



글쓴이:
Rohan Reddy
리서치 애널리스트

날짜: 2022년 1월 28일

주제: 인컴



Global X ETFs 리서치

인컴 전망: 2021년 4분기 - 긴축

트렌드: 인플레이션과 금리 상승 위협에 대한 논의가 이어지고 있다

Global X의 2021년 4분기 인컴 전망은 [여기에서 볼 수 있습니다](#). 이 보고서는 인컴을 추구하는 여러 자산군 및 전략 전반에 대한 거시적 차원의 데이터와 통찰력을 제공하고자 합니다.

지난 분기에는 지속적인 인플레이션 상황 속에서 금리 상승 위협에 대해 논의하였는데, 이제 연준은 행동에 옮길 준비가 된 것으로 보입니다. 공급망 혼란이 길어지고 수요가 강력한 가운데 인플레이션 압력이 사라지지 않음에 따라 연준은 통화정책을 빠르게 긴축할 가능성이 있습니다. 오미크론 변이의 확산은 알려지지 않은 또 다른 영향을 주겠지만, 연준의 매파적인 계획이 시장에 주는 영향만큼 큰 영향을 주지는 않고 있습니다. 주식시장에서 수익성과 밸류에이션을 더 유심히 살펴보기 시작하면서 기술주와 같은 성장주 섹터는 심한 영향을 받았습니다. 많은 투자자들과 더불어 일반적으로 금리에 민감한 종목에 비중을 많이 두었던 인컴 투자자들은 인플레이션과 금리 상승을 이겨낼 수 있는 시장 부문을 찾고 있습니다.

주요 요점:

- 인플레이션이 지속되고 금리가 상승하면 금융 및 에너지와 같은 가치 중심 부문이 혜택을 볼 수 있습니다.
- 고수익 가능성이 있는 에너지 및 금융 섹터에서 익스포져 균형을 맞추려는 인컴 투자자들에게는 마스터 리미티드 파트너십(MLP) 및 우선주가 두 가지 옵션입니다.
- 또한 인컴 투자자들은 배당 전략이 예전보다 더 매력적으로 보일 수 있습니다. 이는 가치주와 비슷한 성격 때문에 금리가 상승하는 기간 동안 더 적합할 수 있습니다.

우울한 거시적 압력에도 불구하고 4분기 동안 플러스 성과를 보인 주식 및 채권 시장 실적

헤드라인 인플레이션이 3분기말 5.4%에서 4분기말 7.0%로 가속화되면서 2020년말 1.4%로부터



2022년 처음 몇 주 동안, 연준이 더 매파적인 조치를 취할 것이라는 예상이 높아지고 있는 가운데 4분기 수익률에 대한 그 영향은 더 혼란스러운 양상을 보이고 있습니다. 예를 들어, 정보기술 섹터는 3분기 말경 대량 매도 후 16.7%로 복귀하고 부동산을 제외한 모든 섹터를 상회하여 4분기에 회복되었습니다.⁵ 그러나 소형주는 금리 상승에 대한 우려가 이 부문에 부정적인 영향을 주면서 4분기 동안 겨우 2.1%를 기록하였습니다.⁶ 달러의 평가절상은 소형주가 수익을 내는 데 도움이 되었습니다. 달러 지수는 4분기를 94.2에서 시작하여 95.7에 마쳤습니다. 달러 지수는 5월 말에 작년 최저인 90 아래까지 하락하였습니다.⁷ 하이일드 채권은 0.71% 상승한 채 4분기를 마쳤는데, 이는 전체 채권시장 수익률인 0.01%를 훨씬 상회하는 것입니다.⁸ 분기 말경 신용 스프레드 축소 추세는 하이일드 채권에 긍정적으로 작용하였습니다. 그 결과 채권 분야의 위험 자산은 성과가 좋았습니다.

5년물 국채 대비 하이일드의 스프레드(%)

출처: Bloomberg. 블룸버그 미국 기업 하이일드 지수로 측정, 최저 수익률.



