

KB Asset Management

Monthly Market View

2026년 3월



Contents

KBAM Monthly Market View

1	글로벌 종합	3
2	국내 주식	5
3	해외 주식	12
4	국내 채권	14
5	해외 채권	16
6	AI 시장전망	18



글로벌 자산에 미치는 Factor 점검

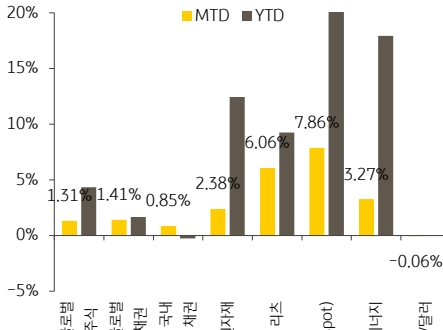
전월 점검

Factor	Base 시나리오	주식 영향(예상)	주식 영향(실제)	의견
경기	양호한 펀더멘털	긍정	긍정	미국 1월 ISM 제조업 PMI 52.6로 12개월 만에 확장 국면 전환, NFP 고용 지표도 예상치 크게 상회. 양호한 경기 지표에 경기민감주 양호. 유로존은 제조업 PMI도 작년 8월 이후 처음으로 확장 국면에 진입, 완만한 경기 회복세 지속되며 Stoxx 지수 재차 최고치 경신
금리	금리 안정	중립	중립	미국 1월 CPI 예상치 하회, 주거와 에너지 가격 안정화가 크게 기여. 관세 영향 받는 핵심 상품 가격 상승률은 2개월 연속 보합세 기록, 관세 여파 제한적. 케빈 워시 지명으로 조기 금리 인하 기대감 후퇴했으나 시 잠식 우려와 지정학 리스크 확산에 채권 금리는 하락
실적	밸류에이션 부담 완화	긍정	부정	S&P500 4분기 이익 성장률 13.9%, 예상보다 양호. 견고한 실적에 더불어 1분기 기업 가이던스도 긍정적 전망 우세. 엔비디아의 호실적 불구, 대규모 CAPEX 지속 가능성과 메모리 반도체 공급부족 심화로 인한 마진 압박 우려 및 시 잠식론 확산되며 성장주 부정

당월 전망

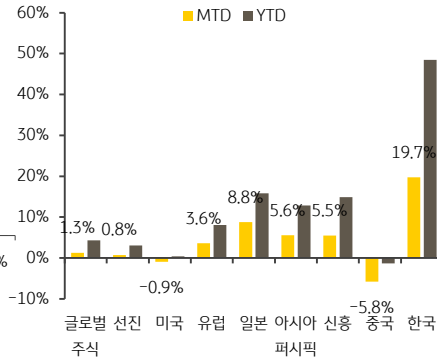
주식 비중 확대 (미국 & 유럽 N, 일본 & 신흥 OW), 채권 중립, 원자재 중립

[자산별 성과]



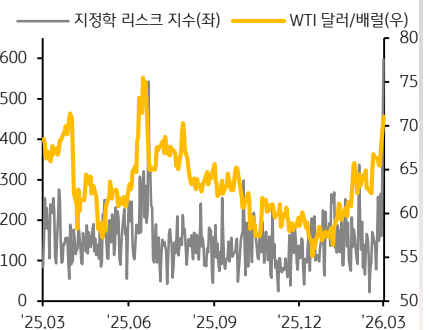
※ 출처: Bloomberg

[지역별 주식 성과]



※ 출처: Trading Economics

[미국-이란 사태 유가 급등]



※ 출처: Bloomberg (2026.03.03 기준)

경기

Base scenario : 미국 완만한 둔화세 지속

미국 1월 NFP 신규 고용 13만건 증가하며 컨센서스 크게 상회했으나, 고용의 질 저하 확인. 고용의 수요와 공급이 동반해서 둔화하고 있으며, 영구 실업자와 평균 실업 기간도 증가하는 중. 고용의 완만한 둔화 지속 전망

연말 소비 시즌 불구하고 민간 소비의 GDP 기여도 하락. 더딘 소비자 심리 회복과 고용 시장에 대한 불안, 대외 불확실성 겹치며 민간 소비의 완만한 둔화세 지속 예상

주식 긍정

채권 중립

금리 및 통화정책

Base scenario : 기준금리 동결

Fed, ECB, BOJ 모두 3월에 시장 예상대로 금리 동결 지속 전망. 영국은 고용 둔화세 확인하며 금리 인하 가능성 점증

미국-이란 사태로 인한 에너지 가격 급등은 단기 기대 인플레이션 상승 요인. 단기적으로 금리 상승 압력 높아질 수 있으나, 장기 기대 인플레이션에 미치는 영향은 제한적일 것. 금리 추가 상승/하락 여력 제한적

주식 중립

채권 중립

실적 및 밸류에이션

Base scenario : 협상 재개, 유가 안정화

미국의 이란 공습이 전격적으로 진행됨에 따라 단기적인 금융시장 변동성 확대. 시장은 사태의 장기화보다 미국과 이란의 협상 재개 가능성에 더 무게를 두고 있음. 유가 공급망에 관한 문제가 얼마나 빠르게 해소될 것인지가 관건. 미국의 호르무즈 해협 장악은 짧게는 1주에서 길게는 1개월 가량 소요될 것으로 판단. OPEC+ 국가들도 5월부터 대규모 증산 가능성이 높음, 유가는 점진적으로 안정화될 것으로 전망

주식 중립

채권 중립

지역별 주식시장 선호도

자산군	지역	투자의견					시장전망 및 전략
		(-)(-)	(-)	0	(+)	(+)(+)	
글로벌 주식	미국						<p>미국은 해소되지 않은 트럼프 대통령의 관세/지정학 불확실성, 섣다운 여파로 인한 경기 지표 정확성과 엇갈리는 해석, 연준 의장 교체를 앞둔 통화정책 방향성 등, 다수의 불확실성 잔존. 연초 이후 미국외 대비 부진 지속. 단, 기업 실적 성장세, 금리 인하 여력 등, 여전히 견고한 모습이며, 4분기 실적 시즌을 통해 EPS 가이던스도 추가 상향 조정되었으나, P/E는 낮아진 상황. CAPEX 수혜주들이 강한 이익 성장세를 누리고 있기에, 대형주 또는 지수 보다는 개별 종목 및 세부 산업 선별 필요</p> <p>일반적으로 지정학적 리스크는 미국 주식시장에 장기적인 변동성을 야기하지 않음. 최악의 시나리오는 유가 급등세가 장기간 지속되며 경기 사이클의 지속성에 부담을 주는 경우이나, 시장 컨센서스는 미국-이란 사태의 장기화보다는 제한적인 시한내에 협상 재개. 미국은 대부분의 아시아 국가들과 달리 에너지 자급도가 높은 구조라는 점에서도 상대적 방어력 부각</p>
	유럽						<p>유로존 경제는 둔화보다는 회복을 기대하고 있는 상황, 4분기부터 잠재 성장률 소폭 상회하는 흐름 지속되며 EPS도 완만한 상향 추세 이어지고 있음. 다만, 지수 밸류에이션 매력은 낮아진 상황에서 미국-이란 지정학 리스크는 단기 변동성을 높이는 요인. 향후 유가 흐름과 분쟁 장기화 여부가 변동성의 핵심 변수로 작용할 것으로 예상되는 가운데 점진적으로 가시화될 독일 재정 확장 모멘텀 주시</p>
	일본						<p>단기적으로는 미국-이란 사태로 하방 압력 이어질 수 있으나, AI CAPEX 수혜 산업 비중이 상대적으로 높은 점, 시장 컨센서스를 상회하고 있는 기업 이익 성장 전망 그리고 미국외 선진 지역으로의 자금 배분 흐름 등, 펀더멘털 견조, 추가 상승 여력 유효. 3월 윤곽이 잡힐 춘투 임금 협상 기대감 증대, 실질 임금 회복 확인 시 소비 심리 회복과 직결될 가능성도 염두</p>
	신흥국						<p>호르무즈 해협을 통과하는 원유 물동량의 80%가 아시아 국가들을 향하는 점이 증시 하방 압력으로 작용하고 있음. 사태 장기화보다는 미국과 이란의 협상 재개를 기본 시나리오로 가정</p> <p>한국은 대외 지정학 리스크로 인해 단기 변동성 높아졌으나, 국내 증시 상승을 견인해온 펀더멘털(실적 모멘텀, 상법 개정안, 정책 기대감 등)에는 변함 없다고 판단, 지수의 상승 추세는 유지될 것으로 전망</p> <p>중국인 부동산 침체와 가처분 소득 하락 추세의 추세적 변화는 미미, 중국 내수 수요 부진은 당분간 이어질 것으로 전망. 3월 양회 정책 강도가 증시 핵심 변수로 작용할 것으로 예상되는 가운데, 트럼프의 3월말~4월초 방중 일정도センチ먼트에 긍정적인 가능성 주시</p>

한국주식시장에 미치는 Factor 점검

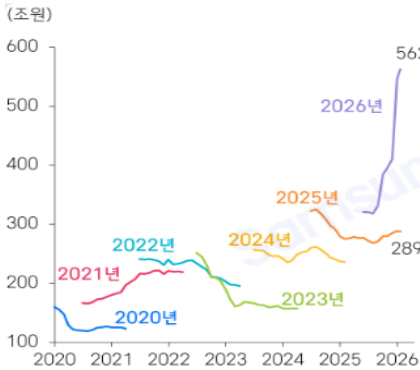
전월 점검

Factor	Base 시나리오	영향(예상)	영향(실제)	의견
매크로	매크로 심리개선	중립	긍정	자본시장 개혁 등으로 밸류에이션 상승 기대감이 높아진 상태에서 AI 메모리 슈퍼 사이클에 대한 스토리, 관세 협상에 대한 긍정적인 피드백이 이어지며 글로벌 최고 수준으로 상승후 마감 (26년 2월말 기준 YTD 코스피 48.2%, 코스닥 28.9%)
실적/수급	수출개선 외국인자금유입	중립	중립	2월 수출은 674억\$(+29%, yoy)로 조업일수가 줄었음에도 2월기준 역대 최고치. 일평균 거래대금 1월27조, 2월32조, 3월 50조원으로 급등. 예탁금 120조, 신용잔고 30조 등 과열 신호도 일부 감지. 2월 기관과 개인은 각 14.8조, 4조 매수했으나 외국인이 21조를 순매도하며 불편함을 동반한 추가상승
정책/이벤트	긍정적 정책/이벤트 발생	중립	긍정	AI 기대감, 금리인하 기대감으로 시작하여 관세 불확실성, AI버블 논란으로 이어진 시간 속에서 2월 내내 정부의 강력한 정책드라이브가 이어지며 추가 하단 방어

