

Derivatives Analyst

김현준



02 3770 3608
hyunjun2.kim@yuantakorea.com

파생결합증권 신규 발행 증가세 지속

파생결합증권 2분기 발행 동향

2018년 2분기말 기준 파생결합증권(ELS/ELB/DLS/DLB)의 총 발행 잔고는 93.2조원으로 지난 1분기대비 8.7조원 증가. 1) 글로벌증시 조정 지속 2) 변동성 상승에 따른 쿠폰 매력 증대 3) 2015년 2분기 발행된 HSCEI 기초자산 ELS의 만기 상환 재투자 등의 영향으로 판단

5월 ELS 발행 규모는 7.7조원으로 이례적으로 높은 수준. 2015년 2분기 HSCEI 기초자산 ELS가 만기상환되면서 일부 재투자자가 나타났기 때문. 대부분의 ELS가 만기상환되며 2015년 2분기 ELS 우려는 대부분 해소된 것으로 판단

2018년 2분기 ELS 발행 규모는 전년동기대비 +65.31% 증가한 20.6조원. ELB 발행 규모는 전년동기대비 15.94% 감소한 2.2조원. DLS 발행 규모는 전년동기대비 3.0% 증가한 4.7조원. DLB 발행 규모는 전년동기대비 18.1% 감소한 2.1조원

ELS의 낙인(Knock-in) 우려, 아직은 시기상조

최근 글로벌증시 조정으로 ELS의 낙인(Knock-in) 또는 조기상환 여부에 대한 점검 필요. 낙인 터치 시 1) ELS투자자의 손실 가능성이 높아지고 2) ELS 기초자산에 대한 헷지 트레이딩 방식 변경으로 해당 기초자산의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문

글로벌증시 올해 고점인 1/22~2/2 기간 발행된 ELS 규모는 약 2.7조원. 이중 낙인형 ELS 규모는 약 1.2조원, 리자드형과 노낙인형 ELS가 나머지(약 1.5조원) 차지. 2.7조원 중 유로스톡스 50과 HSCEI를 기초자산으로 한 ELS 발행 규모는 각각 2.3조원과 2.1조원

아직까지는 ELS 낙인을 우려할 지수 레벨은 아닌 것으로 판단. ELS 기초자산으로 주로 활용되는 7개 지수의 경우 올해 고점대비 10~22% 정도 낙폭을 보이고 있기 때문. 일반적으로 낙인(Knock-in)을 우려할만한 낙폭 수준인 40%까지는 아직 여유 존재

최근 글로벌증시 조정을 ELS 투자 기회로 활용하기를 권고. 글로벌지수 조정으로 ELS 조기상환 베리어 및 낙인 베리어의 절대 레벨이 함께 낮아졌기 때문. ELS금리 상으로도 쿠폰 매력은 2017년대비 양호

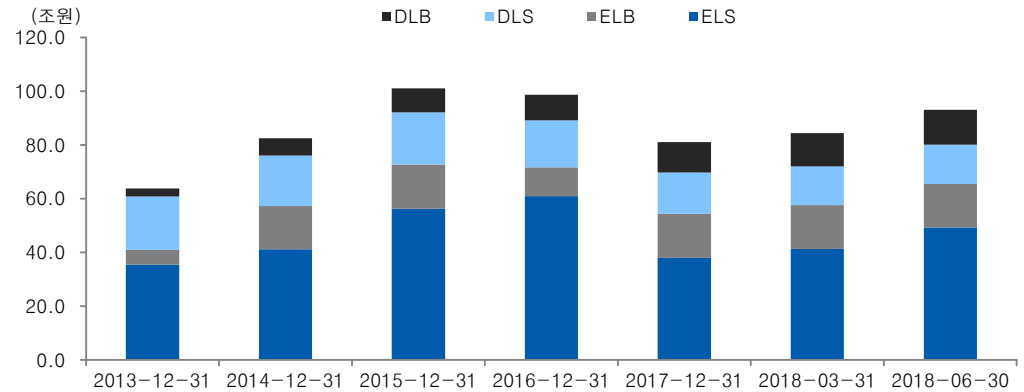
당사의 ELS 기초자산 선호도는 한국=미국=유럽 > 중국/홍콩 > 일본 순

