

메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]  
[혼합채권형 펀드]

[ 자산운용보고서 ]

(운용기간: 2015년 09월 16일 - 2015년 12월 15일)

- 이 상품은 [혼합채권형 펀드]로서,  
[추가 입금이 가능한 추가형이고, 다양한 판매보수의 종류를 선택할 수 있는 종류형 펀드입니다.]
- 자산운용보고서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의거 자산운용회사가 작성하며,  
투자자가 가입한 상품의 특정기간(3개월)동안의 자산운용에 대한 결과를  
요약하여 제공하는 보고서입니다.

메리츠자산운용

110-800 서울특별시 종로구 북촌로 104 (계동, 계동빌딩)  
( 전화 :02)6320-3000 , [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com) )

# 목 차

1. 펀드의 개요
2. 운용경과 및 수익률 현황
3. 자산현황
4. 투자운용전문인력 현황
5. 비용현황
6. 투자자산매매내역
7. 공지사항

## <참고 - 펀드용어정리>

용 어	내 용
금융투자상품	이익 추구 혹은 손실 회피 목적으로 만들어진 재산적 가치를 지닌 금융상품으로 증권 및 파생상품 등을 말합니다.
기준가격	펀드의 매입·환매 및 분배시 적용되는 가격으로, 기준가격의 산정은 전일의 펀드 순자산총액을 전일의 펀드 잔존수익증권 수량으로 나누어 1,000을 곱한 가격으로 표시하고, 소수점 셋째 자리에서 반올림합니다.
단기금융집합투자기	투자신탁재산의 전부를 대통령령으로 정하는 단기금융상품에 대통령령으로 정하는 방법으로 투자하는 펀드입니다.
증권집합투자기	투자신탁재산의 50% 초과하여 증권(주식, 채권 등)에 투자하는 펀드입니다.
혼합자산집합투자기	투자신탁재산을 운용함에 있어서 투자대상의 제한을 받지않는 펀드입니다.
부동산집합투자기	투자신탁재산의 50% 초과하여 부동산(부동산과 관련된 증권 등 포함)에 투자하는 펀드입니다.
특별자산집합투자기	투자신탁재산의 50% 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다)에 투자하는 펀드입니다.
종류형(집합투자기)	동상 멀티클래스펀드로 불리웁니다. 멀티클래스 펀드란 하나의 펀드 안에서 투자자 그룹(클래스)별로 서로 다른 판매보수와 수수료 체계를 적용하는 상품을 말합니다. 보수와 수수료의 차이로 클래스별 기준가격은 다르게 산출되지만 각 클래스는 하나의 펀드로 간주돼 통합 운용되므로 자산운용 및 평가 방법은 동일합니다.
추가형(집합투자기)	기 설정된 펀드에 추가 설정이 가능한 펀드입니다.
수익증권(집합투자증권)	자본시장과 금융투자업에 관한 법률' 상 증권의 일종으로 집합투자업자 및 신탁업자가 일반 대중으로부터 자금을 모아 펀드를 만들 때 이 펀드에 투자한 투자자들에게 출자비용에 따라 나눠주는 권리증서를 말합니다. 집합투자기구에 가입(매입)한다는 것은 이 수익증권을 산다는 의미입니다
집합투자	2인 이상에게 투자자로부터 자금을 모집하여 금융투자상품 등에 투자하여 그 운용성과를 투자자에게 돌려주는 것을 말합니다.
집합투자기구(펀드)	집합투자를 수행하는 기구로서 법적으로 집합투자기구라 표현되며 통상 펀드라고 불립니다. 대표적으로 투자신탁 및 투자회사가 이에 해당합니다.
집합투자업자	2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등을 받아 증권(주식, 채권 등)등에 투자?운용 하는 회사를 말합니다.
신탁업자	투자재산을 보관하고 관리하는 회사를 말합니다.
판매회사	펀드의 판매, 환매등을 주된 업무로 하는 회사를 말하며, 투자자에게 펀드를 판매하는 은행, 증권사, 보험사 등이 이에 속합니다.
일반사무관리회사	펀드 일반사무관리업무의 위탁을 받아 기준자산정 등의 업무를 수행하는 회사를 말합니다.
투자신탁	집합투자업자와 신탁회사간의 신탁계약 체결에 의해 만들어지는 펀드를 말합니다.
한국금융투자협회 펀드코드	상장주식의 경우 회사명 또는 코드번호 6자리를 활용하여 투자자들이 쉽게 공지사항을 조회, 활용할 수 있는 것처럼 펀드 또한 한국금융투자협회가 부여하는 5자리의 고유 코드가 존재하며, 펀드명 뿐만 아니라 이러한 코드를 이용하여 펀드의 각종 정보에 대한 조회가 가능합니다.

# 1. 펀드의 개요

## ▶ 기본정보

적용법률:

자본시장과 금융투자업에 관한 법률

위험등급

3등급(중간위험)

펀드명칭		금융투자협회 펀드코드	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]		35139	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C		AX380	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류A		AX381	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류Ce		AX382	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류CI		AX383	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류CW		AX385	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S		AX386	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C-P		AX387	
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S-P		AX388	
펀드의 종류	투자신탁, 증권펀드(혼합채권형), 추가형, 개방형, 중류형	최초설정일	2002.09.16
운용기간	2015.09.16 - 2015.12.15	존속기간	종료일이 따로 없습니다.
자산운용회사	메리츠자산운용	판매회사	하나은행, 우리은행, NH투자증권 외 31개
펀드재산보관회사(신탁업자)	하나은행	일반사무관리회사	신한아이타스
상품의 특징			
국내주식, 채권, 파생상품, 수익증권, 기업어음, 유동성자산 등에 분산투자하는 채권혼합형 투자신탁으로서 투자신탁재산의 70% 이하를 채권에 투자합니다			

주) 펀드의 자세한 판매회사는 금융투자협회 홈페이지 [ <http://dis.kofia.or.kr> ],  
운용사 홈페이지 [ [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com) ] 에서 확인하실 수 있습니다.

## ▶ 자산현황

(단위: 원, %)

※ 아래 표를 통하여 당기말과 전기말 간의 자산총액, 부채총액, 순자산총액 및 기준가격의 추이를 비교하실 수 있습니다.

펀드명칭	항목	전 기 말	당 기 말	증감률
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]	자산총액	634,895,353,807	634,526,610,247	-0.06
	부채총액	53,907,300,347	379,577,174	-99.30
	순자산총액	580,988,053,460	634,147,033,073	9.15
	기준가격	1,000.00	985.44	-1.46
종류(Class)별 기준가격 현황				
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 C	기준가격	1,000.00	982.75	-1.73
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 A	기준가격	1,000.00	983.25	-1.68
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 Ce	기준가격	1,000.00	983.64	-1.64
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 CI	기준가격	991.16	975.66	-1.56
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 CW	기준가격	1,000.00	984.54	-1.55
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 S	기준가격	979.53	963.97	-1.59
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 C-P	기준가격	1,000.00	983.00	-1.70
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류 S-P	기준가격	976.91	961.46	-1.58

주) 기준가격이란 투자자가 펀드를 입금(매입), 출금(환매)하는 경우 또는 분배금(상환금포함) 수령시에 적용되는 가격으로 펀드의 순자산총액을 발행된 수익증권 총좌수로 나눈 가격을 말합니다.

## ※ 분배금내역

(단위: 백만원, 백만좌)

※ 해당사항 없음

## 2. 운용경과 및 수익률 현황

### ▶ 기간수익률

(단위: %)

펀드명칭	최근3개월	최근6개월	최근9개월	최근12개월	최근2년	최근3년	최근5년
	15.09.16 ~ 15.12.15	15.06.16 ~ 15.12.15	15.03.16 ~ 15.12.15	14.12.16 ~ 15.12.15	13.12.16 ~ 15.12.15	12.12.16 ~ 15.12.15	10.12.16 ~ 15.12.15
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]	-1.46	-1.86	3.77	6.84	15.83	14.67	15.04
( 비교지수대비 성과 )	(-1.69)	(-1.18)	(3.31)	(4.99)	(12.47)	(9.75)	(4.41)
비 교 지 수	0.23	-0.68	0.46	1.85	3.36	4.92	10.63
종류(Class)별 현황							
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C	-1.73	-2.37	2.95	5.72	14.47	13.32	13.69
( 비교지수대비 성과 )	(-1.96)	(-1.69)	(2.49)	(3.87)	(11.11)	(8.40)	(3.06)
비 교 지 수	0.23	-0.68	0.46	1.85	3.36	4.92	10.63
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류A	-1.68	-2.29	3.09	5.92	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.91)	(-1.61)	(2.63)	(4.07)	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-0.68	0.46	1.85	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류Ce	-1.64	-2.12	3.30	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.87)	(-1.44)	(2.84)	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-0.68	0.46	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류Ci	-1.56	-	-	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.79)	-	-	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-	-	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류CW	-1.55	-2.04	-	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.78)	(-1.36)	-	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-0.68	-	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S	-1.59	-	-	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.82)	-	-	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-	-	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C-P	-1.70	-2.35	3.00	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.93)	(-1.67)	(2.54)	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-0.68	0.46	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S-P	-1.58	-	-	-	-	-	-
( 비교지수대비 성과 )	(-1.81)	-	-	-	-	-	-
비 교 지 수	0.23	-	-	-	-	-	-

※ 비교지수 : (0.25 \* [KOSPI]) + (0.65 \* [KIS종합 3M-01Y]) + (0.1 \* [CALL금리])

※ 위 투자실적은 과거 성과를 나타낼 뿐 미래의 운용성과를 보장하는 것은 아닙니다.

### ▶ 추적오차

(단위: %)

※ 해당사항 없음

### ▶ 손익현황

(단위: 백만원)

구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	손익합계
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물 자산	기타			
전기	-12,000	1,395	-	-	-	-	-	-	-	115	-13	-10,504
당기	-10,714	1,202	-	-	-	-	-	-	-	109	-14	-9,417

## ▶ 운용경과

메리츠코리아채권혼합펀드 (이하 '펀드') 의 [2015.09.16~2015.12.15] 성과를 살펴보면 벤치마크는 0.23% 상승한 데 비하여 펀드(운용펀드 기준)는 1.46% 하락하여 부진한 성과를 시현하였습니다.

[주식부분]

이번 분기에 펀드 수익률이 저조한 원인을 살펴보면,

첫째, 업종 측면에서 현재 펀드는 경기 소비재 (미디어, 내구소비재, 소비자 서비스, 유통, 자동차 및 부품) 와 필수 소비재 (음식료 및 생활용품) 및 헬스케어 업종 (제약 및 바이오, 의료장비 및 서비스)에서 높은 비중을 차지하고 있습니다. 그런데 이번 분기에는 이들 주력 업종에서 헬스케어를 제외하고는 매우 부진한 상대 성과를 보여 주었습니다. 펀드가 벤치마크 대비 부진한 상대 성과 중 경기 소비재 보유 업종의 종목들이 하락에 기인하였습니다. 다음으로 약 27% 가량이 필수 소비재 업종의 저조한 성과 탓이 컸습니다. 약 14%의 비중을 차지하고 있는 IT 의 모든 세부업종 (소프트웨어, 하드웨어, 반도체, 디스플레이) 에서도 부진한 성과가 이어졌습니다. 결국 이번 분기에는 지난 분기와 달리, 헬스케어와 에너지 업종을 제외하고는 모든 업종에서 벤치마크 대비 모두 저조한 성과를 기록하여 성과 부진을 초래하였습니다.

둘째, 종목 측면에서 살펴보면, 전체 보유 종목 중에서 벤치마크를 초과한 비중이 45%에 머물러 이번 분기 보유 종목들의 주가하락이 상대적으로 매우 컸음을 알 수 있습니다. 2015.12.15 기준 펀드의 상위 10개 종목의 비중은 약 30% 이고 상위 20개 종목은 약 52%에 이르러, 상위 종목들의 성과가 저조한 것도 원인이 되었습니다.

그러면 이번 분기에 펀드 운용 성과에 대한 생각을 보다 자세히 말씀드리고 저희가 글로벌 관점에서 어떠한 노력을 지속해왔는지 함께 설명드리고자 합니다.

펀드는 종합주가지수와 약 80%가량 다르게 적극적으로 운용(Active share ratio)되고 있습니다. 이러한 시장과 차별화된 포트폴리오 특성이 지난 분기에는 벤치마크 대비 0.51%의 초과 성과를 냈었지만, 이번 분기에는 벤치마크 대비 1.65% 하락하는 단기 변동성을 불러왔다고 판단합니다.

하지만 저희는 이번 분기에도 펀드에서 보유중인 기업들과 경쟁기업들을 일일이 만나오면서 단기적인 주가변동에도 불구하고 보유 기업들의 펀더멘탈이 견조하게 유지되고 있음을 확인하였습니다. 크고 작은 우려들은 모든 기업환경에 존재하고 있지만, 보유 기업을 투자할 당시 회사가 약속했던 성장과 수익 방향은 착실히 진행되어 가고 있다고 판단합니다.

오히려 최근의 주가 급락이 펀드를 투자하신 고객들에게 더욱 좋은 기회를 제공해 주고 있다는 생각을 하게 되었습니다. 저희는 이번 기회를 활용하여 보다 확신이 있는 기업들의 비중을 증가시켜 나가고자 이를 실행해나가기 위해서 기업들의 비중을 줄이거나 없애기 시작하였습니다. 이러한 리밸런싱 과정은 최근 단기적인 주가 변동성이 커진 결과에 따른 것이지만, 중장기적으로 고객들에게 더욱 커다란 기회를 제공해 줄 것이라고 믿고 있습니다. 이러한 일련의 과정은 전적으로 저희의 독립적인 기업탐방과 펀더멘탈 리서치에 따른 것이었습니다. 저희는 펀드에서 보유중인 기업들의 양호한 실적 개선 추세를 지속적으로 확인할 수 있었습니다. 펀드 보유 기업들의 3분기 누계 실적을 살펴보더라도 성장률과 수익성, 효율성이 시장 대비 모두 우수한 것으로 나타났습니다.