시장의 경기확장 후반부(Late Cycle)에 나타나는 인플레이션

연준은 기대 인플레이션이란 표현에서 '일시적인'이라는 단어를 뺐습니다. 인플레이션율이 2020년말 1.4%에서 2021년말 7.0%로 뛴 것은 주로 에너지 가격 상승, 경직된 노동시장과 공급망 문제 때문이었습니다.⁹ 몇몇 자동차 및 기술 기업의 임원들은 내년 또는 그 후 2년 동안 공급망 문제가 지속될 것이라 예상한다고 언급하였으며, U-6 실업률은 2020년 4월 23.0%로 정점을 찍은 후 7.3%를 기록하고



있어 노동시장이 경직되었음을 보여주고 있습니다.¹⁰ 뉴욕 연준의 2021년 12월 소비자 예상 설문조사 보고서에 따르면 미국 소비자는 인플레이션이 2022년에는 6%대에,



다음 3년 동안은 4%대에 머무를 것으로 예상합니다. 높아진 인플레이션에 대처하기 위한 금리 인상과 단계적인 테이퍼링 프로그램과 같은 더욱 공격적인 조치가 연준의 정책에 포함될 것이라 생각하는 것이 당연합니다. 인플레이션 및 금리 상승은 고정 인컴 투자자의 수익률을 떨어뜨릴 수 있어 주요 리스크가 될 것입니다.

인컴 투자자가 취할 수 있는 옵션

에너지 및 원자재는 이러한 인플레이션 기간 동안 좋은 선택지가 될 수 있습니다. 원자재를 채굴하거나 가공하는 원자재 회사는 통상적으로 높은 비용을 고객에게 전가할 수 있습니다. 과거를 돌아보면, 인플레이션이 높은 상황에서 원자재 회사와 상품 선물은 인플레이션 압력을 견딜 수 있기 때문에 전체 시장보다 성과가 좋은 경향이 있었습니다. 소비자 물가지수(CPI)가 1.3%에서 5.6%로 계속 상승했던 2006년 10월부터 2008년 7월 사이 마지막 경기 사이클의 후속 붕괴 직전 각 자산군의 수익률은 상품 31%, 원자재 25%, S&P 500 -5%이었습니다.¹¹

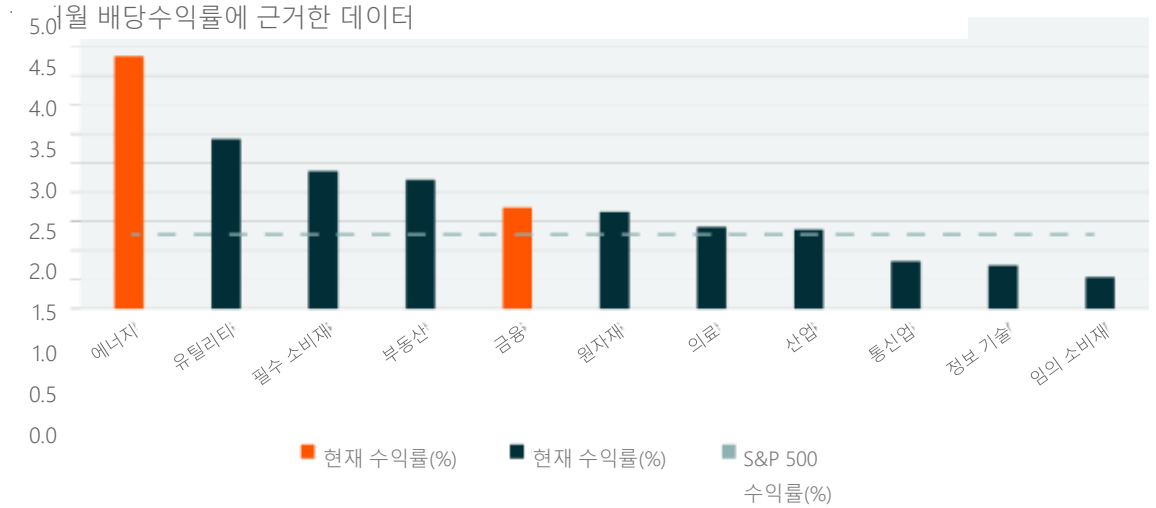
금융 및 에너지와 같은 전통적인 가치주 섹터는 수익률 상승 및 소비자 수요 상승으로부터 혜택을 보는 경향이 있습니다. 예를 들면, 은행은 소비자 및 소기업에게 30년 모기지 이율과 같은 장기 이율로 대출합니다. 대출이 늘어나고 신용이 안정적인 경우, 은행은 장부에 이자 인컴을 추가할 기회가 생길 수 있습니다. 듀레이션 리스크는 투자자들이 현재 보유하고 있는 다른 유형의 채권 자산에 장기 정부채 및 회사채와 같은 것을 통하여 심각한 영향을 줍니다. 금리가 상승하는 환경에서 변동금리 우선주는 채권에서 듀레이션 리스크를 줄이고자 하는 인컴 투자자에게 솔루션이 될 수 있습니다. 예를 들어, 변동금리 우선주는 연말 기준 전체 채권 시장 듀레이션 6.7년에 비해 짧은 2.1년의 듀레이션을 제공합니다.¹² 일반적으로 에너지 회사는 직접적으로 오일 및 가스 가격(탐사 및 생산)에 또는 간접적으로 미드스트림/파이프라인에 노출됩니다. 오일 가격은 연말까지 계속 상승하여 서부텍사스산원유(WTI) 가격은 12월 초에 오미크론 변이로 인한 초기 위험 회피 성향으로 65달러까지 하락한 후 연말에 75달러를 기록하였습니다. 인플레이션이 7.0%로 상승하고 오일 공급이 OPEC와 같은 조직에 의해 계속 감소 상태를 유지함에 따라 오일 가격이 2022년 내내 고공 행진을 할 가능성이 있습니다. 오일 가격이 높은 상황에서 미국이 에너지 생산을 계속 늘리는 경우, MLP와 같은 에너지 인프라 주식은 이점을 제공할 수 있습니다. 인컴 투자자들에게 또 다른 잠재적인 이점은 에너지 및 금융 회사들로부터의 배당 수익입니다. 아래에서 보는 바와 같이 이러한 섹터의 배당 수익률은 평균 이상입니다.





