

CMRC 기금운용팀 11월 포트폴리오 운용보고서

팀원: 이지호, 이동석, 최락영, 황수성

1. 성과분석

CMRC 기금 포트폴리오 성과는 전월(11.1~11.30) -2.54%, 전체 운용기간(9.12~11.30) -7.42% 입니다. BM1 MSCI ACWI(11월 +8.23%, 운용기간 +0.97%) 대비 11월 -10.77%, 운용기간 -8.39%, BM2 S&P500(11월 +5.81%, 운용기간 -0.74%) 대비 11월 -8.35%, 운용기간 -6.68%의 성적을 냈습니다.

누적/월수익률의 BM 하회 원인은 환율 급락과 중국 변동성 심화에 있습니다. USDKRW 환율은 11월 한달간 -7.86% 하락하며 환노출로 투자된 모든 종목을 짓눌렀습니다. 동일 기간 나스닥 지수는 +5.3%, (역외 ETF 중 TIGER 미국테크TOP10과 유사한) IYW ETF는 +7.8% 상승했으나, 원화를 달러로 환전하여 투자하는 국내 투자자들에게는 환차손이 더 컸습니다. 그러나, 미국 내 위험자산 투자심리가 계속해서 살아나고 있으며, 지수의 상승폭이 환율의 하락폭을 조만간 앞지를 것으로 보입니다. 11/30 파월 인터뷰는 여전히 매파적이었지만, 주식시장의 쇼크를 좌시하지 않겠으며 구인율을 주요 지표로 확인하겠다는 포인트가 조기 pivot 가능성을 시사했습니다. 이날 미국 국채 10년물 금리는 -13.9bp 급락했으며, USDKRW 환율은 -0.11% 하락, 나스닥 지수는 +4.41% 상승했고, 시장의 주도주가 다우존스의 전통우량주에서 나스닥의 기술주로 전환되었습니다. 조기 pivot이 합리화되는 시점에서 장기금리의 하락폭은 더욱 급격해질 것이고, 기술주를 필두로 위험자산이 활약하는 구간이 도래합니다. 11월 CPI와 FOMC가 예정된 12월 13일까지 증시 동향을 살피며 기술적 분석을 통한 매매를 진행하여 현재까지 발생한 출혈을 최소화하겠습니다.

중국을 제로코로나 해제 기대에 대한 실망감으로 11월 중순부터 하락을 거듭했으며, 11/24 우루무치 참사와 백지시위는 하락을 더욱 가속시켰습니다. 그러나, 11/28부터 정부가 제로코로나의 점진적 완화에 대해 공식적인 입장을 표명하며 중국/홍콩 지수는 일제히 반등하고 있습니다. 지수 대비 언더퍼폼하던 TIGER 차이나전기차SOLACTIVE 역시 11/28 이후 리오프닝 기대감+신형전기차 3인방(샤오핑, 리오토, 니오)의 실적과 이슈를 필두로 가파르게 상승하고 있습니다. 12월 경제공작회의 시기까지 현재의 경기 부양과 제로코로나 완화 기대감은 계속해서 증시에 반영될 전망입니다. CMRC 기금운용팀은 위험자산/안전자산 비중을 유지하되, 미국의 경우 12/13(FOMC, CPI), 중국의 경우 12/16(경제공작회의)을 기준일로 잡고 정책 기대감으로 인한 증시 상승을 실적 위주의 포트폴리오로 변환시키는 포트폴리오 업그레이딩을 실시하겠습니다.

11월 CMRC 기금운용팀의 각 종목에 대한 보다 상세한 분석은 다음과 같습니다.

먼저 손실이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

1. TIGER 미국테크TOP10INDXX, TIGER 차이나전기차SOLACTIVE, KOSEF 국고채10년, JPMorgan Equity Premium Income ETF(JEPI), HANARO fn K-food, TIGER 일본엔선물

