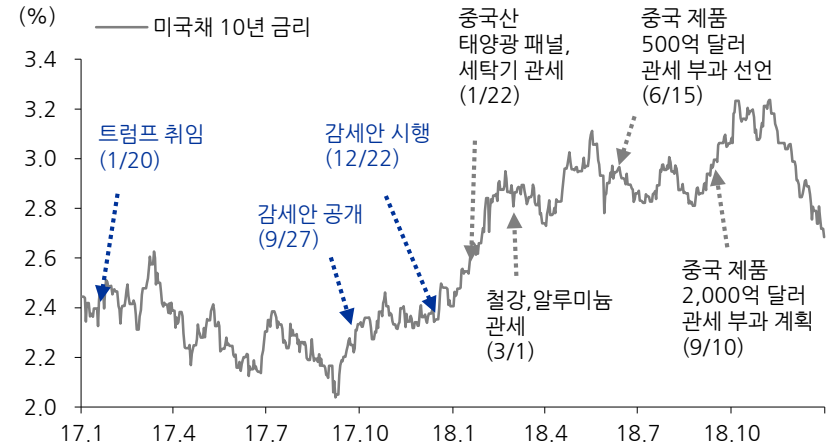
자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프 취임 후 국내 금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프 취임 후 미국 금리



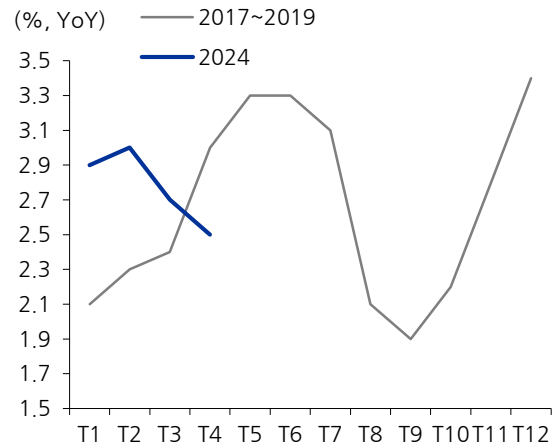
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2018년 대비 지금, 성장률은 비슷하지만 물가와 기준금리는 높아

미국, 2018년과 비교해 평균 성장률은 비슷하지만 물가, 기준금리는 높다

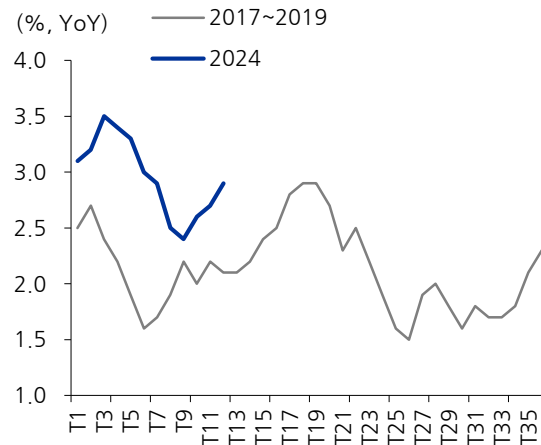
- 트럼프 첫 취임 후 2017~2019년 평균 미국 GDP 성장률은 2.66%(YoY)로 2024년 2.78%(YoY)와 유사함.
- 2017년 이후 물가는 2%대를 중심으로 등락 반복하다가 관세 발표 후 2.9%까지 상승.
- 2024년 물가, 흐름은 비슷하나 절대적인 수준이 2017년 당시보다 평균적으로 0.84%p 가량 높음.
- 2017년 이후 기준금리, 2015년 12월 이후 시작된 인상 기조가 2016년 12월에 재개되면서 0.75%에서 2.5%까지 빠르게 인상.
- 2024년 기준금리, 5.5%로 역사적 고점에서 인하 기조를 시작했으나 향후 인하 속도는 느릴 것으로 예상됨.

2017년 ~ 2019년과 2024년 GDP 비교



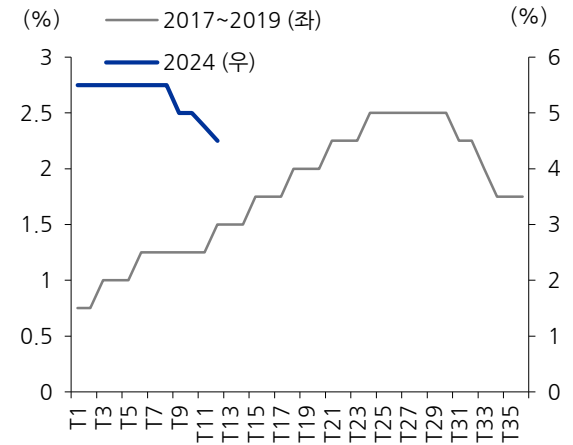
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 각 범례의 시작점(2017년 1분기, 2024년 1분기)을 각각 T1으로 설정, 분기별 데이터

2017년 ~ 2019년과 2024년 물가 비교



자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 각 범례의 시작점(2017년 1월, 2024년 1월)을 각각 T1으로 설정, 월별 데이터

2017년 ~ 2019년과 2024년 기준금리 비교



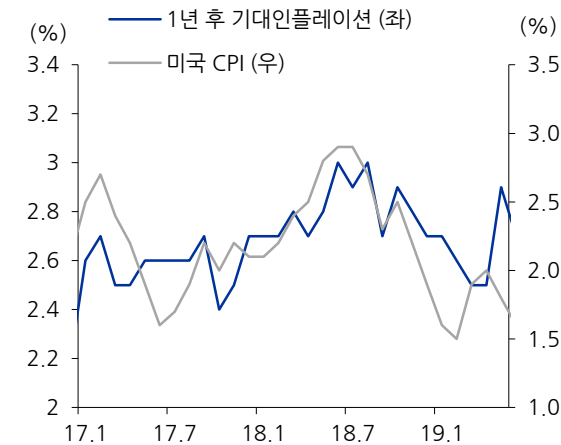
자료: Bloomberg, 유진투자증권
주: 각 범례의 시작점(2017년 1월, 2024년 1월)을 각각 T1으로 설정, 월별 데이터

2018년 물가 상승은 인상으로 억제

물가와 기대인플레이의 동반 상승, 기준금리 인상으로 물가 억제

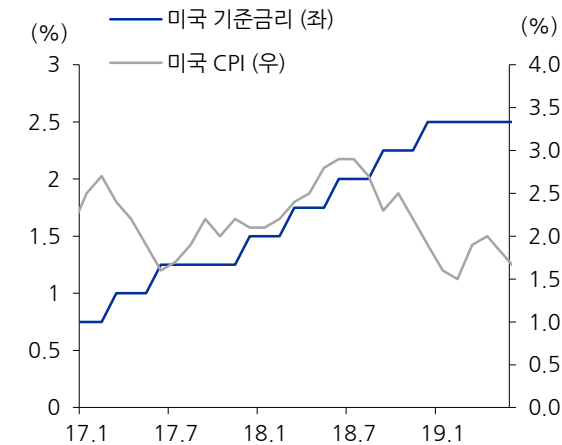
- 2018년 관세 당시에에도 기대 인플레이와 물가가 동반 상승했음. 동기간 기준금리는 1.5%에서 2.5%로 인상 됐음.
- 금리 인상, 물가 상승을 대응하기 위한 것도 있었겠지만 이미 2015년 12월부터 인상 사이클이 시작된 상태.
- 2016년 12월 인상이 재개된 와중에 미국 경기 호조, 트럼프 취임에 따른 물가 압력 등으로 인상 지속됨.
- 인상 중이었음에도 2018년 관세 당시 기준금리는 1.5%로 낮은 수준. 추가 인상을 통해 물가에 대응할 여력이 충분했음.

2018년 관세, 기대인플레이와 물가 동반 상승



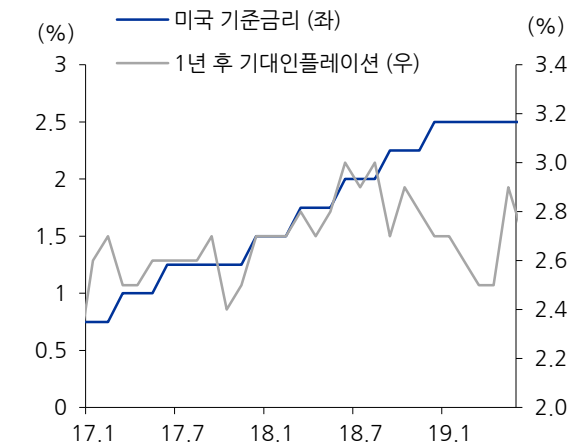
자료: Bloomberg, 유진투자증권

2018년 관세, 기준금리와 기대인플레이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

2018년 관세, 기준금리와 기대인플레이



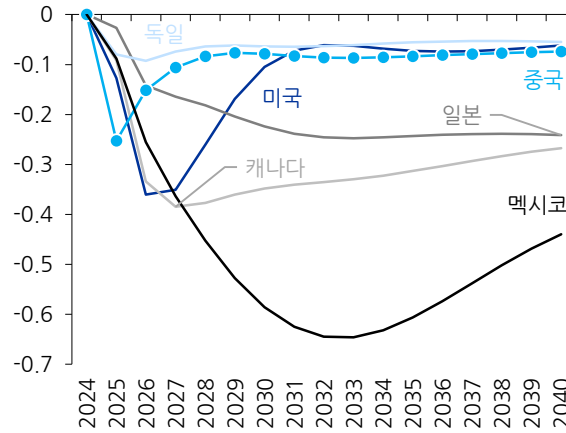
자료: Bloomberg, 유진투자증권

관세 부과, 물가 압력은 3년 + GDP 추세 하향 이탈

관세, 3년 간 물가 상승 압력 및 GDP 추세 하향 이탈

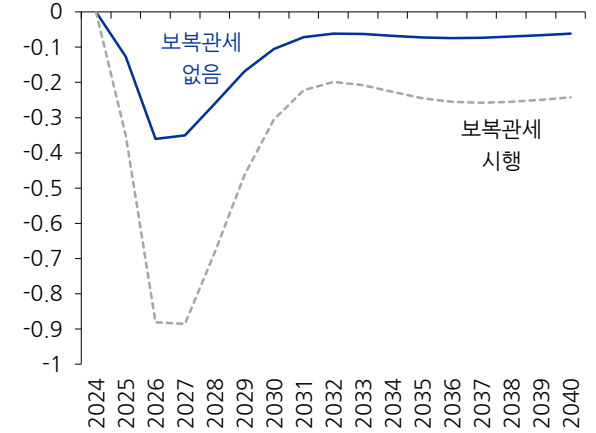
- 피터슨국제경제연구소(PIIE)의 연구에 따르면, 모든 국가에 10% 관세 부과 시 미국을 포함 상대국에 2040년까지 GDP 하락 효과.
- 미국, 매년 GDP가 0.1~ 0.3%p 둔화되면서 2025년 ~2028년간 누적 2,830억달러의 GDP 손실이 발생. 이는 미국 전체 GDP의 1%에 해당.
- 물가의 경우, 관세 시행 후 2년 간 상승한 뒤 역기저효과를 거쳐 이전 기조로 복귀.
- 상대국의 보복관세 시행 시 부정적 효과 가중.