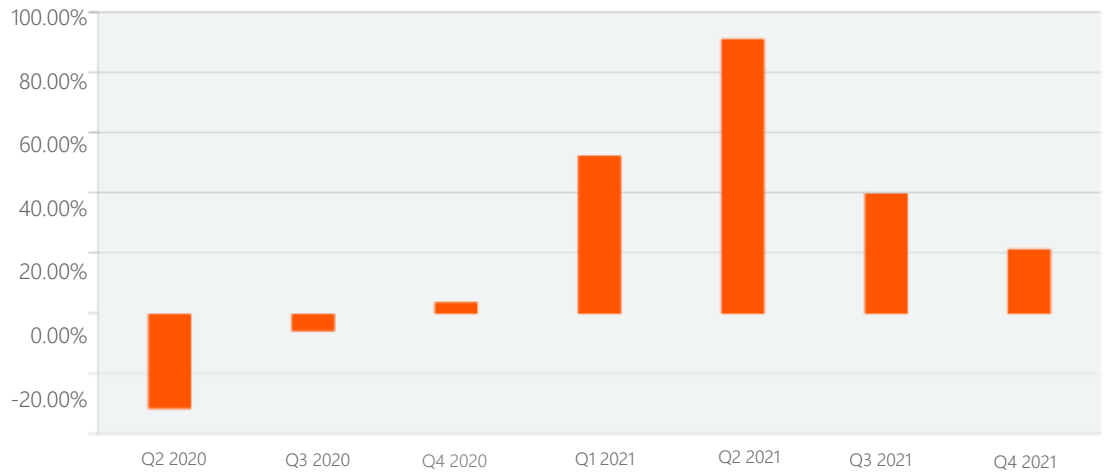
S&P 500 섹터 수익률

출처: Bloomberg. S&P 500 GICS 섹터로 대표되는 데이터. 2021년 12월 31일 기준



S&P 500 수익 성장

출처: FactSet, Earnings Insight. 2021년 12월 31일 기준 데이터. S&P 500 지수, 추정 주가수익률로 측정.