1. 파생결합증권 발행 동향

ELS 신규 발행 증가세 지속

2018년 2분기말 기준 파생결합증권(ELS/ELB/DLS/DLB)의 총 발행 잔고는 93.2조원으로 지난 1분기대비 8.7조원 증가했다. ELS의 발행 잔고가 약 8조원 증가한 영향이 크다. 1) 글로벌증시 조정 지속 2) 변동성 상승에 따른 쿠폰 매력 증대 3) 2015년 2분기 발행된 HSCEI 기초자산 ELS의 만기 상환 재투자 등의 영향으로 판단된다. 2분기 월평균 ELS 발행 규모는 6.87조원으로 2017년 월평균 ELS 발행 규모 5.18조원대비 크게 증가했다.

차트 1. ELS 발행 증가로 파생결합증권 발행 잔고 증가



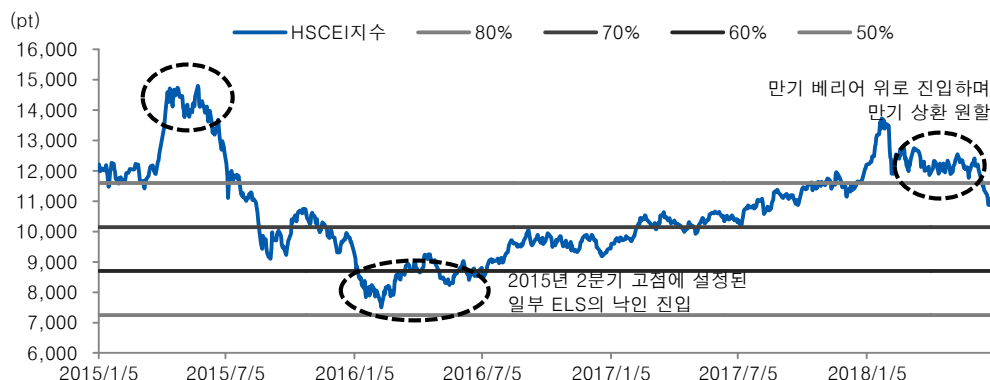
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

ELS 발행 동향

2018년 2분기 ELS 발행 규모는 전년동기대비 +65.31% 증가한 20.6조원을 기록했다. 2분기 월평균 ELS 발행 규모는 6.87조원으로 2017년 월평균 ELS 발행 규모 5.18조원대비 32.6% 증가했다. 2분기 발행된 ELS의 대부분은 지수 또는 해외지수형으로 98.3%를 차지했다.

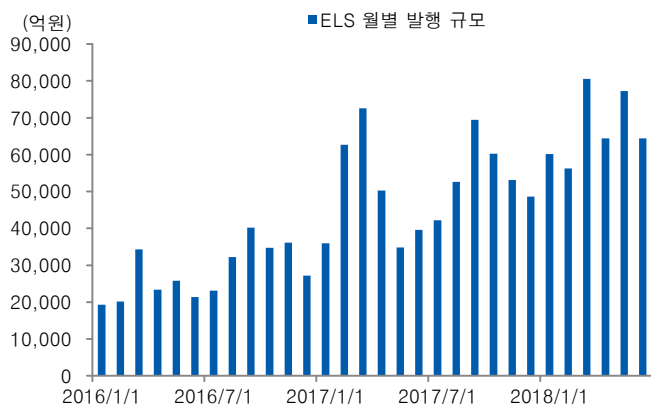
5월 ELS 발행 규모는 7.7조원으로 이례적으로 높았다. 이는 2015년 2분기 중국 관련 주가지수(HSI, HSCEI, China Large-cap ETF 등)를 기초자산으로 설정된 ELS가 만기상환되면서 일부 재투자자가 나타났기 때문이다. 지난 1분기말까지 HSCEI 관련 ELS 발행 잔액은 3.2조원 수준이었다. 해당 ELS의 일부가 낙인(Knock-in) 구간에 진입했었으나, 대부분 만기상환 베리어 조건을 충족하면서 실제 손실로 이어진 ELS 규모는 매우 미미했다. 그 중 일부가 상환 후 재투자된 것으로 추정된다. 2분기 중 대부분의 ELS가 만기상환되며 2015년 2분기 ELS 우려는 대부분 해소된 것으로 판단된다.