상품명	수익률(매매시점~11월 30일)	성과분석
TIGER 미국테크 TOP10 INDXX	-16.83%	전월 대비 수익률이 개선되었지만, BM인 NASDAQ(11월 +5.30%) 대비 해당 ETF(11월 -7.21%)는 저조한 성적을 냈습니다. USDKRW환율이 한 달 간 -7.79% 하락했던 것이 가장 큰 패착이며, 큰 비중을 차지하는 테슬라의 하락 또한 수익률에 악영향을 주었습니다. 그러나, 미국 빅테크는 여전히 Pivot 기대감으로 인한 수익률 반등이 가장 큰 종목이기에, 매크로 이슈에 집중하여 폭발적인 반등구간을 찾아 매매하겠습니다. 연말의 랠리 중, 타 종목을 통해 리스크를 관리하며 최적의 매도 타이밍을 찾겠습니다.
TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE	-13.88%	11월 관방 제조업 PMI가 예상보다 더 부진하였고, 생산과 신규주문 지표도 전월대비 하락했습니다. 또한 중국 경기를 뒷받침했던 수출도 지표가 하락하는 등 경기 둔화 압력이 주가를 끌어내렸습니다. 또 시진핑 연임이후 부동산 완화 정책을 펼치며 공급단에서 발생했던 문제들을 해결하려는 움직임을 보였으나 아직까지 수요를 회복시킬 대책은 나오지 않았습니다. 그러나 정부가 방역조치 완화를 진행하며 이로 인한 경기 회복 기대감으로 주가는 다시 상승했습니다. 향후 12월에 있을 경제공작회의 이후 코로나 기조 변화, 민간 수요 견인 조치에 기반한 상승을 예상하여 13000원 대로 회복 시 매도할 예정입니다.
KOSEF 국고채 10년	+0.32%	연준의 금리 인상 속도조절, 혹은 동결 가능성이 커지면서 우리나라도 이번 달 기준금리를 25bp만 인상하며 인상폭을 축소했습니다. 이에 국고채는 가격 하락 압박에서 벗어났습니다. 또한 경제 둔화가 점점 가시화되면서 국고채는 비중 유지를 결정했습니다.
JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI)	-4.75% (배당/환손익포함) -0.58% (환손익미포함)	주식 현물 매수와 콜옵션 매도를 병행하는 커버드콜 전략 ETF로 주가 상승과 배당수익을 모두 노립니다. 시장수익률 대비 수익률이 상승장에서 저조하지만, 보다 안정적인 구성종목과 월배당을 통해 횡보/하락장에서의 수익률 방어가 가능합니다. 실제로, 해당 ETF는 11월 한달 간 +5.32% 상승하며

		(S&P500 지수 +5.81%) 배당수익 포함 시 BM을 상회하는 성적을 냈습니다. 그러나 USDKRW환율이 한 달 간 -7.79% 하락하며 지수를 언더퍼폼할 수밖에 없었습니다. 그럼에도 불구하고, 지속적인 월배당의 매력은 여전히며 12월의 연말 랠리에서 주식의 상승이 환율의 하락폭을 상회하는 지점을 찾아 매매할 수 있도록 노력하겠습니다.
TIGER 일본엔선물 ETF	-1.70%	미-일 간 금리차이로 야기된 극심한 엔 절하 10월 한달 간 -2.36%라는 하락폭을 기록했던 일본 엔선물은 -1.70%로 어느정도 반등에 성공한 모양입니다. 이는 1) 성공적인 BOJ의 환개입으로 엔화 가치가 10%이상 회복했다는 점 2) 12월 미 연준의 기준금리 인상 속도 조절 가능성이 높다는 점 3) 엔화 저가 매수 수요의 폭증 4) 중국의 코로나19 확산 및 반정부 시위 우려로 안전자산 선호 심리의 강세 등이 엔화 가치 반등에 힘을 실어주었습니다. 그럼에도 불구하고, 저희가 본 종목을 매수했던 9월 초에 비해서는 아직 유의미한 상승세를 보여주고 있지는 못합니다. 그러나 저희 기금팀은 본 종목을 앞으로 계속 보유할 생각입니다. 앞으로 1) 미 연준의 기준금리 인상 속도조절의 가능성이 매우 높아졌다는 점 2) 미-일 간의 금리차이가 극심해지더라도 다시 한번 BOJ의 환개입을 기대해볼 수 있을 것이기 때문입니다. 특히 BOJ는 이미 9월21일/24일 환개입을 한 사실을 인정하였고 10월 24일에 또 한 차례 환 개입을 했던 것으로 추측됩니다. 이 덕분에 엔화 가치는 전월 대비 10% 이상을 회복했지만 아직 엔화 약세가 너무 극심하고 일본의 10월 물가상승률이 3.7%로 40년만의 역대 최고치를 기록했다는 점에서, 다시 BOJ가 환 시장에 개입할 것을 기대하고 있습니다

수익이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

2. JPMorgan Ultra-Short Income ETF(JPST), 스타벅스

상품명	수익률(매매시점 ~11월 30일)	성과분석
JPMorgan Ultra-Short Income ETF	+0.83%(배당/환손익 포함) -4.06%(환손익 미포함)	11.3 FOMC에서 연준이 자이언트 스텝을 연이어 감행하고 terminal rate를 인상했기에, 금리 인상으로 인한 달러가치 강세는 현재도 여전히 유효하다고 사료된 바, 실제로 11월

