

CMRC 기금운용팀 3월 포트폴리오 운용보고서

팀원: 이지호, 황수성, 최락영, 정용, 김민섭

1. 운용경과 및 수익률 현황

■ 운용경과

CMRC 기금 포트폴리오 성과는 전월(3.17~4.5) +1.46%, 전체 운용기간(3.17~4.5) +1.46%입니다. BM1 MSCI ACWI(3월 +4.75%, 운용기간 +4.75%) 대비 3월 -3.29%, 운용기간 -3.29%, BM2 S&P500(3월 +4.19%, 운용기간 +4.19%) 대비 3월 -2.73%, 운용기간 -2.73%의 성적을 냈습니다. 누적수익률과 월수익률 둘 다 BM을 하회했습니다. 월수익률의 BM 하회 원인은 운용 초기 단계여서 자산군을 분할매수로 시장에 접근하다 보니 시장의 상승 모멘텀을 쫓아가지 못했기 때문입니다. 보유자산군 중 최고 수익은 ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF로 +14.46%(환차익 합산) 수익률을 기록하고 있습니다.

앞으로도 투명하고 공정한 방식으로 측정한 운용경과와 수익률을 자본시장연구회 학회원 분들에게 공개하겠습니다.

■ 시장상황 및 투자환경

새해 랠리 이후, 주요국 증시들은 연고점을 돌파하지 못하고 4월 초 현재까지 박스권에 갇혀 있습니다. SVB 사태와 같은 은행권 위기는 단기에 진정되기 어렵다는 우려 또한 가시지 않고 있습니다. 하지만 이번 위기는 '중앙은행의 누적된 긴축 효과'라는 예상 가능한 악재였습니다. 다음 위기의 촉매로 거론되는 은행들의 상업용 부동산 익스포저도 결국 '예상 가능한 악재'입니다. 역사적으로 돌이켜 보면 금융위기란 반갑지 않은 손님은 모두가 예상하지 못했을 때 현관을 두드렸기 때문에, 보이는 것에 겁을 먹고 소극적인 투자를 할 필요는 없다고 생각합니다.

최근 감산으로 저점 \$65에서 \$80까지 오른 유가와 함께 중국의 경기 향방을 주목할 필요가 있습니다. 리오프닝이 시작되었고, 1Q 실물경기는 순조롭게 정상화 중이나 시장 반영이 더딥니다. 부동산 경기, 지방정부 부채 리스크 등의 하방 리스크에 유의하되 투자는 지속해야 합니다.

유럽은 CS를 UBS가 인수하는 과정에서 코코본드 관련 이슈가 있었지만 예상보다 조용히 넘어갔고, 다시 예전의 상승세를 되찾아 가고 있습니다. 하지만 요 몇일 미국에서 발표한 고용 지표들이 하락하면서 시장 불안감이 커져 미국 증시와 같이 하락하고 있습니다.