모든 국가에 10% 관세 부과 시 GDP 전망



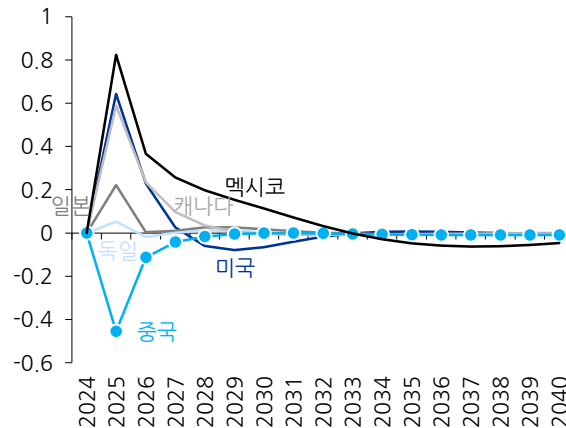
자료: PIIE, 유진투자증권

보복관세 여부와 미국 GDP 추이 전망



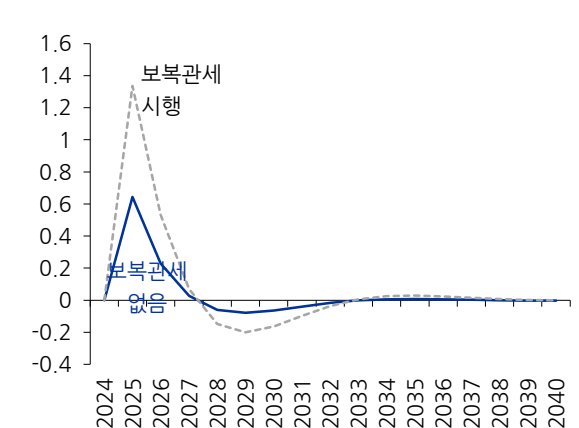
자료: PIIE, 유진투자증권

모든 국가에 10% 관세 부과 시 물가 전망



자료: PIIE, 유진투자증권

보복관세 여부와 미국 물가 추이 전망



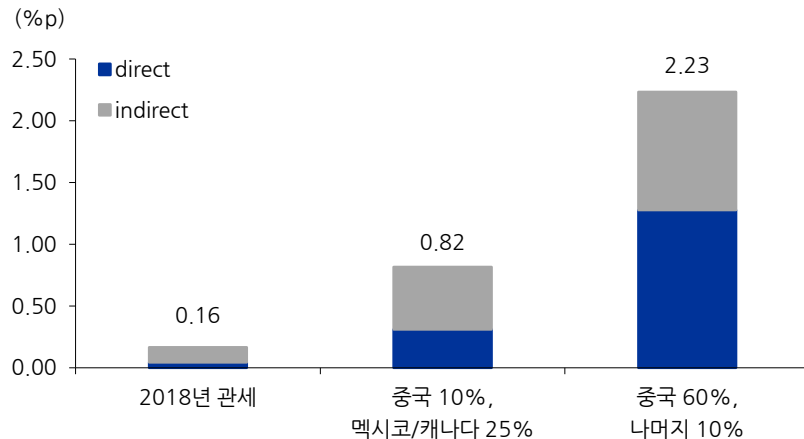
자료: PIIE, 유진투자증권

미국 지역 연은도 2018년에 비해 인플레이 압력 클 것이라 우려

보스턴 연은, 관세가 근원 PCE 물가를 0.8%p 상승시킬 수 있다고 추정

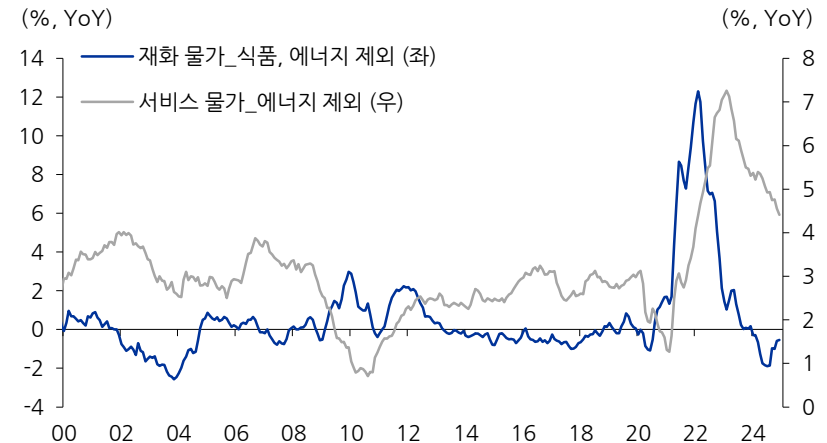
- 보스턴 연은, 최근 연구에서 관세의 물가 상승 압력이 생각보다 높을 수 있음을 우려함.
- 2018년 관세가 미국 근원 PCE 물가에 미치는 영향이 최대 0.16%라면, 이번 관세(중국 10%, 멕시코-캐나다 25%) 영향은 최대 0.82%로 추정.
- 이는 철강 등 품목별 관세나 중국, 캐나다, 멕시코 외 기타 국가 대상의 관세는 제외한 수치이므로 추가 상방 압력 존재.
- 미국 개인소비지출 중 수입품 비중은 10% (에너지, 식품 제외)로 이는 '관세 → 수입물가 상승 → 소비자물가 전가'에 해당하는 부분.
- 2024년 이후 에너지, 식품 제외한 재화 물가 상승률은 마이너스로 전환했지만 서비스 물가 상승률은 여전히 4%대에 머물고 있음.
- 여기에 관세로 인한 재화 물가 상승이 더해진다면 실제로 단기 인플레이션 압력은 불가피.

관세가 근원 PCE 물가에 미치는 시나리오 별 영향



자료: Boston Fed, 유진투자증권

재화물가 상승 진정됐지만 서비스물가는 여전히 높아



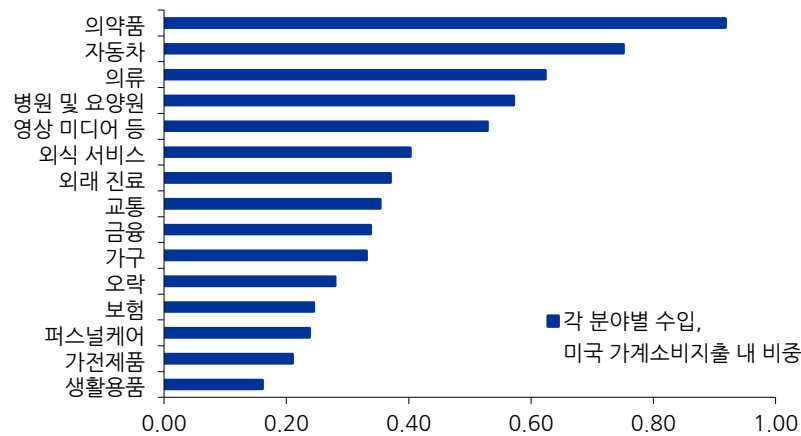
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 개인소비지출과 관세

미국 개인소비지출 중 수입품이 차지하는 비중은 10%...국가와 품목별 비중은?

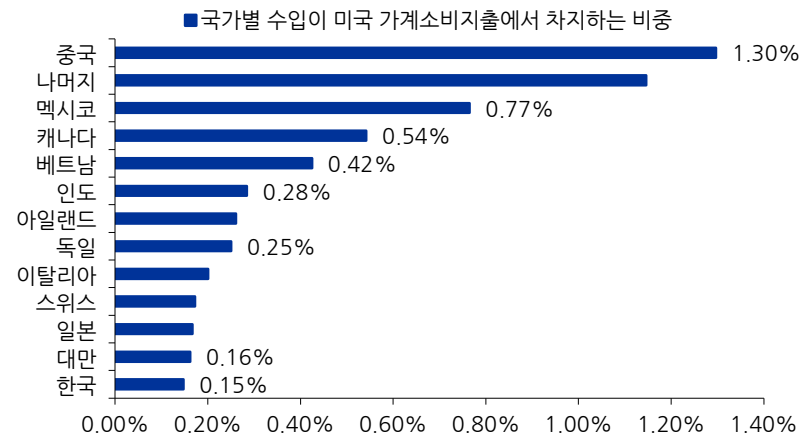
- 국가별 수입품이 미국 가계소비에서 차지하는 비중은 중국, 멕시코, 캐나다, 베트남, 인도 순.
- 미국 가계에서 소비하는 재화 중 수입비중이 가장 높은 것은 의약품, 자동차, 의류, 영양원, 미디어 서비스 및 외식 서비스 등임.
- 설사 관세율이 높지 않더라도, 모든 수입품을 대상으로 한 보편관세 이기 때문에 소비자물가로의 전가율은 2018년 1기 관세보다 높을 것.

각 분야별 재화 수입, 미국 개인소비지출에서 차지하는 비중



자료: Boston Fed, 유진투자증권

국가별 수입, 미국 개인소비지출에서 차지하는 비중



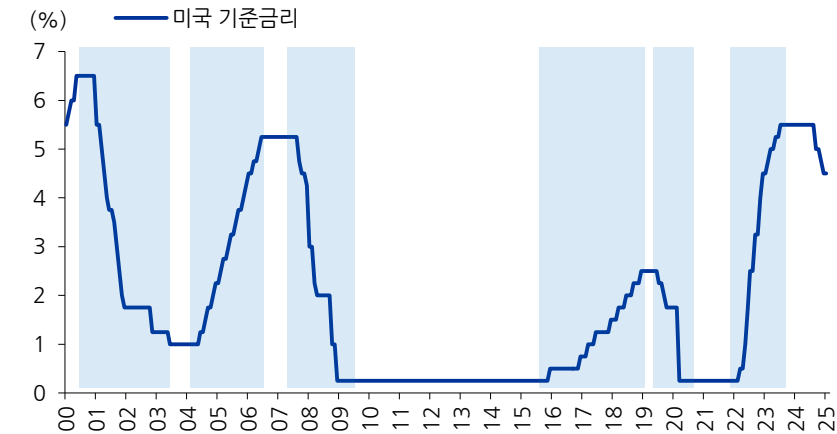
자료: Boston Fed, 유진투자증권

관세의 단기적 인플레이 영향 구간 \approx 통화정책 1사이클

경기 사이클 상 '단기'일지라도 통화정책에는 긴 시간

- 백악관, 1) 관세가 인플레이 기조에 영향이 없을 것이며 2) 일부 품목 물가 상승이 소비자에게 전가될 순 있으나 단기적 영향에 그칠 것이라고 발언.
- 실제로 여러 연구 결과, 관세의 인플레이션 유발 효과는 보통 2~3년 내에 종료됨. 2~3년은 경기 사이클 상으로는 단기적인 기간.
- 이는 통화정책 한 사이클에 해당하는 기간으로 통화정책 경로 & 소비자 입장에서는 충분히 부담될 수 있음.
- 2000년대 이후 미국 기준금리 사이클, 최소 4개월에서 최장 3년으로 평균 1.8년이었음.
- 실제로 최근 미국 1년 기대 인플레이션은 두 달 만에 1.5%p 상승한 4.3%를 기록하며 소비자들의 심리를 반영하고 있음.