당월 전망

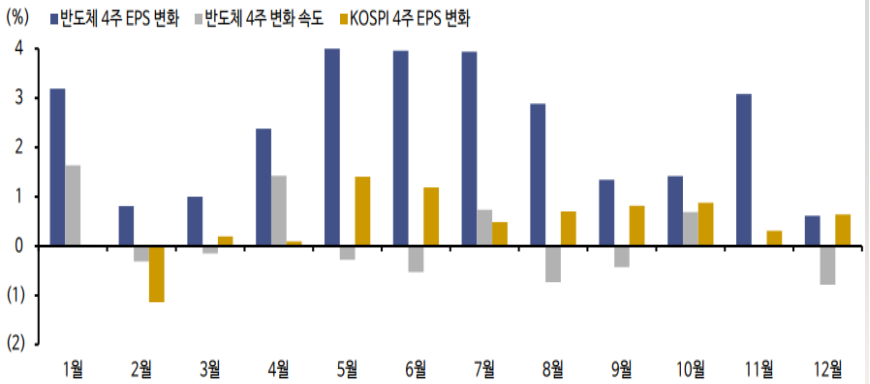
중립

[코스피200 영업이익 추정치 변화]



* 출처: FnGuide, 삼성증권, KB자산운용

[반도체/코스피의 월별 EPS 변화]



* 출처: Dataguide, 산한투자증권, KB자산운용

매크로

Base scenario : 전쟁 이벤트 개선

글로벌 증시는 초기에 pricing하지 못한 현재의 리스크 프리미엄을 소화하면서 일정부분 하락할 것으로 전망. 유가 역시 호르무즈 해협 상황을 주시하면 80불 전후의 흐름을 초기에 보일 것으로 전망. 이러한 흐름은 단기적으로 이어질 가능성을 높게 보며, 이후 유가 공급망 안정화와 더불어 해소될 것으로 판단. 3월말/4월초 트럼프의 방중일정이 있다는 점을 고려할 때, 장기간 이어질 경우 3월 중 공습 중단 → 협상재개로 이어질 가능성이 높다고 판단

실적 & 밸류에이션

Base scenario : 실적 추정치 상승

글로벌 경쟁력을 확보한 섹터(AI 반도체, 전력기기)는 여전히 이익추정치 상승중. 지수 5,000 기준 12M PER은 8.0x로 금융위기 이후 가장 낮은 수준으로 바닥권으로 보아도 무방. KOSPI 3개월 5,600~7,000p 예상(PER9.0~11.0x) 반도체, 산업재 중심의 코어를 유지하며 조정 시 분할매수 관점. 전쟁이 지속되고 유가 급등이 지속될 시 고밸류 종목군(2차전지, 코스닥) 축소, 방어주(음식료, 통신 등) 확대 예정

이벤트

Base scenario : 지표와 이벤트

지속적으로 매도하는 외국인 수급, 액티브/패시브 ETF를 중심으로 유입되고 있는 개인 수급을 유의해서 확인해야할 시기. 3월은 주주총회가 집중되어있는 시기로, 자사주매입/소각, 배당소득 분리과세 여부 등 주주/기업가치 제고 관련 이벤트가 많이 발생할 수 있음
전쟁의 지속여부와 그에 따른 원유/환율 급등락이 금번 변동성의 기간을 결정할 것으로 예상. 매크로/정치/정책 이벤트를 세밀하게 팔로우하면서 체크할 시기임

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
IT				<p>AI 서비스가 보편화되고 활용처가 지속 확대됨에 따라 IT H/W 섹터 내 AI 수요는 지속 증가하고 있음. 그에 따라 AI 반도체 업체들의 실적 성장이 이어지고 있으며, 글로벌 CSP들은 매년 CAPEX를 상향하고 있음. 시장의 AI 산업에 대한 우려에도 불구하고 NVIDIA는 우수한 수익성 및 강한 가이던스 제시를 지속하고 있음.</p> <p>AI의 발전 및 추론 수요의 급증에 따라 서버 내 메모리는 HBM 뿐만 아니라 DRAM 그리고 NAND의 활용처가 확대되어가고 있음. 추론을 위해 KV cache와 같이 필요한 데이터들을 저장하기 위해 NAND를 활용 할 것으로 전망되기 때문임.</p> <p>반면 메모리 업체들의 캐파는 풀가동 상태에서 강한 수요로 인해 재고는 계속 줄어들고 있는 상황 발생. 글로벌 메모리사 들은 수요에 대응하기 위해 상향된 capex 집행을 발표하였으나 캐파 증설에 걸리는 시간 감안 시 올해에는 불균형한 수급이 지속될 것으로 예상.</p>	<p>AI로 인한 HBM의 수혜가 주목받던 시기에서 이제는 메모리 전반적인 수혜가 가시화되고 있음. Trendforce에서는 컨벤셔널 DRAM의 가격 상승폭을 1분기 90%, 2분기 성장폭을 20% 수준으로 전망하고 있음. 마찬가지로 NAND도 1분기, 2분기 각각 58%, 20% 수준 상승 전망.</p> <p>따라서 국내 메모리 업체들은 지난해 실적 성장폭을 더욱 크게 상회하는 실적을 기록할 것으로 전망. 실적 성장성을 감안 시 주가 또한 추가적인 업사이드가 생기며 메모리 산업 모멘텀은 지속될 것으로 예상됨.</p> <p>메모리 사업을 주도하는 국내 IT H/W 기업들에게 매우 우호적인 상황이 지속되고 있으며 그로 인해 실적과 주가 모멘텀 모두 강세가 지속될 것으로 판단됨. OW 비중 유지.</p>
전력기기				<p>매크로 리스크 발현으로 인한 일시적인 주가 조정은 예상되나, 업황의 변화 보다는 일시적인 선택멘트 영향일 것으로 예상. 테크/첨단 사업의 필수적인 인프라, 에너지 자원 확보 경쟁 심화 가능성이 높을 것이며, 에너지 투자 활성화와 함께 망보안, 온사이트 발전, 배전 시장 부각 될 것으로 예상. 시장 반등시 빠르게 회복할 것으로 예상.</p>	<p>장기적인 업황 호조 및 유관 산업 주가 호조 등 고려하여 섹터의 비중은 OW 의견.</p> <p>단, 전방 수요 드라이버, 미래 성장성에 따라 종목별 비중 편차는 돌 필요성 존재. 국내 에너지 인프라 투자, 배전 기기 등의 익스포저가 있는 업체들이 선호됨. (예. LS Electric 등)</p>
방산				<p>글로벌 안보 이슈, 방위비 증가 등 중장기적인 업사이드가 주가 우상향 방향성 관점에서는 여전히 유효.</p> <p>중동의 지정학적 리스크, 미국의 안보 정책, 미-중 갈등, NATO-미국 방위력 갈등 등이 주요 변수로 작용 예상, 국내 업체들 전반적으로 작년 연말에 고객들의 예산 편성 및 정치적인 이슈 등으로 인해 파이프라인 현실화가 딜레이가 되었으나, 최근 중동 사태로 인해 파이프라인 진행이 빨라질 것으로 예상.</p> <p>특히, 중동, 북미 등 현지화 사업 관련 사항들이 부각될 것으로 예상되며, 국내 방산 업체들의 밸류에이션 제한 요인이 해소되는 계기가 될 것으로 기대.</p>	<p>중동, 미국 방위 산업 육성 및 지정학적 리스크 고조에 따른 해당 지역 익스포저가 큰 업체들을 접근하는 것과 우주 사업 등 미래 지향적인 사업/방위 시스템 관련 업체 접근도 가능할 것.</p> <p>해당 파이프라인을 직접적으로 보유하고 있는 업체는 물론, 무기체계 업체들의 부품, 연계 수주 역시 접근 가능할 것.(예. 전투기-항공엔진, 잠수함-레이더-어뢰 등)</p>
철강 및 금속				<p>철강 여전히 유효한 중국발 수급 환경 개선세 이어지는 중. 1) 26년 중국은 5년 만에 디레버리징 사이클 종료, 리플레이션 국면 진입 전망되며, 2분기 PPI 플러스 전환과 하반기 고정투자 사이클 점차 회복 예상 2) 3월 양회에서 15차 5개년 규획 발표와 함께 철강산업 구조조정 발표 예상되며, 3) 이에 더해 새로운 공급 개혁 사이클 (반내권)이 본격적으로 강화되며 개선되는 수급 상황을 원자재 가격과 시클리컬 업종 주가가 반영할 수 있을 것.</p> <p>또한 국내외 중국 및 해외 저가 철강재 반덤핑 관세 효과 올해 온기 반영되며 가격 방어에 도움 될 것</p> <p>금속 금속도 마찬가지로 중국발 수급 환경 개선 기대되며, 무역 분쟁 완화, 달러화 구조적 약세로 금속가격 추세적 상승 가능한 여건. 금속 중 전력 수요와 글로벌 공급 부족의 수급 여건이 가격 하방을 제한하는 구리에 대해 가장 긍정적인 견해.</p>	<p>산업 전반의 수급 개선과 업황 회복이 기대되며, 밸류에이션이 저평가 구간에 위치한 대형 철강 업체 중에서는 Pure 철강 Player인 현대제철을 가장 선호하고, 중형 철강 업체 중에서는 AD 효과와 신사업 확장으로 내년부터 실적 성장 가시화가 기대되는 세아베스틸지주에 긍정적.</p> <p>구리 관련 기업은 가격 상승분을 판가에 전가 가능한 가공업체 풍산에 대해 긍정적인 견해 유지.</p>