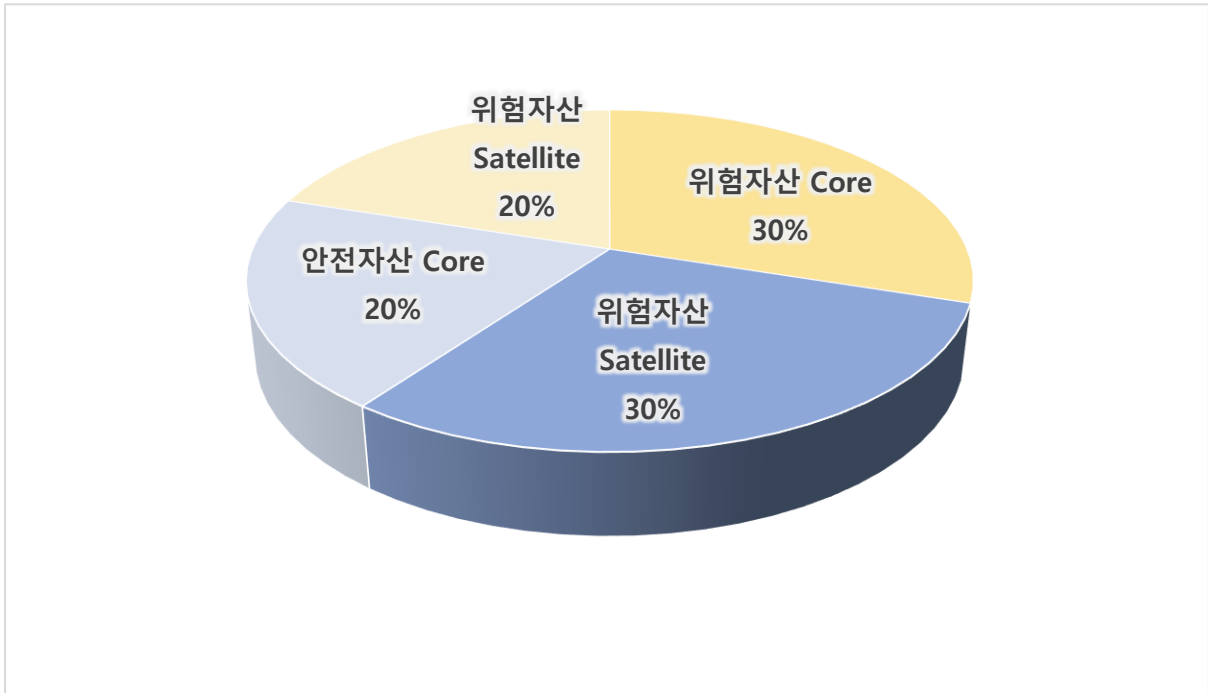
은행 관련 리스크가 완전히 해결되진 않았지만, 미국 정부의 발 빠른 조치로 더 이상 큰 불로 번지지 않을 것처럼 보입니다. 그리고 이제는 기업실적, 경제지표 등 펀더멘털 민감 국면에 돌입할 것으로 전망됩니다. 앞으로 관련 이슈들에 관심을 기울여 수익을 내도록 노력하겠습니다.

■ 금융시장 현황

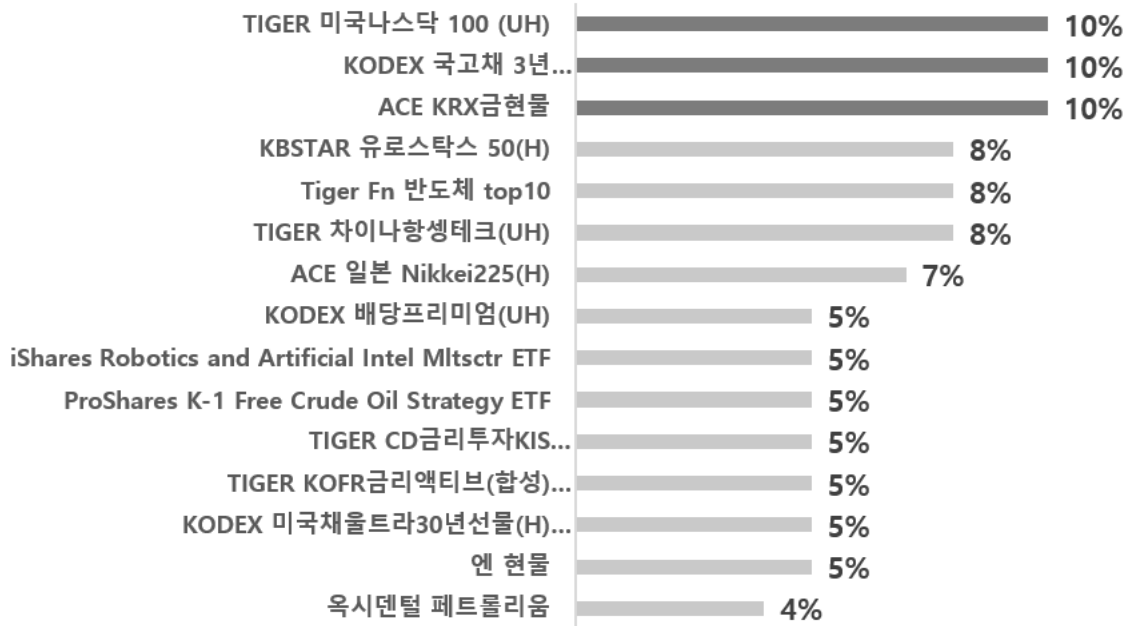
구분	당일	최근 1 달	YTD
MSCI ACWI	-0.51%	0.81%	7.07%
S&P500	-0.25%	1.04%	6.96%
KOSPI	0.59%	1.32%	12.11%
USDKRW	0.55%	1.57%	3.80%