차트 2. 2015년 2분기 발행된 HSCEI 관련 ELS 물량은 대부분 만기 상환되며 우려 해소 완료



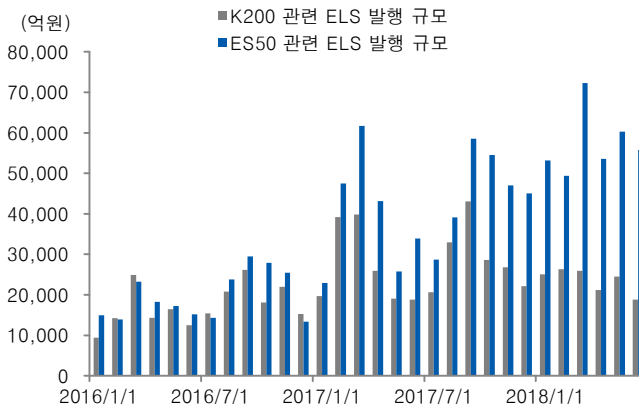
자료: 유안타증권 리서치센터

차트 3. ELS 발행 규모는 증가세



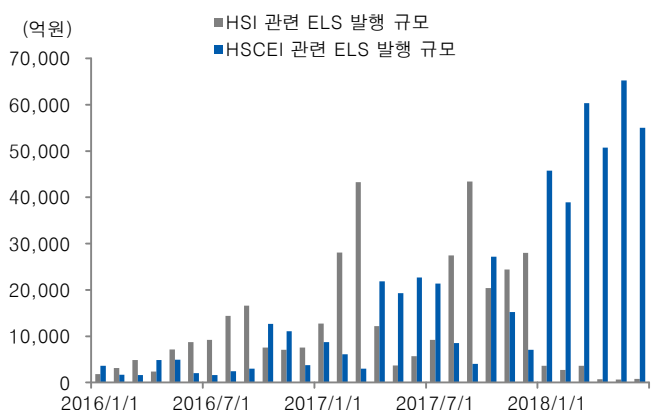
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 4. 유로스톡스 50 관련 ELS 발행 꾸준



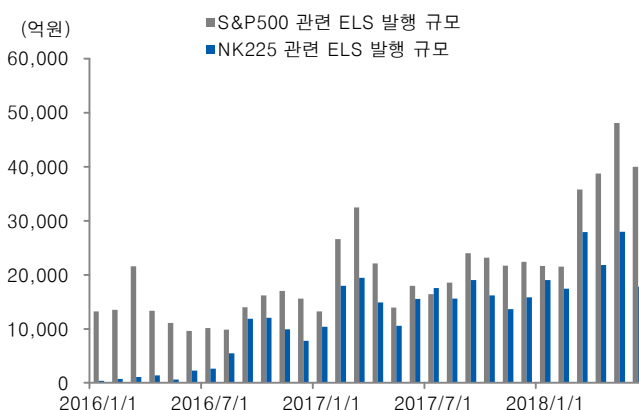
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 5. 발행 규제 완화로 올해 들어 HSCEI 관련 ELS 발행 급증



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 6. S&P500 발행 규모 증가한 반면 NK225 발행은 둔화



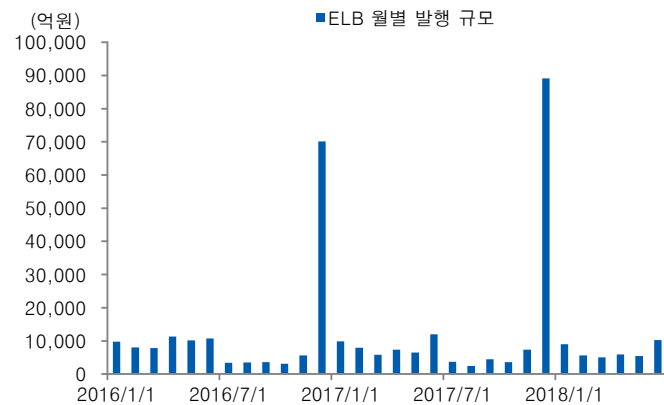
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

올해 상반기 HSCEI를 기초자산으로 하는 ELS 발행 규모는 31.6조원으로 전년동기(8.16조원)대비 급증했다. 올해부터 HSCEI 기초자산 ELS 발행 규제가 풀렸기 때문이다. HSCEI는 HSI보다 변동성이 높아 발행사의 선호도가 높은 것으로 보인다. 기초자산으로 미국증시의 활용도가 높아진 점(차트 6)도 특징적이다.