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
유통				<p>신세계의 2월 기준점 성장을 지속 긍정적. 1) 금리인하, 자산가격 상승 등에서 비롯한 소비심리 개선, 2) 중-일 갈등, 환율 상승으로 인한 인바운드 관광객 증가, 3) 기업들의 실적호조로 인한 인센티브 상승 효과가 백화점 중심의 실적 개선으로 반영되고 있는 것으로 보임. 이런 추세는 1분기까지 지속될 것.</p> <p>할인점 역시 홈플러스의 구조조정이 가시화되며 폐점이 지속되고 있는 상황으로 경쟁사인 롯데마트와 이마트에 수혜가 있을 것으로 기대됨</p>	<p>소비심리 개선, 인바운드 관광객 증가, 홈플러스 폐점 등이 기업의 실질적인 실적 개선으로 이어지는 모습이 1분기에 이어 2분기까지도 지속될 것으로 전망되어 선호의견 유지.</p> <p>백화점을 최선호. 1분기뿐만 아니라 2분기도 기업들의 인센티브 지급, 명품 가격인상으로 매출 증가를 견조할 것이며 인바운드 관광객도 4-5월까지 지속적으로 증가할 것. 마트의 경우 4분기 매출 성장세가 예상 대비 저조했으나 경쟁축소 및 소비개선의 효과가 본격적으로 반영될 수 있을 것.</p> <p>단, 주가가 급하게 오른만큼, 차익실현 욕구 또한 충분. 과도한 비중확대는 리스크가 높음</p>
건설기계				<p>매크로 불확실성으로 인해 금리 path 등이センチ먼트에 일시적으로 하방 압력요인으로 작용 예상되나, 금리 레벨이 과거 대비 낮아진 점이나 첨단 산업, 정책 등에 힘입은 건설기계 cycle 턴어라운드 path는 유효하다고 생각됨.</p> <p>업황이 마이너스 수요 영향이 커진만큼 해외 귀금속 가격 동향 역시 주목 필요. 특히, 해외 광산 사업 파이프라인, 광산 사업 활성화로 인한 신흥국 인프라 투자 등 역시 주목 필요.</p>	<p>중장기적인 실적 개선 관점에서 접근 필요.</p> <p>선진국 주택시장이 저점 통과 가능성이 보이고 있으며, 실적 개선 흐름 신호가 업체별 실적에서도 나타날 것으로 예상. 건설 및 투자 사이클을 고려시 선진국 금리 인하 수혜 초입 구간(예. 인프라 착공 사이클)에 수혜가 있고 신흥국 마이너스 수요에 적합한 중대형 장비 종목 위주 접근 필요.</p> <p>중대형 장비 위주 에너지/방산 익스포져가 있는 방산, 비상발전, 온사이트 발전 등의 익스포져가 있는 HD건설기계 선호.</p>
엔터/미디어/레저				<p>엔터테인먼트 K-POP은 점차 글로벌 팬덤을 확대해나가고 있으며, 이는 지속적으로 확대하고 있는 콘서트 모객 규모로 증명되고 있음. 또한 단순히 콘서트와 동반해서 판매되었던 MD판매는 전략적인 기획 MD와 상시 MD 판매전략과 더불어 기대치를 상회하는 가파른 성장을 시현 중. 동시에 음원 매출은 지속적으로 상승하고 있는 상황. 이익성장과 BTS 모멘텀을 동시에 가져갈 수 있는 하이브를 중심으로 OW 의견</p> <p>미디어 광고는 여전히 회복이 더딘 상황 지속 중. 다만 드라마의 경우 그동안 부담으로 작용했던 제작비 상승 기조가 꺾이며, 비용 효율화 국면으로 접어들 것으로 파악되며 동시에 방송사의 드라마 편성 자체는 점진적으로 늘어나고 있음</p> <p>레저 중국인 무비자 입국의 실질적 효과는 올해부터 확인이 가능할 것으로 예상되며, 이에 따른 펀더멘탈의 개선도 지속될 것.</p>	<p>엔터테인먼트 중국 관련 이슈들이 가끔 부각되었지만, 펀더멘탈에 있어서는 여전히 북미형 IP의 유무가 핵심. 메가IP와 더불어 현지IP까지 보유하고 있는 하이브가 가장 안정적인 투자처가 될 것으로 판단.</p> <p>미디어 중국 모멘텀에 대해서는 지속 모니터링 필요. 과거보다는 확실히 우호적인 환경이 조성되고 있음이 관찰되고 있기에 긍정적이나, 산업의 근간인 TV 광고의 하향세를 방어 할만한 변화가 포착되지는 않음</p> <p>레저 중국인 무비자 입국 모멘텀과 호텔업 호조에 대한 수혜, 그리고 케파중설 모멘텀 앞두고 있는 파라다이스를 중심으로 대응하는 것이 유리하다는 의견</p>

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
식음료/ 생활용품				<p>화장품 하반기 부진했던 이익과 수출로 주가는 지속적으로 하락. 12월과 1월 수출데이터가 크게 회복하며 다시 반등을 노릴 수 있는 시기가 도래했다고 판단. 4분기 실적은 대체로 평이하였으나, 26년도 가이던스는 긍정적인 상황이며, 전통적으로 상반기 좋았던 주가 흐름 올해도 기대되는 상황</p> <p>음식료 내수에서의 회복과 해외 성장의 모습이 같이 확인되는 기업에 주목할 필요있으나 대부분은 4분기 실적이 부진하며, 수출 성장률도 낮은 상황. 단기 매력도는 낮다고 판단하며 1분기 수출성장세가 분위기 반전에 가장 중요할 것으로 판단.</p>	<p>화장품 OW의견으로 변경. 4분기 실적 부진에도 불구하고 26년 전망과 긍정적 수출 데이터에 힘입어 조금씩 매수세 있을 것으로 예상. 3월 중 주가 하락할 때 비중 추가 확대 전략 유효.</p> <p>음식료 UW 유지의견. 해외성장과 내수 회복 모멘텀이 있는 기업에 대해 선별적으로 접근할 필요있음. 세부 품목으로는 내수 비중이 높지만 해외수출 성장하는 병과류나 신공장 가동으로 해외 비중 확대 지속하는 라면, 스낵에 대해 관심.</p>
은행				<p>은행 섹터는 4Q 기대이상의 주주환원 이행 속도를 보이며 상반기 주가가 상승했으나 2월 하반기에는 다소 정체된 모습을 보임.</p> <p>3월은 주주환원, 배당에 시장의 관심이 쏠리는 시기로 판단하고 있으며 최근의 불안정한 지정학적 상황도 감안할 때 배당매력과 안정성 모두 갖추고 있는 섹터로 판단함.</p> <p>금리 추가 인하에 대한 우려도 제한적인만큼 은행에 대한 선호를 지속</p>	<p>26년은 비은행 부문의 성과가 올라오며 주주환원에 대한 확대가 동시에 이루어지는 시기가 될 것으로 판단. 따라서 비은행의 성과개선과 주주환원수익률에서 매력도를 보이는 금융지주를 선호</p> <p>비은행 비중이 가장 크고 주주환원 50%에 대한 허들을 가장 먼저 없앤 KB금융, 배당매력도가 높고 증권 계열사의 이익개선이 클 것으로 보이는 하나금융지주를 선호</p>
정유				<p>최근 중동 상태로 인해 원유 가격 강세 수혜 예상. 단기적으로는 재고 평가 이익 상승, 중장기적으로는 refinery 공급이 타이트해지면서 정제마진 강세로 이어질 수 있을 것으로 기대. 아시아 여권 내 중질유 정제 마진이 개선되고 있는 점이 원유 수급처 및 refinery 대응 능력 관점에서 Peer 대비 상대적으로 상황이 양호한 국내 정유사들이 부각 받을 수 있는 시점.</p> <p>특히, 중국 반내권 정책 등 정유, 석화 산업 구조조정 모멘텀이 최근 지정학적 이슈와 함께 중국 teapot 플레이어들이 구조조정 등으로 이어질 개연성이나 근거가 섹터 추가에 긍정적일 것으로 기대</p>	<p>섹터 내에서는 지배구조 등 다른 부가적인 노이즈가 적어 정유 사업 자체가 부각 받을 수 있는 Pure player, S-oil 선호. SK이노베이션은 배터리 사업 향방에 따른 시장의 시선 변화에 따라 정유, 해외 가스전 등 회사가 보유한 다른 사업 포트폴리오에 대한 관심이 재조명 될 가능성이 있음.</p>
2차전지				<p>전기차 캐즘과 북미 보조금 폐지 등 구조적 악재로 인한 주가 하락은 상당 부분 기반영. 현재는 부정적 요인보다 정책 변화 및 실적 개선 기대가 주가에 미치는 영향 확대되는 국면 진입 판단.</p> <p>EV시장을 바라보면, 여전히 유럽 내에서 내년까지 m/s 가 회복될 가능성이 낮고 미국은 EV 보조금 폐지 이후 GM, 포드 등 OEM들의 전략 후퇴가 관찰되는 중. 다만, 올해 ESS Q 급증, EV Q 점진적 개선, P는 Q 턴어라운드 및 중국 공급조절로 한국 2차전지 업황은 26년 P&Q 다운사이클 탈피 구간 진입 판단.</p>	<p>ESS 기대감, 섹터 수급 개선 등의 영향으로 주가 상승 가능성에 대비하며 점진적 UW 축소 관점에서 접근해야 할 것.</p> <p>셀사들의 경우 ESS의 가파른 실적 상승으로 어느정도 부진한 EV실적이 상쇄될 것으로 예상되기에, 주가 조정 시 비중 확대에 대응 추천.</p> <p>리튬 가격 반등 및 완만한 회복세로 주요 양극재 기업들의 실적도 회복세에 진입 가능할 것.</p>