(JPST)		<p>한달 간 JPST는 +4.17%의 수익률을 보여주었습니다. 그러나 문제는 달러의 피크아웃입니다. 10월 한 때, 1450원까지 치솟았던 USD/KRW는 현재 1300원까지 내려온 상태입니다. 포트폴리오 내 국내 주식에게는 호재이지만, 달러 강세를 노린 JPST의 수익률에는 큰 타격을 줄 수밖에 없었습니다. 12월 15일 연준의 속도조절 가능성이 높아지면서 달러가치의 하락으로 인한 JPST의 환차손이 우려됩니다. 그러나 1) 연준의 속도조절은 금리 하락과 같은 효과를 야기하여 채권가격의 상승을 기대해볼 수 있다는 점 2) 0.8%의 월 배당 수혜를 꾸준히 챙길 수 있다는 점 3) 결국 금리인상과 긴축 기조는 생각보다 오래갈 것이라는 전망 하에 본 JPST를 계속 보유하기로 하였습니다.</p>
HANARO fn K-푸드	+1.83%	<p>HANARO fn K- 푸드는 CJ제일제당, 오리온, 하이트진로, 농심, 동서 식품 등 한국의 식품 수출 대기업의 주가를 추종합니다.</p> <p>약 20%의 비중을 차지하는 오리온의 경우 11.14일 발표된 3분기 매출에서 호실적을 달성하며 지속적인 상승세로 11월 마감했습니다. (11월 상승률: 17.62%) 글로벌 소비 둔화 흐름 속, 해외 매출 호조로 인해 분기 사상 최고 실적을 달성하였고, 수익성 중심 경영이 현금 창출 능력 확대를 가능하게 했습니다. 이에, 다수의 증권사들에서 목표주가를 상향하며 이에 힘입어 HANARO fn K-푸드 역시 11월 상승 마감했습니다.</p>

2. 포트폴리오 변경사유

11월 시황을 정리한 뒤 각 자산군별 변경 사유를 정리하겠습니다.

- 11월 시황

11월 가장 주요한 이슈는 달러 피크아웃과 중국 변동성 심화였지 않나 싶습니다. 9월,10월 FOMC의 확고한 매파적 스탠스 하에 전쟁, 파운드화 급락, 중국 당대회, 미국 중간선거 등 여러 굵직한 사건들을 지나며 이제 11월부터는 이런 변동성이 어느정도 해소가 되어 달러가 피크아웃된 모양입니다. 아직 단언하기에는 이르지만, 우크라이나가 헤르손 지역을 수복하며 지정학적 리스크의 완화 또한 기대해볼 수 있던 11월이었습니다. 세계는 월드컵을 즐기며 행복한 '산타렐리'로 연말을 맞이할 준비를 합니다. 그러나 아직 중국은 여전히 혼란스럽습니다. 코로나 일일 확진자 수 연신 최고점을 찍고 이어지는 반정부 시위의 확산 또한 심상치 않습니다. 중국의 리오프닝과 경기부양이 좀 더 가속화될 여지는 있겠지만, 중국의 변동성에 주목하며 12월을 맞이해야 하겠

습니다. '달러 피크아웃'과 '중국 변동성 심화'. 이 두 카테고리를 좀 더 자세히 살펴보며 지난 11월 한 달을 되돌아보고자 합니다.

1. 킹달러의 종말

지난 9월-10월은 정말이지 '혼란'과 '킹달러'의 시대였습니다. 9월과 22일 FOMC는 확고한 매파적 스탠스를 보이며 환율은 급등하였고 여기에 더해 러시아의 징집령 발동과 핵 공격 시사, 영국의 파운드화 급락, 시진핑 3연임과 미국 중간선거까지 정말 바람 잘 날이 없었던 혼란의 사건들 하에 달러의 가치는 멈출 줄 모르고 치솟았던 날이 있었습니다. 그러나 11월 6일 기점으로 달러가치는 7% 이상 대폭 하락하였습니다. 실제로 달러인덱스는 12월 5일 기준 104.51를 기록하였는데, 이는 전월 대비 11월 1일 113까지 치솟았던 것에 비하여 상당한 하락폭을 보여준 셈입니다. 달러가 하락한 데에는 1) 미 연준의 속도조절 기대감 2) 영국 등 유럽 시장의 안정화 3) 우크라이나의 헤르손 수복으로 인한 지정학적 리스크 완화 4) 시진핑 당대회, 미국 중간선거 등 굵직한 정치적 변수들이 지나간 것에 따릅니다. 그럼에도 불구하고 아직 글로벌 경기 침체 가능성과 금융 불안, 미-중 갈등 및 러-우 전쟁 등 달러의 상방 요인은 아직까지도 많이 남아있습니다. 아직 물가 또한 너무 높은 상황이기에 완전한 연준의 피벗을 기대하는 것은 이릅니다. 내년 상반기에는 달러의 점진적인 약세화 속에서 다시 달러의 상방요인들을 주목하는 것이 필요하겠습니다.

