



메리츠코리아증권투자신탁1호[주식] 자산운용보고서

2016년 01월 08일 - 2016년 04월 07일

- 이 상품은 [주식형 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.

Contents

- 운용보고
- 펀드의 개요
- 수익률 현황
- 자산현황
- 투자전문인력 현황
- 비용현황
- 투자자산매매내역
- 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 셋째자리에서 반올림합니다.
단기금융집합투자기구	투자신탁재산의 전부를 대통령령으로 정하는 단기금융상품에 대통령령으로 정하는 방법으로 투자하는 펀드입니다.
증권집합투자기구	투자신탁재산의 50% 초과하여 증권(주식, 채권 등)에 투자하는 펀드입니다.
혼합자산집합투자기구	투자신탁재산을 운용함에 있어서 투자대상의 제한을 받지않는 펀드입니다.
부동산집합투자기구	투자신탁재산의 50% 초과하여 부동산(부동산과 관련된 증권 등 포함)에 투자하는 펀드입니다.
특별자산집합투자기구	투자신탁재산의 50% 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 투자대상자산을 말한다)에 투자하는 펀드입니다.
종류형(집합투자기구)	통상 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(집합투자기구)	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 출자비율에 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 투자회사가에 해당합니다.
집합투자업자	2인 이상에게 투자권유를 하여 모은 금전 등을 받아 증권(주식, 채권 등)등에 투자·운용하는 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 기준가산정 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 또한 한국금융투자협회가 부여하는 5자리의 고유 코드가 존재하며, 펀드명 뿐만 아니라 이러한 코드를 이용하여 펀드의 각종 정보에 대한 조회가 가능합니다.

▶ 운용경과

메리츠코리아펀드(이하 '펀드')의 [2016년 1월8일 ~ 4월 7일] 기간동안 성과는 시장이 3.65% 상승하는 동안 펀드(종류A 기준)는 -8.07%의 저조한 성과를 기록하게 되었고 시장 대비 11.72%p 초과 하락하는 부진한 성과를 보였습니다. 이로써 펀드는 2013년 7월 설정 이후 시장이 7.67% 상승하는 동안 34.90% 상승하여 종합주가지수를 27.23%p 초과하게 되었습니다.

보다 자세히 이번 분기 펀드 운용과 관련하여 설명드리도록 하겠습니다.

첫째, 펀드는 일관되게 차별화된 운용철학과 프로세스로 운용되고 있습니다. 펀드의 운용원칙은 고객의 입장에서 운용하고, 고객의 이익을 최상의 판단 기준으로 독립적으로 운용하는 것입니다. 저희는 고객 자산을 가급적 잃지 않아야 한다는 운용 목표를 가지고 수익에 앞서서 위험을 먼저 고려하고 있습니다. 철저한 상향식 접근방식 (Bottom-up) 을 통하여 펀더멘탈이 우수한 수백개의 기업들을 찾아다니면서 투자기회를 얻고 위험을 관리해나가고 있습니다. 글로벌 관점에서 해외 경쟁 기업들을 비교 분석해가는 것을 중요시하고 있습니다. 이를 통해 펀더멘탈이 우수하다고 판단되는 약 80여개의 종목들에 골고루 분산 투자하고 있습니다. 그럼에도 불구하고 이번 분기 펀드성과의 부진원인은 포트폴리오의 70%를 넘는 비중을 지닌 종목들이 시장수익률보다 저조한 성과를 기록하였기 때문입니다. 전체 업종 중 반도체와 일부 소재업종을 제외하고는 모두 부진한 성과가 이어졌습니다. 특히 지난 1월에 가장 좋았던 음식료, 생활용품, 유통 등 소비자재 업종의 보유 종목들에서 부진이 2월에 이어 이어졌고 IT 업종과 미디어 업종에서도 저조한 성과를 기록하였습니다. 유틸리티 업종 및 운송 등 산업재 업종에서도 부진한 수익이 3월에도 이어졌습니다.

둘째, 저희는 벤치마크를 추종하지 않고, 시장과 약 80% 다르게 적극적으로 운용(Active share ratio)하고 있습니다. 이러한 저희의 차별화된 적극적 운용 전략은 단기적으로 시장과 상이한 수익률 전개를 이어질 수 있는 반면 장기적으로 보면 시장을 크게 초과하는 수익률을 올릴 수 있는 운용전략입니다. 펀드는 불필요한 단기매매를 지양하고 기업과 동업을 하는 마음으로 인내심을 가지고 장기 투자를 실천해오고 있습니다. 그 결과 펀드의 매매 회전율은 시장에서 가장 낮은 수준을 유지할 수 있었습니다. 그러나 이번달에는 이러한 시장과 차별화된 운용전략이 단기적으로 심한 변동성을 겪으면서 매우 부진한 성과를 기록하였습니다.

셋째, 저희는 시장이 하락하는 시기에 고객의 투자자산을 잃지 않고 보호할 수 있어야 고객으로부터 신뢰를 받을 수 있다고 믿고 있습니다. 시장 하락기에 수익률이 덜 떨어지는 방어적인 펀드의 특성이 그동안 펀드의 초과수익의 원인이 되었습니다. 그러나 지난 1분기만을 놓고 본다면 펀드는 시장이 하락하는 시기에 더 떨어졌고, 시장이 오르는 시기에는 덜 오르는 모습을 보이며 저조한 성과를 기록하게 되었습니다.

이번 분기에는 2월부터 시장이 회복되고 있는데도 펀드는 시장과 다르게 마이너스의 수익률이 지속되어 왔습니다. 올해 2월부터 저희가 보유하고 있는 종목들에 대한 투자자들의 차익매출이 많아져서 펀드 수익률은 크게 하락하게 되었습니다. 펀드가 단기적인 높은 수익률 변동성을 보이게 되었지만 가장 중요한 문제는 펀드가 보유하고 있는 기업들이 얼마나 우수한 펀더멘탈을 지니고 있는냐 하는 것일 것입니다. 저희는 이러한 차별화된 포트폴리오로 인해 펀드 운용을 맡은 2014년부터 올해 3월말까지 종합주가지수가 하락(-0.77%) 하였음에도 27.1%의 수익을 낼 수 있었습니다.

최근 구글의 알파고와 이세돌 9단의 세기의 바둑대결에서 경험하였듯이 저희는 현재 모든 것이 연결되고 보다 지능적인 사회로 진화되는 시대에 살고 있습니다. 컴퓨터와 인터넷기반의 지식정보사회에서 이제 인공지능, 빅데이터, 사물인터넷 및 클라우드 등이 결합된 디지털 지능정보시대에 살아가고 있습니다. 그러나 최근 국내 주력 제조업에서 성장세는 크게 둔화되고 있어 새롭게 변화하는 한국경제의 성장 엔진이 절실한 상황에 놓여 있습니다. 그동안 저희의 포트폴리오는 이와같이 급하게 식어가는 대한민국 성장엔진을 재전화할 수 있는 기업들을 천착하여 왔습니다. 새로운 시장을 개척하고 있던 수요와 거래 및 서비스를 창출하는 기업들을 주목하여 왔습니다. 이들 기업들을 장기적인 관점에서 투자하여 패러다임 변화의 승자가 될 수 있는 기업들을 발굴하고 투자하고자 노력하여 왔습니다. 단기적인 매매타이밍에 의한 수익창출보다는 장기보유를 주요 전략으로 삼아왔습니다. 그러기에 일시적인 고평가 논란을 올해 1분기처럼 겪게 될 수도 있지만 이는 시간이 지나면서 기업이익이 성장하는 과정을 통해 해소될 수 있을 것으로 판단합니다. 저희가 보는 문제는 기업의 펀더멘탈과 본원적인 경쟁력이고 운용팀이 이러한 기업들을 발굴해 낼 수 있는 안목과 노력을 가지고 있는지, 이들 기업들의 지속성장 과정에서의 성장통을 함께 할 수 있는 장기적인 인내심과 여건 및 의지가 있는지가 결국 투자수익의 관건이 될 것으로 판단하여 왔습니다. 많은 고객분들이 저희의 펀드를 단시간안에 많이 찾아주시고 성원해주신 이유중의 하나는 저희가 고객의 이익을 최우선으로 삼고 중장기적으로 보유시 경쟁력이 높다고 판단되는 기업들을 중심으로 고객과 약속한 운용원칙을 준수할 것이라는 믿음이 있었기 때문이라고 생각합니다.

펀드가 보유한 주요 투자 74개 투자기업들의 지난해 4분기 실적을 보면 매출액과 순이익 증가율은 전년 동기 대비 9.0%와 20.9% 각각 증가하였습니다. 이로써 2015년 연간 이들 기업들의 매출액과 순이익 증가율은 각각 8.7%와 15.4% 증가한 것으로 나타났습니다. 금융정보 서비스업체 에프엔가이드의 시장 컨센서스 기준으로 보아도 이들 기업들의 2016년 매출액과 순이익 증가율은 각각 12.1%와 31.3% 늘어날 것으로 추정되고 있습니다. 한국 상장 기업들은 2012년 이후 성장이 정체되거나 둔화된 상황이고 지난해 4분기 이익은 전년 동기 대비 크게 감소한 것으로 발표되면서 올해 1분기 이익 전망 역시 어렵게 하여 왔습니다. 2월 말 기준 금융정보 서비스업체 Factset 집계에 따르면 미국 S&P 500기업의 올해 1분기 매출액과 순이익 증가율은 전년 동기대비 -0.6%와 -7.4%로 줄어든 것으로 추정되고 있는 상황입니다. 특히 펀드가 보유하고 있는 이들 기업들의 이자보상배율 (연간 영업이익으로 이자비용을 갚을 수 있는 능력을 나타내는 지표)은 8.5배를 상회하는 수준으로 상장기업 평균보다 훨씬 높아 펀드는 건실한 수익창출 능력과 재무적 안전성을 동시에 겸비하고 있는 기업들과 함께 하고 있다고 믿고 있습니다. 다음으로 이번 분기 펀드성과가 부진한 가운데서도 저희가 수익률 회복을 위해서 무슨 노력을 하였는지 말씀드리도록 하겠습니다. 이번 분기성과는 1월과 2~3월 성과가 확연히 갈립니다. 올해 들어 1월 한달은 종합주가지수가 크게 하락하였습니다. 그러나 펀드는 1월에 전체 공모주식형 가운데 상위 2%에 들 정도로 양호한 성과를 기록하였습니다. 하지만 2월 들어서면서 상황이 크게 바뀌었습니다. 펀드는 시장의 위험자산 선호현상이 강화되면서 회복되는 국면에서 오히려 더욱 하락하게 되었습니다. 그리하여 펀드는 3월말까지 두달동안 최하위 수준으로 하락하였습니다. 시장에서는 회사와 펀드 운용인력에 어떤 심각한 변화가 있는지 문의가 늘었습니다. 1분기동안 메리츠코리아펀드에서 47억원의 순환매 (환매에서 설정차감금액)가 있었지만 회사의 전체 주식형 금액(펀드+일일계좌 포함)은 896억원 증가로 안정적이었습니다. 운용팀에 변화는 없으며 저희는 지난해와 마찬가지로 다가올 여름방학 기간 동안 새로운 주식형 인턴들을 맞이하고 보강할 예정입니다. 저희는 이번 분기에도 하루 3-4개씩 꾸준히 기업을 탐방하고 이심계가 넘는 일본기업과 중국기업 및 산업 전문가 미팅을 위해 두차례 중국과 일본을 방문하였습니다. 저희는 글로벌 관점에서 시장이 걱정하고 우려하는 것들에 대해 지속적으로 리서치를 진행하였습니다. 그리고 저희가 투자하고 있는 기업과 투자하지 않고 있는 기업들에 대해 우리만의 차별화된 리서치를 실시하였습니다. 그리고 여기에서 파악된 저희의 독립적인 관점을 월별 운용보고서를 통하여 소상히 저희의 고객들과 소통하였습니다. 비록 펀드 성과가 이번 분기 부진하였지만 저희는 처음에 고객자산을 유치할 때의 약속을 그대로 실천하고 있음을 말씀드리고자 합니다. 이번 분기는 어떠한 일이 있더라도 일관된 운용원칙과 독립적인 프로세스를 지키면서 고객만을 위해서 최선을 다하고 소통하겠다는 고객과의 약속을 지키는 것이 운용팀에게 가장 중요한 일임을 되새겨 보는 시간이었습니다.

보다 구체적으로 살펴보면 이번 분기 펀드성과 부진의 원인은 포트폴리오의 70%를 넘는 비중을 지닌 종목들이 시장수익률보다 저조한 성과를 기록하였기 때문
입니다. 전체 업종 중 반도체와 일부 소재업종을 제외하고는 모두 부진한 성과가 이어졌습니다. 특히 지난 1월에 가장 좋았던 음식료, 생활용품, 유통 등 소비재
업종의 보유 종목들에서 부진이 2월에 이어 이어졌고 IT 업종과 미디어 업종에서도 저조한 성과를 기록하였습니다. 유틸리티 업종 및 운송 등 산업재 업종에서
도 부진한 수익이 이번달에도 이어졌습니다. 그러면 이제부터 보다 자세하게 이번 분기 펀드의 저조한 운용 성과의 원인 및 이에 대한 저희의 의견에 대해서 설
명드리도록 하겠습니다.

화장품 업종에 대한 견해

이번 분기 펀드 수익률의 저조한 성과 중 하나는 펀드내 소비재 업종 주식의 하락폭이 컸던데에 있습니다. 올해들어 화장품을 비롯하여 음식료, 헬스케어 기업
에 이르기까지 지난 2년 동안 좋은 성과를 보였던 소비재 업종의 대표 보유기업들에서 지속적인 차익매물이 실현되었습니다. 이러한 소비재 업종의 부진은 투
자자들이 지난 2년 동안 부진을 면치 못했던 소재와 산업재 업종내 대표 기업들을 이제 좋은 투자대안으로 여기면서 그동안 높은 주가상승을 보여왔던 중국 관
련 소비재주들에서의 차익실현을 빠르게 해나갔기 때문으로 판단됩니다. 이러한 시장환경에서 운용팀은 이번 분기에 좀 더 객관적으로 현재의 상황을 점검해보
고자 일본과 중국의 소비재 기업들에 대한 미팅을 진행하였습니다.

저희는 중국의 대표 화장품 상장회사 Shagngnai Jahwa (600315 SH) 와 올해 들어서는 처음으로 미팅을 진행하였습니다. 2011년 평안보험의 자회사 평안신택
에서 지분 인수 이후 지난해 주시담당 대표가 바뀌고 난 후 새로운 담당자와는 첫 대면이었습니다. 90여분의 미팅 시간동안 저희는 오히려 회사로부터 세가지
질문을 받았습니다. 저희는 한국 화장품의 경쟁력이 높은 이유, 일본 화장품과 비교 우위, 한국 화장품 제조자개발생산 (ODM) 업체들의 경쟁력 이유에 대해서
입니다. 저희는 뜻하지 않게 한국 화장품에 대한 높은 관심을 설명하고 토론하는데 많은 시간을 할애하였습니다. 회사에서는 자신들의 대표 브랜드 Herborist 가
지난해 백화점 매출 순위에서 아모레퍼시픽에 밀려 6위에서 7위로 밀려났다고 아쉬워하였습니다. 과거 경쟁상대가 로레알 등 유럽과 미국계 브랜드였다면 지금
은 아모레퍼시픽의 여러 브랜드 중 하나인 라네즈가 6위로 올라오면서 직접적인 경쟁상대로 한국 화장품을 인식하고 있다고 밝혔습니다. 중국에서 역시 아모레
그룹의 브랜드인 이니스프리의 인기는 매우 높아져만 가고 있습니다. 이런 이유는 한국 화장품이 여러 화장품 카테고리 중 수요 대응 능력이 뛰어나고 신제품
출시 빈도가 높아 중국 고객들로부터 좋은 반응을 얻고 있기 때문이라고 밝혔습니다. 이는 중국의 대표적인 온라인 화장품 유통업자인 Jumei (JMEI) 와의 지난
해 미팅에서도 일본화장품 보다 한국 화장품을 왜 많이 취급하고 있냐는 저희의 질문에 대해서 받았던 똑같은 답변으로서 한국 화장품에 대한 중국 경쟁사 및
협력사들의 생각을 다시 확인할 수 있었습니다. 저희는 이번달에 최근 Shanghai Jahwa와의 협력관계를 올해말에 끝낼것이라고 발표한 일본의 대표적 화장품
및 생활용품 회사인 Kao (4452 JP) 도 방문하였습니다. Kao 와의 미팅을 통하여Kao의 위생용품인 기저귀는 중국인들의 인바운드 수요로 전년대비 3-40% 이상
증가하며 품귀현상과 개인당 판매량 제한까지 불러일으킬 정도이지만, Kao를 비롯한 일본 화장품 기업들의 중국 수출은 왜 감소하고 있는지에 대해 질문하였습
니다. 저희는 지난해 일본을 방문한 중국인 관광객들이 두 배로 증가한 상황에서 Kao를 비롯한 일본 화장품 기업들의 중국 수출이 감소하고 있는 원인이 무엇인
지 궁금하였습니다. 그들은 뷰티케어 부문이 매출의40%가 넘지만 이익 기여도는 20%도 채 안되는 상황(이익률 4.8%)을 묵묵히 받아들이고 있는 것처럼 보였습
니다. 자신들의 브랜드 가네보가 중국인들에게 인기가 없다는 것을 인정하면서 2013년 가네보 미백 라인 화장품이 백반증을 유발한다는 사실이 알려지면서 대
규모 리콜 사태가 벌어진 것을 계기로 일본의 자사 화장품에 대한 중국 소비자들의 선호도 하락을 부추겼다고 밝혔습니다. 가뜰이나 후쿠시마 원전 사태 이후로
일본 화장품에 대한 신뢰도가 하락된 상황에서 한국 화장품의 중국내에서 경쟁력 강화가 빠르게 겹치면서 한국과 일본의 화장품 경쟁력 역전 현상이 벌어졌
다고 판단을 하고 있었습니다.