펀드 보유 기업들의 펀더멘탈은 우수하지만, 투자자들의 차익매물 실현과 쏠림 현상 심화로 이번 분기 단기적인 주가 변동성이 확대되어 왔고 이것이 펀드의 저조한 수익률로 이어졌다고 판단합니다. 돌이켜보면, 펀드가 투자하고 있는 종목들은 대형주에 비해 강한 상승 탄력을 보여왔습니다. 올해 상반기를 거치며 코스닥은 사상 최고치를 경신하기도 하였습니다. 그러나 하반기로 접어들면서 미국 금리 인상과 중국 경기 둔화 우려로 일부 투자자들이 그 동안 많이 올랐던 중소형주에 대한 차익 실현을 하는 사례가 늘어났습니다.

이번 분기 국내 증시는 삼성전자의 3분기 실적발표로 대형 수출주의 환율효과에 대한 기대감이 높았었고 그에 따른 대형주 위주의 시장이 전개되었습니다. 삼성전자의 실적 발표 이후 3분기 원/달러 평균 환율이 전분기 및 전년 대비 각각 6%, 12% 절하됐다는 사실이 주목 받으며 대형 수출주 전반에 대한 이익 개선 기대감이 높아졌던 것입니다. 그러나 수출 주도형인 한국 기업들에게 주변국들의 통화 가치 약세는 환율 효과를 희석시킬 뿐만 아니라, 오히려 부정적인 영향을 끼칠 수 있기에 환율에 대한 기대감이 지속되기는 힘들다고 판단합니다. 삼성전자 역시 3분기 실적 발표회를 통해서 4분기에는 3분기에 8천억원 이상의 환율 개선 효과를 기대하기 힘들다고 밝힌바 있습니다. LG전자 역시 3분기 실적 발표회를 통하여 미국에서는 달러 강세로 이익을 상당히 봤지만 유럽, 브라질, 러시아 등 기타 성장 시장에서의 손실로 5,300억 원 정도의 환율 악영향을 받았다고 밝혔습니다. 또한 우리나라 기업들과 경쟁 관계 있는 일본의 경우에 엔화의 약세 속도가 원/달러환율이 약세를 보이는 폭에 비해 더욱 가파른 상황입니다. 자원 수출 비중이 높은 신흥국 통화의 낙폭 확대도 이어지고 있습니다. 중국의 경우, 이미 인민은행이 지난 8월 위안화 환율 평가절하 조치를 단행한 바 있습니다.

비록 이번 분기 철강, 조선, 화학 등 대형 수출 회사 주가가 큰 폭으로 오르면서 상승세를 주도하였지만 미국 금리 인상을 계기로 시장의 관심은 이제 기업의 펀더멘탈로 다시 쏠리게 될 것으로 판단합니다. 대형 수출주 중심의 안도 랠리는 기업 실적 발표가 잇따르는 내년 초가 되면 실제 기업들의 펀더멘탈 개선 여부로 관심이 이동하게 될 것입니다. 이럴 경우 펀드에서 보유중인 펀더멘탈이 우수한 기업들이 다시 재조명을 받게 될 것입니다. 저희는 이번 분기에 상승을 주도했던 철강, 화학, 조선 등의 대표 기업들의 실적 개선이 여전히 불투명하다고 판단하고 있습니다. 포스코도 3분기 실적 발표를 통하여 올해 사상 처음으로 연간 적자를 볼 수 있다고 밝힌 바 있습니다. 연말에 환율이 어떻게 되느냐에 따라 달라지겠지만 최대 3,000억원 정도는 적자가 될 수도 있다고 설명하였습니다. 조선 3사의 누적 적자 규모도 이미 수 조원대로 눈덩이처럼 불어나고 있습니다

그동안 시장에서는 일부 중소형주들이 장기 전망에 따른 기대감만으로 주가가 올랐던 측면을 우려하고 경계하였습니다. 최근 시장의 중소형주 조정을 계기로 앞으로는 실제 경쟁력을 지니고 이익과 현금을 창출할 수 있는 기업들로 제한적인 종목 차별화와 재평가가 이루어질 것으로 판단됩니다. 패닉을 경험한 투자자들은 보다 이성적이 될 것이고 이는 지금 주식시장이 건전한 발전 방향으로 전개되고 있음을 의미합니다. 이런 차별화와 재편화 과정 속에서 저희는 펀드가 보유하고 있는 펀더멘탈이 우수한 강소기업들이 다시 재조명될 것으로 판단합니다. 비록 펀드는 시장보다 뒤지는 단기 성과를 보여주고 있지만 저희는 펀드가 보유중인 80여개의 기업들을 확신을 가지고 장기 투자해가고 있습니다.

저희는 여전히 내년에 수출 기업들이 더욱 어려운 환경에 놓일 수 있다는 판단을 하고 있지만 펀드에서 보유하고 있는 기업들에 커다란 기대를 하고 있습니다. 주지하다시피, 우리나라의 수출이 GDP에서 차지하는 비중이 현재 60%에 육박합니다. 수출 중 중국에 대한 비중은 25%를 넘어서 전체 GDP에서 중국이 차지하는 비중도 10%를 훨씬 넘어서고 있습니다. 저희는 내년에 중국 경제의 성장 둔화는 불가피하다고 판단하고 있습니다. 중국경제의 활력이 저하되면서 수입이 지속적으로 줄고 있어 우리나라의 수출부담도 2014년부터 본격적으로 영향을 받고 있다고 판단합니다. 실제로 수출은 올 초부터 지난 9월말까지 9개월 연속 마이너스 행진을 이어오고 있습니다. 10월 수출은 이미 6년 2개월 만에 가장 큰 폭으로 줄어든 상황입니다. 따라서 저희는 새로운 비전을 가지고 있는 테크놀로지 기반의 혁신 서비스 기업이나 높은 진입장벽과 시장 경쟁력을 가지고 있는 내수 기업, 그리고 중국의 신성장 산업 속에서 호혜적인 파트너로서 성장하고 있는 펀드 투자 기업들에 시장의 관심이 더욱 커질 것으로 예상하고 있습니다.

산업별로 우리나라의 경제구조를 살펴보면, 서비스를 비롯한 내수업종이 수출 부진의 영향을 크게 받는 제조업 부진을 보완하고 있는 상황입니다. 올해 3분기까지 우리나라 경제의 내수 성장 기여도는 전년 동기 대비 3.4%p로 2010년 이후 최고이며 -1.0%p를 기록한 순수출 감소를 보완하고 있습니다. 순수출 기여도는 지난해 3분기부터 5분기째 마이너스를 기록하며 성장률을 깎아먹고 있습니다. 올해 제조업의 성장 기여도(0.3%p)는 글로벌 금융위기 이후 최저 수준입니다. 이제 우리나라 기업들은 구조개혁을 통해 잠재성장률을 높이고 미래성장 산업을 발굴해 가는 것이 중요한 상황이라고 판단합니다. 경제 불확실성이 커질수록 내수 회복 지속을 위해 규제완화로 기업 활동이 촉진되고 서비스업을 발전시켜야 합니다. 펀드는 이미 중장기적으로 이러한 내수와 서비스업에서 우월한 경쟁력을 가지고 있는 기업들에 지속적인 관심과 투자를 해오고 있습니다. 비록 이번 분기에 그동안 펀드에서 높은 비중으로 좋은 수익률을 올렸던 서비스 업종 (약 23% 비중)에서 주가 하락이 컸던 것이 사실입니다. 그러나 저희는 단기적인 수익률 변동은 있을 수 있겠지만 한국 경제에서 서비스 업종의 비중은 지속적으로 늘어날 수 밖에 없고 이를 선도하는 경쟁력 있는 대표 기업들에 대해 장기투자하고 있는 펀드의 고객들은 수혜를 받을 것으로 기대하고 있습니다.

한국은행이 최근 발표한 2014년 기업경영분석 자료를 보더라도 이같은 저희의 판단을 잘 뒷받침해주고 있습니다. 지난해 우리나라 전체 기업 매출액 증가율은 1.3%로 2002년 이후 가장 낮은 수준이었습니다. 전 산업의 매출액 증가율은 2010년까지만 해도 15.3%에 달했으나 2012년 5.1%, 2013년 2.1%로 떨어졌다가 지난해 1%대로 추락한 것입니다. 제조업 매출액 증가율은 -1.6%를 기록하여 더욱 심각합니다. 제조업의 매출액 증가율이 마이너스를 기록한 것은 1961년 관련 통계 집계 이후 사상 처음있는 일입니다. 지난 1998년 외환위기 당시에도 제조업 매출액 증가율은 0.7%로 마이너스는 아니었습니다. 지난 2013년까지 0.3%에 머물렀던 대기업 매출액 증가율도 지난해 -0.4%로 감소 전환했습니다. 통계가 집계된 2007년 이후 최저치입니다. 중소기업은 4.4%로 2013년(5.6%) 보다 하락했지만 대기업에 비해서 선방하였습니다. 우리나라 경제를 떠받치고 있는 대기업과 제조업의 매출액 증가율이 사상 처음으로 마이너스로 돌아서며 크게 흔들린 것입니다. 한은 측은 “원화 가치 상승과 글로벌 경기 불황으로 해외 매출이 큰 타격을 입었기 때문”이라고 분석했습니다. 가격요인의 영향을 많이 받는 제조업의 경우 유가 하락과 환율 하락, 수출 부진에 따른 여파가 크게 작용한 것입니다. 특히 제조업 위축은 전기전자(-7.4%)와 석유화학(-1.6%) 등에서 두드러졌습니다. 중국을 비롯한 신흥국 경기 부진과 스마트폰 후발 업체와의 경쟁이 격화되면서 전기전자 분야 매출액 증가율이 급감했기 때문입니다. 현재 한국 경제가 어려움에 있는 것은 사실이지만, 저희는 앞으로 3~5년 이상 지속될 수 있는 강력한 사회적, 기술적 트렌드로부터 이익을 얻을 기업들에 관심과 흥미를 느끼고 장기 투자해오고 있습니다. 저희는 한국의 화장품, 헬스케어 업종뿐만 아니라, 소비재 및 엔터테인먼트에서 선도적인 혁신 기업들이 이러한 영역들에 위치해 있다고 판단하고 있습니다. 공교롭게도 이들 기업들의 주가가 최근 큰 폭의 조정을 받았고 펀드 수익률이 저조한 원인이 되고 있습니다. 시장 참가자들은 지난해 이후 이들 기업들의 주가가 고공행진을 이어오면서 형성된 높은 프리미엄과 밸류에이션에 단기적인 부담감을 느끼고 있다고 판단합니다. 그러나 최근 단기적인 주가 변동에도 불구하고 저희는 이들 기업들의 강세는 일시적 테마라기보다 장기간 지속되는 강력한 사회적 트렌드라고 판단하고 있습니다. 따라서 저희의 투자기간은 내년도 실적 추정치라든가 경기 순환 사이클보다 훨씬 더 멀리 자리잡고 있습니다. 보다 긴 호흡으로 구조적인 패러다임 변화로 수혜를 입게 될 기업들에 관심을 갖고 장기 투자해오고 있습니다. 펀드는 3~5년 뒤에 이들 기업들의 가치가 증대하게 되면 이를 통해 늘어난 자본 이득을 고객들에게 돌려드리고자하는 목표를 가지고 있습니다. 따라서 저희는 최근의 주가조정을 통해 좋은 기업을 더 싸게 살 수 있는 새로운 기회로 인식하고 있는 상황입니다.

하지만 내년도 투자환경은 여전히 녹록하지 않은 상황입니다. 아마도 내년 세계 경제의 키워드는 불확실성 증가가 될 것입니다. 미국의 금리인상과 중국의 경제 성장 둔화 등 세계 GDP 에서 약 40% 비중을 차지하는 이른바 'G2 리스크'가 증가하고 있기 때문입니다. 이는 미국이 통화정책을 정상화하는 과정, 중국은 성장모델을 전환하는 과정에서 발생하는 불가피한 현상이고 구조적인 흐름입니다. 미국의 금리인상은 이미 현재 주가에 충분히 반영되어 있는 노출된 재료라고 판단하고 있으며 가장 중요한 금리인상 속도는 보다 더 점진적일 것으로 판단하고 있습니다. 중국 경제의 시스템 위기 가능성은 낮다고 판단하고 있지만, 중국 경제 성장 둔화와 수입구조 변화는 내년에도 한국의 대 중국 수출에 대한 하방 압력으로 작용할 수 있습니다. 따라서 미국의 금리 인상이 10년 만에 이루어진 시점에서 중국 경제의 성장 둔화가 한국 기업들에게 얼마큼 영향을 미칠 것인지를 파악해보는 것이 향후 펀드 운용에 무엇보다 중요한 과제가 되고 있다는 판단을 하고 있습니다.

이러한 맥락에서 저희는 중국의 성장 둔화가 어떤 위험을 내포하고 있는지를 지속적으로 조사해 나가고 있습니다. 7월에 이어 9월과 11월에도 중국 현장을 누비며 개혁과 투자, 소비와 신성장 서비스 분야를 중점적으로 살펴보고 돌아왔습니다. 중국 기업과 은행, 산업 및 각계 전문가들의 미팅을 통하여 중국 경제 위기의 실제와 전망 및 한국 기업에 미칠 영향 등을 살펴보고 저희의 고객들과 성실히 소통해 나가고자 합니다.

