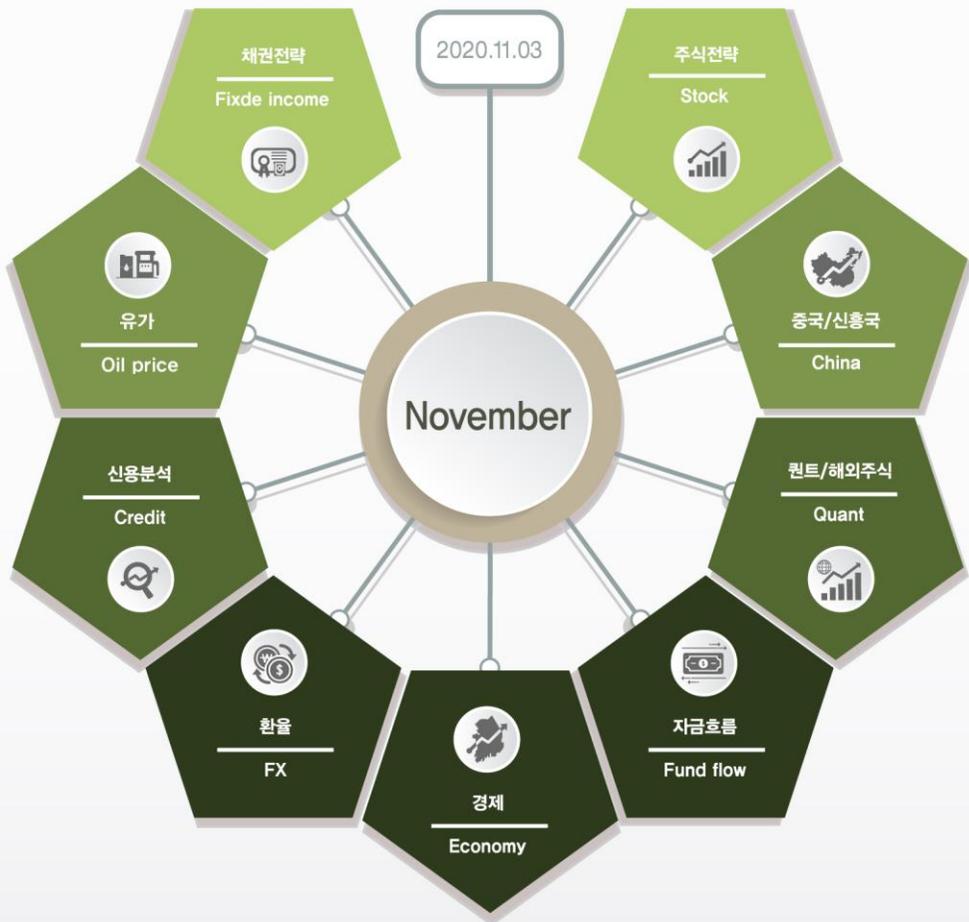


ONE POINT ASSET VIEW



채권/FX전략	문홍철	국내/해외크레딧	유승우	중국	김선영	퀀트/해외주식	설태현	유가	한승재
		주식전략	강현기	경제	박성우	자금흐름	강대승	연구원	박경민

DB MACRO 11월

과도한 확신과 반대 시나리오의 리스크 헤지

미 대선 불확실성이 어느 때보다 높은 반면 바이든 트레이드(약달러, 장기채 금리 상승)는 이미 금융자산 가격에 선반영되어 있다. 바이든 트레이드에 편승해서 얻을 수 있는 수익 대비 정반대 시나리오가 현실화되었을 경우 리스크가 크다. 또는 블루웨이브 시나리오가 현실화된다고 하더라도 오히려 차익실현이 출회될 수 있다. 대선보다 중요한 상원선거 여론조사 결과는 더욱 박빙이다. 그 외에도 후보자가 대선에 불복한다거나 대선 이후 미국내 소요사태 발생 등의 리스크 시나리오 들이 있다. 이들 대부분은 바이든 트레이드의 정반대로 시장 가격을 움직일 수 있는 요소들이다. 다행인 점은 리스크에 대비할 보험료가 싸다는 것이다. 대선 이외에도 글로벌 확진자수 급증 추이는 새로운 경기둔화 우려를 낳고 있다. 이미 ECB는 강력한 통화완화 정책을 예고한 상태이다. 이 때문에 최근 달리는 유로화 대비 강제 흐름이다. 강달러는 곧 다플레 우려를 낳는다. 요컨대 바이든 트레이드에 편승하는 것은 수익기회보다는 리스크 노출이 크다. 이에 대비한 헤지방안을 마련할 필요가 있다.