저희는 우리나라 13개 주력 수출산업 대부분이 역성장하고 있는 현재의 상황을 극복하고 다음 단계로 도약하려면 다음 수출 품목은 소비재가 될 수 있다고 생
각하여 왔습니다. 지난해 우리나라 전체 수출액이 2011년 대비 4%가 감소한 규모이지만 지난 4년간 (2011~2015년) 소비재 가운데 화장품의 연평균 수출은
37.3%, 음식료는 11.6%, 제과류는 12%, 과자류는 13.6% 늘어났습니다. 특히 그동안 화장품 수출액은 그 규모와 증가세면에서 소비재 수출을 견인하는 역할을
차실히 수행해오고 있습니다. 2015년 화장품 수출액은 24.5억달러로 2011년 (6.9억달러)보다 3.5배나 늘었습니다. 2011~2015년 동안 연평균 수출 증가율이
37.3%로 견조한 증가세를 기록하였습니다. 최대 교역국은 중국으로 지난해 대중국 수출액은 9.9억달러로, 2011년(1.8억달러)보다 5.4배나 증가했습니다.
2011~2015년 동안 화장품 수출액은 중국이 21.4억달러로 연평균 52.4% 증가하였습니다. 홍콩 또한 한국의 화장품 주요 수출 대상으로 14억달러의 수출액과
60.8%의 연평균 증가율을 기록했습니다. 한류 영향을 받은 중국, 홍콩 등에서 소비자들이 한국 화장품에 대한 높은 선호를 갖고 소비가 크게 확대되고 있는 중
임을 알 수 있습니다.

보다 자세하게 중국 화장품 시장내 한국 화장품의 입지를 살펴보면, 2009년 이후 지난 6년간 중국 화장품시장 연평균 성장률은 +10.6% 를 기록한 반면, 중국
화장품 수입액은 연평균 +31.1% 증가했습니다. 전세계에서 가장 큰폭으로 성장하고 있는 화장품시장이 중국인 것입니다. 그 가운데서도 수입 화장품시장이 더
욱 빠른 속도로 확대되고 있습니다. 더욱 긍정적인 점은 이러한 중국 수입 화장품 시장에서 한국 화장품의 비중이 가장 빠른 속도로 확대되고 있다는 것입니다.
중국의 대한국 화장품 수입액은 지난 6년간 연평균 64.3% 증가하였으며, 이는 프랑스(+27.3%), 일본(+18.3%), 미국(+27.3%), 영국(+51.3%)을 압도하는 수치입
니다. 지난해 중국의 한국 화장품 수입액은 2014년 보다 228% 가량 성장했지만 여전히 9천억원이 안되는 수준입니다. 중국인들의 한국 화장품에 대한 사랑은
식지 않고 올해도 확대되고 있습니다. 아직 성숙단계를 논할 시점은 아닌 상황으로 판단됩니다. 올해 1월에도 중국에서 일본 화장품의 수입은 줄었지만 한국 화
장품 수입액은 44%나 증가하면서 전년대비 높은 인기를 유지하고 있는 상황입니다. 우리나라는 2015년 2월부터 일본을 제치고 프랑스에 이어 중국 화장품 수
입국 2위 국가로 자리매김하고 있습니다. 지난해부터 수량 기준으로는 우리나라 화장품이 중국인들에게 가장 사랑받는 제품으로 자리매김하고 있습니다. 중국
수입 화장품시장에서 한국이 차지하는 비중은 2009년 5.3%에서 2015년 23.0%까지 확대되었습니다. 반면, 동기간 프랑스의 비중은 38.9%에서 29.7%로 축소되
었습니다. 미국의 비중 역시 15.4%에서 11.2%로 축소되었습니다. 한국의 가장 큰 경쟁국가로 분류되는 일본의 비중은 25.4%에서 15.9%로 축소되었습니다.

그러나 올해 1분기 시장의 우러는 중국으로의 화장품 수출 성장률의 둔화에서 출발하였습니다. 2015년은 화장품 전체 수출 증가율이 53.2%였고 대 중국 수출
증가율은 101%에 이르렀습니다. 작년 1분기 화장품 수출액은 전년 대비 두배 수준으로 폭발적으로 증가했습니다. 그러나 지난 5월 중국 정부가 화장품 산업
에서 본격적으로 보따리상(따이공) 규제를 시행한 이후 작년 하반기 화장품 수출액은 34%로 낮아지게 되었습니다. 현재 우리나라의 월별 화장품 수출 규모는
이미 2년전에 비하여 두 배 수준으로 기저가 높아져 있는 상황입니다. 규모도 커진데다가 중국 정부의 규제 움직임이 더해진 상황에서 올 1월에 한국 화장품 수
출이 전년 동월 대비 2% 증가하였다는 사실이 투자자들에게 성장둔화에 대한 우려를 불러일으켰습니다. 물론 올해부터는 지난해 높은 성장으로 (2015년 1월
성장률 141.5%로 역대 최고 기록) 기저가 높게 자리잡고 있고 규모가 커지면서 성장률은 둔화될 수 있을 것입니다. 그러나 올해 1분기 화장품 수출 증가율은
22%를 기록하여 2014년과 2015년 1분기의 50%대 성장에 비해서 성장률은 떨어졌지만 시장의 우려와 달리 높아진 수출 금액에도 불구하고 여전히 고성장세를
유지하고 있는 것으로 확인되고 있습니다.

1분기 우리나라 수출은 13.1% 감소하여 2010년 이후 가장 부진한 분기였음을 고려하면, 1분기 화장품 수출이 전년동기 대비 22% 증가한 것은 대단히 인상적인
입니다. 중국으로의 화장품 수출은1월(+13.4%)과2월(+34.6%) 안정적으로 성장하고 있으며3월(+13.2%)에는1.2억달러로 사상 최고치를 다시 경신했습니다.
2012년 중국으로의 연간 화장품 수출액이 2억달러에 불과했으니 최근에는 두어달만에 4-5년전의 연간 수출 금액을 달성하고 있는 셈입니다. 이는 중국 현지
에서 고성장, 면세점 채널의 견조한 실적 호조세와 고객사 주문 물량 증가 등에 힘입어 한국의 대표 화장품 회사들이 글로벌화를 차실히 진행해오고 있기 때문인
것으로 판단됩니다.

저희는 최근 아모레퍼시픽그룹과 LG생활건강, 코스맥스 등 한국의 대표적인 화장품 업체들과의 미팅을 통하여 2015년 5월부터 단행된 보따리상(다이공) 규제가 대형 브랜드업체들에게 실질적인 영향을 주지 못했다는 것을 확인하였습니다. 올해 면세점 매출에 대한 기대도 여전하며 브랜드 인지도 상승에 따른 제품 다변화도 착실히 진행중이라는 것을 확인할 수 있었습니다. 저희는 이번에 코스맥스 상해공장을 방문하면서 한국의 많은 투자자들이 가지고 있던 여러 걱정들이 상당부분 기우였다는 판단을 하게 되었습니다. 이번 CJ CGV 중국법인과의 미팅을 통해서도 느꼈었지만, 그동안 삼성전자와 현대차, 오리는 중국법인이 걸어온 길을 이제는 아모레퍼시픽과 코스맥스, CJ CGV 중국 법인들이 함께 걸어가고 있다는 것을 확인하게 되어 이번 방문이 아주 뜻깊은 시간이었다고 생각합니다.

음식료 업종에 대한 견해

다음으로 이번 분기에 수익률이 저조했던 음식료 업종에 대한 의견을 말씀드리고자 합니다. 올해들어 음식료 업종은 약 20% 가량 하락하였습니다. 그러나 2010년부터 종합주가지수가 박스권에 머물러 있는 사이 KOSPI 음식료 업종지수는 2015년말까지 지난 6년간 약 3배 가까이 우상향하면서 지속적으로 상승하여 왔습니다. 지난해에도 음식료 업종은 시장 대비 약 30% 이상 오르면서 높은 성과를 이어왔습니다. 이러한 지속적인 주가상승에 따라 음식료 업종에 속한 기업들은 시장 대비해서 높은 프리미엄에 거래되어 왔습니다. 올해들어 1분기 추가조정으로 최근 음식료 업종의 밸류에이션 프리미엄이 2013-2014년 수준인 시장 대비 80% 전후 수준으로 내려간 상황입니다. 그동안 음식료 업종이 지속적으로 상승해오면서 높은 프리미엄에서 거래되어 온 가장 큰 이유는 고착화되어 가는 한국경제의 저성장 시대속에서 안정적인 성장과 현금창출 능력이 투자자들에게 부각되어왔기 때문으로 판단됩니다. 필수 소비재의 특성상 경기 민감주와는 달리 이익의 부침이 적고 변동성도 적어 저성장 시대의 경기 하강시기에 경기 민감주를 대체할 수 있는 효율적인 투자 수단이 될 수 있었습니다. 그러나 올해 2월부터 위험자산에 대한 선호현상 강화로 경기 민감주의로 순환매가 빨라지며 소재와 산업재로의 발빠른 순환매로 음식료 업종에서 대규모 차익매출 회기가 있었고 이것이 업종의 저조한 성과로 이어지게 되었습니다. 그러나 저희는 음식료 업종이 프리미엄을 받고 꾸준히 상승하였던 원인이 소멸된 것이 아니며, 현재의 차익매출 출회로 밸류에이션도 낮아진 점을 고려하면 중장기적인 관점에서 다시 음식료 업종내 경쟁력 있는 기업들에 대해서는 매력적인 펀드멘탈 요소가 부각될 수 있다고 판단합니다.

또한 한국개발연구원(KDI)의 최근 중국 경제성장의 우리나라 산업별 영향도를 분석한 자료에 의하면 1% 포인트 중국 경제성장을 하락은 직간접적 경로를 통해 우리나라 경제 성장률을 0.2~0.6% 포인트 정도 둔화시킬 것으로 추정된 바 있습니다. 이 경우 가장 영향을 많이 받는 산업은 항공(-1.38%), 전자(-1.13%), 화학(-1.09%), 기계(-0.83%), 석유(-0.79%) 및 금속(-0.72%) 등인데 반해 가장 적은 영향을 받는 산업은 음식료(-0.12%)로 추정되었습니다. 저희는 중국 경제의 성장 둔화와 이에 따른 우리나라의 저성장 기조 및 수출 감소추세는 당분간 구조적일 수 밖에 없다는 판단을 하고 있습니다. 이러한 상황에서 앞으로도 경쟁력 있는 음식료 기업들은 중국 경기 둔화에서도 안정적인 성장을 지속해 나갈 수 있을 것으로 판단하고 있습니다.

향후 저희가 음식료 업종에서 기대하고 있는 또다른 성장성은 1인 가구 증가로 인한 소비 트렌드 변화로 HMR(Home Meal Replacement)산업이 새로운 성장산업으로 부각될 수 있다는 점입니다. 1인 가구는 집에서 직접 요리를 하기보다 외식을 하거나 간편히 먹을 수 있는 가공식품을 주로 구매하는 경향이 있습니다. 간편식/편의식을 생산하는 업체의 성장을 기대할 수 있으며 외식시장 또한 1인 가구를 타겟으로 한 새로운 메뉴로 성장에 대한 아이디어를 얻을 수 있을 것으로 판단합니다.

한국보건사회연구원이 통계청의 인구주택총조사 자료와 가구추계를 토대로 분석한 결과, 최근 30년 사이 혼자 사는 1인 가구는 8배 가까이 늘어난 것으로 나타났습니다. 전체 가구 중 1인가구가 차지하는 비중은 1985년 6.9%에서 2015년 27.1%로 3.9배 증가하였고, 2035년에는 34.3%에 이를 것으로 조사되었습니다. 이는 고령화, 저출산, 이혼, 혼인연령 증가 등에 따른 결과입니다. 1인가구의 증가는 단순히 가구구조의 변화만을 의미하지 않으며 1인 가구는 소비 주체의 변화를 통해 주거시장은 물론 산업의 변화 등을 주도하고 있다는 판단입니다. LG경제연구소에서의 2020년 소비 품목별 성장세를 추정한 자료를 보면, 인테리어 주택유지·수선 분야는 앞으로 20.8% 증가할 것으로 예상되어 가장 높은 성장세를 보일 것으로 조사되었습니다. 뿐만 아니라 의약품(12.3%), 화훼·애완동물(11.0%) 등과 함께 신선식품(13.8%) 등 음식료 업종이 높은 성장률을 보일 것으로 전망되고 있습니다. 그러나 올해들어 1분기에는 편의점을 포함한 유통관련 주식들이 큰 폭의 하락을 겪었고 이것이 펀드 수익률 부진의 원인 중 하나가 되었습니다. 그러나 저희는 이러한 1인가구 증가 등 가구 구조의 변화로 향후 편의점 시장의 고 성장은 지속되리라고 판단합니다. 최근 발표된 통계청 자료에 의하면 소매업종 중 편의점은 유일하게 5년 연평균 16.2%로 두 자리수의 성장을 구가하고 있습니다. 따라서 한국 소매업 내에서 편의점 비중은 2010년 3.4% 비중이 2015년 6%대로 크게 증가하였습니다. 한국보다 15년 가량 먼저 편의점 성장을 경험한 일본에서 편의점은 매출액 규모에서 1998년 백화점의 절반 수준이었습니다. 그러나 그로부터 10년이 경과한 2009년에 편의점 규모가 백화점을 역전하게 되었고 그로부터 다시 5년이 지난 2014년에는 백화점 보다 50% 이상 커지게 되었습니다. 한국 편의점 시장은 일본보다 빠른 성장 속도를 보여주고 있어 2020년 전후가 되면 전체 매출액 규모에서 백화점을 추월할 것으로 생각됩니다. 저희는 우리나라 경제에 있어서도 향후 10년간 인구변화가 매우 중요한 연구과제가 될 것으로 판단하고 있습니다.

이번에 일본의 FP Corp (7947 JP) 을 방문하여 과거 일본에서의 인구구조 변화가 산업에 미쳤던 영향에 대하여 살펴보고 일본 HMR시장 규모와 현황에 대해서 조사해볼 수 있었습니다. FP Corp의 경우 식품포장용기를 편의점, 슈퍼마켓, 식품전문점에 납품하는 1위 업체로, 5조원 규모의 식품포장용기 시장에서 시장점유율 28%를 차지하고 있습니다. FP Corp과의 미팅을 통해 저희는 일본의 HMR 시장에 대해 보다 자세히 의견을 나눌 수 있었습니다. 일본의 HMR 시장의 경우 90년대 후반까지 급격한 성장을 이루었고 2000년도 들어서는 한 자릿수대의 꾸준한 성장을 이어왔습니다. 이제 더 이상 일본 HMR시장의 성장은 기대하기 힘들지 않겠냐는 질문에 FP Corp은 여전히 성장여력이 남아있는 시장이라고 의견을 밝혔습니다. 과거 2-3 년전에 HMR 시장의 성장률은 2% 였던 데 반해 최근의 성장률은 오히려 4-5% 로 늘어났습니다. FP Corp 은 HMR시장이 3년 전 대비 8.9% 성장한 약 9.2조원 규모 (약 96.7조원) 의 시장으로 추정하였습니다. 최근 성장이 두드러졌던 이유에는 두 가지가 있는데, 첫째로는 일본의 엔겔지수의 급등을 꼽았습니다. 2014년 가구당 평균 생활비는 3년 전과 비슷하나, 식비가 큰 폭으로 성장했습니다. 식비 중에서도 HMR의 비중은 과거 5% 수준으로 유지되었다가 작년부터 8%로 증가한 것으로 나타났습니다. 또한, Home Cooking과 HMR, 외식 중에서 HMR이 차지하는 비중 또한 2004년 10.3% 에서 2013년 13.1%로 증가한 점이 인상깊었습니다. 두 번째로는, 외식업체들의 take-out 시장 진출을 꼽았습니다. 2017년 경감세를 도입 및 일본 소비자들의 외식지출 비중이 점차 줄어들며 따라 외식업체들 또한 최근 take-out시장에 활발하게 진출하고 있습니다. 그 덕분에 동사의 전자레인지용 멀티용기만 외식업체향으로 25%가 성장했습니다. 더 나아가 과일 및 야채와 같은 식재료의 경우에도 1인 가구의 수요에 맞추어 소분해서 판매하는 경우가 많아져 FP Corp같은 포장용기의 수요도 꾸준히 증가하고 있습니다.