중국 중앙 재경대학교 금융학과 교수와의 미팅은 거시경제 전반을 이해하고 토론하는데 유익하였습니다. 최근 경제구조 전환 과정과 신성장 동력의 추진과정 및 속도 평가, 인프라 투자 중요성 및 현실성, 자본시장 변동에 대한 견해, 통화 및 재정정책 효과, 국유기업 개혁안의 실효성, 부동산 시장 환경 등에 대한 의견들이 개진되었습니다. 차이나 컨퍼런스에도 참석하여 중국 국무원 상무부 아시아 연구소 소장과 교통은행, 민생증권 및 HSBC 증권 전문가들의 견해도 들을 수 있었습니다.

저희는 중국 국무원 산하 사회과학 연구원과 중국 최대 증권사 씨티증권과의 연석 미팅을 통해 최근 위안화 절하의 배경과 전망에 대한 의견을 나눌 수 있었습니다. 이들 미팅을 통하여 최근 중국 정부의 환율정책에 대한 민관 연구원들의 상반된 의견을 청취할 수 있었습니다.

또한 중국의 최대 핵심과제인 국유기업 개혁과 인프라 투자의 실효성을 판단하기 위하여 Power Construction (601669-CN), Metallurgical Corp. (601618-CN), BBMG (601992-CN)를 만났습니다. 중국 GDP의 1/3 이상을 차지하고 있는 부동산 시장에 대한 현황과 전망 및 고정자산 투자, 신형 도시화에 대한 국유기업과 민영기업의 다양한 의견을 청취하고자 China Fourtune Land (600340-CN)와 중국의 5위 민간 부동산 시행사인 Longfor Properties (960-HK), 그리고 Cheung Kong Property Holdings (1113-HK)와의 미팅을 진행하였습니다.

또한 중국 소비 회복과 현황을 알아보기 위하여 Beijing Wangfujing Department Store (600589-CN), JD.COM (JD-US), VIP Shop(VIPS-US), Ctrip (CTRP-US) 등을 만나 상반되고 다양한 의견들을 청취하였습니다.

저희는 중국의 자동차 업체 Geely Automobile (175-HK), SAIC Motor (600104-CN), Dongfeng Motor Group(489-HK), Chongqing Changan Automobile(200625-CN) 과도 미팅을 가졌습니다. 이를 통해 현재 중국의 자동차 시장 상황에 대해 보다 자세하게 검토할 수 있는 시간을 가졌으며, 향후 한국의 완성차업체가 중국 시장에서 직면할 수 있는 기회와 위기요인에 대해서 다시 살펴보았습니다.

또한 저희는 이번 분기에 중국의 경제 및 산업 구조조정, 국유기업 합병의 효과 등을 따져보기 위하여 해운업체인 COSCO그룹 계열사와 철도 차량 합병법인인CRRC Corporation (601766-CN, 중국중차) 과의 미팅을 진행하였습니다.

이와는 별도로 증권사 국유기업 개혁 전문가와의 미팅도 가졌습니다. 중국 민영은행인 China Minsheng Bank와의 미팅이 매우 유익하였습니다. 중국 정부의 통화 및 재정 정책에 대해 민간은행의 입장을 생생하게 들을 수 있었습니다. 저희는 이 미팅에서 중국 경제구조 전환 과정에서 은행들의 자산건전성이 악화되어 가는데 대한 대응책, 중소기업들의 처해있는 상황과 대출정책, 중국정부의 통화 및 재정정책을 은행들이 어떻게 지원해오고 있고 리스크 관리를 하는 방식, 정부의 신흥 전략산업 독려에 대한 은행의 대출 현황과 입장, 인프라 투자 민관합동 PPP (Public Private Partnership) 모델에서 은행의 참여 정도와 견해 등에 대하여 묻고 정리할 수 있었습니다.

저희는 또한 중국의 신성장 동력 및 산업구조 재편 과정의 수혜를 받고 있는 신성장 대표기업들을 면담하였습니다. 중국 최대 영화사업자인 Wanda Cinema (00739-CN)를 비롯하여 반도체, 정보통신과 인터넷 대표 업체인 Leshi Internet Information & Technology (300104-SZ) 과의 미팅을 통하여 신성장 산업의 현주소를 파악할 수 있었습니다.

이러한 미팅을 통하여 다음과 같은 몇가지 결론들을 도출해 낼 수 있었습니다.

첫째, 현재 중국경제 상황에 대한 인식입니다. 중국경제는 경제 구조전환 과정에 있습니다. 향후 성장 둔화는 구조적 일 수 밖에 없음을 재확인하였습니다. 더 이상 2008년 이후 국유기업과 지방정부가 주체가 되어 차입과 투자를 통해 높은 성장을 이끌어 온 모델은 지속 가능하지 않다는 판단입니다. 현재의 경제 성장 둔화에 대한 우려는 이러한 수출과 투자 중심의 모델에서 소비와 서비스로의 경제가 전환하는 과정에서 겪고 있는 성장통이자 후유증이란 인식입니다. 이러한 성장통과 후유증은 지속 가능한 성장 모델로 변모하는 중국 경제에 아프지만 필연적인 과정입니다. 향후 경제 성장률은 정부 목표치를 빠르게 하락하는 과정을 겪을 것입니다. 이것이 다시 경제와 증시에 커다란 변동성을 야기시킬 수도 있겠습니다. 투자자들은 이제 양적인 성장에서 질적인 성장으로의 구조 전환 과정에 있는 중국 경제와 증시에서 상당한 정도의 인내심을 요구받고 있다고 판단합니다. 그러나 이러한 구조개편 과정에서 소비재와 혁신 서비스 기업들은 새로운 수혜를 받게 될 것으로 판단되었습니다.

둘째, 중국의 경제위기에 대한 의견입니다. 중국의 성장 둔화는 지속적인 성장 모델로의 전환을 위해 구조적인 과정입니다. 하지만 중국경제가 구조전환 과정에서 시스템적인 리스크를 동반할 가능성은 매우 낮다고 판단합니다. 저희는 지난해부터 중국의 부동산 및 그림자 금융 위기 등 중국의 경제위기 가능성을 집중적으로 조사해오고 있습니다. 그리고 저희의 고객들과 매분기 이에 대한 저희의 의견을 소통해오고 있습니다. 저희는 지난 1년동안 그림자 금융 위기는 많이 축소된 상황이고 부동산 시장 붕괴 가능성은 매우 낮은 상황이란 판단입니다. 막대한 외환보유고 (4,200조 원) 와 다양한 정책 수단 등의 능력을 가진 중국에서 한국이 겪었던 외환위기가 발생할 가능성은 낮아 보입니다. 앞으로도 현재 저희의 입장과 인식에 변화가 있는지를 운용 보고서를 통하여 성실히 고객들과 소통해 갈 것입니다.

셋째, 중국의 국유기업 개혁과제에 대한 의견과 전망입니다. 저희는 향후 중국 경제의 지속적인 성장과 극심해진 변동성을 줄여나가기 위해서는 2008년 이후 잉태되어 온 과잉생산과 과잉부채를 축소하는 과정이 필연적이라고 인식합니다. 향후 국유기업 개혁과제가 중국의 경제 회복에서 핵심적인 과제라는 인식입니다. 저희는 이러한 국유기업 개혁의 수준은 과잉생산과 과잉부채를 줄일 수 있을 정도로 강력하게 진행되길 희망하고 있습니다. 국유기업의 자산매각, 합병, 인수 및 퇴출 등 강력한 구조조정과 병행되어야 실효성을 발휘할 수 있다는 인식입니다. 그러나 이번 방문을 통하여 이러한 국유기업의 개혁 과제가 단기간에 해결되기는 힘들 수 있다는 판단을 하게 되었습니다. 오랜 시간과 뼈를 깎는 구조조정 노력은 필요하지만, 중국의 현재 상황은 복잡하고 매우 긴 호흡과 인내를 요구하고 있다는 판단입니다. 따라서 정부의 '국유기업 개혁 지도의견' 등 이번 분기에 발표된 지침은 중국 경제의 성장 지속과 변동성 축소를 가져오기 위해서 중장기적 관점에서 이해되어야 한다고 판단합니다.

넷째, 정부의 대응책에 대한 평가입니다. 중국 정부는 국유기업 개혁 외에도 성장 둔화를 막고자 소비 및 서비스 구조 전환, 인프라 투자 확대와 통화 완화 정책 및 재정 개혁 정책 등을 다양하게 추진하고 있습니다. 그러나 이러한 정책들의 실효성을 검토해본 결과 이또한 상당히 중장기적인 호흡이 필요하며 단기간에 경제 및 증시 회복이나 변동성 축소 등에 영향을 미치기는 힘들 것이란 판단입니다. 따라서 미국과는 달리 중국 역시 유럽이나 일본처럼, 추가적인 부양 조치가 나올 수 있을 것이란 시장의 기대는 근거가 있다고 판단됩니다.

다섯째, 향후 시장 변동성에 대한 의견입니다. 저희는 중국의 경제위기 가능성은 낮게 보고 있는 반면, 중국의 성장 둔화는 구조적이고 필연적인 과정으로 이해하고 있습니다. 중국 정부의 국유 기업 개혁 정책의 강력한 전개가 향후 경제 및 증시에 핵심과제로 인식하고 있습니다. 그러나 이번 중국 방문을 통해 이는 오랜 시간과 노력이 필요한 과제로서, 개혁이 지지부진하다는 우려가 확산될 경우, 중국을 비롯한 글로벌 경제가 어려움을 겪을 수도 있다는 판단을 하게 되었습니다. 중국 정부의 다양한 정책들 역시 장기적인 관점에서 전개되고 이해되어질 필요가 있다고 판단합니다. 이에 따라 투자자들의 무너진 신뢰 회복과 개혁의 실천에 따른 실효성이 확인되기까지는 중국을 비롯한 글로벌 시장 변동성이 커질 수도 있다고 판단합니다.

그러면 지금부터 보다 구체적으로 위에서 요약드린 저희가 생각하고 있는 중국 경제와 그리고 우리나라 기업 및 시장에 미칠 영향들에 대한 상세한 의견들을 말씀드리고자 합니다.

먼저 중국경제의 구조적 성장 둔화와 경제 위기 가능성에 대한 판단 근거입니다. 저희는 현재 중국의 성장 동력 확인은 여전히 진행형이란 판단을 하게 되었습니다. 먼저 지금 중국은, 중국 최대 부동산 시행사 China Vanke가 주장하고 있듯이, 그동안 중국 경제 성장을 이끌어왔던 부동산 시장의 황금기가 끝나고 있는 상황입니다. 중국이 이를 대체할 신성장 동력을 혁신 산업에서 찾고 있지만, 아직까지 성장 동력의 결실은 이루어지지 못한 상황입니다.

정부는 중국 제조 2025의 10대 핵심 사업을 제정하고 추진하고 있습니다. 차세대 IT 기술, 고급 디지털제어 공장기계 및 로봇, 항공 우주 설비, 해양 공정 설비 및 첨단 선박, 선진 궤도 교통 설비, 에너지 절약 및 신재생 에너지 자동차 전력 설비, 농업 기계 설비, 신소재, 바이오 의약 및 고성능 의료 기계가 그것입니다.



중국 증시에서 지난해부터 관련 기업들을 중심으로 엄청난 주가 상승이 있었습니다. 증시에서 80%를 넘게 차지하고 있는 개인 투자자들이 유행처럼 묻지마로 이들 업종 내 기업들의 주가를 끌어올렸습니다. 결국 많은 기업들의 실적은 앞서 나간 주가를 한참이나 따라오지 못하게 되었습니다. 최근 중국 증시가 고점을 찍고 폭락하게 된 근본 원인은 이 같은 기업의 펀더멘탈과 주가의 괴리가 일부 심했기 때문이었다고 판단합니다.