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
화학				<p>최근 중등사태로 인한 원자재가 상승은 제품이 상승 수혜는 업계 공통, midstream 및 downstream 중 수급이 타이트한 밸류체인 중심으로 spread 개선으로 이어질 것으로 기대.</p> <p>특히, 원자재 수급이슈는 상반기 발표가 예상되는 중국 석화 산업 구조조정 및 반내권 정책에서 구조조정이 현실화에 가능성을 높일 수 있는 요인으로 작용 기대. 단기적으로는 teapot 설비 익스포저가 있는 영역의 구조조정 및 제품별 경쟁 구도 변화에 대한 시장의 기대감이 형성 기대되며, 중장기적 항방은 전기료 상승으로 인한 원가 부담 등이 글로벌 석화 시장 변화를 좌우할 것으로 예상.</p> <p>태양광 밸류체인은 중국 정책 변화 및 선진국 비중국산 태양광 제품 정책이 중요해질 것. 북미 관세 정책 발표 이후 관련 우려 완화 기대. 민간 태양광 개발 산업의 기술적인 축 및 밸류체인 변화가 주요 변수로 기대.</p>	<p>석유화학산업의 원가 전가력 및 산업 구조개편 수혜에 따라 선별 필요.</p> <p>실제 타이트한 수급으로 인해 원가 전가력 관점이나 업계 내 정책 변화로 인해 경쟁 구도 변화가 예상되는 스파덱스 체인 (효성티앤씨 등), 고무 체인 (금호석유화학 등), 비료/가성칼륨 (유니드 등) 선호.</p> <p>태양광에서는 비중국산 밸류체인 수요 증가로 폴리실리콘사업의 판가/판매량 회복 기대감 가져갈 수 있는 OCI홀딩스와 실적 호조가 기대되는 HD현대에너지솔루션 선호.</p>
헬스케어				<p>2월, 코스닥 향 개인들의 수급 이어진 가운데 개인선호도 높은 바이오텍 위주 랠리가 지속되었음. 테크, 증권 등 대안이 있었던 기관들의 헬스케어 섹터 향 수급은 크지 않았으나, 코스닥 150 ETF 향 수급 및 팬층이 두터운 일부 헬스케어 종목은 긍정적인 주가흐름을 연출. 실적 시즌이 지나간 가운데, 코스닥 액티브 ETF 출시 및 정책 모멘텀 집중으로 코스닥 지수 상승이 기대되는 상황으로 코스닥 지수에서 높은 비중을 차지하는 바이오 섹터의 긍정적인 흐름 지속될 가능성은 충분.</p> <p>단, 냉정하게 보았을 때, 바이오텍의 딜 모멘텀은 당분간 다소 약한 것이 사실이며, 숫자를 만들어내는 전통제약사 및 CDMO, 바이오시밀러 회사들의 경우 매력도가 떨어짐. 미용의료 역시, 특정 종목을 제외하면 현재 시장의 관심도는 높지 않은 상황. 이에 따라 선별적인 종목의 선택이 필요한 구간으로 판단. 4월 AACR 등 굵직한 학회 모멘텀이 있는 종목, 미용의료의 경우, 새로운 트렌드를 만들어가는 종목 등의 긍정적인 흐름이 기대됨.</p>	<p>현재 전체 섹터 비중의 경우, 중립으로 맞춰가는 것이 적합하다고 판단. 이익모멘텀이 강한 테크 및 시, 증권 또는 내러티브가 더해진 산업재 등 섹터에 비해 섹터 전반 매력도는 열위. 단, 중립 비중을 유지하되, 코스닥 지수와 함께 상승이 기대되는 코스닥 시총 상위주, 임상 데이터, 자금 조달 등 개별 모멘텀을 보유한 바이오텍 위주 비중 확대 권장. 전통제약사의 실적은 당분간 크게 서프라이즈를 기대하기 어려우며, 섹터 이익의 대부분을 차지하고 있는 삼성바이오로직스, 셀트리온 역시 현재 가이던스 및 시장의 기대를 크게 상회하는 수준의 숫자를 기록하는 것이 아닌 이상 크게 아웃퍼폼하기 어려움. 전통제약사/CDMO/바이오시밀러 회사들의 비중을 줄이되 바이오텍 비중 집중 권장.</p> <p>단, 셀트리온과 한미약품의 경우, 전통제약사/CDMO/바이오시밀러 회사들 중 매력도는 우위. 셀트리온의 경우, 시장과 가이던스 톤을 맞춰가면서 이익가시성이 이전보다 개선된 상황으로 긍정적인 수급이 유입되는 추세. 한미약품의 경우, 전통제약사 이기는 하나, 현재 딜 및 데이터 공개 관련 모멘텀을 보유하고 있는 상황으로 타 업체 대비 매력도는 높은 상황.</p>
통신				<p>대외변수에 영향을 거의 받지 않는다는 것과 동시에 주주환원 관점에서 통신주의 매력력이 부각되어 왔음. 통신원은 마케팅 비용 및 감가비 하락에 따라 견조한 실적을 기록하고 있으며, 시장 친화적인 주주환원 정책 발표를 통해 중장기 주주환원에 대한 가시성을 높였다는 부분이 긍정적</p>	<p>올해부터 시행되는 배당소득 분리과세의 수혜가 가능한 대표적인 섹터로서 부각될 수 있기에 적정 비중을 보유하는 전략 추천</p>
증권				<p>증권업종은 26년 IMA 상품출시 본격화, 발행어음 라이선스 확대로 사업 확대가 본격적으로 이루어지는 해로 판단하며 자본의 확충이 어닝의 증가로 이어지는 모습이 나올 것으로 기대. 금리 상승이 논의되기 시작하기 전까지는 업황에 대해 긍정적으로 전망</p> <p>다만 단기적으로는 시장 변동성이 확대되는 구간이며 2월까지의 급등세를 감안할 때 시장이 밸류에 대한 부담감을 느낄 수 있을 것으로 판단해 주가는 지수대비 언더퍼폼할 가능성도 존재한다고 판단함</p>	<p>견조한 고객 예약금 및 거래대금, 양호한 실적 및 비즈니스 기회 확대는 긍정적인 요소이나 2개월간 코스피를 크게 아웃퍼폼한 점을 고려하여 3월은 중립 이하의 포지션으로 가져갈 것을 추천.</p> <p>최근 전쟁으로 시장 변동성이 커진 상황으로 변동성이 완화되는 구간에서 다시 비중 상향할 수 있을 것으로 판단. 큰 자본여력을 어닝으로 바꿀 수 있는 대형 증권사를 선호.</p>

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
해운				<p>중동 사태로 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 해상 운임과 유가 상방 리스크에 대응하기 위해 해운 섹터 중립으로 의견 상향.</p> <p>다만, 이번 사태로 직접적 영향을 받는 유조선과 가스선을 다수 운영하고 최근 VLCC 10척 규모 매입 추가 체결한 팬오션을 선호. VLCC는 이란 다크 플릿 퇴출 시 오더북 20%에서 3%까지 축소 효과 있어 구조적 운임 상승 가능.</p> <p>컨테이너 운임도 동반 상승할 수 있으나 공급 증가 우려로 해당 사태 진정 시 운임 급락 가능성 있어 비선호.</p>	<p>해운 업종내 벌크&LNG 노출도 있는 팬오션 선호.</p> <p>작년부터 이어진 중국 통화량 반등에 따라 빠르면 2분기 중 PPI 상승률 플러스 전환할 수 있어 5년만에 리플레이션 국면 진입 여지 있음. 중국발 원자재 가격 강세가 BDI 운임 상승으로 이어지게 되면 중국 경기 부진으로 인한 팬오션 주가 디레이팅의 해소 요인으로 작용할 수 있음.</p> <p>또한 LNG 사업부문의 영업이익 기여도가 올해 처음으로 30%를 상회하면서 안정적인 벌크선 운영과 함께 LNG선 신사업 확대로 해외 피어 대비 올해 가장 좋은 실적 보여주고 있음.</p>
인터넷/게임				<p>인터넷 새로운 정부의 정책적 기대감이 지나가고, 실제 어닝으로 연결시킬 수 있는 기업들에 대한 옥석가리기가 진행될 것. 여전히 커머스의 견조한 성장과 두나무와의 합병 모멘텀, 그리고 소버린시에 대한 익스포저로 인해 NAVER는 섹터 내 SI업체들 대비해서 선호 유지.</p> <p>게임 MMORPG 위주의 한국 게임시장이 글로벌 스탠다드로 맞춰가는 과도기였던 시기였음. 추가적인 역량 확보가 필요하겠지만 일부 업체들은 이 흐름에 발맞춰 사업을 전개하고 있는 상황. 그럼에도 전반적인 한국 업체들의 글로벌 경쟁력은 글로벌 대비 부족한 상황 지속.</p>	<p>인터넷 NAVER는 최근 AI브리핑 커버리지를 적극적으로 확대하며 검색 비즈니스를 개선시키고 있으며, 커머스 또한 가장 큰 경쟁자인 쿠팡의 노이즈로 인해 일정부분의 반수혜도 기대 가능한 시점. 아직 합병까지의 시점은 남아있으나 두나무와의 협업을 통해 스테이블 코인 생태계를 선점할 가능성도 존재.</p> <p>게임 여전히 바텀업 관점에서 접근해야 하는 섹터지만, 현재까지 큰 변화가 포착되는 업체는 부족한 상황. 신작 일정에 따라서 유연하게 대응해야 할 것으로 판단.</p>
건설				<p>최근 중동 사태는 과거 러-우 전쟁 이후 물가, 매크로 영향이 컸던 건설섹터의 실적 우려가 커질 수 있으며, 섹터 주가에는 부정적으로 일시적으로 부정적으로 작용할 수 있음. 자재 조달 이슈가 발생시 일부 공기 지연 발생할 수 있으나, 산업의 펀더멘탈에 크게 영향을 줄 요소는 아니라고 생각. 따라서, 시장의 우려가 장기화되지는 않을 것으로 예상.</p> <p>오히려, 26년 전체를 보면 지방선거 전후로 공공 청사 이전, 지방 주택 시장 회복, 부동산 개발 사업, 인프라 및 SOC/대체투자 등이 부각 될 가능성이 높고, 중동 가스 등 에너지 파이프라인 들이 부각될 가능성이 높을 것으로 예상. 때문에 점진적으로 섹터 관심도가 높아 질 것으로 예상, 점진적으로 비중 확대 니즈는 유효.</p>	<p>월초에는 시장 센터먼트를 고려해 아직 부진함이 지속될 것으로 예상 UW 의견 유지하나, 점진적으로 비중 확대 필요성 존재 (올해 연간으로는 최소 NW 의견)</p> <p>작년에 화두였던 에너지 투자 확대 수혜 외에도 정부 정책 수혜, 부동산 개발/인프라/대체 투자 등 관련 업체에도 주목 필요. 해외 에너지 파이프라인을 보유한 삼성E&A, 현대건설과 주택 시장 터어라운드 관점에서는 아이에스동서 선호.</p>
조선				<p>미국의 중국 선박 규제, 환경 규제 방향성, LNG 프로젝트 FID 증가추세 등 우호적인 환경은 지속되고 있음. 또한 미국 합정사업으로의 확대 가능성, 해외 야드 투자 등은 추가적인 업사이드로서 작용할 가능성이 여전히 존재</p> <p>다만 실적에 대한 기대치는 시장이 상당부분 반영된 상태이기 때문에 본격적인 미국발 수주가 유의미하게 나오거나, 법안 개정을 통한 한국 내 미국 군함 건조 가시화를 기대해야 하는 상황</p>	<p>25년 진행된 LNG 프로젝트 FID 건수를 감안하면, 올해 미국발 LNGC 발주가 유의미하게 증가할 가능성이 높음. 이에 따른 선가 반등이 상선 부문의 Key Factor.</p> <p>그전까지는 미국 군함 모멘텀이 섹터 멀티플에 영향을 주며 주가 변동 요인으로 작용할 것.</p>