2000년대 이후 미국 기준금리 사이클, 평균 1.8년, 최장 3년



자료: Fed, 유진투자증권

트럼프 재취임 후 미국 단기 기대인플레이션 급등



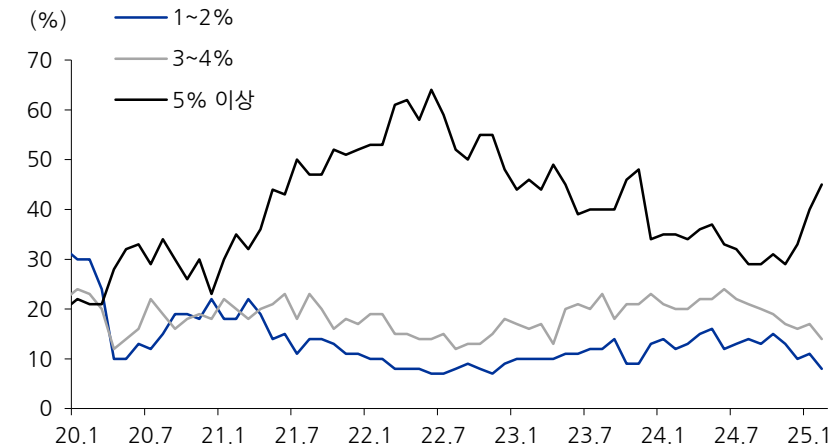
자료: Bloomberg, 유진투자증권

인플레이션 기대 경로

소비자들의 인플레이션 기대는 행동을 통해 실제 물가 상승으로 연결됨

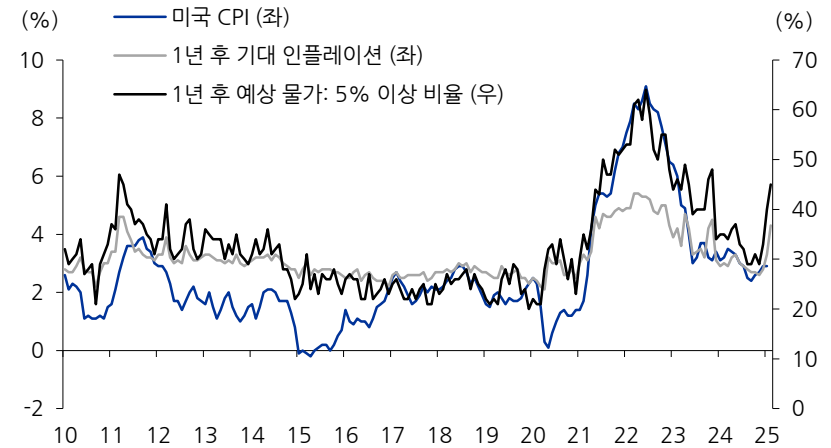
- 소비자들의 인플레이션 기대가 높아지면 실제 물가 상승이 초래되는 경우가 많았음.
- 실제로 기대 인플레이션은 물가에 선행 & 동행했던 경험.
- 특히 인플레이션이 목표 이상에 머무는 구간에서 향후 예상 물가를 높게 보는 응답비율(5% 이상)과 실제 물가지표 간 상관관계가 높아짐.
- 1년 후 예상 물가를 5% 이상으로 보는 비율이 지난 해 11월 이후 급등하고 있음.
- 단기적으로 기대 경로를 통한 물가 압력이 올라가고 있음이 확인. 최근 소비자 응답 결과 기대 인플레이션 우려는 관세의 물가 전가 가능성에 기인.
- 연준이 12월 FOMC를 통해 지적했던 물가 상방 위험&리스크도 연장선상일 것으로 판단.

소비자들이 예상하는 1년 후 물가 수준



자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프 재취임 후 미국 단기 기대인플레이션 급등



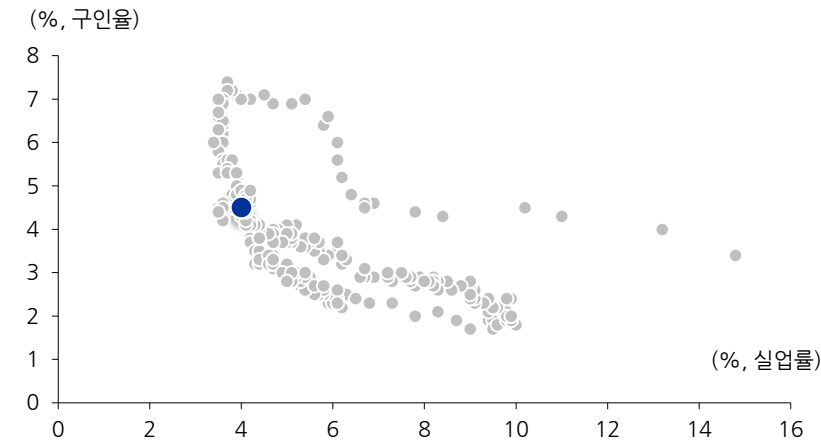
자료: Bloomberg, 유진투자증권

고용시장 여전히 초과 수요, 적어도 물가를 낮출 요인은 아님

장기간 유지되고 있는 미국 고용 호조, 이민자 축소 정책으로 장기화될 가능성

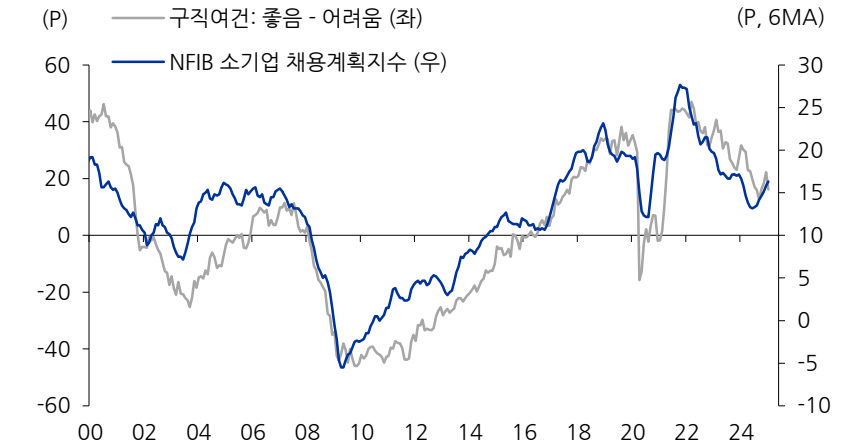
- 미국 고용시장, 예상보다 오랜 기간 견고함을 유지. 팬데믹 이후 왜곡됐던 고용시장이 정상화되면서 베버리지 곡선도 효율적으로 회귀.
- 크리스토퍼 월러 연준 이사, 베버리지 곡선을 통한 연착륙 경로를 언급할 때 구인율이 4.5% 미만일 경우 실업률이 크게 상승할 수 있다고 제시.
- 현재 구인율, 4.4%~4.9% 수준에서 움직이는 임계점에 위치해 있음.
- 만약 트럼프 대통령의 이민 정책이 본격화된다면 팬데믹 이후 노동을 공급해온 이민 인구가 줄어들면서 고용시장의 수급이 더 타이트해질 수 있음.
- 초과 수요가 꾸준히 유지된다면 적어도 고용시장에서 물가를 낮출 요인을 찾기는 힘들.
- 여기서 추가적인 구인율 하락이 없다면 실업률이 상승할 가능성은 낮아짐. 연준의 인하 필요성은 더 약화될 것.

베버리지 곡선 상 임계점에 머물고 있는 고용



자료: US BLS, 유진투자증권

여전히 유지되고 있는 초과 수요



자료: Bloomberg, 유진투자증권

03

물가 안정을 위해 가능한 방법들

물가 부담을 낮출 수 있는 방법 1) 에너지 가격

저금리의 기본은 저물가, 물가 중 그나마 조절할 수 있는 것은 에너지

- 트럼프 대통령, 1기 때부터 금리 인하 & 저금리 발언을 빈번히 해옴. 베센트 재무장관, 장기금리 하향을 원하는 것이라고 부연설명.
- 파월 연준 의장, 금리 인하를 서둘러 할 이유가 없고 관세의 물가 상승 유발 가능성을 언급하며 또 다시 의견 대립 중.
- 현재 고금리가 완화되려면 1) 물가 안정 2) 경기 연착륙 진행(경기 둔화) 3) 금리 인하가 필요.
- 관세가 실제로 시행된다면 2018년보다 인플레이 유발 가능성이 클 것으로 예상되는 가운데, 정책을 시행하면서 물가를 진정시킬 수 있는 방법이 필요.
- 미국의 원유 수입, 캐나다 비중이 60.3%를 차지함. 이번 캐나다 관세가 에너지류에 10%만 부과된 것도 미국 내 물가 전가를 우려한 것으로 보임.

여전히 금리 인하를 원하는 트럼프



Interest Rates should be lowered, something which would go hand in hand with upcoming Tariffs!!! Lets Rock and Roll, America!!!

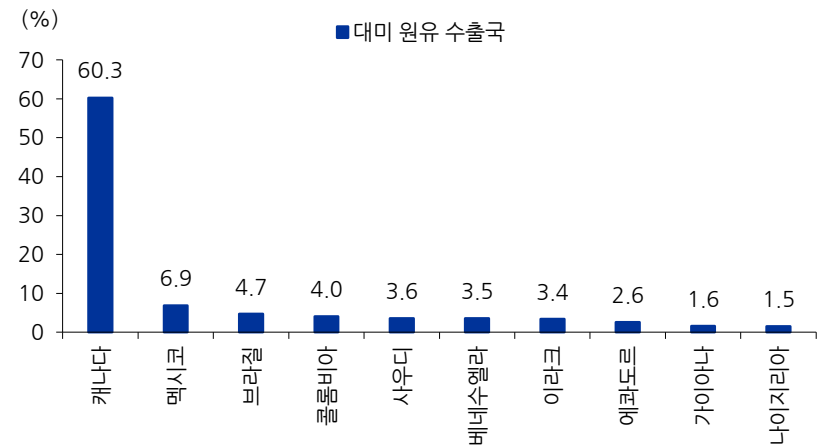
1.20k ReTruths

5.49k Likes

2/12/25, 13:58:14 PM

자료: TruthSocial, 유진투자증권

미국 원유 수입, 캐나다가 60.3%로 압도적



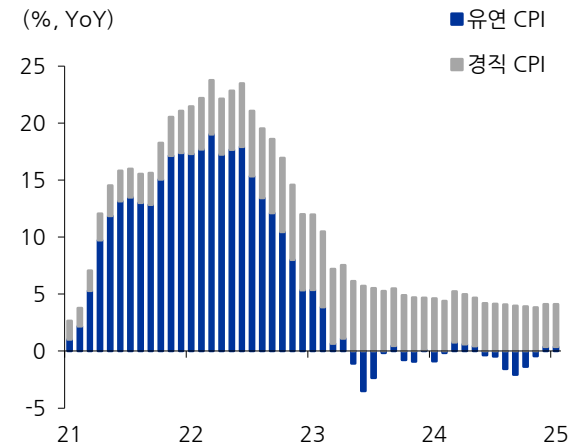
자료: EIA, 유진투자증권

유연 물가(flexible price CPI) 조절을 시도

경직 물가보다는 유연 물가를 조절하는 것이 정책적으로 접근하기 편함

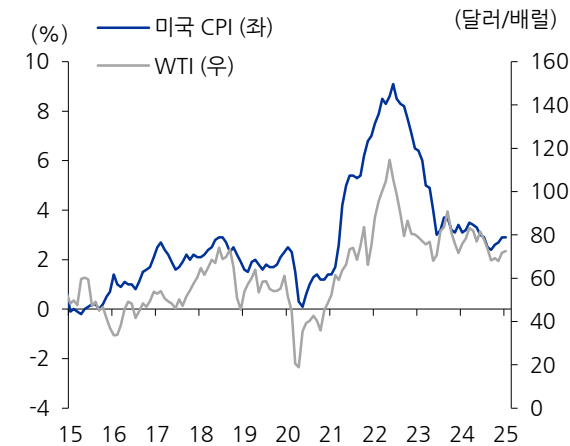
- 유연 물가, 대표적으로 식품, 에너지가 포함돼 물가 급변을 초래함(ex. 팬데믹).
- 경직 물가, 팬데믹 시절 상승한 것이 지금까지 유지되면서 물가의 전반적인 수준이 잘 떨어지지 않고 있지만, 그만큼 변동성도 낮음.
- 물가 변동을 제한하고 싶다면, 변동성과 반응속도가 느린 경직 물가보다는 변동성이 높은 유연 물가를 조절하는 것이 방법.
- 따라서 에너지 가격 하향 안정을 유발하는 정책들로 유연 물가를 낮게 유지시키면서 물가 압력을 상쇄시킬 수 있음.