ELB 발행 동향

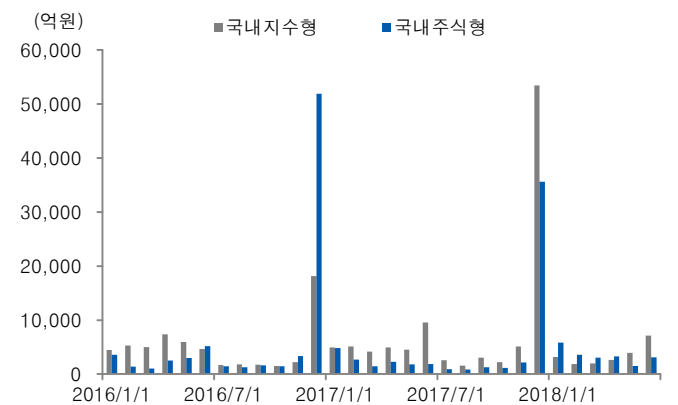
2018년 2분기 ELB 발행 규모는 전년동기대비 15.94% 감소한 2.2조원을 기록했다. 시중 금리의 레벨이 높아지면서 ELB의 상대적 투자 매력력이 낮아진 것으로 해석된다. 발행된 ELB는 대부분 해외지수형보다는 국내지수 또는 국내주식형이다.

차트 7. ELB 월별 발행 동향



자료: 유안타증권 리서치센터

차트 8. 발행되는 ELB의 대부분은 국내지수 또는 국내주식형

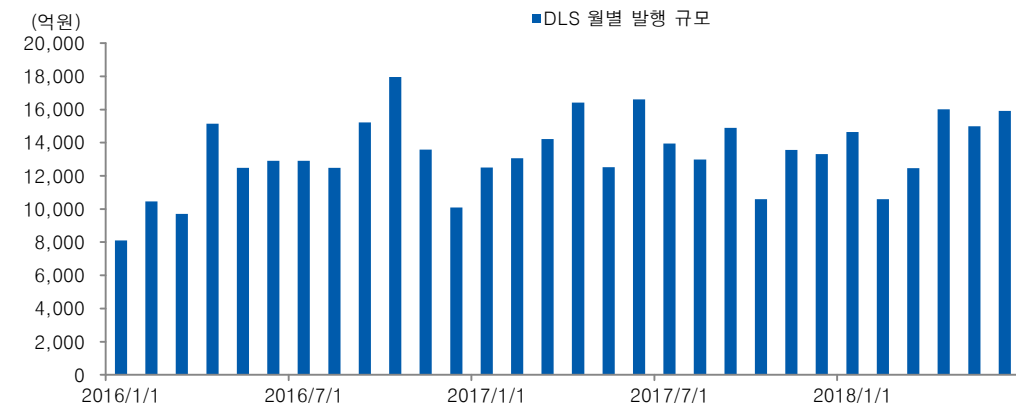


자료: 유안타증권 리서치센터

DLS/DLB 발행 동향

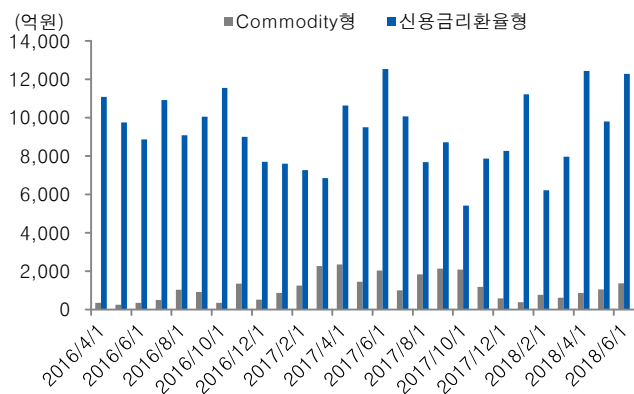
2018년 2분기 DLS 발행 규모는 전년동기대비 3.0% 증가한 4.7조원을 기록했다. 신용금리환율형 DLS 발행이 증가한 영향이 크다. Commodity형 DLS 발행 규모는 전년동기대비 감소했으나, 최근 증가세를 나타내고 있다. 다만, 펀드형, 기타 등의 DLS 발행 규모는 감소 중이다.