■ 포트폴리오 구성 현황

		자산군	종목명	최대 비중
위험자산 Core	30%	주식	TIGER 유로스탁스50(H)	8%
			ACE 일본 Nikkei225(H) (편입예정)	(7%)
			KODEX 미국배당프리미엄	5%
			TIGER 미국나스닥100 (편입예정)	(10%)
위험자산 Satellite	30%	주식	Tiger Fn반도체Top10	8%
			TIGER 차이나항생테크	8%
			iShares Robotics and Artificial Intel Mltsctr ETF (IRBO)	5%
			ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF (OILK)	5%
			Occidental Petroleum (OXY)	4%
안전자산 Core	20%	채권, 현금성자산	KODEX 국고채3년	10%
			TIGER CD금리투자KIS	5%
			TIGER KOFR금리액티브(합성)	5%
			원화 현금 (편출예정)	(10%)
위험자산 Satellite	20%	채권, 외환, 금	ACE KRX금현물	10%
			엔 현물	5%
			KODEX 미국채울트라30년선물(H)	5%



0% 2% 4% 6% 8% 10% 12%



■ 종목별 성과분석

먼저 손실이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

→ iShares Robotics and Artificial Intel Mltsctr ETF (IRBO), Occidental Petroleum

상품명	수익률(매매시점~4월 5일)	성과분석
iShares Robotics and Artificial Intel Mltsctr ETF (IRBO)	-0.24% (-\$0.08)	GOOGL, AAPL 등 대형 기술주 매수를 고려했었습니다. 문제는 진입 시기였습니다. NASDAQ 지수 상승과 함께 IRBO는 급등을 거듭했습니다. 그러나, 최근 주요 경제지표가 연일 좋지 않게 발표되며 너무 뜨거웠던 NASDAQ에게 잠시 휴식을 주고 있는 상황입니다. NASDAQ 지수 하락이라는 소나기에 IRBO는 피해갈 수 없었습니다. AI 및 로봇에 대한 상승모멘텀이 살아있기 때문에 \$31.09에 1주 매수했고, 충분한 상승을 보여줄 것으로 사료됩니다. 경기침체 우려가 스멀스멀 올라오며 하이베타 업종이 부진할 가능성도 염두하고 있기에, 헬스케어 및 유틸리티 업종과의 디커플링 시 빠른 전략 변경으로 수익률 제고에 임하겠습니다.
Occidental Petroleum (OXY)	-0.56% (-\$0.37)	국제유가(WTI)의 \$80 상향 돌파 이후, 에너지 섹터의 카나리아 자산인 OILK의 폭발적인 상승을 확인하며 정유주인 OXY를 편입했습니다. 현재 고점 대비 약 -2%의 낙폭이 있으나, 상승한 유가는 \$80 부근에서 쉽사리 내려오지 않고 있습니다. 공급 사이드에서 미국 전략비축유 재고 감소, OPEC+ 감산, 이라크 원유 수출 중단, 미국 세일기업 증산 난항, 수요 사이드에서 중국 리오프닝발 원유 수요 증가 등의 동인이 유가에 지속적인 상승 압력을 행사하며 정유 기업의 주가를 상승시킬 것으로 전망하며, 실적발표(5/9)를 주목하겠습니다.

