meritz

Global Catch Mind

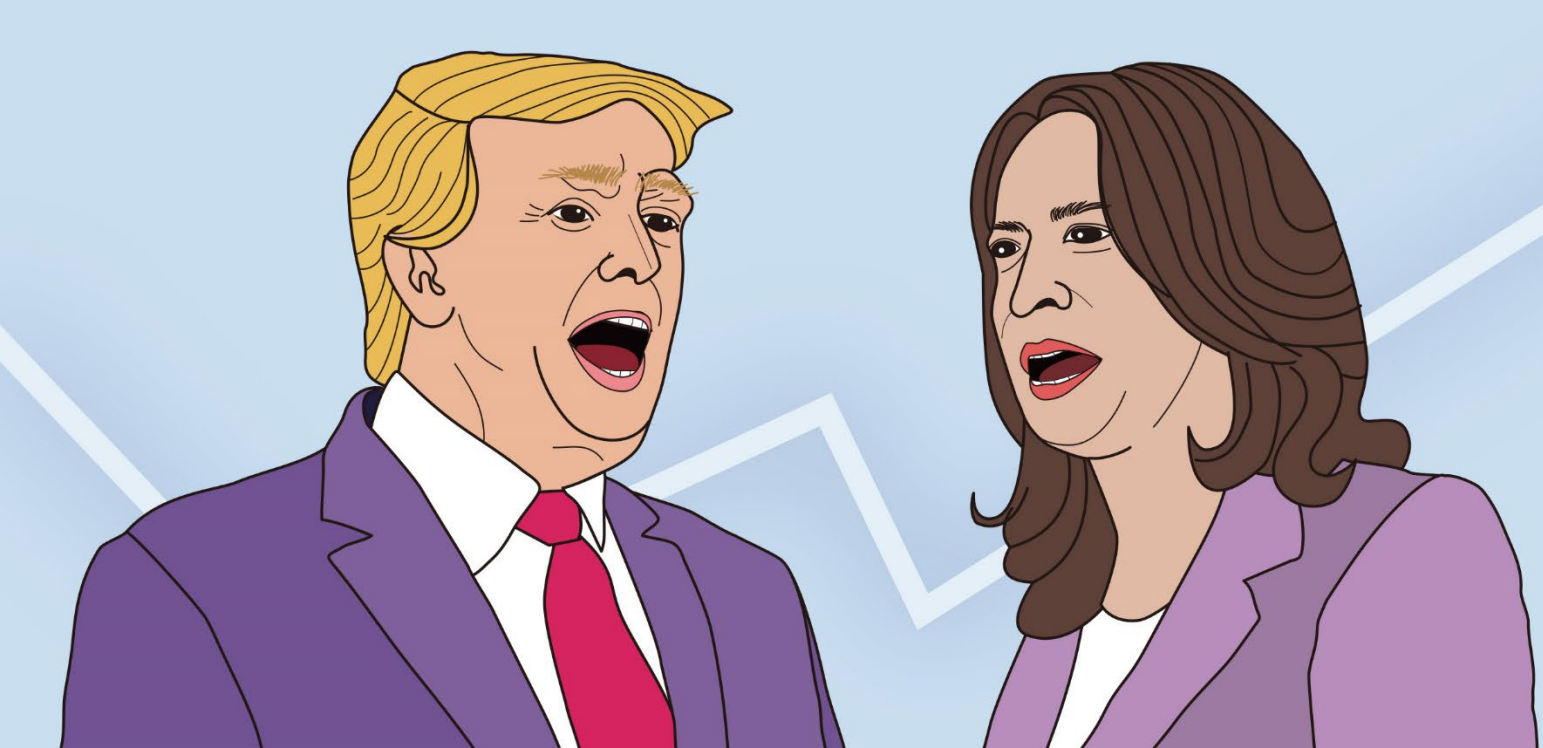
10월호

Meritz Research 2024. 10. 2

미국 대선 이후를 준비해야 할 10월

중국 기술적 반등의 후반전

대선 변동성을 이기는 힘



meritz 메리츠증권

meritz
Global Catch Mind 10월

대선 변동성을 이기는 힘

미국: 대선 이후를 준비해야 할 10월
중국: 기술적 반등 후반전



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



글로벌 투자전략-선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

Contents

Part I	**미국:** 대선 이후를 준비해야 할 10월	09
Part II	**중국:** 기술적 반등의 후반전	31
Appendix	**글로벌 증시 동향과 이벤트**	47

Summary

Meritz Global Catch Mind

10월 글로벌시장 이슈와 전망 요약

Key Point

- 9월 미국 증시는 월초 소나기 이후 신고가 경신. 주도주인 기술주 반등+기술주 외 유틸리티, 산업재 등 섹터에서 신고가 경신하며 전고점보다 온기 확산
- 10월 대선 변동성을 우려하는 게 컨센서스이나, 대선 TV 토론 부재, 기존 공약 고수+중도층을 공략하는 온건한 공약 제시 등으로 기대하는 하방 변동성 제한 가능성
- 직전 실적시즌 대비 EPS는 상향되었으나 밸류에이션 부담을 덜어낸 기술주 섹터 최선호. 이외 모멘텀 측면에서 유틸리티, 산업재 섹터 선호 관점 유지
- 예상을 초월한 중국 정책당국의 강력한 경기/부동산/주식시장 부양책에 9월 마지막 5거래일 상해종합지수 20% 폭등 → 기술적 Bull Market 진입
- 국경절 이후 재정, 부동산을 비롯한 추가 부양책 발표 기대가 작동하며 추가 상승 예상. 단 높아진 정책 눈높이를 만족하지 못할 경우 차익실현 매물 출회 염두
- 강력한 부양의지 확인되었으나 정책 실효성에 대한 의구심 잔존해 아직 구조적 상승장으로 판단하기 이름. 중장기 수혜는 소비재 >전통 시크리컬

Monthly Global Market Investment Idea

미국

- 미국 증시는 9월초 소나기 이후 반등 성공, 신고가 경신 추세 회복. 전고점과 차이는 기존 주도주 외 다른 섹터 주도의 신고가 경신으로 밸류에이션 및 쏠림 부담을 덜어내 더 매력적인 상황. 당사 및 시장 컨센서스는 10월 대선 하방 변동성 우려 중이지만 오히려 대선후보 TV 토론 부재, 중도층 공약하는 온건한 새 공약 제시 등으로 시장이 기대하는 하방 변동성이 제한될 가능성을 고려할 필요
- 어느 방향성이든 10월은 매수로 대응해야한다는 생각. 11월 이후 대선 불확실성 해소, 기술주 중심의 실적장 추세는 연말까지 유지된다고 보기 때문. 실적 시즌을 앞두고 밸류에이션 부담 덜어낸 기술주가 가장 매력적. 모멘텀 측면에서 생각하면 8, 9월 시장 상승을 견인한 유틸리티, 산업재 섹터에 대한 긍정적인 관점 유지

중국

- 예상을 초월한 중국 정책당국의 강력한 경기/부동산/주식시장 부양책에 9월 마지막 5거래일 상해종합지수 20% 폭등 → 기술적 Bull Market 진입
- 국경절 이후 재정, 부동산을 비롯한 추가 부양책 발표 기대가 작동하며 추가 상승 예상. 단 높아진 정책 눈높이를 만족하지 못할 경우 차익실현 매물 출회 염두
- 강력한 정부의 부양의지는 확인되었으나 정책 실효성에 대한 의구심은 여전히 존재. 특히 재정정책 집행 여력과 강도, 부동산 경기 바닥 통과 여부는 추후 계속 모니터링 해야 할 변수. 이에 아직 구조적 상승장으로 판단하기 이름
- 단 지수 상승을 떠나 이번 부양으로 소비재 수혜가 전통 시크리컬보다 크다는 생각. 가성비 소비와 관련된 알리바바, 핀둬둬, 메이퇀 등 플랫폼 기업 전망 긍정적

Summary

Meritz Global Catch Mind

글로벌 투자 Dash board

3-6개월 View

- 미국 Overweight
  - 기술주 중심의 실적 상향 추세는 지속. AI 주도 산업의 온기 확산, 글로벌 국가 중 최선호 관점 유지
- 유럽 Overweight
  - 선진국 증시 반등에 동참 예상. 단기적으로 새로운 중국 부양책 유무/강도에 따라 미국보다 아웃퍼폼 가능성도 고려
- 중국 Neutral
  - 기다리던 부양책이 발표되었지만 정책 실효성은 모니터링 대상이라는 점에서 아직 구조적 추세 전환은 아니라는 판단

글로벌 투자 Dashboard

구분	Underweight		Neutral	Overweight	
	-2	-1	0	+1	+2
MSCI ACWI					
MSCI DM					
MSCI EM					
MSCI US					
MSCI Europe					
MSCI China					

자료: 메리츠증권 리서치센터

Part I

미국
대선 이후를 준비해야 할 10월

글로벌 투자전략-선진국
Analyst **황수욱**
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

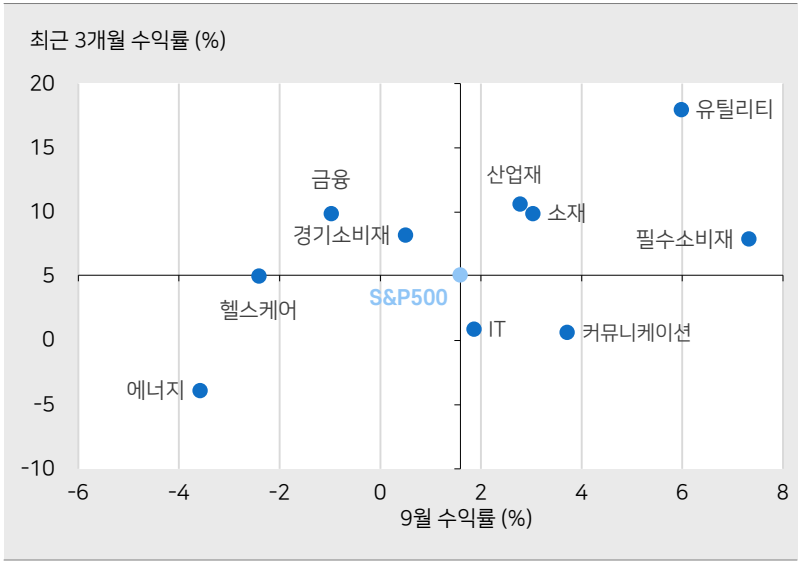


9월: 소나기를 지나 신고가 돌파 추세 지속

9월 리뷰

- 9/27 기준 S&P500은 전월대비 1.6% 상승, 5,750pt 근접하며 신고가 경신 추세 지속
  - 8월 말 대비 9/6 최대 낙폭은 -4.2%, 9/6 이후 9/27까지 6.1% 반등하며 상승 추세 회복
- 시장 주도 섹터인 IT, 커뮤니케이션 서비스 이외 다른 섹터의 아웃퍼폼이 신고가 경신에 기여
  - 유틸리티, 필수소비재 등 방어 성격의 업종, 산업재 등 전력인프라 관련 기업 주가 아웃퍼폼
- 기술 섹터도 9월들어 시장 대비 아웃퍼폼하는 섹터로 전환하는 데 성공
- 주도주의 회복+주도주 외 섹터 약진으로 신고가 형성되며 주도주 온기의 확산

S&P500 최근 3개월, 9월 섹터별 수익률(9/27 기준)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 9월 수익률 상위 종목(9/27 기준)

기업명	섹터	9월 수익률 (%)	기업 개요
모호크 인더스트리즈	경기소비재	47.0	가정 및 상업용 바닥재 제조 업체
GE 베르노바	산업재	41.7	전력 시스템 및 서비스 설계, 제조 업체
켈라노바	필수소비재	41.1	스낵 및 아침 식사 식품 제조사
빌더스 퍼스트소스	산업재	40.9	주택 건설업체 대상 건축자재 제조 및 유통
CBRE 그룹	부동산	39.2	글로벌 상업용 부동산 서비스 업체
스탠리 블랙 앤 데커	산업재	35.8	수공구, 동력 공구, 잠금장치 시스템 등 공급 업체
비스트라	유틸리티	35.3	전기 에너지 생산 및 서비스 제공업체
D.R. 호튼	경기소비재	35.0	단독주택 건설 및 판매 업체
BXP	부동산	34.2	부동산 투자 신탁
쓰리엠	산업재	33.8	전자, 통신, 사무실 등 관련 제품 제조 업체
페이팔 홀딩스	금융	33.4	디지털 및 모바일 결제 플랫폼 제공
액손 엔터프라이즈	산업재	32.5	공공 안전 기술 회사, 군사 및 자체방어 솔루션 제공
테슬라	경기소비재	31.9	다국적 자동차 및 청정 에너지 업체
아이언마운틴	부동산	31.7	스토리지 및 정보 관리 업체
솔벤텀	헬스케어	31.6	구강 관리 시장 내 재료 및 데이터 등 제공 업체

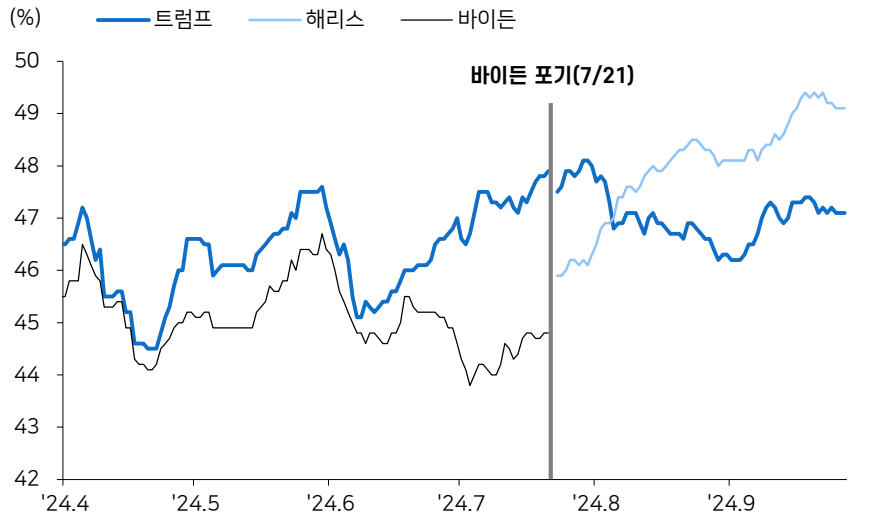
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[미국 대선 동향] 여전히 누가 당선될지 예단할 수 없음

미국 대선 동향

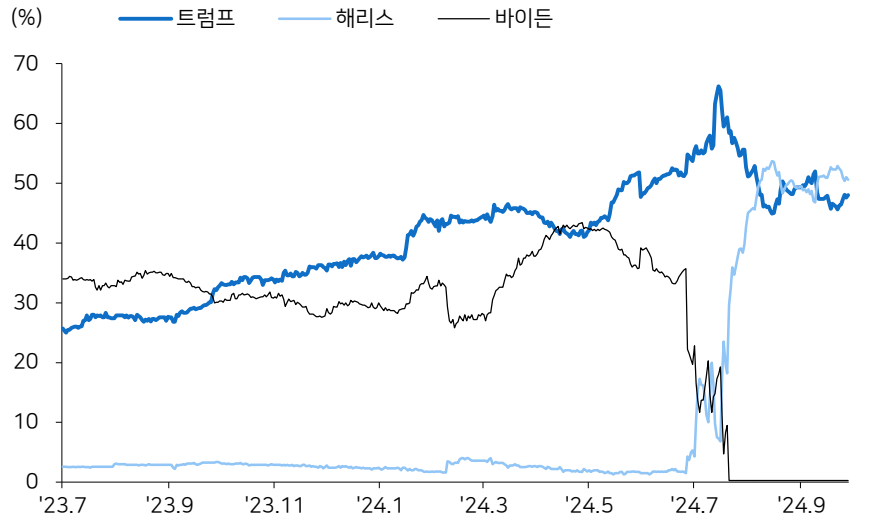
- 크게 두가지 지표가 대표적인 지지율 트레킹 지표. 1) 지지율 , 2) 당선승리 베팅 확률
  1)은 실제로 서베이를 통해 사람들의 지지율을 조사하는 지표
  2)는 어떤 후보의 승리에 얼마나 많은 돈이 걸렸는지를 통해 추계. 돈이 걸려 이슈에 좀 더 민감한 반응
- 지지율 데이터는 해리스가 2%p 오차범위 내에서의 우위. 9/27 기준 해리스 49% vs 트럼프 47%
- 해리스의 당선 베팅 확률은 9월중 확대되었다가 최근 축소. 9/27 기준 해리스 50.6% vs 트럼프 47.6%

트럼프 vs 해리스 지지율(9/27 기준)



자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 vs 해리스 당선 승리 베팅 확률(9/27 기준)



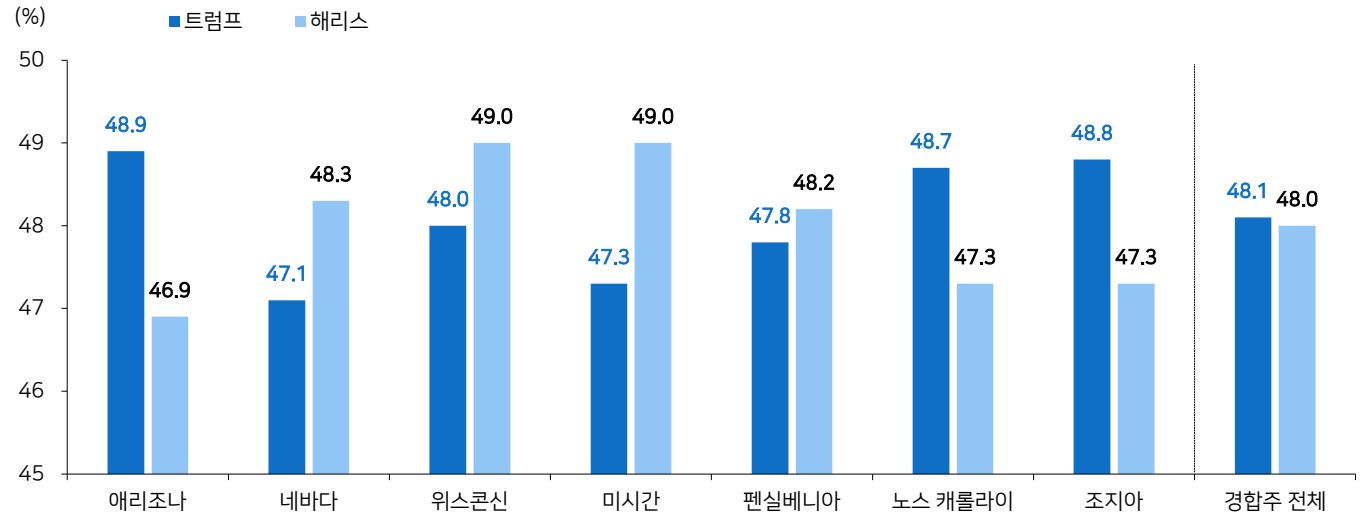
자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

[미국 대선 동향] 트럼프 vs 해리스 스윙 스테이트에서 계속 지지율 박빙

미국 대선 동향

- 누가 당선되는지 예측한다는 측면에서 핵심 데이터는 스윙 스테이트 지지율이라고 생각
- 현재 7개주가 경합주(스윙 스테이트)로 꼽히고 있으며 9/27 기준 트럼프 3개주, 해리스가 4개주에서 우위
- 경합주 전반적으로는 지지율이 거의 동률

스윙 스테이트에서 트럼프 vs 해리스 지지율 (9/27 기준)



