

CMRC 기금운용팀 10월 포트폴리오 운용보고서

팀원: 이지호, 이동석, 최락영, 황수성

1. 성과분석

10월 CMRC 기금 포트폴리오 성과는 -2.13% (10.1~10.31), 전체 운용기간 -5.01% (9.12~10.31) 입니다. BM1 MSCI ACWI(10월 +4.24%, 운용기간 -6.8%) 대비 10월 -6.11%, 운용기간 +1.79%, BM2 S&P500(10월 +5.09%, 운용기간 -5.8%) 대비 10월 -7.22%, 운용기간 +0.79%의 성적을 냈습니다. 누적수익률은 2개 BM을 모두 상회하고 있으나, 이번 달 BM 하회의 가장 큰 원인은 중국 시진핑 리스크(TIGER 차이나전기차SOLACTIVE), 미국 빅테크 기업의 실적 미스(TIGER 미국테크TOP10)에 있었습니다.

먼저 10월 16일부터 22일까지 개최된 중국의 제 20차 당대회에서 시진핑 주석의 3연임 확정과 함께 서열 1위부터 7위까지 모두 친 시진핑 인사로 임명되자 중국 및 홍콩 관련 지수들은 일제히 급락하였습니다. 이는 시 주석이 제로 코로나 봉쇄정책의 유지와 대만과의 무력 전쟁 가능성 등을 연설에서 언급했기 때문입니다. 이로 인해 TIGER 차이나전기차SOLACTIVE는 10월 31일 -11.01%까지 하락한 바 있었습니다.

10월 중순경 발표된 미국의 기업 실적발표 또한 기금 수익률의 큰 하락을 야기했습니다. TIGER 미국테크TOP10의 구성종목 중 애플을 제외한 미국의 우량 테크기업 대부분이 부진한 성적을 보여줬기 때문입니다. 마이크로소프트(실적발표 후 주가 -7.7%), 알파벳(실적발표 후 주가 -9.1%), 아마존(실적발표 후 주가 -7.1%), 메타(실적발표 후 주가 -24.5%), 테슬라(실적발표 후 주가 -6.65%) 등이 주가 하락을 면치 못했고, 11월 3일 FOMC에서의 terminal rate 상향과 매파적 발언은 상황을 더욱 악화시켰습니다. 그러나 위험자산 CORE 전략의 또다른 자산인 스타벅스에서 중국시장 악재에도 불구하고 예상치를 웃도는 순이익과 매출, 그리고 중국 리오프닝 기대감으로 인한 급등으로 +5.09%의 수익을 실현했습니다. 또한, TIGER 일본엔선물, KOSEF 국고채 10년 등의 안전자산은 불확실한 매크로 환경에서 수익률 변동성을 잘 방어해주었습니다. 특히 저희가 10월에 새로 편입한 JPST(JPMorgan Ultra-Short Income ETF)는 강달러 기조 하에서 지금까지 2번의 월 배당을 받으며 +0.83%의 수익률을 안겨다 주었습니다.

10월 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 5일)	성과분석
TIGER 미국테크 TOP10 INDXX	-18.16%	기준금리 인상 추세에서의 하락이 포트폴리오 내 대다수 기업들의 실적 미스로 인해 가속되었습니다. 특히, 광고매출이 중요한 알파벳과 아마존의 하락이 컸습니다. 연말의 장기금리 하락에 따른 강한 상승을 기대하며 매입한 종목이지만, 10월은 하락을 견뎌내기 매우 어려운 구간이었습니다. 11월 FOMC에서 terminal rate는 상향되었으나, 다행히도 통화정책 외부시차가 언급됨으로써 글로벌 시스템 리스크의 가능성에 대해 연준이 인지하고 있으며 이에 맞춰 금리를 조절할 것임을 알 수 있었습니다. 미국 내 렌트비는 하락 중이고, 최근 소폭 상승한 실업률의 경우 하이브리드 워킹으로 인한 고용 허수를 고려할 필요도 있습니다. 이것들이 연준의 정책에 반영되는 것은 시간문제입니다. 장기국채에 이미 수급이 쏠리고 있으며, 기술주는 국채금리 하락 구간 가장 폭발적으로 반등할 자산입니다. 4분기 실적발표까지 타 종목을 통해 리스크를 관리하며 최적의 매도 타이밍을 찾겠습니다.
TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE	-0.95%	이번 달 중국의 가장 큰 이슈였던 시진핑의 3연임 확정으로 인해 많은 투자자금이 빠져나갔습니다. 방역 관련 정책(제로 코로나)이 변하지 않을 것으로 예상됐고, 정치 리스크가 커지면서 플랫폼, 부동산, 교육, 명품 소비 등 공동 부유를 저해하는 산업으로 거론되었던 기업들의 주가를 시작으로 증시가 급락했습니다. 중국에 대한 비관론이 점점 심화되었지만, 최근 정부에서 리오프닝 전담팀이 만들어지고 향후 6개월 동안 완화정책들이 쏟아질 거라는 방역 당국 관계자의 인터뷰를 통해 중국 증시는 낙폭을 반납하고 상승세에 있습니다. 이 종목 또한 5일 만에 12.9%를 회복하면서 무서운 회복을 보여주었습니다. 중국의 악재는 모두 주가에 반영된 상황에서 앞으로는 호재가 남았다고 생각하여 비중 유지를 결정했습니다.
KOSEF 국고채 10년	-3.73%	레고랜드 사태로 인해 국내 채권 시장이 혼란스러웠던 한달이었습니다. 우량채권들이 유찰되고, 둔촌주공 PF 7000억원 차환 발행에 어려움을 겪으면서 채권 가격은 급락했습니다. 그러나 이후 정부의 여러 정책들과 강원도의 채무 이행을 위