차트 9. DLS 월별 발행 동향



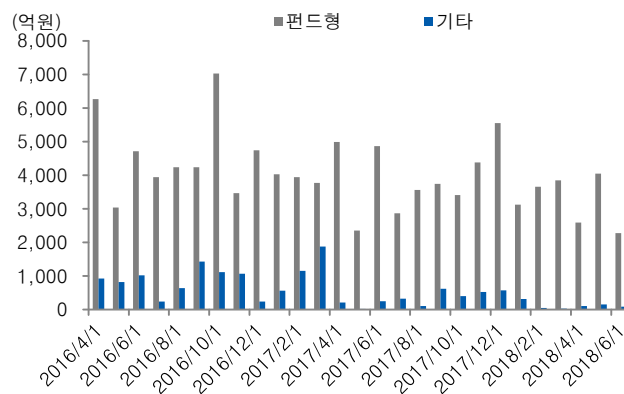
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 10. Commodity 형 DLS 발행은 최근 증가세



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

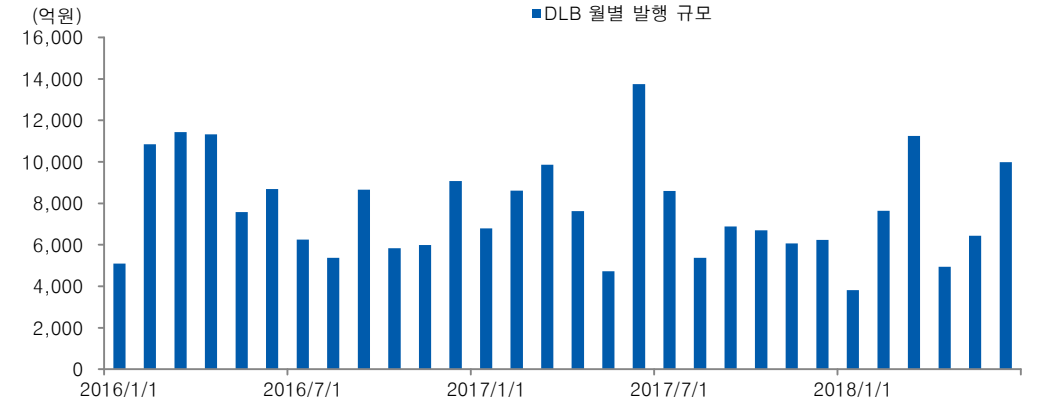
차트 11. 펀드형, 기타 등의 DLS 발행은 감소 중



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

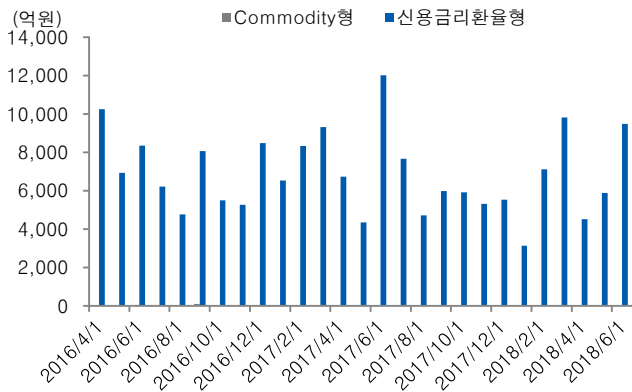
2018년 2분기 DLB 발행 규모는 전년동기대비 18.1% 감소한 2.1조원을 기록했다. 신용금리환율형 DLB 발행 규모가 줄어든 영향이 크다. ELB 발행 규모 감소와 함께 파생결합증권 시장에서 ELS/DLS의 비중이 증가하는 추세로 판단된다.