S&P 500 추정 주가수익 배수

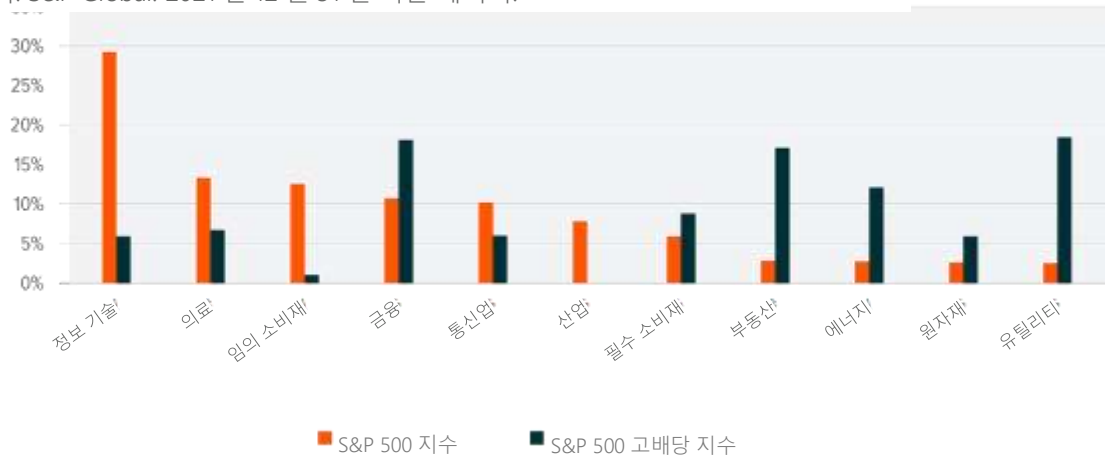
출처: Bloomberg. 2020년 6월 30일부터 2021년 12월 31일까지의 데이터.



투자자의 관심이 성장주에서 가치주로 이동함에 따라, 배당금을 지급하는 더 광범위한 종목 바스켓 역시 투자자들에게 매력적인 옵션이 될 수 있습니다. 배당금 지급 전략은 브로드 마켓 지수(Broad Market Index, BMI)와 달리 금융, 에너지 및 부동산과 같은 가치주 섹터에 비중을 높게 둡니다. 지난 10년 동안에만 배당은 S&P 500 총수익의 23%를 차지하였습니다.¹³ 수익 성장률이 하락하는 경우, 배당금은 주식 수익 중에서 더 큰 비중을 차지하기 시작할 가능성이 있습니다.

S&P 500 대 S&P 500 고배당 지수 섹터 비중

출처: S&P Global. 2021년 12월 31일 기준 데이터.



현재의 인플레이션 수준이 미국 배당 수익률보다 높은 상황에서 높은 배당금을 지급하는 해외 기업들의 주식이 다른 옵션이 될 수 있습니다. 해외 주식은 2021년에 대체로 상황이 어려워



수익률이 겨우 8.29%로서 S&P 500의 수익률 28.68%와 비교됩니다.¹⁴ 낮은 백신 접종률이 해외의 경제 회복에 지장을 주었습니다. 그러나 낮은 밸류에이션과 백신 접종률이 높아질 가능성이 있어 2022년에 해외 배당금 지급 회사들이 좋아질 가능성이 있습니다.



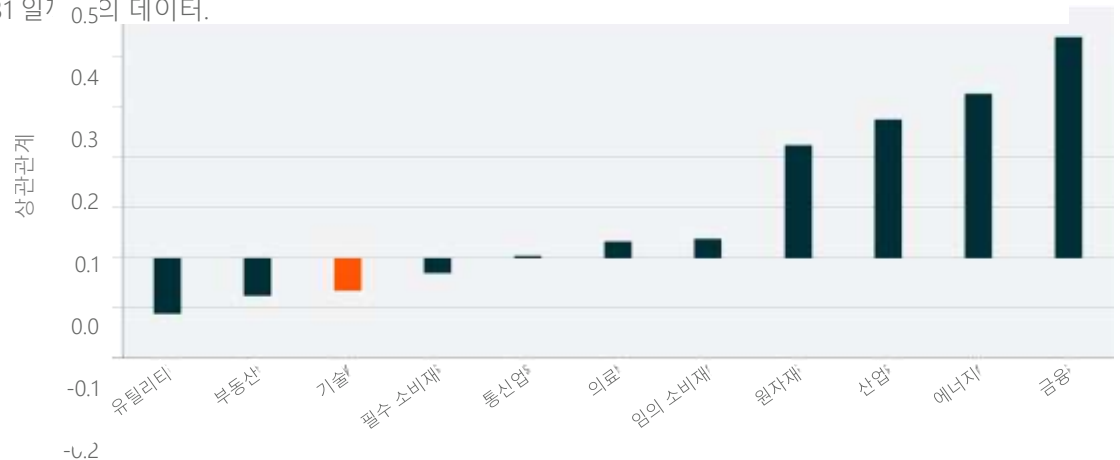
인플레이션 상승으로 인해 정기적인 현금흐름을 위해 배당금에 의존하는 투자자들에게 배당 전략의 평가가 특히 중요해졌습니다. 대차대조표 상태가 양호하고 비용 상승을 고객에게 전가할 수 있는 회사는 인플레이션에 맞게 배당도 늘릴 가능성이 있는 반면에 다른 회사들은 그럴 수 없습니다. 질적 배당 전략은 이러한 유형의 회사들을 구분해 줄 수 있습니다. 질적 배당 전략은 금융 레버리지 수준이 낮아 불확실한 경기 요인에도 견딜 수 있고 펀더멘털이 악화되는 것을 막을 수 있는 수익성 높은 회사들을 찾아줍니다.