유연 물가 조절이 물가 변동성을 제한하는 길



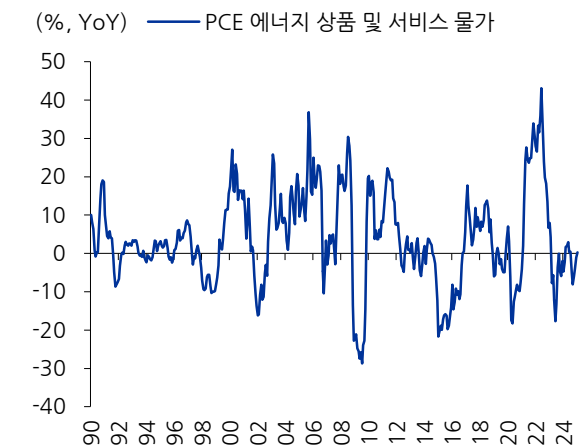
자료: Bloomberg, 유진투자증권

물가와 유가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 PCE 내 에너지류 물가 추이



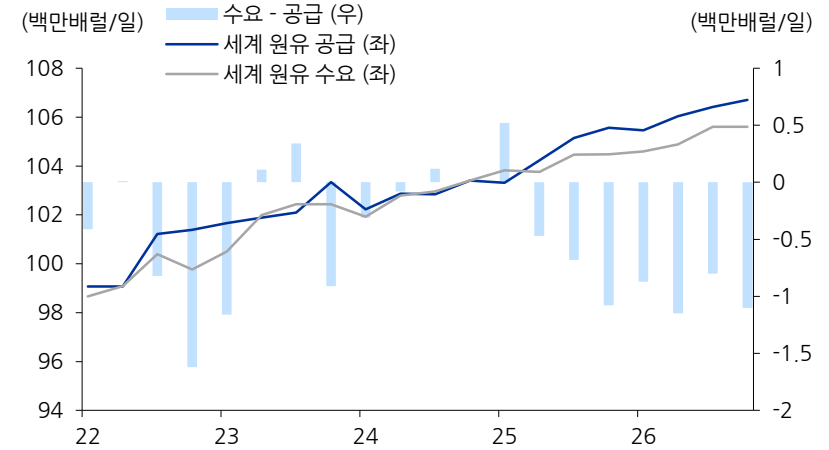
자료: Bloomberg, 유진투자증권

트럼프, 저유가 공약을 밀어붙일 가능성

트럼프, 규제 완화와 생산 확대 등 저유가 정책 강화 예상

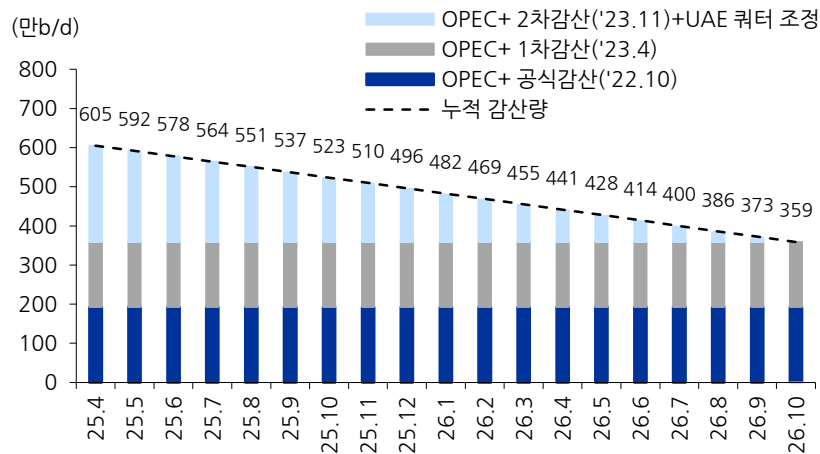
- 미국 에너지정보청(EIA), 2025~2026년 글로벌 원유 공급 과잉을 전망.
- OPEC+, 감산을 계속하고 있지만 가격 방어가 잘 안되고 있음.
- 미국, 브라질, 가이아나 등 비OPEC 국가들의 증산이 이어지고 있기 때문.
- 실제로 미국의 원유 생산은 배럴로 역대 최고치를 경신 중.
- 트럼프, 화석 연료를 지지하고 에너지 생산을 독려하는 정책을 선호함.
- 트럼프 정부, 관세 발 인플레이 압력을 에너지 정책으로 상쇄시키려 할 것.

2025~26년 원유 공급 과잉 전망



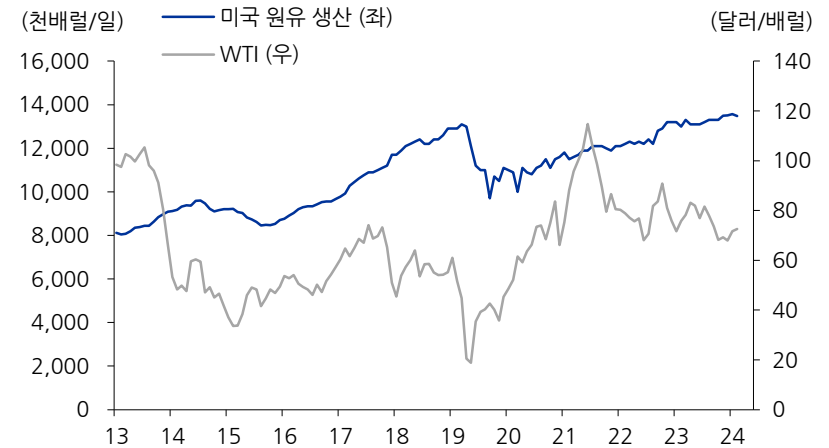
자료: EIA, 유진투자증권

OPEC+의 감산 스케줄



자료: OPEC, 언론 참고, 유진투자증권

미국의 원유 생산, 역대 최고 경신



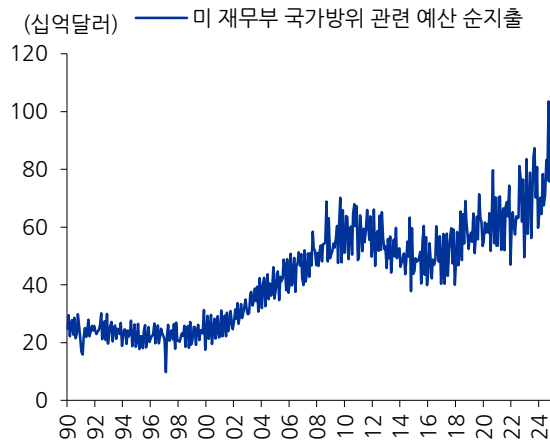
자료: Bloomberg, 유진투자증권

물가 부담을 낮출 수 있는 방법 2) 재정 덜 늘리기

재정 확대는 금리 상승과 인플레이를 자극, 온건한 재정의 필요성

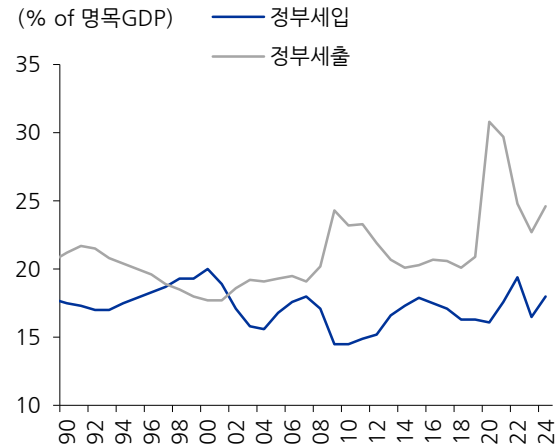
- 트럼프의 기존 기조라면 직관적으로 재정은 늘어날 가능성이 있음. 대표적으로 국방예산 확대, 감세 등은 재정 확대를 유발하는 정책들.
- 그래도 트럼프 1기처럼 큰 폭의 재정 확대가 시행되진 않을 것으로 예상됨.
- 우선 대규모 감세는 이미 시행됐기 때문에 추가 감세폭 확대 등은 1기에 비해 미미할 것.
- 트럼프 1기 초기 GDP 대비 재정적자는 3.1%였는데 반해 현재는 7.0%. 부담스러운 재정 여건도 재정 확대의 걸림돌.
- 재정 확대는 채권 공급 확대를 통한 금리 변동(상승 리스크)과 인플레이션 우려를 자극. 급격한 재정 확대는 어려울 것으로 보임.

미국 국방예산 순지출 꾸준히 증가



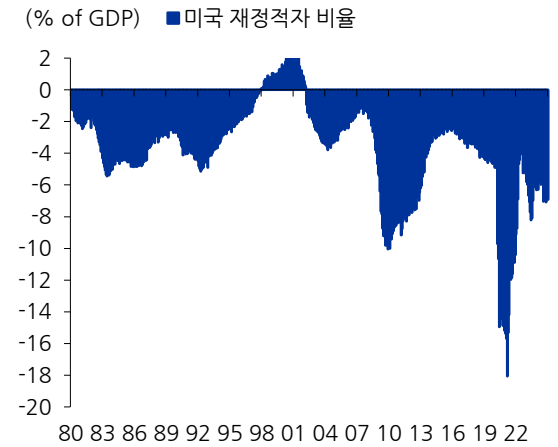
자료: Bloomberg, 유진투자증권

감세로 인한 세입 감소



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 재정적자



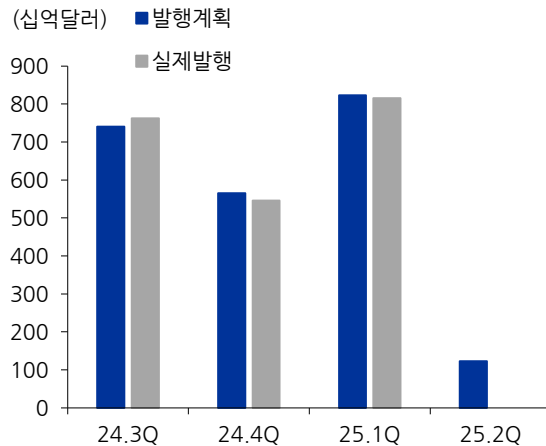
자료: Bloomberg, 유진투자증권

이미 발행은 많이 늘어난 상태

이미 너무 많이 늘어난 발행, 조금만 줄여줘도 시장은 안도한다

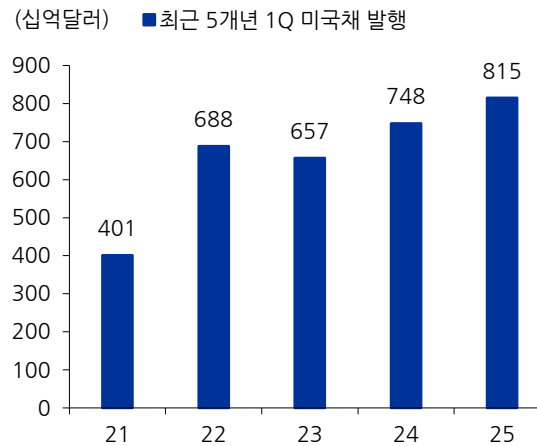
- 시장의 재정(채권 공급)에 대한 관심은 매우 높음. 트럼프 재집권 뿐 아니라 2023년 신용등급 강등 요인이 재정적자 증가와 세수 악화였기 때문.
- 미국 25년 1분기 발행은 8,230억달러에서 8,150억달러로 하향 조정. 만기별 발행계획은 이전과 동일했음.
- 그래도 최근 5개년내 1분기 편성 금액 중 가장 큰 금액이며 2021년 대비 2배로 확대된 수준.
- 절대규모는 여전히 많지만, 짧은 기간 동안 발행량이 이미 많이 늘어났고, 장기채 비중 우려도 있었기 때문에 QRA 결과 확인 후 시장 안도.
- 베센트 신임 재무장관, 장기채 위주 발행 필요성 언급했으나 당장 반영되진 않았음.
- 고금리 차환에 대한 부담 증가 → 장기채 발행을 쉽게 늘리긴 어려울수도 있음.