자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

10월 대선 후보 TV 토론 이벤트 부재. 최근 공약 흐름은 중도 성향으로

10월 대선 이벤트를 보는 관점

- 9월 TV 토론 이후 트럼프는 더 이상 TV 토론을 진행하기 않기로 함. 현재 10월 예정된 대선 후보 토론 없음
  - 현지시간 10월 1일 부통령 후보 TV 토론 일정에 생각보다 관심이 집중될 가능성(팀 월즈 vs J.D. 밴스)
- 최근 대선 후보들의 공약은 양극단보다는 중도 표심을 잡는 방향으로 진행되는 듯 함
- 최근 대선 후보들의 연설은 1) 기존 공약 반복, 2) 불리한 공약 수정, 2) 중도 표심을 잡는 흐름
  - 트럼프는 낙태권에 대한 입장이 온건해졌으며, 해리스는 셰일가스 시추 금지 않겠다는 입장
  - 트럼프가 암호화폐 산업에 대해 먼저 지원하겠다는 입장 밝히자 해리스도 유사한 입장의 정책 노선 발표

최근 해리스, 트럼프 정책 관련 주요 발언 정리

	해리스	트럼프
이민자 정책	"국경 안정화와 안전하고 인도적 이민 시스템 구축 해야" (9/27 애리조나주 연설)	"불법 이민자들이 저지른 수천건의 범죄에 직접적인 책임이 있다" (9/27 미시간주 연설)
경제	"강력한 중산층 형성이 내 대통령직을 결정짓는 목표이자 집권의 이유로 삼을 것임을 맹세" (9/25 펜실베니아 연설) - 1억명 이상 중산층 세금 우대 - 젊은 부부 출산시 첫해 6천달러 신생아 세액공제 - 영유아 및 노인 돌봄 비용 인하 - 식료품 비용 '바가지'를 막는 연방 차원 입법 예고 - 노조 가입이 허용되는 양질의 일자리 늘린 기업에게 세제 혜택 - 스타트업에 대한 세액공제 혜택을 5천달러에서 5만달러로 상향	"연방정부 땅에 극도로 낮은 세금과 규제만 있는 특별구역을 미국 생산자를 위해 만들 것" "미국에서 상품을 제조하지 않는다면 상당한 관세 부과" "2017년 트럼프 감세안에 따라 낮아진 법인세 15%까지 추가인하" (9/24 조지아주 연설)
외교	가자지구 전쟁 종식 위한 휴전 및 인질 석방 협상 타결 노력 중	전쟁이 끝나기를 원함
낙태권	자기 몸에 관한 결정을 내릴 자유를 정부가 결정해서는 안됨	주별로 낙태 허용 여부를 자율적으로 결정
셰일가스	2020년 경선과 달리 셰일가스 프래킹(시추) 금지하지 않을 것. 해외 원유 의존도를 줄이기 위해 다양한 원천의 에너지에 투자해야	원래부터 셰일가스 프래킹(시추)에 찬성
암호화폐	미국이 블록체인 기술 우위를 점하는 것이 중요하다는 발언	기존에 암호화폐 산업에 대해 계속 옹호

자료: 언론 보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

(참고) 트럼프 vs 해리스 재정, 조세 관련 정책 비교

10월 대선 이벤트를 보는 관점

- 해리스의 조세정책은 소위 부자 증세. 고소득층 증세 및 법인세/최저세율 상향
  - 해리스 정책 중 논란이 되는 내용은 미실현 자본이득에 대한 과세 추진 내용, 연간 최대 25% 과세
  - 최근 중도 쪽으로 흐르는 성향의 정책 흐름을 놓고 볼 때, 자본시장에 문제였던 위 공약은 폐기될 가능성
- 트럼프는 법인세 인하, 최상위계층 소득세율도 인하해주는 정책 제시 중
- 재정정책 기조는 거의 유사. 트럼프, 해리스 모두 향후 10년간 5~6조 달러의 재정적자 유발 가능성
- 다만 재정 조달 방법에는 차이. 해리스는 법인세 인상, 트럼프는 관세인상으로 재원 조달한다는 계획

해리스와 트럼프의 조세·재정정책 비교

		해리스	트럼프
조세	고위층	**연소득 40만달러 이상 가구 소득세율: 37% → 44.6%**	**최상위계층 소득세율: 39.6% → 25%**
	법인세	**연방 법인세율 21% → 28% 인상** **대기업 최저세율 15% → 21%**	**연방 법인세율 21% → 15% 인하**
	자본이득	미실현 자본이득에 대한 과세 추진: 최상위 소득 계층 및 순자산 1억 달러 이상의 경우, 미실현 자본이득을 소득에 포함해 연간 최소 25% 과세	-
	중산층 지원	중산층 지원책으로 연소득 40만달러 미만 가구에 대한 세금 동결 및 자녀 세액 공제 확대	
재정	기조	**부자증세를 통해 재정 확충**	**관세 및 IRA 보조금 폐지를 통해 재정 확충**
	재정 지출	각종 세액공제 확대 공약은 향후 10년간 약 5조 달러의 적자를 가져올 것으로 추정됨	법인세 감면 영구화 공약은 향후 10년 동안 5.8조 달러의 적자를 증가시킬 것으로 추정됨
	재정 확충	다만 법인세율 인상을 통해 예산 지출 규모를 1조 1,000억 달러 가량 낮출 수 있을 것으로 추정됨	관세 인상 공약 실행 시 2조 5,000억 달러 수입 창출될 것으로 추정됨

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

(참고) 해리스 분야별 정책 정리

분야	내용
경제	식료품 물가 상승 대응을 위한 대형 식료품 체인점의 가격 통제, Federal Trade Comission 내 부서를 신설함으로써 소비자들을 부당하게 착취하는 기업들이 있는지 관리감독 및 처벌
조세	1) 중산층 감세 및 최저임금 인상 2) 연소득 40만달러 이상 가구 소득세율: 37% -> 44.6% 3) 연방 법인세율 21% -> 28% 인상, 대기업 최저세율 15% -> 21% 4) 미실현 자본이득에 대한 과세 추진: 최상위 소득 계층 및 순자산 1억 달러 이상의 경우, 미실현 자본이득을 소득에 포함해 연간 최소 25% 과세
통화정책	연준 독립성 보장
재정	부자증세를 통한 재정 확충: 각종 세액공제 확대 공약은 향후 10년간 약 5조 달러의 적자를 가져올 것으로 추정되나, 법인세율 인상을 통해 예산 지출 규모를 1조 1,000억 달러 가량 낮출 수 있을 것으로 추정됨
대중정책	디리스킹-안정성 유지 기조
주택	주택 공급 부족을 해결하기 위해 최대 25,000 달러 지원 제공, 첫 주택 구매자에게 1만 달러 세액 공제, 300만개의 신규 주택 건설, 건설업체 인센티브 제공 등
헬스케어	약가 인하 1) 인슐린 처방 시 본인 부담 비용 상한선, 처방약의 연간 2,000달러 본인 부담 비용 제한을 메디케어 가입자 뿐만 아니라 전국민으로 확대 2) 약가 협상 속도 가속화를 통해 전반적인 약가 인하에 속도를 붙일 것
부채	American Rescue Plan 자금을 통해 3백만명의 미국인에 대해 70억 달러의 의료 부채 탕감, 학자금 대출 탕감 등
기후대응	구체화된 공약은 없으나 법무장관 시절부터 친환경 기조를 보여옴, 청정에너지 확대 주장
이민자 정책	바이든 정부 시절부터 주요 이민국에 일자리를 만들어 불법 이민 줄이는 등 장기적 해결책에 집중 다만 바이든 행정부는 미국과 멕시코 국경의 횡단을 줄이기 위해 망명 신청에 대한 단속 실시, 해리스 행정부 하에서도 계속될 것으로 예상
이스라엘 하마스	바이든 대통령의 이스라엘 지원 기조 유지, "이스라엘이 자국을 방어할 권리가 있으나 그 방어 방식이 중요"하다고 강조, 바이든보다 더 강한 어조로 인도주의적 차원 문제 언급. 다만 인질-수감자 교환 및 가자지구 지원에 대한 언급은 부재
임신중단권	바이든보다 임신중단권에 대해 진보적인 스탠스

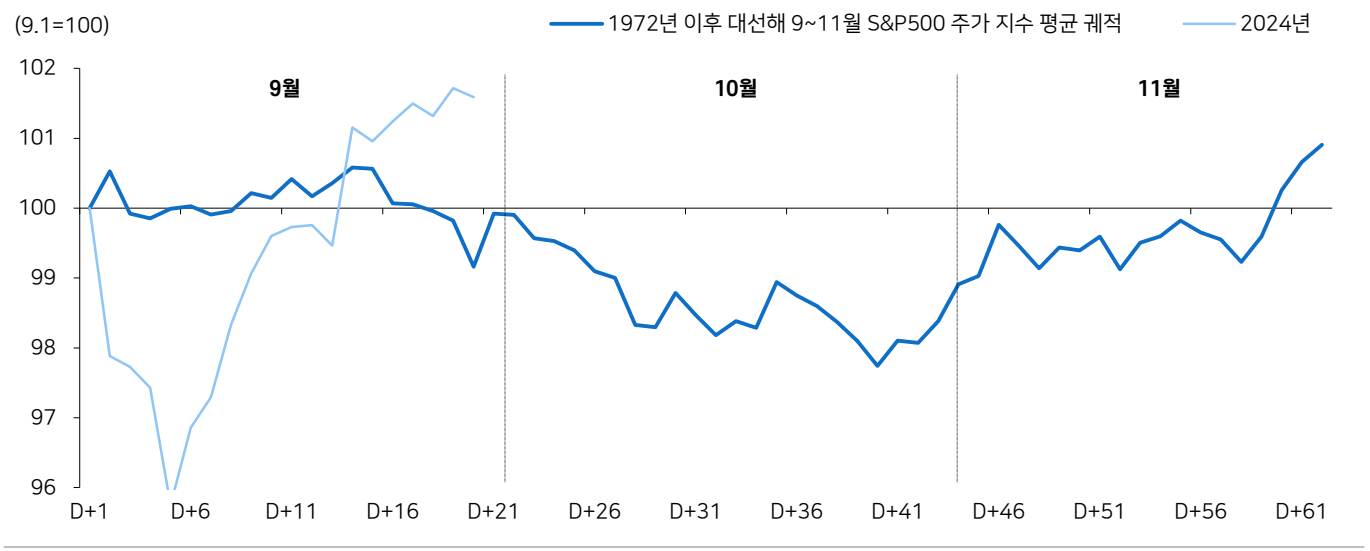
자료: CNN, 메리츠증권 리서치센터

대선 변동성이 기대만큼 크지 않을 가능성도 염두에 두어야 할 것

10월 대선 이벤트를 보는 관점

- 최근 미국 시장에 대한 주요 생각 중에 10월 대선 변동성을 매수 기회로 삼자는 전략이 있었음
- 그런데 변동성을 유발할 TV 토론 부재, 극단 정책 발표에 소극적인 상황. 주가 하방 변동성 크지 않을 수도
- 두가지 시나리오 생각. 결국엔 타이밍에 문제일 것이지만, 주가 하락시 매수기회 활용하자는 의견은 동일
  1) 10월 변동성이 크지 않다면 대선 결과 확인 이후 짧게 변동성 나타날 가능성
  2) 10월 주가 하방 변동성이 기존 예상대로 나타난다면 11월 이후는 상승 추세 회복 예상
- 단기 매수 타이밍을 잡기 어렵다고 보는 경우, 10월은 매수로 11월 이후를 준비해야한다는 의견

1972년 이후 대선해 9~11월 S&P500 평균 궤적 vs 2024년 S&P500 지수 궤적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

대선은 단기 변동성 유발할 수 있으나, 추세 변수는 되지 못함

10월 대선 이벤트를 보는 관점

- 업종간, 종목간 대응이 11월 이후 첨예하게 나타날 것, 결과를 보고 대응해야. 당장 10월 대응 영역은 아님
- 표면적으로 알려져있는 에너지에 대한 스탠스, 전기차에 대한 양분된 시각은 단기에 그칠 가능성 고려 필요
- 트럼프도 값싼 에너지원의 다변화 주장. 추세적으로 신재생 가격 낮아진다면 탄압 명분 없음
- 해리스 측은 탄소를 배출하지 않는 화석 연료인 셰일 가스에 대해서도 일부 방법에 대해서 시추 허용 방침
- 전기차는 민주당 테마 산업이지만, 대표 종목인 테슬라와 트럼프의 관계도 우호적

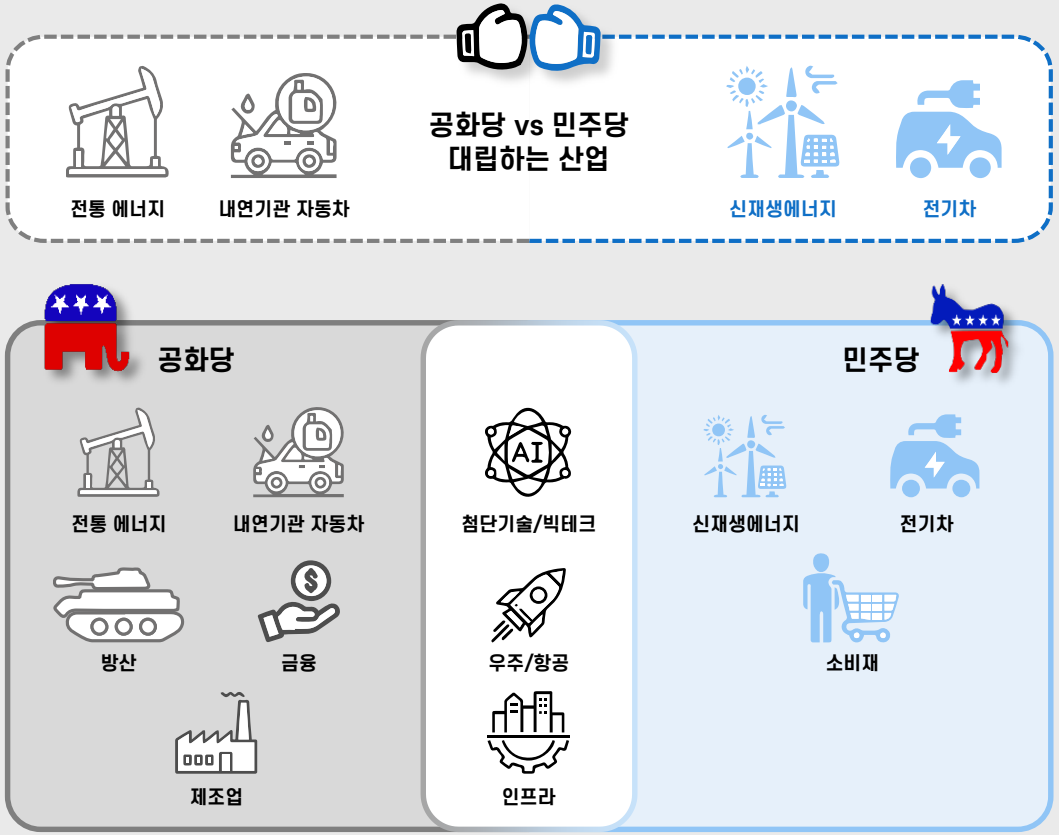
대선 불확실성은 추세 변수가 되지 못함, 감내하기 어려운 변동성 아닐 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

[대선과 산업] 2024년 연간전망에서 제시했던 구도와 큰 차이 없음

2024 대선 주요 어젠다 정리: 트럼프(공화당) vs 해리스(민주당) 구도라면?



공화당	구분	민주당
적극적	재정	적극적
미국 일자리 보호	임금/노동	신재생 투자로 일자리 창출
법인세, 소득세율 인하	세금	법인세율 인상 개인최고소득세율 인상
ACA 반대 약가인하 찬성	헬스케어	ACA 개선 약가인하 찬성
금융규제 완화 불커룰 찬성	금융	금융규제 강화 도드-프랭크법 강화
규제 강화 국경장벽 건설	이민	규제 완화/개선 숙련자 중심 이민 장려
미국 우선	외교	동맹 우선
자국우선주의	통상	온건주의
중국 견제	대중정책	중국 견제

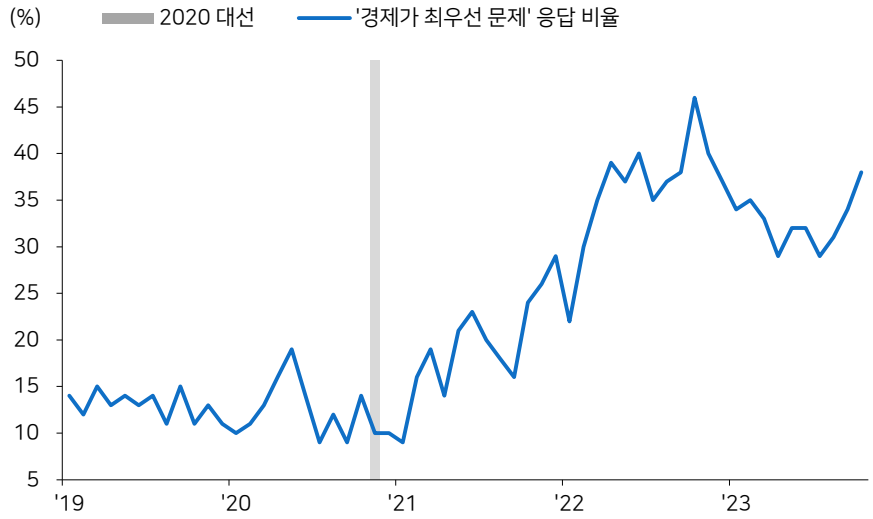
자료: 메리츠증권 리서치센터

유권자들의 최대 관심사인 '경제 문제'

대선과 경제

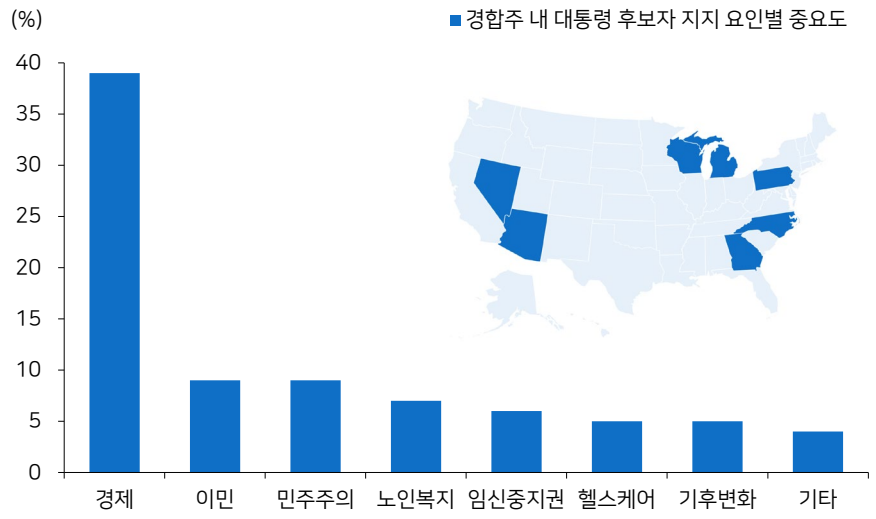
- 현재 미국 대선 후보 지지율에 가장 큰 영향을 주고 있는 이슈는 경제
- Gallup 유권자 서베이에서 경제가 최우선 문제라는 응답비율이 지난 대선 10% vs '23.10월 38%로 급등
- 특히 대선을 판가름하는 경합주에서 경제 문제를 대선 후보를 지지에 가장 중요한 팩터로 꼽고 있음

미국 유권자 '경제 문제' 중요성 언급 증가



주: '%of Americans Mentioning Economic Issues as Most Important Problem'
자료: Gallup, 메리츠증권 리서치센터

대통령 후보자 지지 요인별 중요도(경합주)