기술 섹터를 위한 방어적인 솔루션

장기적으로 기술주에 익스포저를 유지하는 것은 여전히 성장을 중시하는 다수의 투자자들이 선호하는 전략입니다. 그러나 높은 밸류에이션, 금리 상승 및 신용 스프레드 확대가 부정적으로 작용할 수 있습니다. 2021년 정보기술 섹터는 채권 수익률 상승에 가장 민감한 섹터 중 하나로서, 자본 집약적인 유틸리티 및 부동산 섹터의 뒤를 잇습니다.

상승하는 국채 수익률에 의해 심하게 영향을 받는 기술 섹터

출처: Bloomberg. 상승하는 S&P 500 GICS 레벨 1 지수로 대표되는 섹터 GICS 레벨 1 섹터의 10년물 국채 수익률 움직임과의 상관관계로 표시된 데이터 2020년 12월 31일부터 2021년 12월 31일까지 0.5%의 데이터.



특히 사업 모델이 강력한 수익 성장을 유지할 수 있는 경우에 더 수익성이 좋은 기술 회사들은 금리 상승을



견뎌낼 수 있지만, 성장률이 높지만 수익성이 좋지 않은 일부 회사들은 더 큰 위험에 빠질 수 있습니다. 기술주 중심 펀드에 대한 리스크 관리 전략이 2022년 투자자들이 이 섹터에 대한 투자 의사결정을 하는 데 있어 한 방법이 될 수 있습니다. 이런 예에는 가격 하락 리스크를 완화할 수 있는 방어적인 풋 옵션과 변동성을 이용하여 돈을 벌고자 하는 커버드 콜이 포함될 수 있습니다.



결론

연준은 올해 금리인상에 대비해야 함을 분명히 하고 있으며, 시장은 네 번의 인상을 예상하고 있습니다. 대부분의 자산이 금리가 낮은 상황에서 플러스 성과를 냈습니다. 이는 신용 스프레드가 하락하고 밸류에이션 배수(valuation multiple)가 확대되기 때문이었습니다. 투자자들에게 좋은 소식은 이러한 유형의 인플레이션과 경기확장 후반기 상황에 적합한 자산군과 전략이 있다는 사실입니다. 과거의 선례를 보면, 금융 및 에너지와 같은 가치주 섹터뿐만 아니라 오일 및 구리와 같은 상품자산도 인플레이션이 더 강해지는 경기확장 후반기에 잘 대응해 왔습니다. 기술주와 같은 성장주는 반드시 피해야 하는 것은 아니고 해당 섹터에 대한 리스크 관리 기법을 활용하면 괜찮을 수 있습니다. 지난 10년 동안 보아왔던 것과 같은 광범위한 리스크 자산의 랠리는 없겠지만 투자자들은 지금과 같이 금리 상승 환경에서 자신의 포트폴리오 포지션을 구성할 수 있습니다.

정의:

S&P 500 정보 기술 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 정보 기술 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 정보 기술 섹터를 구성하는 소프트웨어 및 서비스, 기술 하드웨어 및 장비, 그리고 산업 그룹이 포함됩니다.

S&P 500 임의 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 임의 소비재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 자동차 및 부품, 내구 소비재 및 의류, 소비자 서비스 및 소매업이 포함됩니다.

S&P 500 필수 소비재 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 필수 소비재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 식품 및 주식 소매업, 식품, 음료 및 담배, 가정용 및 개인용 제품이 포함됩니다.

S&P 500 부동산 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 부동산 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 리츠 주식(Equity Real Estate Investment Trusts), 부동산 관리 및 개발 등이 있습니다.



S&P 500 통신 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 통신 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 통신 서비스와 미디어 및 엔터테인먼트가 포함됩니다.