섹터별 전망 및 전략

섹터	투자 의견			섹터 전망	섹터 전략
	(-)	0	(+)		
자동차				<p>1월 CES이후 주가가 한차례 리라이팅 되었으나 2월은 주가 이벤트가 부재함에 따라 소폭 조정 받는 모습을 보임</p> <p>2월말부터 예정된 자율주행 및 로봇 관련 이벤트를 반영하며 주가가 다시 상승하기 시작. 2월말 현대차 그룹은 새만금지역에 대규모 투자를 발표했으며 3월에는 노란봉투법, 테슬라의 휴머노이드 공개, 엔비디아의 GTC 행사가 예정되어있는 상황. 이런 이벤트들을 앞두고 주가는 다시금 기대감을 반영할 것으로 예상하여 3월은 자동차에 대한 전망을 중립으로 판단함.</p>	<p>안성차 위주로 비중을 채울 것을 추천. 로봇과 자율주행에 대한 투자 및 성과의 주인공이기 때문. 또한 기아를 현대차 대비하여 선호. 2월 말부터 현대차가 집중되어 상승한 경향이 있는 반면 기아는 4월 CID가 예정되어있어 밸류갭을 좁힐 것으로 예상됨. 시장에서 소외되어있는 부분을 감안할 때 CID행사에서 로봇 관련된 노출도와 역할이 현대차와 다르지 않음을 강조할 가능성이 높을 것으로 보임. 최근 발발한 이란 전쟁은 변수이나 장기화되지 않는다는 전제하에 수요와 어닝에 미치는 영향은 크지 않을 것</p>
보험				<p>4분기 실적에서 위험 손해를 상승, 자동차의 손익악화 지속되는 모습이 확인되며 펀더멘털 상으로 기대할 수 있는 부분이 크지 않은 것으로 보임</p> <p>주주환원 측면에서도 대부분의 기업들이 크게 진전된 모습을 보이지 못함</p> <p>그럼에도 불구하고 2월에는 자사주 소각 기대감 및 은행, 증권 섹터와의 키맞추기 랠리가 진행되는 모습을 보임</p> <p>추가로 기대할 부분이 많지 않다는 판단하에 비선호 의견을 지속</p>	<p>추후 배당과 관련된 규제완화, 관리급여 정상화로 인한 손해를 개선이 이루어지는 것을 확인하고 비중을 확대해도 늦지않다는 판단</p> <p>금번 배당 상황, 자사주 소각 등 주주환원정책에 전향적인 모습을 보인 DB손해보험과 삼성전자 주가상승에 따른 자본상승 및 배당 확대를 기대할 수 있는 삼성생명으로</p> <p>UW 대응 가능할 것</p>
항공				<p>FSC 위주의 시장 점유율 상승 전망, 공급 과잉 및 재무리스크 있는 LCC 비선호.</p> <p>향후 국내 항공산업의 양극화 더욱 심화될 것. LCC는 공급 과잉, 재무 리스크 등으로 우호적이지 않은 영업 환경 지속 될 전망.</p> <p>대한항공은 국내 유일 FSC(Full Service Carrier)로 아시아나와의 합병으로 과점적 시장 지배력 한층 더 강화되며 수혜 확대 예상.</p> <p>다만, 중동 분쟁 영향으로 인한 유가의 상승 리스크로 항공주 단기 조정 불가피. 중동 사태와 유가가 진정되는 모습 확인 후 비중 확대 유효할 것.</p>	<p>항공 섹터 최선호주 대한항공.</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 여객 사업: 4월 초 부활전 전 여행/방문 수요 증가 예상 및 중일 관계 악화와 한중관계 복원이 대한항공 실적에 긍정적 기여 지속 전망 2) 화물 사업: AI 산업 지속 성장에 따른 반도체 등 연관 수요 증가 지속 전망 3) 항공우주사업: 항공기 인도량 회복에 따른 항공기체사업 실적 회복 및 군용기 MRO 기수주 진행률 인식 증가로 매출 1조원 달성 전망 4) 연료 효율성 증가로 비용 절감 기대 및 올해 연말 통합 대한항공 출범 고려시 다운사이드 보다는 여전히 업사이드가 더 큰 시점으로 판단
유틸리티				<p>최근 중동 분쟁으로 인한 원자재 가격 급등은 국내 대형 유틸리티사 비중이 높은 유틸리티 섹터의 어닝 추정치에 큰 영향을 미칠 것으로 예상. 섹터 단기 주가 부담으로 작용 가능성이 존재.</p> <p>섹터 내에서는 가스 밸류체인, 해외 에너지 개발 사업, 국내 신재생 정책 및 PPA 관련 sub sector 들이 되리어 부각 받을 수 있을 것으로 예상.</p>	<p>가스 관련 사업, 국내 신재생 에너지 및 PPA, 해외 에너지 개발 (예. 팀코리아 관련 사업) 익스포져가 있는 업체들 중심으로 선별적으로 대응 필요. 가스 trading 및 발전 사업을 보유한 SK가스, 신재생 개발 사업 중심의 SK이터닉스 등이 주요 대안으로 고려될 수 있는 상황.</p>

미국 주식시장에 미치는 Factor 점검

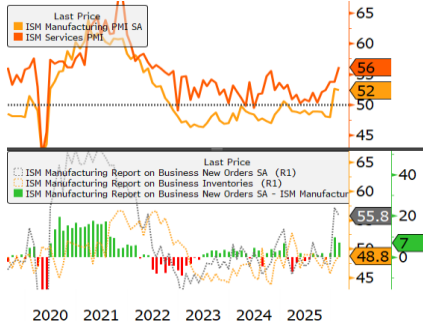
전월 점검

Factor	Base 시나리오	영향(예상)	영향(실제)	의견
매크로	제조업 사이클 회복	긍정	중립	성장 탄력은 유지되지만 인플레이션 완화 속도가 더딘 구간 1월 CPI는 헤드라인 2.4%, 코어 2.5%로 12월 대비 둔화됐지만, 2월 말로 갈수록 생산자물가와 유가 재상승 우려가 다시 부각되며 연준의 조기 완화 기대는 후퇴
실적&밸류에이션	밸류에이션 조정으로 부담 완화 + EPS 상향 지속	긍정	부정	Q4 실적: S&P 500 기업 중 73%가 EPS 컨센 상회, EPS 성장률 +14.2% (5분기 연속 투자릿수) 테크섹터가 전체 EPS 성장의 66%를 견인. 순이익률 13.2%로 2009년 이후 최고
이벤트	SCOTUS 관세 판결 + DeepSeek V4 압박	부정	부정	2/20 대법원 IEEPA 관세 위헌 판결(6:3) → 기존 상호관세 무효화. 트럼프 Section 122 근거 10~15% 글로벌 관세 재부과 엔비디아 실적이 양호했음에도 AI 투자 효율성과 소프트웨어 사업모델 훼손 가능성을 더 민감하게 반영, 중동 전쟁 확산이 유가와 금 가격을 밀어 올리며 리스크오프 강화

당월 전망

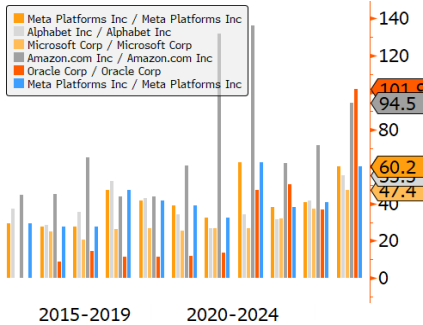
중립

[ISM 제조업 확장 vs 물가 압력]



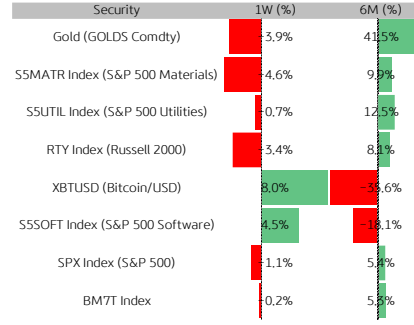
※ 출처 : 블룸버그, 202603

[S&P500 Q4 실적시즌 마무리]



※ 출처 : 블룸버그, 202603

[스타일 변화]



※ 출처 : Morgan Stanley, KB자산운용

매크로

Base scenario: (0) ISM 확장 지속. 관세비용전가 압력으로 연준 금리인하 기대후퇴

ISM 제조업 2개월 연속 확장(52.4): 신규주문(55.8), 생산(53.5) 확장 유지. 수주잔고 56.6('22.5 이후 최고), 수입 54.9('22.2 이후 최고)로 관세 앞둔 선제적 수입 급증

물가 지수 70.5 급등(1월 59, '22.6 이후 최고): 철강·알루미늄·관세가 전체 밸류체인 가격 상승 견인. 고용 29개월 연속 수축(48.8), 45% 기업이 채용 대신 인력관리 모드

고객재고 38.8('Too Low', '22.6 이후 두번째 최저) → 향후 생산에 긍정 신호. 다만 Section 232 관세로 美 제조업체 원가 세계 최고 수준 → 수요·수익성 역풍(운송장비 업체)

실적 & 밸류에이션

Base scenario: (+) Q4 실적 호조 마무리. 26년 EPS 성장 +14.7% 전망 → 밸류에이션 정당화 구간

Q4 '25 EPS +14.2%(YoY): 시즌 초 예상(+8.3%) 대폭 상회. IT·커뮤니케이션이 성장의 66% 견인. 순이익률 13.2%로 사상 최고

CY26 EPS 성장 +14.7% 전망(FactSet): Forward P/E 21.6배로 5년 평균(20.0) 상회하나, 연말 대비 소폭 하락. 실적 호조로 밸류 부담 점진적 완화

