

CMRC 기금운용팀 9월 포트폴리오 운용보고서

팀원: 이지호, 이동석, 최락영, 황수성

1. 성과분석

10월 5일까지의 전체 포트폴리오의 2학기 누적 수익률은 -3.28%였습니다. 수익률 하락의 가장 큰 원인은 꾸준한 금리 인상에 따른 투자심리 붕괴입니다. 첫 번째 하락 시그널은 9월 13일 발표된 8월 CPI였습니다. 시장 예측치보다 0.2% 높은 8.3%를 기록하며 금리 인상 속도 완화에 배팅했던 모두를 실망시켰습니다. 두 번째 하락 시그널은 FOMC에서의 프로젝트였습니다. 이미 금리 인상 기조의 유지는 기정 사실화 되었지만, 점도표에서 연말까지 125bp를 더 올리고 내년까지도 인상을 이어갈 가능성을 발견했습니다. 이로 인해 달러의 가치는 폭등하고, USDKRW 환율은 IMF이후 최고치를 달성했습니다. 여기에 더해 중국과 유로존도 맥을 못 추리면서 달러의 독주는 계속되고 있습니다. 앞으로도 매크로 이슈뿐만 아니라 점점 발표되는 기업 실적에도 집중하여 이익을 내도록 노력하겠습니다.

손실이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

1. TIGER 미국테크TOP10INDXX, TIGER 차이나전기차SOLACTIVE, KOSEF 국고채10년, JPMorgan Equity Premium Income ETF

| 상품명 | 수익률(매매시점~10월 5일) | 성과분석 |
|------------------------|------------------|---|
| TIGER 미국테크 TOP10 INDXX | -6.68% | 기술주들은 현재 기준금리 인상으로 인한 추운 겨울을 보내고 있습니다. 7월 CPI 서프라이즈 이후 연준의 긴축 속도 조절을 기대하며 매입했으나, 긴축 우려가 예상보다 더 강해지며 손실이 발생하고 있습니다. 그러나, 기술주는 국채금리 하락 시 가장 폭발적으로 반등합니다. 국채금리는 기준금리 향방이 선반영됨을 고려했을 때, 기준금리 동결이 언급될 연말의 수익률을 기대하고 있습니다. 또한, 최근 고용 관련 지표가 일부 연준이 원하는 방향(피크아웃)으로 발표되며 다시 반등하고 있기 때문에 앞으로도 더 지켜볼 예정입니다. |
| TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE | -2.96% | IRA 법안과 원자재 가격 상승으로 인한 악재는 반영된 상태입니다. 이어지는 봉쇄, 상반기 집행한 정부 인프라 투자 효과가 지연되고 있으며, 제조업 재고조정 압력이 상승하면서 이번 달 하락세를 보였습니다. 그러나 봉쇄 기조가 10월 당대 |

| | | |
|---|--------|---|
| | | 회 이후 완화될 것으로 전망되고 곧 국경절 연휴, 크리스마스, 광군절, 연말, 춘절까지 지나긴 소비의 시기가 다가오므로 보복소비 분위기에서 수익률을 거둘 수 있다고 판단합니다. |
| KOSEF 국고채 10년 | -3.10% | 9월 FOMC 이후 한은 총재는 향후 25bp씩 점진적 인상에 대한 전제조건이 바뀌었다고 언급하였습니다. 이로 인해 10월 금통위에서 50bp를 인상할 가능성이 높아진 상황입니다. 경기 침체우려가 높아지고 있음에도 긴축 경계심과 달러화 강세 흐름을 반영하면서 국고 10년 금리는 연 고점을 찍었고 국고 10년, 3년 금리 역전폭도 -10bp로 확대되면서 약세흐름을 지속해 가고 있습니다. 하지만 금리 인상 피크아웃 기대에 따른 수익 창출과 경기침체 리스크, 달러 약세 대응이 가능한 종목이라고 판단하여 비중을 유지했습니다. |
| JPMorgan Equity Premium Income ETF (JEPI) | -4.28% | 주식 현물 매수와 콜옵션 매도를 병행하는 커버드콜 전략 ETF로 주가 상승과 배당수익을 모두 노립니다. 시장수익률 대비 수익률이 상승장에서 저조하지만, 보다 안정적인 구성종목과 월배당을 통해 하락장에서의 수익률 방어가 가능합니다, 즉, 횡보하는 장에서 유리한 종목이기에 매수를 선택했었습니다. 실제로도 S&P500 지수 대비 성과가 우월하며, 이슈로 달아올랐다가 연준이 찬물을 끼얹는 모습이 반복되는 현재의 장세에서 여전히 유효한 전략입니다. |
| HANARO fn K-푸드 | -1.99% | HANARO 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. 그러나, 아직 원자재 공급에 대한 지정학적 리스크는 여전히 식품기업들이 원가 부담과 공급망 우려를 느끼고 있다는 점, 정부에서 식품 기업들의 과도한 판가 인상을 규제하려 한다는 점, USDKRW 환율의 상승으로 수입원자재의 비용이 대폭 증가하 |