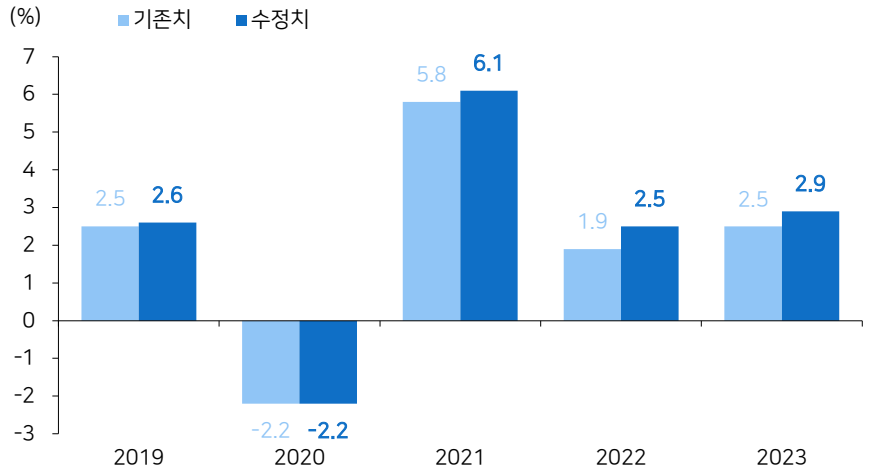
주: 2023.10.27 경합주 대상 여론조사, (지도: 경합주 7개주)
자료: Bloomberg, Morning Consult, 메리츠증권 리서치센터

BEA Annual Update; 2021년 이후 미국 경제성장률 크게 상향

대선과 경제

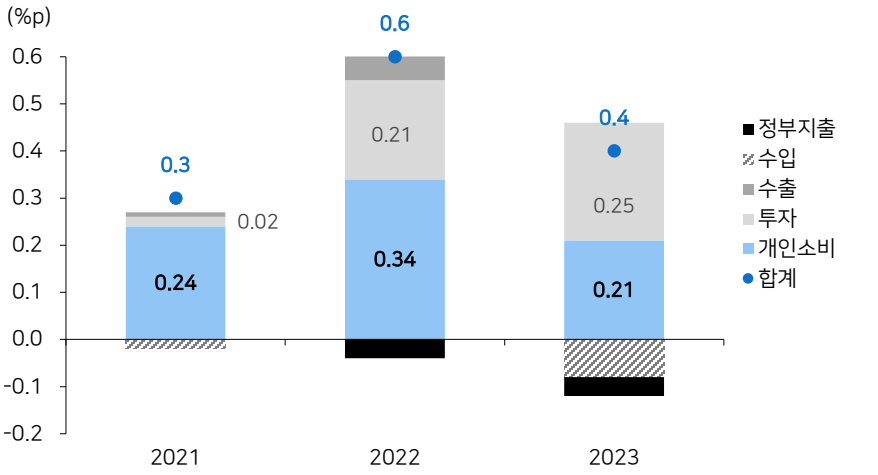
- 9/26 미국 경제분석국의 GDP 연례 업데이트 실시, 2019~2023 최근 5개년 GDP 데이터 업데이트
  - 그 결과 최근 3년 미국 경제성장률이 크게 상향조정됨
  - '21, '22, '23년 GDP 성장률은 각각 6.1%, 2.5%, 2.9%로 이전치 대비 0.3%p, 0.6%p, 0.4%p 상향
- 올해 성장률 컨센서스 및 당사 전망은 2.6%. 바이든 행정부 4년간 모두 미국 성장률은 2% 중반 이상
- 세부적으로는 민간 경기(소비, 투자) 중심으로 상향 조정
- 특히 개인 소득 데이터가 크게 상향
  - 이전소득 제외 1인당 가처분 소득의 2019년 대비 2,000달러 → 3,700달러 증가한 것으로 수정

미국 GDP 성장률: 기존치 vs 수정치



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

2021~2023년 경제활동별 GDP 수정치 상승 기여도



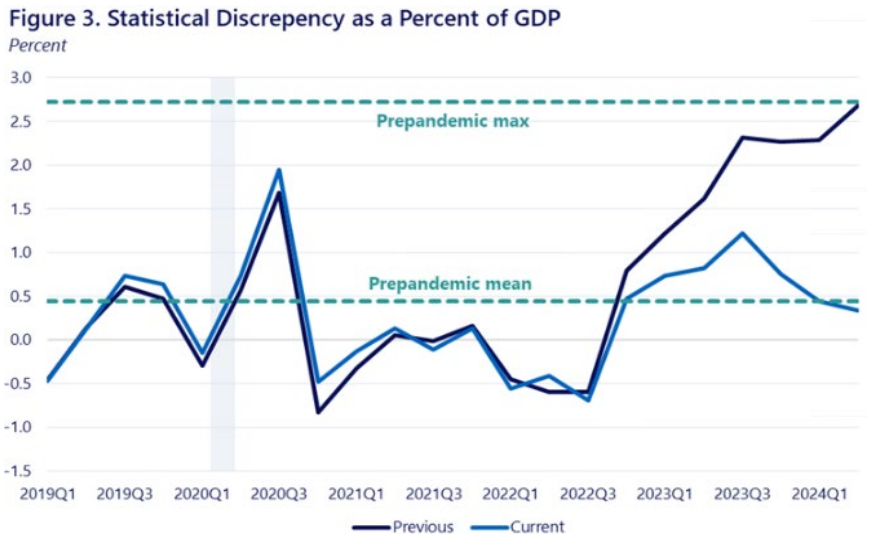
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

백악관에서 조명한 GDP 수정치 관련 데이터 2가지 포인트

대선과 경제

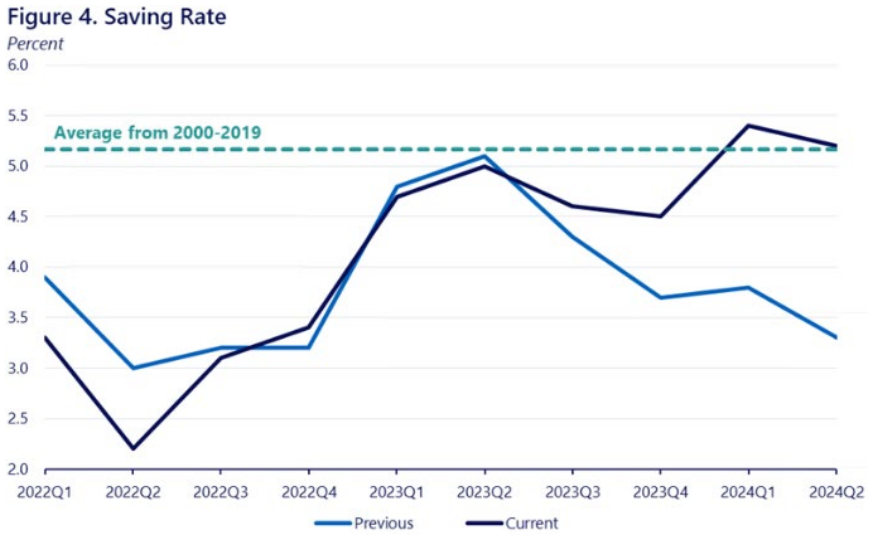
- 이번 GDP 수정에서 눈에 띄는 포인트 2가지. 공통점은 미국 경기가 생각보다 튼튼함을 시사
- 포인트 1) GDP와 GDI 괴리 축소. 두 지표의 괴리는 미국 경기 취약성을 의미하는 것으로 해석되었음
  - GDI가 국민의 실질 구매력을 보여주는 지표이며 현실을 더 잘 보여준다는 시각 때문
  - 개인 소득 지표 상향으로 수정치에서 GDI가 대폭 상향, 두 지표간 통계적 불일치가 평년 수준으로 축소
- 포인트 2) 저축률의 상향. 2Q24 저축률은 3.3%에서 5.4%인 평년 수준까지 상향
  - 그동안 낮은 저축률은 향후 평균으로의 회귀 과정에서 미국 소비 둔화를 유발할 것이라는 우려 있었음
  - 그런데 개인 소득 지표 상향 영향으로 저축률 데이터도 상향, 소비 중심의 미국 경기 우려를 덜어주었음

미국 실질 GDP와 실질 GDI 괴리 축소



자료: The White House, US BEA, CEA

미국 저축률은 평년 수준으로 회귀



자료: The White House, US BEA, CEA

과거 경제성장률과 대선 결과 분석 업데이트

대선과 경제

- 1960년 이후 임기 첫 해 대비 마지막 해에 낮은 경제 성장률 기록 시 다음 대선에서 집권당 교체되는 패턴
- 2024년 바이든 임기 3, 4년차 경제성장률 추정치 반영 시 임기 첫해인 2021년보다 마지막 해인 2024년 경제성장률이 낮은 수치 기록. 과거 패턴 고려 시 1.9% 이상 성장률 기록하지 못하면 재선 가능성 낮음
- 대선 예측에 다른 변수를 제외하고 강한 미국 경제상황만 고려하면 집권 여당이 재선할 가능성이 높아보임

경제성장률과 대선 결과; 첫해보다 마지막 해에 낮은 경제성장률 기록하면 다음 대선 집권당 교체

GDP 성장률(% YoY) 1Y ↔ 4Y								
대통령명	임기 (4년 단위)	1년차	2년차	3년차	4년차	4년차 - 1년차	(+)/(-)	다음선거 승패
케네디/존슨	1961~1964	**2.3**	6.1	4.4	**5.8**	3.5	(+)	승
존슨	1965~1968	**6.4**	6.5	2.5	**4.8**	-1.6	(-)	패
닉슨	1969~1972	**3.1**	0.2	3.4	**5.3**	2.2	(+)	승
닉슨/포드	1973~1976	**5.8**	-0.5	-0.2	**5.3**	-0.5	(-)	패
카터	1977~1980	**4.6**	5.6	3.2	**-0.2**	-4.8	(-)	패
레이건 1기	1981~1984	**2.5**	-1.9	4.5	**7.2**	4.7	(+)	승
레이건 2기	1985~1988	**4.2**	3.5	3.4	**4.2**	0.0	(+)	승
부시(父)	1989~1992	3.5	1.9	-0.2	**3.3**	-0.2	(-)	패
클린턴 1기	1993~1996	**2.7**	4	2.5	**3.7**	1.0	(+)	승
클린턴 2기	1997~2000	**4.5**	4.2	4.5	**3.7**	-0.8	(-)	패
부시 1기	2001~2004	**0.8**	1.9	3	**4.2**	3.4	(+)	승
부시 2기	2005~2008	**3.1**	2.9	2.2	**0.1**	-3.0	(-)	패
오바마 1기	2009~2012	**-2.6**	2.7	1.5	**2.3**	4.9	(+)	승
오바마 2기	2013~2016	**1.8**	2.3	2.7	**1.7**	-0.2	(-)	패
트럼프	2017~2020	**2.2**	2.9	2.3	**-2.8**	-5.0	(-)	패
바이든(현재)	2021~2024	**1.9***	2.5	*2.9*	***2.6****	***+0.7***	***(+)***	***?***

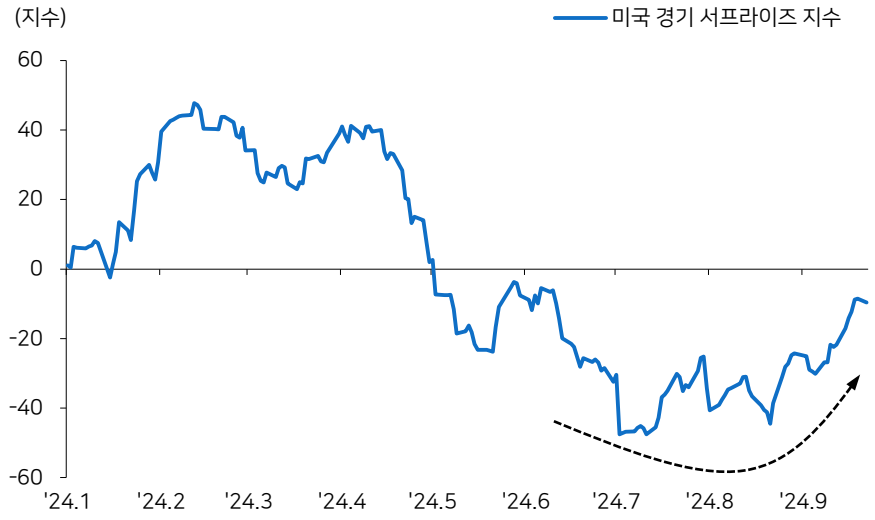
주: 코로나19 영향 고려하여 '21 경제성장률은 '19 대비 '21 연평균 성장률(CAGR) 적용(기존 6.1%->코로나19 고려 2년 CAGR 성장률 1.9%),
바이든 4년차 경제성장률은 당사 추정치 반영
자료: US BEA, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

경기 관련 최신 지표도 점차 개선되는 중

주식시장과 경기

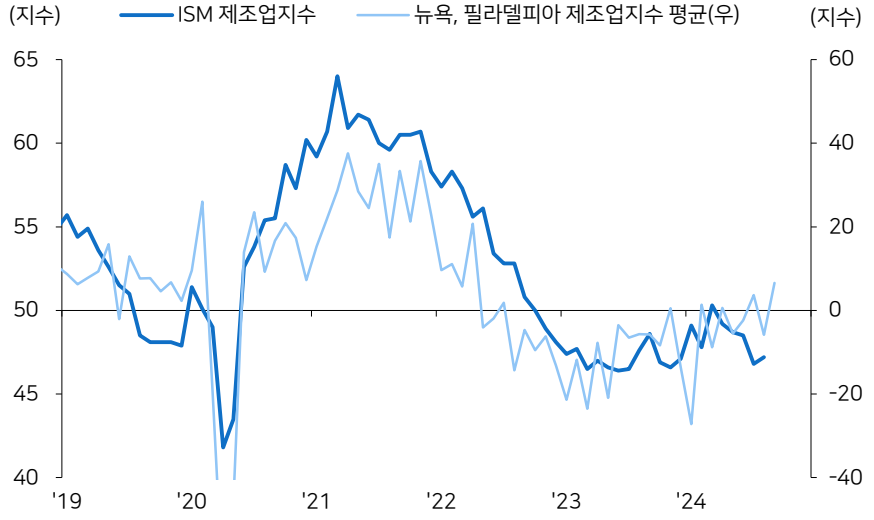
- 미국 경기 서프라이즈 지수에 반영되는 경기 기대는 저점 이후 계속 반등 지속
- 제조업 지수로 나타나는 미국 경기 사이클도 반등 징후 계속 포착
  - ISM 제조업지수의 선행지표로 여겨지는 지역연은 제조업지수는 9월에 반등 추세 지속
- 대선 불확실성의 실물경기 영향력이 이전에 확인되었는데, 대선 이후 반등 가능성 높아지는 흐름

미국 경기 서프라이즈 지수에 반영되는 경기 기대는 저점 이후 반등 지속



자료: Citigroup, 메리츠증권 리서치센터

미국 제조업지수: 대선 이후 본격 회복 예상되나, 일부 회복 조짐은 먼저 발견 중



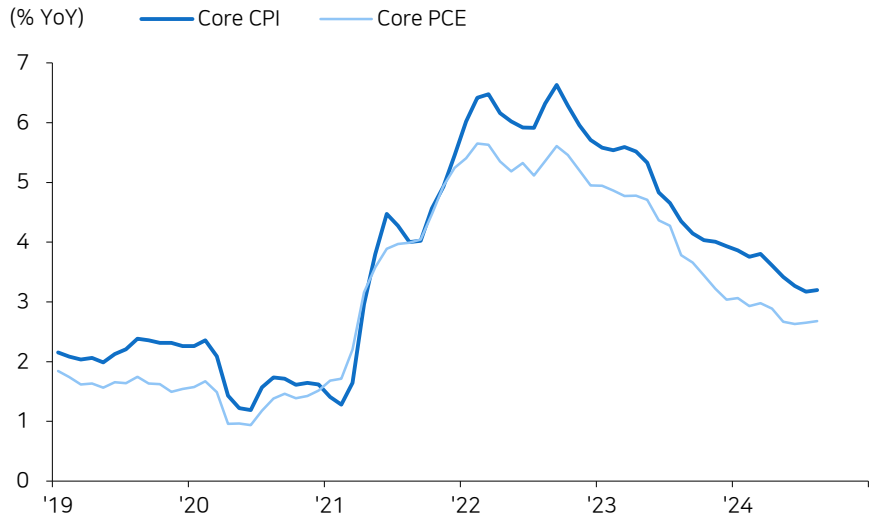
자료: 각 지역 연은, US ISM, 메리츠증권 리서치센터

재정/통화정책으로 해결할 수 없으면 경기 침체

주식시장과 경기

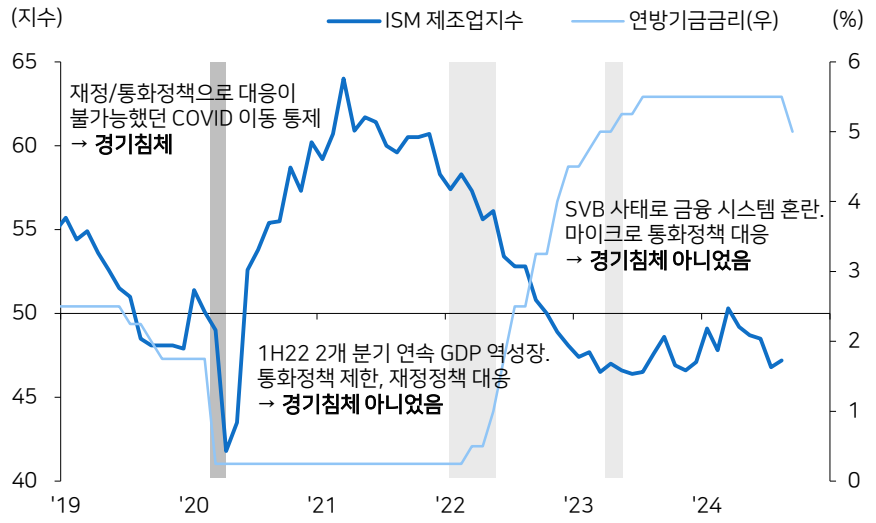
- 미국 8월 PCE 데이터는 전년대비 2.2% 상승하며 시장 기대 상회, Core PCE MoM도 +0.1%에 그쳐
- 인플레이션의 추세 둔화 증거도 계속 확인. 물가에 대응하는 차원의 고금리 유지 필요성 덜어내는 중
- 9월 50bp 금리 인하는 남아있던 노동시장 우려에 선제적으로 대응하는 빅스텝
  - 향후 금리 인하로 대응할 수 있는 통화정책 운신의 폭은 여유 있음
- 최근 경기침체 사례로 볼 때 재정/통화정책으로 대응이 가능한 경우 침체가 아니었음
  - 노동시장 둔화 '가능성'에는 연준이 미리 이미 선제적으로 대응 중. 노동시장은 침체 유발 요인이 아닐 것

물가 상승률 추세 안정화



자료: US BLS, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그럼에도 경기 둔화 우려에 선제적 대응; 주식 시장에는 우호적



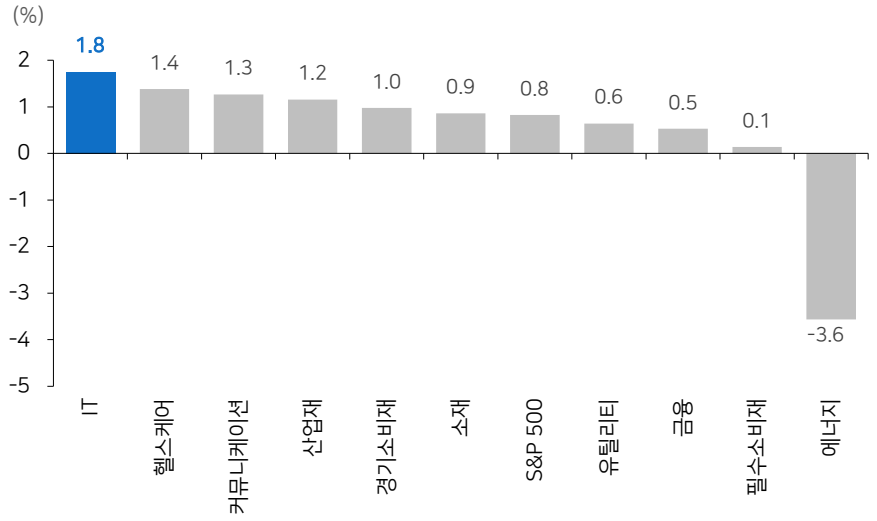
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