중앙 재경대학교 금융학과 교수는 중국은 여전히 경제 구조전환 과정에서 새로운 성장 동력을 찾는 것이 가장 큰 문제라고 꼬집었습니다. 그는 리커창 총리가 혁신, 창조를 강조하고 있고 행정 간소화, 민간 참여 등이 진행되고 있지만 현재는 초기단계라고 못박았습니다. 만약 이 단계에서 투자가 급감할 경우 외부에서 얘기하는 것처럼 경착륙 위험이 이론적으로 있을 수도 있다고 언급하였습니다. 그러나 저희는 여전히 중국 정부가 시스템 위기를 막을 다양한 능력과 수단을 갖고 있다고 판단합니다. 중국 정부의 막대한 외환 보유고와 경상흑자 구조 등 여러 상황이 중남미나 아시아의 외환위기 당시와 상황이 다르다는 판단을 하고 있습니다. 하지만 중국 경제가 성장의 빈자리를 메꾸어줄 신성장 동력 발굴 및 육성은 정부의 정책 지원으로만 불가능한 것도 사실입니다. 기업들의 글로벌 기술 경쟁력이 전제되어야 하므로 장기적인 관점에서 시간과 노력이 필요해보였습니다. 지금 중국 기업들은 2008년 이후 4조위안 (680조원)의 막대한 금액이 무분별하게 투자가 되어, 과잉생산 능력과 과잉부채로 몸살을 앓고 있습니다. 금융학과 교수는 2009년 4조 위안 투자 당시 본인이 겪은 사례를 얘기하여 주었습니다. 2009년 당시 하북성에 있는 농업 관련 프로젝트에 대해 본인과 농업 전문가들이 실효성을 판단하러 방문할 계획이었다고 합니다. 그런데 방문하기도 전에 사업성 평가도 없이 은행에서 대출을 받아 무분별한 투자가 이루어졌다는 것입니다. 그렇게 투자 효과가 어떨지조차도 제대로 파악되지 않은 채 대출이 진행되는 성급한 결정이 현재의 후유증을 불러 왔다는 진단입니다. 실제로 중국 국가발전 개혁위원회 (NDRC) 도 경기부양, 부동산 투기 및 지방 정부간 과당경쟁에 따른 알루미늄, 조선, 시멘트, 판유리, 태양광 등의 과잉투자 등으로 인하여 2009-2013년 투자규모의 절반이 낭비된 것으로 평가한 바 있습니다. 반면 중국의 소득 증가와 소비 회복은 글로벌 수요 둔화 영향으로 완만하게 증가하고 있습니다. 이런 상황에서 중국 경제와 증시가 회복되기 위해서는 늘어난 기업의 공급과잉 능력이 구조조정을 통해서 먼저 해소되어야 한다고 믿습니다. 이같은 구조조정과 혁신은 불필요한 자산매각, 인수 합병과 구조조정 등이 진행되어 빚더미에서 벗어날 수 있을 정도로 과감하게 진행되어야 효과가 나타날 수 있습니다. 중국이 과잉생산과 과잉부채를 줄일 수 있어야 기업과 지방정부 채무가 줄어들게 되고 이것이 경제와 증시에 활력을 되찾아 주는 선순환 과정으로 연결될 수 있을 것입니다. 결국 2008년 이후 투자의 주체였던 국유기업과 지방정부의 운신의 폭이 매우 작아진 시점에서 신성장 혁신사업의 결실은 생각보다 더디게 전개되고 있다는 판단입니다.

#### 중국 국유기업 개혁에 대한 의견

다음으로 국유기업의 개혁에 대한 저희의 평가 근거에 대해서 설명드리고자 합니다. 현재 중국경제에서 국유기업이 차지하는 시가총액 비중은 60%를 넘고, GDP 비중은 40%, 일자리 공헌도는 20%이며 세수공헌은 50% 수준입니다. 중앙 정부 직속 국유기업이 111곳, 지방 정부 산하 국유기업을 모두 포함할 경우 15만개가 넘는 것으로 알려져 있습니다. 국유기업에 다니는 종사자는 750만 명에 이릅니다. 이처럼 중국의 국유기업들은 다양한 산업 분야에서 절대적인 비중을 가지고 독점적인 지위를 차지하고 있습니다. 그런데 국유기업은 방만한 경영, 낮은 효율, 간부들의 부정부패 등 중국 경제에 심각한 문제도 야기시켜왔습니다. 문제의 심각성을 인지한 중국 지도부가 국유기업에 '구조조정'이라는 대대적 수술을 단행하기로 했고, 이것이 바로 국유기업 개혁입니다. 중국 시진핑 지도부 출범 이후 반부패 칼날은 국유기업을 겨냥해왔습니다. 지난 2013년 7월부터 현재까지 중국 3대 석유 국영기업인 시노펙, 페트로차이나, 시누크에서 기율위 조사를 받거나 조사실에 휘말린 관료만 50명이 넘습니다. 특히 시노펙·차이나페트로에서만 10여명에 달하는 최고위급 간부들이 낙마했습니다. 그러나 저희는 이번 방문을 통하여 단기적인 관점에서 국유기업 개혁에 대한 기대를 하는 것이 무리일 수 있다는 판단을 하게 되었습니다. 중국 정부가 9월에 발표한 '국유기업 개혁 지도 의견'은 오랫동안 모든 투자자들이 기다려온 중국 경제의 해묵은 과제였습니다. 그러나 발표 이후 중국 증시는 2주 동안 오히려 하락하여 중국 증시에서 투자자들의 이번 조치에 대한 반응이 차갑다는 것을 확인할 수 있었습니다. 저희가 만난 씨틱증권의 투자전략 임원은 국유기업 개혁 투자 설명회를 다니면서 투자자들의 기대 수준이 엄청 낮은 수준이고 심지어 거의 기대를 안하고 있었다고 알려주었습니다. 저희가 왜 투자자들이 정부의 국유기업 개혁안에 대해서 기대를 하고 있지 않느냐고 되묻자, 연초부터 정부가 이를 발표하고 실천하겠다고 약속했지만, 계속 미루어지니까 시장이 정부를 신뢰하지 못하고 실망해왔다는 것입니다. 두번째 작년에도 국유기업 개혁에 대한 시장 기대감이 높았고 이러한 기대감이 미리 주식시장에서 반영되어 국유기업 개혁 테마주들의 주가가 급등했지만, 정작 국유기업 개혁이 보수적으로 될 것으로 인식되면서 시장의 관심수준이 낮아지게 되었다는 것입니다. 저희는 국유기업 개혁 과제는 매우 험난하고 장기간 지속적으로 전개될 수 밖에 없을 것이란 의견에 동의하게 되었습니다. 이번 국유기업 개혁 지도 의견에서도 2020년까지 국유기업 개혁의 주요 영역에서 성과를 달성할 것이라고 명시되어 있습니다. 많은 시장 참가자들은 국유기업 개혁이 정부의 역할을 축소하고 시장의 역할을 확대하는 방향으로 진행되길 원하고 있었습니다. 그러나 이번 발표는 지금까지 정부가 보여준 국유기업의 통제력을 약화시킬 의지가 없음을 확인시켜주었습니다. 이번 개혁안은 정치적 이해관계의 절충과 타협의 산물로서 중국에서 국유기업 개혁이 얼마나 어렵고 복잡한 중장기 과제인가를 다시금 일깨워주었습니다. 씨틱증권 임원은 시장에서는 중국 기업을 민영화하는 것을 기대하나 이것은 거의 가능성이 없다고 못박았습니다. 이는 금융학과 교수와의 면담에서도 확인되었던 내용입니다. 중국의 국영언론 매체 신화통신에서도 혼합소유제 도입을 통한 국유기업 개혁이 민영화로 인식되어서는 곤란하다는 입장을 여러차례 밝힌 바 있습니다. 중국 정부가 국유기업 자산유실에 대해서 얼마나 지대한 관심을 갖고 있는지를 많은 투자자들이 간과해 왔던 것입니다.

국무원은 9월 25일 '국유기업 혼합소유제 경제발전에 관한 의견'을 잇달아 발표하였습니다. '국유기업 개혁 심화에 관한 지도의견' 후속 조치로 핵심인 혼합 소유제의 도입 방향과 기준을 제시하고 있습니다. 혼합 소유제는 중국 정부가 국유기업의 3대 핵심과제로 설정해왔던 중요의제였습니다. 국무원은 전력, 석유, 천연가스, 철도, 항공, 통신, 방위산업 등 7개 분야에서 먼저 혼합 소유제를 시범적으로 시행한 뒤 그 결과를 평가해 다시 다른 분야로 확대해 나가기로 했습니다. 국무원은 국유기업 개혁은 원칙적으로 정부 주도로 진행하되 일부 산업에서 민간자본 참여를 제한적으로 허용하기로 했습니다. 특히 외자기업을 국유기업 체제 개편에 끌어들이는 안을 발표하여 주목받았습니다. 그러나 이에 대한 시장 반응 역시 시큰둥해보입니다. 결국 구체적인 실행이 어떻게 이루어지는지가 관건이라는 의견이 지배적인 상황입니다. 실제로 중국 정부는 작년 9월 아시아 최대 석유회사인 중국 국영기업 Sinopec 소매 사업부문의 29.9%의 지분을 매각할때, 고용이나 세금 등 이해관계로 진정한 의미에서 혼합소유제를 도입하지 못한 사례가 있습니다. 29.9%의 지분을 매입하였던 25개 투자자들 중 약 20% 정도만이 진정한 의미에서 민간자본이었던 평가를 받은 바 있습니다. 결국 국유기업의 지분을 또다른 국영기업이 주체가 되어 인수해갔던 사례로 평가를 받으면서 혼합소유제의 도입이 쉽지 않음을 예고한 바 있습니다. 이러한 사례는 올해 강서성 지방정부가 100%를 보유하고 있던 Jiangxi Salt 회사의 혼합소유제 도입에서도 확인해볼 수 있습니다. 강서성 지방정부는 올해 4월에 전략적 투자자를 유치해 Jiangxi Salt 회사의 지분을 45%로 낮추는 혼합소유제를 실시하기로 결정하였습니다. 그리고 올해 9월에 드디어 47%의 지분을 신주 발행하여 4명의 전략적 투자자를 유치하였습니다. 그런데 이들 4명의 투자자들은 모두가 중국 재정부 및 중앙정부와 지방정부의 또다른 국유기업이거나 국유기업 관련 투자회사들로서 민간기업의 참여는 전혀 이루어지지 못하였습니다. 결국 혼합소유제는 또다른 국유기업의 자본을 끌어들이는 형태로 진행되고 있고 민간 및 외국자본을 끌어들이는 문제가 단순히 발표로 될 수 있는 사항이 아님을 보여주고 있는 것입니다. 뿐만 아니라 이번 Jiangxi Salt 혼합소유제 도입 사례에서 보면 국유기업은 주당 순자산 이하로 지분을 유치할 수 없도록 규제를 받고 있어 순수 민간 투자자 유치에 많은 제한이 따르고 있는 실정입니다. 또한 국유기업의 혼합 소유제 도입 방식이 지방 정부 보유 지분 매각을 통한 부채 감축이 아니라 제 3자 배정 증자를 통해 국영회사를 대형화시키는데 초점이 맞추어져 진행되었습니다. 만약 이같은 형태의 혼합 소유제 도입이라면 당 지도부는 통제력을 잃지 않고 국유 자산의 유실도 방지할 수 있겠지만, 국유기업과 지방정부의 과잉생산능력과 과잉부채 상태를 줄여가는 것이 단기적으로 광범위하게 일어나지 못할 수도 있을 것입니다.

저희는 앞서 설명드린 바 대로, 현재 국유기업 개혁이 여러 기득권의 이해관계로 거센 저항과 타협을 요구받고 있다는 판단입니다. 일례로, 얼마전 중국의 국유기업 개혁의 모범사례인 Shanghai Jahwa의 구조조정을 진두지휘하던 개혁파 세원젠 회장이 피습을 당했습니다. 언론에서는 국유기업 구조조정 과정에서 손해를 본 측의 도발로 추정하고 있습니다. Shanghai Jahwa의 구조조정은 2010년 말 부터 진행되었습니다. 회사는 2011년 12월 평안신탁이 지분을 인수하면서 혼합소유제 체제를 갖추게 되었습니다. 상하이 국유기업으로는 최초의 혼합소유제 전환이었습니다. 그러나, 회사의 혼합소유제 기반은 거원야오 전 이사장, 왕취 전 대표가 민간 주주인 평안신탁과 관계가 틀어지면서 흔들리기 시작했습니다. 급기야 2013년 5월 회사의 비자금 조성 스캔들이 터졌고, 같은 해 9월 거원야오 전 이사장이 사임했습니다. 회사는 주주총회를 거쳐 존슨앤존슨 메디칼 중화지역 총책임자 세원젠을 이사장으로 선출했습니다. 세원젠은 회장으로 취임 이후 강도높은 구조조정과 개혁을 단행했습니다. 당시 대표였던 왕취를 파면하고, 여러 고위 임원을 회사에서 내보냈습니다. 이사회 및 내부감사 제도를 확립했습니다. 공급상 관리를 규범화했고 일부 공장도 관련 기업을 정리하였습니다. 동시에 글로벌 컨설팅 업체인 베인앤컴퍼니 등 외부 전문가를 통해 회사의 전략을 전면 수정했습니다. 고강도 구조조정이 진행된 후 회사는 각종 잡음에 시달려야 했습니다. 회사 앞 전신주에는 세 이사장을 비난하는 대자보가 날마다 붙었고, 파면된 전임 대표 왕취는 부당해고를 이유로 소송을 냈습니다. 올해 6월 법원은 왕취 전 대표의 손을 들어줬고 회사는 항소 의사를 밝힌 상태입니다. 세 회장이 강도높은 구조조정을 추진하면서 그동안 오랫동안 관행으로 굳어져 온 기득권층의 이익 구조를 깨고자 했지만, 이로 인해 피해를 입은 업체와 개인들이 속출했다고 중국 언론은 전했습니다. 재경망은 이같은 맥락에서 세 회장 피습사건을 구조조정 피해자의 보복행위인 것으로 추정했습니다. 국유기업 개혁은 기득권과의 마찰을 최소화 해야 성공할 수 있지만, 이는 대단히 어렵고 복잡하며 오랜기간 인내와 고통을 수반하는 일이 되었습니다. 2010년 일찌감치 혼합소유제를 완성한 Shanghai Jahwa도 개혁 지속 과정에서 심각한 내분에 시달리고 있는 상황에서, 덩치가 더욱 크고 기득권층이 훨씬 견고한 15만개가 넘는 국유기업 개혁이 한꺼번에 순조롭게 진행될 것으로 기대하기는 무리라고 판단합니다.