이벤트

Base scenario: (-) 오일 공급/관세 정책 불확실성

구분	2022년 러시아-우크라이나	2026년 호르무즈 위기
차단 에너지원	중동 파이프라인 가스	원유+LPG+LNG 등시
영향 지역	유럽 중동	아시아-유럽 광범위
TTF 페르	<300\$/MWh	현재 <50\$/MWh (초기 단계)
유가 상승폭	-60% (수개월)	여지 제한적
공급 우회 가능성	러시아 원유→아시아 우회 가능	대체 원유로 미 제한적
전개 속도	수개월간 점진적 완화	수일 내 급격한 차단
유럽 대비 대체	러시아 가스 40% 의존	LNG 인프라 확충 완료

사모신용대출 시장의 핵심 리스크는 소프트웨어 섹터 익스포저와 AI 확산에 따른 차주별 펀더멘탈 재평가에 있음
시스템 리스크로 해식X - BDC 레버리지가 대략 2배 수준으로, 금융위기 이전 금융시스템의 과도한 레버리지와 비교할 경우 낮음(높은 후순위 완충 구조로 인해 은행시스템 전반으로의 전염 가능성은 제한적, 최근 수년간 기업부채/GDP 비율은 5년 연속 하락)

중국 주식시장에 미치는 Factor 점검

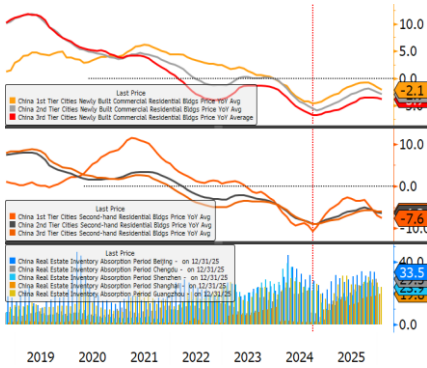
전월 점검

Factor	Base 시나리오	영향(예상)	영향(실제)	의견
매크로	춘절 변수: 유동성·데이터 왜곡·변동성	중립	부정	2월 제조업 PMI 49.0으로 하락(1월 49.3). 춘절 연휴(2/15~23) 영향으로 2개월 연속 수축
실적&밸류에이션	퀄리티 점검	긍정	긍정	AI 모델 대거 출시(DeepSeek V4, Zhipu GLM-5, ByteDance Doubao 2.0 등) → 중국 AI 생태계 급성장
이벤트	양회(전인대/정협) 선반영	긍정	중립	양회 3/4~3/11 개최. 성장 목표 4.5~5% 전망(하향). 제15차 5개년 계획(2026~2030) 발표 예정 SCOTUS IEEPA 판결로 대중 관세 실질 인하 → 중국 협상력 강화. 트럼프 방중(3/31~4/2) 예정

당월 전망

긍정

[부동산 정책 강화 기대]



※ 출처: Bloomberg, 2026/3/5

[중국 AI 생태계 급성장]

DeepSeek to release long-awaited AI model in new challenge to US rivals

Chinese AI group has worked with Huawei to cut reliance on Nvidia chips

[양회 정책 기대와 성장목표]

항목	2025년	2026년
GDP 성장률	~5%	4.5~5%
CPI	~2%	~2%
재정적자(GDP 대비)	4.0%	4.0%
도시 신규 고용 (만 명)	>1,200	>1,200
특별국채(역위안)	4,400	4,400

※ 출처: UBS정리

매크로

Base scenario: (0) 춘절 후 경기 회복 모니터링. PMI 괴리(공식 49.0 vs Caixin 52.1) 해소 여부

공식 PMI 49.0 vs Caixin 52.1 괴리: 춘절(2/15~23, 역대 최장) 영향. 3월 데이터로 실제 경기 판단 필요

대기업 PMI 51.5(+1.2)로 확장, 중소기업 44.8~47.5 수축 지속. 기업 규모별 양극화 심화

기업 경기전망지수 53.2로 반등(1월 52.6). 춘절 후 생산 재개 기대감 반영

실적 & 밸류에이션

Base scenario: (+) AI 모델 경쟁 격화 → 중국 테크 밸류 리레이팅. 양회 후 정책 수혜 섹터 주목

AI 모델 대량 출시: DeepSeek V4(1조 파라미터), Zhipu GLM-5, ByteDance Doubao 2.0 등 공개 예정

하이테크 제조업 PMI 51.5로 13개월 연속 확장. '25년 하이테크 산출 +9.4%(YoY). R&D 투자 GDP 대비 2.8%

광고·커머스(내수 체감): 리커창 총리, AI 전면 산업 적용 촉구. 반내권 캠페인으로 가격전쟁 억제 → 마진 정상화 기대

플랫폼 가격 경쟁(마진)특히 '가격전쟁 억제'가 규제·산업구조 측면에서 마진 정상화로 이어질지가 쟁점

이벤트

Base scenario: (+) 양회 15차 5개년계획 + 트럼프 방중(3/31) → 무역·기술 정책 방향성 주목

양회(3/4~3/11): 성장 목표 4.5~5% 전망. 15차 5개년 계획 발표(기술 자립, 내수 소비 부양, 부동산 안정화 핵심)

재정적자율 ~4%(GDP), 초장기 특별국채 1.5조 위안 발행 전망. 소비 부양 구체적 방안 주목

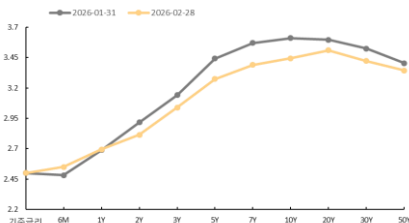
트럼프 방중(3/31~4/2): IEEPA 위헌 후 관세 실질 인하. 무역 휴전 연장 및 미국산 제품 구매 협상. 중국 협상력 우위

국내 채권

전월 점검

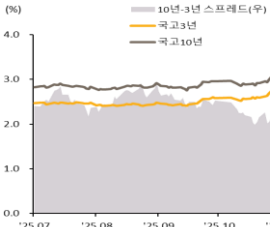
Factor	예상	실제	리뷰
금리	중립	하락	채권 금리 하락: 국고채 3년(3.04%, -10.2bp), 10년(3.445%, -16.6bp), 30년(3.422, -10.3bp). 월초 반도체 주도의 경제성장 상향 기대감이 커지는 가운데 금리 인상 가능성을 프라이싱하며 상승세를 보였으나 한국은행의 구두 개입과 비둘기파적이었던 2월 금융위 결과로 금리는 하락세로 전환
커브	박스권	플래트닝	수익률 곡선 플래트닝(Flattening): 단기 금리 하락, 장기 금리 하락. 국고 3년-10년간 금리차 축소(+40.5bp: 전월비 -6.4 bp), 10년-30년 역전폭 축소(-2.3 bp: 전월비 +6.3 bp). 장기채 상대적 강세 원인: 기준 금리 인상 우려감 감소, 글로벌 금리 곡선 플래트닝에 동조
크레딧	스프레드 축소	스프레드 확대	크레딧 채권 약세: 주식시장으로의 자금 이탈에 따른 크레딧 펀드 판매 지속, 채권시장 변동성 확대에 크레딧 스프레드 확대(회사채 AA- 3년물 기준 60bp: 전월비 +9bp)

[월간 금리 변화]



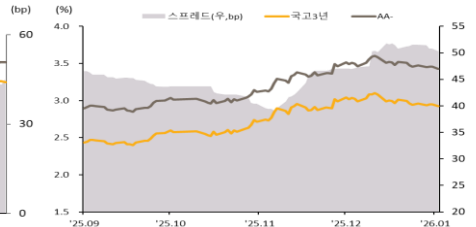
※ 출처: 연합인포맥스

[장단기 커브 추이]



※ 출처: 연합인포맥스

[크레딧 스프레드 추이]

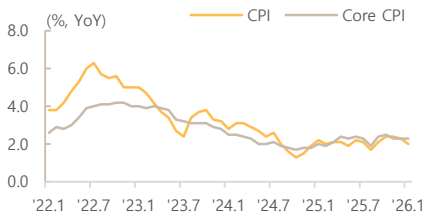


※ 출처: 연합인포맥스

당월 전망

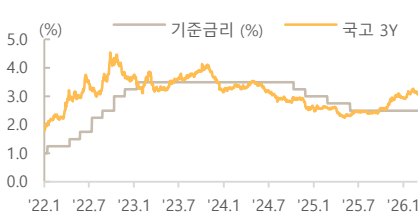
Neutral

[한국 물가 추이]



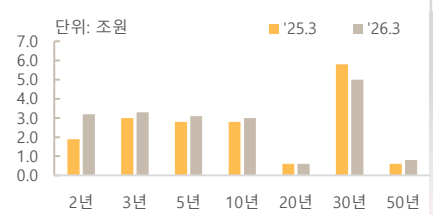
※ 출처: 통계청, KB자산운용

[한국 기준금리 및 국고 3년 금리 추이]



※ 출처: 연합인포맥스, KB자산운용

[3월 국고채 발행 계획]



※ 출처: 기획재정부, KB자산운용

Fundamental

Base scenario : 반도체 및 IT 수출 호황 지속, 고용 둔화로 내수 흐름 약세 국면

반도체 및 IT 수출 호조 이어지며 2월 수출액은 674.5억 달러 기록, 전년동월비 +29% 증가와 함께 상승 흐름이 지속되고 있음. 1월 소비자물가지수는 국제유가 하락에 따라 석유류 가격 상승세가 5개월만에 멈추고 농축수산물 가격 상승세 또한 둔화함에 따라 최근 상승폭 대비 낮은 2.0%를 기록해 예상치 부합, 당분간 2%대 안정적 흐름을 전망. 청년층, 제조업, 건설업 취업자 감소세 이어지며 수출 경기와 대조적으로 내수 회복 동력은 일정 기간 약세 지속 판단.

미국-이란 갈등 등 중동 정세와 유가에 따라 크게 등락을 보이는 장세 이어질 것으로 예상되는 가운데, 고유가 장기화 시 물가 상승, 성장 둔화로 이어지며 경제 성장 하방 리스크는 확대. 호르무즈 해협 봉쇄 및 인프라 파괴 등으로 인한 고유가 상황 모니터링.

Monetary Policy

Base scenario: 국내 기준금리 동결 기조 지속, 신점도표상 인상 가능성 ↓

금통위에서 향후 6개월 내 기준금리의 방향이 동결임을 시사. 반도체를 중심으로 한 수출 호조에 따른 경기 하방 리스크가 축소되었고 부동산 가격 안정 및 가계대출 등을 고려하여 기존의 기준금리 동결 스탠스를 당분간 이어갈 것으로 예상. 환율은 당국 및 주요국들의 적극적인 방어 의지로 다소 변동성이 축소되고 있어 국내 인상 사이클 전환 가능성은 다시 축소될 것으로 예상.