한국의 HMR시장은 아직 2조원 규모로, 이제 막 열리는 시장이며 최근 편의점에서 <백종원 도시락>, <김혜자 도시락> 등 양호한 품질과 맛의 도시락을 출시하면서 소비자들의 눈길을 사로잡는데 성공했습니다. 여전히 편의점 매출에서 담배 판매 비중이 가장 높지만, 일본처럼 높은 품질의 HMR식품과 더불어 커피를 비롯한 다양한 식음료 아이템으로의 확장성을 생각한다면 향후 한국 편의점의 성장여력은 상당히 높다고 판단됩니다. 일본의 HMR시장 규모는 한국의 50배 수준인 100조원까지 도달했음에도 계속해서 매년 3~5% 성장하는 모습을 보여주고 있어 한국 편의점 업체들의 향후 전망에 더욱 확신을 갖는 계기가 되었습니다. 2016년 PER 기준 일본 편의점 업체들은 현재 27배 수준에서 프리미엄을 받고 거래되고 있었습니다. 저희 운용팀은 이번 분기에 일본 음식료관련 기업들 탐방을 진행하여 일본 속에 비친 한국 음식료 및 소비자 기업들의 미래를 생각해볼 수 있었습니다. 한국의 경우 국내 총생산 (GDP) 대비 수출이 차지하는 비중은 50% 전후로 매우 높은 편인 반면, 일본은 17%에 불과합니다. 정체되어있는 일본 내수시장에서 소비자 기업들이 어떻게 성장해 나가는지 살펴보는 것은 우리나라 소비자 기업들에게 매우 중요한 시사점을 줄 수 있다고 판단하여 일본 소비자 기업들을 방문하게 되었습니다.

저희는 이번 분기에 160년 전통의 제과회사 Morinaga & Co., (2201 JP) 일본 라면 점유율 1위와 2위 회사인 Nissin Food (2897 JP)와 Toyo Suisan (2875 JP), 전 세계에서 음료 및 식품을 제조 판매하는 Suntory Beverage & Food (2587 JP), 편의점 등에 일회용 용기제조 납품 판매업체인 FP Corporation (7947 JP) 등의 기업들을 만나고 돌아왔습니다. 이들 다섯개 기업들의 주가는 올해 1분기에 Nissin Food를 제외하고는 모두 시장수익률을 초과하였습니다. 지난 3년간 이들 기업들의 시가총액은 두배 이상 성장하였고 특히 소형주인 모리나가 제과는 세배 가량 커졌습니다. 지난 3년 동안 이들 다섯개 기업들의 매출액과 순이익의 연평균 성장률은 2% 전후의 감소세를 보였고 순이익률은 6.5% 수준으로 비슷하였습니다. 현재 이들 기업들의 평균 PER과 PBR 은 20배와 2배 수준에서 거래되고 있습니다.

개별 기업들로 보면 이들 음식료 기업들은 해외시장 진출에 많은 공을 들이고 있었고 고령화 사회 도래로 인하여 건강기능관련 신제품을 출시하여 소비자들의 변화된 기호에 대응하고 있었습니다. 또한 가격인상을 통하여 변화된 환경에 대응해가고 있었고 이러한 요인들이 견조한 주가상승을 견인하고 있는 것으로 파악이 되었습니다.

먼저 해외진출과 관련하여 Suntory는 일본의 음료시장에서 코카콜라 (27%) 다음으로 20.5%의 점유율을 차지하는 2위 음료회사입니다. 매출의 60%는 일본에서, 40%는 해외에서 발생하고 있으며 해외의 경우 알짜 음료회사들의 M&A로 안정적인 매출 성장을 이어오고 있었습니다. 향후 이머징 마켓을 포함해서 20여 개의 국가에 집중할 계획이라고 밝혔습니다. 해외 비즈니스의 경우 Orangina Schweppes (슈웍스), Ribena 등 현지의 알짜 음료회사들을 인수하면서 안정적으로 유통망 및 브랜드 인지도를 넓혀가며 이익을 창출하고 있었습니다. 일본 라면시장의 약 절반을 차지하고 있는 Nissin Food의 경우에도 해외사업 비중이 매출내에서 20%를 차지하고 있었습니다. 최근 주가상승의 주요 요인이었던 중국 비즈니스를 보면 2016년에 5천억원 전후의 매출에 영업이익률은 9% 수준을 예상하고 있었습니다. 현재 중국 매출은 전체 매출의 10% 비중이지만 이익 기여도는 16%로, 중국 사업 마진율은 전체 마진율보다 두배 가량 높았습니다. 최근 3년 매출 성장률은 31%로서 3년전 중국 사업비중이 5%도 안 되었던 것에 비하면 두 배로 증가한 수준입니다. Toyo Suisan의 경우 미국과 멕시코에서 라면의 시장점유율은 각각 70% 와 90% 수준이었습니다. 다만 Morinaga의 경우 중국에 10년전에 진출했지만, 미국 사업과 달리 사업실적이 미미하고 심지어 실패했다고 느끼고 있었습니다. 회사에서는 중국에서 철저한 사업 검토없이 공장을 먼저 준공하고 로컬 파트너를 잘못 만났다고 원인을 찾고 있었습니다. 그런 점에 비추어 보면 중국에서 약1.3조원의 제과 매출을 달성하고 있는 오리온의 중국 사업의 경우 상당히 놀라운 성과가 아닐 수 없다는 판단을 다시금 하게 되었습니다.

다음으로 건강 관련 제품의 증가에 대해서 살펴보면, Morinaga의 경우 기존 제과 비즈니스 외에 에너지 드링크 사업을 20년전부터 시작하여 15% 가량의 매출 비중을 기록하고 있었습니다. 제과사업에 비해서 높은 마진율로 이익 기여도를 보면 회사 전체이익의 약 1/3 정도로 높습니다. 일본의 노령화 사회 도래는 건강 식품 헬스케어 제품에 대한 소비를 높였습니다. 소비자의 니즈를 세분화하여 대응하여 온 것이 성공적인 사업의 비결이라고 밝혔습니다. Morinaga는 현재 20-30대 고객군이 최근 초콜릿 판매에서 나타난 것처럼 50-60대 중장년층으로 확산되어 갈 수 있다고 보고 있어 향후 성장도 낙관하고 있었습니다. Suntory도 핵심 제품과 새로운 가치를 가진 제품을 바탕으로 건강음료 식품 등 새로운 수요를 창출해가고 있었습니다. 반면 Nissin Food 와의 미팅에서 고령화 사회 도래로 건강 중시 경향이 강조되면서 라면수요가 감소하지 않았느냐는 질문을 하였습니다. 회사측에서는 고령화 사회 도래와 인구구조 변화만을 놓고 본다면 부정적인 영향이 있을 수 있다고 밝혔습니다. 그러나 회사에서는 고령화 사회라고 하지만 최근 5년간 연평균 성장률 2%를 유지해 오고 있다고 밝혔습니다. 컵누들 라이트를 출시하여 기존 제품에 비하여 칼로리를 절반으로 줄이는 등 노년층과 여성층의 구매를 늘리려는 시도를 하고 있고 반응도 좋다고 밝혔습니다.

다음으로 저희는 음식료 업종의 가격 인상 구조와 환율에 의한 원가 영향 등을 살펴보았습니다. Nissin Food, Toyo Suisan, Morinaga등 기업들은 지난해 가격인상을 단행하였고 이것이 주가 상승에 영향을 미쳤다는 답변을 들을 수 있었습니다. 먼저 일본 정부로부터 가격인상과 관련하여 어떠한 규제나 압력이 존재하지 않는다고 밝혔습니다. 그러나 문제는 기존 제품의 가격인상은 실질적인 품질 개선이나 혁신 등 일본의 까다로운 소비자들을 납득시켜야 하는 문제가 있으므로 쉽지 않다고 밝혔습니다. 일례로 Morinaga를 비롯하여 일본의 제과회사들이 2008년 금융위기 이후 원재료가 인상 등의 이유로 제품 가격인상을 단행하였는데 당시 소비자들의 반응이 너무 안좋아서 심각한 부작용을 겪은 경험이 있다고 소개하였습니다. Morinaga 와 같은 1등 제품은 수량이 주는 정도에 그쳤으나 2,3 등 제품들은 아예 시장에서 순위가 바뀌어 사라지는 일까지 벌어졌다고 소개하였습니다. 이러한 경험을 교훈삼아 소비자 업체들에게 단가인상이 매우 중요한 과제지만 이는 독보적인 시장경쟁력을 바탕으로 프리미엄 신제품 출시와 높은 품질 개발을 통하여 이루어져야 한다는 의견을 피력하였습니다. Nissin Food와 Toyo Suisan 등 일본의 라면회사들도 지난해 제품 가격인상을 하였지만 이는 지난 25년동안 2~3년 정도만 있었던 일여서 기존제품에 대한 가격인상이 쉽지 않다는 것을 보여 주었습니다. 저희는 Nissin Food와의 미팅에서 지난 3년 동안 매출액이 늘었음에도 영업이익이 늘지 않은 이유를 아베노믹스 이후 엔저가 진행되면서 원재료를 대부분 수입해야 하는 입장에서 엔저가 원재료 비용 증가로 이어졌기 때문이라는 답변을 들을 수 있었습니다. 최근 3년간 원재료가 상승 영향은 약 80-90억엔 정도 (약 900억원)였다고 판단하고 있었습니다. 그렇다면 최근 3년동안 엔저 영향으로 원재료가 상승 영향으로 이익이 정체 국면이었음에도 주가가 두배나 상승한 이유에 대해서 묻자 IR 담당자는 중국 등 해외진출 성과와 신제품 다변화로 소비자 니즈에 부합하고 가격인상에 대한 시장 기대감을 충족하였기 때문이라는 답변을 주었습니다.

저희는 앞으로도 음식료 업종내에서 높은 진입장벽을 가지고 가격 주도권을 확보하면서 시장 지위를 확대해가는 업체들을 중심으로 투자를 지속해 나갈 것이며 HMR 등 새로운 시장에서 수요를 창출해가는 기업들을 주목해나갈 것입니다.

철강업종의 향후 전망에 대한 견해

펀드의 이번 분기성과가 저조했던 이유는 올해들어 강한 반등을 보여주고 있는 소재와 산업재 업종에서 펀드가 상대적으로 저조한 수익을 기록했기 때문입니다. 올해들어 유가와 철강재 가격및 철광석 가격 등 주요 원자재가격은 저점 대비60% 가까이 올랐습니다. 이에따라 포스코를 비롯한 국내 대표적인 철강기업들의 주가도 올해들어50%를 넘게 오른 상황입니다. 그럼에도 불구하고 현재 반등한 철강 가격은 10년내 가장 낮은 수준이며 주가 수준역시 2008년 금융위기 이후 가장 낮은 수준까지 떨어졌다가 단기간 반등한 상황입니다. 이러한 상황속에서 공급과잉이 해소되고 가격반등이 지속될 것인지에 대한 우려감도 상존합니다. 실제로 지난 3월 중국 철강업체들은 최근의 가격 하락속에서 생산량을 사상 최대로 끌어올려 중국산 철강의 수출 증가세는 전년 동기 대비 30%가 증가하기도 하였습니다. 바오산 철강을 비롯하여 주요 중국 철강업체들은 올해 감산이나 설비폐쇄가 아닌 증산계획을 속속 발표하고 있는 상황입니다. 저희는 이번 분기에 올해들어 지속되고 있는 원자재 가격 반등과 소재/산업재 업종에서의 주가 상승이 지속적으로 이어질 것인지를 판단하는 것이 중요하다고 보고 세계 최대 철강 생산국이자 소비국인 중국과 일본의 신일본제철을 방문하고 돌아왔습니다. 저희는 이번분기에 중국의 공급측면 개혁과 구조조정 계획을 점검하고자 중국 현지기업과 전문가들과 심도깊은 논의를 가졌습니다. 먼저 공급측면에서 중국의 공급개혁과 구조조정이 가능할지에 대해서 점검해 보았습니다. 이를 위하여 공급측 개혁의 추진 주체인 국유기업 개혁의 현황과 전망에 대해서 먼저 살펴보았습니다. 다음으로 수요측면에서 철강 경기 회복이 가능할지를 따져보았습니다. 이를 위하여 중국 철강수요의 1/3 이상 영향을 미치고 있는 부동산 시장의 현황과 전망을 살펴 보았습니다. 다음으로 자동차 등 전방산업의 현황과 전망에 대해서도 면밀하게 조사하였습니다. 이를 위해 중국의 'Mysteel' 이라는 철강업 전문 연구기관을 지난해에 이어 올해 다시 방문하여 철강업의 구조조정과 향후 전망을 점검하였습니다. 또한 보다 거시적인 관점에서 중국 정부의 부동산 산하기관 책임자를 찾아가 면담하였습니다. 이러한 기업과 정부 입장뿐만 아니라 금융시장 입장에서 바라보는 철강 구조조정과 전망 및 영향을 파악해보기 위하여 중국의 다양한 증권사 업종 담당 애널리스트와도 의견을 교환하였습니다. 마지막으로 저희는 신일본제철 본사를 방문하여 일본에서 바라보는 중국 철강산업의 전망과 과거 구조조정 경험을 토대로 구조조정에 소요되는 기간과 도전과제 등에 대하여 점검하면서 아래와 같은 종합적인 의견을 정리할 수 있었습니다.

올해 1분기 철강업종 변동 현상에 대하여 시장의 구조조정에 대한 기대감은 주가에 선 반영되어 있다고 판단하게 되었습니다. 공급측면에서 보면 중국의 철강 산업 공급개혁과 구조조정은 국유기업의 개혁 진행에서 확인하고 있듯이 투자자들의 생각과 기대보다 아주 더디게 진행될 것이고 그 효과도 장담할 수 없다고 판단됩니다. 수요측면에서 보면 최근 부동산 시장 활황이 철강수요 회복으로 연결될 정도로 지속되기 힘들며 자동차를 위시한 전방산업의 성장 둔화는 필연적인 추세여서 철강수요 회복을 견인하기 힘들다는 판단입니다. 일본 등 선진 철강업체들의 경험을 토대로 보아도 자본집약적인 철강산업의 구조조정과 개혁은 10여년에 걸친 중장기 과제였음을 확인할 수 있었습니다. 지금부터 추가적인 주가 상승의 동인은 철강업종의 펀더멘탈의 개선이 수반되어야 하나 앞으로 공급개혁이 부진하고 수요회복이 어려울 것으로 예상되어 향후 매우 제한적인 수준내에서 주가가 움직일 것이란 판단을 하게 되었습니다.

그러면 먼저 공급측 개혁에 대한 저희의 조사와 평가입니다.

올해들어 철강업종의 변동은 지난해 말 이래적으로 낮은 수준의 재고와 생산수준이 업황회복의 기대감으로 이어지면서 가격이 먼저 반등하게 된 것으로 판단됩니다. 이러한 재고조정과 생산증대를 불러일으킨 계기는 지난해 말 공급측 구조 개혁을 통한 과잉설비 폐쇄 및 구조조정을 강력하게 추진하겠다는 중국 정부의 발표가 도화선이 되었습니다. 세계 원자재 가격의 약 절반 가량을 소비하고 있는 중국에서 공급측면의 개혁과 구조조정은 투자자들로 하여금 업황회복을 기대하게 만들었고 낮은 수준의 재고를 정상수준으로 앞다퉈 끌어올리는 과정에서 일부 투기적인 수요까지 붙은 상황으로 판단됩니다.

작년말 중국 정부는 향후 5년동안 철강산업에서 생산능력의 약 10% 전후 수준을 감축시키는 (1~1.5억톤) 설비폐쇄와 50만명의 인력 재배치, 약 5조원 전후 수준의 구조조정 기금을 배정할 것이라고 발표하였습니다. (석탄을 포함하여 총 1,000억 위안의 자금 중 약 25% 수준 추정) 문제는, 중국 정부가 과거에도 수차례 과잉생산과 인력에 대한 구조조정과 개혁의지를 밝혀왔으나 번번히 실패하였는데 이번에는 어떻게 다를 것인지에 대한 판단이었습니다. 중국정부는 지난 2011년부터 철강산업 구조조정을 추진하고 있는데, 이번에 발표된 감축목표는 지난 5년간 감축목표였던 8600만톤 보다 훨씬 늘어난 것입니다. 중국정부는 지난 5년간 감축목표보다 많은 9800만톤 규모의 철강 생산설비를 퇴출시켰습니다. 하지만 그사이 새로 증설된 생산설비가 2억 2100만톤 규모로, 퇴출된 규모의 2배가 넘었습니다. 중앙정부에서 아무리 '설비를 줄이라'고 외쳐도 지방정부가 세수확보와 일자리 창출을 위해 새로운 설비를 허가해주면서 오히려 전체 생산능력이 늘어나버린 것입니다. 이번에 신규 생산설비를 불허하겠다는 정부의 의지가 얼마나 관철이 될지 지켜볼 대목입니다.

저희는 이번 방문을 통하여 중국에서의 철강 과잉 규모는 현재 발표된 공급측 개혁을 통해서만 해소되기 힘들 정도로 크다는 사실을 파악하게 되었습니다. 작년 중국의 조강 설비는 연산 11.5억톤 수준이고 조강생산은 8.3억톤(1982년 이후 처음으로 전년대비 2.2% 감소)으로 중국에서 철강산업의 과잉규모는 3억톤 이상이 되고 있습니다. 중국정부의 보조금까지 받은 값싼 중국산 철강제품이 1억톤이상이나 한국 및 글로벌 주변국으로 쏟아져 나오며 시장을 어지럽히고 있는 현실입니다. 향후 5년동안 1~1.5억톤을 줄이더라도 공급과잉 상태가 해소되기는 힘든 상황으로 판단됩니다.