2. 중국의 변동성 심화

중국의 코로나 일일 신규 확진자 수는 11월 20일에만 2만6824명으로, 올해 4월 정점과 비슷한 수치를 찍고 현재는 3.5만명을 돌파한 상황입니다. 이 과정에서 중국 정부의 혼란스러운 봉쇄 정책은 증시의 불안성을 가중 시켰고 11월 24일 우루무치 참사와 백지시위는 중국 증시의 하락 폭을 더욱 가속시키고 있습니다. 그러나, 11월 28일 중국 정부가 제로 코로나의 점진적 완화에 대해 공식적인 입장을 표명하며 중국/홍콩 지수는 일제히 반등하고 있습니다. 현재 중국 전역으로 反 시진핑 정권에 대한 시위가 확산되며 중국 정부로선 봉쇄 완화와 경기부양책을 조속히 발표하여야 할 것입니다. 이 때문에 향후 저희 기금팀은 중국의 리오프닝 기대에 걸 맞는 투자전략을 세워보고자 합니다.

- 매수 및 매도 종목

11.01 ~ 11.30 기금운용팀의 매수, 매도 종목은 없으며 12월 새로운 종목 매수 전략을 곧 발표할 예정입니다.

매수 종목명	매수 시기	매수 수량/단가

매수 이유

매입 종목명	매입 시기	매입 수량/단가	매도 시기	매도 수량/단가
매도 이유				

3. 전망 및 전략

12월의 투자전략 슬로건은 'Data-based' 입니다. 연말 시즌에 들어서며 산타 랠리와 관련 하여 하우스별로 제각각의 뷰가 난무하고 있습니다. 미국 연방준비제도이사회는 시장의 기대를 뒤로 하고 본연의 임무(double mandates)인 물가와 고용 안정을 위해 데이터에 집중했습니다. CMRC 기금운용팀 또한 투자에 방해되는 노이즈를 걸러내고 주요 데이터에 집중함으로써 자산배분 포트폴리오의 수익 향상을 꾀하겠습니다. 가장 중요한 포인트인 미국 매크로에서, 연준이 직접 명시한 물가 관련 지표의 변동에 주목하고, 디스인플레이션이 골디락스로 이어질지, 경착륙으로 이어질지 눈여겨보겠습니다. 두 번째 포인트는 중국 리오프닝입니다. 제로코로나의 점진적 완화에 가장 잘 적응할 투자방법을 찾겠습니다. 세 번째 데이터는 기업 실적입니다. 가이드스를 토대로 4분기 실적 우수 기업을 선별하고 투자하겠습니다. 기금에 연말 선물을 안겨주고 싶은 뜨거운 가슴이지만, 차가운 이성으로 차근차근 밟아가겠습니다.

12월 신규 편입 예정 종목에 대해서는 검토요청서를 통해서 설명드리겠습니다. 10월 CPI 발표와 중국 점진적 리오프닝 돌입 이후 줄곧 이어지는 위험자산 선호심리 회복 추세에서 매크로와의 높은 상관관계를 지닌 위험자산(TIGER 미국테크TOP10)의 포지션을 정리할 예정입니다. 또한, TIGER 차이나전기차SOLACTIVE의 포지션을 반등 추세에서 정리하고, 중국 리오프닝 국면에서 더 직접적인 수혜를 누릴 수 있는 소비/관광 업종의 종목에 진입하도록 하겠습니다.

7:3의 자산배분 기조 하에서 Core/Satellite를 적절히 설정하고, 전략적/전술적 자산배분(SAA/TAA)를 주기적으로 시행함으로써 CMRC 기금이 안정적으로 운용될 수 있도록 최선을 다하겠습니다. 무엇보다, 학회원 여러분들께서 납득할 수 있도록 합리적이고 올바른 투자를 지속하겠습니다. 감사합니다.