미국채 발행 증가에 대한 우려는 일단 진정



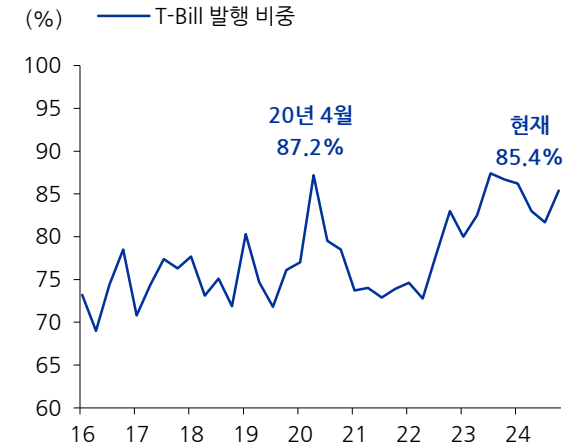
자료: US Treasury, 유진투자증권

최근 1분기 발행량 중 최대 계획



자료: US Treasury, 유진투자증권

T-bill 발행 비중 추이



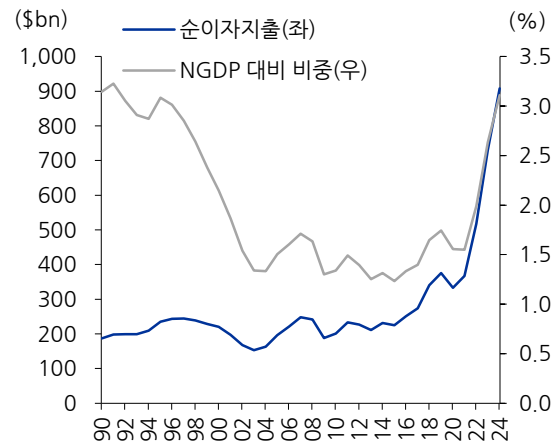
자료: US Treasury, 유진투자증권

높아진 금리는 고스란히 이자부담으로

미국 GDP 대비 이자비용 급증, 차환에 대한 부담

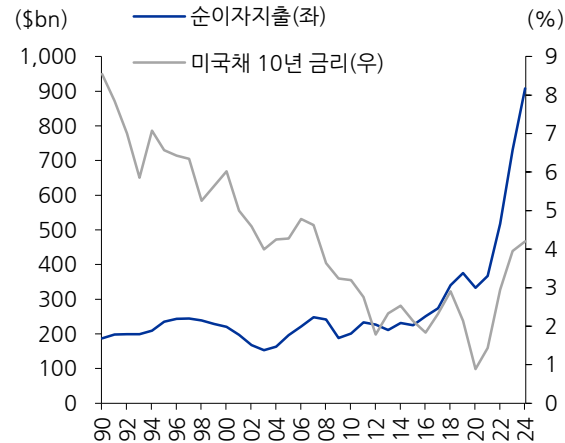
- 미국 GDP 대비 이자비용, 4% 수준까지 상승(1.2조 달러).
- 최근 단기채 발행 비중이 늘어났다는 것을 감안, 올해도 만기도래 차환이 대규모로 돌아오면서 이자비용 상승에 대한 부담 직면.
- 2022년 중반 이전에 발행한 채권들은 모두 적게는 2배~ 많게는 9배에 가까운 금리로 차환해야 함.
- 현재로서 금리가 급락한 뒤 유지될 가능성은 매우 낮기 때문에 적어도 2025년 중에는 몇배의 고금리로 차환해야 하는 부담이 지속될 것.
- 절대금리 레벨과 향후 금리 변동에 따른 이자비용 절감 가능성 등을 고려할 때, 장기채 발행 비중이 당장 늘어날 가능성은 낮아 보임.

미국 GDP 대비 이자부담 증가



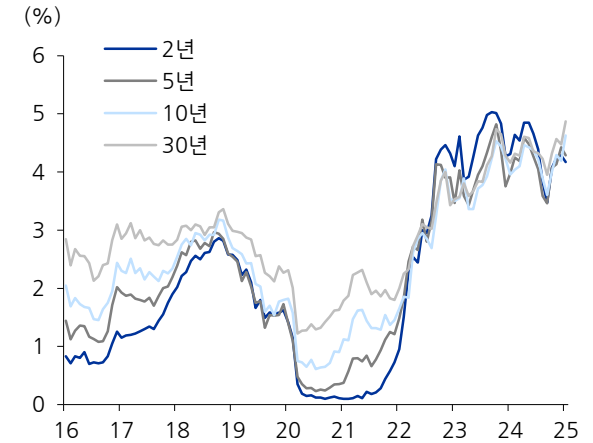
자료: CBO, 유진투자증권

장기금리와 이자비용 부담



자료: CBO, 유진투자증권

트럼프 1기와 지금 입찰금리 비교



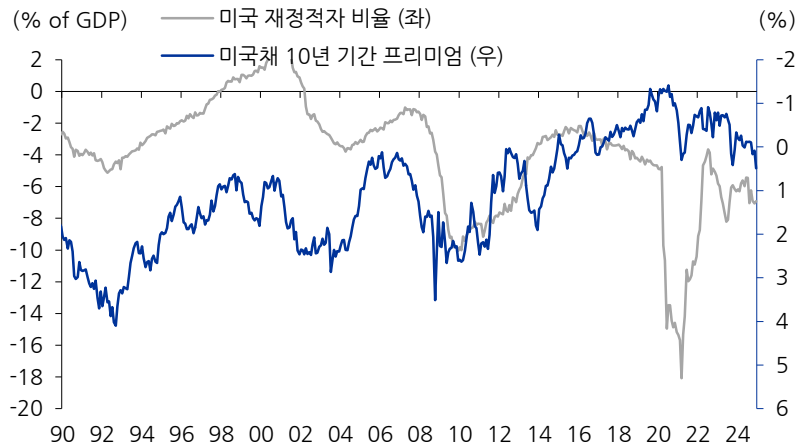
자료: US Treasury, 유진투자증권

트럼프는 저금리를 위해

트럼프는 저금리를 원하지만 재정 확대는 결국 고금리를 초래

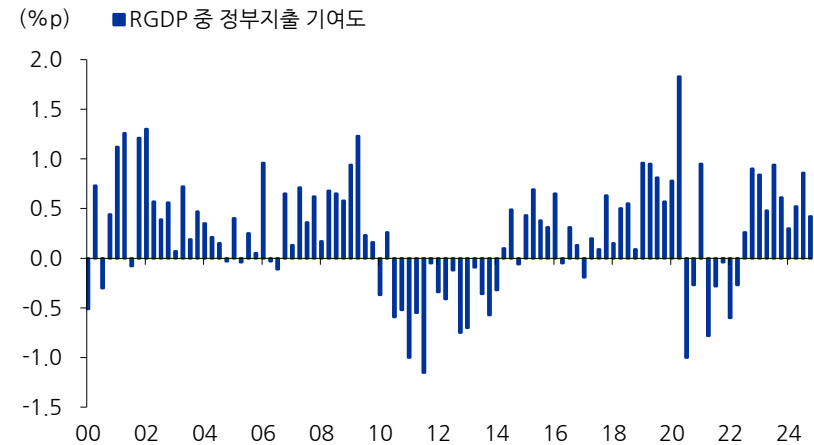
- 트럼프, 여전히 저금리 환경을 원하며 연준에 금리 인하를 직접적으로 요구하는 발언을 하고 있음.
- 현재 연준의 기준금리 인하가 더딘 이유는 1) 물가 2) 견조한 경기임.
- 급격하게 재정이 확대될 경우 경기 부양의 효과가 나타나면서 금리 인하는 더 어려워질 수 있음.
- 특히 미국 GDP는 이미 정부의 재정지출 기여도가 높은 편이기 때문에 여기서 더 재정지출이 늘어난다면 GDP는 더 상향될 여지가 있음.
- 재정적자가 늘어날수록 공급 부담으로 미국채 장기금리의 기간 프리미엄이 상승. 결국 트럼프가 원하는 저금리와 재정 확대는 동행하기 어려움.

재정 확대, 기간 프리미엄 자극



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 GDP, 이미 정부 기여도가 높은 편



자료: Bloomberg, 유진투자증권

04

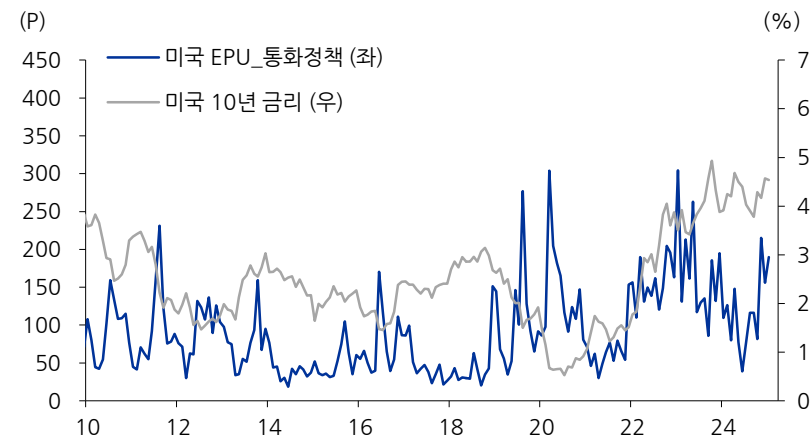
연준, 인하를 얼마나 할 수 있을까?

연준의 통화정책 경로는 계속 수정 중

통화정책 경로에 대한 시장의 관심은 여전

- 연말 이후 금리 상승은 FOMC의 통화정책 경로 수정에서 출발.
- 관세에 대한 관심이 높은 것도, 관세가 통화정책을 변경시킬 수 있는 물가에 영향을 줄 수 있기 때문.
- 12월 FOMC와 최근 연준 인사들의 발언, 미국 1월 CPI 결과를 반영해 현재 반영된 연내 인하 횟수는 1~1.5회 정도.
- 3월 FOMC는 트럼프 정책 불확실성 및 물가 경로 추적 등으로 동결 예상.
- 트럼프 상호관세가 4월 1일 골자를 드러낼 것으로 알려진 가운데, 상반기 중 미국 기준금리 동결 가능성이 높아지고 있다고 판단.

최근 금리 상승, 통화정책 경로 수정에 대부분 기인



자료: Bloomberg, 유진투자증권

FOMC 금리 인하 확률

회의	3.00~3.25%	3.25~3.50%	3.50~3.75%	3.75~4.00%	4.00~4.25%	4.25~4.50%
3월	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.50%	97.50%
5월	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	12.90%	86.80%
6월	0.00%	0.00%	0.10%	4.40%	37.00%	58.50%
7월	0.00%	0.00%	0.70%	9.10%	40.10%	50.10%
9월	0.00%	0.20%	3.40%	19.00%	43.30%	34.10%
10월	0.00%	0.80%	6.10%	23.10%	41.70%	28.30%
12월	0.20%	2.00%	9.90%	27.30%	38.70%	22.00%

자료: CME Fed Watch, 유진투자증권

실질금리, 경기 제약적이지만 GDP 갭은 24년만 최대

경기 제약적인 실질금리에도 불구하고 GDP 플러스 갭은 2000년 9월 이후 최대

- 최근 기준금리 인하에도 실질 기준금리, 실질 금리는 여전히 경기 제약적 수준에 머물고 있음. 이 기준에서 추가 인하 여력은 있음.
- 그럼에도 물가 둔화가 예상보다 더디고, 물가 상승 리스크&불확실성이 생겨나고 있으므로 인하를 하지 않아도 실질 금리는 낮아질 수 있음.
- 물가 상승 리스크&불확실성은 대부분 정책에서 기인. 상반기 중 정책에 따른 실질 금리 추이를 확인 후 인하 결정을 내려도 늦지 않을 것.
- 심지어 현재 미국 실질 GDP 갭은 2022년 하반기 이후 계속 상승하면서 2000년 9월 이후 가장 높은 수준에 머무름.
- 고금리에도 버티고 있는 미국 경기, 그 자체만으로도 물가가 빨리 떨어지지 않을 가능성을 내재하고 있음.