오늘날 철강산업 공급과잉의 가장 큰 문제는 2008년 금융위기 이후 그동안 너무 많이 공급이 이루어져 과잉 상태가 쉽게 줄어들기가 힘들 정도로 규모가 커졌다는 데 있습니다. 최근 미국 워싱턴포스트지는 "2011년부터 2013년까지 4년 동안 중국이 소비한 시멘트는 20세기 100년간 미국의 시멘트 소비량보다 많았다."는 보도한 바 있습니다. 중국의 건설붐이 어느 정도였는지를 단적으로 보여주는 대목입니다. 2008년 세계 금융위기 직후에 4조위안 (GDP의 약 17%) 규모의 경기부양책이 발표됐습니다. 이 돈이 몰린 곳이 바로 부동산 시장이었습니다. 부동산 연관 산업이 GDP에서 차지하는 비중이 30% 전후에 이르러 높은 경제 성장률을 구가할 수 있었습니다. 국유기업들과 지방정부가 주체가 되어 은행에서 손쉽게 돈을 빌려 설비 확장에 썼습니다. 그 결과 철강업종을 위시하여 시멘트와 구리 등 주요 원자재의 전 세계 소비의 약 절반이 중국에서 이뤄지게 되었습니다. 하지만 문제는 효율적인 자본 배분이 이루어지지 못했다는 사실이며 무분별한 투자결과 수요둔화가 겹치며 심각한 공급과잉에 처하게 되었다는 사실입니다. 이렇듯 중국 제조업의 구조적 문제점들은 지방정부와 국유기업들을 통한 막대한 차입이 과다 중복투자로 이어져 비효율적인 설비과잉 문제가 심각해졌다는 것입니다. 한마디로 차입을 통한 자원배분이 너무 비효율적으로 넘쳐나서 오늘날의 공급과잉과 과다채무를 불러일으킨 것이고 이제는 더 이상 방관하기 힘든 상황에 몰렸지만 이를 해결하기 위해서는 오랜 시간과 막대한 노력이 필요한 상황인 것입니다.

저희가 만난 씨티증권의 애널리스트는 공급측 개혁은 향후 미래의 중국 경제안정을 위한 필수조건으로 보이지만, 절대로 충분조건은 아니라고 설명하였습니다. 공급측 구조개혁은 난이도가 매우 어려워 성공 가능성을 확인할 수 없으며 설사 성공하더라도 중국 경제에서 일부 수급 밸런스를 완화시켜줄 수 있을 정도이지, 수요회복이나 업황 턴어라운드를 기대하기는 힘들다는 의견이었습니다. 펀더멘탈 측면에서 공급측 개혁이 근본적으로 정부의 과도한 개입으로 인한 공급과잉 상태를 해소하기 위한 구조조정 노력이지만, 국유기업 체제와 시스템의 전면적인 개혁 없이는 이번 정책만으로 경제를 크게 활성화시킬 수 있다고 보기 어렵다는 의견이었습니다. 그러나 현재 중국에서 전면적인 국유기업 체제의 개혁은 이미 기대하기 힘든 상황입니다. 홍콩증권에서도 올해보다 더 큰 경기 하강 압력이 생기자 작년말 공급측 개혁이 발표될 때에 비해서 중국 현지의 개혁에 대한 분위기는 상당히 후퇴하고 있다는 느낌을 받는다고 전해 주었습니다. 광대증권에서는 철강산업의 공급측 개혁의 성공 가능성을 높게 보지 않는다고 말해주었습니다.

씨티증권에서는 보다 세부적으로 공급측 개혁의 다섯가지 세부 임무들인, 과잉 생산설비 해소 (중비기업의 신속한 파산, 청산, 합병, 구조조정), 부동산 재고 해소 (도시화 촉진, 공공 임대주택 대상 확대, 장기 임대보급), 기업의 원가 절감 (세금 감면, 사회보험 간소화, 금리 자유화, 유통개혁), 금융리스크 최소화 (지방정부 약성 채무 해소와 모니터링 강화), 유효 공급 확대 (빈곤 퇴치, 농산품 공급 보장, 기업 설비 개선 지원) 등에 대한 구체적인 의견을 제시하며 공급측 개혁의 성공 가능성이 낮다고 언급하였습니다.

먼저 과잉생산설비 해소는 대체적으로 저희가 만난 전문가들로부터 중국 정부가 파산 및 청산이라는 절차보다 합병 및 인수 등의 방식을 선호하여 진행할 것이라는 의견들이 주를 이루었습니다. 비록 정부는 공급측 구조개혁을 부르짖고 있지만, 중앙정부는 기업의 파산 및 청산 등 강력한 구조조정을 받아들일 준비가 안되어있는 것처럼 보였습니다. 지방정부와 국유기업의 측면에서도 최후의 딜레마처럼 누가 먼저 자발적으로 나서서 설비감축을 주도할지에 대해서 여전히 안개속인 상황입니다. 현재 설비과잉 산업의 실적을 훼손하는 것은 전체 상장기업의 약 10%가 넘는 과잉업종내 중비 기업들입니다. 2016년이 중국 제조업 구조조정의 원년이 될 수 있을 것인가의 관건은 이들 중비기업의 파산 및 구조조정이 제대로 진행될 수 있을 것인가와 연관되어 있지만, 이는 기득권층의 다양한 이해관계들로 인해서 결코 쉬운 과제가 아닙니다. 앞으로도 지난해 12월 국유자산감독관리위원회 (SASAC)가 '공급과잉상태의 시장에서 장기간 적자를 기록하고 자원소비, 환경보호 등 기준에 못미치는 기업을 폐쇄하거나 합치고 분사하는 등 구조조정을 하겠다' 그리고 '3년연속 적자를 기록하는 국유기업을 시장에서 퇴출 시키겠다'고 발표한 것이 어떻게 실천되는가가 중요해 보이지만 이번 방문시 느낀 현지 분위기는 이에 대한 커다란 기대감이 존재하지 않았습니다.

그것은 공급측 개혁의 복잡한 성격에서 비롯되는 것으로 추측됩니다. 최근 제조업 경기 부진을 주도하는 설비과잉 산업들이 대부분 국유기업들입니다. 중국에서 국유기업은 중국 국내총생산의 약 3분의 2를 차지하고 있을 정도로 영향력이 큼니다. 따라서 공급측 개혁의 성패는 국유기업 개혁과 밀접한 연관성을 가지고 있는 상황입니다. 그러나 중국의 국유기업 개혁이 매우 지지부진한 것이 사실입니다. 이번 방문에서도 시장 참가자들은 개혁에 대한 기대와 확신이 크게 부족해 보였습니다. 중앙정부의 노동과 자본시장에서의 적극적인 개혁의지에 대한 의구심, 관할 지역의 성장과 고용에 미치는 타격을 우려한 지방정부들의 태업, 사후 책임 묻기에 치우친 금융 감독에 길들여진 은행들의 한계기업 파산 기피 등이 문제 해결을 지연시키고 있는 상황으로 판단됩니다.



현재 중국의 국유기업들은 2008년 이후 자원의 비효율적인 배분으로 인한 심각한 후유증을 겪으면서 실적이 급감하고 있습니다. 중국 재정부에 따르면 지난해 중국 국유기업의 매출액이 2008년 이후 8년만에 처음으로 5.3% 줄어들었다고 밝혔습니다. 이 중에서도 국무원 국유자산관리위원회 소속의 중앙 국유기업 118 곳의 매출액은 7.5%나 감소했습니다. 이들 국유기업이 지난해 거둬들인 순이익도 전년보다 6.7% 줄어든 것으로 나타났습니다. 이익 감소 역시 2012년 이후 3년 만의 기록입니다. 중국 중앙정부 소속 국유기업 순이익은 전년 대비 5.6% 감소했고 지방정부 소속 기업 순이익은 전년 대비 무려 9.1% 줄어들었습니다. 국유기업간의 업종별 불균형도 지속됐습니다. 지난해 교통, 화학공업, 기계 등 업종의 이익은 전년보다 늘어났으나 석탄, 석유, 전자재, 석유화학 등 업종의 이익 하락폭은 비교적 큰 편이었습니다. 특히 철강, 비철금속 업종은 적자폭이 심화됐습니다.

이러한 국유기업들의 실적 감소추세는 올해 1분기에도 지속되고 있습니다. 중국 재정부는 올해 1분기 중국 국유기업 총 순이익은 4,323억 위안(약 76.1조원)으로 전년 동기대비 무려 13.8%나 급감했다고 밝혔습니다. 이는 지난해 국유기업 순익 감소폭인 6.7%의 두 배, 지난해 1분기 감소폭인 8%도 크게 웃도는 수준입니다. 중앙과 지방정부 산하 국유기업 순익은 전년 동기대비 각각 13.2%와 15.8% 급감했습니다. 중국 재정부 관계자는 "1분기 중국 경제지표를 기준으로 볼 때 중국 국유기업은 안정을 유지한 것으로 판단된다"고 밝혔습니다. 단, "석유·석탄·철강·비철금속 국유기업의 적자확대가 문제"라고 덧붙였습니다. 허핑 국가통계국 국장은 "국유기업 상당수가 경영상의 어려움을 겪고 있다"면서 "채굴, 원자재 기업 이윤이 급감하고 있고 기업채고 물량도 여전히 많다"고 설명했습니다. 또 "국유기업 부채가 빠르게 늘고 있는 것도 우려된다"고 밝혔습니다.

저희도 공급측 개혁에서 설비감축의 문제는 기업이 가지고 있는 막대한 채무에 대한 해소방안에 달려 있다고 보지만 이는 단시간에 성공적으로 줄여나가기 힘들어 보였습니다. 정부가 과잉설비를 없애면서 기업채무를 줄이고 성장목표도 달성해나가는 삼중 과제 해결을 한꺼번에 추진하는 것이 힘들어 보이기 때문입니다. 미국 신용평가회사 무디스의 이반청 애널리스트는 "중국정부는 3가지 주요 정책딜레마에 빠져 있다"며 "중국정부는 최소 6.5%의 경제성장률을 달성하면서, 과잉설비해소 등 구조개혁을 달성하고, 부채를 구조조정한다는 방침이지만 이 세가지를 동시에 달성할 수 없다"고 말하고 있습니다.

현재 과잉설비 산업들은 자본집약적이고 적자상태로 부채가 막대하여 채무문제를 사전에 처리하는 것이 공급측 개혁 성공의 열쇠라는 인식입니다. 5대 공급과잉 적자 산업의 작년 총 부채규모가 약 7조~8조위안 (1,428조원)에 달하는 것으로 파악되고 있습니다. 이런 산업들이 2년내 20%가 문을 닫게 되고 그중의 70%가 부실채권으로 남게 된다고 가정할 경우 총 부실채권 금액은 지난해말 중국 은행들의 공식적인 부실채권 총액인 1.2조 위안 (약 216조원)과 맞먹는 수준의 추가 부실이 예상되고 있습니다. 이럴 경우 은행의 자산건정성이 악화되는데 중국 은행들이 정부에서 요구하는 대손충당금 적립비율 최저요구 기준인 150% 수준까지 빠르게 접근할 것으로 예상되는 상황에서 전체적으로 공급측 개혁과정이 속도를 내기는 힘들 것이라게 흥업증권의 의견이었습니다. 이와 관련하여 은행들은 은행들대로 부실채권의 대손충당금 적립비율을 120% 이하로 낮춰달라고 요구하고 있는 것으로 알려지고 있습니다. 이러한 관점은 광대증권에서도 동일한 의견이었습니다. 공급측 개혁은 채무 문제의 해결이 선행과제가 되어야 하는데, 철강업은 자본 집약적 산업으로서 철강사들의 부채비율이 매우 높아, 채권자들의 동의가 있어야만 설비를 폐쇄할 수 있다는 점에서 과잉생산설비 해소는 생각보다 복잡하고 시간이 오래 걸릴 수 있다는 의견이었습니다. 더욱이 막대한 부채규모 때문에 과잉 생산기업의 설비폐쇄에는 현재 책정된 자금보다 적어도 5-6배가 많은 구조조정 정리가금이 필요하다는 입장이었습니다. 이를 누가 어떻게 조달하지에 대해서는 아무것도 결정된 바가 없습니다. 2015년 중국 철강사들은 650억위안의 적자(약11.4조원)를 기록하였고 약 60% 가량의 회사가 모두 적자상태를 기록한 상황입니다. 올해들어 1~2월 중국 주요 철강업체들은 총 114억위안(약 2조원)의 손실을 기록중이어서 흑자전환이 쉽지 않음을 보여주고 있습니다.

중국의 부채가 미치는 영향

정부는 기업의 공급과잉 및 과다채무 문제와 금융기관의 부실채권 문제를 더이상 방관할 수 없는 상황이지만 그렇다고 정책 선택의 폭이 넓어 보이지도 않습니다. 많은 사람들이 예상하고 있듯이 부채 급증이 중국 경제의 위협이 될 수 있는 상황에서 성장 둔화라는 난관에 부딪힌 중국 당국이 쓸 수 있는 카드는 통화완화와 재정확대와 같은 공격적 부양책이 될 것입니다. 하지만 이는 부채에 기름을 부어 성장을 촉진하는 격일 수 있는데 현재의 부채규모 역시도 이미 과잉수준에 있기 때문입니다. 미국 신용평가회사 무디스에서 "정부의 국영기업과 지방정부 채무 지원은 결국 필요한 중국 경제개혁의 속도를 더디게 할 것"이라며 "개혁 실행의 실패는 정책 결정자의 신뢰도를 떨어뜨리고 금융시장 전반의 불안으로 이어질 수 있다"고 지적하고 있듯이 경제주체들의 신용공급과 차입을 통한 성장을 제고는 분명히 한계에 봉착하고 있어 보입니다.

물론 올해 1분기 중국은 사상 최대의 신용공급을 통해서 국내 경제성장률(GDP) 6.7%를 달성하면서 시장의 우려를 불식시켰습니다. 그러나 정책적 신용대출확대 정책으로 1분기 경기회복에 성공했지만, 저희는 부동산시장 과열과 부실채권 문제가 심각해지면서 이같은 정책적 신용대출확대 정책이 지속되기는 힘들다고 판단하고 있습니다. 2016년 1분기에 중국의 광의 통화량 지표인 사회용자총액 (위안화대출, 외화대출, 위탁대출, 대부신탁, 은행인수어음, 회사채, 비금융주식판매 포함)은 6.59조위안(약 1,160조원)으로 분기 기준 사상 최고수준을 다시 경신하였습니다. 1분기 위안화 신규대출은 25.2%에 이릅니다. 신규대출의 증가는 중앙은행이 경제성장 촉진을 우선순위로 놓고 있다는 반증입니다. 지난해 중국은 6.9%의 경제성장률 달성하기 위하여 부채를 13%가 넘게 두 배 가량 증가시킨 바 있습니다. 최근 중국의 대표적 관변매체인 신화사는 중국정부가 앞으로 몇 개월동안 통화완화정책을 유지하겠지만, 전반적 통화정책운용에서 안정성이 지난해보다 강조될 것이라고 보도했습니다. 이같은 기초 아래 인민은행은 금리와 지급준비율 인하에 지난해보다 신중을 기할 것이라고 밝혔습니다. 정부가 신용대출 속도를 늦추게 되면 부동산과 원자재로 유입된 투기적인 자금은 줄어들 수 밖에 없을 것입니다.

보다 근본적으로 우리가 이러한 상황이 지속가능하지 않다고 판단하는 이유는 중국의 대출신용은 최근 10년 동안 GDP가 5배 증가하는 동안 무려 9배 늘어나서 이런 신용팽창이 무한대로 지속가능하지 않다고 믿기 때문입니다. 중국 리서치 전문 업체Gavekal Dragonomics에 따르면 이미 중국은 GDP의 20% 가량을 가계 부채 및 회사채 이자지급에 사용하는 실정이라고 합니다. 중국의 부채는 국제결제은행(BIS)기준 GDP 대비 249%에 이릅니다. 이는 이미징마켓 평균 175%보다 높은 수준이지만 유로존의 270%나 미국의 240%에 비해서는 낮거나 유사한 수준입니다. 25조 달러에 이르는 부채의 절대규모도 문제지만 진짜문제는 부채의 빠른 증가속도입니다. 2007년말 부채는 GDP에서 차지하는 비중이 148%였습니다. 지난 8년 동안 중국의 부채는 연평균 22%씩 빠르게 증가하여GDP 성장률보다 매년 두 배 이상씩 증가하여 왔고 2015년 말에는 금융위기 이전인 2007년 대비 다섯 배나 부채규모가 급속도로 늘어나게 되었습니다.

이제 GDP 성장률보다 더 빠르게 증가해온 성장의 비밀열쇠 부채를 국제 금융업계도 들여다보기 시작하였습니다. 미국 신용평가회사인 스탠다드앤푸어스(S&P)사는 최근 중국이 GDP 대비 부채비율이 상승하는 것은 시스템 리스크를 불러와 국가 신용등급 강등을 잠재적으로 압박할 수 있다고 언급하였습니다. S&P는 중국 경제나 금융부문의 약세가 실질적으로 정부부채 증가로 이어지거나 중국의 정책 결정자들이 경제성장을 위해 빚을 늘린다면, 중국의 국가 신용등급을 강등할 수 있다고 경고하고 있습니다. 미국 신용평가회사인 무디스도 최근 중국의 국가 신용등급 전망을 안정적에서 부정적으로 하향 조정하였습니다. 무디스는 신용등급전망을 낮춘 핵심이유로 크게 세가지를 꼽았습니다. (재정 지표 악화, 외환 보유액 감소, 당국의 개혁 이행 능력에 대한 불확실성). 무디스는 중국정부의 부채규모가 최근 빠른 속도로 증가하고 있다고 지적하면서, "정부 부채규모 증가세가 지속되고, 국유기업 개혁정책이 제대로 시행되지 않으면 신용등급을 낮출 가능성도 있다"고 강조했습니다. 3대 국제신용평가사 중 유일하게 중국의 신용등급 전망을 '안정적으로 유지한 피치 역시 "중국의 부채 증가속도가 GDP 증가보다 빠른 현상이 지속되면 금융시스템을 압박하는 리스크가 커질 것"이라고 경고했습니다.