| | | |
|--|--|---|
| | | <p>었다는 점은 해당 종목을 구성하는 기업의 영업이익에 대한 하방 압력으로 작용하였습니다. 그럼에도 불구하고 코스피의 -12% 급락에 반해, 본 ETF는 -0.87%만 하락하며 매크로악재를 상당히 잘 방어하고 있습니다. 따라서, 본 종목을 보유하고 있는 것은 불안정한 현 시장상황에서 리스크를 방어하기 위한 적합한 선택이라고 사료됩니다.</p> |
|--|--|---|

수익이 발생한 종목은 다음과 같습니다.

2. 스타벅스, TIGER 일본엔선물

| 상품명 | 수익률(매매시점 ~10월 5일) | 성과분석 |
|----------------|----------------------|---|
| TIGER 일본엔선물 | +1.90% | <p>TIGER 일본엔선물은 9월 한 달 동안 가장 높은 수익률을 기록한 상품입니다. 이는 일본 정부의 성공적인 환시장 개입에 따른 JPYKRW 환율 상승 덕분이었습니다. 해당 ETF는 결국 원화로 엔화를 매수하는 것이기 때문에 JPYKRW 환율의 추이를 보아야 하는데, JPYKRW 환율은 오히려 3.10% 상승한 바 있습니다. 즉, 달러 대비 엔화 가치가 절하되더라도 원화 대비 엔화의 가치는 큰 낙폭이 없었고 일본 정부의 대대적인 환시장 개입이 성공했다는 점이 본 종목의 수익률을 상승시킬 수 있었습니다. 또한 최근 일본의 무비자 개인 여행 전격 허용이 엔저 상황과 맞물려 여행 수요가 급증하고 있습니다. 이는 엔 투자에 있어서 호재로 작용할 것이며 일본의 3분기 기업 실적 발표 이후 본 종목의 비중을 상향 조정 여부를 고려 중입니다.</p> |
| 스타벅스 (SBUX) | +1.89% | <p>스타벅스는 고인플레이션 상황에서 강력한 브랜드십을 바탕으로 중국 매출 둔화에도 불구하고 양호한 실적을 기록하고 있습니다. 또한 스타벅스는 investor day에서 대대적인 혁신경영안을 천명하여 9월 19일까지 양의 수익률(+3.45%)을 보여준 바 있습니다. 그러나, 9월 FOMC 회의를 앞두고 시장의 불안감으로 9월 20일부터 나스닥 지수가 하락하기 시작했고, 연준의 자이언트 스텝과 매파적 발언으로 9월22일 스타벅스 주가는 월저점을 경신했습니다. 해당 종목은 현재 다시 소폭 상승세를 보이며</p> |

| | | |
|--|--|---------------|
| | | 보합권에 머물고 있습니다 |
|--|--|---------------|

2. 포트폴리오 변경사유

| 매입 자산군 | 매입 시기 | 매입 수량/단가 | 매입 자산군 | 매입시기 | 매입 수량/단가 |
|------------------------------|--|--|-------------------------------|------------|------------|
| TIGER 미국테크 TOP10INDXX | 2022.09.14 2022.09.13 | 26/₩11,030 24/₩11,030 | JPMRG EQ INC ETF (JEPI) | 2022.09.12 | 3/\$56.4 |
| TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE | 2022.09.22 2022.09.19 2022.09.15 2022.09.13 | 4/₩14,300 5/₩13,660 10/₩14,320 20/₩14,990 | KOSEF 국고채10년 | 2022.09.13 | 2/₩108,620 |
| HANARO Fn K-푸드 ETF | 2022.09.19 2022.09.15 | 1/₩9,255 30/₩9,280 | TIGER 일본엔선물 | 2022.09.13 | 30/₩9,450 |
| Starbucks (SBUX) | 2022.09.12 | 2/\$89 | 현금 | - | ₩454,285 |

CMRC 기금운용팀 9월 중 현금 제외 총 7개 자산을 매수했습니다. 초기 설정 비중과 동일하며 표에서처럼 매입시기와 매입 수량, 매입 단가를 나눠 매입 진행하였습니다. 9월 시황을 정리한 뒤 각 자산군 별 변경 사유를 정리하겠습니다.