수익이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

➔ KODEX 미국배당프리미엄, TIGER 유로스탁스50(합성 H), TIGER Fn반도체TOP10, TIGER 차이나항생테크, ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF (OILK), 엔(JPY) 현물, KODEX 국고채3년, TIGER CD금리투자KIS(합성), KODEX KOFR금리액티브(합성), KODEX 미국채울트라30년선물(H), ACE KRX금현물

상품명	수익률(매매시점~4월 5일)	성과분석
TIGER 유로스탁스50(합성 H)	+3.68% (+₩8,034)	작년 3분기까지 유럽에 대한 기대가 굉장히 낮았습니다. 하지만 예상보다 따뜻한 겨울과 낮아진 에너지 가격을 등에 업고 유럽 증시는 조용히 상승하고 있었습니다. 인플레이 압력도 미국보다 낮았으며 더불어 중국의 리오프닝이 시작되

		<p>면서 더 힘을 받기 시작했습니다. CMRC도 이 상승세에 불타기를 시도하고자 포트폴리오에 편입했습니다. 잘 상승하고 있던 지수가 은행 사태 때문에 꺾인 것이라고 판단하여 해당 사태가 진정된다면 상승할 것이라고 예상했습니다. 때문에 CS 사태가 진정되고 시장 분위기가 완화되는 것을 확인한 후 5주 먼저 매수했습니다. 1주일 동안 상승세가 일시적인 것이 아님을 확인하고 나머지 10주를 매수했습니다. 현재 미국의 물가지수가 꺾이고, 고용이 꺾이면서 침체가 시작됐다는 불안감으로 소폭 하락했습니다.</p>
<p>KODEX 미국배당프리미엄</p>	<p>+2.15% (+₩2,094)</p>	<p>S&P와 같은 지수와 연동되는 ETF를 고려했지만 배당까지 받을 수 있으면서 미국 주요 종목들을 담고 있는 이 종목을 선택했습니다. 또 원유 Long view를 가지고 있는 CMRC 성향에 맞게 에너지 10%를 담고 있고, 경기 방어 성향 섹터를 20%로 담고 있어 매력적이라고 판단했습니다. 문제는 진입시기였는데, SVB 사태가 일어난 3월 초부터 꾸준히 낙폭을 이어갔기 때문입니다. 하지만 CS가 UBS에 매각되고, 미국이 은행들을 위한 여러 정책들을 펼치면서 시장 분위기가 반전된 것을 확인하고 바로 진입했습니다. 예상대로 전 고점을 뚫었으며, 현재 횡보중입니다.</p>
<p>TIGER Fn반도체TOP10</p>	<p>+0.74% (+₩1,775)</p>	<p>메모리 반도체 3대 기업 중 하나인 마이크론의 1분기 실적이 컨센을 하회하자, 메모리 반도체의 바닥을 기대하며 본 ETF의 매수심리가 강하게 작용되었습니다.</p> <p>특히 미국 은행권 우려가 일단 진정됨과 동시에 2차전지 관련주가 조정을 받으면서 매매시점인 3/28부터 4/5일까지 자금이 반도체를 중심으로 강하게 유입된 바있었습니다.</p> <p>그러나 (1) 환율 및 코스피 시장 등의 외부적 요인 (2) 2차전지 관련주의 강세 (3) 미국 반도체지원법 (4) SK하이닉스의 대규모 EB발행 등으로 조정을 받는 구간도 있었습니다.</p> <p>기금팀은 반도체 업황이 현재 저점이라고 판단하는 바, D램 가격과 반도체 기업들의 실적에 주목하며 주가의 반등 시점을 지속적으로 모니터링 하고 있습니다.</p>
<p>TIGER 차이나항생테크</p>	<p>+1.65% (+699원)</p>	<p>중국은 현재 혼조세 장세입니다. OPEC과 OPEC+의 깜짝 감산 발표로 유가가 급등하면서, 인플레이션 우려가 대두되었습니다. 이는 곧, 주가 하락으로 이어졌습니다. 그렇다면, 유가와 디커플링 시점에 추가 매수를 진행할 계획입니다.</p> <p>해당 종목의 발목을 잡는 인플레이션의 장기화와 경기침체 상승 우려는 중국의 리오프닝 효과에 따라 달려있다고 생각합니다. 미중 갈등으로 미국의 중국에 대한 제재가 만연한 상황인데, 결국 인플레이션과 경기침체의 해결책은 중국</p>