많은 투자자들은 중국에서 국유기업 개혁이 지지부진한 이유를 정치적 이해관계와 더불어 시장 메카니즘이 작동하지 못하고 있기 때문이라고 여기고 있습니다. 그래서 정부의 간섭 축소와 시장의 활력 증대를 국유기업 개혁에서 원하고 있습니다. 기업이 자신의 합리적인 판단하에, 시장 논리대로 투자하고 책임지며 부실화될 경우 퇴출되어야 하지만 중국의 국유기업 상황은 이와는 다소 다릅니다. 투자자들은 국유기업들의 임원 임명권이 여전히 정부에 의해서 움직이고 있다고 믿고 있습니다. 이번 국유기업 개혁 지도의견에서도 상급 당조직과 국유자본 관리감독기구가 각 권한에 따라 국유기업 지도계층의 인원을 관리할 것이라라고 명시되어 있습니다. 국유기업 지도층 인원에 대해서는 기업의 인선 방식, 기능적 성질, 경영성과와 부합하는 임금 차별화 배분 방안을 실행할 것이며 당 중앙, 국무원, 지방 당위원회, 지방정부 및 각 부처에서 임명되는 국유기업 지도층에 대해서는 합리적으로 기본연봉, 성과보수, 임기보수 등을 확정할 것이라고 밝히고 있습니다. 그러나 정부가 지난해말 상위 50개 국유 기업들의 임원 연봉 한도를 90만위안(1.6억원)으로 제한하면서 최대 60%나 연봉이 줄어든 상황입니다. 외형이나 시가총액이 비슷한 동종 업종의 서방 기업들 경영진에 비해서 10%에서 20% 밖에 받지 못하는 중국 국영 기업들 최고 경영진은 과연 어떤 인센티브를 느낄만한 상황인지 의심스럽습니다. 자신들이 누구를 위해서 일해야 하는가가 혼란스러운 상황이 지속된다면 개혁이 어려움을 겪을 수도 있다는 판단입니다.

또한 투자자들은 시장 원리대로 적자 준비 기업들이 퇴출될 것이라는 정부의 발표에 대해서도 회의적인 시각이 있었습니다. 왜냐하면 정부의 지원으로 준비기업이 공생하는 구조에서는 국영 기업들의 방만하고 비효율적인 경영개선을 기대하기 어려운 것이 현실이기 때문입니다. 최근 China National Erzhong Group의 경우를 보더라도 투자자들은 정부가 오랫동안 적자가 지속되고 만기되는 차입금을 갚을 능력조차 없는 기업의 퇴출 조차 막아주고 있다는 인상을 받고 있습니다. China National Erzhong Group은 13,000명 이상의 직원수와 총자산 규모가 4.5조원을 넘는 중앙정부의 국유기업입니다. 그러나 과잉 생산시설을 보유하고 경기 침체가 이어지면서 2014년에 1,500억원이 넘는 손실을 기록하게 되었습니다. 회사의 자회사 역시 4년 연속 적자를 기록해 올해 5월에 상하이 주식시장에서 상장폐지된 바 있습니다. 회사는 과잉생산능력과 수요부진이 경쟁심화를 불러일으키고 무차별 가격경쟁으로 이어지면서 대규모 적자를 기록했다고 밝히면서 이번달과 다음달에 만기도래하는 160억원의 회사채 원금을 상환하기가 힘들 수도 있다고 밝혔습니다. 위이어 회사의 모회사인 China National Machinery Industry (Sinomach)는 투자자들로부터 기존에 발행된 채권을 모두 인수하는 조치를 취했습니다. 시장 참가자들은 이러한 일련의 사건을 지켜보면서, 중국 정부가 국유기업의 파산으로부터 오는 시장의 혼란을 아직 감당할 준비가 안되어 있다고 판단하고 있습니다. 문제는 국영은행으로부터 무분별하게 돈을 빌려서 사업성 검토없이 정책 투자를 해놓고 부실화되더라도 정부가 부도를 막아주고 있는 상황이 지속되는 모럴해저드가 판을 치게 되고 비효율적인 투자 관행이 개선되지 않는다면 증시 변동성은 줄어들기 힘들 수 있습니다.

이러한 현실이 투자자들이 정부가 발표한 ‘국유기업 개혁 지도의견’에 낮은 기대감을 가지고 있는 이유들이 될 수 있을 것입니다. 하지만 중국은 여전히 세계에서 가장 높은 경제성장을 이룩하고 있는 상황입니다. 일본처럼 잃어 버린 20년의 고통을 경험하지 못한 상황입니다. 정부의 국유기업 개혁 지도의견이 지난 30년 동안 10%에 가까운 경제성장을 이룩한 나라에서 단숨에 시장 친화적으로 나올 것이라고 기대하는 것이 오히려 성급할 수 있다는 생각이며 중장기적인 관점에서 정부의 개혁 의지와 노력을 지켜보아야 한다는 판단입니다.

#### 중국의 지방정부 부채와 재정개혁에 대한 의견

중국정부는 지방정부 부채를 18조 위안(2013. 6월말 기준)으로 추정하였으나, IMF (2014. 7)는 지방정부 부채가 2013년 말 21조 위안이고 2015년에는 30조 위안(GDP의 42%)에 이를 것으로 추정하고 있습니다. 중국은 1994년 분세제 도입으로 지방세를 상당 부분 국세로 전환하면서 세입은 중앙과 지방이 5:5로 양분하고 세출은 지방이 80% 이상을 집행하면서, 중앙정부는 2000~2013년 재정흑자가 연평균 29%씩 증가한 반면 지방정부는 재정적자가 22%씩 확대되고 있습니다.

저희는 그동안 국유기업과 함께 중국의 고속성장을 주도해온 지방정부의 부채 역시 줄어들어야 경제의 활력에 도움을 줄 수 있다고 생각합니다. 그러나 이러한 작업 역시 보다 구조적인 재정개혁이 수반되어야 하는 오랜 시간과 노력이 필요한 중장기 과제라는 인식이어서 당장 경제 및 증시 회복에 큰 영향을 주기 힘들 것으로 판단합니다.

그동안 지방정부는 중앙 정부의 경제 성장을 목표치를 달성하기 위해 산하 기관을 동원해 도로와 철도 등 개발 사업을 벌이는데, 이로 인해 재정 부담이 눈덩이처럼 커져왔습니다. 과거 호황기에는 아파트와 쇼핑몰 등 분양사업이 많아 지방정부의 토지수입이 재정을 보충하는 역할을 했습니다. 하지만 최근 부동산 개발이 침체되면서 토지수입이 급감했습니다. 재정의 상당부분을 토지수입에 의존하는 지방정부는 채권을 발행해 부족분을 메웠고, 이러다 보니 갈수록 부채비율이 높아지게 되었습니다. 지난해 부동산 시행사들의 토지구매는 21% 감소하였고 올해 상반기는 50%가 넘게 줄어들었습니다. 올해들어 8월말까지 지방정부의 토지 양도금 수입이 38% 감소하게 되었습니다. 그 부족분을 채권 발행으로 메우다 보니, 지방정부의 부채가 1년반 만에 4.5조위안이 급증했고, 부채비율도 86%까지 급등하는 부작용이 나타나고 있는 것입니다. 토지양도 대금으로 재정을 충당하는 지방정부의 재정상황이 개선될 기미가 보이지 않고 있는 가운데 만기 도래하는 차입금만 눈덩이처럼 커진 상태가 된 것입니다. 이에 중국 재정부의 지방정부의 채무 부담을 완화하기 위해 올해 3월부터 1조 위안 (185조원) 한도의 차환 프로그램을 시작했습니다. 채권차환 정책은 지방채의 만기를 연장하거나 고금리 채권을 저금리 채권으로 바꿔주는 방식입니다. 지난 6월 한도를 1조위안 추가로 늘린 바 있으며 8월에 이를 다시 3조 2000억 위안으로 확대했습니다. 그러나 이렇게 중국 정부가 지방정부 채권교환 프로그램을 통해 지방정부의 채무 부담 경감에 나섰지만, 이러한 방식으로는 이자 비용만 낮출 뿐 원금 상환 부담은 여전히 가중되고 있습니다. 중국 지방정부 부채는 현재 국내총생산(GDP)의 45% 수준입니다. 다른 국가에 비해서 양호해보이지만, 문제는 증가 속도입니다. 매년 30% 가까이 급증하고 있습니다. 결국 중국 정부는 올해 8월에 지방정부 부채의 급속한 증가에 제동을 거는 부채 상환제도를 도입하게 되었습니다. 중국의 국회격인 전국인민대표대회(전인대) 상무위원회는 8월 29일 올해 지방정부 부채의 총액을 16조 위안(약 3000조원)으로 제한하는 내용의 국무원 법안을 승인했습니다. 이와 함께 지방정부의 부채 총액이 재정수입의 100%를 초과할 수 없도록 했습니다. 올해부터 시행되는 예산법과 국무원 관련 규정에 따르면 지방정부는 해마다 채무의 잔고 상한선을 지정해야 하고 지방정부의 채무 규모는 전인대 승인을 받아야 합니다. 러우지웨이 재정부장은 전인대 보고를 통해 “지방정부의 채무 위험은 관리 가능하다”면서도 “일부 지방은 채무위험이 비교적 높은 수준”이라고 말했습니다. 중국 정부의 이같은 인식속에서 처음으로 지방정부 부채 상환을 설정하고 재무구조 개선을 독촉하고 있습니다. 지방정부 부채 총액은 지난해 말 기준 24조 위안으로 알려져 있습니다. 여기서 정부가 담보를 제공한 간접 부채 8조 6000억위안은 부채 한도(16조위안)에서 제외됐습니다. 따라서 지방정부의 부채 잔고는 현재 15조4000억 위안이어서 연말까지 빌릴 수 있는 차입금은 6000억위안(111조원) 수준입니다.

이러한 지방정부 채무교환 프로그램이나 부채 상한제 시행으로 중국 경제가 단기적으로 더욱 위축될 수도 있습니다. 이를 잘 알고 있는 중국 정부이지만, 지방정부의 부채문제가 중국경제의 뇌관으로 번지는 것을 사전에 막는 것이 더 시급한 경제체질 개선과 중장기 지속 가능한 성장 과제임에 틀림없어 보입니다. 저희도 중국 사회과학원 지적처럼 "지방정부의 구조와 재정 시스템을 개혁하는 방안이 단기적인 부채 축소에 선행되어야 한다"고 판단합니다. 지방 정부는 소유종인 국유기업 개혁 및 재정개혁을 강도높게 추진하여 보다 근본적인 차원의 해결책을 마련해야 합니다. 이러한 지방정부의 채무조정과 재정 및 국유기업 개혁이 경기가 회복되는데 필수적이지만 이를 단시간안에 기대하기는 힘들어 보인다는 판단입니다.

#### 중국 고정자산 및 인프라 투자와 부동산 시장에 대한 의견

중국의 투자 증가율은 2009년 30.5%에서 2015년 상반기 11%대로 낮아졌습니다. 국가 통계국에 따르면, 지난 1~8월 도시 및 지방의 고정자산투자는 전년 동기 대비 10.9% 증가했습니다. 국가발전개혁 위원회(발개위)의 2015년 고정자산 투자 성장 목표치인 15%에 비해서는 크게 하락한 수준입니다. 지난 1~8월 중국의 부동산 개발 투자는 전연동기 대비 3.5% 증가에 그쳐 20개월 연속 둔화세를 나타내고 있습니다. 고정자산 투자 증가율은 2000년(9.7%)이후 가장 낮은 수준이고 부동산 개발 투자 증가율도 2009년 1월 이후 가장 낮은 수준입니다. 당국의 기준 금리인하와 부동산 거래 촉진 정책의 영향으로 1~2선 도시 중심으로 매매가 회복되고 있으나, 향후 전망을 반영하는 주택의 신규 착공 면적이 17.9%나 대폭 감소한 상황입니다. 부동산 개발업자들은 향후 3~5년 동안 신규로 지을 수 있는 미착공 토지를 이미 보유하고 있는데다 팔다 남은 매물 처리에 애를 먹고 있어 신규 프로젝트 개발에는 신중한 자세를 보이고 있는 상황입니다.

정부의 인프라 투자 역시 부동산 경기 둔화를 상쇄시킬만큼 충분하지 못했습니다. 인프라 투자가 충분치 못한 것은 시진핑 정부의 반부패 운동으로 공무원들의 복지부동이 심각한 탓이라는 지적도 있습니다. 그러나 보다 본질적으로는 앞서 살펴본 대로 중국의 막대한 지방정부 부채에 따른 부담이 인프라 투자의 주체인 지방정부들로 하여금 투자여력을 감퇴시키는 원인이 되고 왔습니다. 지방정부는 설상가상으로 돈을 빌려다 쓸 수 있는 부채한도를 제한받게 되었으며 내수 성장 엔진 전환을 위해 필요한 사회보장 시스템도 구축해야 하기에 많은 재정지출이 필요한 상황입니다. 막대한 지방정부 부채 때문에 국유기업과 함께 중국경제의 대표선수 역할을 해왔던 지방정부 투자가 큰 타격을 받으면서 중국 경제가 어려움에 빠져 있는 양상입니다.

중국 정부는 지방 국유기업의 투자 하락 요인을 상쇄시키려고 올해들어 많은 지방 프로젝트를 민간 기업의 투자를 끌어들이려고 노력하고 있습니다. 시진핑 정부가 추진하는 인프라 투자 재원조달 방식이 2008년 금융위기 당시와 분명한 차이가 있는 셈입니다. 중앙정부는 은행 차입, 토지사용권 판매 수입을 기반으로 한 재원조달에서 벗어나 정부민간협력(PPP, Public Private Partnership) 방식에 초점을 두고 있습니다. 이는 직접 금융시장 육성과도 같은 맥락에 있으며, 민간의 채권 발행 역시 확대되고 있습니다. 금융학과 교수도 현재 중국에서 PPP 방식이 가장 핫한 논의 과제라고 확인하였습니다. 과거 4조위안 투자 이후 지방정부의 부채 부담이 커져 운신의 폭이 제한된 상황이며 효율성이나 수익성이 낮았기 때문에 중국정부가 민간자본의 인프라 투자 참가를 유도하려 하고 있는 것입니다. 일례로 정부가 10% 전후의 일정 규모 자금을 후순위로 투자하고 민간자본이 선순위로 나머지 자금을 투자해 프로젝트를 진행하는 방식 등이 논의되고 있습니다.