연말 국내외 주식시장의 변동성이 확대될 것으로 예상된다. 실적 호조는 선반영된 반면 역사적 최고 수준의 밸류에이션은 부담스럽다. 미국 대선이나 코로나 확진자수 증가로 인한 변동성 확대가 고밸류에이션과 맞물리면서 조정의 트리거가 될 수 있다. 금리와 외환부문에서 리스크에 대비한 보험 전략은 미국채 또는 US IRS 10/30년 플래트너, US 초장기 리시버 스왑션, 달러 인덱스(DXY) 콜옵션 또는 유로/달러 풋옵션 등이다. 외화 초장기물은 옵션의 성격에다가 달러 강제 전환시 포트폴리오 위험을 낮춰준다. 단 리스크 확대시 국내외 장기채권과 크레딧은 중장기적으로 안정될 상황을 염두에 두고 매수관점으로 접근하자. 중국은 연말까지 소비시즌이 이어지면서 비교적 우호적인 펀더멘털을 유지할 것이다. 불확실한 금융시장에 중국이 일시적인 피난처 역할을 해 줄 수 있다.

DB 매크로 전망

분야		3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	2020E	2021E	2022E
경제/FX	국내 GDP(%QoQ)	1.9	0.8	0.6	1.0	0.9	-	-	-
	국내 GDP(%YoY)	-1.3	-1.7	0.2	4.4	3.3	-1.1	2.7	2.5
	국내 CPI(%YoY)	0.6	1.1	1.0	2.0	1.6	0.7	1.3	1.4
	달러-원	1,187	1,136	1,137	1,150	1,160	1,184	1,156	1,179
	100엔-원	1,119	1,074	1,075	1,085	1,094	1,074	1,113	1,113
채권	국내 기준금리(%)	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	미국 기준금리(상단, %)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	국고채 3년(%)	0.85	0.88	0.86	0.83	0.81	0.97	0.83	0.76
	국고채 10년(%)	1.41	1.45	1.42	1.39	1.36	1.47	1.37	1.19
	회사채 AA- 3년(%)	1.50	1.49	1.45	1.38	1.33	1.58	1.38	1.24
원자재	상단		45	45	50	55	50	55	50
	WTI 유가(USD/bbl.)	41							
국내주식	상단		2,404	2,250	2,150	2,200	2,443	2,250	-
	하단	2,301	2,050	1,950	1,800	1,900	1,457	1,800	-
	상단		874	820	780	800	899	820	-
	하단	825	650	600	550	570	428	550	-
	코스피 추가지수								
	코스닥 추가지수								
해외주식	상단		3,600	3,500	3,400	3,500	3,600	3,500	-
	하단	3,316	2,900	2,900	2,800	2,900	2,200	2,800	-
	상단		3,500	3,400	3,300	3,400	3,900	3,400	-
	하단	3,287	2,900	2,800	2,700	2,800	2,300	2,700	-
	Stoxx 50								
	상단		3,500	3,700	3,700	3,800	3,600	3,700	-
하단	3,312	3,100	3,100	3,100	3,100	2,600	2,900	-	
상해종합지수									