1월 FOMC에서는 기준금리 동결. 연준은 그동안 고용 하방 리스크를 감안하여 연속으로 기준금리 인하를 지속. 이번에는 연속 금리 인하에 따른 리스크와 물가 자극 가능성 등을 고려하여 기준금리 동결. 의장 후보자인 케빈 워시는 과거 QE에 부정적인 의견을 드러내어 매파적 인사로 인식되었으나 실제 임기에서는 온건한 모습을 보일 것으로 전망.

Supply & Demand

Base scenario : WGBI발 선제적 수급, 외인 선물 및 국민성장펀드 관련 발행량 모니터링

국고채 금리는 4월 WGBI 펀입 등에 따른 추가 수요 유입 예정으로, 3월중에 선제적 수요와 함께 하락 안정될 여지 있다고 판단됨. 다만 위험자산 강세로 수급상 부정적인 환경 감안 시 하방 경직적인 레인지 흐름 보일 가능성 상존. 2월 중 외인은 지속적으로 국채선물 3년 매도, 국채선물 10년 매수 포지션을 쌓으며 3~10 플래트닝 포지션을 구축. 3년 선물 순포지션 추정치가 솟으로 전환된 것은 24년 6월초 이후 처음으로 집계. 금통위 이후 스티프닝 포지션 나타난 가운데 3월 중 포지션 전환 모니터링 필요.

국민성장펀드에 산업은행 등이 75조원 가량 출자할 예정으로, 5년에 걸친 출자로 시장 영향은 당장 크지 않을 수 있으나, 전반적인 정부정책 기조와 정책 자금 수요가 특수/특은채 등 발행 확대에 이어질 우려 상존하며 모니터링 필요.

크레딧 채권 전망

요인 분석

구분	예상	코멘트
펀더멘털	(+)	<ul style="list-style-type: none"> 주요 기업들의 잠정실적 대체로 양호한 흐름 보이며 전반적인 크레딧 펀더멘털 기반은 견조. 석유화학 사업 재편 1호(HD,롯데)가 실제 승인됨에 따라 산업 전반의 공급 과잉 우려 완화 기대.
수급	(0)	<ul style="list-style-type: none"> 여전채 및 회사채 모두 조달 환경 변화에 대응해 순상환 중이며, 3월에도 공급발 수급 부담은 크지 않을 전망. '첨단전략산업기금채권' 본격 발행 예정. 정부가 발행시기 조절 예정이나 잠재적 공급요인으로 모니터링 필요..
밸류에이션	(+)	<ul style="list-style-type: none"> 국고 금리 변동성이 커진 상황 속 높아진 크레딧 절대 금리 매력에 대기 수요를 자극할 수 있을 것으로 예상. K-점도표 통해 금리 '동결 우세'가 확인됨에 따라, 자본차익보다는 이자수익 확보가 유리한 크레딧 선호 예상.
기타	(+)	<ul style="list-style-type: none"> 한은 금융시장국장이 현 기준금리 대비 국고3년 3.2% 넘는 것은 상당히 높은 수준이라 언급. 미-이란 전쟁 장기화에 따른 유가/운임 상승 우려 및 국내 건설사 해외 프로젝트 차질 여부 모니터링 필요.

섹터 전망

구분	전월말(bp)	전망(bp)	전망
특수채	34.3	20~35	<ul style="list-style-type: none"> 한전 순상환 기조 및 정부의 공적채권 발행 축소 방침에 힘입어 3월에도 수급 부담 완화 예상. 5년 등 장기 구간에서도 일부 대기수요 확인. 지표 수준 내외에서 원활한 소화 흐름 전망.
은행채	32.7	25~40	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 수신 유입으로 시중은행 선제적 조달 필요성 감소. 특은 순상환 기조로 수급 여건 양호. -1년물 내외 단기구간을 중심으로 수요가 유입되며 스프레드 강세 흐름 가능할 것으로 전망.
여전채	68.2	50~70	<ul style="list-style-type: none"> 대규모 투매 진정 및 여전사들의 순상환 기조에 힘입어 2년 이하 단기구간 중심 강세 예상. 레포펀드 발 가파른 스프레드 축소 기대하기 어려우나 공급 감소로 인해 확대 압력은 제한적.
회사채	59.4	45~60	<ul style="list-style-type: none"> 2월에 이어 3월에도 이례적인 순상환 기조 이어질 것으로 전망. 발행사들 신중한 조달 분위기. 석화/건설 등 비선호 업종 경계감은 여전. 전체적인 조달 축소로 유통시장 내 소화 흐름 양호.

당월 채권투자 전략

요인 분석

구분	시행전략	근거
듀레이션	Neutral	비둘기파적인 2월 금통위 결과 정책금리 인상에 대한 부담감이 감소하였으나, 미국-이스라엘의 이란 공습에 따른 유가 및 환율 상승으로 불확실성 확대. 호르무즈 해협 봉쇄나 중동지역내 에너지 인프라 파괴로 고유가 상황이 장기화되면 채권시장의 변동성이 크게 확대 될 것으로 예상
커브	Flat	장단기 스프레드는 미국-이란 전쟁으로 인한 유가 압력에도 불구하고, 경제성장률 부담과 미국 시발 리스크오프 가능성 감안 플레트닝 전망. 4월 WGBI 편입을 앞두고 수급 여건도 개선될 것으로 예상. 향후 추경 언급 가능성에 대해서는 모니터링 필요
크레딧	Overweight	정부의 공적기금 6조 축소 발표 이후 공사채 수급 부담은 다소 완화. 금리 인상 가능성 제한적인 가운데 높아진 크레딧 스프레드로 인한 캐리수요가 크레딧 약세 압력을 제한할 전망. 유가, 운반비 상승 등 미국-이란 이슈는 크레딧 부담 요인으로 향후 동향은 모니터링 필요

전략 강도

Strategy	강도				
	(-)(-) Steep	(-) <-	0 Neutral	(+) ->	(+)(+) Flat
듀레이션			0		
커브				0	
크레딧 비중				0	

주요 금리 전망

기준 금리	국고 3년	국고 10년	국고 30년	국고 3년-10년 스프레드
2.50%	3.00% ~ 3.30%	3.45% ~ 3.75%	3.40% ~ 3.70%	30bp ~ 50bp

* 음영은 전월 투자전략

해외 채권

전월 점검

Factor	Base 시나리오	영향(예상)	영향(실제)	리뷰
매크로	고용 둔화와 물가 안정	중립	하락	미국 1월 고용이 컨센서스를 크게 상회했으나, 이후 발표된 미국 1월 CPI가 예상을 하회하자 금리 상승은 일시적으로 그침. 여기에 AI 고평가 부담 속 미국 소프트웨어 기업 중심의 위험자산 조정과 영국 MFS 파산, 이란 전쟁 위기가 안전자산 선호를 확대시켜 미국채 금리 하락 마감
통화정책	ECB/BOE 2월 동결	중립	하락	주요국 간 통화정책 차별화 심화. 매파 성향 케빈 위시의 차기 연준 의장 지명 및 RBA 금리 인상으로 글로벌 긴축 경계감 지속. 반면, ECB는 라가르드 총재의 조기 사임설이 제기되었고 BOE는 금리 인하 가능성을 열어둠
IG 크레딧	스프레드 확대	중립	중립	빅테크 기업들이 AI 인프라 확충을 위해 발행 시장을 주도하며 공급 압력을 가중시킴. 한편, Blue Owl의 환매 중단 사태 등 사모신용 리스크가 전이되며 투자 심리가 일부 위축되었으나, 높은 절대 금리 수준을 겨냥한 대기 수요가 유입되며 스프레드의 과도한 확대를 방어함

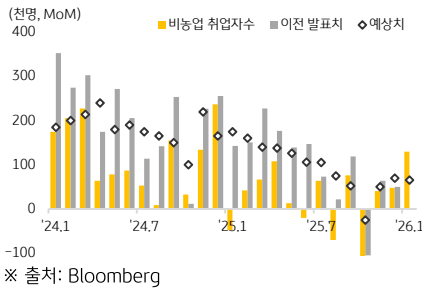
당월 전망

듀레이션 확대 & 장단기 중립 & 크레딧 포지션 중립

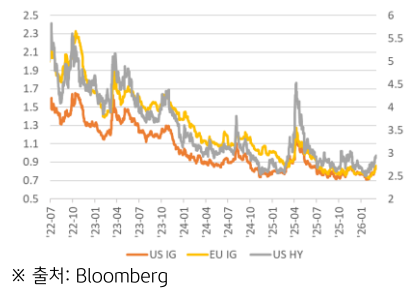
[미국 에너지 CPI 상승률 vs. WTI]



[미국 비농업 취업자수 예상 상회]



[크레딧 스프레드 추이]



매크로

Base scenario : 이란 공습으로 인한 유가 상승 리스크

(미국) 이란 사태 전개에 따른 유가 추이가 중요. 호르무즈 해협 전면 봉쇄 가능성이 낮아 WTI 80달러 내외 안착이 중론이나, 상황 급변 시 오버슈팅 가능성 상존. 유가 상방 압력이 기대 인플레이션과 금리 하단을 동시에 자극할 수 있어 모니터링할 계획

(유럽) 이란발 글로벌 금리 상방 압력에 동조화되겠지만, 독일은 산업용 전기료 감세가 물가 충격을 일부 흡수할 전망. 반면, 영국은 봄 예산안 발표 이후 gilt 오버행과 재정 건전성 우려가 중첩되어 변동성이 보다 클 것으로 예상

통화정책

Base scenario: 통화정책 차별화

(미국) 연준 3월 동결 전망. 노동시장은 견조하나, 이란 전쟁 발 유가 상승과 관세 전가 등 물가 경계감은 확대됨. 따라서 추가 인하에 나서기보다는 시장 추이를 살피는 관망세를 유지할 전망

(유럽) ECB 3월 동결, BOE 3월 인하 전망. ECB 인사들은 정책적 여유를 재차 강조하며 신중한 스탠스 유지. 반면, BOE는 실업률 상승과 물가 안정을 반영해 경기부양성 인하에 나설 가능성이 큼