3Q24 실적발표를 앞둔 상황. 직전 실적시즌보다 가벼워진 기술주

투자 포인트: 실적

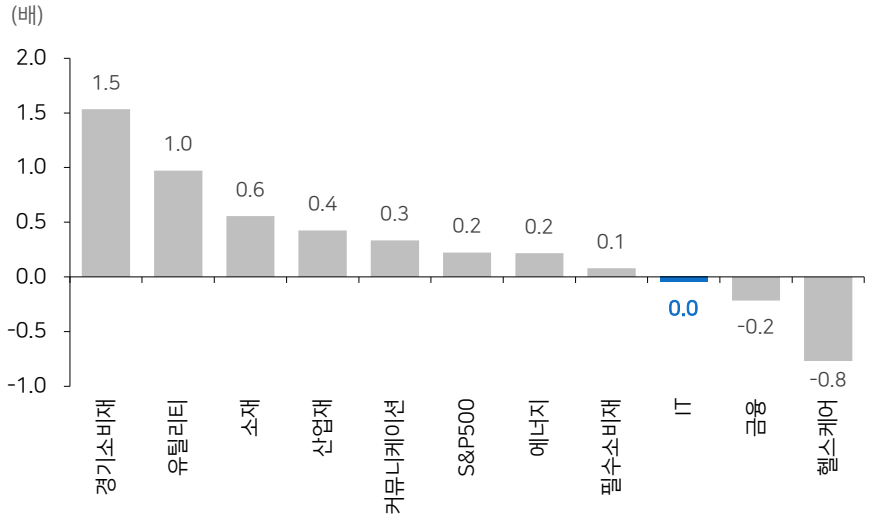
- 10월부터 본격적으로 시작되는 3Q24 실적시즌
- 기존 뷰는 10월 실적에 대한 우려가 기술주 중심 단기 조정 재유발할 가능성을 보았으나, 그 가능성 낮음
- 10월 매수로 시장을 접근한다면 지난 실적시즌 대비 가장 가벼워진 주식은 기술주라는 생각
  - 8월말 대비 EPS 추정치가 가장 많이 상승한 섹터인 반면, 가격에 반영된 밸류에이션은 오히려 하락
- 같은 잣대에서 최근 1달간 부담을 덜어온 섹터는 헬스케어

9/27 기준 8월말 대비 S&P500 12MF EPS 추정치 변화율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

9/27 기준 8월말 대비 S&P500 12MF PER 변화폭



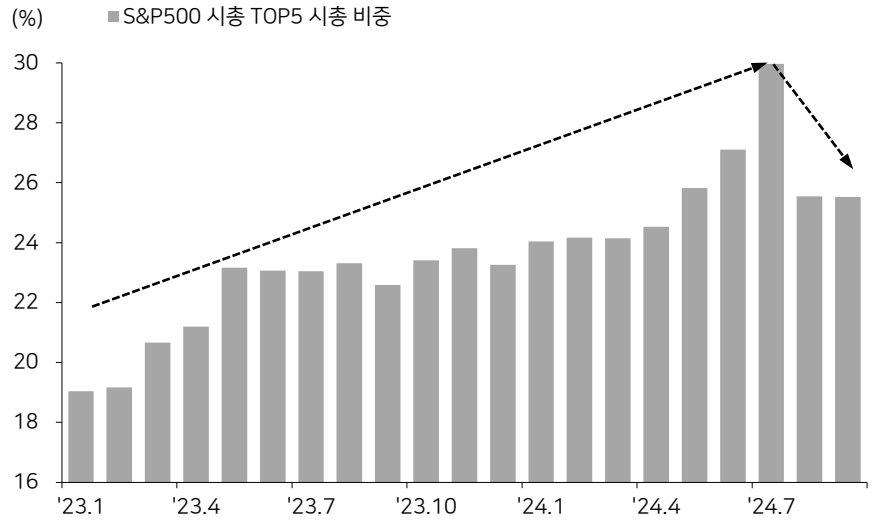
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

기술주 쏠림 및 버블 우려는 전고점 대비 덜어낸 상황

투자 포인트: 밸류에이션

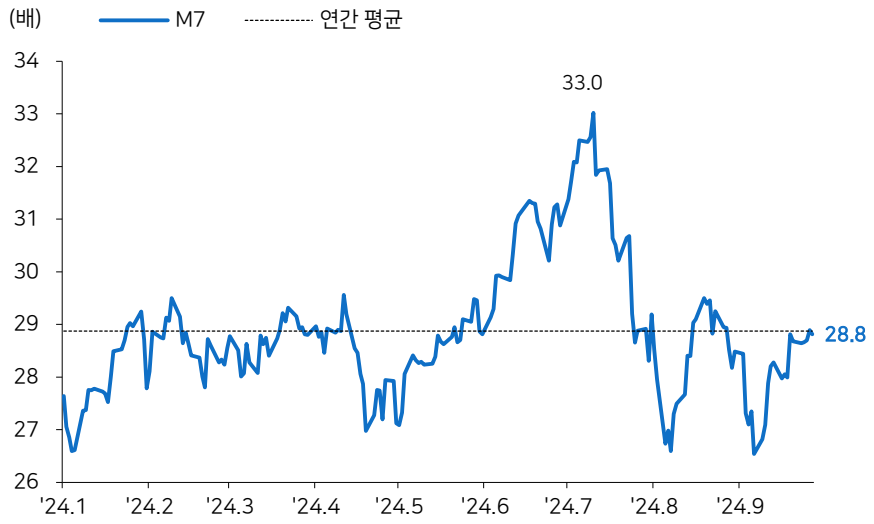
- S&P500 시총 TOP5 종목의 시총 비중은 7월 초 30%에서 9월말 25% 내외까지 하락
- 역사상 고점 수준에서 다시 작년-올해 평균 수준까지 시총 비중이 낮아지며 대형주 쏠림 우려는 덜어짐
- M7의 12개월 선행 PER도 전고점인 7월 10일 33배에서 9월 27일 기준 28.8배까지 하락함
  - 현재 밸류에이션은 연평균 수준. S&P500 IT 섹터의 밸류에이션도 28배 수준
- 전고점 대비 주가지수는 올랐지만, 아직 전고점 주가를 회복하지 못한 대형 기술주 매력은 전보다 나아짐

쏠림 우려가 제기되었던 전고점에서 쏠림 완화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Magnificent 7 12M fwd PER 전고점 대비 완화되며 시장 상황은 나아진 상황



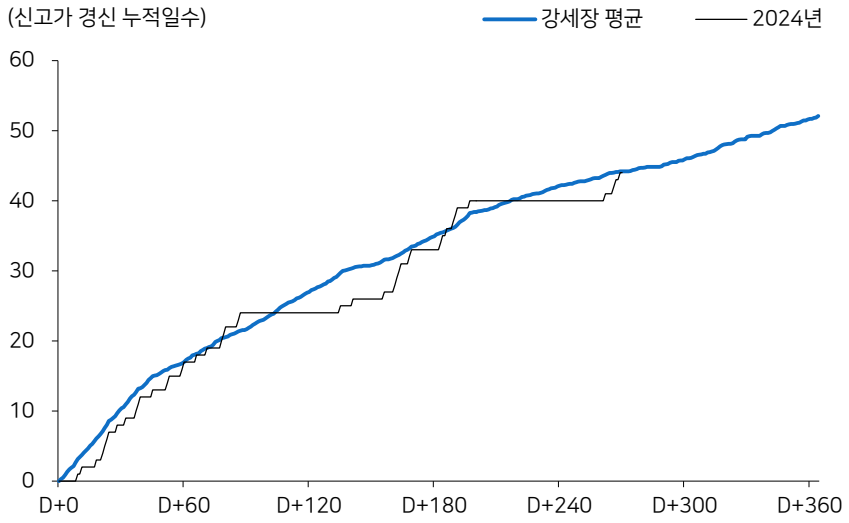
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

강세장 추세 회복. 모멘텀 팩터가 가장 아웃퍼폼

투자 포인트: 스타일

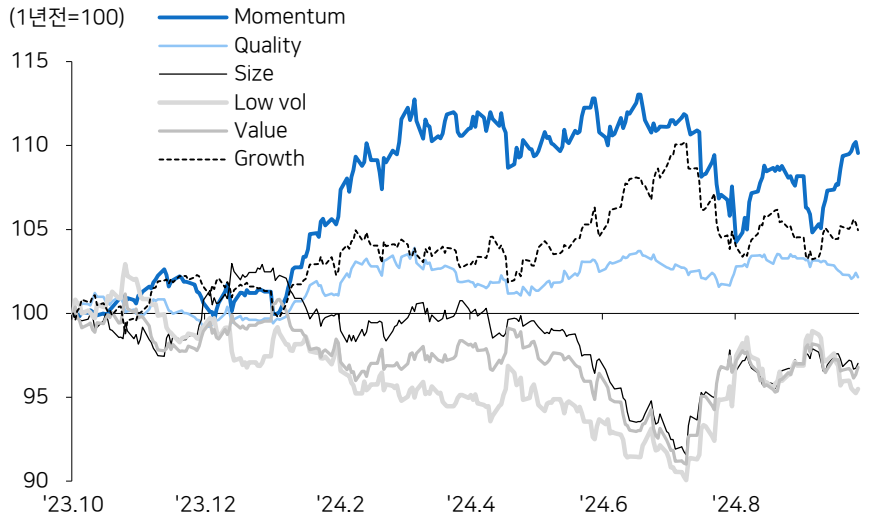
- S&P500 지수는 이미 올해 YTD 수익률 20% 초과 달성 중이며 강세장의 신고가 경신패턴 다시 회복
- 스타일 측면에서는 모멘텀 팩터가 가장 아웃퍼폼. 신고가 경신 추세 이어나가는 섹터/종목에 주목
- 가장 아웃퍼폼 중인 모멘텀/그로스 팩터의 공통 분모는 기술주. M7에 대한 긍정적 시각 유지
- 그 외 추천 섹터는 전력인프라(산업재, 유틸리티)라는 견해 유지
- 최근 금리인하 기대가 가속화되며 계속 관심가져볼 섹터는 헬스케어, 주택건설(경기소비재 하위 섹터)

미국 강세장 신고가 경신 패턴: 과거 강세장 평균* vs 2024년



주: *과거 강세장 기준은 1960년 이후 상반기 지수 수익률이 10% 이상인 년도
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아웃퍼폼 팩터는 모멘텀, 그로스



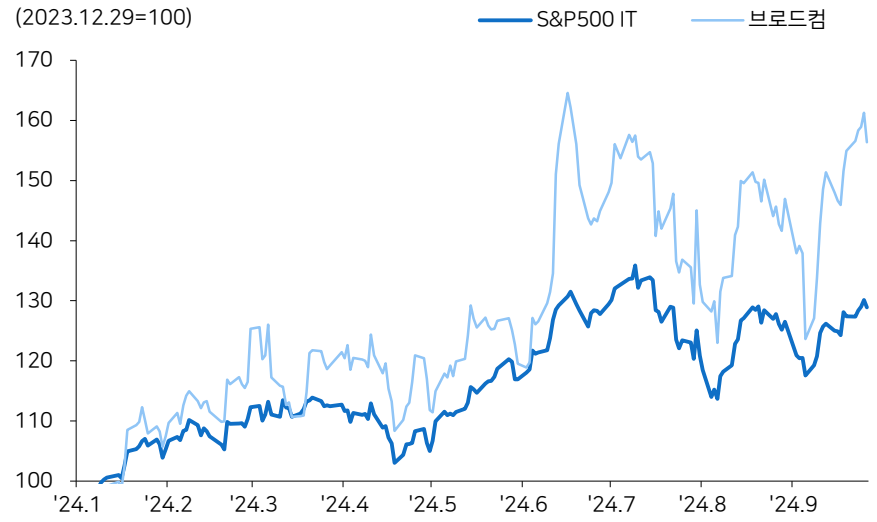
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

IT 섹터는 아직 신고가 회복 못했지만, 섹터내 유망 종목 신고가 경신 중

선호 섹터1: 기술주 (IT, 커뮤니케이션 서비스)

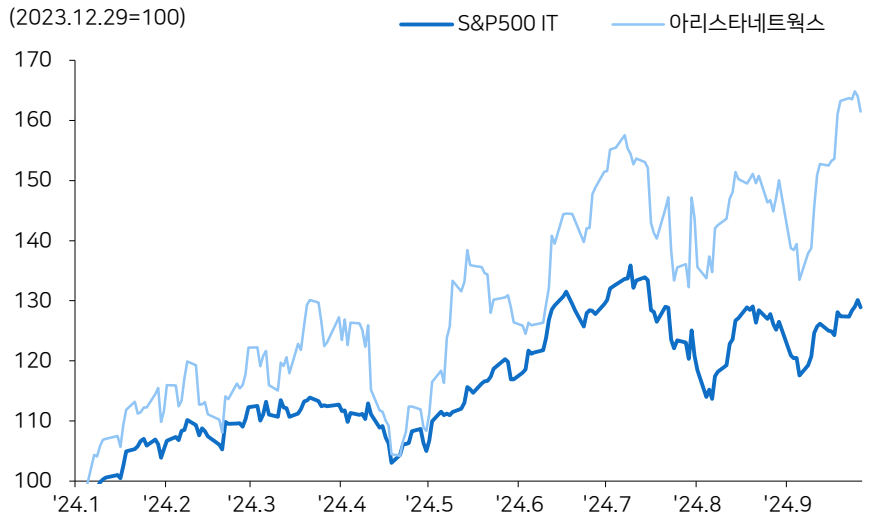
- 주도산업인 기술주는 직전 실적발표 이후 가장 EPS 추정치 상향 폭이 높은 섹터
- 동시에 밸류에이션 부담은 계속 덜어가는 중. 실적시즌 앞두고 최선호 섹터
- IT 섹터 내에서 Magnificent 7 외에도 AI 관련 하드웨어 기업들에 대한 긍정적 투자 의견 유지

S&P500 IT 섹터 지수 vs 브로드컴 주가: 신고가 경신 목전에 둔 브로드컴



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 IT 섹터 지수 vs 아리스타네트웍스 주가: 아리스타네트웍스 신고가



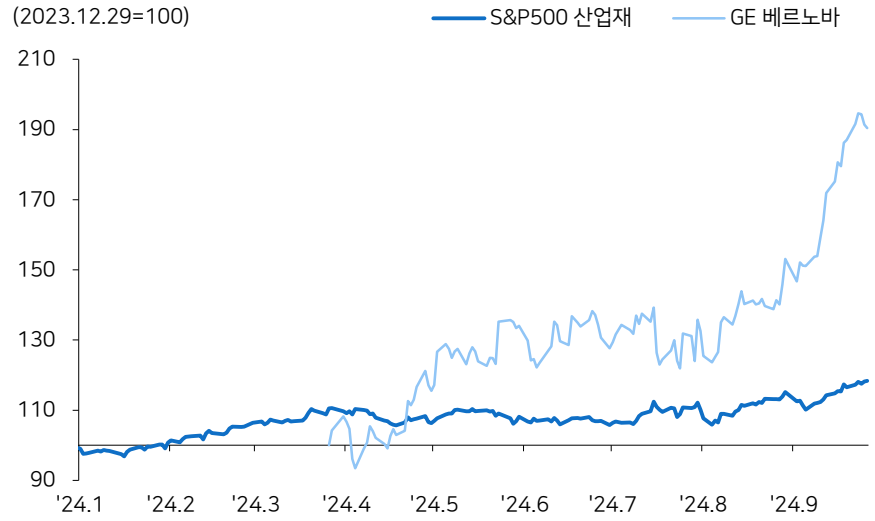
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전력인프라(산업재, 유틸리티)는 주요 종목 중심으로 섹터 신고가 경신 중

선호 섹터 2: 인프라 (산업재, 유틸리티)

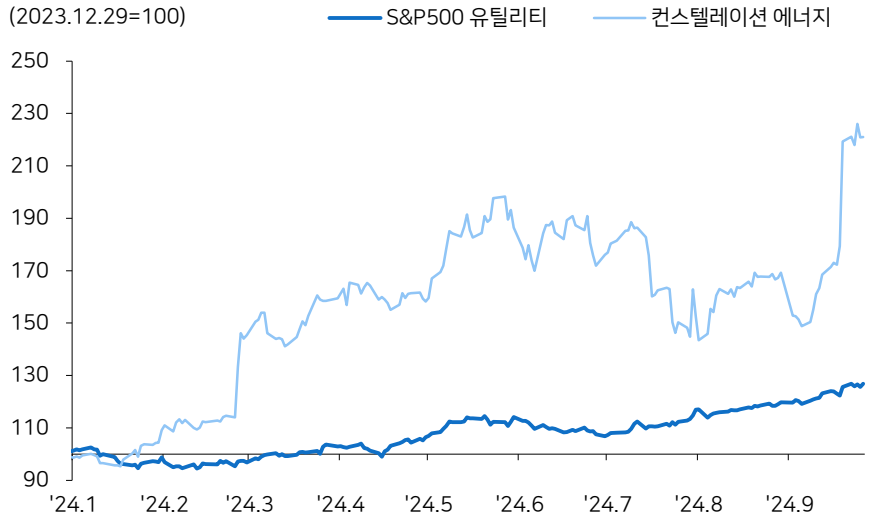
- 유틸리티는 경우 지난 월보에서 방어적 대응 관점에서 가장 주목했던 섹터
- 9월 AI 인프라에 대한 투자 지속, 전력 에너지 초과수요 상황 확인 지속되며 섹터 내 관련주 중심 상승 지속
- 산업재는 전력 인프라 중심으로 연초부터 계속해서 추천해오던 섹터로 상승 추세 지속 중인 섹터 중 하나
- GEV, CEG 등 기존에 긍정적으로 보았던 종목 중심으로 해당 섹터를 차선호
  -GEV는 3월 분사 이후 90% 수익률 기록 중, CEG는 3월 추천 이후 상승추세 지속, YTD +120% 수익률

S&P500 산업재 지수와 GE 베르노바 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

S&P500 유틸리티 지수와 원자력 발전 기업 컨스텔레이션 에너지 주가



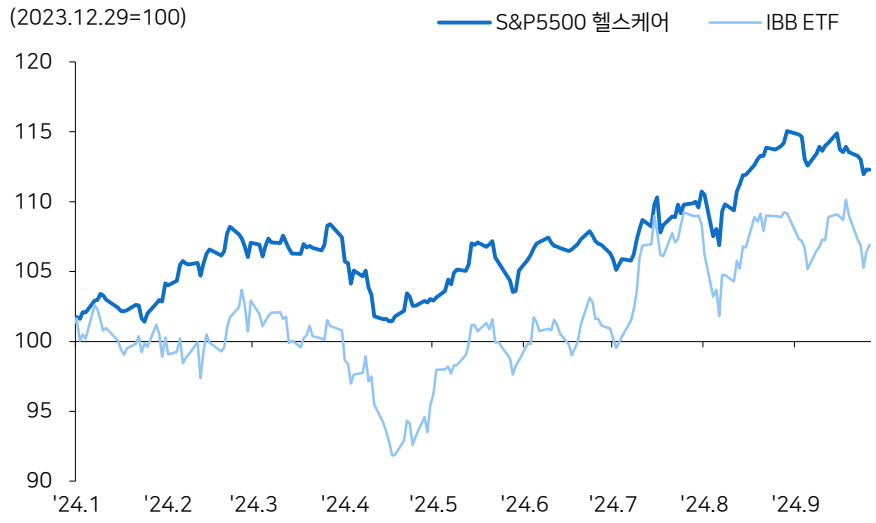
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