자료: DB금융투자

주: 환율, 금리, 유가, 추가지수는 기간 평균치 기준, 기준금리는 가말 기준

2020년 11월 DB-FI 자산전략 로드맵

		Key Word / Market Driver	Comment
Economy	국내	<ul style="list-style-type: none"> - 9월 산업활동 (10/30) - 10월 수출입 (11/1) - 한국은행 금통위(11/26) - 10월 산업활동 (11/30) 	3분기 국내 경제는 코로나 재확산으로 인한 소비 부진에도 예상보다 강했던 글로벌 경제 회복세로 대외수요를 중심으로 호조를 보임 4분기에는 내수와 외수의 양상이 3분기와는 반대의 흐름으로 전개될 전망 10월 이후 국내의 경우 사회적 거리두기 단계가 완화된 반면 유럽을 중심으로 코로나 재확산이 심화되며 이동제한 조치가 강화되고 있기 때문 그에 따라 4분기 국내 경제는 민간소비 반등 및 수출 회복 둔화 흐름이 나타날 전망
	해외	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 대선 (11/3) 결과 및 우편투표 개표 진행 상황 - 코로나19 백신 및 치료제 개발 진행 상황 - 미국 재정 부양정책 합의 여부 - 미국 10월 고용보고서 (11/6) - FOMC(11/6, 한국시각) - FOMC의사록(11/26, 한국시각) 	<p>세계경제는 3분기 강하게 반등했으나 이후는 북반구 동절기 도래에 따른 코로나 재확산 리스크, 각국의 부양정책 여력 소진으로 회복 속도는 느려질 전망, 각국의 경기 회복력은 전염병 발병률과 억제 역량, 정책 대응 여력, 서비스업 및 외부수요 의존도에 따라 차별적 흐름을 보일 것 기본으로 내년에도 잠재 산출량을 밀도는 거시경제 환경이 지속될 전망</p> <p>미국은 대규모 통화/재정 부양으로 3분기 빠른 경기 회복력을 보임 2분기 중 근로/사업소득 감소분을 상쇄하고도 남을 만큼 정부로부터 대규모 소득 이전을 받은 가계는 대규모 저축을 누적하며 소비가 양호한 모습을 보였기 때문 향후 추가 재정 부양 공백에도 당분간 소비절벽 발생 가능성은 낮음, 다만 코로나 재확산 및 백신 불확실성 등으로 4분기 회복 속도는 둔화될 전망, 그럼에도 추가 정책 여력, 산업 및 노동시장 구조 측면에서 선진국 중에서는 미국의 경기 회복 속도가 빠르게 진행될 전망</p> <p>유로지역 경제는 3분기 큰 폭 반등에 성공했으나 코로나 재확산 심화로 4분기 경기가 다시 수축 국면으로 접어들 가능성이 높아진 상황, 사망률과 중환자실(ICU) 점유율은 지난 3~4월 1차 확산 당시 수준보다는 양호하지만 각국 정부에서 이동 제한 조치를 강화하며 서비스업 활동이 제약 받을 것으로 예상됨 10월 합성 PMI 예비치도 49.4로 떨어지며 4개월만에 위축 국면에 진입 12월 회의에서 ECB의 추가 완화 조치가 실시될 전망</p>
Fund Flows	국내외	<ul style="list-style-type: none"> - 코로나19 확산 추이 - 미국 대선 부양책 논의 - G20, APEC - 기업 실적발표 	코로나 19의 미국, 유럽에서의 확산이 심화되고 있으며 미국 대선 및 추가 부양책 논의 관련 불확실성 존재로 위험자산 선호 약화 북미 채권펀드로 28주 연속 자금 유입되는 등 선진국채권형 펀드로 자금유입 지속, 북미 주식시장에서의 자금 유출세는 이벤트 불확실성 해소된 이후 진정될 것으로 예상
FX/Fixed Income	국내외	<ul style="list-style-type: none"> - 바이든 트레이드의 되돌림 - 미국 추가 부양책 협상 - 공화당과 트럼프 지지자 결집 - 미국 대선 우편투표와 현장투표간의 괴리와 시차 - 기획재정부의 국고채 수요 확충 방안 논의 - 미국과 중국간의 성장률 격차 - ECB의 추가 부양책 가능성 - 한국은행 국제 매입과 기재부 바이백 흐름 - 외국인인 국채선물 매수 	<p>월간으로 미국 대선에 이목이 집중될 수 밖에 없는 상황 현재 금융시장의 프라이싱은 바이든 당선과 민주당의 상원 과반수 가능성을 80%가량 선반영하고 있는 것으로 보여짐 여기에다가 이를 이미 가정하고 추가 부양책까지 시나리오를 짜고 있음, 즉, 추가 부양책이 대선 이전에 합의되지 못한다면 내년 1월에 가서야 통과될 수 있다는 의미</p> <p>그러나 이러한 모든 시나리오는 상당한 기대감의 미스프라이싱을 내포하고 있는 것으로 추정됨 공화당과 트럼프 지지자들은 특성상 자신들의 지지 성향을 공개적으로 밝히기 꺼려하는 특성이 있음, 최근 트럼프의 코로나 감염 공화당의 열세 국면에서 보수층의 결집과 유권자 등록이 빠르게 늘어나고 있음, 이는 공화당과 트럼프 지지자들이 자신들의 열세를 극복하기 위한 노력의 일환일 것 따라서 지금도 2016년처럼 의외의 결과가 나올 수 있으며 우편투표의 특성을 고려할 때 선거 당일날은 트럼프가 상당히 선전할 가능성이 높음, 바이든 트레이드에 80%이상의 높은 가능성을 부여하여 프라이싱한다면 그 반대 결과가 나왔을 때 커다란 리스크에 직면할 수 있음, 이에 대한 헤지가 필요</p> <p>달러화 포지션에 대한 과한 숏포지션보다는 중립 상황에서 추이를 살펴볼 필요가 있음, 가능하다면 외환의 콜옵션, 주식의 풋옵션과 채권의 리시버 스왑션을 적극 활용하여 헤지 필요, 바이든 트레이드가 우세해 이들은 헤지 비용도 싼 편, 채권은 만기가 길어질수록 지체적으로 리시버 스왑션의 성격이 커지므로 포지션 확대가 바람직</p>