- 9월 시황

9월은 미국 연준, 해외 증시, 국내 증시 모두 인플레이와 싸우는 달이었습니다. 인플레이 피크아웃 기대감으로 증시가 상승하고 실제 연준의 강력한 긴축 발언 혹은 CPI, PCE 물가지표의 여전히 높은 수치를 보며 실망감에 급락하기도 했습니다. 모두가 FED, 제롬파월 의장의 입을 주목했고, 오르내림을 반복했습니다. 9월의 이벤트를 3가지로 요약 설명하겠습니다.

1. 9월 13일 발표된 8월 CPI의 경우 시장 예측치보다 높은 8.3%를 기록했습니다. 고물가

가 고착화될 수 있는 주거비와 의료비 등이 상승하며 core CPI 또한 예측치보다 높은 6.3%를 기록하며 시장에 충격을 주었습니다.

2. 9월에는 FOMC가 있었는데 75bp를 인상하며 여전히 높은 긴축 의지로 시장에 공포감을 형성했습니다. 주식시장 뿐만 아니라 급격한 금리 상승으로 채권가격 또한 끊임없이 추락하며 연기금 자금 즉, 자산배분을 강조하는 자금들이 배분의 강점을 얻기 힘든 달이었습니다.

3. 환율의 변동성입니다. 원달러 환율은 1,400원을 돌파했고 달러 인덱스 또한 100을 돌파하며 강달러의 기세를 유지했습니다. 수출입의존도가 높은 한국에게는 환율의 변동성은 치명적이며, 특히 현재는 강달러로 수출액은 늘어나지만 원자재 등 수입물가 인상이 더 가팔라 적자폭이 확대되고 있습니다.

- 변경 사유

| | | | |
|------------------------|--|-------------------------|--|
| Tiger 미국테크 TOP10INDXX | 하반기부터 인플레이션 공포보다 피크아웃 안도가 짙어졌고, 긴축 속도까지 언급되고 있는 상황입니다. 장기물 금리 상승세가 완화되면서 성장주 반등이 나올 시 수익률 회복을 예상합니다. 또한, 테크 10 상위 종목, Apple, Microsoft, Alphabet 기업들은 현금성 자산과 낮은 금리로의 채권 조달로 약세장 버티기에 유리한 자세를 갖췄습니다. | JPMRG EQ INC ETF (JEPI) | 하반기 미 연준의 초강력 긴축은 주식시장을 흔들었고, 성장주보다는 배당주의 수익률이 월등했습니다. 10%를 상회하는 배당이 월 지급되는 점을 고려하여 갈지자 상승 시 안정적인 인컴수익을 추구합니다. |
| TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE | 중국 정부는 약속한 성장률을 달성하기 위해 경기 반등에 힘을 쓰고 있습니다. 그 중 제조업 분야에 대한 투자가 예상되며 이는, 전기차, 2차전지 관련 주를 담고 있는 ETF에 호재로 작용할 것입니다. 또한 중국의 전 세계 전기차 시장진출이 증가하고 있기에 매력적입니다. | TIGER 일본엔선물 | 역대 최저 엔달러 환율 달성 이후, 일본 정부의 기조가 달라지지 않을까 예상하여 매입하였습니다. 실제로 일본은 외환보유고를 풀어 엔화를 방어했으며, 강달러를 불편해하는 미국의 기조를 확인하며 원화 대비 상대적으로 강세의 엔화를 매수했습니다. |

| | | | |
|---------------------|--|-----------------|--|
| HANARO Fn K-푸드 | 곡물가 급등 등 식품 기업들은 원가 부담과 공급망 우려를 느끼고 있지만, 양호한 수출과 판가 인상으로 수익성을 확보하고 있습니다. 필수소비재 성격과 판가 인상으로 곡물가 하락 시 이익률 개선을 예상합니다. | KOSEF 국고채10년 | 금리 상승에 따라 단기채와 장기채의 금리가 꾸준히 상승중입니다. 금리 인상 기조가 마무리되는 과정에서 높은 금리로의 매수를 위해 분할 매수를 고려중입니다. |
| Starbucks (SBUX) | 고인플레이션 상황에서 강력한 브랜드십을 바탕으로 중국 매출 둔화에도 양호한 실적으로 방어중입니다. 향후 중국 소비 회복에 따른 매출 상승을 기대합니다. 새 CEO 임명, 회사 내 노조 형성에도 빠른 대응을 매수 이유로 삼고 있습니다. | | |