추가 빅스텝 가능성 열어두어야, 금리인하 수혜주 관심 지속

관심 섹터: 금리인하 수혜주 (헬스케어, 주택건설 관련)

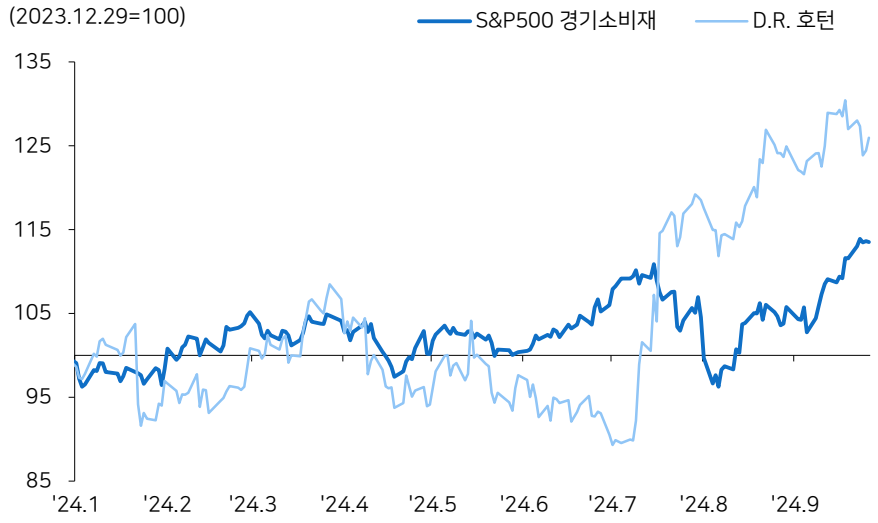
- 헬스케어 섹터는 금리인하 수혜주 기대 속 직전 실적시즌 대비 PER 하락, EPS 상향 지속
- 경기소비재 섹터에 대한 전반적인 투자 의견은 중립 이하이지만, 섹터 내 산업 중 금리인하 수혜 산업 관심
- 주택건설 관련 D.R 호턴 주가는 7월 금리인하 기대 강화된 이후 급등
- 다만, 실적시즌 시작된다면 경계할 필요. 기대감만큼 실질적인 신규주택 착공 건수 등의 반응은 미미

S&P500 헬스케어 섹터 지수와 IBB ETF 주가



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

경기소비재 섹터 내 주택건설 종목 구성



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part II

중국
기술적 반등 후반전

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

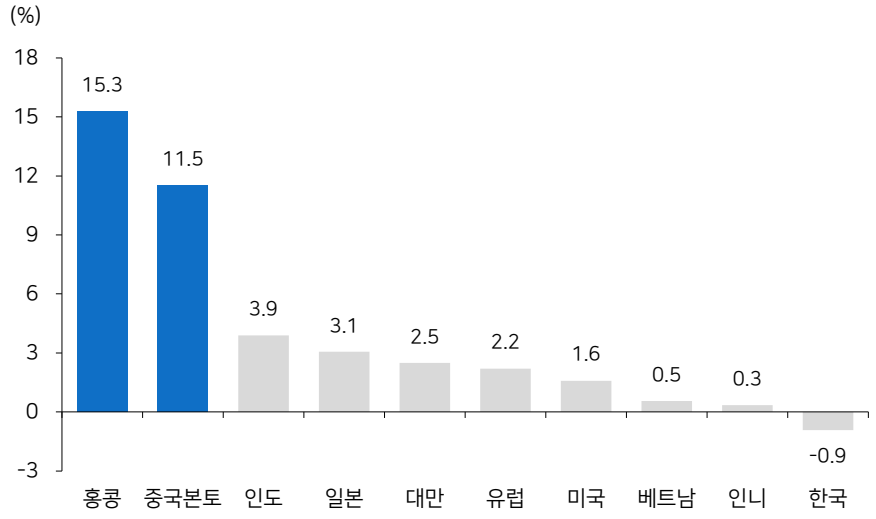


9월 증시: Anywhere But China → All in, Buy China

Review

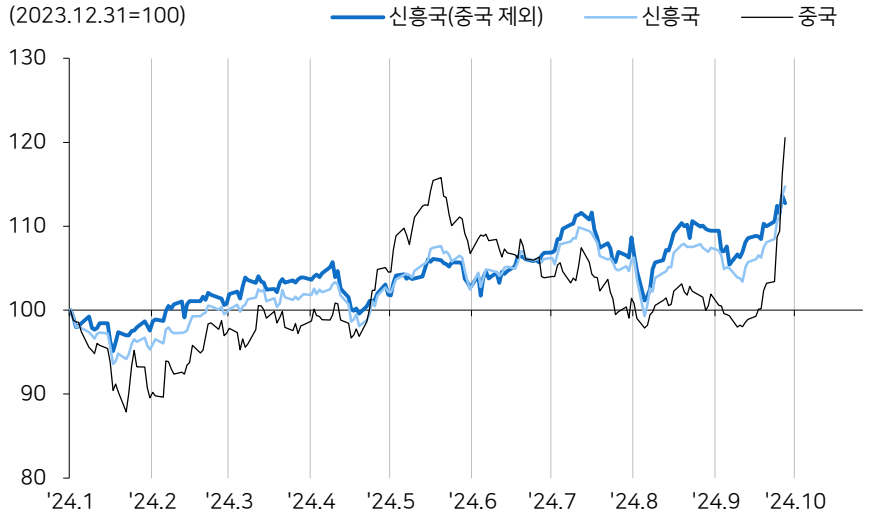
- 9월 중순까지만 해도 Anywhere But China 였던 분위기가 All in, Buy China로 변경
- 24-27일까지 사흘간 발표된 중국 정부의 강력한 경기 부양 의지가 중국증시 바닥권에서 급등을 견인
- 홍콩H지수는 월간 15.3%, 본토 CSI300 지수가 11.5% 상승하며 압도적으로 기타 시장 아웃퍼폼
- YTD 수익률 순서도 중국(20.1%) > 신흥국(14.7%)> 신흥국(중국 제외)(12.7%), 5월 이후 중국 재탈환

9월 신흥국 주식시장 변동폭: 중화권 증시 폭등



주: 9/27일 종가, 미국 S&P500, 유럽 Stoxx50, 일본 Nikkei225, 중국 CSI300, 홍콩 HSCEI, 한국 KOSPI, 대만 TWSE, 인도 SENSEX, 인니 JCI, 베트남 VN 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

올해 YTD 수익률 순서: 중국 > 신흥국 > 신흥국(중국 제외)



주: 9/27일 종가 및 MSCI 지수 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

9월 24-26일 발표된 중국정부 부양책 및 부양 기조

9월 24-26일까지 정책당국이 발표한 중국 경기 부양책과 의지

발표일자	발표 기관	분야 구분	주요 내용	세부 조치
9월 24일	3대 금융 수장 합동 기자회견	통화 완화	지급준비율	50bp 인하, 필요 시 4분기에 추가 25-50bp 인하 가능성 제시
			7일 Repo금리	20bp 인하, 이를 통해 LPR, MLF, 예금금리도 20~25bp 인하, 은행 NIM 유지
		부동산 부양	기존주택 담보대출금리	평균 50bp 인하
			LTV 비율	2주택 LTV 75% →85%로 상향 조정
			재대출 부담비율	주택매입 3,000억 위안 재대출에서 인민은행의 부담금 비율을 기존 60% → 100%로 상향
			건설사 대출 지원	건설사에 유동성을 공급해주는 <금융16조> 정책을 '26년말까지 연장
		주식시장 안정화	유가증권담보 유동성 지원	초기 5,000억 위안 한도 *금융기관(보험, 운용사 등)이 보유한 유가증권(채권, 주식ETF, CSI300 구성종목)을 담보로 인민은행에서 국채, 어음을 받은 뒤 현금화해서 주식시장에만 투자할 수 있는 제도*
			자사주 매입 재대출	- 3,000억 위안의 재대출 설정 - 상장사 또는 주주가 재대출을 통한 자사주 매입을 독려
			주식안정기금	현재 연구 중
9월 24일	증권감독 관리위원회	시가총액 관리 가이드라인	① 기업가치 제고를 위한 M&A, 스톡옵션 부여, 배당, 자사주 매입 등 조치 독려 ② CSI300 구성종목 등 대형사는 시가총액 관리를 위한 내부 평가제도, 목표 작성 및 연간 사업보고서에 관련 진행상황을 별도로 설명할 것 ③ PBR <1배 상장사는 중장기 기업가치 제고안 작성 및 의사회 결의 후 공시	
		인수합병 개혁 심화 의견	① 신흥전략산업, 미래산업에서 기업간 M&A 적극 독려 ② 증권사들의 M&A를 통해 글로벌 IB 경쟁력을 갖추는 것을 독려	
		중장기 자금의 증시 유도 방안	장기 투자자들을 위한 제도 개선 강조: ① 중장기 투자자금의 KPI는 3년 이상 주기로 평가, ② 연기금, 보험사의 투자제도 진일보 개선	
9월 25일	상해시 정부	5억 위안의 소비쿠폰 발행 (요식업 3.6억, 호텔 0.9억, 영화관 0.3억, 스포츠 0.2억)		
9월 26일	정치국회의	기조: 현재 경기 운영에 새로운 문제 출현. 기존 발표 정책 집행을 강화하고 추가 부양책 발표 → 올해 성장 목표 달성 조치: 1) 재정확장 강화: 필요한 재정지출을 보장하고, 특별국채와 지방정부 특별채를 잘 사용 2) 통화: 지준율 및 금리 인하 실시 3) 부동산 시장의 추가 하락을 방지. 신규 주택 건설을 통제, 기존주택 개선, 화이트리스트 등재 건설사에 대출 지원 강화 4) 주식시장 부양에 집중, 중장기자금의 증시 유입을 유도하고 연기금/보험/수익증권 자금이 증시에 유입될 수 있도록 제도 개선할 것 5) 기업들의 어려움을 같이 극복, 민영경제 촉진법을 빨리 발표함으로써 민간경제의 양호한 발전 환경을 조성 6) 졸업생, 농민공, 빈곤인구 등 취약 계층의 일자리 최우선으로 보장 노력	
	민정부	10월 1일 이전에 빈곤층 및 고아들에게 일회성 보조금 지원, 인당 1,000위안		

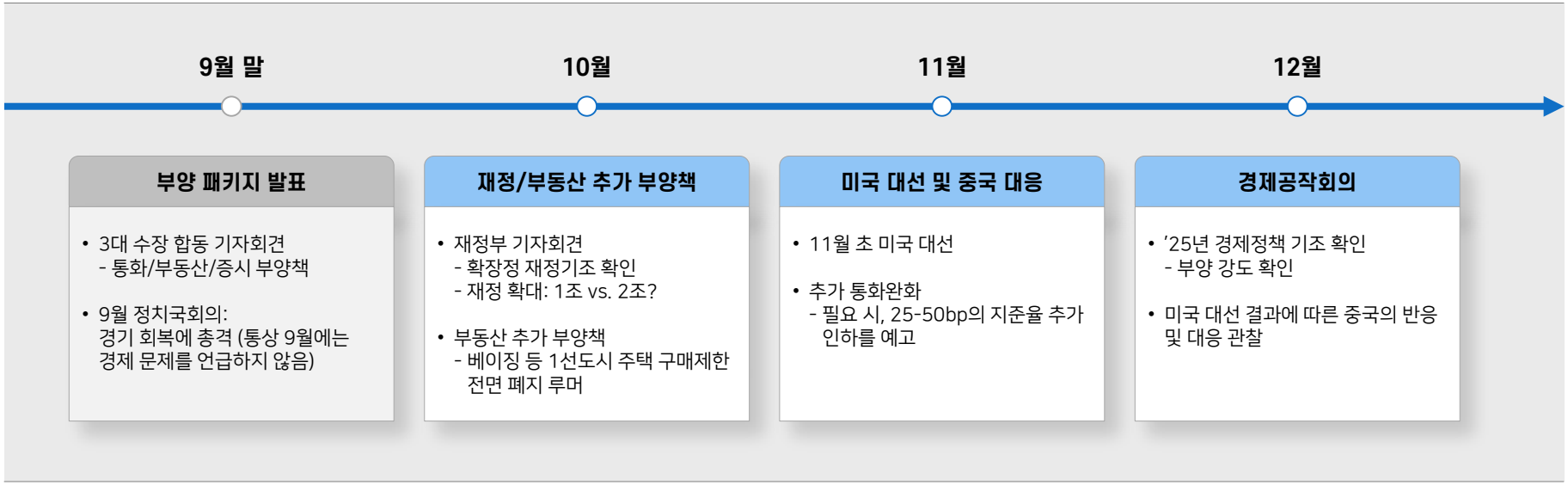
출처: 인민은행, 감독관리위원회, 상해시정부, 중국 공산당, 민정부, 메리츠증권 리서치센터 정리

추가 예상 조치와 연말까지 정책 Timeline

Timeline

- 국경절 연휴 이후 시장 참여자들의 관심사는 재정정책과 부동산 부양책일 것
- 재정정책의 관전 포인트는 지출 확대 강도: 1조 위안 vs. 2조위안 이상
- 부동산 정책의 관전포인트는 1) 1선도시 구매제한 전면 폐지, 2) 정부의 자금투입 확대 여부
- 이후 11월에는 미국 대선 결과, 12월에 다시 경제공작회의에 집중

연말까지 중국 금융시장의 주요 이벤트



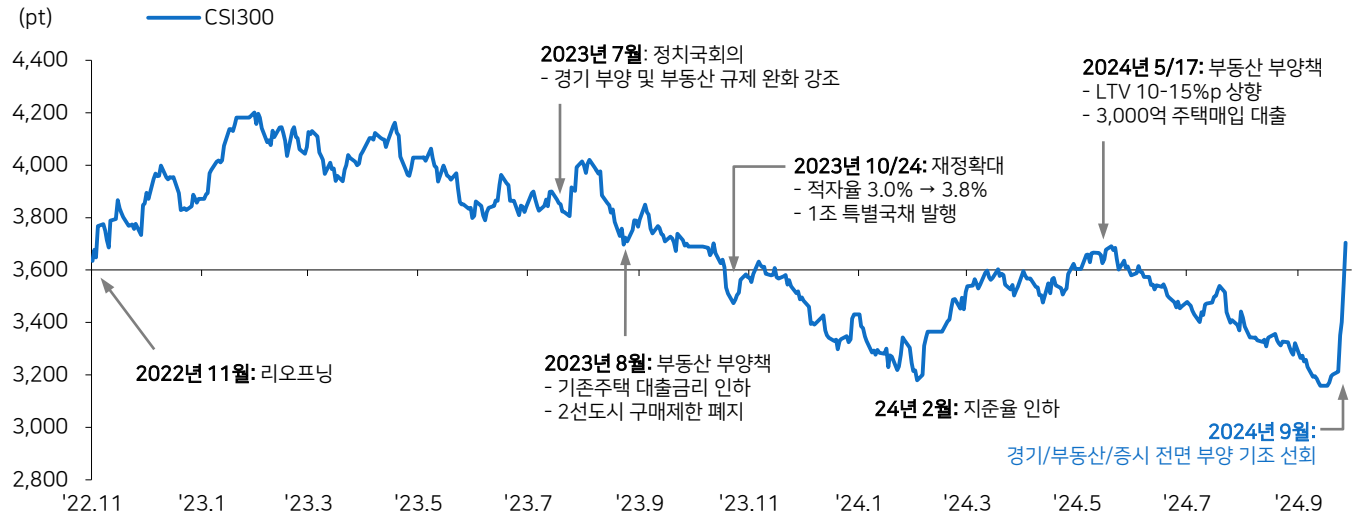
자료: 메리츠증권 리서치센터

중국, 이번엔 정말 다를까?

기술적 반등의 후반전

- 중국도 22년 11월 리오프닝부터 약 5번의 크고 작은 경기부양책을 발표했지만 주가는 하락 추세
- 이번에는 정말 다를까?
- 5거래일간 25% 급등한 데에는 26일 9월 정치국회의에서 다시 경기/부동산/증시 전면 부양으로 기조가 선회되었다고 판단한 영향이 컸음

리오프닝부터 약 5번의 크고 작은 경기부양책 발표



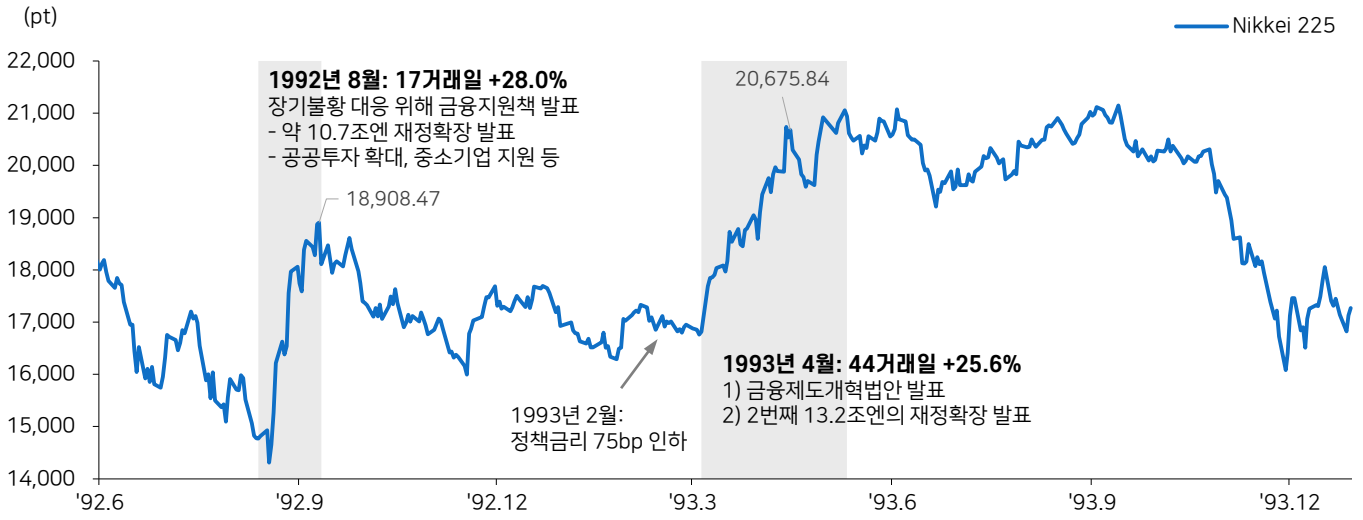
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

일본증시의 경험

기술적 반등의 후반전

- 중국의 매크로 닮은 꼴인 일본 주식시장도 1992년 정부의 경기 지원책에 힘입어 기술적 반등을 한 적 있음
- '92년 9월에 장기 불황에 대응하기 위해 금융지원정책을 발표하며 17 거래일간 지수는 28% 상승
  - 당시 공공투자 확대, 중소기업 지원 등을 위해 약 10.7조엔의 재정확대 정책 발표
- '93년 4월에 금융제도개혁법안 시행 및 13.2조엔에 달하는 2번째 재정정책 발표, 44거래일간 26% 상승
  - 금융제도 개혁법: 은행, 신탁은행, 증권 상호간에 업무영역 진입이 가능해짐