		Key Word / Market Driver	Comment
Equity	국내	<ul style="list-style-type: none"> - 밸류에이션 부담 - 경기 소순환 사이클 압박 - 투자 심리를 자극할 뉴스플로우 	연말 주식시장의 변동성이 확대될 전망. 1) 미국을 필두로 하여 대다수의 주식시장이 역사적으로 최고 수준의 밸류에이션을 기록하는 상황. 2) 주요국의 경기 소순환 사이클을 알리는 경제 지표들은 하락세로 전환하는 중. 3) 이와 같은 상황에서 투자 심리를 흔들 수 있는 뉴스플로우(정치 불확실성 및 코로나19 확진자 급증)가 거론될 수 있는 시기 즉, 근본적으로는 주식시장의 기저가 불안정한 상황에서 각종 이슈가 트리거로 작용할 여지
	해외	<ul style="list-style-type: none"> - Risk Off 국면 위치 - 미국 대선 불확실성 해소 - 경기 부양책 기대감 - 3분기 기업 실적 호조 - 밸류에이션 부담 일부 완화 	DB Risk Index는 0선 근처에서 등락을 거듭하며 시장 불확실성을 반영 중. 11월 미국 대선 불확실성 해소 이후 당선자의 대선 공약에 따른 섹터별 차별화는 있겠지만 대선 불확실성 해소는 긍정적인 요인. 대선 이후에는 재차 경기 부양책에 대한 기대감이 이어질 가능성이 큼. 3분기 기업 실적도 80%가 넘는 어닝 서프라이즈를 기록 중에 있어 실적 발표 직전 소폭 상황 조정된 시장 기대치를 충족할 것. 전년 동기 대비 이익의 감소는 4분기까지 이어질 것으로 예상되나 2021년부터는 실적 반등에 대한 컨센서스가 형성됨. 밸류에이션 부담이 일부 완화되었으나 최근 5년 대비 여전히 높은 수준에 있는 점은 부담 요인
중국	경제 및 주식	<ul style="list-style-type: none"> - 5중전회 결과 - 14차 5개년 계획 - 내수부양 - 광군절 소비 폭발 - 미중 갈등은 유지 - 위안화 강세 - 엔트그룹, 바이두 상장 	코로나 영향으로 중국 내 소득감소 영향이 있어 소비력의 회복속도가 완만하게 나타나고 있지만, 자동차와 화장품 중심의 보복소비가 출현 중. 또한 11월에는 광군절에 이어 12월 연말소비까지 그 흐름을 이어갈 것으로 판단됨. 중국의 3대 실물지표가 (+)의 흐름을 보이고 있으나 기업들의 생산둔화 우려와 이에 따라 제조기업들의 투자 속도가 더디게 나타나고 있어 아직까지는 정부 주도의 부양책이 끊기면 자생적인 경제회복을 논할 수는 없는 상황으로 판단됨. 이에 향후 부양책은 지속될 것이며, 이는 5중전회와 14차 개발 계획의 핵심인 내수부양이 될 것. 중국은 이미 대순환(쌍순환)을 강조하고 있음. 쌍순환은 2개의 순환고리로 국제대순환(수출)과 국내대순환(내수)을 지칭하는 말로 중국 내 공급망을 장악하여 해외 공급망 의존도를 낮추겠다는 의미로 해석됨. 결국 2021년 정책의 방향성은 내수이며, 2021년 중국은 내수 소비력의 회복이 전체 중국 시장 흐름과 나아가서는 글로벌 시장을 좌우하는 핵심이 될 것으로 판단됨. 중시는 미국 대선에 따른 불확실성은 다소 해소되었지만 중국의 추가 정책이 출시되는 연말까지는 박스권 흐름을 이어갈 것으로 보임. 11월은 광군절 관련 소비, 택배주, 홍콩으로 상장예정인 바이두와 11월 5일 A-H동시 상장되는 엔트그룹 흥행여부에 주목할 필요가 있음
Commodity	유가	<ul style="list-style-type: none"> - 경제 재개 - OPEC 감산 이행률 - 석유제품 재고 축소 - 수요 불확실성 	OPEC+ 감산 이행률은 102% 수준으로 여전히 높은 상황. 미국 허리케인 영향 및 업체들의 감산 영향으로 미국 원유재고 부담 역시 완화되고 있는 상황. 역시 허리케인 및 정거보수 영향으로 미국 내 석유제품 재고 부담 역시 완화 추세. 또한 최근 달러 약세까지 나타나며 유가 반등에 대한 후호적인 시장 환경이 조성되었으나 문제는 여전히 수요. 유럽/미국 코로나 재확산, 경기부양책 지연 등의 이슈로 수요 전망치는 추가 하향 조정될 가능성 높음. 즉 공급 측면에서의 긍정적인 요소와 수요 우려가 팽팽한 상황으로 유가의 단기 변동성은 크지 않을 것으로 판단