S&P 500 유틸리티 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 유틸리티 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 전기 유틸리티, 가스 유틸리티, 수도 유틸리티, 독립 전력 및 재생가능 전기 생산업체가 포함됩니다.

S&P 500 의료 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 의료 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 의료 장비 및 서비스, 제약, 바이오 기술 및 생명과학 등이 있습니다.



S&P 500 원자재 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 원자재 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 화학, 건축 자재, 컨테이너 및 포장, 금속 및 광업, 제지 및 임산물 회사가 포함됩니다.

S&P 500 산업 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 산업 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 자본재, 상업적 및 전문적 서비스, 운송이 포함됩니다.

S&P 500 에너지 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 에너지 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 에너지 장비 및 서비스, 석유, 가스 및 소모성 연료가 포함됩니다.

S&P 500 금융 섹터 GICS 레벨 1 지수: 이 지수는 글로벌 산업 분류 표준(GICS) 금융 섹터의 회원사인 S&P500에 포함된 회사들로 구성됩니다. 이러한 회사에는 은행, 다각화된 금융기관 및 보험사가 포함됩니다.

프레이션: 금리 변동에 대한 채권 가격의 민감도 측정치.

추정 주가수익률(P/E): 주가를 주당 예상 수익으로 나눈 값입니다. 주식이 비싼지 싼지 판단하기 위해 사용됩니다.

주가수익률(P/E) 배수 한 회사를 평가하는 데 사용되는 배수로서 현재 주가를 주당 예상 수익으로 나누어 측정합니다.

S&P 500 고배당 지수 S&P 500 내의 80개 고배당 회사의 실적을 측정하기 위하여 설계된 지수로서, 이 그룹의 성과를 가장 잘 나타내도록 균등하게 가중치가 주어집니다.

블룸버그 상품 지수: 경제적 중요성 및 유동성을 근거로 20개의 상품을 대표하는 광범위한 상품 지수입니다. 이 지수는 22개의 거래소에서 거래되는 실물 상품 선물로 구성됩니다.

말미의 주:

1. Bureau of Labor Statistics. 2021년 12월 31일 기준 데이터.
2. Bloomberg. 2022년 1월 17일 현재의 선물 곡선에 기반.



3. CNBC. "Fed will aggressively dial back its bond buying, sees three rate hikes next year." 2021년 12월 15일.
4. US News. "Fed Shifts Gears, Slashes Bond Buying in Half as it Prioritizes Inflation Over Unemployment." 2021년 12월 15일.
5. S&P 500 정보기술 섹터 GICS 레벨 1 지수로 측정. 2021년 9월 30일부터 2021년 12월 31일까지의 데이터.
6. Russell 2000으로 측정.
7. 미국 달러 지수로 측정.
8. 블룸버그 미국 기업 하이일드 총수익률 지수로 측정한 하이일드 채권, 블룸버그 미국 종합 총수익률 지수로 측정한 광의의 채권. 2021년 9월 30일부터 2021년 12월 31일까지의 데이터.
9. Bureau of Labor Statistics. 2021년 12월까지의 데이터.
10. Bureau of Labor Statistics, Bloomberg. 2021년 12월까지의 데이터. U-6 실업률은 더 이상 일자리를 찾지 않는 근로자와 정규직을 찾는 시간제 근로자를 측정합니다.



11. 블룸버그 상품 지수로 표시한 상품 및 S&P 500 원자재 섹터 GICS 레벨 1 지수로 표시한 원자재
12. Bloomberg, ICE 미국 변동 금리 우선 증권 지수에 의해 대표되는 변동 금리 우선 증권, 블룸버그 미국 종합 지수로 대표되는 광의의 채권, 옵션 조정 듀레이션으로 측정, 2021년 12월 31일 기준 데이터.
13. Bloomberg, 2011년 12월 31일부터 2021년 12월 31일까지의 데이터.
14. MSCI ACWI ex-US Index로 측정된 국제 주식.

지수 수익률은 단지 예시 목적이므로 실제 펀드 성과를 나타내지는 않습니다. 지수 성과 수익률은 운용보수, 거래 비용 또는 제반 비용을 반영하지 않은 것입니다. 지수는 운용 대상이 아니며 직접 투자할 수 없습니다. 과거의 실적이 미래의 결과를 보장하지는 않습니다.

투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 국제 투자에는 통화 가치의 불리한 변동, 일반회계원칙의 차이, 또는 다른 국가의 경제적 또는 정치적 불안정으로 인해 자본 손실을 입을 위험이 수반됩니다.