1992년 일본의 경기 지원정책과 주식시장 흐름



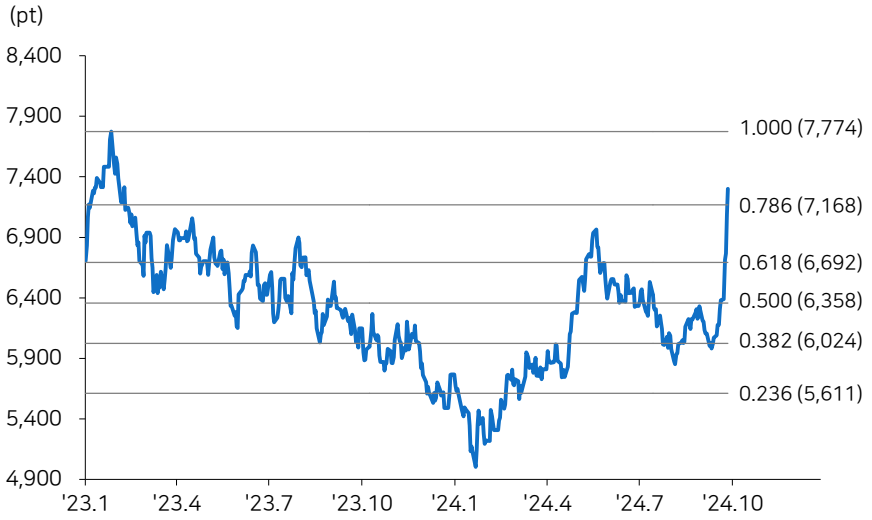
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

기술적으로 보는 중화권 주식시장

기술적 반등의 후반전

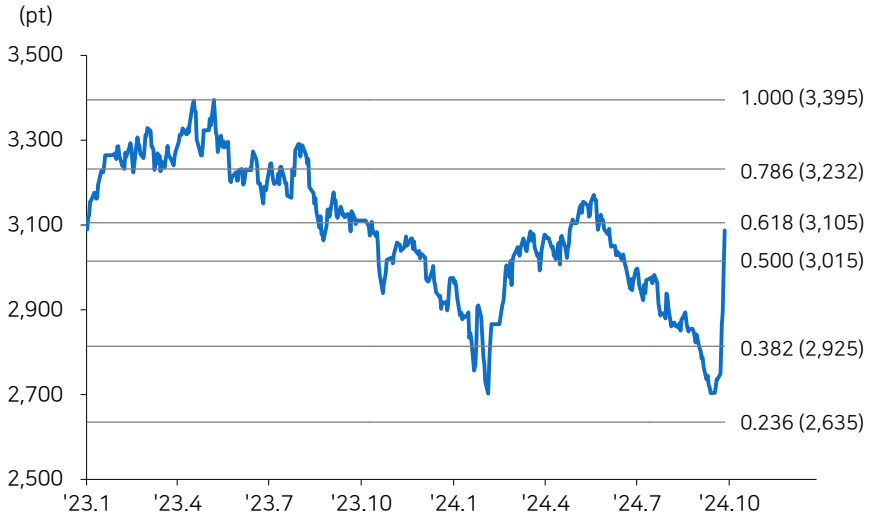
- 기술적 반등의 관점에서 현재 중화권 주식시장은 모두 직전 고점 돌파 여부의 관건 point에 놓여 있음
  - 하락 파동의 되돌림에서 홍콩H지수이든 상해종합지수이든 모두 0.618 수준 이상을 돌파
- 10월 국경절 연휴 기간 또는 그 이후에 재정과 부동산 부양책 발표가 남아있어 직전 고점을 단기적으로 돌파할 가능성도 높다고 생각

홍콩H지수의 피보나치 되돌림 레벨: 직전 고점 돌파 타진



주: 9월 27일 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

상해종합지수의 피보나치 되돌림 레벨: 직전 고점 돌파 타진



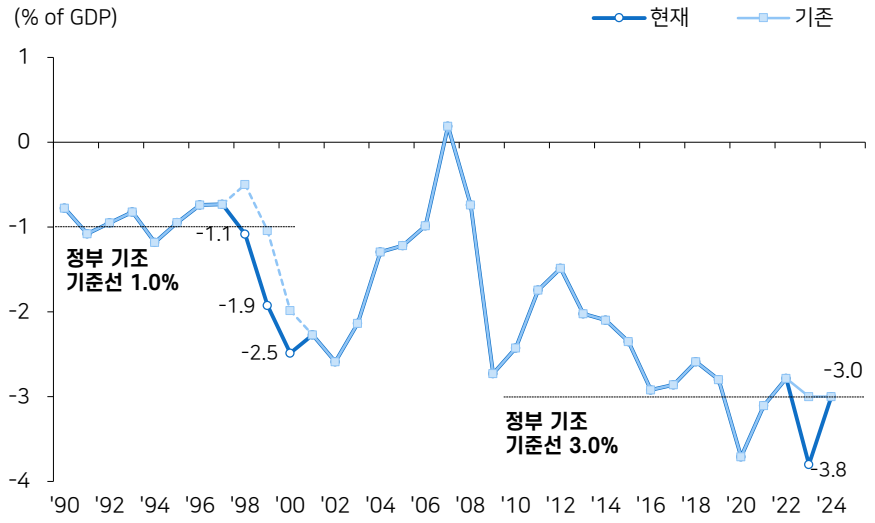
주: 9월 27일 종가기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

관건은 부양책의 실효성 – 재정 확장(1)

기술적 반등의 후반전

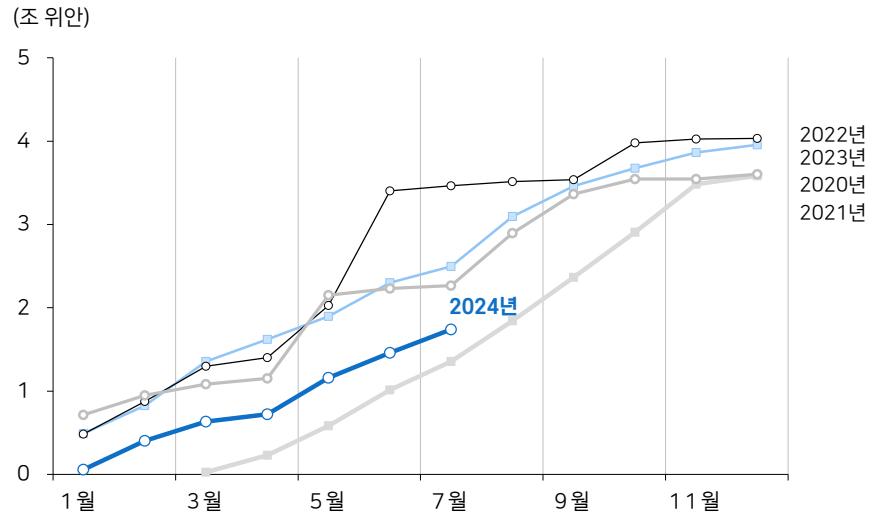
- 급등 이후 현 시점에서 고민해야 할 이슈는 구조적인 상승 추세일 것이냐 여부
  - 과거 부양책에도 시장이 하락 추세였던 것은 경기가 결국 기대만큼 회복하지 못했기 때문
- 중국 경기 회복의 관건은 재정 확장 및 강력한 집행, 올해 재정집행 예상보다 부진
  - 작년 10월에도 중국은 재정 적자율을 3.0%에서 3.8%로 상향 조정하며 확장적 기조를 제시
  - 단 강력한 집행이 이루어지지 않으면서 지방정부 특수채 발행이 '21년 다음으로 저조
  - 예상보다 약한 재정정책 집행으로 올해 투자지표 둔화 (고정자산투자: 올해초 4.2% → '24년 8월 3.4%)

작년 10월 중국은 이례적으로 연중에 재정적자율 3.8%로 상향 조정



자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

단 올해 1-7월 지방정부 특수채 발행 진도율 45%로 저조



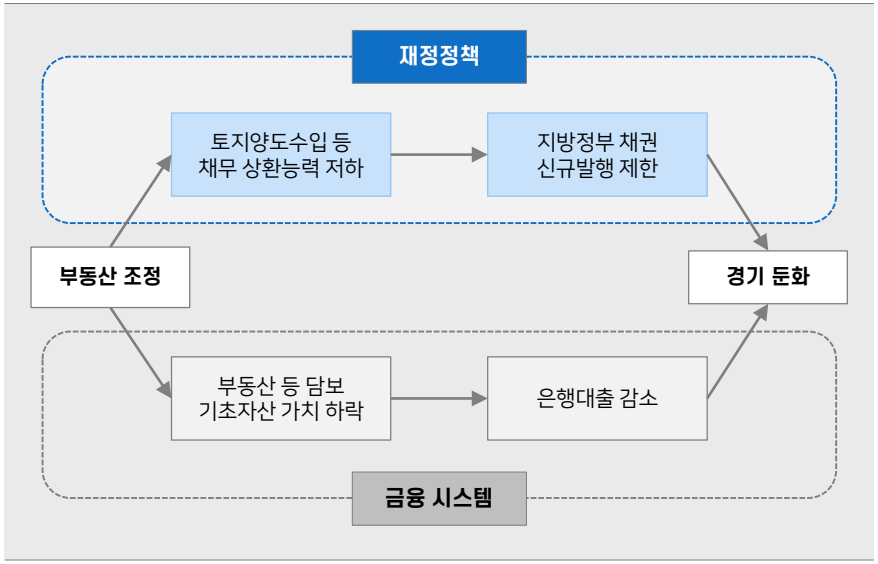
자료: 재정부, 메리츠증권 리서치센터

관건은 부양책의 실효성 – 재정 확장(2)

기술적 반등의 후반전

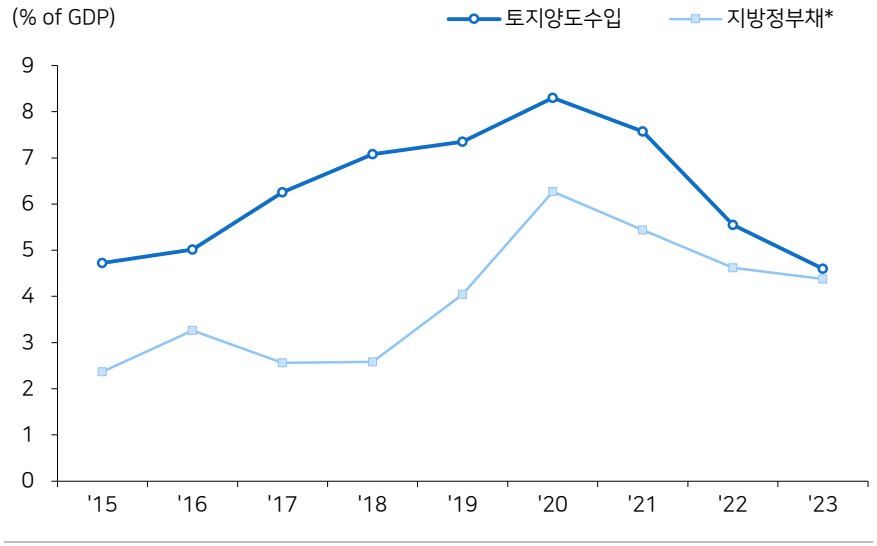
- 통상 중국에서 부동산 경기 둔화가 재정과 금융시스템에 미치는 악영향은 다른 나라보다 큼
  - 통상 해외에서 부동산 경기 부진은 주로 담보자산 가치의 하락으로 금융시스템에 충격
  - 단 중국에서는 토지양도수입 감소로 지방정부 채무상환능력이 저하되며 재정확대에도 충격
  - 지방정부 재정 악화는 결국 중앙정부 재정 부담으로 연결되며 전체 재정여력을 약화
- 이에 현재 중국의 재정여력은 큰 편은 아님. 10월 이후 재정 부양 강도에 주목 필요

다른 나라 대비 중국 부동산 경기가 재정과 금융시스템에 미치는 영향 커



자료: 메리츠증권 리서치센터

토지양도수입의 감소로 지방정부 채권의 신규 발행도 영향을 받음



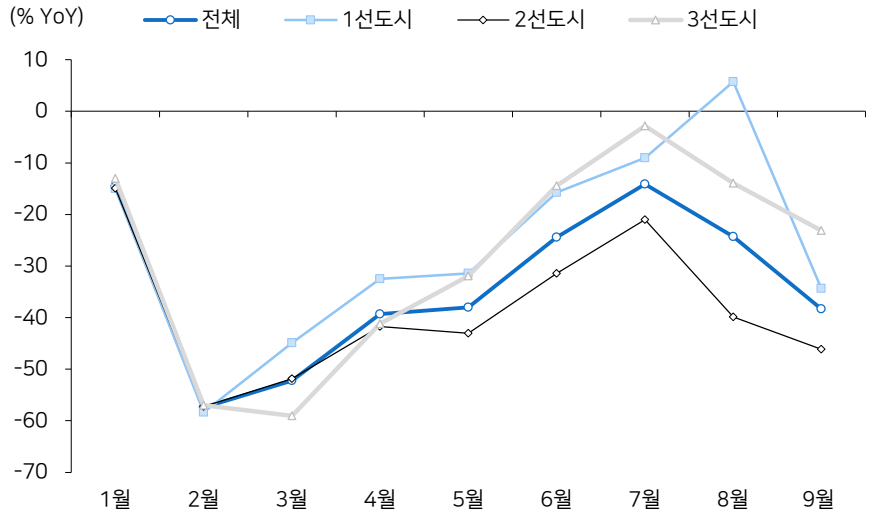
주: 지방정부채에는 일반채권, 특수채 및 LGFV 신규 발행액 모두 포함
자료: 재정부, 통계국, Wind, 메리츠증권 리서치센터

관건은 부양책의 실효성 – 부동산 부양(1)

기술적 반등의 후반전

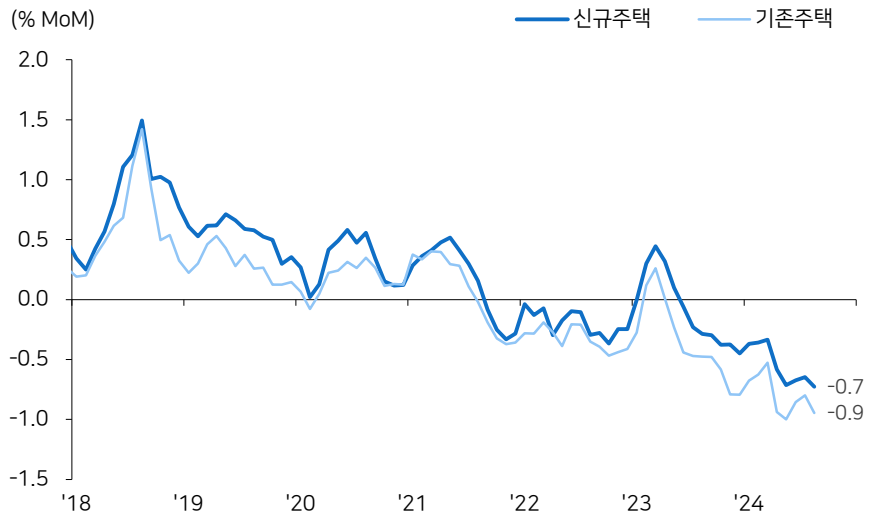
- 부동산 경기 부양 효과도 아직까지 실효성 부재
  - 작년 8월, 올해 5월 구매제한 폐지, 금리 인하, LTV 비율 상향 등 조치에도 8월부터 주택 거래량 다시 감소
- 무엇보다 주택 가격이 계속 하락 중이고 바닥이 어디까지 지속될 것인지 알 수 없음
  - 신규주택과 기존주택 가격은 전월대비 각각 -0.7%, -0.9% 하락 중

올해 주택 거래량 전년비 증가율: 5월 정책에도 8월부터 다시 하락



주: 30개 주요 도시의 일간 거래량, 9월은 1-25일 기준
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

부동산 부양 효과의 관건은 주택가격의 하락세 진정, 반등 개시



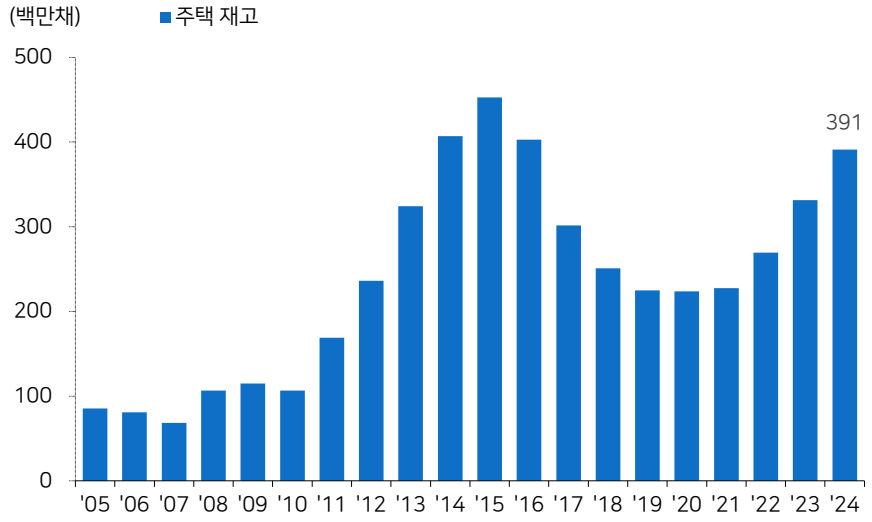
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

주택가격 상승은 정부가 마중물 역할을 해주어야 할 것

기술적 반등의 후반전

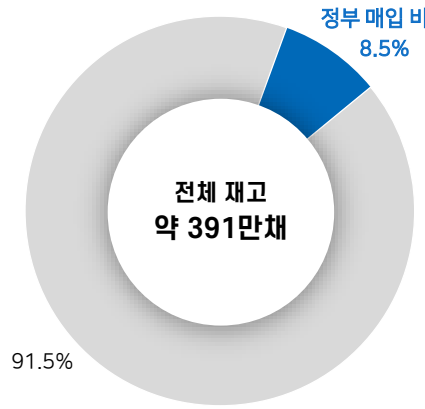
- 부동산 부양책의 실효성이 있으려면 결국 주택가격의 하락세가 진정되고 다시 반등해야 할 것
- 가계의 자발적인 디레버리징 환경에서 주택가격의 상승을 위해서 정부가 효과적인 주택구입을 통해 부동산 가격의 하락세를 진정시킬 필요성 대두
- 지난 5월 3,000억 위안의 주택구입 재대출을 발표했는데, 이는 전체 재고의 8.5% 수준에 불과
- 추가적인 주택구입 재대출 정책이 동반되어야 한다는 판단

중국 내 주택 재고는 약 391만채로 추산



주: 4월 말 기준, 주택 1채 면적을 100m²로 가정
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

3,000억 위안의 재대출 매입규모는 재고의 8.5% 수준



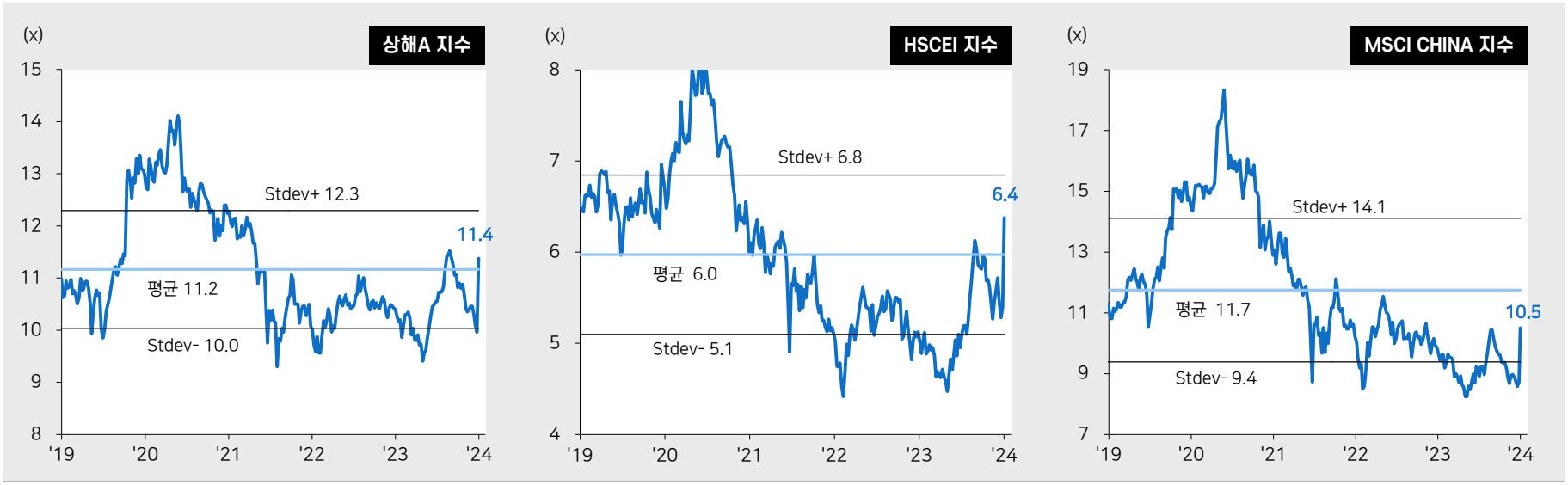
주: 주택 1채 면적을 100m², 2선도시 평균 주택가격인 15,084위안/m²의 60% 가격으로 정부가 매입한다고 가정
자료: 국가통계국, 메리츠증권 리서치센터