물론 저희는 중국정부의 재정여력과 막대한 외환보유액 등 다양한 수단과 능력을 정부가 가지고 있어 중국에서 신용평창이 시스템 위기로 당장 전이될 것으로 판단하고 있지 않습니다. 다만 앞에서 언급한 것처럼 최근 수년간 신용평창을 통해 투자가 급격히 확대되고 성장률이 제고되어 왔기에 향후 부채 증대를 통한 성장을 유지정책은 제한적일 수 밖에 없다고 판단합니다. 신용평창 통화정책이 중립적으로 유지되면 시스템 위기보다는 경제의 성장을 둔화가 생각보다 더 깊고 오래 지속될 수 있는 가능성이 높습니다.

중국의 경제구조에서 기업부채는 2008년 이후 크게 늘어났으며 기업부채 중 국유기업이 절대적인 비중을 차지하고 있어 더이상 지방정부와 국유기업을 통해서 차입을 하고 투자를 촉진하는 과거의 중앙정부의 성장모델이 한계에 다다른 것으로 판단됩니다. 최근 국제결제은행(BIS)의 2016년 3월 분기보고서에 따르면 중국의 작년 3분기 기준 기업부채 총액은 17.4조 달러로 전체 신용국 기업부채 중 71.5%를 차지한 것으로 나타났습니다. 중국의 기업부채 규모는 2010년 (7.6조달러) 대비 지난해 두배 이상 늘어났습니다. 이로써 GDP 대비 중국 기업부채 비율은 2008년말 99%에서 지난해말 166.3%로 폭증하게 되었습니다. 결국 공급측 개혁의 구조조정 성과는 국유기업의 개혁 노력과 함께 정부의 재정정책과 통화정책이 함께 결합되어야만 효과를 볼 수 있지만, 아직은 여러모로 해결해야 할 많은 과제를 안고 있어서 시간이 걸릴 수 밖에 없다는 판단을 하게 되었습니다.

현재 중국 정부에서 공급측 개혁과 구조조정을 추진하면서 기업 채무를 처리하는 대안으로 제시되고 있는 안은 은행이 보유하고 있는 채권을 주식으로 출자 전환하는(Debt-Equity Swap)것입니다. 중국의 경제 중간지 차이신은 최근호에서 국가개발은행 고위관계자를 인용, 향후 3년내 또는 더 이른 시일내에 대출 채권 출자전환을 통해 1조위안(약 180조원) 수준의 잠재적인 부실자산을 정리할 수 있을 것으로 내다봤습니다. 주요 출자 전환 대상은 일시적으로 어려움을 겪는 국유기업에 대한 대출로 대부분 '요주의' 대출채권이 될 것이라고 차이신은 전했습니다.

중국에서 부실채권을 출자전환한 것은 과거에도 있었습니다. 국유기업 개혁 가속화로 부실채권이 급증한 1990년대 후반입니다. 1998년 중국은행 등 4대 국유 상업은행의 부실채권 비율은 평균 50%에 달했습니다. 당시 경제 사령탑이던 주룽지 전 총리는 4대 국유은행의 부실채권을 각각 인수하는 자산관리공사를 세웠습니다. 이들 4개 자산관리공사를 통해 부실채권을 출자 전환할 수 있는 길을 연 것입니다. 2조8000억위안(약 504조원)의 부실채권이 자산관리공사로 흘러갔습니다. 자산관리공사는 이를 출자전환한 다음 해당 기업을 정상화한 후 지분을 매각하는 식으로 자금을 회수했습니다. 하지만 이번에는 은행들이 직접 출자전환할 수 있는 방안이 유력하게 검토되고 있습니다. 부실 채권의 출자전환은 은행이 비금융기업에 지분투자를 할 수 없도록 한 '상업은행법'을 개정해야 하는 문제가 있어 현재 검토중인 것으로 알려지고 있습니다.

그러나 부실채권 출자전환을 통한 좀비기업 처리해법에는 걸림돌이 적지 않다는 의견들입니다. 부채를 출자전환한 기업이 도덕적 해이에 빠질 수 있다는 지적이 가장 먼저 나옵니다. 이자를 갚아야 하는 부담에서 벗어난 기업이 구조조정에 적극적으로 나서지 않을 수 있습니다. 공급측 구조개혁이 흔들리거나 지연될 수 있는 대목입니다. 때문에 Gavekal Dragonomics 리서치 연구기관은 "좀비기업이 좀비은행으로 바뀔 것"이라는 우려를 제기합니다. 동반 부실화 가능성이 대두되는 이유입니다. 출자전환 기업들의 현금흐름이 개선될 수 있을지에 대한 회의가 크고 부실채권을 출자 전환해 준다고 해서 부실채권의 주범인 부실기업이 살아나라는 보장이 없다는 지적입니다. 자칫 부실기업이 청산 절차를 밟는다면 출자전환 주식은 채권보다 후순위여서 안한 만 못할 수도 있고 좀비은행의 양산 가능성을 배제할 수 없는 상황입니다. 영국 파이낸셜타임즈(FT)는 일본 은행권 출자전환에도 최근 중국 흥하이그룹에 매각된 샤프 사례를 들어 "출자전환은 궁극적인 부채문제 해결책이 될 수 없다"고 지적하고 있습니다.

하지만 정부 입장에서는 금융권 부실규모와 기업부채 규모 축소요구 때문에 출자전환안을 조속하게 추진할 듯 합니다. 차이신은 권위있는 소식통을 인용, 은행업 금융기구 (농촌 신용사 등 포함)의 부실채권이 올들어 2월까지 전년 동기 대비 35% 증가해 부실채권 비율이 2008년 이후 처음으로 2.08%를 기록했다고 전했습니다. 이 가운데 상업은행의 부실채권은 2월말 1조4000억위안(약 252조원)으로 전년 동기 대비 45% 급증하여 1.83%를 기록했다고 밝혔습니다. 중국 상업은행의 부실채권은 작년 4분기 기준으로 17분기 연속 늘었고, 부실채권 비율의 경우 10분기 연속 상승했습니다. 문제는 중국이 철강 석탄 등 과잉업종 국유기업을 중심으로 좀비기업 정리에 속도를 내면서 부실채권은 앞으로도 계속 불어날 것이라는 데 있습니다. 중국국제금융(CICC)은 최근 보고서에서 국유기업 개혁으로 과잉 공급 업종의 생산이 20% 감축될 경우 1조2000억위안(약 216조원)의 대출 채권이 추가 부실화할 수 있다고 경고했습니다. 저희가 만난 휴업증권도 비슷한 추정치를 제시하였습니다. 중국에서 대출채권 가운데 '정상'과 '부실 대출' 사이의 '요주의'로 분류된 대출이 대거 부실화될 가능성도 우려됩니다. 중국 상업은행의 요주의 대출(잔액 기준)은 올들어 3조 위안(약 540조원)을 넘은 것으로 추정됩니다. 중국 당국이 최근 은행 대출 채권의 출자전환에 속도를 내는 이유입니다. 회수 불가능한 부실채권의 출자전환을 허용하면 은행 대차대조표 상에서 부실을 덜어내는 효과를 낼 수 있기 때문입니다. 그러나 부실채권이 주식으로 전환되는 만큼 대손충당금을 쌓을 필요가 없어지고 기업도 더이상 원리금 상환부담을 질 필요가 없어지면서 회생의 토대를 마련할 수 있기 때문입니다. 화타이 증권에서는 1조 위안 규모가 출자전환되면 은행의 부실 여신비율이 1% 포인트 낮출 수 있을 것으로 추정하고 있습니다.

그러나 중요한 점은 대출이 주식으로 전환되면은행이 주주로 변하게된다는 사실입니다. 기업의 부채를 출자전환한 후 턴어라운드 성공하면 기업은 회생할 수 있고 은행도 보유 지분만큼 배당도 받을 수 있습니다. 다만 출자전환에도 불구하고 기업이 파산할 경우, 주식이 휴지조각이 되는 위험을 은행은 감수해야 하는 점입니다. 또 출자전환을 한 기업 부실이 심화되면 주주가 된 은행이 해당기업 구조조정을 미루고 추가대출을 통해 부실을 키울 가능성도 있어 위험은 이연되고 확대될 수도 있습니다.

한편, 공급측 개혁 추진시 채무부담 문제와 달리 인력재배치 문제와 관련하여서는 지금 구조조정이 요구되는 과잉 생산 설비산업들이 자본 집약적이어서 어려움이 따르겠지만, 3차 산업이 발달해 있는 현재의 상황에서 해고인력의 재배치를 서비스업에서 유희인력 흡수로 감당할 수 있을 것이란 판단들을 하고 있었습니다. 고용 데이터를 보면 2015년에 손실을 크게 본 5개 적자산업(석탄, 철강, 비철, 석유화학, 건설)의 근무인력은 총 2,700만명으로 추산되고 이들 적자 기업들 중 향후 2년내 20% 가량이 문을 닫는다고 가정해 보면 2년동안 약 540만명 이상의 실적이 발생할 것이지만 (현재 정부에서 180만명 인력재배치 발표) 이는 3차 산업에서 매년 신규 일자리를 창출하는 능력을 감안할때, 어느정도 흡수 가능할 것으로 보여 총량에서의 문제라기 보다는 세부적인 이해관계들이 어떻게 조정되는가가 관건으로 판단되고 있었습니다. 이는 월스트리트저널(WSJ)이 시노펑 등 중국 3대 국영 석유회사의 지난해 순이익이 많게는 전년대비 67%나 급감했지만 대량해고에 따른 사회불안을 우려해 구조조정은 엄두도 내지 못하고 있다고 꼬집었던 것을 감안하면 현재의 의견은 보다 낙관적이었습니다.

다음은 수요측면에서 중국 철강산업의 수요회복 가능성을 따져보도록 하겠습니다. 광대증권에서 철강산업의 공급측 개혁에 기대를 하고 있지 않은 가장 큰 이유는 향후 3년 동안 철강수요가 매년 3% 정도로 줄어든 것으로 보기 때문이었습니다. 공급측 개혁으로 10% 전후의 생산갭파가 줄어들더라도 이는 수요감소를 상쇄할 정도라는 것입니다. 정부의 계획대로 공급측면의 구조조정이 일어나더라도 본격적인 업황개선으로 이어지기 힘들다는 근거였습니다. 향후 5년동안 약 10% 정도의 철강 생산능력을 줄인다고 가정해도 현재 60%대 수준의 가동률이 75% 전후로 올라가는 것일 뿐이어서 큰 효과를 기대할 수 없다는 입장이었습니다. 통상 철강업종의 가동률은 80% 이상이 정상이므로 공급측 개혁만을 통해 철강산업의 펀더멘탈 변화를 가져올 것으로 기대하기 힘들다는 견해였습니다.

이번 분기 중국에서 철강가격이 오른 것은 국내수요가 다시 증가하고 재고가 다시 비축되고 있기 때문으로 보입니다. 다시 말해 '시장의 힘'이 인센티브를 제공하고 있기 때문에 철강업체들은 생산량을 늘리고 있는 것입니다. 하지만 이러한 '시장의 힘'은 중국 정부가 직접 개입했기 때문에 작용하고 있습니다. 중국 정부는 경제성장 둔화를 막기 위해 새로운 경기부양책을 내놓았습니다. 하지만 그 내용은 이전의 신용과 차입을 통한 고정자산 투자 증대를 통한 경기부양책과 다르지 않습니다. 국영 은행들과 지방 정부들은 다시금 고정자산투자(FAD)에 돈을 쏟아붓고 있습니다. 올해 1분기 FAI 증가율은 10.7%로 반등하였고 특히 국유기업들의 FAI 증가율은 지난해의 10.9%에서 23.3%로 경종 뛰었습니다. 부동산 시장에 대한 소규모 부양책까지 감안하면, 철강, 시멘트, 건축 자재에 대한 수요가 증가할 수 밖에 없는 환경이 조성되었던 것으로 판단됩니다. 중국 정부가 과잉설비를 감축하겠다고 공언한 산업인 철도, 도로 등 인프라 프로젝트로 투자가 지속되고 있습니다. 다만 앞에서도 살펴본 대로 여러가지 이유로 통화와 신용확장 정책으로 고정자산 투자증대에 의존하여 경제성장을 이끌어가는 기존의 성장모델은 더 이상 지속가능하지 않아 보이고 부동산 시장의 활황으로 철강수요의 회복과 이에 따른 소재와 산업재 업종의 랠리로 지속적으로 이어지기는 힘들다는 판단을 하고 있습니다.

중국 부동산 시장이 미치는 영향에 대한 견해

보다 자세하게 중국 부동산 시장이 철강수요와 경기회복에 미칠 영향에 대해서 살펴보도록 하겠습니다. 올해 1분기 중국의 국내경제성장률(GDP) 6.7%는 2014년부터 본격화된 중국 경기둔화의 요인이었던 부동산경기(전체 GDP의 15%이상 차지)가 빠른 회복을 보이고 있는 덕이 큼니다. 중국의 1분기 부동산 판매액 증가율은 전년 동기대비 54.1%를 기록했습니다. 부동산 판매가 활기를 띠자 부동산 개발투자도 작년말 1%에서 1분기에 6.2% 증가하면서 뚜렷한 회복세를 보였습니다. 1분기 기준 부동산 거래면적과 전국 평균가격은 각각 전년동기대비 35.6%, 와15.7% 상승하며 1-2월 대비 개선 폭이 확대되었습니다. 부동산 경기회복은 중국당국이 몰들어 부동산 구입시 대출비율을 높이는 등 부양책에 나서자 연초 증시급락으로 주식시장에서 부동산으로 자금이 몰린 영향도 크다고 판단됩니다.

중국 인민은행의 '2016년 1·4분기 금융기관의 대출동향 통계보고'에 따르면 중국 금융기관의 지난 1분기 신규 부동산 대출은 전년 동기 대비 50.7% 증가하였고 이는 1분기 금융기관 신규 대출의 3분의 1 정도가 부동산 대출로 몰린 것입니다. 올해들어 1분기동안 중국 개인부동산 담보대출은 전년 동기대비 25.5%나 크게 늘어났습니다. 중국정부는 올해초부터 중국 경기하강 의구심이 글로벌 차원에서 확산되자, 1분기 동안 부동산경기 부양책으로 경제성장을 이루고자 했던 것으로 보입니다. 정부는 공급측 개혁과 구조조정을 통해서 발생하는 경기하강 리스크를 정부의 재정적자 확대와 막대한 부채를 지니고 있는 기업부분의 부채를 상대적으로 양호한 가계부채(GDP대비 2008년 20% 초반대에서 현재 38.8%로 증가)로 이전하기 위하여 부동산경기 부양이라는 전통적인 카드를 사용하고 있는 것으로 판단됩니다. 하지만 중국 부동산시장은 중소형도시의 경우 여전히 재고문제에 시달리며 거래가 활성화되지 못하고 있는 반면, 베이징, 상하이, 심천 등 1선도시에서는 투기과열 양상을 보이는 양극화로 인해 부작용이 심화되고 있습니다.

올해 3월 전국인민대표대회(전인대, 국회)에서 주광양오 재정부 부부장은 현재 중국의 주요 임무는 부동산의 재고해소라고 말했습니다. 이는 민간에서도 현재 부동산 업계는 재고문제로 몸살을 앓고 있으며 기계, 조선업계 등 전방산업의 주문량이 늘어나지 않고 있어 철강재 수요가 회복되려면 오랜 시간이 걸릴 것이라는 입장과 일치합니다. 저희가 만난 중국 주택도농건설부 산하 부동산데이터 연구기관 부원장은 부동산 경기가 철강수요에 큰 영향을 미치는데 올해 부동산 업황이 지난해와 비슷한 수준으로 예상하고 있지만 그 정도로는 철강수요 회복을 이끌 수준은 아니라는 입장을 밝혔습니다.

민간 전문가들도 비슷한 입장이었는데, 씨틱증권의 애널리스트는 중국이 갖고 있는 부동산 재고는 건설중인 재고를 포함하여 현재 약 120억 평방미터를 넘고 있고 이는 작년 전체 부동산 거래량보다 10배나 되는 높은 수준이라는 점에 주목하였습니다. 그는 많은 사람들이 중국의 도시화율이 54%에 불과하여 13차 5개년 계획에서 정부가 설정한 1억명의 농민공을 도시로 이주시키는 계획이 성공한다면 부동산 재고문제가 크게 해소될 수 있을 것이라는 기대를 갖고 있다고 말했습니다. 하지만 자신이 보기에, 향후 5년동안 도시화율이 5% 늘어나 1억명의 농민공이 도시로 들어온다고 예상하고 이들 중 70%가 주택을 구매한다고 가정해도 현재 부동산 재고의 약 20% 수준 정도만 해소될 수 있기에 도시화가 재고문제 해소의 근본적인 처방이 되기 힘들다는 의견을 피력하였습니다. 또한 중국 부동산의 재고문제는 3,4선 도시의 문제인데 농민공들은 1,2선 도시로 가기를 원하고 있어 이러한 공급 밸런스의 미스매치 문제로 인해 3,4선 도시에 대부분 폭넓게 분포되어있는 부동산 재고문제는 당분간 해소되기 힘들어 보인다고 말했습니다.