3. 전망 및 전략

10월의 투자전략 슬로건은 '숨 고르기' 입니다. 전월의 다소 공격적이었던 포트폴리오는 초반부 성과를 냈으나, FOMC에서의 추가 긴축 시사와 영국 정책 이슈, 고용 유지와 주요 기업 실적 부진으로 인해 9월 미국 S&P500 지수가 하락 마감(-9.61%, 9.1~9.30 기준)하며 하락을 면치 못했습니다. 그러나, CMRC 기금 포트폴리오는 15% 가량의 현금비중을 사전적으로 마련해뒀으며 달러 노출 비중을 40%(미국 주식형 자산 전체)로 높게 유지함으로써 증시 하락을 대폭 헤지(USDKRW환율 +6.2%, 9.1~9.30 기준) 가능했습니다. 10월 역시 변동성이 상당할 것으로 예상되며, 전통적으로 증시가 하향하는 달이기도 합니다. 역사적으로 중간선거 이전 2달 가량은 미국 3대 지수가 하락했고, 정책 시차를 고려했을 때 아직 진정되기 어려운 고용과 러-우 전쟁으로 인해 여전히 불안정한 농산물·천연가스 가격의 위험이 잔존합니다. 따라서, CMRC 기금운용팀은 안전자산(달러, 엔화)를 통한 리스크 헤지 기조를 보다 강화하되, 11월 중간선거 이후 상승 여력이 있는(전통적으로 중간선거 이후 미 증시가 상승하는 경향) 기업에 집중하고자 합니다.

추가적으로 편입을 계획하는 종목은 다음과 같습니다: JPMorgan Ultra-Short Income ETF(JPST), Walmart(WMT) 미국의 초강력 긴축 추세는 올해 내내 지속될 것으로 전망되며, 현재 CME FED Watch 연방기금금리선물의 시장 참여자들은 11월 FOMC +75bp, 12월 FOMC +50bp 인상을 예상하고 있습니다. 금리 인상으로 인한 달러가치 상승이 여전히 더 반영될 것으로 사료되

기에, 강달러와 금리상승(현 배당수익률 0.8%, 월배당)의 수혜를 모두 챙길 수 있는 듀레이션 1년 이하의 초단기국채에 투자하는 JPST를 전체 비중의 5%가량 매입할 예정입니다.

주식형 자산 중에는 유통주가 유효합니다. 개중에서도, 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 전체 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 내고 있습니다. 또한 유류비가 보다 저렴한 남동부(텍사스, 플로리다 등)에 매장이 집중되어 있는 월마트는 자체적으로 운송비를 절감합니다. 이렇게 상승여력이 다분함에도 불구하고, 2분기 실적발표 때 컨센서스를 하향했기 때문에 3분기 실적발표(11월 15일) 즈음의 주가 상승이 기대되는 종목입니다.

기존 포트폴리오 역시 여전히 유효합니다. 중국 시진핑 3연임 이후 인사정리가 안정되면 서부터 중국은 경기부양과 부동산 문제 해결에 더 적극적으로 개입할 것입니다. 부양의 시기가 다소 늦어지긴 했지만, 현재 투자 중인 전기차/2차전지 섹터(TIGER 차이나전기차SOLACTIVE ETF)는 재정정책과 견조한 신에너지자동차 판매량의 수혜를 받으며 중국 경기가 호전되는 대로 가장 먼저 상승할 섹터입니다. 또한 12월 FOMC에서의 금리 인상 이후 금리 flattening이 전망되면 미국 증시는 상승합니다. 증시 인덱스를 추적하되, MDD를 낮추기 위해 커버드콜 ETF(JEPI)의 포지션을 유지합니다. 국채금리 하락 국면에서의 수혜를 가장 먼저 볼 섹터는 기술주이며, 긴축 속도 완화의 근거가 되는 고용 지표 역시 서서히 흔들리고 있기에 IT/커뮤니케이션/씨클릭 섹터(TIGER 미국테크TOP10 INDXX)의 연말 상승이 기대됩니다. 엔화와 국채는 Core 안전자산으로 계속 포지션 유지하며, 전쟁 이슈가 심화되거나, 일본이 금리 인상에 돌입하는 상황, 혹은 달러인덱스가 피크아웃되는 상황에서 추가적인 상승을 기대할 수 있습니다.

7:3의 자산배분 기초 하에서, 위험자산과 안전자산의 Core/Satellite 종목을 적절히 설정하고, 전략적/전술적 자산배분(SAA/TAA)를 월마다 정기적으로 시행함으로써 CMRC 기금이 안정적으로 운용될 수 있도록 최선을 다하겠습니다. 무엇보다, 합리적이고 올바른 투자를 지속하되 학회원분들께서 납득할 수 있도록 정성껏 설명하겠습니다. 감사합니다.