		에 달려있기 때문에 갈등이 잠시 완화되는 쪽에 조심스럽게 무게를 두고 싶습니다. 즉, 중국으로 인한 디플레이션 기대감입니다. 따라서, 하락 시 차곡차곡 매수하는 전략으로 임할 계획입니다.
ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF (OILK)	+12.66% (+\$19.96)	원유는 2023년 들어 \$80에 상단을 형성하고 근처에서 움직이고 있었습니다. SVB 파산이 일어나고 경기 침체 우려가 커지면서 원유 가격이 52주 최저를 기록하면서 원유를 매수해야할 좋은 타이밍이라고 생각했습니다. 은행권 risk가 해소되고 안전자산 선호 현상이 사그라들면서 원유는 계속해서 상승했습니다. 3월 21일 러시아의 50만 배럴 감산 연장을 시작으로 4월 3일 OPEC+의 깜짝 감산 결정하면서 160만 배럴 감산이 결정되었습니다. 원유 시장이 초과 공급에서 초과 수요 시장으로 급격하게 변했습니다. 그에 따라 원유 가격도 4월 4일 \$80을 넘겼습니다. 이제 시작한 중국 리오프닝이 before covid-19로 회복된다면, 원유 가격의 상단은 더욱 올라갈 것으로 전망합니다. 그러나, 원유 가격 상승으로 인한 인플레이션 상승은 경제 위축을 불러올 가능성이 커 이 부분도 앞으로 면밀히 지켜볼 예정입니다.
KODEX 국고채3년	+0.26% (+₩229)	SVB 예금보장조치 이후 미국의 금융안정성 이슈가 다소 완화된 모습이지만, 확실하게 해소되지 못한 노이즈에 하락하는 미 국채금리에 국고채 금리도 연동되는 모습입니다. 부동산PF 리스크, 한은 4월 금리동결 전망과 함께 국고채 단기 금리 추가 하락 전망합니다.
TIGER CD금리투자KIS	+0.1% (+₩160)	현금성자산으로, CD금리 5개월 연속 하락(3.59%)하며 단기 금융시장 위주로 안전자산 선호현상이 드러나고 있습니다.
KODEX KOFR금리액티브 (합성)	+0.14% (+₩144)	현금성자산으로, KOFR금리 30, 90, 180일 평균을 모두 소폭 상회하며 상승함에 따라 본 ETF 수익률 상승하고 있습니다.
ACE KRX금현물	+3.91% (+₩2,297)	2023년 들어서면서 미국의 강한 고용환경으로 1월 CPI와 PCE가 컨센을 상회하면서, 연준이 기준금리를 5.5%보다 더 높인다는 전망에 달러인덱스가 반등하면서 금도 같이 하락했습니다. 그러나, 3월 10일 SVB 파산을 시작으로 은행권 risk가 커지면서 시장 참여자들의 안전자산 선호가 증가하면서 \$1800에서 \$2000까지 단숨에 상승하였습니다. 저희는 은행권 risk를 시작으로 상업용 부동산 위기 등 연쇄적인 위험에 대한 헷지 자산의 역할과 중장기적으로 금