그러나 2008년 당시와 현재의 인프라 투자 환경은 많이 달라져 있습니다. 첫째, 금융학과 교수에 의하면 과거 민간이 공동 참가한 프로젝트에서 정부가 완성된 인프라의 인수를 거부하거나 대체 인프라를 구축하는 등 신뢰성을 상실한 사례가 많았다고 합니다. 이러한 정부의 신뢰 회복이 우선시 되어야 성공적인 PPP 모델이 안착될 수 있다는 것입니다. 보다 깊이 들어가보면, 후순위 담보권자인 정부와 민간 참가자의 수익배분 및 사후적인 리스크 관리 등 구체적으로 해결해야 할 문제들도 산적해있습니다. 둘째, 민간 투자자들의 인식변화입니다. 2008년 4조위안 당시 투자자들은 사업성의 충분한 검토없이 정부의 지시를 따라 은행에서 돈을 빌려 투자했습니다. 그리고 10%가 넘는 경제 성장을 함께 구가하였습니다. 그러나 지금은 빠르게 경제성장이 둔화되는 시기입니다. 국유기업과 은행들조차 사업성을 검토하고 리스크를 따져 투자를 집행하고자 시스템을 갖춰가고 있습니다. 저희가 만난 중국 3대 인프라 투자회사 가운데 하나인 China Communication Construction 이나 중국 최대 민영은행인 China Minsheng Bank는 사업성과 주주이익의 관점에서 PPP 사업에 참여를 검토하고 있다고 답변하였습니다. 특히 China Minsheng Bank의 경우에는 본인들이 먼저 투자에 참여하기는 힘들 것이고 충분히 사업성을 검토한 후 참여를 검토할 수는 있다는 언급이었습니다. 이제 중국 인프라 투자에 참가하려는 민간 투자자들은 공익적인 목적 보다는 상업적인 투자 목적에서 접근이 이루어지고 있는 것입니다. 따라서 앞에서 언급한 제반 문제들이 해결되기 전까지는 민간자본에 의한 인프라 투자가 소규모에 그칠 가능성이 높아 보입니다. 결국 아직까지는 정책성 은행이나 대형 국유은행을 통해 조달된 자금을 중심으로 인프라 투자가 진행될 수 밖에 없을 것입니다. 실제로 민간자본 참여가 예상보다 느리게 진행되고 있는 점, 시중은행이 인프라 투자에 대해 과거와 달리 보수적 태도를 취하고 있는 점들이 인프라 투자의 확대에 제약요인이 되고 있습니다. 셋째, 중국 은행들 대출의 89%가 국유기업에 대출되고 민간기업 대출 비중은 11%밖에 안되는 상황이기 때문에 민간기업 부문이 지방 국유기업을 대신하는 인프라 투자 주체로 성장하기에는 상당부분 시간이 소요될 전망입니다. 주로 그림자 금융을 통해 자금조달을 해왔던 민간기업은 2012년부터 시작된 그림자 금융에 대한 조정으로 신용이 위축되면서 자금 조달이 어려워지게 되었고, 그에 따라 투자도 지속적으로 하락하였습니다. 중국 경제에서 민간부문이 인프라 투자의 일정 역할을 담당하려면 국유기업 개혁과 금융개혁 및 토지개혁 등 선행 시장화 개혁이 먼저 이루어져야 한다고 판단하나 이는 단기간에 급격한 진전을 볼 수 있는 과제들이 아닙니다.

## 중국의 통화 완화 정책이 경기회복에 미칠 영향에 대한 평가

중국 인민은행 수석 이코노미스트 마췌는 “중국 경제에 대해 크게 우려할 필요가 없다”며 “하반기에는 경제가 회복될 것”이라고 내다봤습니다. 그는 중국 경제를 긍정적으로 전망하는 이유로 ▲부동산 시장 회복 ▲중국 지방정부 채무 안정적인 연장 ▲거시정책 효과 하반기중 시현 등 3가지를 꼽았습니다. 마췌 이코노미스트는 “중국에서 거시정책은 6~9개월 이후에 실물경제에 영향을 준다”며 “작년 11월 이후 금리는 5차례, 은행 지급준비율은 4차례 인하했는데 주로 상반기에 집중됐기 때문에 하반기에 거시정책 효과가 나타날 것”이라고 예상했습니다. 3분기에 다소 경기하강 압력이 있지만 4분기에는 회복세를 보여 (올해 정부 목표치인) 7% 수준의 성장률을 달성할 수 있을 것이라고 그는 내다봤습니다. 저희는 China Minsheng Bank나 씨티증권과의 미팅시에 이러한 인민은행의 전망에 대하여 질문하였습니다. 그런데 답변은 의외로 돌아왔습니다.

기준금리와 기준율을 인하하면 시중 유동성이 증가하고, 실물 부문에 유동성이 유입되어야 이론적으로 맞다. 그런데 현실적으로 은행 입장에서는 상업적 고민을 할 수 밖에 없다. 따라서 늘어난 유동성을 모두 실물 부문에 대출해 주기는 어려움이 있다. 유동성을 풀어도 실물 부문으로 자금이 가지 않고 은행권에서 돌고 있는 현실이다. 실물 부문에 대출을 하려면 은행이 실물 부문에 대해 확신이 있어야 하지만 그렇지 못한 상태다. 그래서 현실에서는 늘어난 유동성이 금융권 안에서만 돌아다니고 있고, 100% 실물로 가지는 않고 있는 실정이라고 전했습니다. 국영기업을 제외하고는 민간 기업들이 실질 대출 이자율이 내려가서 혜택을 보고 있지 못하고 있다는 판단입니다. 이는 투자자들로 하여금 중국 경제가 아무리 많은 유동성이 공급되어도 가계와 기업의 심리를 회복시키지 못하는 국면에 빠져 있는 것이 아닌가 우려를 낳을 수 있습니다. 향후에도 중국 정부가 거시정책 (팽창적 통화정책과 확장적 재정정책), 미시정책 (기업 투자 규제 완화, 부동산 시장 활성화) 등 다양한 경기부양책을 사용하더라도 큰 효과를 기대하기 어렵다는 인식이 확산된다면 시장 변동성은 지속될 수 있을 것입니다.

저희는 이러한 중국 경제 및 산업구조 개편의 이해를 토대로, 11월에 중국 북경에서 중국의 자동차 업체 Geely Automobile (175-HK), SAIC Motor (600104-CN), Dongfeng Motor Group(489-HK), Chongqing Changan Automobile(200625-CN) 와의 미팅을 가졌습니다. 이를 통해 현재 중국의 자동차 시장 상황에 대해 보다 자세하게 검토할 수 있는 시간을 가졌으며, 향후 한국의 완성차업체가 중국 시장에서 직면할 수 있는 기회와 위기요인에 대해서 다시 살펴보았습니다.

중국 자동차 시장은 이미 2009년에 미국 시장을 앞질러 전세계 자동차 판매량 기준 세계 1위의 시장으로 성장하였습니다. 2014년 기준 연간 판매량이 1,842만대로 전세계 시장 판매량의 약 25.9%를 차지하고 있습니다. 최근 5년간 연평균 성장률은 13.1%를 기록하고 있습니다. 하지만 올해들어 10월까지 누적 기준으로 자동차 시장 판매량은 전년동기 대비 6.4% 성장으로 둔화되었습니다. 이에 따라 중국 정부가 1,600cc 이하 소형 차량에 대한 취득세율을 기존 10%에서 5%로 인하하는 등 자동차 시장의 성장 둔화에 대해 적극적으로 대응하고 있는 상황입니다.

이번 중국 자동차 업체들과의 미팅을 통해 얻을 수 있었던 점은, 1) 로컬 자동차 회사의 시장 점유율 상승, 2) SUV(Sports Utility Vehicle) 시장의 견고한 성장, 3) 고급 외제차 시장의 성장, 4) 장기적인 공급과잉에 대한 우려 등 크게 4가지 주제로 요약될 수 있겠습니다.

첫째, 중국을 대표하는 로컬 자동차 회사들은 최근 5개년 연평균성장률이 8.2%를 기록하면서 앞서 언급한 13.1%의 전체 시장 성장을 하회하였습니다. 하지만, 2015년 10월 기준 로컬 자동차의 판매량 성장률은 전년동기 대비 21.1%로 크게 늘어났습니다. 2015년에 들어 중국 로컬 자동차 회사들의 판매량 성장이 매우 급격하게 이루어지고 있는 상황입니다. 중국 로컬 자동차 회사들의 판매량 비중은 현재 28% 수준이며 시장 점유율은 상승 추세에 있습니다. 주요 원인으로서는 로컬 자동차 회사들의 브랜드 인지도, 기술, 안정성을 확보함과 동시에 정부의 소비 진작 정책이 동반된 가격 경쟁력을 가지고 있기 때문으로 판단됩니다. 특히 이번 미팅에서 만난 중국의 Geely Automobile의 경우 안전성 관련 세계 최고의 기술을 보유한 볼보(Volvo)의 최대주주로, 연구 개발 및 생산 플랫폼을 공유하면서 단기간에 로컬 자동차의 품질을 글로벌 수준과 비등하게 발전시키고 있었으며 JP Power 품질조사에서 중국 자동차 브랜드 중 1위를 기록하기도 하였습니다. 또한 1년반 전에 중국의 현지 공장 탐방을 통해 만나 보았던 장성기차(Great Wall Motor, 2333-HK)의 경우 중국 시장내 SUV 시장 점유율 약 12% 수준으로, 연평균 20% 이상의 판매 성장을 달성하였습니다. 이와 같이 그동안 중국의 로컬 소비자들이 국산 자동차에 가지고 있던 품질의 이슈가 점점 해소되면서, 소비자들이 적절한 가격의 로컬 자동차 제품의 소비를 늘려가고 있음을 알 수 있었습니다. 중국 정부가 소비 촉진을 위해 내놓은 취득세 인하 조치 또한 소형차종의 비중이 높은 로컬 자동차 회사들에게 수혜를 줄 수 있을 것으로 판단됩니다.

둘째, 앞서 언급드린 장성기차의 예에서도 볼 수 있듯이 SUV 차량의 중국 시장 점유율은 현재 약 30%에 육박하는 수준으로 시장의 성장이 매우 견조하게 유지되고 있었습니다. SUV 시장에서 부동의 1위를 차지하고 있는 장성기차의 소형 SUV 모델 Haval H6 모델은 RMB 99,800 (1,793만원) ~ RMB 162,800 (2,925만원) 수준의 가격에 판매되고 있으며, 중국인들이 가장 좋아하는 SUV 모델로 자리잡고 있습니다. 중국 소비자들이 SUV 모델에 많은 호응을 가지는 이유는 저렴한 가격의 로컬 자동차를 선택함에 있어서, SUV 모델이 세단 모델 보다 더 안전성을 보장해 준다고 생각하고 있는 점, 그리고 디자인 측면에서 보다 세련된 외관을 보여준다는 점입니다. 특이한 점은 중국 시장에서 2013년 이전만 하더라도, SUV 시장의 대부분은 폭스바겐의 티구안, 혼다의 CRV, 현대차 그룹의 투싼, 스포티지 등의 외국계 브랜드 차량이 시장을 선점하고 있었지만, 2015년 상반기 기준 SUV 시장 Top 10 모델 중 7개 모델이 중국 로컬 자동차 모델이라는 점입니다. 이는 중국인의 소득 수준 증가와 함께 중산층의 자동차 구매율이 높아지는 과정에서, 비교적 가격이 저렴한 로컬 자동차를 소비하려는 중산층이 SUV 차량을 선호하면서, 2010년 11.7% 불과했던 SUV 시장점유율이 2015년 10월 누적기준 29.4% 까지 증가하게 된 것으로 보입니다. 그 과정에서 고급 외제 SUV 가 아닌 로컬 자동차 회사들의 SUV 모델을 더 많이 소비하고 있음을 알 수 있었습니다. 저가형 SUV 시장에 대응하지 못한 많은 외국계 브랜드들은 SUV 시장의 5년 연평균 성장률 36.9%의 많은 부분을 로컬 자동차 회사에게 빼앗겨 버린 결과를 낳았습니다. 이번 미팅에서 만난 거의 모든 중국 로컬 자동차 회사들의 2016년 신차 출시 계획에서도 확연하게 SUV 모델들의 출시 계획이 많았고, VW, Ford, GM 등과 JV를 맺고 있는 상하이 자동차 등 해외 브랜드 역시 2016년 중국에서 소형 SUV 모델을 공격적으로 출시할 계획임을 알 수 있었습니다. 현대차 역시, 2014년 출시한 소형 SUV 모델 ix25의 경우 상반기 기준 약 47,901대를 판매하였는데, 이는 2014년 투싼(ix35)의 연간 판매량 145,304대에 비해 저조한 성과이기에, 소형 SUV 시장에 성공적으로 진입해야 하는 과제가 있음을 알 수 있었습니다.