Credit	국내	<ul style="list-style-type: none"> - 계절적 비수기 진입 - LCR 규제 완화 연장 - 정부의 회사채 지원정책 	4분기는 크레딧 시장은 부클로징의 영향으로 계절적 비수기로 접어드는 시점. 다만, 상반기 스프레드 확대 폭이 매우 컸던 만큼 예년보다 4분기 약세 폭은 크지 않을 전망. LCR 규제 완화 연장으로 예년과 달리 은행채 공급물량 부담이 완화된 점도 긍정적으로 작용
	해외	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 대선 및 부양책 - 풍부한 유동성 - 장기간 유지될 완화적 통화정책 - 회사채 발행 물량감소 	미국 대선관련 불확실성과 부양책 타결 지연으로 위험자산 선호가 약화될 수 있으나, 회사채 발행물량이 큰 폭 감소하면서 수급여건에 긍정적으로 작용할 전망. 풍부한 유동성을 바탕으로 자금유입이 꾸준히 유입되는 가운데 일본, 대만 등 해외투자자의 견조한 수요를 바탕으로 크레딧 스프레드는 당분간 박스권 흐름 예상

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

	담당	애널리스트	02)369-	@db-fi.com	
자산전략팀	글로벌크레딧	유승우 팀장	3426	seyoo	
	채권전략파트				
	채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050	
	경제	박성우 연구위원	3441	p3swo	
	연구원	박경민 연구원	3446	gmpark	
	주식전략파트				
	주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang	
	증권전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud	
	퀀트/해외주식	설태현 수석연구원	3709	thseol	
	연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92	
산업분석1팀	금융	이병건 팀장	3381	pyrrhon72	
	조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10	
	건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno	
	에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan	
	뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark	
	연구원	정재현 연구원	3429	kevinj	
	연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92	
	크로스융합파트				
	스몰캡	유경하 파트장	3353	last88	
	비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam	
산업분석2팀	IT총괄/전기전자	권성률 팀장	3724	srkwon	
	음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh	
	반도체/IT소재장비	어규진 연구위원	3713	kjsyndrome	
	제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo	
	자동차/운송	김평모 연구위원	3053	pmkim	
	인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20	
	헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구원	3369	Jay.yoo	
	미디어/통신서비스	신은정 선임연구원	3458	ej.shin	
	제약/바이오	박재경 선임연구원	3368	jaebyeong2	
	연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494	



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 흥산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.