미국 실질 기준금리, 제약적



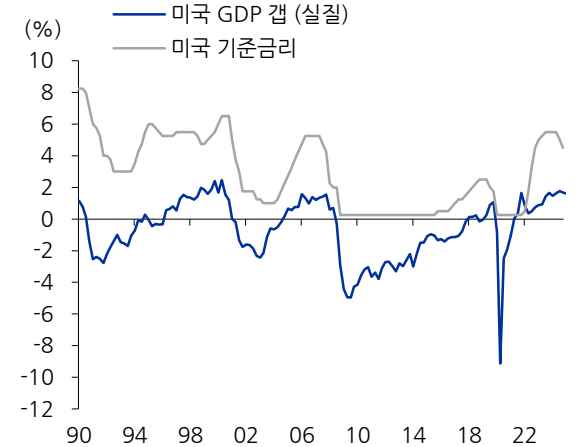
자료: US Treasury, 유진투자증권

미국 실질 금리도 제약적 수준



자료: US Treasury, 유진투자증권

미국 GDP 갭, 2000년 9월 이후 최대



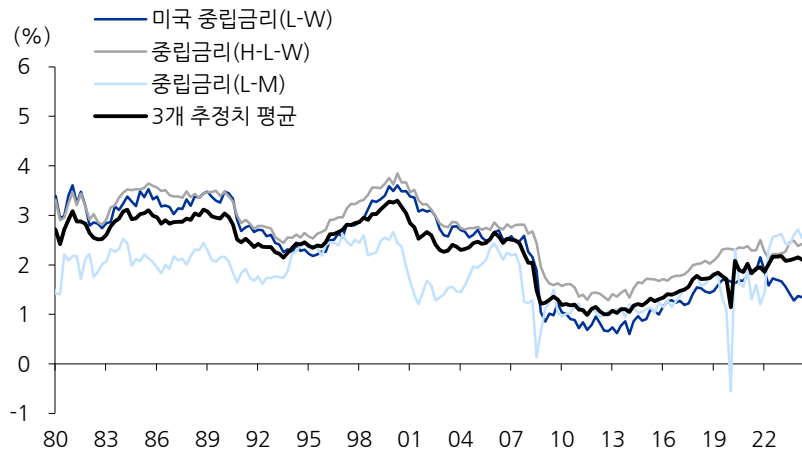
자료: US Treasury, 유진투자증권

중립금리를 소폭 상회하는 연준의 기준금리

미국 지역 연은의 중립금리 추정치는 실질 미국 기준금리를 상회 중

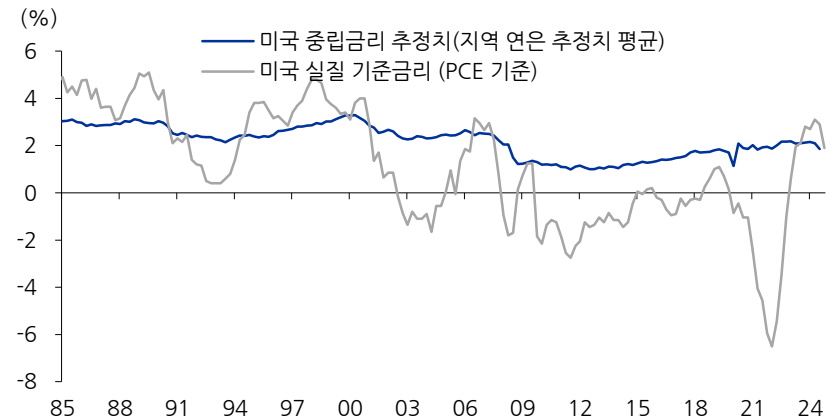
- 미국 지역 연은의 연구들을 취합한 결과, 현재 미국 중립금리는 평균 1.86%(2024년 3분기 말 기준).
- 동시점 실질 미국 기준금리는 CPI 기준 2.6%, PCE 물가 기준 2.9%이며 4분기는 1.6%, 1.9%임.
- 4분기 미국 중립금리가 동일하다고 가정 시 미국 실질 기준금리는 중립금리를 계속 상회하고 있음.
- 중립금리 모델 상에도 추가 인하 여력은 있긴 있으나 1회 정도에 그치는 것으로 추정됨.

미국 지역 연은 연구들의 중립금리 추정치



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 실질 기준금리, 중립금리 상회 중



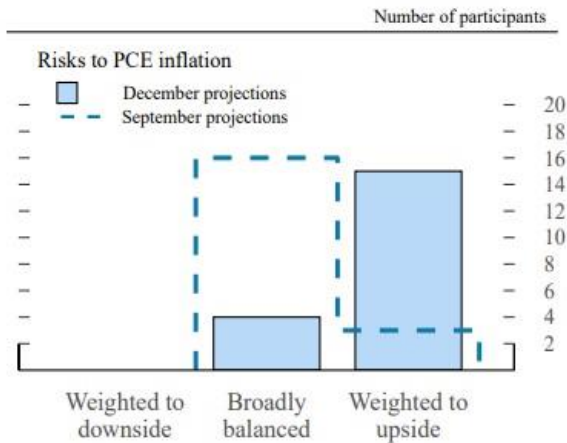
자료: Bloomberg, 유진투자증권

인하를 덜 할 리스크 증가

점점 인하를 덜 할 리스크가 증가, 연내 1회 정도 인하에 그칠지도

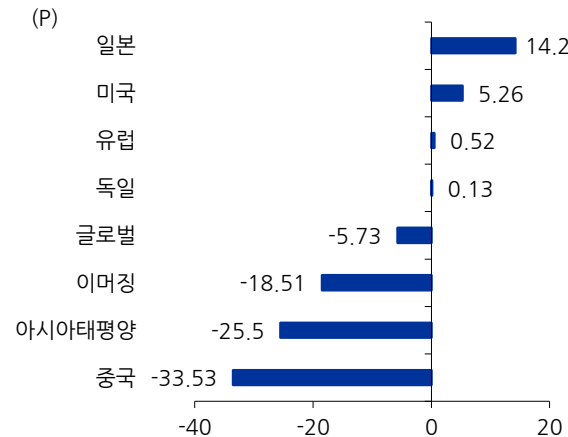
- 12월 FOMC , 연준 위원들은 물가 상방 리스크와 불확실성이 늘어났다고 우려했음.
- 물가 전망치를 상향한 가운데, 물가 목표치 도달 시점도 2027년으로 연기하며 빠른 인하가 필요없음을 반증.
- 트럼프 취임 후 정책 골자가 서서히 밝혀지는 가운데, 3월 FOMC 에서는 트럼프 정책 리스크가 주요 전망에 대부분 반영될 것으로 예상.
- 2025년 1월 물가, 일시적 요인이 있다 해도 여전히 물가 압력이 높다는 것을 확인할 수 있었음.
- 점점 인하를 덜 할 리스크가 증가하고 있는 것이 사실. 연내 1회 정도 인하가 맙시멈일지도.
- 3월 FOMC, 기준금리 동결 및 물가와 정책 우려를 드러내는 매파적 스탠스 예상.

연준 위원들, 물가 상방 리스크 우려



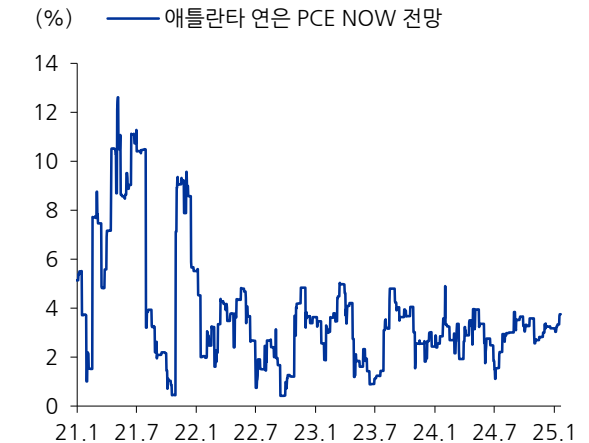
자료: US Treasury, 유진투자증권

일본, 미국에 집중된 인플레 서프라이즈



자료: US Treasury, 유진투자증권

애틀란타 연은의 PCE 전망



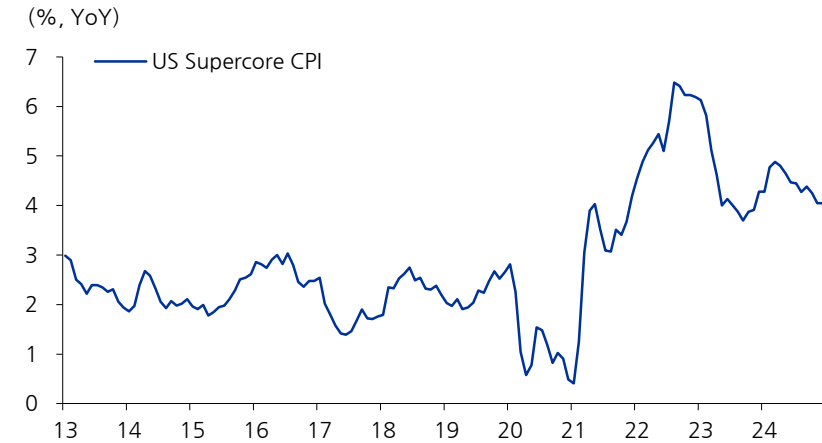
자료: US Treasury, 유진투자증권

연간 물가 시나리오

미국 물가 시나리오, 매월 평균 0.2% 증가해야만 연준의 물가 전망치에 부합

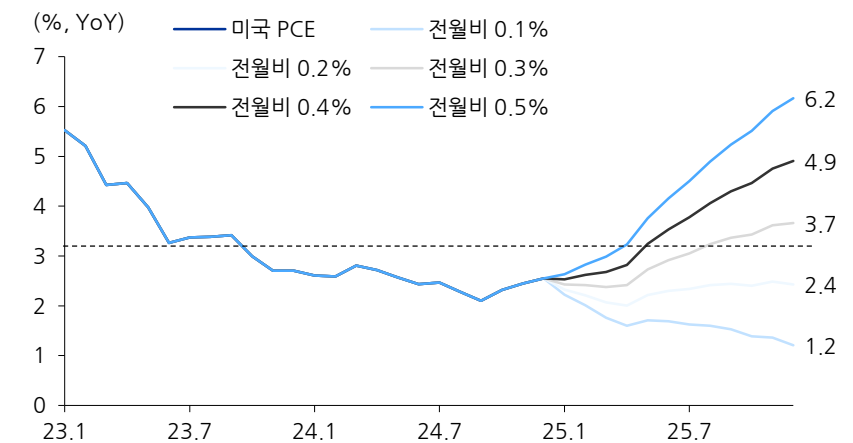
- 실시간 주거비 하락과 에너지 가격 안정 등은 확인되고 있지만, 슈퍼코어 물가는 여전히 4%대로 높아 경직된 상태임.
- PCE 기준으로 연준의 2025년 전망은 2.5%, 2026년은 2.1%임.
- 미국 PCE 물가를 전월비 증가율 시나리오로 계산했을 때, 올해 월평균 0.2%로 증가해야만 2.5% 전망에 부합할 수 있음.