셋째, 최근 중국 시장의 자동차 소비 행태에서 주목할만한 점은 중국 로컬 자동차 브랜드의 판매 호조 속에서도 외산 브랜드의 럭셔리 세그먼트 최고급 차량들의 매출이 매우 큰폭의 성장을 보이고 있다는 것입니다. 1980년대 이미 중국 시장에 진출하여 고급차 브랜드 이미지를 확고히 다진 Audi 브랜드를 비롯하여, 최근 빠르게 시장 점유율을 올리고 있는 BMW, Mercedes Benz 등 최고급 자동차의 판매량이 5개년 연평균 성장률 32.6%를 보이고 있으며, 1선급 도시들을 축으로 한 부의 편중 현상에 의해 최고급 외제차 소비는 꾸준히 성장하고 있습니다. 폭스바겐 그룹 아우디의 경우 중국 시장에서 전통적으로 고급차로 분류되어 중국인들의 인기를 꾸준히 받고 있으며, 그에 이은 독일의 고급차 브랜드들이 연이어 중국 시장에 공격적으로 진출하면서 현재 럭셔리 브랜드 세그먼트의 시장 점유율이 전체 시장의 4%까지 상승한 상태입니다. 특히 현대차의 합작 파트너 사인 북경기차의 경우 Mercedes Benz 와도 합작 관계를 가지고 있는데, 고급차인 벤츠와 중저가 모델인 로컬 북경기차 모델의 판매가 호조를 보이는 뚜렷한 양상이 전개되고 있었습니다. 2015년 10월 누적 기준 북경기차의 연결 매출에서 벤츠의 판매량이 전년 대비 91.3% 상승하여 북경기차의 전체 판매량에서 벤츠의 비중은 지난해 8.4%에서 올해 10월말 기준 14.3%로 증가하고 있었습니다.

넷째, 향후 중국 자동차 시장을 보는 관점에서 저희가 관심을 갖고 바라보고 있는 관점은 수요와 공급의 균형이 어떻게 전개될 것인가 하는 점입니다. 자동차 산업에서 중국 정부는 외산 자동차 회사들에게 합작회사의 형태로 중국 시장에 진출하도록 조치를 취해왔었습니다. 초기에 기술의 공유를 통해 전통 중국 로컬 자동차 회사들의 경쟁력을 제고하기 위한 방안이었습니다. 생산 기지를 중국내에 설치하도록 하여, 고용 창출 효과뿐만 아니라, 로컬 회사들이 수익의 일부분을 향유할 수 있는 구조를 만들어 현대차를 포함하여 전 세계 19개 기업들이 합자회사 (Joint Venture) 형태로 진출하게 되었습니다. 이들 회사들의 시장 점유율은 70% 수준에 이르고 있습니다. 2015년 현재 중국의 자동차 생산시설 규모는 외산업체 1,517만대, 로컬업체 825만대, 총 2,342만대 수준입니다. 2015년 1,921만대 예상 판매량을 가정할 때, 현재 약 82.0%의 가동율을 가지고 있으며, 2014년에 비해 생산능력은 늘어난 반면 자동차 판매성장의 둔화에 의해 가동율이 감소하고 있는 상황입니다. 문제는 2017년까지 외산업체의 예상 생산능력이 1,663만대, 로컬업체 878만대로 각각 9.5%, 6.4% 증가할 것으로 보이고, 이는 로컬업체의 시장점유율 상승 속도에 비해 2015년 10월 기준 0.9%의 저조한 판매 성장을 기록한 해외 완성차 업체들에게 있어서 공급과잉의 우려를 해결해야 할 과제를 안고 있다는 판단입니다. 저희는 앞으로 현대차가 중국 내 허베이성의 4공장과 충칭의 5공장이 완공되는 2017년까지 약 47% 이상 증가되는 생산 공급량을 어떻게 안정적으로 판매해 나갈지 지속적으로 관심을 가지고 지켜볼 것입니다.

또한 저희는 이번 분기에 중국의 경제 및 산업 구조조정, 국유기업 합병의 효과 등을 따져보기 위하여 해운업체인 COSCO그룹 계열사와 철도 차량 합병법인인CRRC Corporation (601766-CN, 중국중차) 과의 미팅을 진행하였습니다.

중국 중앙정부는 해운산업의 글로벌 경쟁력을 제고하고자 올해 4월 CSOCC그룹과 중국 2위 해운업체인 China Shipping 그룹과의 합병을 발표하였으며 COSCO그룹의 경우 산하의 11개 상장사 주식이 모두 거래정지된 상태입니다. 컨테이너 운송 Capacity 기준으로 COSCO는 78만TEU, China Shipping은 70만 TEU로 각각 글로벌 7위, 8위에 랭크되어 있습니다. 만약 두 회사가 합병하게 된다면 머스크 280만TEU, MSC 243만TEU, CMA CGM 155만 TEU에 이어 148만TEU로 글로벌 4위의 해운사로 도약하게 됩니다. 운송 산업에서 규모의 경제가 특히나 크게 작용한다는 관점에서 보면 이는 분명 의미가 있는 합병일 것입니다. 하지만 COSCO와 China Shipping의 합병으로 인해 단시간내에 공급과잉이 해소되고 해운산업의 글로벌 경쟁력이 배가될 것으로 판단하기는 어려웠습니다.

중국을 올해 1월 자국 2대 철도 차량 제조업체인 China South Railway(CSR, 중국남차)와 China North Railway(CNR, 중국북차)의 합병을 발표한 바 있습니다. 그 후 6월 합병이 완료되었고 저희는 이번달에 합병법인인 CRRC Corporation(601766-CN, 중국중차)과의 미팅을 통해 대형 중앙 국유기업간 합병의 시너지와 그 경과를 다시 점검해 보았습니다. 하지만 비록 짧은 기간이래곤 해도, 결과는 만족스럽지 못하였고 중국 대형 국유기업들이 여전히 많은 과제를 안고 있다는 판단을 하게 되었습니다. CRRC는 과거의 CSR과 CNR 두 회사를 하나의 사명으로 묶어놓고 하나의 통합된 사육을 사용할 뿐 다른 두 개의 매니지먼트가 여전히 회사에 상존하고 있는 상황이었습니다. 합병 후 구조조정 같은 내부적인 경영 효율성 개선 작업은 전혀 이루어지지 못하고 있었습니다. IR담당자의 말을 빌리면 향후에도 경영진 통합이나 인력 조정 등의 계획은 없으며 3~4년 가량 지나서 현 경영진의 자연스러운 교체가 있을 시점에 통합된 매니지먼트가 출범될 것으로 예상된다는 것이었습니다. 올해 상반기에 판관비가 전년 동기대비 각각 38%, 23% 증가하는데 이는 연장으로 집행될 비용들을 합병 전에 몰아서 집행하였기 때문이라는 설명을 덧붙였습니다. CRRC 합병의 주 목적이었던 해외 경쟁력 강화는 현재 연간 약 1300대의 철도차량 판매량 중 100~200대 정도를 차지하는 해외 비중이 향후 어떻게 변화하는지 장기적인 관점에서 관찰할 필요가 있어 보였고, 단기적으로 합병을 통한 경영 효율성 제고와 설비폐쇄를 통한 공급과잉 해소는 단시간내에 기대하기 어렵다는 판단을 하게 되었습니다.

이처럼 중국의 더딘 국유기업 개혁 속도와 효과에 비해서 국내 그룹들의 미래 성장동력 확보와 안정적 경영권 승계를 위한 지배구조 변화는 빠르게 진행중이라는 생각을 하게 되었습니다. 올해는 삼성물산과 제일모직의 합병, SK와 SK C&C의 합병을 통해 삼성그룹과 SK그룹이 지배구조와 사업 구조조정의 중심에 있었던 한해였습니다. 삼성그룹의 화학 부문 매각과 한화그룹의 삼성테크윈 인수, SK그룹과 CJ그룹의 CJ헬로비전 매각 및 CJ의 지분투자 등 장기적인 관점에서 사업 경쟁력 확보를 위한 빅딜 등 국내 재벌기업들의 사업 구조조정이 속도를 내고 있는 상황입니다. 주주환원과 관련해 삼성전자를 위시한 대기업의 빠른 행보가 향후에 펀드에서 투자하고 있는 기업들에게서 어떻게 전개될지에 대해서 앞으로 관심을 갖고 지켜보고 소통해 갈 것입니다.

#### [채권부분]

투자기간 중 중국시장의 안정, 미 연준의 기준금리 인상에 대한 우려 등을 반영해서 금리가 소폭 상승했습니다. 크레딧 시장은 대우조선해양, BNK캐피탈 사태가 확산되면서 크레딧 스프레드는 국채대비 확대되는 추세를 보였습니다. 저희는 투자기간 중 벤치마크대비 높은 듀레이션과 크레딧 비중으로 인해 벤치마크를 하회하는 성과를 달성했습니다.

### ▶ 투자환경 및 운용계획

#### [주식부분]

첫째, 저희를 믿고 소중한 자산을 위탁해주고 계신 많은 고객들에게 언제나 깊은 감사의 마음을 가지고 있으며 이를 잊지 않겠습니다. 항상 초심을 잊지 않으면서 감사의 마음을 가지고 저희를 성원해주고 지지해주신 고객들의 입장에서 고객 이익을 가장 우선시하면서 운용해 나가겠습니다. 그리하여 고객에게 신뢰받는 명품 펀드와 자산 운용사로서 거듭나도록 늘 최선을 다하겠습니다.

둘째, 저희는 고객들에게 신뢰를 쌓아가는 과정은 너무 어렵지만 무너지는 것은 한 순간임을 항상 잊지 않겠습니다. 새롭게 펀드를 설립하고 운용할 때부터 고객들에게 약속하였던 운용원칙과 목표대로 운용해 나갈 것입니다. 앞으로도 저희는 고객과 약속한 원칙들을 독립적이고 장기적인 투자철학과 적극적인 운용 스타일로 일관되게 유지해 나가겠습니다. 언제나 메리츠만의 차별화된 포트폴리오 유지가 지속적이고 안정적인 초과수익을 창출해내는 핵심임을 잊지 않겠습니다. 열정을 가지고 장기적으로 유망한 기업들을 발굴하여 펀드에 투자한 고객들을 행복하게 해드리도록 최우선적으로 노력할 것입니다. 언제나 최적의 분산투자자로서 시장 하락기에도 고객의 자산을 잃지 않으려는 목표를 향해 정진할 것입니다.

셋째, 저희를 믿고 소중한 돈을 맡겨주신 고객을 위해서 더욱 더 차별화된 서비스로 보답하여 나가겠습니다. 펀드가 보유중인 많은 기업들에 대해 보다 차별화된 리서치에 역량을 집중해 나갈 것입니다. 해외경쟁 기업에 대한 글로벌 관점에서의 적극적인 리서치에도 더욱 박차를 가해 나가겠습니다. 그리하여 주식시장의 공포와 탐욕으로부터 일어나는 많은 기회와 위험들을 고객의 입장에서 더욱 더 면밀하고 지속적으로 점검해 나가겠습니다.

저희는 향후에도 이러한 고객과의 약속이 투명하게 실천되고 있는지 운용보고서를 통하여 투자자님들께 투명하고 성실히 보고 드릴 것입니다.

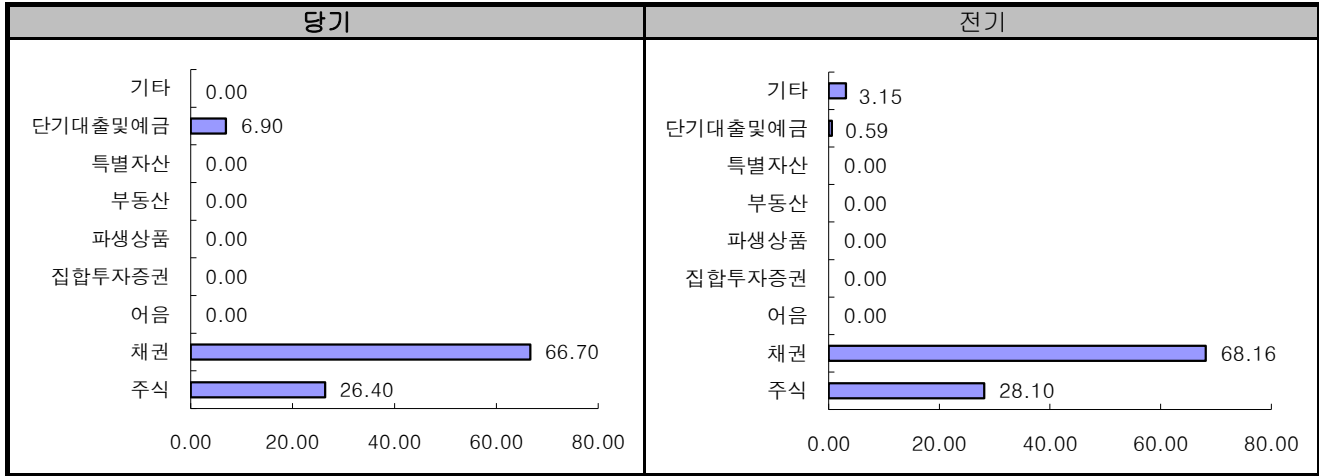
#### [채권부분]

연초들어 중국시장의 불안이 확산되는 가운데, 한국은행 기준금리 인하 기대감도 높아지고 있습니다. 그러나 미국 기준금리 추가 인상 가능성이 존재하기 때문에 금리변동성에 자유로운 단기물에 투자하여 초과수익을 추구하도록 하겠습니다.