		<p>의 가격은 상승할 여력이 있다 판단하여 금이 조정을 받는 동안 3.28에 \$1950 수준에서 1차 매수했습니다.</p> <p>앞으로 금에 대한 전망입니다.</p> <p>1) 높아지지 않는 달러인덱스 금리 인상기에 달러인덱스는 상승하기에 더 이상 달러인덱스가 크게 상승할 요인은 없다고 판단했습니다.</p> <p>2) 떨어지고 있는 실질 채권 수익률 인플레이션 하락 속도보다 미국의 채권 금리가 빠르게 하락했습니다. 그에 따라 실질 채권 수익률도 떨어졌습니다. 금이 전 고점인 \$2070을 뚫을지는 미지수입니다. 그렇기에 \$2060 도달 시 매도하고 이후 추세를 판단하겠습니다.</p>
KODEX 미국채울트라30년선물(H)	+2.43% (+₩3,511)	<p>SVB 예금보장조치 이후 미국의 금융안정성 이슈가 다소 완화된 모습이지만, 확실하게 해소되지 못한 노이즈에 미국 채금리는 하락 추세입니다. 미국 기준금리 상승세가 진정됨에 따라 USDKRW환율 상승 또한 진정될 전망이기에 환헤지가 유의미합니다. CMBS를 위시한 크레딧 리스크, 고용과 물가지표 하락에 따른 장기금리 하락에 주목하며 투자를 유지하되, 스태그플레이션으로 인한 명목채권의 매력 저하 시 금과 원유의 비중 상향으로 리밸런싱을 진행하겠습니다.</p>
엔화(JPY) 현물	+2.55% (+₩1,651)	<p>미국의 급격한 기준금리 인상과 일본의 YCC 정책 고수로 인해 미-일 기준금리 차이가 벌어지면서 2022년은 역대급 엔저를 기록하면서, 작년 달러/엔은 150근처까지 갔었습니다. 미국의 기준금리 인상 전망으로 인해 엔저가 유지되다가 3.10 SVB 은행 파산이 일어나면서 안전자산인 일본 국채에 매수가 몰리면서 엔 또한 같이 상승했습니다. 은행권 risk가 일어날 때마다 엔도 같이 상승하는 모습을 보여주었습니다. 저희는 안전자산 선호가 어느 정도 해소된 다음 3.30에 엔화를 엔/원 9.8원 수준에 1차 매수했습니다.</p> <p>앞으로 엔에 대한 전망입니다.</p> <p>1) 줄어드는 미-일 기준금리. 미국의 Terminal rate가 멀지 않았고, 일본 내부에서 YCC를 단계적으로 폐지하려는 움직임이 있습니다. 그에 따라 미-일 기준금리가 점차 좁아질 것으로 전망합니다.</p> <p>2) 안전자산으로서 엔. 이번 은행권 risk가 터질 때 엔이 안전자산의 역할을 해준 것으로 보입니다. 국내 크레딧 위기, 상업용 부동산 위기, 원유 감산에 따른 인플레이션 재점화 등 금융시장 위험에 대한 헷지용으로 엔은 충분히 매력적</p>

		이라 생각됩니다.
--	--	-----------

2. 운용보고

■ 매수 및 매도 종목

• 상장주식

거래내역				
날짜	종목명	체결수량	체결단가	투자금
2023.03.17	KODEX 국고채 3년(단기국고채)	1	57,360	57,360
2023.03.21	TIGER 유로스탁스 50(H)	5	14,435	72,175
2023.03.21	TIGER CD금리투자KIS(초단기채권1)	2	52,085	104,170
2023.03.21	TIGER KOFR금리액티브(합성)(초단기채권2)	1	102,440	102,440
2023.03.21	ProShares K-1 Free Crude Oil Strategy ETF	4	39.39	157.56
2023.03.22	KODEX 배당프리미엄(UH)	10	9,720	97,200
2023.03.24	KODEX 미국채울트라30년선물(H)(미국 장기국채)	8	9,090	72,720
2023.03.27	Tiger Fn 반도체 top10	5	7,650	38,250
2023.03.28	TIGER 유로스탁스 50(H)	10	14,590	145,900
2023.03.28	KODEX 미국채울트라30년선물(H)(미국 장기국채)	4	8,985	35,940
2023.03.28	ACE KRX금현물	5	11,750	58,750
2023.03.29	TIGER CD금리투자KIS(초단기채권1)	1	52,125	52,125
2023.03.29	Tiger Fn 반도체 top10	8	7,867	62,936
2023.03.30	TIGER 차이나항생테크(UH)	2	6,015	12,030
2023.03.30	Tiger Fn 반도체 top10	5	8,015	40,075
2023.03.31	Tiger Fn 반도체 top10	5	8,230	41,150
2023.04.03	Tiger Fn 반도체 top10	2	8,085	16,170
2023.04.03	iShares Robotics and Artificial Intel Mltsctr ETF	1	31.09	31.09
2023.04.04	TIGER 차이나항생테크(UH)	5	6,050	30,250
2023.04.04	Tiger Fn 반도체 top10	5	8,075	40,375
2023.04.04	옥시덴탈 페트롤리움	1	65.20	65

• 외환

환전 날짜	환율	통화 종류	환전 수	원화	외화
3월 30	9.79	엔	6,604	₩65,000	6,604

3. 전망 및 운용계획

4월의 투자전략 슬로건은 '피벗 스탠스' 입니다. 현재 CMRC기금운용 자산배분 포트폴리오는 금융시장 전체 자산군에 전방위적으로 투자하고 있습니다. 이는 다양한 시나리오에 대응하기 위함입니다. 저희의 예상 시나리오와 대응 자산은 다음과 같습니다.