		<p>한 예산안이 편성되면서 조금 진정되는 모습을 보였고, 하락을 거의 반납한 상황입니다. 회사채 수요가 안전한 국고채로 몰리고 있고, 12월 이후 금리 인상 속도 조절이 될 것으로 보이며, 경기 침체 가능성이 점점 높아짐을 대비하는 적절한 종목이라고 판단하여 비중을 유지합니다.</p>
JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI)	-2.07% -0.01% (배당포함)	<p>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 가능하다는 장점이 이번 달 확실히 드러났습니다. 또한, 구성종목의 주요 해당 섹터인 필수소비재와 헬스케어에 대한 시장 관심이 높아지고 있다는 점까지 고려했을 때, 현재 시점에서 여전히 유효한 전략입니다.</p>
HANARO fn K-푸드	-1.78%	<p>HANARO fn K- 푸드는 CJ제일제당, 오리온, 하이트진로, 농심, 동서 식품 등 한국의 식품 수출 대기업의 주가를 추종합니다. 이들 기업의 주가는 1) 현재 식품 원자재의 가격이 전반적으로 하향안정화 되었다는 점, 2) 인플레이션 상황에서 소비자에게 판가인상을 통해 상당한 마진을 남길 수 있다는 점, 3) 원저를 통해 양호한 수출 실적을 낼 수 있다는 점, 4) 리오프닝의 수혜를 받을 수 있는 하이트진로가 포함되었다는 점에서 본 종목의 매수 의견은 적절하였다고 판단됩니다.</p> <p>가장 큰 비중을 차지하고 있는 CJ제일제당과 오리온의 경우 실적발표를 앞두고 있습니다. 예상실적의 경우 2분기에 이어 판가 인상에 따른 최대실적을 기록할 것으로 기대중입니다. 다만, SPC 불매 운동, 주류 판매가 많은 여름을 지났다는 점에서 리스크는 존재합니다. 필수소비재 성격의 음식료 기업 ETF는 불안정한 현 시장상황에서 리스크를 방어하기 위한 적합한 선택이라고 사료됩니다.</p>
TIGER 일본엔선물	-0.96%	<p>9월 +1.90%의 수익률을 보여주었던 TIGER 일본엔선물은 10월 한달 동안 -2.40%의 하락폭을 마주할 수밖에 없었습니다. 이는 미-일 간 금리차이로 야기된 극심한 엔 절하 외에도, 10월 12일 한국이 빅 스텝을 감행하며 엔화 대비 원화 가치가 상승했기 때문입니다. 해당 종목은 결국 원화로 엔화를 매수하는 것이기 때문에 JPYKRW 환율의 추이를 보아야 하는데, JPYKRW 환율은 10월 한달 간 -2.36%라는 하락폭을 기록한 바 있습니다. 또한 미국의 고강도 긴축이 생각보다 장기화되는데도 일본 정부가 저금리 기조를 고수하고 있다는 점도 수</p>