### 3. 자산현황

#### ▶ 자산구성현황

(단위: %)



#### [자산구성현황]

(단위: 백만원, %)

통화별 구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	자산총액
	주식	채권	어음	집합 투자 증권	장내	장외		실물자산	기타			
KRW	167,543 (26.40)	423,207 (66.70)	-	-	-	-	-	-	-	43,776 (6.90)	-	634,527 (100.00)
합계	167,543 (26.40)	423,207 (66.70)	-	-	-	-	-	-	-	43,776 (6.90)	-	634,527 (100.00)

\* ( ) : 구성 비중

#### ▶ 환헤지에 관한 사항

환헤지란?	※ 해당사항 없음
펀드수익률에 미치는 효과	※ 해당사항 없음

(단위: %, 원)

투자설명서상의 목표 환헤지	기준일(2015.12.15) 현재 환헤	(2015.09.16 ~ 2015.12.15) 환	(2015.09.16 ~ 2015.12.15) 환
-	-	-	-

주) 환헤지란 환율 변동으로 인한 외화표시자산의 가치변동위험을 선물환계약 등을 이용하여 줄이는 것을 말하며, 환헤지 비율은 기준일 현재 펀드에서 보유하고 있는 총 외화자산의 평가액 대비, 환헤지 규모를 비율로 표시한 것을 말합니다.

#### ▶ 환헤지를 위한 파생상품

※ 해당사항 없음

#### ▶ 주요자산보유현황

※ 펀드자산 총액에서 상위 10종목, 자산총액의(파생상품의 경우 위험평가액) 5% 초과 보유종목 및 발행주식 총수의 1% 초과 종목의 보유내역을 보여줍니다.

※ 보다 상세한 투자대상자산 내역은 금융투자협회 전자공시사이트의 펀드 분기영업보고서 및 결산보고서를 참고하실 수 있습니다. (인터넷 주소 : <http://dis.kofia.or.kr>) 단, 협회 전자공시사이트에서 조회한 분기영업보고서 및 결산보고서는 본 자산운용보고서와 작성기준일이 상이할 수 있습니다.



▶ 주식 - Long(매수)

※해당사항 없음

▶ 주식 - Short(매도)

※해당사항 없음

▶ 채권

(단위: 백만원, %)

종 목 명	액면가액	평가금액	발행일	상환일	보증기관	신용등급	비중	비고
통안0196-1702-02	30,000	30,169	2015.02.02	2017.02.02	-	RF	4.75	-
통안0207-1612-02	20,000	20,096	2014.12.02	2016.12.02	-	RF	3.17	-
신한은행19-07011A	20,000	20,050	2015.07.09	2017.01.09	-	AAA	3.16	-
한국철도공사56	10,000	10,407	2009.10.16	2016.10.16	-	AAA	1.64	-
예금보험기금채권20	10,000	10,295	2012.05.31	2017.05.31	-	AAA	1.62	-
현대자동차315	10,000	10,253	2011.10.06	2016.10.06	-	AAA	1.62	-
산금(정금)11신이05	10,000	10,247	2011.11.04	2016.11.04	-	AAA	1.60	-
이마트12	10,000	10,196	2014.01.10	2017.01.10	-	AA+	1.60	-

▶ 어음

※해당사항 없음

▶ 집합투자증권

※해당사항 없음

▶ 장내파생상품

※해당사항 없음

▶ 장외파생상품

※해당사항 없음

▶ 부동산(임대)

※해당사항 없음

▶ 부동산 - 자금대여/차입

※해당사항 없음

▶ 특별자산

※해당사항 없음

▶ 단기대출 및 예금

(단위: 백만원, %)

종류	금융기관	취득일자	금액	금리	만기일	비고
콜론	한국투자증권	2015.12.15	32,360	1.53	2015.12.16	5.1
콜론	중소기업은행	2015.12.15	10,355	1.33	2015.12.16	-

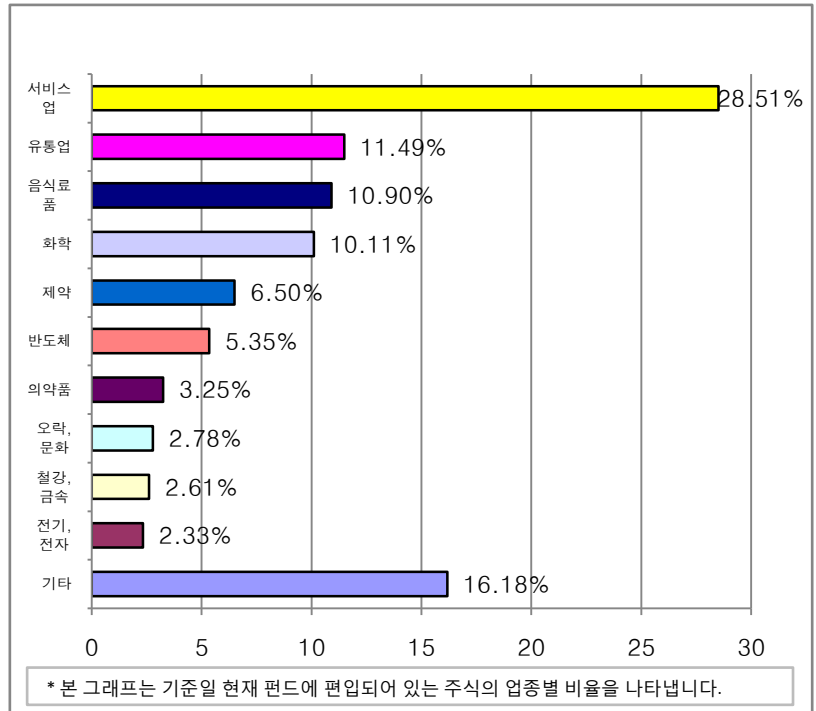
▶ 기타자산

※해당사항 없음

## ▶ 업종별(국내주식) 투자비중 - Long(매수)

(단위: 백만원, %)

	업종명	평가액	보유비율
1	서비스업	47,760	28.51
2	유통업	19,251	11.49
3	음식료품	18,269	10.90
4	화학	16,932	10.11
5	제약	10,883	6.50
6	반도체	8,957	5.35
7	의약품	5,443	3.25
8	오락,문화	4,665	2.78
9	철강,금속	4,373	2.61
10	전기,전자	3,909	2.33
11	기타	27,101	16.18
합 계		167,543	100.00



주) 보유비율=평가액/총평가액\*100

주) 업종기준은 코스콤 기준

## ▶ 업종별(국내주식) 투자비중 - Short(매도)

※ 해당사항 없음

## ▶ 업종별(해외주식) 투자비중

※ 해당사항 없음

## ▶ 국가별 투자비중

### 발행(상장)국가별 투자비중

\* 일부 해외종목의 경우 거래소 상장국가와 실제 발행국가가 상이할 수 있습니다.

※ 해당사항 없음

## 4. 투자운용전문인력 현황

### ▶ 투자운용인력(펀드매니저)

(단위: 개, 억원)

성명	운용개시일	직위	운용중인 다른 펀드 현황		성과보수가 있는 펀드 및 일임계약 운용규모		주요 경력 및 운용내역	협회등록번호
			펀드 개수	운용 규모	개수	운용 규모		
김홍석	2013.06.21	책임운용전문인력	25	6,288	8	1,347	라자드코리아자산운용(8년) 도이치투자신탁운용(3년) 스커더인베스트먼트코리아(1)	2109000472

주) 성명이 굵은 글씨로 표시된 것이 책임운용전문인력이며, 책임운용전문인력이란 운용전문인력중 투자전략 수립 및 투자회사 결정 등에 있어 주도적이고 핵심적인 역할을 수행하는 자를 말합니다.

※ 펀드의 운용전문인력 변경내역 등은 금융투자협회 전자공시사이트의 수시공시 등을 참고하실 수 있습니다.  
(인터넷 주소 <http://dis.kofia.or.kr>) 단, 협회 전자공시사이트가 제공하는 정보와 본 자산운용보고서가 제공하는 정보의 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

### ▶ 운용전문인력 변경내역

기 간	운용전문인력
2010.05.03 - 2013.06.20	박순엽
2013.06.21 - 현재	김홍석

(주 1) 2015.12월 기준 최근 3년간의 운용전문인력 변경 내역입니다.

### ▶ 해외 투자운용전문인력

※해당사항 없음

### ▶ 해외 위탁운용

※해당사항 없음

## 5. 비용현황

### ▶ 보수 및 비용 지급현황

(단위: 백만원, %)

펀드 명칭	구 분	전 기		당 기			
		금액	비율(%)*	금액	비율(%)*		
메리츠코리아증권투자신탁 [채권혼합]	자산운용회사		352.07	0.09	559.46	0.09	
	판매회사	종류C	416.27	0.18	654.58	0.18	
		종류A	143.87	0.13	227.73	0.13	
		종류Ce	5.79	0.09	8.26	0.09	
		종류CI	3.67	0.01	5.80	0.01	
		종류CW	-	-	-	-	
		종류S	0.17	0.03	0.40	0.04	
		종류C-P	18.24	0.15	37.08	0.15	
		종류S-P	0.02	0.02	0.06	0.03	
	펀드재산보관회사(신탁업자)		20.12	0.01	31.97	0.01	
	일반사무관리회사		15.09	0.00	23.98	0.00	
	보수 합계		975.31	0.70	1,549.30	0.71	
	기타비용**		10.82	0.00	11.77	0.00	
	매매· 중개수수 료	단순매매·중개 수수료		128.63	0.03	6.61	0.00
		조사분석업무 등 서비스 수수료		37.22	0.01	1.20	0.00
합계		165.85	0.04	7.80	0.00		
증권거래세		9.81	0.00	9.06	0.00		

\* 펀드의 순자산총액(기간평균) 대비 비율

\*\* 기타비용이란 회계감사비용, 증권 등의 예약 및 결제비용 등 펀드에서 경상적·반복적으로 지출된 비용으로서 매매·중개 수수료는 제외한 것입니다.

※ 성과보수내역 : 해당사항 없음

▶ **총보수비용 비율**

(단위: 연환산, %)

펀드 명칭	구분	해당 펀드			상위펀드 비용 합산		
		총보수·비용 비율(A)	매매·중개수수료비율(B)	합계(A+B)	총보수·비용 비율(A)	매매·중개수수료비율(B)	합계(A+B)
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]	전기	0.01	0.17	0.18	0.01	0.17	0.18
	당기	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
<b>종류(class)별 현황</b>							
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C	전기	1.09	-	1.09	1.10	0.17	1.26
	당기	1.09	-	1.09	1.09	0.01	1.10
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류A	전기	0.89	-	0.89	0.90	0.17	1.06
	당기	0.89	-	0.89	0.89	0.01	0.90
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류Ce	전기	0.74	-	0.74	0.75	0.17	0.92
	당기	0.74	-	0.74	0.74	0.01	0.75
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류Ci	전기	0.41	-	0.41	0.42	0.15	0.57
	당기	0.44	-	0.44	0.44	0.01	0.45
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류CW	전기	0.39	-	0.39	0.40	0.17	0.57
	당기	0.39	-	0.39	0.39	0.00	0.40
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S	전기	0.37	-	0.37	0.38	0.09	0.47
	당기	0.54	-	0.54	0.54	0.01	0.55
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류C-P	전기	0.99	-	0.99	1.00	0.16	1.15
	당기	0.99	-	0.99	0.99	0.01	1.00
메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]종류S-P	전기	0.35	-	0.35	0.35	0.09	0.44
	당기	0.51	-	0.51	0.51	0.01	0.52

주1) 총보수, 비용비율(Total Expense Ratio)이란 운용보수 등 펀드에서 부담하는 '보수와 기타비용총액'을 순자산 연평균 잔액(보수·비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 총보수·비용수준을 나타냅니다.

주2) 매매·중개수수료 비율이란 매매·중개수수료를 순자산 연평균잔액(보수·비용 차감전 기준)으로 나눈 비율로서 해당 운용기간 중 투자자가 부담한 매매·중개수수료의 수준을 나타냅니다.

주3) 모자형의 경우 모펀드에서 발생한 비용을 자펀드가 차지하는 비율대로 안분하여 합산한 수치입니다.

**6. 투자자산매매내역**

▶ **매매주식규모 및 회전율**

(단위: 주, 백만원, %)

메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]

매 수		매 도		매매회전율 <sup>(주1)</sup>	
수 량	금 액	수 량	금 액	해당기간	연환산
15,728	2,506	103,582	3,019	1.70	6.83

주1) 해당운용기간 중 매도한 주식가액의 총액을 해당 운용기간 중 보유한 주식의 평균가액으로 나눈 비율

▶ **최근3분기 매매회전율 추이**

(단위: %)

2014. 12. 16 ~ 2015. 03. 15	2015. 03. 16 ~ 2015. 06. 15	2015. 06. 16 ~ 2015. 09. 15
2.90	9.89	2.98

주) 매매회전율이 높을 경우 매매거래수수료(0.1%내외) 및 증권거래세(매도시 0.3%) 발생으로 실제 투자자가 부담하게 되는 펀드 비용이 증가합니다.

**<공지사항>**

- \* 고객님의 가입하신 펀드는 [자본시장과 금융투자업에 관한 법률]의 적용을 받습니다.
- \* 이 보고서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의해 [메리츠코리아증권투자신탁[채권혼합]]의 자산운용회사인 [메리츠자산운용]이 작성하여 펀드재산보관회사(신탁업자)인 [하나은행]의 확인을 받아 한국증권예탁원을 통해 투자자에게 제공됩니다.
- \* 투자자의 계좌별 수익률 정보는 판매회사의 HTS나 인터넷 뱅킹 등을 통해 조회할 수 있습니다.

각종 보고서 확인 : 메리츠자산운용 [www.meritzam.com](http://www.meritzam.com)  
 금융투자협회 <http://dis.kofia.or.kr>