슈퍼코어 물가는 여전히 4%대



자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 PCE 물가 월간 증가율에 따른 시나리오



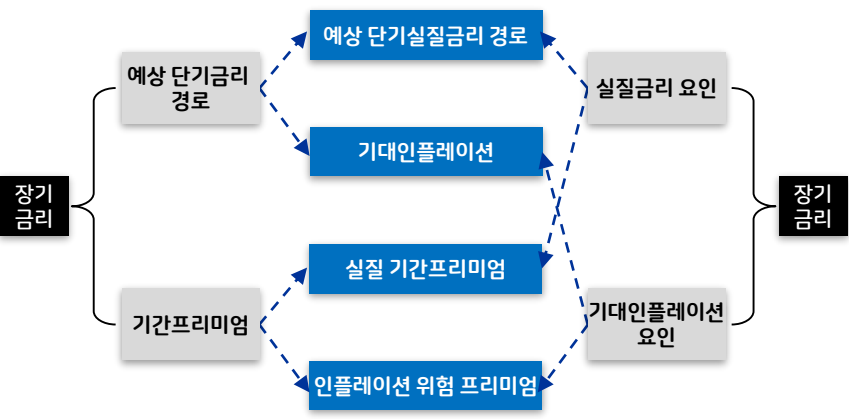
자료: Bloomberg, 유진투자증권

미국 장기금리의 구성 요소와 최근 흐름

최근 미국 장기금리, 3가지 요인이 모두 상승

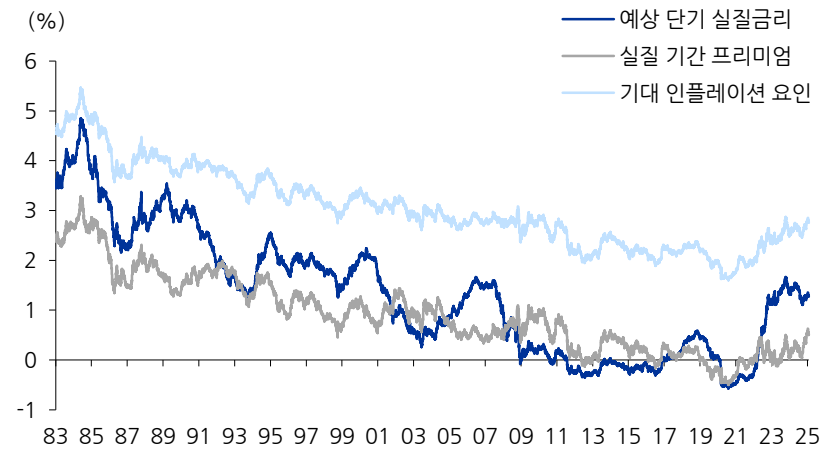
- 미국 연준의 DKW 모델에 기반, 장기금리를 나눠보면 총 3가지 요인으로 압축할 수 있음.
- 1) 예상 단기 실질금리: 통화정책 예상 경로 2) 실질 기간 프리미엄: 장기채 위험 프리미엄, 공급 등 3) 기대 인플레이션 요인: 물가 변동 리스크
- 최근 금리 상승은 3가지 요인이 고루 혼재되어 있는 것으로 판단됨.
- 1) 통화정책 경로 상향(예상 단기 실질금리 ↑) 2) 공급 우려 (실질 기간 프리미엄 ↑) 3) 인플레이션 우려 (기대 인플레이션 요인 ↑).

연준 DKW 모델, 장기금리 구성 요소를 나누는 법



자료: Bloomberg, 유진투자증권

최근 금리 흐름, 기대 인플레이와 기간 프리미엄 요인 상승



자료: Bloomberg, 유진투자증권

편집상의 공백페이지입니다

05

한국의 과제와 통화정책 경로

미국과의 현안, 방위비 지출

한국, 관세보다는 방위비 지출에 대한 부담 증가될 수 있음

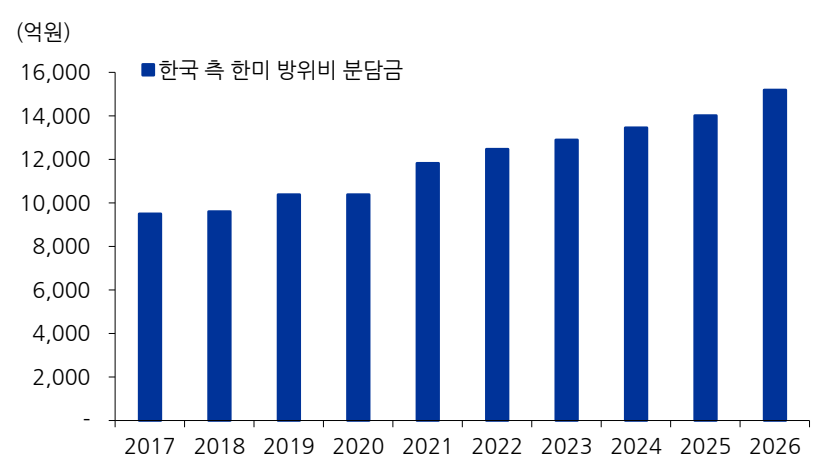
- 트럼프 1기 시절, 한국이 주한미군 방위비 100%를 부담해야 한다는 입장이었음. 2019년 당시 5년간 50억달러까지 증액 요구한 경험.
- 2024년에 이미 2030년까지의 한국 방위비 분담금 합의가 종료됐지만, 방위비 재협상은 의회 동의 없이 미국 대통령이 재협상 요구가 가능함.
- 현재 기준으로 2025년 방위비 분담금은 1.4조원, 2026년 1.52조원으로 협상됨.
- 트럼프, 이번 대선 중에도 바이든 정부의 한국 방위비 협상을 부정적으로 평가한 바 있다고 알려짐. 최근 100억달러 증액까지 예시를 들었음.
- 참고로 트럼프의 방위비 지출 압박은 한국에만 해당되는 것은 아님. 트럼프, NATO에 국방비를 5%까지 올리라고 요구해 왔음.
- 현 NATO 방위비 가이드라인은 2%이며 미국은 GDP 대비 3.5%를 부담.

대미 무역흑자국의 현안들

국가	미국과의 현안
중국	높은 대미 흑자, 반도체 및 AI 패권
멕시코	대중 우회수출, 마약 및 불법 이민자 문제
베트남	높은 대미 흑자
독일	유럽연합 전체 관세에 포함
대만	AI 반도체 등 첨단 산업 협력
일본	자동차, 철강 등 주요 산업 협력
캐나다	국경 경비, 마약 통제
한국	높은 대미 흑자, 방위비 분담금

자료: 언론 취합, 유진투자증권

한미 방위비 분담금 현황



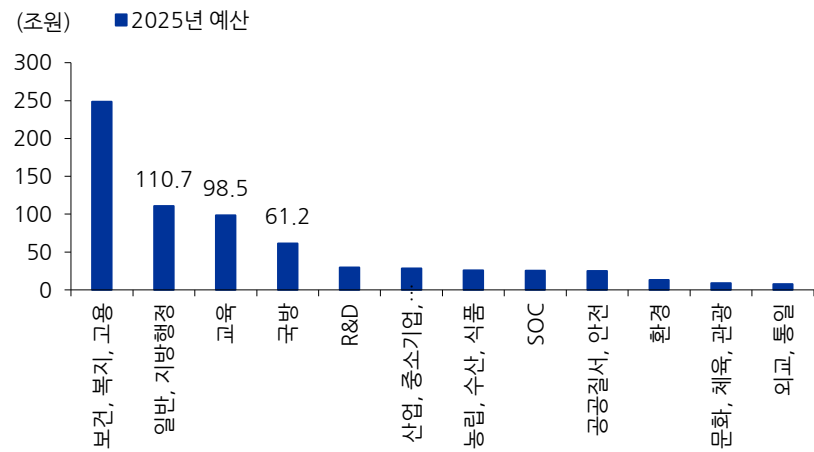
자료: 한미 방위비분담 특별협정, 유진투자증권

방위비 지출 확대, 당장은 아니어도 중장기적 예산 부담

방위비 지출 확대, 재정이 필요한 한국에게는 중장기적으로 불리

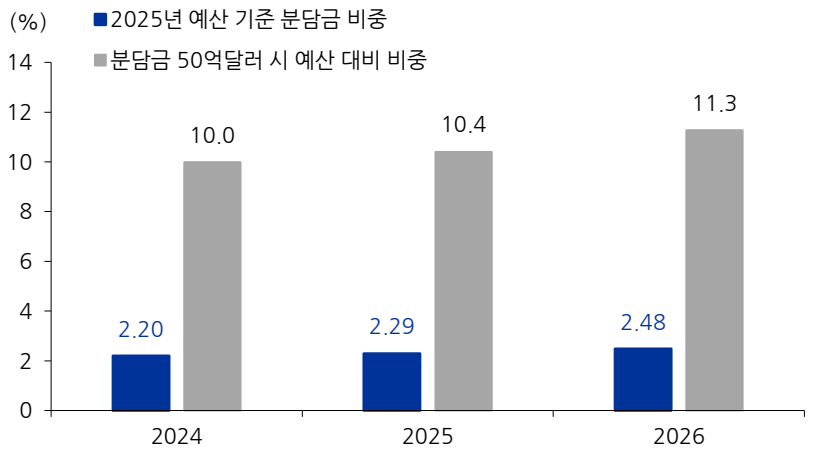
- 올해 예정된 방위비 분담금 1.4조원은 국방부 지출 예산의 2.29%에 해당.
- 트럼프 1기 기준으로 생각할 수 있는 최종 분담금 50억달러는 국방부 지출 예산 61조원의 10~11% 가량의 비중.
- 이는 올해 전체 국가 1%에 달하는 금액으로 점진적으로 방위비를 올린다 하더라도 타 분야의 재정지출 축소로 충당해야 할 수 있음.
- 당장 분담금을 올리진 않겠으나 한국은 상대적으로 상호관세에서 자유로운 만큼, 방위비 협상을 빠른 시일 내에 거론할 가능성은 있음.
- 컨트롤 타워 부재로 인한 협상 부담 & 장기적으로 한국 재정정책에 대한 우려도 고려할 사안.

2025년 예산 분야별 금액(국방 포함)



자료: 기획재정부, 유진투자증권

늘어나게 되면 예산 대비 비중



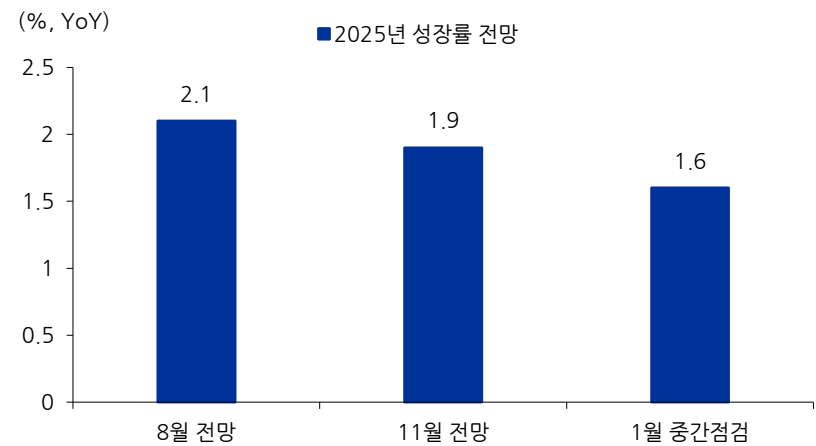
자료: 기획재정부, 유진투자증권

한국, 대내 정치적 이슈로 성장을 전망 하향

한은, 이례적으로 전망치 하향을 예고

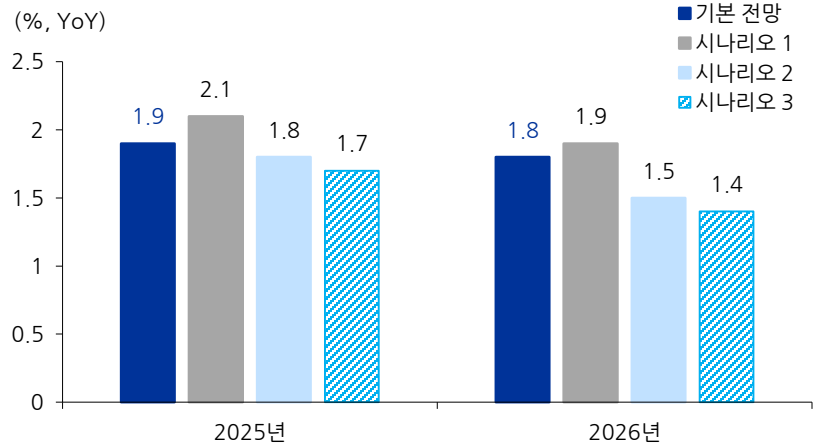
- 한은, 2월 수정 경제전망에 앞서 1월 20일 올해 성장률을 1.9%에서 1.6~1.7%로 하향할 것이라고 밝혔음.
- 정치 불확실성의 경기 하방 효과가 -0.2%p 정도이며 개선을 위한 정책 필요성을 강조 중. 15~20조원의 추경이 본 부분을 보완할 수 있다고 언급.
- 추경 등 경기 보완 정책이 발표된다 해도, 고용 감소와 내수 심리 부진 등 근본적인 문제 개선은 어려워 보임.
- 2025년 1.4~1.5% 전후 성장률이 예상되며 트럼프 발 무역갈등 가중 시 하방 리스크도 증가.
- 이전 11월 전망에서의 성장률 하단은 1.7%였음. 이는 트럼프 신정부 출범으로 인해 글로벌 무역갈등이 심화될 것을 고려한 시나리오.
- 이번 1월에 미리 발표한 성장률 하향은 트럼프 발 리스크를 중립으로 설정된 것.