구조적 전환이 아니라면, 주가는 이미 정책기대를 많이 반영

기술적 반등의 후반전

- 부양책의 실효성에 대한 의구심이 높다는 점에서 아직 중국증시가 구조적 상승 추세로 판단하기 어려움
- 기술적 반등의 관점에서 최근의 급등으로 주요 지수들의 12MF P/E가 지난 5년간 평균 수준을 상회해 주가가 정책 기대를 상당 부분 반영한 것으로 판단

지수별 12MF P/E 추이



주: 9월 27일 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

11월 미국 대선 앞두고 중국 때리기 불확실성도 상승

기술적 반등의 후반전

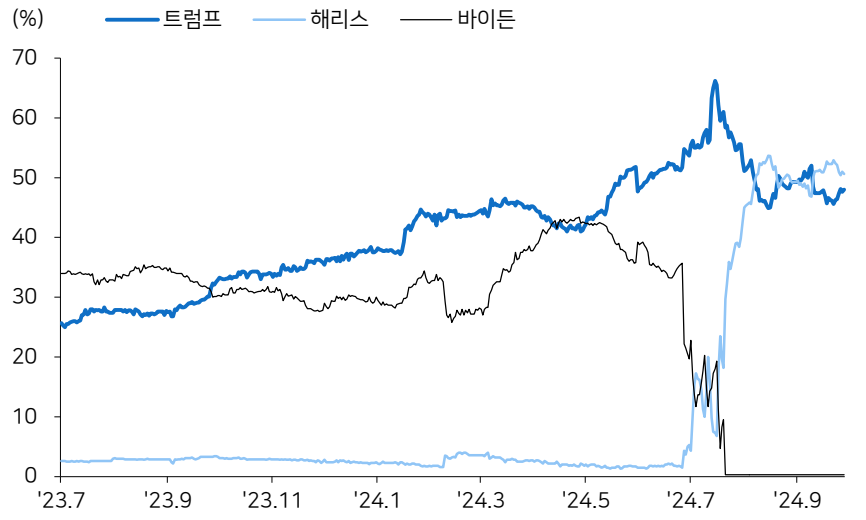
- 한편 11월의 미국 대선을 앞두고 현재 트럼프와 해리스 중 누가 차기 미국 대통령이 될 지 불투명한 상황
- 막판 대선 승리를 위해 중국 때리기 카드를 내걸 가능성이 높아 미중관계 불확실성은 다시 높아질 전망

트럼프 vs 해리스 지지율(9/27 기준)



자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

트럼프 vs 해리스 당선 승리 베팅 확률(9/27 기준)



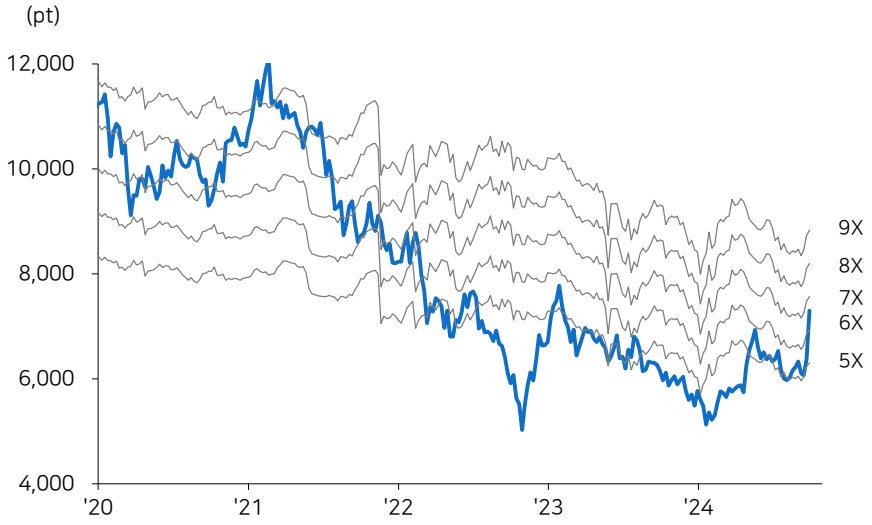
자료: RealClearPolitics, 메리츠증권 리서치센터

중화권 주식시장의 하반기 지수 전망 유지

기술적 반등의 후반전

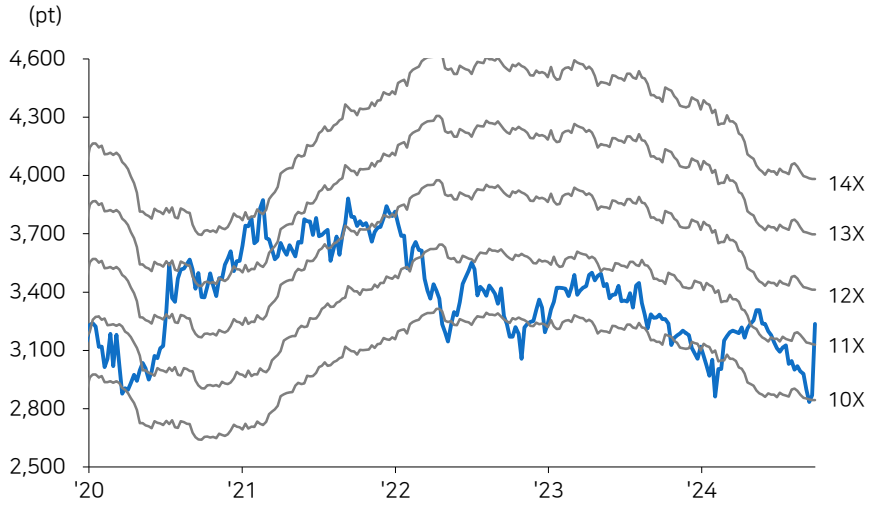
- 아직 펀더멘털 변화에 대한 명확한 방향성이 나타나지 않아 하반기 지수 전망을 유지
- 하반기 상해종합지수의 예상 지수 밴드는 2,800~3,500pt
  - 12MF P/E가 11.5배까지 정상화되고 경기 회복과 함께 EPS가 10% 상향됨을 가정한 지수 밴드
- 하반기 홍콩H지수의 예상 지수 밴드는 6,000~7,800pt
  - 12MF P/E가 6.2배까지 정상화되고, EPS가 10% 상향 조정됨을 가정한 지수 밴드

'24년 하반기 홍콩H지수 예상 지수 밴드: 6,000~7,800pt



주: 9월 27일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

하반기 상해종합지수 예상 밴드: 2,800~3,500pt



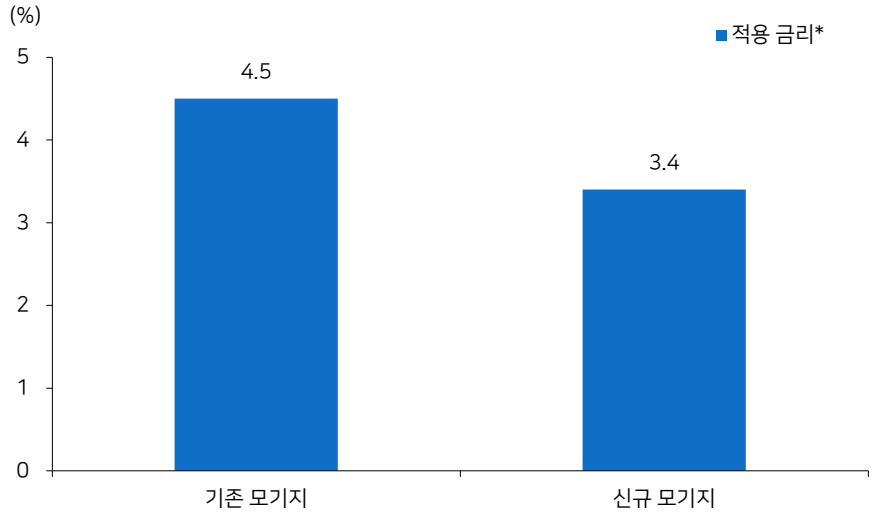
주: 9월 27일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

투자전략: 소비재 > 전통 시크리컬(1)

기술적 반등의 후반전

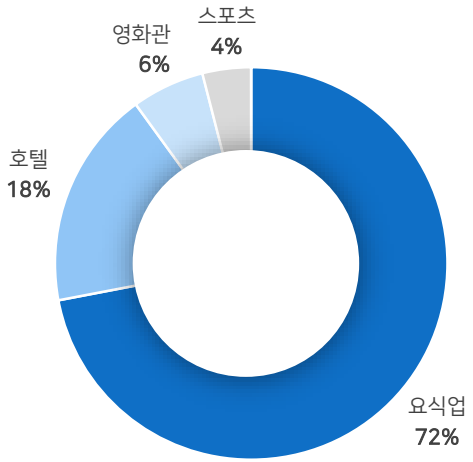
- 지수의 추세적 상승 여부를 떠나 업종별로는 소비재가 전통 시크리컬을 아웃퍼폼할 것으로 판단
- 9월 말까지 발표된 정책에서 소비재가 우선 수혜를 받을 것이기 때문
  - 기존주택 담보대출 금리 인하 여력은 110bp로 추산. 이번에 50bp만 인하해 추가 인하 여력 존재. 또한 이번 50bp 인하로 가구당 연간 가구당 3,000위안의 이자비용이 감소 → 소비재에 유리
  - 상해시의 5억 위안 소비쿠폰도 요식업, 호텔, 영화관, 스포츠 업종에 투입 → 서비스 소비재에 유리
- 전통 시크리컬은 재정확장 강도와 부동산 경기 지표의 회복에 따라 추세적 반등 여부가 결정될 것

기존주택 담보대출 금리와 신규주택 담보대출 금리: 110bp 인하 여력



주: 9월 중순 기준
자료: 인민은행, 메리츠증권 리서치센터

상해시 5억 위안 소비쿠폰 업종별 분배액



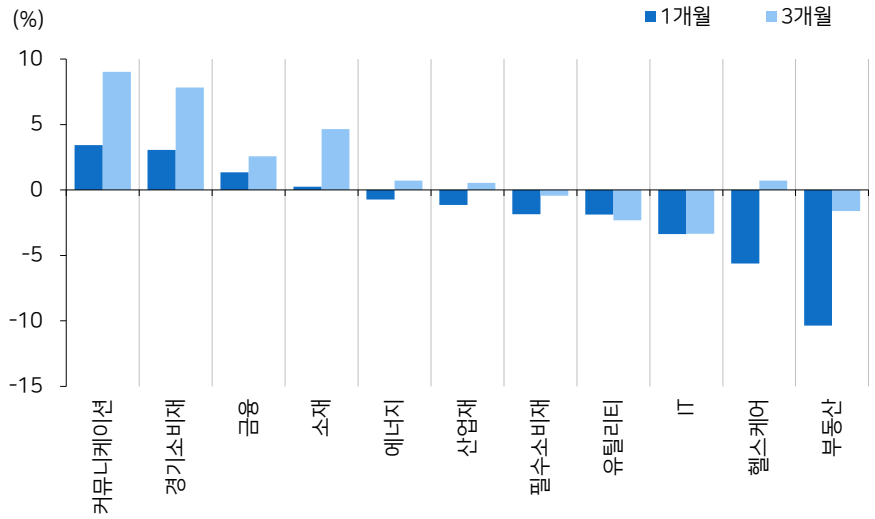
자료: 상해시 정부, 메리츠증권 리서치센터

투자전략: 소비재 > 전통 시크리컬(2)

기술적 반등의 후반전

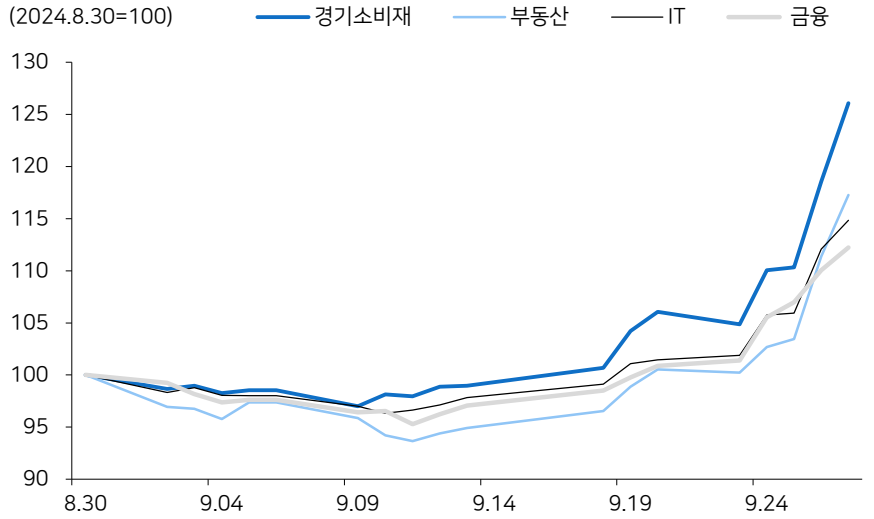
- 실제 업종별 실적으로 보아도 커뮤니케이션, 경기소비재의 EPS 전망치가 가장 뚜렷하게 개선 중
- 국내외 기관투자자가 많은 홍콩증시에서도 경기소비재가 기타 업종대비 아웃퍼폼 중
- 가계 소비와 연관되고 주가 악재들이 기 반영된 메이탄(Meituan), 핀둬둬(PDD), 알리바바(BABA), 징둥(JD), 텐센트(Tencent) 등 인터넷 플랫폼 기업 선호

MSCI CHINA 업종별 1개월 및 3개월 EPS 전망치 상승폭 비교



주: 9월 26일 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

이번 9월 시장 반등에서 경기소비재가 기타 업종대비 아웃퍼폼



주: 홍콩에 상장된 상장사 기준으로 정리
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

Appendix

글로벌 증시 동향과 이벤트

_ 전세계 자산군별 수익률 비교
_ 국가/업종별 수익률, EPS 추정치 변화율 비교
_ 업종별 Global Peer 종목 주가 수익률 비교
_ 미국 스타일별 수익률 비교
_ 전세계 자산군별 ETF 수익률 및 자금흐름 현황
_ 테마형 ETF 수익률 및 자금흐름 현황
_ 10월 주요 매크로 이벤트

전세계 자산군별 수익률 비교

		price (24.09.27)	1W	1M	3M	YTD	1Y	PER	5년 평균 PER
		지수	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)
주식	선진국(MSCI World)	3,726.8	1.4	2.2	5.8	17.6	31.2	20.9	19.5
	신흥국(MSCI Emerging)	1,174.5	6.2	6.8	8.6	14.7	23.9	13.9	13.8
	미국(MSCI US)	5,460.8	0.6	2.0	4.7	20.0	34.2	24.4	21.8
	유럽(MSCI Europe)	2,250.6	3.1	1.8	7.2	11.4	25.1	14.9	15.5
	일본(MSCI Japan)	1,687.4	4.0	2.2	-2.3	16.5	16.2	15.5	17.0
	중국(MSCI China)	67.6	16.9	19.0	16.6	20.8	16.4	10.8	13.1
	한국(MSCI Korea)	812.8	2.8	-3.3	-7.8	-2.2	7.1	10.2	12.9
	브라질(MSCI Brazil)	1,504.7	1.4	-3.2	6.2	-16.4	-1.1	9.5	11.5
	인도(MSCI India)	3,160.6	1.5	4.1	8.9	27.1	41.5	28.0	11.5
	S&P500	5,738.2	0.6	2.0	4.7	20.3	34.2	24.2	23.7
	CSI300	3,703.7	15.7	12.1	7.2	7.9	0.1	13.5	21.5
	KOSPI	2,649.8	2.2	-1.5	-4.8	-0.2	7.5	10.3	13.8
채권	미국 국채	2,370.0	0.0	1.0	4.5	4.1	10.3	-	-
	미국 회사채	3,398.4	0.0	1.4	5.5	5.5	14.5	-	-
	유럽 국채	216.9	0.6	1.3	3.5	2.1	8.8	-	-
	유럽 회사채	260.5	0.8	1.2	7.4	4.8	15.8	-	-
	EM 국채	411.4	0.0	1.9	6.1	8.6	19.2	-	-
	EM 회사채	1,266.4	0.1	1.7	5.5	8.1	16.7	-	-
대체/원자재	WTI(달러/배럴)	68.2	-5.2	-9.7	-16.6	-4.8	-27.2	-	-
	금(달러/온스)	2,658.2	1.4	5.3	14.2	28.9	41.8	-	-
	CRB	3,110.7	1.1	4.8	12.3	14.2	24.8	-	-
	LME	4,312.7	5.3	4.1	4.6	14.6	18.6	-	-
	인프라	3,110.7	1.1	4.8	12.3	14.2	24.8	-	-
	부동산	388.7	-0.3	2.3	16.0	10.0	29.7	-	-

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국가별/업종별 수익률, EPS 추정치 변화율 비교

	주가수익률 (%)				12MF EPS 추정치 변화율 (%)			
	1M	3M	YTD	1Y	1M	3M	YTD	1Y
미국(S&P500)	2.0	4.7	20.3	34.2	0.9	2.9	10.3	11.7
에너지	-2.8	-3.5	4.8	-5.2	-3.7	-7.1	-8.0	-7.9
소재	4.3	9.8	13.3	24.6	0.8	1.9	5.6	0.4
산업재	4.6	10.7	18.3	32.9	1.1	2.1	6.1	3.3
자유소비재	8.5	6.4	13.5	29.3	1.0	1.9	12.2	13.8
필수소비재	0.4	7.7	16.4	21.9	0.0	0.5	3.6	4.1
헬스케어	-1.4	4.9	12.3	18.6	1.4	4.2	6.0	4.7
금융	1.1	10.3	20.0	35.9	0.5	3.3	10.9	11.1
IT	0.9	0.4	28.9	52.3	2.4	5.8	20.2	27.6
커뮤니케이션	3.5	-1.0	26.9	41.1	1.2	3.3	16.6	21.8
유틸리티	7.2	16.7	26.9	33.8	0.6	2.4	7.1	8.7
유럽(MSCI EUROPE)	1.8	7.2	11.4	25.1	0.4	3.8	4.1	6.5
에너지	-8.3	-7.1	-6.6	-6.6	-1.4	-3.7	-10.8	-8.0
소재	6.8	9.0	8.0	27.0	0.1	0.1	1.2	-2.5
산업재	4.8	10.2	15.8	39.4	0.7	6.0	11.2	13.8
자유소비재	3.9	6.8	6.7	19.6	-0.4	0.0	0.5	1.6
필수소비재	1.9	9.3	3.4	9.5	0.8	4.1	2.3	4.5
헬스케어	-4.4	3.9	14.9	20.2	0.9	6.6	8.2	10.7
금융	3.8	12.1	19.0	34.7	0.8	5.6	8.4	13.3
IT	0.6	-4.6	13.8	44.2	1.7	7.7	6.6	5.3
커뮤니케이션	4.2	12.5	15.0	25.9	0.9	5.9	7.0	10.6
유틸리티	5.4	16.9	7.1	23.4	0.8	6.0	3.7	7.6
중국(MSCI CHINA)	19.0	16.6	20.8	16.4	0.8	4.0	4.8	6.3
에너지	-2.8	-4.0	20.8	17.4	-0.9	-0.1	-6.6	-3.9
소재	15.9	10.0	20.4	13.6	0.3	4.2	4.4	-6.0
산업재	14.4	12.5	19.6	14.3	-0.6	0.4	-0.3	-3.1
자유소비재	34.0	28.8	24.8	19.8	3.0	7.8	16.6	22.7
필수소비재	23.9	13.1	-4.8	-11.1	-1.3	-0.4	0.4	2.2
헬스케어	16.2	21.9	-11.7	-15.8	-4.0	1.1	-0.6	1.1
금융	10.2	12.6	28.0	22.4	1.0	2.6	-2.5	-2.7
IT	15.5	12.5	7.7	17.7	-5.8	-3.1	-9.3	-12.5
커뮤니케이션	15.3	13.7	33.7	28.1	1.6	9.1	23.5	34.7
유틸리티	2.8	-1.3	17.9	19.7	-1.7	-2.0	-7.0	-6.8