		<p>익률 하락의 원인으로 작용했습니다.</p> <p>그럼에도 불구하고 기금운용팀은 본 종목을 계속 보유하기로 결정하였습니다.</p> <p>이는 1) BOJ가 사상 최대 규모의 시장 개입(약 52조원)에 나서며 \$1에 150엔을 넘지 못하도록 환방어를 잘 해내고 있다는 점, 2) 일본 주식시장에서 외국인 투자자가 차지하는 비중이 크지 않고 외국인 순매도 경향이 뚜렷하지 않다는 점, 3) 엔화 약세에도 니케이 평균주가가 -4.70 하락에만 그쳤다는 점 (9월12일~11월5일 기준, 동 기간 S&P500지수는 -8.27%하락) 4) 도쿄증시 프라임시장 상장사 186곳 가운데 55곳이 실적 가이던스를 상향조정했다는 점 때문입니다. 결과적으로, 포트폴리오 상의 변동성을 조절하는 안전자산 Satellite로서의 일본 엔화의 역할을 밝게 봅니다.</p>
--	--	---

수익이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

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

상품명	수익률(매매시점 ~11월 5일)	성과분석
JPMorgan Ultra-Short Income ETF (JPST)	+0.83%(배당포함)	<p>미국의 초강력 긴축 추세는 올해 내내 지속될 것으로 전망됩니다. 특히 이번 11.3 FOMC에서 연준이 연 이은 자이언트 스텝을 감행하고 terminal rate를 인상했기에, 금리 인상으로 인한 달러가치 상승이 여전히 더 반영될 것으로 사료됩니다. 강달러와 금리상승(현 배당수익률 0.8%, 월배당)의 수혜를 모두 챙길 수 있는 듀레이션 1년 이하의 초단기국채에 투자하는 JPST를 전체 비중의 5%가량 매입하였습니다.</p>
스타벅스 (SBUX)	+5.90%	<p>스타벅스는 11.03 02:00 PM PT 시간에 발표한 Q4 실적 발표 이후 전날 대비 약 10%의 급등을 보이며 상승 마감했습니다. 중국을 제외한 전세계 매장에서 약 7%의 매출 성장을 기록했고, 미국에서는 11%의 성장을 기록했습니다. 중국 매장 (미국 다음으로 스타벅스에게 큰 시장) 매출 약화에도 미국에서의 견고한 매출 상승은 좋은 실적으로 이어졌습니다. 매출과 주당순이익 모두 월가의 예측을 상회했습니다. 매출은 84억 1000만 달러 (예상: 83억 1200만 달러), 주당순이익은 0.81달러 (예상: 0.72달러)를 기록했습니다. 3분기 스타벅스는 미국 이용</p>

		<p>자들이 늘었을 뿐만 아니라 평균판매단가가 상승했다고 전했습니다. 반면, 중국 내 동일점포 매출은 16% 급감했습니다. 당일 중국의 리오프닝 기대감으로 중국 익스포저가 높은 기업이 대거 반등했지만, 여전히 중국 시장에서 코로나 봉쇄에 따른 불확실성이 계속되는 것으로 보입니다. 호실적에 따른 주가 상승에 저희 기금운용팀은 91.9달러에 보유주식 2주를 매도 결정하였습니다.</p>
--	--	--

2. 포트폴리오 변경사유

10월 시황을 정리한 뒤 각 자산군별 변경 사유를 정리하겠습니다.

- 10월 시황

8, 9월은 확실히 연준의 금리 방향 따라 장세가 좌우되었다면, 10월은 기업들의 실적을 확인하는 달이었습니다. 11월 FOMC에서 인상정도를 예측하기는 어려웠지만 여전히 높은 물가 수치와 견재한 고용이 강한 긴축을 강행하기에는 충분했습니다. 또한 이번 달은 굵직굵직한 이슈들이 시장을 흔들어 놓았습니다. 이에 실제로 경기 침체가 찾아온 것인지 아니면 일시적 현상인지에 대한 의견들이 오고 갔고, 각종 연구기관에서 기간은 다르지만 경기 침체를 예상하였습니다. 이하는 10월달에 있었던 이슈들입니다.

1. 빅테크 기업들의 실적 저조

구글, MS, 아마존, 메타 등 유수의 빅테크 기업들의 실적 발표일이 있었던 10월이었습니다. 3분기 실적은 기대에 크게 미치지 못했고, 애플만이 컨센서스를 상회하는 실적을 보여 주었습니다. 코로나가 진정되면서 온라인 이용이 축소되고, 경기침체로 인해 광고로 인한 수입도 줄어들고 있기 때문입니다.