저희는 중국 제일의 부동산 시행사 완다(Wanda)가 2016년 매출 목표를 전년 동기 대비 39% 가량 축소한다고 발표하면서 호텔과 쇼핑몰을 제외하고 3-4선 도시에서 주택과 상업용 시설을 위한 토지매입 및 부동산 개발과 판매를 중지하겠다고 밝힌 점에 비추어 3-4선 도시에서 부동산 재고가 어떻게 해소될 수 있을지 추가 질문하였습니다. 회사는 이번 결정을 내리면서 중국의 부동산 시장이 3-4선 도시에서 거대한 재고물량 해소 압력을 받고 있어 3-4선 도시에서 토지나 부동산을 소유하지 않고 단지 개발하고 관리하는 자산관리 서비스 역할에만 집중할 것이라고 그 이유를 밝힌 바 있습니다. 정부 산하 부동산 데이터 연구기관 부원장도 3-4선 도시는 주택재고가 잘 안팔리는 어려움을 겪고 있으며 부동산 개발상과 정부 정책이 상호 충돌하는 부분이 있다고 인정하였습니다.

정부에서는 3-4선 도시 수요진작 정책과 지원책을 다양하게 내놓고 있지만, 완다와 같은 부동산 개발상들은 투자에 매우 소극적어서 개발상들과 정부 정책이 아직까지 균형을 찾지 못하고 있고 이는 앞으로도 쉽게 해결하기는 어려운 과제라는 것입니다. 다만 중국 전체 부동산이 265억 평방미터인데 이중에 99년 이전에 건설된 노후화 주택이 100억 평방미터 가량되고 이 중 40~50%는 리모델링수요가 있어 도시화의 진전과 함께 이것이 재고 해소에 도움을 줄 수 있을 것이라는 입장을 밝혔습니다. 그러나 이또한 조만간 철강수요 회복에 영향을 미칠 단기적인 문제는 아니라는 판단입니다.

이번 미팅에서 정부측 집계로는 중국의 3-4선 도시의 주거용 부동산 재고가 1.7년 정도 수준이라고 밝혔지만, Wigram capital은 중국 국내 주택통계기관의 데이터를 분석해 중국의 3-4선 도시 부동산의 재고는 현재대로 팔린다면 평균적으로 3.5년이나 걸릴 것이라고 밝히고 있어 정부와 민간에서의 시각차가 여전히 크다는 것을 확인할 수 있었습니다.

이러한 부동산 시장의 발목을 잡고 있는 주택 재고를 해소하기 위해 중국정부는 2014년 말부터 대출규제를 완화하는 정책을 취했습니다. 정부는 2014년 11월 이후 금리를 6번이나 낮췄습니다. 금융위기 이후 쏟아진 막대한 부양자금을 동원해 건설붐을 일으킨 지방정부와 관련 국유 기업들이 부동산 시장 침체로 부채가 크게 증가하여 어려움을 겪고 있기 때문입니다. 중국 정부는 계약금 대출과 모기지 기준 완화 등을 통해 농민공 등 실수요자의 주택 수요를 자극한다는 복안이었지만 신용대출 자금의 부동산 시장 유입으로 대출의 부실 위험은 커지고 대도시의 부동산 시장은 다시 투기적으로 과열되는 부작용을 일으켰습니다.

심천은 지난해 주택가격이 57%나 올랐고 2월에도 전년 동기 대비 72%나 올라 이제 평당 평균 주택가격이 3천만원에 이를 정도로 과열 양상을 보이고 있습니다. 2월 심천의 신규 분양주택 총 거래량과 거래면적은 전년 동기 대비 각각 172.5%와 183.2% 급등하였습니다. 지난해 12월말까지 심천의 개인주택 담보대출 잔액은 전년 동기 대비 40% 증가했습니다. 2015년 한 해 신규 개인 주택대출 규모는 두 배 이상 늘었습니다. 특히 심천시의 담보대출 평균 비율은 2015년 12월 65%까지 달해 상하이, 베이징, 광저우의 3대 도시를 앞질렀습니다. 상하이와 베이징 등 1선 도시의 집값도 비슷한 수준으로 이상 폭등하고 있어 이들 도시의 지난 1월 주택 관련 대출은 한 해 전에 비해 3배 이상 늘어난 상황입니다. 2월 중국 주택가격은 2014년 6월 이후 가장 큰 월별 상승폭을 기록하였습니다.

그런데 문제는 도시간 주택가격 격차가 더욱 확대되고 있다는 것입니다. 1선 도시 심천의 집값이 2월에 72% 오른 반면, 3-4선 도시는 0.1% 하락하였습니다. 2선 도시의 부동산 투자 붐은 3월 들어 가시화되고 있는 상황입니다. 중국의 부동산 시장이 1-2선 도시는 과열되고 3-4선 도시는 침체되는 이런 심각한 양극화에 직면해 있는 것입니다. 지난해 공급된 신규주택 중 61%는 3-4선 도시에 집중되어 있고 오직 5%만이 1선, 허브도시에 공급된 것으로 알려져 있습니다. 이러한 중국 부동산의 근본 문제인 수요와 공급의 불균형은 갈수록 심화되고 있습니다. 공급량 부족으로 인한 대도시 부동산 가격 상승세는 앞으로도 지속될 수 있겠지만 미분양율이 80%가 넘는 지방 중소도시(3-4선 도시)의 수요는 여전히 약해 정부 지원책의 효과가 나타나기까지 상당한 시간이 걸릴 것으로 판단됩니다. 저희는 1-2선 도시와 3-4선 도시 간의 이러한 상당한 격차가 정부가 정책을 시행하는데 엄청난 부담을 지우고 있다는 판단입니다. 중국 경제 성장세가 둔화하면서 중국 정부가 추가적인 재정 및 통화 부양책을 쓸 가능성이 높아졌지만 중국 정부는 부양책이 주택시장에 투기적인 수요로 미치는 영향에 대해서도 예의 주시할 수밖에 없는 상황이어서 중국의 부동산 수요 회복이 절강 수요의 회복으로까지 연결될 지는 미지수입니다.

거슬러 올라가보면 이러한 중국 주요 도시들의 주택 공급과잉은 지난 10년간의 도시화와 산업화 과정 동안 생겨난 건설붐으로 인한 것이었습니다. 2014년 주택 재고량이 급증하자 정부는 대출 기준을 완화했지만 문제는 대출 부실위험이 더욱 확대되어 가고 있다는 것입니다. 중국 정부는 2월에도 3-4선 도시 미분양 해소를 위해 부동산 세제혜택과 구매제한 완화 조치를 내렸는데 이런 조치로 인해 최근 1선도시 부동산 가격이 덩달아 치솟고 있는 것으로 판단됩니다. 중국은 부동산 거래 관련 세액을 감면해주는 세제혜택을 실시했습니다. 앞서 정부는 부동산 구매시 처음으로 납부해야 하는 선도금 비율을 대폭 낮추는 등 부동산 시장 활성화를 위한 규제완화 정책을 연이어 내놓고 있습니다. 이번에 발표된 세제혜택은 ▲ 개인이 첫번째 주택을 구매할 때 주택면적이 90 제곱미터 이하면 취득세를 1%, 90 제곱미터 이상은 1.5%로 인하하고 ▲ 개인 두번째 주택을 구매할 때 90 제곱미터 이하와 이상의 취득세를 각각 1%와 2%로 낮추며 ▲ 개인이 주택 구입 후 2년 뒤 전매할 경우 영업세를 면제해주는 내용을 담고 있습니다. 부동산 시장은 작년 하반기부터 재고물량 해소의 중요 임무를 완수하기 위해 호재 정책을 계속 내놓고 있습니다. 하지만 올해 춘제이후 일선도시의 부동산 가격과 거래량의 동반 상승은 재고 해소의 레버리지화에 대한 외부의 우려를 유발시켰습니다. 특히, 중국 인민은행이 3월 1일부터 금융기관의 위안화 지급준비율을 0.5%포인트 인하한다는 소식이 발표된 후 시장은 이러한 정책들을 중국이 통화정책을 완화 기조로 전환한다는 신호로 받아들이고 있습니다.

중국 기준금리와 은행 지급준비율이 연이어 떨어지면서 대출은 큰 폭으로 늘어났지만 대부분 대출금은 1선 도시의 부동산으로 투입됐습니다. 다른 투자수단의 수익률이 그렇게 높지 않기 때문에 1선 도시 부동산에 투자된 자금은 안전자산으로 여겨지게 됐기 때문입니다. 중국에서는 통상 새 집을 사려면 집값의 3분의 1을 먼저 계약금으로 치러야 합니다. 그러나 최근 계약금 대출이 성행하면서 우려가 커지게 되었습니다. 중국 상하이의 컨설팅회사인 잉칸에 따르면 중국 개인간(P2P) 금융업체들이 지난 1월에 내준 계약금 대출은 9억2400만위안(약 1,645억원)으로 지난해 7월에 비해 3배 넘게 늘었습니다. 이번 방문을 통해서 살펴보면 중국에서 신용대출 및 계약금 대출이 급증한 게 대도시 주택가격 상승에 직접 영향을 미쳤다는 판단입니다. 얼마 전 라오닝성 선양시는 소득이 불안정한 사회 초년층을 대상으로 주택대출 계약금 없이 100% 은행에서 돈을 빌려 집을 살 수 있도록 허용했다가 논란이 일자 중단했습니다. 이러한 조치가 시행된다면 미국의 서브프라임 사태에서 확인하였듯이 집값이 하락할때 견잡을 수 없는 사회혼란을 유발할 수 있습니다.

이제 침체된 부동산 시장을 되살려 경기를 부양하고자 했던 중국 정부도 주택관련 대출시장의 과열을 경계해야 하는 상황입니다. 중국 인민은행과 주택노동건설부는 지난달부터 '계약금 제도'를 내세운 대출을 단속하기 시작했습니다. 저우 샤오한 인민은행 총재는 지난달 부동산 규제를 강화할 것이라 밝힌 바 있습니다. 그는 은행이 주택 담보대출을 할 때 소비자의 신용도를 보다 면밀히 검토해 위험을 줄일 것을 주문했습니다. 그러면서 승인 없이 이뤄진 부동산 중개 업체의 대출금은 악성부채를 만들 가능성이 높다고 경고했습니다. 최근 중국에서는 주택가격의 이상 폭등으로 인해 집값 하락시 대규모 부실대출로 이어질 수 있다는 지도자들의 경고가 잇따르고 있습니다. 한정 상하이시 당서기, 황치판 충칭시장, 바이충언 인민은행 통화 정책위원, 중국 제일재경일보 논설 주필 등이 중국 정부의 금융 완화적인 정책으로 투자자들이 부동산에 돈을 쏟아 부으면서 버블이 형성될 위험을 키우고 있다고 지적하고 있습니다. 최근 중국 사회과학원의 시니어 이코노미스트 밉장은 웰스트리트 저널과의 인터뷰에서 "개인에게 빚을 늘리도록 장려해 주택 과잉을 해소하려는 것은 위험한 실험이다"라고 전했습니다. 그는 "중국 1선도시의 부동산 가격 상승의 이면에 거대한 위험이 있다"고 경고했습니다. 미국 신용평가사 스탠더드 앤드 푸어스(S&P)도 중국 주택시장과 관련한 부실대출을 둘러싼 위험이 커지고 있다고 경고했습니다.

중국 국영언론 신화통신도 집값 상승이 가장 높은 심천의 주택거래 중 약 30%가 투기수요에 의한 것이라고 경고하고 있습니다. 이센통 사회과학원 금융연구소 연구원은 "1선 도시의 주택시장과 작년 상반기 주식시장이 고위험 투자자들이 몰려드는 등 거품 상황이 유사하다"고 까지 우려했습니다. 이 연구원은 현재 1, 2선 도시의 주택시장에 들어온 장외 자금 규모가 1조 위안을 넘어섰다고 밝히고, 이에 대한 규제를 포함해 예방 조치가 제때 이뤄지지 않으면 부동산 부문 시스템의 위험을 초래할 수 있다고 경고했습니다. 한정 상하이시 당서기는 3월초 "상하이 주택시장 열풍이 비이성적 과열"이라며 법률, 규정 위반에 대한 엄중한 의법조치 방침을 밝힌 이후 3월25일 상하이시에서는 새로운 부동산 억제조치를 발표했습니다. 심천시에서도 비슷한 억제정책이 발표되었습니다. 상하이시는 상하이시 호적이 아닌 경우, 주택구매를 위한 최소 사회보장 납입 기간을 2년에서 5년으로 연장하였고, 이미 주택 한채를 보유한 사람이 추가구입을 위해 대출을 신청하는 경우는 대출금액의 한도가 축소되었습니다. 15년 상하이 주택 구매자의 48%가 외지인인 상황에서 이는 매우 강도 높은 조치로 보여집니다. 베이징시가 2011년 이미 유사한 정책을 발표했을 당시 신규주택 거래량은 30%, 가격은 10% 정도 하락한 바 있기 때문입니다. 지금 중국에서는 중국 정부가 2015년 8월 경기를 살리고 부동산 재고를 소진하기 위해 대출금 한도 비율을 낮출 수 있도록 하는 규제완화를 발표한지 1년도 채 안되어 과열 양상을 우려하여 정반대의 부동산 억제 정책들이 속속 나오고 있는 상황입니다.

이를 종합해 보면, 중국의 경기하방 리스크를 완화하고 재고소진을 위해서 정부는 통화 완화정책을 포함하여 다양한 재고 소진완화 정책을 발표한 바 있습니다. 이번 미팅에서 중국 주택노동건설부 산하 부원장은 3-4선 도시에 재고를 소진하려는 완화정책이 당노병 환자에게 당분을 더 투입하게 되는 결과를 가져와 1-2선 도시 투기수요와 거래활황을 초래하고 있다고 진단하였습니다. 그래서 정부는 다시 1-2선도시 투기수요 억제조치를 발표하게 되고 부동산 시장에서 가장 크게 영향을 미치는게 통화량이 아니라 신용대출이어서 1,2선도시의 늘어난 신용대출을 다시 줄이고 있는 상황이 지금 반복되고 있다고 밝혔습니다.

다음으로 저희가 만난 신일본제철의 입장에 대해서 설명드리고자 합니다. 신일본제철에서는 이번 중국 정부의 철강산업 구조조정 정책이 정부가 최우선적으로 강조하는 경제정책이고 예년과 다르게 인원해고와 구조조정 자금 조성 등에 대한 정책준비를 마련하고 발표된 점에 비추어 이번에는 다를 수도 있지 않을까 조심스럽게 기대를 하였습니다. 다만 이러한 긍정적인 판단에도 불구하고 신일본제철에서는 일본의 철강산업 구조조정이 10년이나 걸린 경험에 비추어 중국의 구조조정도 긴 시간이 걸릴 것이라는 의견을 개진하였습니다. 향후 철강재 가격 전망과 관련해서는 구조조정이 완료되어야만 철강재 가격이 오르고 철강기업의 마진도 본격 상승할 수 있어 향후 10년동안 현재의 가격대가 등락을 거듭하며 유지되지 않을까 생각한다고 밝혔습니다. 그렇다면 최근 빠르게 철강재 가격이 반등하였지만 이미 20년래 최저치인 현 수준이 그토록 오랫동안 지속될 것 같냐는 저희의 추가적인 질문에 지난해말 가격이 저점을 통과한 것으로는 보이지만 쉽사리 추가 반등이 향후 얼마의 기간 동안 있을지 확신하기 힘들다는 답변하였습니다. 중국의 철강기업인 마이스틸에서도 공급측 개혁은 성과를 낼 수 있을 것이라는 의견을 피력하였습니다. 중국 정부가 이미 9차 5개년 계획 기간 동안(1996-2000년) 방직산업의 구조조정을 시행한 경험을 가지고 있고 이번에 정부의 의지도 강력하기 때문에 기대를 걸고 있다고 말했습니다. 다만 마이스틸의 철강부 최고 책임조사관은 올해 생산량 감소가 명확하게 나타나고 수요가 예상보다 좋다고 낙관적으로 가정할 경우에도 철강재 가격 하락은 10% 수준에서 5% 정도 수준으로 당초 예상했던 하락세가 줄어드는 정도일 것이라는 의견을 피력하였습니다. 연간 철강재 가격의 추가적인 하락 가능성을 여전히 염두에 두고 있다는 것이었습니다.

이처럼 철강재 가격의 추가 하락과 철강수요의 감소는 철강기업들의 수익성 개선을 제한적으로 만들수 밖에 없는 요인입니다. 이와 관련해서 신일본제철은 지난해 말 실적발표회를 통해서 2016년 3월까지 회계연도 순이익이 16% 감소한 1,800억엔으로 앞서 예상했던 2,600억엔에 크게 못미칠 것이라고 밝힌 바 있습니다. 이들의 예상치는 애널리스트 컨센서스인 2,470 억엔도 크게 밑도는 것입니다. 신일본제철은 이번에 연간 매출액 전망치도 11% 감소한 5조엔으로 당초 예상치보다 1,000억엔 하향조정했고, 경상이익 전망치는 3,700억엔에서 2,500억엔으로 무려 45% 감소 전망을 제시했습니다. 회사는 이 같은 실적 약화 예상의 배경으로 세계 생산의 절반을 차지하는 중국이 과잉생산 물량을 해외로 수출하고 있기 때문이라고 설명했습니다. 국제유가 급락세 역시 철강 수요 감소 원인이었다고 덧붙였습니다. 오타 가쓰히코 부사장은 "중국의 과잉생산이 아시아 시장의 큰 하락을 낳았다"며 "이에 따라 회사의 수익성이 전례없는 수준까지 하락했다"고 말했습니다. 중국의 철강 수출 규모는 1억톤을 넘어서서 이는 불과 5년만에 두배 이상 증가한 상황입니다. 중국 철강 수출 규모가 크게 증가한 것은 내수 침체로 국내에서 소화하지 못하는 물량을 가격을 낮추어 해외로 밀어내고 있기 때문입니다.