자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

업종별 Global Peer 종목 주가 수익률 비교

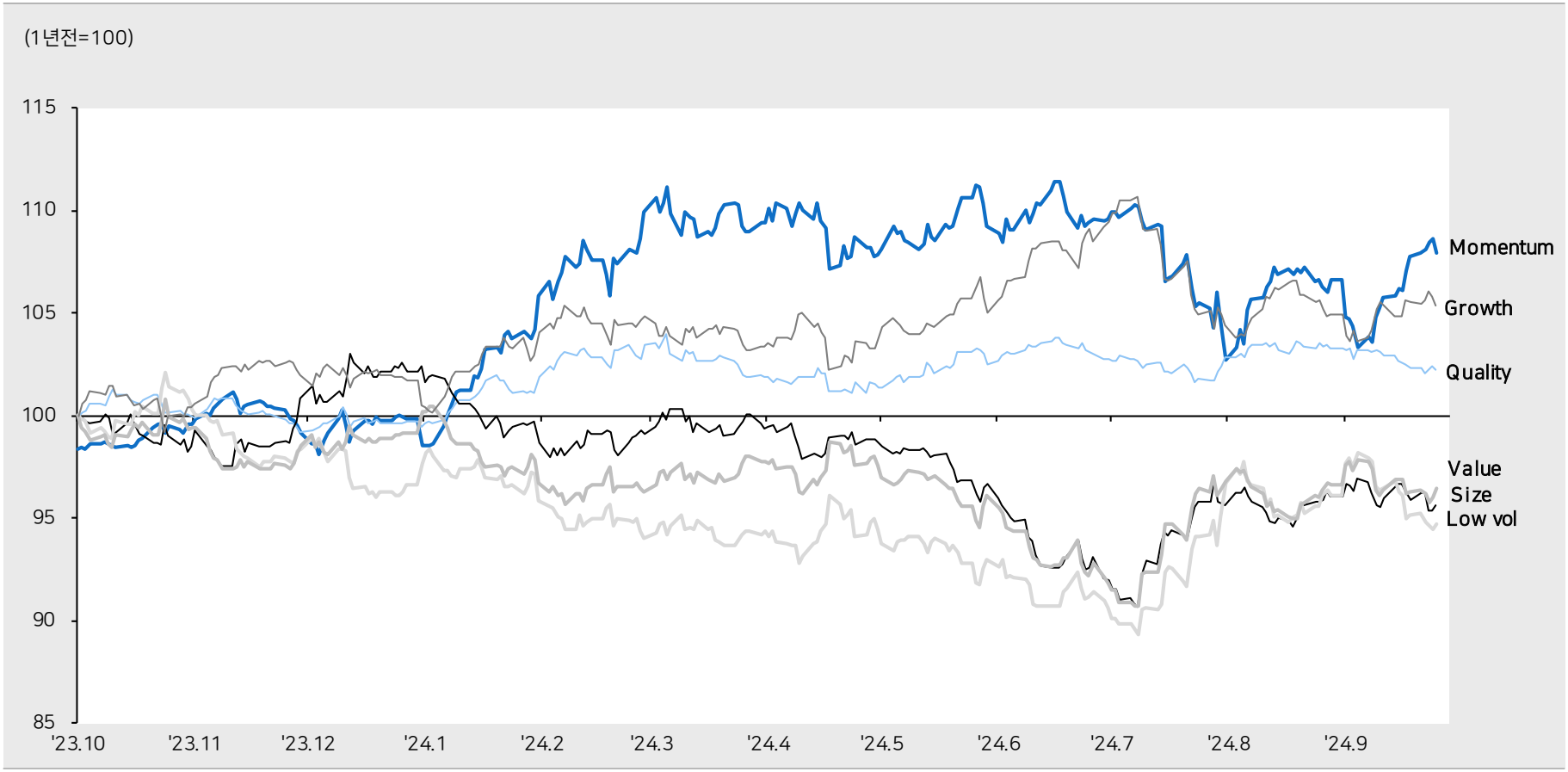
산업	종목명	국가	1W	1M	3M	YTD	1Y
반도체	삼성전자	KR	1.9	-15.3	-21.3	-17.5	-6.1
	하이닉스	KR	17.0	5.0	-22.3	30.3	60.2
	micron Technology	US	18.3	9.9	-18.6	26.2	57.6
	Intel	US	9.5	19.1	-21.3	-51.8	-30.9
	TSMC	TW	2.8	6.6	4.6	70.8	91.6
	SMIC	CN	14.6	13.2	9.6	-6.5	-5.2
	Huahong	CN	16.7	11.8	-13.3	1.6	0.5
IT H/W	Apple	US	-0.2	-0.1	6.5	18.8	33.7
	Xiaomi	CN	10.4	16.3	32.7	40.7	85.4
	Murata	JP	8.3	4.0	-9.8	0.4	9.7
	LG 이노텍	KR	-3.5	-13.3	-18.2	-7.1	-9.0
	Luxshare	CN	10.6	10.8	4.9	18.3	35.2
	Goertek	CN	12.3	8.3	12.7	0.5	36.9
	LG 디스플레이	KR	-0.5	1.8	6.4	-0.6	-3.4
	BOE	CN	9.8	9.5	2.7	7.2	9.2
2차전지	LG에너지솔루션	KR	5.3	10.1	26.4	-3.0	-13.0
	Tesla	US	9.3	24.5	31.9	4.8	8.3
	CATL	CN	22.2	23.6	22.6	42.4	11.4
	BYD	CN	2.1	9.4	18.5	5.3	8.5
자동차	현대차	KR	1.6	2.8	-14.6	31.3	33.2
	GM	US	-4.9	-5.4	2.2	30.4	43.7
	폭스바겐	GE	9.1	0.0	-6.4	-5.5	-15.8
	도요타	JP	4.5	4.1	-15.7	7.5	0.1
	길리차	CN	19.2	38.1	33.5	41.7	29.9
철강	POSCO	KR	3.1	11.7	7.5	-21.2	-27.8
	Baosteel	CN	16.3	7.8	-0.5	13.3	4.7
	Nippon Steel	JP	1.9	-1.0	-4.6	2.8	-11.7
화학	롯데케미칼	KR	26.8	19.0	-8.4	-33.0	-25.9
	금호석유	KR	18.5	16.0	8.8	19.0	17.9
	BASF	GE	4.9	6.8	6.5	5.9	14.2
	Shin-Etsu	JP	8.2	-1.7	2.3	8.0	41.9
	Hengli	CN	15.4	8.7	3.8	13.9	0.0
에너지	S-Oil	KR	0.5	-4.2	-7.7	-12.0	-22.9
	GS	KR	-5.0	-15.5	23.0	21.2	29.8
	Exxon Mobil	US	0.5	-1.6	1.6	18.8	-3.6
	Sinopec	CN	4.4	-5.1	14.1	25.9	8.1
태양광	한화솔루션	KR	12.3	-0.4	-7.4	-33.9	-12.3
	융기실리콘	CN	24.7	20.6	13.3	-29.5	-42.5
음식료	CJ제일제당	KR	-1.1	-9.3	-18.4	-3.9	0.0
	코카콜라	US	0.2	1.1	13.1	24.6	28.3
	스타벅스	US	1.4	-1.3	23.6	3.4	6.8
	Moutai	CN	28.9	16.0	9.3	-3.7	-10.2

산업	종목명	국가	1W	1M	3M	YTD	1Y
유통	신세계	KR	4.8	6.0	4.5	-7.4	-14.6
	호텔신라	KR	8.8	0.6	-8.9	-25.3	-42.3
	Amazon	US	-1.9	8.6	-5.0	23.7	49.2
	Walmart	US	0.9	4.8	17.9	53.3	48.0
	Alibaba	CN	17.5	28.2	43.3	38.5	22.3
	PDD	CN	35.5	41.2	2.6	-7.5	42.5
	중국중면	CN	29.2	17.6	11.5	-14.1	-34.7
인터넷	NAVER	KR	6.6	1.5	3.0	-23.9	-15.4
	카카오	KR	5.0	-3.6	-9.3	-32.4	-16.6
	Meta	US	1.1	9.4	9.3	60.8	90.6
	Alphabet	US	0.2	-0.3	-11.5	17.7	25.6
	Tencent	CN	12.7	14.7	16.9	50.4	45.0
게임	엔씨소프트	KR	4.9	-0.3	6.0	-20.2	-13.8
	Roblox	US	-4.0	0.0	18.7	-3.4	61.3
	Netease	CN	17.5	11.4	-2.5	5.9	-6.1
화장품/의류	LG생활건강	KR	9.7	11.0	9.1	8.0	-14.1
	아모레퍼시픽	KR	6.2	14.2	-16.2	-3.8	-7.6
	L'Oreal	FR	9.6	3.5	-4.0	-8.6	5.0
	Proya	CN	23.0	18.2	-11.1	1.5	-4.7
	F&F	KR	19.3	17.3	12.9	-22.4	-38.8
	휠라홀딩스	KR	4.8	2.9	9.5	12.8	20.9
	Nike	US	3.4	5.3	-4.6	-16.6	0.0
	Lining	CN	28.7	31.1	12.1	-7.1	-41.7
	Anta	CN	22.4	29.5	21.7	24.0	7.4
제약/바이오	삼성바이오로직스	KR	-7.0	1.3	34.7	29.7	44.8
	셀트리온	KR	-3.3	-2.8	12.1	-3.3	39.9
	Pfizer	US	-1.1	0.9	6.1	5.5	-9.4
	J&J	US	-1.7	-1.0	11.5	5.4	2.7
	Biogen	US	-2.4	-4.2	-14.9	-24.8	-24.4
	Hengrui	CN	14.0	11.7	24.7	8.1	7.4
	Wuxi bio	CN	19.4	49.1	36.8	-46.0	-64.1
카지노	강원랜드	KR	-3.6	11.3	24.3	6.9	13.2
	샌즈차이나	US	24.6	27.9	16.0	-16.1	-20.8
	Galaxy Ent.	CN	23.1	24.7	4.8	-11.6	-20.7
은행	신한지주	KR	1.3	-5.9	19.2	45.0	57.9
	JP Morgan	US	-0.3	-4.4	6.3	25.9	44.4
	ICBC	CN	7.3	-1.5	11.1	32.9	25.9
증권	Goldman Sachs	US	0.0	-1.1	12.4	31.7	54.8
	CITIC	CN	41.3	52.0	53.0	11.3	6.9
보험	삼성생명	KR	-5.5	-1.4	9.1	36.6	34.3
	United Healthcare	US	1.6	7.3	14.3	29.0	30.6
	Ping An	CN	29.1	37.0	39.1	47.6	8.1

주: 9월 27일 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 스타일별 수익률 비교

미국 스마트베타 Factor 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전세계 자산군별 ETF 수익률 및 자금흐름 현황

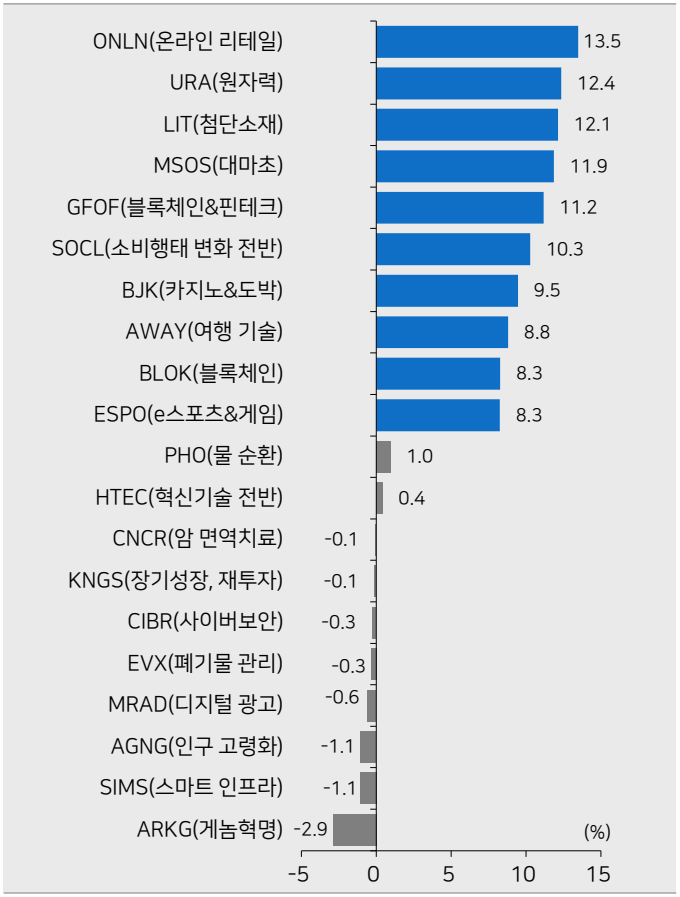
9 자산군별 ETF 자금유입 변화 vs 수익률

구분		분류	FF (십억달러)	AUM (십억달러)	유입강도 (%) 전월	유입강도 (%) 당월	수익률 (%)
자산군		주식 전반	61.9	9,540	0.4	0.6	2.0
		채권 전반	14.6	1,732	1.4	0.8	1.6
		원자재 전반	1.7	283	0.0	0.6	0.0
		MM	0.4	16	-2.1	2.6	-4.6
		부동산	0.7	24	0.0	3.0	n/a
주식	선진/신흥	선진 주식	50.2	7,812	0.5	0.6	0.9
		신흥 주식	5.5	518	-0.1	1.1	3.4
	지역	북미 주식	41.5	8,042	0.5	0.5	1.4
		유럽 주식	0.6	475	0.1	0.1	-1.2
		아시아태평양 주식	5.1	936	0.3	0.5	1.7
		아프리카&중동 주식	0.1	8	-0.1	1.1	3.0
	성장/가치	성장주	-2.0	1,276	0.7	-0.2	1.7
		가치주	11.1	967	0.6	1.1	0.7
	대/중/소	대형주	50.8	6,326	0.5	0.8	1.2
		중형주	0.7	362	0.5	0.2	1.3
		소형주	-0.1	528	0.0	0.0	0.5
채권		회사채	2.5	472	1.2	0.5	1.1
		물가연동채	-0.6	71	-0.1	-0.9	1.4
		지방채	0.8	106	0.9	0.7	0.6
		국고채	3.4	532	2.8	0.6	1.6
		모기지	0.7	68	0.8	1.0	1.2
		뱅크론	0.3	34	-5.0	1.0	0.7
원자재		에너지	0.7	8	0.4	8.0	-5.2
		농산물	0.0	1	-0.8	-0.5	7.1
		귀금속	0.9	245	0.7	0.4	6.5
		산업금속	0.1	2	-6.5	6.9	4.4

주: 9월 27일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

테마형 ETF 수익률 및 자금흐름 현황

테마형 ETF 테마별 수익률 상하위_9월



주: 9월 27일 종가 기준
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

테마형 ETF 종목별 유출입액 상하위 종목_9월

티커	이름	내용	AUM (십억달러)	유출입액 (십억달러)	유출입강도 (%)
자금 유입 상위					
AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF	빅데이터	2.2	0.122	5.4
HACK	ETFMG Prime Cyber Security ETF	사이버보안	1.7	0.057	3.3
GRID	First Trust Nasdaq Clean Edge Smart GRID Infrastructure Index	스마트 인프라	1.8	0.034	1.8
ARKG	ARK Genomic Revolution ETF	게놈혁명	1.3	0.009	0.7
FIW	First Trust Water ETF	물 순환	1.9	0.010	0.5
자금 유출 상위					
TAN	Invesco Solar ETF	클린에너지: 태양광	1.1	-0.175	-15.5
ICLN	iShares Global Clean Energy ETF	클린에너지: 전반	2.2	-0.127	-5.8
ARKK	ARK Innovation ETF	신사업 전반	5.8	-0.309	-5.3
ARKW	ARK Next Generation Internet ETF	혁신기술 전반	1.4	-0.051	-3.6
BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF	AI, 빅데이터	2.7	-0.075	-2.8

주: 유출입액은 9/1~9/27 기준
자료: Refinitiv, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

10월 주요 매크로 이벤트

월	화	수	목	금	토	일
	1	2	3	4	5	6
	중국 국경절 휴장					
	미국 ISM 제조업지수 8월(47.2)과 큰 차이 없을 것(컨센서스 47.6). 금리인상 여파, 대선 불확실성 등 고려 시 연말 전후 반등		**미국 ISM 서비스업지수** 8월(51.5)과 유사한 수준(컨센서스 51.6). 소비신장세 유지 + 모기지금리 하락으로 주택시장 소폭 회복	**미국 9월 고용동향** 컨센서스(비농업 취업자수 +14.6만, 실업률 4.2%)에 부합할 것. 일시적 요인(허리케인/retooling) 소멸, 실업수당 청구건수 하락		
중국 국경절 휴장 7	8	9	**미국 9월 CPI** 10 컨센서스(Headline 0.1%, Core 0.2% MoM)를 상회할 가능성. 주거비 경직성, 중고차 등 재화물가 상승 압력	11	12	**중국 9월 물가지수** 13 9월 제조업 PMI 중 출고가격이 반등하며 생산자물가(PPI)는 전월대비 소폭 반등 예상. CPI는 서비스물가 하락에 횡보 예상
14	15	16	17 **ECB 10월 통화정책회의** 동결 전망. 1) 서비스 중심 인플레이션은 아직 견고하며 2) 근원 CPI 전망 상향조정, 추가 인하는 12월 예상 **미국 9월 소매판매** GDP Revision 이후 명목소득에 비례하는 소비신장세 확인. 전월대비 0.2% 내외의 안정적 소매판매 증가가 default	18 **중국 3Q24 GDP** 3Q GDP 전망치 4.7% YoY로 전월 전망치 4.6% YoY 대비 소폭 상향 조정 **중국 9월 실물지표** 산업생산은 가동률 상승에 전월대비 반등 기대 가능, 소매판매 및 고정자산투자는 추가 둔화 예상	19	14
21	22	23	24	25	26	15
27	28	29	**미국 3Q24 GDP** 30 3.0% QoQ SAAR 전망(컨센서스 2.0%를 상회). 소득 증가에 기반한 안정적 소비성장 + 설비투자 가세	**BOJ 10월 금융정책결정** 31 9월 회의에서 연내 추가 인상 시사했으나 12월 전망. 수정경제전망 발표에 주목		

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.