신흥시장에는 동일한 요인뿐만 아니라 변동성의 증가 및 낮은 거래량과 관련된 고도의 리스크가 수반됩니다. 금리가 상승하면 채권의 가격은 하락할 것입니다. 고수익 채권은 채무불이행 또는 신용등급 하락 리스크가 더 크며, 투자의 투기적 특성으로 인해 투자 등급 증권보다 변동성이 더 큽니다.

부동산은 일반 경기와 현지 경기 여건 및 개발 상황에 매우 민감하며 극심한 경쟁 및 정기적인 과잉 건축이 특징입니다. REIT를 포함하여 많은 부동산 회사들은 레버리지를 활용하므로(일부는 레버리지 비율이 매우 높을 수 있음) 금리가 오르는 시기에는 리스크가 커지고 부동산 회사의 운영 및 시장 가치에 부정적인 영향을 줄 수 있습니다.

MLP 증권에 대한 투자는 MLP에 영향을 주는 사안에 관한 제한적인 통제 및 제한적인 의결권에 관련된 리스크를 포함하여 보통주 투자와는 다른 리스크가 관련됩니다. MLP의 보통 유닛 및 기타 주식은 전반적으로 주식시장에 영향을 주는 거시경제 및 기타 요인, 금리 예상, MLP 또는 에너지 섹터에 대한 투자자 분위기, 특정 발행사의 재무 여건의 변화, 특정 발행사의 불리하거나 예상치 못한 저조한 성과(MLP의 경우 통상적으로 분배 가능한 현금흐름 측면에서 측정됨)에 의하여 영향을 받을 수 있습니다.

우선주는 금리 리스크를 포함하여 부채 증권과 관련된 많은 리스크의 영향을 받습니다. 또한, 우선주는 배당금을 지급하지 않을 수 있고, 발행사는 언제든지 우선주 배당금 지급을 중단할 수 있으며, 특정 상황에서 발행사는 우선주를 환매 또는 상환하거나 보통주로 전환할 수 있습니다. 고수익 주식은 종종 투기적이고 리스크가 높은 투자입니다. 이러한 회사들은 감당할 수 있는 것보다 더 많은 금액을 지불하고 언제든지 배당금을 줄이거나 배당금 지급을 중단할 수 있어, 이러한 회사들의 주가에 상당히 부정적인 영향을 미칠 수 있습니다.

변동 금리 채권은 이표 금리의 최대 상승에 대한 제한이 있을 수 있으며 시장 이율의 변경 시점보다 늦을 수 있습니다. 금융 섹터 회사들의 성과는 특히 정부 규제, 경제 여건, 신용 등급 하락, 금리 변동, 신용시장의 유동성 감소와 같은 많은 요인들에 의해 부정적인 영향을 받을 수 있습니다.



옵션이란 특정 기간 내에 또는 특정 날짜에 합의된 가격으로 주식을 매수(콜) 또는 매도(풋)할 수 있는 권리(의무가 아님)를 매수자에게 부여하는, 한 당사자가 다른 당사자에게 매도하는, 계약입니다. 커버드 콜 옵션은 특정 자산에 대하여 롱 포지션을 보유하면서 옵션 프리미엄에서 추가 수입을 실현하기 위해 동일한 자산에 대해 콜 옵션을 발행합니다. 커버드 콜 옵션을 매도함으로써 투자자는 행사가격을 초과하는 기초자산 가격의 상승으로부터 이익을 얻을 기회가 제한되지만 기초자산의 가격 하락 리스크를 계속 부담합니다. 투자자는 프리미엄을 지불하는 대가로 풋 옵션을 매수함으로써 해당 풋 옵션이 내가격이 되는 경우(기초 자산이 만기일에 행사가격 아래에서 거래를 종료) 기초자산의 가격이 상당히 하락하더라도 보호를 받을 수 있습니다. 그러나 기초자산 가격이 상승하는 기간 동안에 투자자는 지불한 프리미엄 비용 때문에 성과가 낮아지게 됩니다. 매도자는 콜 옵션 발행 대가로 프리미엄을 받는 반면에 옵션 행사로부터 실현하는 가격은 투자의 현재 시장 가격보다 상당히 낮을 수 있습니다. 모든 투자자들에게 이러한 전략이 적절한 것은 아닙니다.