우리나라는 중국 철강재 수입 1위 국가로서 (전체 중국 철강재 수출의 약 13% 점유) 연간 철강재 수입 물량 중 중국에서 들어오는 수입 물량이 약 30%에 육박하여 일본 (10%비중) 보다도 높은 수준이고 열연 반덤핑제조를 검토할 정도로 기업의 수익성에 영향을 받고 있는 상황이어서 중국내의 철강산업 구조조정과 수요회복, 열연 유통 가격 변동 등이 향후 어떻게 지속될 지의 문제가 국내 철강사 수익성 개선과 밀접하게 연결되어있다는 판단을 하게 되었습니다.

저희는 이번 미팅 기간 중 중국 방직산업과 해외 철강산업에서의 과거 구조조정 역사를 통해서 중국 철강산업의 미래를 생각해볼 기회가 있었습니다. 1990년대 말 당시 중국의 방직산업에서의 공급측 개혁과 구조조정을 살펴보면, 당시 중국은 세계 최대의 방직물 생산대국으로 중국 전체 제조업 (약 10%비중) 과 수출 (약20%비중)에서 방직산업이 중요한 위치를 점유하고 있었습니다. 그러나 방직산업은 전체 국유 기업 중, 과잉생산 설비로 가장 적자 폭이 컸던 산업이기도 하였습니다. 1997년 중국 중앙경제 업무회의에서는 방직산업의 개혁을 전체 국유기업의 개혁과 빈곤 탈출의 돌파구로 생각하고 '방추(Spindle)의 삭감, 감원, 결손 보완 등, 3대 개혁과제를 발표하였습니다. 당시 방직산업에 종사한 인원은 약 1,300만명이었는데 2000년말까지 140만명의 감원 및 인력 재배치가 실시되었습니다. 이로 인하여 적자폭을 크게 개선시켜 방직산업 개혁이 시작된지 4년만에 67억위안의 산업 흑자로 탈바꿈시키며 10% 이상 적자 기업수를 감축시켰던 경험을 가지고 있습니다. 그러나 광대증권에서는 이번 철강 및 석탄 산업의 구조조정은 과거 방직산업의 구조조정과 비교가 되지만 방직산업은 의류쪽 노동집약적 산업으로 여성이 많이 고용되어 있었고 실적이 되더라도 사회적 타격이 크지 않았던 데 비해 철강업은 자본집약적 장치산업으로 설비폐쇄가 더딜 수 밖에 없고 남성 위주 고용으로 가족생계와 연계되어 있어서 사회적 파급력이 더 클 수 있다는 의견을 피력하였습니다.

저희는 이번 방문을 통하여 중국에서 공급측 구조개혁이 효과를 보이려면 이미 중국이 1998년 국유기업 구조조정의 경험에서 보여준 바와 같이 현재 발표된 정책보다 더욱 과감한 개혁정책을 정부가 구사하여야 한다고 믿게 되었습니다. 1990년대 말 중국에서는 2,100만명이 실직했으며, 이중 1,300만명이 재취업에 성공했고, 100만명은 내부에서 일자리를 제공받았습니다. 이로 인해 실업자는 실직자의 3분의 1 수준인 700만명을 기록하였습니다.

이번 미팅을 통해서 일본과 미국의 사례를 살펴보니, 철강산업의 구조조정에는 약 10년 전후의 세월이 소요되었고 이때 철강업 종사자 수는 약 30-50% 감소하였으며 철강생산 캐파는 약 16-25% 가량 줄어든 경험이 있었음을 알 수 있었습니다. 1970년대 2차례 오일쇼크 이후 선진국을 중심으로 한 철강 소비의 급격한 위축으로 과잉능력이3억톤에 달하자 미국은 시장논리에 의한 자연도태를 유도했고, 유럽은 유럽 석탄철강공동체 (ECSC)를 통한 적극적 개입으로 6년에 걸쳐 과잉설비를 해소했습니다. 1990년대에는 구 소련의 붕괴와 냉전 체제로 철강산업의 성장도 정체됐습니다. 시장에서는 국영기업의 민영화와 기업간 자발적인 수평적 인수·합병, 비용절감을 위한 전후방 산업 과의 수직적 인수·합병 등의 구조조정이 진행됐습니다. 미국에서는 14개의 고로사(용광로 보유회사)가 난립하고 있었으나 구조조정 과정을 거치면서 2000년대 초까지 LTV, Bethlehem 등 11개 고로사가 파산했습니다. 물론2000년대 들어 철강 경기가 호황을 누릴 수 있었던 근본요인은 중국 철강수요의 폭발적 증가 때문입니다. 그런데 지금의 문제는 중국의 철강수요가 줄어들고 있으며 글로벌 철강산업의 수요 진작을 이끌만한 요인이 없다는 것입니다. 저희는 중국이 지난 30여년에 걸친 선진국의 철강 구조조정 경험에서 많은 것을 참조할 수 있을 것으로 생각합니다. 그래서 중국에게 공급측 구조 개혁은 이제 선택의 문제가 아니라 필수적이고 장기적인 당위적인 명제라는 판단을 하게 되었으며 앞으로도 이와같은 전개과정을 면밀하게 살펴보고 고객들과 소통해 나갈 것입니다.

수출 대형 업종 및 기업에 대한 견해

펀드는 이번 분기 수출 대형 업종과 종목들의 상승속에서 저조한 성과를 시현하게 되었습니다. 저희는 소재 및 산업재 업종을 비롯하여 1분기 수출 대표 기업들의 환율에 의한 수혜가 지속적으로 나타나고 이로 인한 주가 상승의 지속성 여부를 판단하기 위해 국내외 수출 환경을 다시한번 점검해보았습니다.

올해 3월 총 수출을 보면 전년 동기대비 8.2% 줄어 들었습니다. 월간 기준으로 15개월 연속 전년 동월 대비 감소세를 기록하고 있습니다. 지금까지 수출이 연속 감소세를 보인 가장 기간은 2001년 3월부터 2002년 3월까지로 13개월이었습니다. 지난해 12월부터 4개월 연속 전년 동월 대비 두 자릿수 퍼센트로 수출액이 급감하던 것이 한자리수대로 줄어든 긍정적 측면은 있습니다. 이로써 올 1월 수출 감소율이 18.8%로 지난 2009년 8월 (-20.9%) 이후 6년 5개월만의 최대 감소폭을 기록한 이후 1분기 수출 감소율은 13.1%를 기록하게 되었습니다.

3월 수출 품목별로는 13대 품목 중에서 철강제품, 무선통신기기를 제외한 나머지 품목이 작년 3월보다 감소했습니다. 특히, 선박, 석유제품, 석유화학 수출 감소가 전체 수출감소 규모의 69%를 차지했습니다. 석유제품(-41.6%), 석유화학(-9.0%)은 저유가로, 평판디스플레이(-24.2%)는 중국 업체의 출하량 확대에 인한 단가하락으로 수출이 감소했습니다. 선박(-28.9%)은 작년에 고가 해양플랜트 수주가 다수 포함돼 있었지만 올해는 해양플랜트 1척밖에 없어 감소세가 컸습니다. 자동차는 미, EU로의 SUV 수출이 증가했지만 중국 등의 경기둔화로 여전히 감소율(-5.7%)을 기록했습니다. 반도체는 스마트폰용 부품수요 증가로 6개월 만에 한 자리수로 감소율(-1.5%)이 축소됐습니다. 반면 갤럭시S7, G5 등 신제품 수출 증가로 2개월 연속 무선통신기기는 증가세(19.9%)를 이어갔습니다. 호주 등으로 철 구조물, 아연도 광판 수출이 증가해 9개월만에 철강 품목은 증가(14.7%)로 전환했습니다.

지역별로는 대 EU, 베트남, 인도 수출을 제외한 나머지 시장으로의 수출이 모두 감소했습니다. 대 중국 수출은 전년 대비 12.2% 감소하였습니다. 20%까지 올랐던 감소율은 다소 완화됐지만 2009년 이후 최저 수준에 머물러 있습니다. 한국은행 국제수지 자료를 보면 올해 1분기 대 중국 수출액은 작년 동기보다 15.8% 줄어 들었습니다. 이는 5년만에 최저치로 떨어진 것이며 9개월 연속 감소세를 보이고 있는 것입니다. 2015년말 기준 전체 수출의 26.1%를 차지하는 대 중국 수출이 중국 경제 성장률 둔화로 갈수록 어려움에 봉착하고 있습니다. 중국 경제 성장 둔화뿐만 아니라 중국이 '내수중심 및 질적 고도화'로 성장전략을 변화하면서 가공 무역축소, 산업 구조조정, 기업 경쟁력 강화와 자급률 제고 등을 지향하고 있어 이는 우리나라의 대 중국 수출 감소요인으로 작용하고 있습니다. 정부는 올해 3월 중국이 내수 중심으로 정책기조를 바꿨고 자동차 수출도 줄어들어 대중 수출이 감소했다고 밝혔습니다. 다만 한국 드라마 인기로 한국 의류에 대한 수요가 증가해 감소세는 다소 둔화되었다고 덧붙였습니다.

문제는 향후 수출환경이 급격히 개선될 것으로 선불리 판단하기 힘들다는 점입니다. 왜냐하면 우리 주력 수출산업의 대외환경이 세계적인 공급과잉과 수요둔화, 경쟁심화에 따른 가격 경쟁력 약화 등으로 갈수록 악화되고 있기 때문입니다. 산업통상자원부에서도 "3월 수출이 선방했지만 유가 영향을 받는 수출 품목이 50%를 넘는 상황에서 유가 상승, 회복이 수출 증가에 굉장히 중요한 관건이라는 의견을 달았습니다. 그러나 글로벌 수요 둔화와 중국 경제의 성장둔화 등 저성장 기조가 우리에게 여전히 난관으로 작용하고 있고 있습니다. 정부는 이를 타개하기 위하여 수출 품목 (소비재 수출 종합대책 추진), 시장 (중국, 이란, 인도 등 전략 시장 개척 활동), 주체 (중소 중견 내수기업의 수출 기업화), 방식 (온라인 수출 지원 강화) 을 변화해 수출 회복을 노력 중입니다.

펀드는 비록 최근 두달 동안 수익률이 부진하지만, 펀드가 보유하고 있는 종목들은 이러한 대내외 환경과 정부의 적극적인 방침과 부합하는 한국 경제의 차세대 주역이 될 기업들로 구성되어 있다고 여전히 믿고 있습니다. 펀드는향후 중국 경제 성장률이 둔화된다고 하더라도 경기민감 수출주들에 상대적으로 낮은 비중과 성장률 하락에 영향을 적게 받는 내수 소비재의 상대적으로 높은 비중 등으로 구성되어 있어 중장기적인 관점에서 꾸준한 성과를 기대하고 있습니다.

서비스 업종과 기업실적에 대한 견해

최근 펀드의 단기 성과 부진에도 불구하고 펀드 보유 종목들은 한국에서 대표적인 제품과 서비스 경쟁력을 가지고 있는 대표 기업들이란 점을 말씀드리고 싶습니다. 기업 경영성과 평가사이트인 CEO스코어는 2006년~2015년까지 10년간 한국, 미국, 일본, 유럽 등 4개국 시총 100대 기업의 주력 업종 변화를 조사한 결과 한국의 톱5 업종은 2006년 조선기계설비, 건설건자재, IT·전기전자, 석유화학, 자동차부품 등 굴뚝산업에서 지난해 서비스, 석유화학, 건설건자재, IT·전기전자, 유통, 식음료 등으로 바뀌었다고 밝혔습니다. 한국 100대기업 시총에서 차지하는 서비스업 기업들의 시총 비중도 2006년 2.3%에서 작년에는 8.3%로 3배 이상 늘었습니다. 지난 10년간 한국 시가총액 100대 기업의 주력 업종이 굴뚝산업에서 서비스와 소비재 산업으로 변화한 것으로 나타났습니다. 펀드는 앞으로도 이러한 한국 산업 구조의 변화속에서 자리매김하고 있는 대표기업들과 함께 중장기적인 관점에서 시장을 선도해 나갈 것입니다. 비록 펀드가 최근 한달 동안 벤치마크 대비 서비스 업종에서 큰폭의 하락이 있었지만, 펀더멘탈이 크게 바뀌게 없다는 점을 기업실적을 통해서 말씀드리고 싶습니다.

▶ 투자환경 및 운용계획

2016년도 운용목표와 관련하여 다음 사항을 우선적으로 고려하도록 하겠습니다.

첫째, 저희를 믿고 소중한 자산을 위탁 운용해주고 계신 많은 고객들에게 언제나 깊은 감사의 마음을 가지고 있으며 이를 언제나 잊지 않겠습니다. 항상 초심을 잃지 않으면서 감사의 마음을 가지고 저희를 성원해주고 지지해주시는 고객들의 입장에서 서서 고객의 이익을 가장 우선시하면서 독립적으로 운용해 나가겠습니다. 그 길만이 고객에게 신뢰 받는 명품 펀드와 자산운용사로서 거듭나면서 한국에서 투자문화를 새롭게 정착해가는 길임을 늘 잊지 않겠습니다.

둘째, 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. 중국의 성장 둔화와 글로벌 증시의 변동성이 확대되면 될 수록 저희는 고객과 약속한 원칙들을 독립적이고 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 항상 노력할 것입니다.

셋째, 저희를 믿고 소중한 돈을 맡겨주신 고객을 위해서 더욱 더 차별화된 서비스로 보답하여 나가겠습니다. 펀드가 보유중인 기업들이 고객들에게 어떤 차별화된 가치를 창출해 줄 지를 면밀하게 리서치하고 소통해갈 것입니다. 이를 위해서 해외경쟁 기업에 대한 글로벌 관점에서의 적극적인 리서치를 계속해서 진행해 나가도록 하겠습니다. 항상 일관된 운용원칙을 가지고 유망기업의 발굴과 균형잡힌 포트폴리오의 분산을 유지해 나가겠습니다.

저희는 앞으로도 고객들에게 저희가 인지하고 있는 기회와 위험 요인들을 운용보고서를 통하여 정직하고 성실하게 소통해 나가고 리스크 관리에 만전을 기해 나갈 것입니다. 저희는 단기적인 테마나 이슈 등에 대한 관심보다는 중장기적으로 보유할시 기업가치가 확대되어 저희의 고객들에게 자본 이득을 안겨줄 수 있는지의 여부를 면밀히 조사해 오고 있습니다. 시가총액이나 업종 등에 상관없이 오로지 기업의 펀더멘탈과 가치에 대한 기업중심의 엄격한 조사와 평가에 따라 포트폴리오 위험을 관리해나갈 것입니다.

향후에도 이러한 고객과의 약속이 투명하게 실천되고 있는지 운용보고서를 통해 투명하고 성실히 보고 드릴 것입니다. 감사합니다.

메리츠자산운용
주식운용팀 권오진

펀드의 개요

펀드위험등급	
1	매우 높은 위험
2	높은 위험
3	중간 위험
4	낮은 위험
5	매우 낮은 위험



▶ 기본정보

적용법률:

자본시장과 금융투자업에 관한 법률

위험등급

펀드명칭		금융투자협회 펀드코드	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]		AJ437	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류A		AJ438	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ae		AJ439	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C1		AJ440	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C2		AJ441	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C3		AJ442	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ce		AJ444	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ci		AJ445	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S		AQ932	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-F		AS507	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CW		AS508	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-P		AW362	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S-P		AW364	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CF-P		B6897	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-Pe		B6954	
펀드의 종류	투자신탁, 증권펀드(주식형), 추가형, 개방형, 종류형	최초설정일	2013.07.08
운용기간	2016.01.08 - 2016.04.07	존속기간	종료일이 따로 없습니다.
자산운용회사	메리츠자산운용	판매회사	국민은행, 메리츠증권증권, 우리은행 외 47개
펀드재산보관회사 (신탁업자)	하나은행	일반사무관리회사	신한아이타스
상품의 특징 지속 가능한 사업구조와 우수한 경영진을 지닌 저평가된 기업을 발굴하고 장기 투자함으로써 지속적으로 초과수익을 추구하며, 안정적이고 지속적으로 주식시장 대비 초과성과를 추구하고자 합니다.			
주) 펀드의 자세한 판매회사는 금융투자협회 홈페이지 [http://dis.fundservice.net], 운용사 홈페이지 [www.meritzam.com] 에서 확인하실 수 있습니다.			