크레딧

Base scenario : 스프레드 확대 전망

(IG) 약보합 국면 예상. 금리 하락에 따른 발행 증가 가능성 및 수급 부담으로 인한 완만한 스프레드 확대 압력이 지속될 전망

(HY) 스프레드 확대 기조가 당분간 이어질 것으로 예상. 다만 이란 사태 전개 양상에 따라 스프레드 축소 요인으로 작용할 수 있어 전악후강 움직임 전망

투자 전략

Strategy	강도				
	(-)(-) Steep	(-) <-	0 Neutral	(+) ->	(+)(+) Flat
듀레이션				0	
커브 포지셔닝			0		
크레딧 비중			0		

듀레이션 확대 & 장단기 중립 & 크레딧 포지션 중립

- (듀레이션) 안전자산 선호 + 절대적인 밸류에이션 매력도
- (장단기) 연준 인하 + 재정건전성 우려로 커브 스티프닝
- (크레딧) 중립 유지하며 모니터링. 약보합 수준 움직임 전망

국가/섹터별 채권시장 선호도

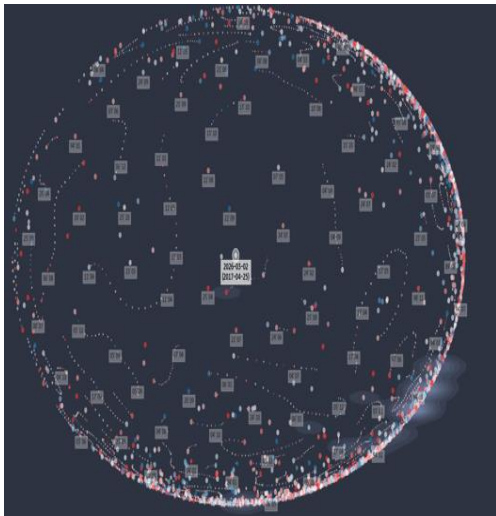
지역 / 섹터	투자의견					시장전망 및 전략
	(-)(-)	(-)	0	(+)	(+)(+)	
미국						- 이란발 지정학적 리스크에 따른 유가 상방 압력이 기대 인플레이션과 금리 하단을 지지하는 가운데, 견조한 고용지표로 인해 연준의 관망세가 지속될 가능성이 큼. 이에 3월 FOMC에서는 금리 동결과 더불어 점도표를 통해 'wait-and-see' 기조를 재확인하며 시장의 조기 인하 기대를 제약할 것으로 보임. 다만, 향후 지정학적 리스크 완화가 가시화될 경우 금리도 재차 하향안정화될 것으로 전망
유럽						- 유로존 2월 CPI가 서비스 물가 중심으로 예상을 상회하며 인플레이션 경계감이 지속되는 가운데, 최근 ECB Wage Tracker의 반등세 또한 ECB의 신중한 스탠스를 뒷받침. 이에 ECB는 3월 동결과 함께 정책적 여유를 강조하며 임금 지표 확인을 우선시할 것으로 예상. 다만, 독일은 2026년에 시작된 산업용 전기료 감세가 물가 충격을 일부 흡수하고 있어, 타 국가 대비 금리 상승폭은 제한될 것으로 예상됨
영국						- 영국 봄 예산안에서 발표된 gilt 공급 물량이 예상을 상회하면서 재정 건전성 우려 및 공급 오버행 부담이 금리 하단을 지지. 한편, OBR이 성장률을 하향조정하는 등 실물 경기 둔화 우려가 커지는 양상. 이에 따라 BOE는 물가 안정과 실업률 상승을 근거로 3월에 금리 인하를 단행할 것으로 예상됨. 재정 우려와 경기 하방 압력이 상존하면서 타 지역 대비 금리 변동성이 확대될 것으로 보임
아시아						- [일본] 2026년 춘투의 3년 연속 5%대 임금 타결 여부가 중요할 것으로 예상. 다카이치 총리의 확장재정 우려가 지속되는 상황이나, 강한 임금 인상이 확인될 경우 BOJ 추가 인상의 결정적 근거가 될 것으로 보임 - [중국] 2026년 양회 GDP 성장률 목표(4.5~5.0% 예상) 하향은 체질 개선 및 리플레이션의 일환이며, GDP 디플레이터가 반등함에 따라 금리 하락 가능성은 제한적임. 또한, 통화정책 측면에서는 보편적 부양보다는 전략 섹터 중심의 선별적 인하 기조가 지속될 전망
기타 이머징						- EMBI 스프레드가 계속 축소되어 밸류에이션 부담이 커진 상황. 또한, 이란 발 유가 상승이 현실화될 경우, DM 국가들보다 물가 부담이 크기 때문에 금리 상승폭이 클 것으로 예상
IG 회사채						- 금리 하락에 따른 발행 증가 가능성 및 수급 부담으로 완만한 스프레드 확대 압력이 지속될 전망. 다만 IG는 HY 및 론 대비 AI 피해 섹터 노출이 제한적이므로, 업인퀄리티 자금 유입이 지속되어 상대적 강세 기조는 유지될 것으로 예상. 이란 지정학적 리스크 확대 시 국제금리 급락 및 스프레드 급확대를 동반한 돌발 변수로 작용할 가능성에 유의 필요
HY 회사채						- AI 섹터 불안으로 스프레드가 확대되고 CCC등급을 중심으로 신용 압력이 가시화된 가운데, 중동 리스크 확대에 따른 리스크 회피 심리 강화로 스프레드 확대 기조가 당분간 이어질 것으로 예상. 다만 이란 사태 전개 양상에 따라 불확실성이 점진적으로 해소될 경우 리스크 심리 개선이 스프레드 축소 요인으로 작용할 수 있어 전약후강 흐름을 전망함

AI 시장전망 by KB Anderson

시장상황 및 AI 시그널 분석

- 3월 글로벌 증시는 변동성을 동반한 강보합 흐름지속을 전망. 전세계적으로 밸류에이션 부담이 높아지고 있는 상황에서 AI CAPEX 수혜주를 중심으로 견조한 이익이 예상되는 미국 위주의 상승을 예상
국내 증시는 큰 폭의 상승 이후 글로벌 불확실성과 맞물리면서 속도조절 및 숨고르기 국면에 직면할 것으로 예상되나 AI CAPEX 수혜 이익 모멘텀과 정책 모멘텀 등 펀더멘털에서는 여전히 긍정적
- AI는 시장이 AI 투자 주도의 성장을 지속할 것으로 판단하며 경기 연착륙 여부 관망세 잔존에 따라 변동성을 동반한 강보합 흐름을 전망
채권 듀레이션은 중립, 국채 중심의 전략 유효. 3월 주요 중앙은행 회의의 다수 예정된 가운데, 미국, 유럽, 일본 중앙은행 모두 시장 컨센서스대로 금리 동결 전망. 금리는 당분간 박스권 내에서 움직일 것으로 전망
- 국내 섹터의 경우 산업재, 금융, 소재 업종이 상대적으로 양호할 것으로 예상하고 있으며, 유틸리티, 통신, 필수소비재 업종의 경우 월말 기준 변동성 가능성에 지속적 관찰이 필요할 것으로 판단

시장분석(AI 유사국면 분석)



※ 유사국면 분석

- 방대한 금융 데이터를 활용하여 AI 기반 머신러닝으로 금융시장 국면 판단
- 매 시점 금융데이터를 AI 기법을 이용하여 압축하여 2차원 좌표평면으로 표시
- 현재 시점의 2차원 좌표와 근접한 시점을 현재와 유사한 국면으로 정의하고 이를 분석

과거 유사일자 및 유사국면 분석

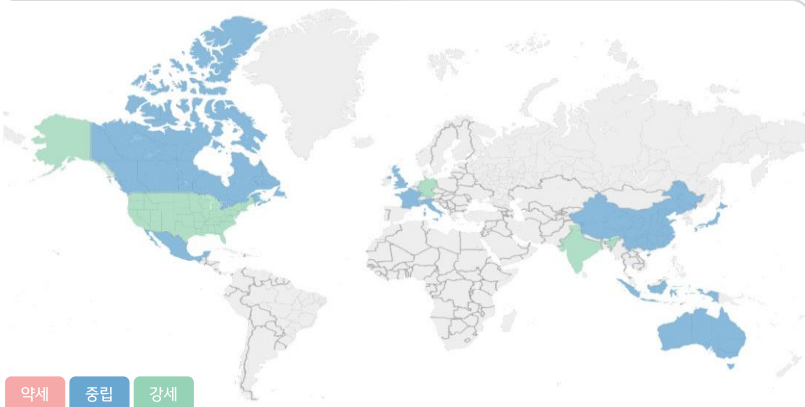
1) 2017년 4월
트럼프 1기 출범 이후 감세/규제 완화 기대 속 마크롱 후보 승리로 프랑스의 '프렉시트' 우려 해소에 따른 리스크온 심리 강화됐던 시기
2) 2023년 5월
미국 지역은행 불안 진정되는 가운데 부채한도 및 높은 물가 부담 잔존하여 AI 수혜 대형 기술주만 강세인 극도로 협소한 밸리 국면
3) 2024년 6월
AI는 시장이 AI 투자 주도의 성장을 지속할 것으로 판단하며 경기 연착륙 여부 관망세 잔존에 따라 변동성을 동반한 강보합 흐름을 전망

AI 시장분석 결과

AI는 시장이 AI 투자 주도의 성장을 지속할 것으로 판단하며 경기 연착륙 여부 관망세 잔존에 따라 변동성을 동반한 강보합 흐름을 보일 것으로 전망

구분	자산군	투자 매력도		
		하	중	상
주식	미국			상
	선진국		중	
	이머징			
채권	단기채권(미국)		중	
	단기채권(한국)		중	
	이머징국채		중	
	하이일드		중	
대체투자	리츠		중	

글로벌 개별국가 AI분석



국내섹터 AI분석

상대적 약세

통신서비스

필수소비재

유틸리티

상대적 중립

의료

에너지

IT

경기소비재

상대적 강세

금융

산업재

소재

약세 중립 강세

※ KB자산운용 준법감시인 심사필 '투자정보 2026_363'

※ 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자 프로세스는 현재의 시장 상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.

※ 당사는 관련 법령에 허용된 범위 내에서 투자 전략 및 투자 프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.

※ 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보장이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 KB자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.

※ 본 자료를 KB자산운용 임직원 외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.

※ 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대역할 수 없습니다.