- 미국 상업용 부동산+은행 크레딧 리스크(미국 장기채)
- 미국 경기둔화(미국 배당가치주, 엔화)
- 미국 금리동결과 기술혁신에 따른 기술주 강세(AI 주식, 나스닥)
- 한국 부동산PF발 위기(국고채)

- 반도체 턴어라운드(한국 반도체주)
- 중국 경기 약진(항셱테크 주식)
- 에너지발 미국 스태그플레이션(에너지 주식, 원유선물, 금)

이와 같은 다양한 자산군의 편입을 통해 선제적으로 발생하는 시나리오를 확인한 이후, 발생 시나리오와의 상관관계가 낮은 자산과 현금성자산을 시나리오 대응자산에 보다 집중적으로 투자하는 '피벗'을 준비하고 있습니다. 이를 위해 내부적으로 작성하는 Daily와 카페에 게시하는 Weekly를 통해 시장을 면밀히 관찰하고 있으며, 적절한 피벗 타이밍에 올바른 방향으로 돌아서서 수익을 거둘 수 있도록 하겠습니다.

현재 가장 눈여겨보고 있는 시나리오는 에너지발 미국 스태그플레이션으로, 대응을 위해 약 20%의 자산을 투자 중입니다. 현재 미국의 장단기 금리차(10Y - 2Y)는 약 -0.5%로, 작년 7월 이후 계속 역전 상태로 유지되고 있습니다. 장단기 금리차는 유동성 경색과 경기 둔화의 불씨가 되기에, 금리차 정상화를 위해 미국은 단기금리 상승, 장기금리 하락을 꾀합니다. 현재 CPI(YoY 상승률 +)보다 낮은 명목채권의 금리(10년물 약 3.3%)와 S&P500의 이익수익률(약 4.6%)는 상당히 비정상적이며, 미국이 국제금융시장의 신뢰를 잃을수록 다시 상승시키기 어려워질 것입니다. 그러나 CPI 상승률이 둔화 추세에 진입한 만큼, 거듭된 블러핑으로 하락한 연준 발언 신뢰도는 장기금리의 상승을 의도한만큼 촉발시키지 못할 것이며, 높은 CPI만이 장기금리 상승의 근거가 됩니다. CPI가 다시 높아지며, 후행적으로 국채금리 탠트럼(상승발작)이 일어날 가능성까지 고려할 수 있습니다. 그런데, CPI 상승의 키는 에너지에 있습니다. 고용지표와 주거(OER은 아직, Rent는 OER에 선행) 비용까지 감소하는 상황에서 축소된 미국의 OPEC+ 영향력과 상승한 중국의 통제력, 그리고 리오프닝은 에너지 가격 상승의 주요 동인이자 CPI 상승의 씨앗인 것입니다. 짧은 듀레이션의 원자재는 낮아진 단기금리로 봐도 충분히 높은 밸류에이션을 받을 수 있으며, 이 시나리오대로라면 에너지 기업의 downstream 수익 또한 유의미할 수 있습니다. 따라서, CMRC 기금운용 포트폴리오는 해당 시나리오의 대응 자산으로 미국 에너지 주식(OXY), 원유선물 ETF(OILK), 금현물 ETF(ACE KRX금현물)을 합산 약 20% 포함합니다.

편입 종목 전반의 보다 자세한 설명은 검토요청서에서 확인 가능하며, 4월 예비/추가 편입 종목에 대해서는 향후 추가 검토요청서를 통해서 설명드리겠습니다. 글로벌 자산배분의 기초 하에서, CMRC 기금이 안정적으로 운용될 수 있도록 최선을 다하겠습니다. 무엇보다, 학회원 여러분께서 납득하실 수 있도록 합리적이고 올바른 투자를 지속하겠습니다. 감사합니다.