2. 채권 이슈

강원도가 자신이 보증을 선 ABCP채권에 대한 채무 불이행을 선언하면서 채권 시장 전체가 흔들릴 뻔한 위기가 생겼었습니다. 지방채와 다름없던 채권이 상환에 실패하자, 채권 시장 리스크가 높아진 것입니다. 특히 AAA등급의 회사채들이 유찰되면서 불안감을 더 키워갔습니다. 이에 금융당국이 50조원 규모의 안정화 대책을 발표하는 한편, 금융위원회의 은행권 예대율 규제 유연화 등의 후속 조치들을 시행하며 사태가 어느정도 진정되기도 했습니다. 그러나 DB손해보험과 흥국생명이 신종자본증권 차환에 실패하고 영구채 콜옵션을 미루면서 불안감은 다시 확산되고 있습니다. 금융당국은 시장에 불안감이 확산되는 것을 막기 위해 이와 같은 상황이 이미 인지하고 협의했던 건임을 발표했고 5대 금융지주와의 간담회를 통해 95조원 유동성 자금 지원을 진행하기로 협의하며 수습에 나선 상황입니다.

3. 시진핑 3연임

10월 당대회에서 3연임이 확실시되면서 중국 증시는 낙폭을 키워갔습니다. 공동부유지속, 방역정책 기조 유지 불안감이 확산되며, 플랫폼, 소비재, 부동산 섹터가 급락했습니다. 3분기 중국 GDP는 전년 동기 대비 3.9%(2분기 누적 3.0%)로 예상치 3.3~3.7%를 상회했지만, 24일 일간 외국인 순매도는 역대 최대치를 기록했습니다. 하지만 11월 초 방역 완화 기대감이 부풀어 오르며 낙폭을 일부 반납하는 모습을 보이고 있습니다.

- 매수 및 매도 종목

10.06 ~ 11.05 기금운용팀의 매수 종목은 다음과 같습니다.

매수 종목명	매수 시기	매수 수량/단가
JPST (JPMorgan Ultra-Short Income)	10.06	1/\$50
	10.31	1/\$50.09
매수 이유		
JPST (JPMorgan Ultra-Short Income)는 미국 비중 100%의 듀레이션 1년 이하 미국 초단기국채에 투자하는 ETF입니다. 강달러와 금리 상승에 따른 수혜를 모두 챙길 수 있는 자산이라 판단하여 매입 결정하였습니다. 변동성이 크지 않은 상품으로 월 배당 (배당수익률 0.8%) 또한 챙길 수 있어 매력적입니다. 올해 연준의 지속적인 긴축 시그널, 유럽에서의 경기침체 가능성, 지정학적 리스크로 강달러 기조는 여전히 유효하다고 판단합니다.		

10.06 ~ 11.05 기금운용팀의 매도 종목은 다음과 같습니다.

매입 종목명	매입 시기	매입 수량/단가	매도 시기	매도 수량/단가
Starbucks (SBUX)	2022.09.12	2/\$89	2022.11.05	2/\$91.9
매도 이유				
11.03 02:00 PM PT 시간에 발표한 Q4 (회계분기) 실적이 예상치를 상회하며 전날 대비 10%대의 급등을 보였습니다. 80달러대에서 횡보 중이던 스타벅스 주가에 저희 기금운용팀은 남은 모멘텀은 실적이라고 판단했습니다. 기대에 걸맞은 호실적으로 주당 \$89, 2주 매입한 스타벅스를 \$91.9에 전량 매도하였습니다. 환율을 고려하여 환화 계산 매수평균가는 123,291원, 매도평균가는 130,690원입니다. 총 5.90%의 수익률로 14,557원의 수익을 기록했습니다.				

3. 전망 및 전략

11월의 투자전략 슬로건은 '견월망지(見月忘指)' 입니다. 달을 가리키는 손가락이 아닌 달을 봅니다. 시장참여자들은 인플레이션 파이터 연준의 연 이은 긴축 강세를 바라보지만, 저희는 연준의 가장 근본적인 두 가지 목표(dual mandates)인 고용과 물가의 장기적 안정을 위해서 연준이 신경 써야 할 것에는 금융 안정 또한 있다는 것을 놓치지 않겠습니다.