▶ 재산현황

(단위: 백만원, %)

펀드명칭	항목	전 기 말	당 기 말	증감률
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]	자산총액	1,669,044	1,506,087	-9.76
	부채총액	1,988	2,132	7.25
	순자산총액	1,667,056	1,503,955	-9.78
	기준가격	972.93	897.01	-7.80
종류(Class)별 기준가격 현황				
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류A	기준가격	967.52	889.42	-8.07
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ae	기준가격	968.77	891.12	-8.02
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C1	기준가격	964.07	884.65	-8.24
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C2	기준가격	964.10	884.77	-8.23
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C3	기준가격	-	911.62	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ce	기준가격	967.80	889.72	-8.07
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ci	기준가격	969.26	891.90	-7.98
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S	기준가격	968.96	891.34	-8.01
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-F	기준가격	969.38	892.07	-7.98
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CW	기준가격	970.72	893.44	-7.96
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-P	기준가격	966.07	887.48	-8.14
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S-P	기준가격	968.67	891.09	-8.01
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CF-P	기준가격	1,015.12	934.21	-7.97
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-Pe	기준가격	960.11	883.54	-7.98

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

※분배금내역

(단위: 백만원, 백만좌)

※해당사항 없음

수익률 현황

▶ 기간수익률

(단위: %)

펀드명칭	최근3개월	최근6개월	최근9개월	최근12개월	최근2년	최근3년	최근5년
	16.01.08 ~ 16.04.07	15.10.08 ~ 16.04.07	15.07.08 ~ 16.04.07	15.04.08 ~ 16.04.07	14.04.08 ~ 16.04.07		
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]	-7.80	-8.74	-10.30	3.23	29.17	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.45)	(-7.15)	(-7.05)	(6.80)	(29.96)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
종류(Class)별 현황							
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류A	-8.07	-9.26	-11.06	2.12	26.45	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.72)	(-7.67)	(-7.81)	(5.69)	(27.24)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ae	-8.02	-9.16	-10.89	2.43	27.30	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.67)	(-7.57)	(-7.64)	(6.00)	(28.09)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C1	-8.24	-9.59	-11.54	1.42	24.72	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.89)	(-8.00)	(-8.29)	(4.99)	(25.51)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C2	-8.23	-9.57	-11.52	1.38	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.88)	(-7.98)	(-8.27)	(4.95)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C3	-	-	-	-	-	-	-
(비교지수대비 성과)	-	-	-	-	-	-	-
비교지수	-	-	-	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ce	-8.07	-9.27	-11.03	2.25	26.83	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.72)	(-7.68)	(-7.78)	(5.82)	(27.62)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ci	-7.98	-9.08	-10.81	2.46	27.26	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.63)	(-7.49)	(-7.56)	(6.03)	(28.05)	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-0.79	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S	-8.01	-9.14	-10.87	2.38	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.66)	(-7.55)	(-7.62)	(5.95)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-F	-7.98	-9.07	-10.79	2.48	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.63)	(-7.48)	(-7.54)	(6.05)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CW	-7.96	-9.05	-10.66	2.79	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.61)	(-7.46)	(-7.41)	(6.36)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-P	-8.14	-9.38	-11.25	1.79	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.79)	(-7.79)	(-8.00)	(5.36)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S-P	-8.01	-9.14	-10.89	2.33	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.66)	(-7.55)	(-7.64)	(5.90)	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-3.25	-3.57	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CF-P	-7.97	-9.07	-	-	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.62)	(-7.48)	-	-	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-	-	-	-	-
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-Pe	-7.98	-9.08	-	-	-	-	-
(비교지수대비 성과)	(-11.63)	(-7.49)	-	-	-	-	-
비교지수	3.65	-1.59	-	-	-	-	-

※ 비교지수 : (1 * [KOSPI])

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

▶ 추적오차

(단위: %)

※ 해당사항 없음

▶ 손익현황

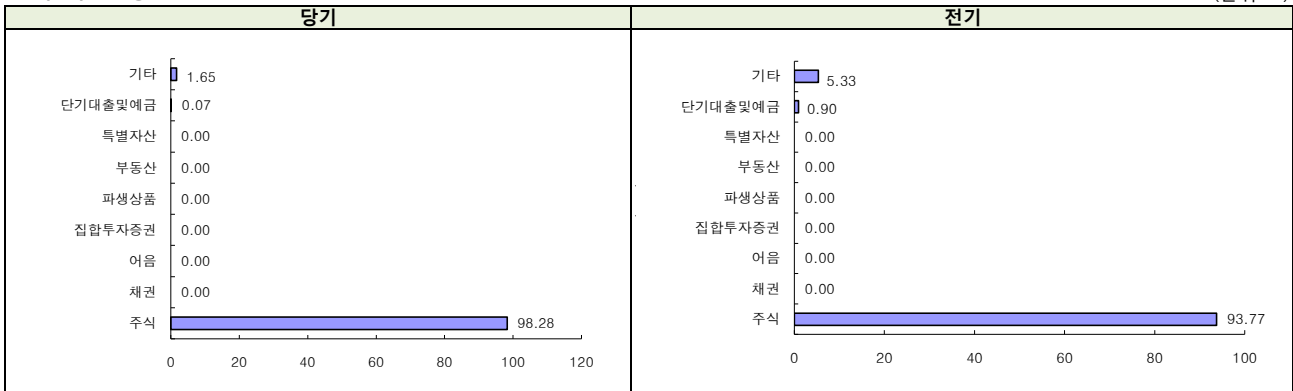
(단위: 백만원)

구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	손익합계
	주식	채권	어음	집합투자	장내	장외		실물자산	기타			
전기	-13,877	-	-	-	-	-	-	-	-	358	-20	-13,538
당기	-129,706	-	-	-	-	-	-	-	-	247	-18	-129,478

자산현황

▶ 자산구성현황

(단위: %)



[자산구성현황]

(단위: 백만원, %)

통화별 구분	증권				파생상품		부동산	특별자산		단기대출 및 예금	기타	자산총액
	주식	채권	어음	집합투자증권	장내	장외		실물자산	기타			
KRW	1,480,225 (98.28)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,021 (0.07)	24,841 (1.65)	1,506,087 (100.00)
합계	1,480,225 (98.28)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,021 (0.07)	24,841 (1.65)	1,506,087 (100.00)

* (): 구성 비중

▶ 환헤지에 관한 사항

환헤지란?	* 해당사항 없음
펀드 수익률에 미치는 효과	* 해당사항 없음

(단위: %, 원)

투자설명서상의 목표 환헤지 비율	기준일(2016.04.07) 현재 환헤지 비율	(2016.01.08 ~ 2016.04.07) 환헤지 비율	(2016.01.08 ~ 2016.04.07) 환헤지로 인한 손익
-	-	-	-

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. 단, 협회 전자공시사이트에서 조회한 분기영업보고서 및 결산보고서는 본 자산운용 보고서와 작성기준일이 상이할 수 있습니다.

▶ 주식 - Long(매수)

(단위: 주, 백만원, %)

종 목 명	보유수량	평가액	비중	비고
아모레G	330,104	49,351	3.27	-
SK	212,315	46,179	3.06	-
CJ	226,199	44,674	2.96	-
코웨이	455,853	42,668	2.83	-
삼성물산	272,240	37,297	2.47	-
CJ CGV	359,973	36,897	2.44	1.7
메디텍스	76,081	36,291	2.40	1.35
BGF리테일	188,686	36,133	2.39	-
고려아연	75,528	35,800	2.37	-

오뚜기	38,281	35,525	2.35	1.11
한국콜마	387,309	32,456	2.15	1.84
로엔	377,407	30,494	2.02	1.49
쿠쿠전자	144,975	28,995	1.92	1.48
삼립식품	129,834	28,434	1.88	1.5
이오테크닉스	219,210	25,998	1.72	1.79
한세실업	405,694	21,907	1.45	1.01
동원F&B	63,234	21,816	1.44	1.64
SK케미칼	263,993	21,014	1.39	1.09
SK머티리얼즈	158,786	20,245	1.34	1.51
코스맥스	146,309	19,313	1.28	1.63
대상	640,084	18,754	1.24	1.86
녹십자홀딩스	493,610	18,264	1.21	1.05
하나투어	205,901	17,563	1.16	1.77
오스템임플란트	220,569	16,499	1.09	1.54
에스엠	341,979	15,355	1.01	1.64
파라다이스	957,819	14,894	0.98	1.05
휴온스	180,641	14,361	0.95	1.59
NICE	673,413	14,175	0.94	1.78
씨젠	367,129	13,639	0.90	1.4
크라ун제과	24,175	12,523	0.83	1.64
AK홀딩스	184,597	11,463	0.76	1.39
인바디	204,496	10,307	0.68	1.49
한국콜마홀딩스	218,407	10,058	0.66	1.3
와이지엔터테인먼트	235,905	9,318	0.61	1.57
현대리바트	239,238	9,259	0.61	1.39
인터파크홀딩스	961,166	9,064	0.60	1.63
한솔케미칼	125,878	9,013	0.59	1.11
아이센스	230,246	8,427	0.55	1.68
코스맥스비티아이	157,680	8,294	0.55	1.64
바텍	179,501	8,185	0.54	1.21
리노공업	212,710	8,179	0.54	1.4
썬바이오텍	112,931	7,465	0.49	1.2
서흥	143,517	6,537	0.43	1.24
뷰웍스	123,893	6,164	0.40	1.24
대상홀딩스	447,137	5,969	0.39	1.23
나이스정보통신	169,427	5,837	0.38	1.69
한글과컴퓨터	277,459	5,577	0.37	1.2
KG이니시스	322,862	4,116	0.27	1.21
코나아이	193,210	4,115	0.27	1.24
삼천당제약	348,246	3,051	0.20	1.64
KG모빌리언스	268,894	2,931	0.19	1.3

▶ 주식 - Short(매도)

※해당사항 없음

▶ 채권

※해당사항 없음

▶ 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

※해당사항 없음

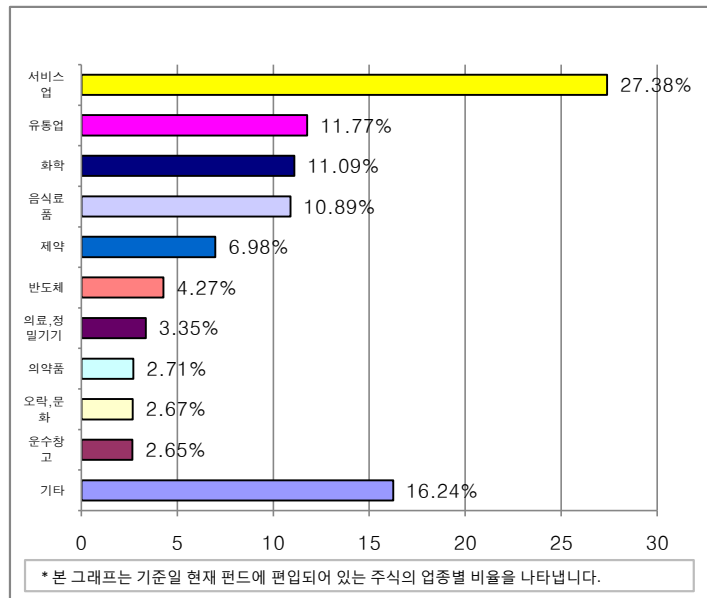
▶ 기타자산

※해당사항

▶ 업종별(국내주식) 투자비중 - Long(매수)

(단위: 백만원, %)

	업종명	평가액	보유비율
1	서비스업	405,306	27.38
2	유통업	174,189	11.77
3	화학	164,188	11.09
4	음식료품	161,146	10.89
5	제약	103,292	6.98
6	반도체	63,184	4.27
7	의료,정밀기기	49,581	3.35
8	의약품	40,104	2.71
9	오락,문화	39,567	2.67
10	운수창고	39,285	2.65
11	기타	240,382	16.24
	합 계	1,480,225	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

투자전문인력 현황

▶ 투자운용인력(펀드매니저)

(단위: 개, 억원)

성명	운용개시일	직위	운용중인 다른 펀드 현황		성과보수가 있는 펀드 및 일임계약 운용규모		주요 경력 및 운용내역	협회 등록번호
			펀드 개수	운용 규모	개수	운용 규모		
권오진	2014.01.02	책임운용전문인력	7	4,346	2	8,571	-라자드코리아자산운용 Portfolio Manager ('05~'13) -스커더인베스트먼트/도이치투자신운용 리서치 Portfolio Manager ('01~'05) -대우투자자문 리서치애널리스트 ('94~'01)	2109000430

주) 성명이 굵은 글씨로 표시된 것이 책임운용전문인력이며, 책임운용전문인력이란 운용전문인력중 투자전략 수립 및 투자 의사 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
2013.07.08 - 2014.01.01	김홍석
2014.01.02 - 현재	권오진

(주 1) 2016.4월 기준 최근 3년간의 운용전문인력 변경 내역입니다.

▶ 해외 투자운용전문인력

※ 해당사항 없음

▶ 해외 위탁운용

※ 해당사항 없음

비용현황

▶ 보수 및 비용 지급현황

(단위: 백만원, %)

펀드 명칭	구 분	전 기		당 기		
		금액	비율(%)*	금액	비율(%)*	
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]	자산운용회사	2572.48	0.16	2,587.46	0.16	
	판매회사	메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류A	671.49	0.11	665.91	0.11
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ae	36.21	0.06	36.27	0.06
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C1	1033.13	0.30	1,085.90	0.30
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C2	38.87	0.28	63.26	0.27
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C3	-	-	0.08	0.14
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ce	68.72	0.13	71.50	0.13
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Cf	39.17	0.01	37.46	0.01
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S	8.03	0.05	7.97	0.05
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-F	0.41	0.01	0.55	0.01
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CW	-	-	-	-
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-P	167.30	0.18	179.54	0.18
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S-P	0.69	0.04	0.78	0.04
		메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CF-P	0.02	0.00	0.00	0.00
	메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-Pe	0.01	0.01	0.04	0.01	
	펀드재산보관회사(신탁업자)	98.94	0.01	99.52	0.01	
	일반사무관리회사	71.24	0.01	71.65	0.00	
	보수 합계	4806.70	1.35	4,907.87	1.47	
	기타비용**	11.92	0.00	12.23	0.00	
	매매·중개수수료	단순매매·중개 수수료	115.14	0.01	94.72	0.01
조사분석업무 등 서비스 수수료		25.03	0.00	25.90	0.00	
합계		140.17	0.01	120.62	0.01	
증권거래세	50.97	0.00	101.81	0.01		

* 펀드의 순자산총액(기간평균) 대비 비율

** 기타비용이란 회계감사비용, 증권 등의 예약 및 결제비용 등 펀드에서 경성적·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)
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]	전기	0.00	0.04	0.04	0.00	0.04	0.04
	당기	0.00	0.03	0.03	0.00	0.03	0.03
종류(class)별 현황							
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류A	전기	1.14	-	1.14	1.15	0.04	1.18
	당기	1.14	-	1.14	1.15	0.03	1.18
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ae	전기	0.92	-	0.92	0.92	0.04	0.96
	당기	0.92	-	0.92	0.92	0.03	0.95
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C1	전기	1.89	-	1.89	1.90	0.04	1.93
	당기	1.89	-	1.89	1.90	0.03	1.93
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C2	전기	1.79	-	1.79	1.80	0.04	1.84
	당기	1.79	-	1.79	1.80	0.03	1.82
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C3	전기	-	-	-	-	-	-
	당기	1.59	-	1.59	1.60	0.00	1.60
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ce	전기	1.19	-	1.19	1.20	0.04	1.23
	당기	1.19	-	1.19	1.20	0.03	1.23
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류Ci	전기	0.74	-	0.74	0.75	0.04	0.78
	당기	0.74	-	0.74	0.75	0.03	0.78
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S	전기	0.87	-	0.87	0.88	0.04	0.91
	당기	0.87	-	0.87	0.88	0.03	0.91
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-F	전기	0.72	-	0.72	0.73	0.04	0.76
	당기	0.72	-	0.72	0.73	0.03	0.75
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CW	전기	0.69	-	0.69	0.70	0.03	0.73
	당기	0.69	-	0.69	0.70	0.04	0.73
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-P	전기	1.39	-	1.39	1.40	0.04	1.43
	당기	1.39	-	1.39	1.40	0.03	1.43
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류S-P	전기	0.86	-	0.86	0.87	0.04	0.90
	당기	0.86	-	0.86	0.87	0.03	0.90
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류CF-P	전기	0.70	-	0.70	0.71	0.01	0.72
	당기	0.70	-	0.70	0.71	0.03	0.73
메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]종류C-Pe	전기	0.73	-	0.73	0.73	0.04	0.76
	당기	0.73	-	0.73	0.73	0.03	0.76

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.

투자자산매매내역

▶ 매매주식규모 및 회전을

(단위: 주, 백만원, %)

메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]

매 수		매 도		매매회전율 ^(주1)	
수 량	금 액	수 량	금 액	해당기간	연환산
871,344	80,826	1,518,404	33,938	2.22	8.89

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

▶ 최근3분기 매매회전율 추이

(단위: %)

2015.04.08 ~ 2015.07.07	2015.07.08 ~ 2015.10.07	2015.10.08 ~ 2016.01.07
16.17	0.47	1.15

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 [메리츠코리아증권투자신탁1호[주식]]의 자산운용회사인 [메리츠자산운용]이 작성하여 펀드재산보관회사(신탁업자)인 [하나은행]의 확인을 받아 한국예탁결제원을 통해 투자자에게 제공됩니다.
- * 투자자의 계좌별 수익률 정보는 판매회사의 HTS나 인터넷 뱅킹 등을 통해 조회할 수 있습니다.

각종 보고서 확인 : 메리츠자산운용 www.meritzam.com
 금융투자협회 <http://dis.fundservice.net>