한은, 1월 이례적인 전망 하향



자료: 한국은행, 유진투자증권

11월 전망, 트럼프 무역갈등 격화 시 경기 하방 1.7%까지 열어둠



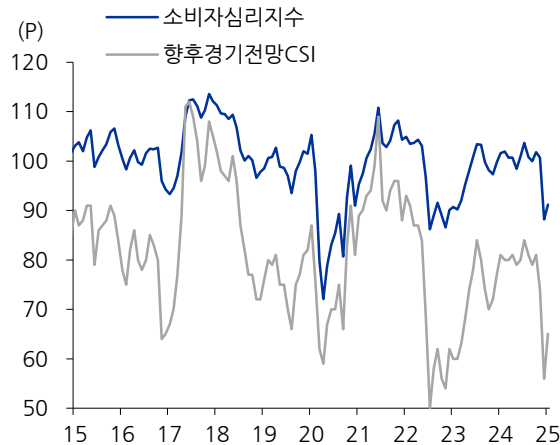
자료: 한국은행, 유진투자증권
주: 시나리오 1) 트럼프 발 지정학적 갈등 조기 완화 2) 트럼프 발 지정학적 갈등 심화(러우 전쟁, 중동 갈등 격화) 3) 트럼프 발 글로벌 무역갈등 격화

한은, 2월 인하 후 다음 텀까지 시간을 가질 것

한은, 2월 인하는 시행하겠지만 추가 인하에 대해 모호한 입장을 취할 것

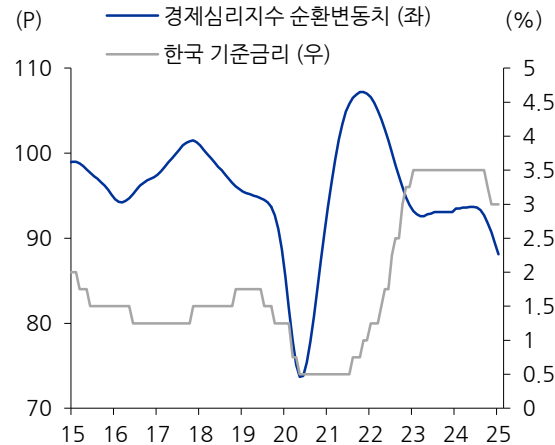
- 한은, 정치적 불안으로 1월 인하를 실행 대신 2월 인하는 시행할 전망.
- 심리 회복 및 내수 개선이 확인되진 않았으나 추가 인하 폭과 시기에 대해 모호한 입장을 보일 것으로 예상됨.
- 연준 기준금리 인하 속도, 관세 등 트럼프 정책 불확실성 등이 커져 대외 요인을 지켜볼 시간이 필요함.
- 금리 인하 여력도 크지 않은 가운데, 위 대외 요인에 따른 환율 변동성도 모니터링할 필요.
- 2~3월 추경 논의 가능성이 큰 만큼, 2월 인하는 시행하되 재정정책이 시행되는 기간동안 대외 환경을 판단할 시간을 벌 것으로 보임.
- 연속적인 인하 어려워, 다음 인하는 4~5월 경 예상하며 연간 최종 기준금리는 2.25% 전망.

국내 계엄령으로 급락한 소비심리



자료: 한국은행, 유진투자증권

경제주체의 심리와 함께 가는 기준금리



자료: 한국은행, 유진투자증권

원/달러 환율의 내재변동성



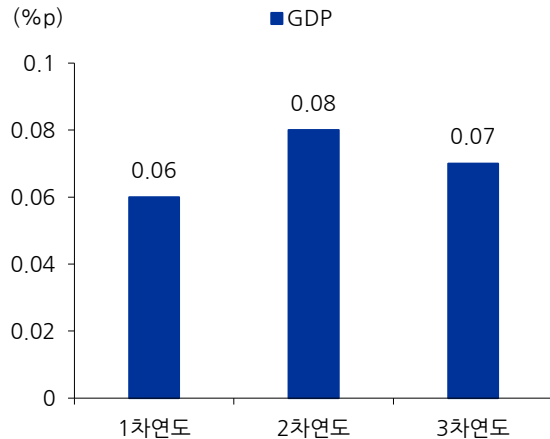
자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국의 재정승수는?

정책 부양의 필요성 극대화, 정부투자과 소비에 비해 추경은 현저히 낮은 효과

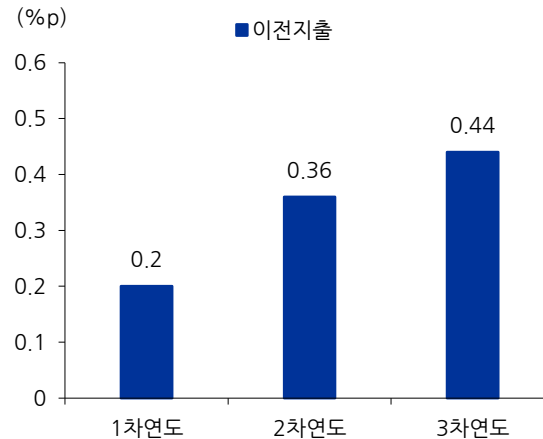
- 한국은행 거시계량모델에 따르면 금리 25bp 인하가 GDP에 미치는 영향은 크지 않음.(1개년도 0.06%p).
- 보통 재정정책이 통화정책보다 더 큰 효과를 지니는데, 그 중 계수가 가장 큰 것은 정부투자. 그리고 정부소비, 이전지출 순.
- 추경은 이전지출에 해당. 누적효과로 1조원 당 계수 0.44으로 가성비 가장 떨어지는 정책임.
- 대규모 추경을 한다 해도 대상 집단을 타겟하는 것이 아니라 전국민 대상이라면 승수효과는 더 떨어짐.

금리 25bp 인하가 GDP에 미치는 영향



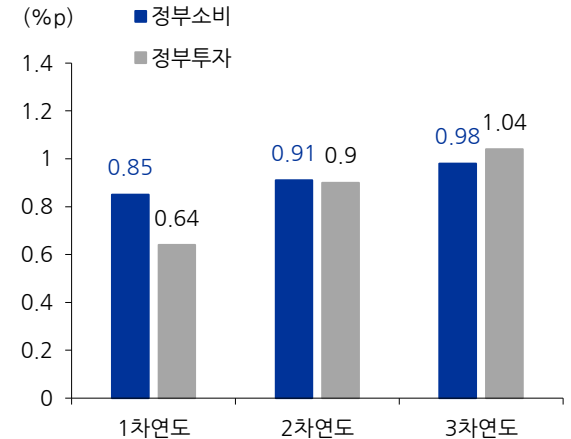
자료: 한국은행, 유진투자증권

정부지출 실질 1조원 기준 누적효과



자료: 한국은행, 유진투자증권

정부지출 실질 1조원 기준 누적효과



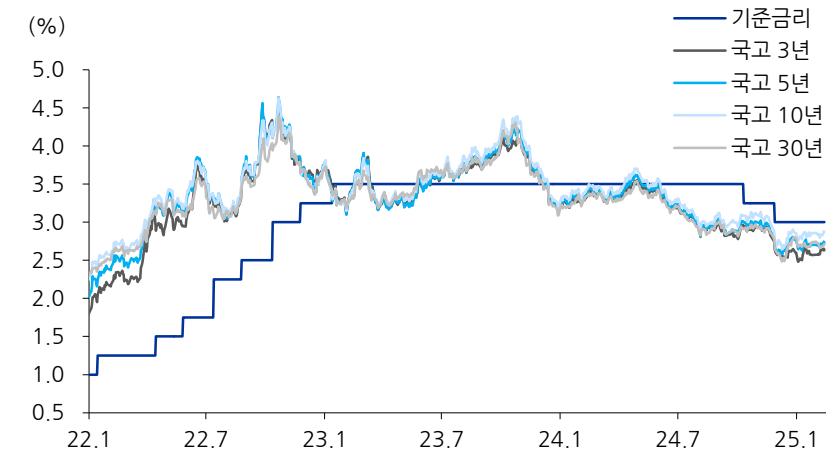
자료: 한국은행, 유진투자증권

한미 금리의 다른 모습

미국보다는 한국 금리가 하락할 요인들 많아

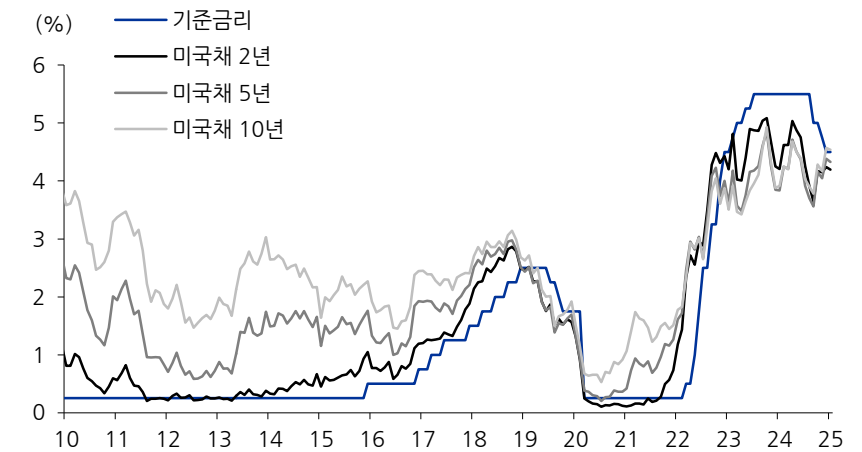
- 경기, 물가, 통화정책적 요인을 종합적으로 고려할 때 미국보다는 한국 금리가 하락할 요인이 우세함.
- 트럼프 발 정책 불확실성도 한국에는 물가 압력보다는 대부분 경기 부진 압력으로 작용할 가능성.
- 상호관세가 메인이 된다면 상대적으로 한국의 관세 부담은 줄어들어, 수출 둔화 압력은 예상보다 덜 할 수 있음.
- 그럼에도 심리와 내수 부진, 잠재성장률 하락 등의 요소로 국내 경기 부진 사이클은 심화될 전망.
- 미국 통화정책 경로 수정과 환율 부담에도 국내 인하 기조 계속될 전망. 연간 기준금리 2.25% 예상.

한국 주요 금리 추이



자료: 한국은행, 금융투자협회, 유진투자증권

미국 주요 금리 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다