10월의 실적 시즌 직후부터 시장은 다시 매크로 장세로 흘러가고 있습니다. 강력한 긴축의 지속여부를 알게 해줄 미국의 주요 경제지표(ISM 제조업지수, JOLTs, FOMC, 비농업고용지수, 실업률, CPI 등) 발표가 11월 초에 몰려 있기 때문에 주목할 수밖에 없습니다. 그동안 매크로 이벤트 전후의 장세는 기대심리로 인한 랠리 이후 그 기대감을 인플레이션 관련 언급이 무너뜨리는 형국이었고, 11월 또한 그럴 것이라는 예측이 지배적입니다. 물론 데이터에 기반한 긴축 기조는 유지될 것이지만, 긴축 스탠스의 미묘한 변화에 초점을 맞추고자 합니다. 실제로 FOMC에서 연준은 최종금리(terminal rate)를 높임으로써 시장을 압박하려 했지만, 통화정책의 외부시차로 인해 올해의 초강력 긴축이 내년부터 경제에 본격적인 영향을 주게 된다는 점 또한 고려하고 있음을 밝혔습니다. 일부 신흥국과 유로존이 마주한 글로벌 시스템 리스크, 미 연준의 지준 급락, 정크본드 발행 기업들의 부채 롤오버 시기 도래 등의 요소는 연준이 금융 안정에 신경 쓸 가능성을 상승시킵니다. 인플레이션을 잡는 물가 안정이 연준의 임무이긴 하지만, 지금은 압박 일변도가 어려운 상황이며, 연준은 dovish한 방향으로의 추가 논의에 대한 가능성 또한 항상 열어 두고 있습니다. 연준의 태도가 아주 조금만 dovish해지더라도 불안감에 휩싸인 시장이 추진력을 얻을 것입니다. 당장 맹렬히 오르지 못하더라도 상방은 장기적으로 열려 있다고 전망합니다.

따라서, 갈수록 주목받을 확률이 높은 연준의 금융안정 의도에 보다 집중하여 Fed (mini) Pivot 시 상승여력이 충분한 위험자산의 비중을 70%로 유지합니다. 예상과 다르게 증시가 하락할 위험 또한 존재하지만, CMRC 기금 포트폴리오는 약 15%의 원화 현금비중을 유지하되, 달러 노출 비중을 45%(미국 주식형 자산 전체)로 높게 유지함으로써 하락을 헤지할 에어백을 갖추고 있습니다. 중간선거가 있는 11월은 불확실성 해소로 인해 주식 투자자에게 유리한 달이며, 11월~4월의 주식 수익률에서는 통계적으로 유의미한 seasonality적 상승이 나타납니다. 따라서, CMRC 기금운용팀은 11월 FOMC와 중간선거 이후 증시 상승의 프레임을 메인으로 위험자산 포트폴리오를 유지하되, 이변을 대비해 강화해둔 안전자산(달러, 엔화)으로 리스크 헤지 또한 놓치지 않도록 운용하겠습니다.

추가적으로 편입을 고려하는 종목은 다음과 같습니다: Walmart(WMT)
인플레이션 시기의 주식형 자산 중에는 필수재의 비중이 크고 서민들의 선택을 받는 기업이 가장 좋습니다. 월마트는 미국의 8%대 인플레이션에서 필수재 판매로 꾸준히 수익을 내고 있습니다. 소비가 쉽사리 줄지 않는 필수재인 식료품 비중이 전체 매출의 55.7%이며, 2020년 기준 미국 전

체 식료품 소비 시장의 21.3%를 차지하는 압도적인 MS를 보여주고 있습니다. 또한 넓은 영토로 자가용 운전이 필수적인 미국에서, 가장 큰 휘발유 유통업체인 월마트는 휘발유 판매로도 수익을 증가시키고 있습니다. 또한 유류비가 보다 저렴한 남동부(텍사스, 플로리다 등)에 매장이 집중되어 있기에 자체적인 운송비 절감이 가능합니다. 전월 시장전망에서 편입 예정 종목으로 제시했고, 제시 이후 약 10% 상승했으나, 기존 포트폴리오의 위험/안전 자산배분 비중 준수를 위해 실제로 편입하지는 못했습니다. 11월 초순의 매크로 이벤트에서 차익 실현이 가능한 위험자산 포지션을 일부 정리하고(전략적 자산배분), 그 자리에 3분기 실적발표(11월 15일) 전후의 주가 상승 이전에 진입(전술적 자산배분)하도록 하겠습니다.

* 향후 추가 편입종목에 관해서는 검토요청서를 통해 카페에 업데이트하도록 하겠습니다.

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