차트 12. DLB 월별 발행 동향



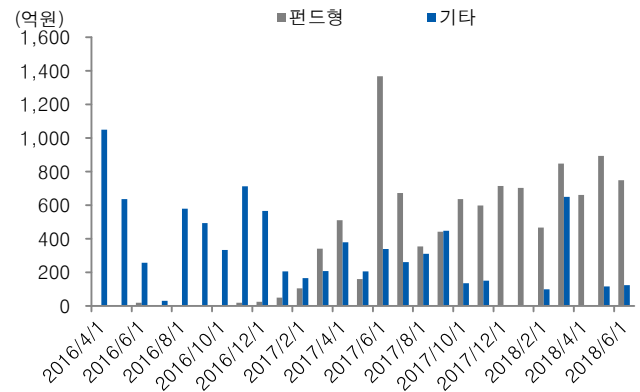
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 13. 신용금리환율형 DLB 발행은 꾸준



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

차트 14. 펀드형 DLB 발행도 꾸준



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

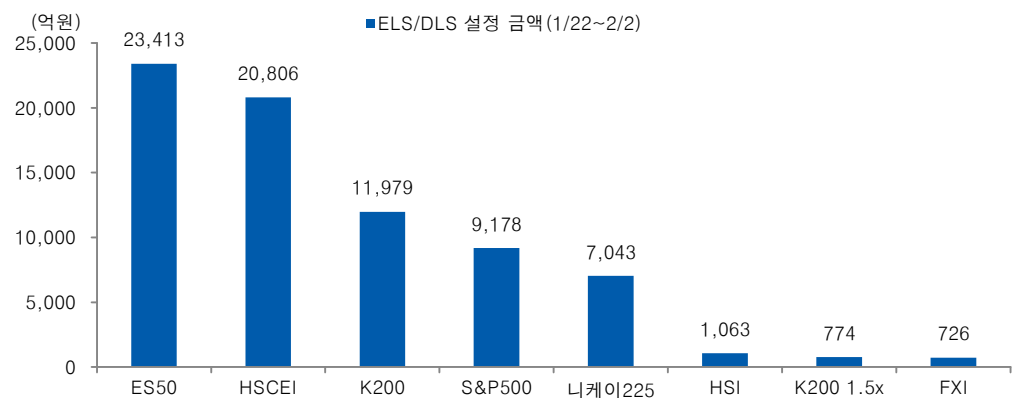
2. ELS는 시한폭탄이 될 수 있나?

ELS의 낙인(Knock-in) 우려, 아직은 시기상조

최근 글로벌증시 조정으로 ELS의 낙인(Knock-in) 또는 조기상환 여부에 대한 점검이 필요한 시점이다. ELS가 낙인을 터치게 된다면 1) ELS투자자의 손실 가능성이 높아지고 2) ELS 기초자산에 대한 헷지 트레이딩 방식 변경으로 해당 기초자산의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 또한 올해 1월말 글로벌증시 고점 부근에서 발행된 ELS의 경우 7월말 1차 조기상환 여부가 결정되는 경우가 대부분이다.

글로벌증시가 올해 고점을 기록했던 2주간(1/22~2/2) 발행된 ELS 규모는 약 2.7조원이다. 이중 낙인 베리어가 존재하는 ELS 규모는 약 1.2조원이고, 리자드형과 노낙인형 ELS 가 나머지(약 1.5조원)의 대부분을 차지한다. 2.7조원 중 유로스톡스50과 HSCEI를 기초자산으로 한 ELS 발행 규모는 각각 2.3조원과 2.1조원으로 가장 높다. 규모는 크지 않으나, 아이셰어즈 중국 대형주 ETF(이하 FXI)와 KOSPI200 1.5배 레버리지 지수를 기초자산으로 한 ELS가 726억원과 774억원 발행된 점도 특징적이다.

차트 15. 올해 1월말 유로스톡스 50 과 HSCEI 관련 ELS 발행 비중 높아



주: 발행된 ELS 2.7 조원 중 기초자산별로 중복 허용
자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

아직까지 ELS 낙인을 우려할 지수 레벨은 아닌 것으로 판단된다. ELS 기초자산으로 주로 활용되는 7개 지수의 경우 올해 고점대비 최대 10.2~22.7% 정도 낙폭을 보이고 있기 때문이다. 일반적으로 낙인(Knock-in)을 우려할만한 낙폭 수준인 40%까지는 아직 조금의 여유가 남아있는 셈이다. 낙폭이 큰 증시는 중국증시로 HSCEI와 아이셰어즈 중국 대형주 ETF로 나타났다. HSCEI 지수가 15% 이상 추가 하락한다면 부담 요인으로 작용할 수 있다. 1) 올해 고점 부근에서 해당 지수 관련 ELS 발행 규모가 2.1조원으로 적지 않고 2) 해당 지수의 낙폭도 큰 편이기 때문이다.

표 1. HSCEI와 FXI의 낙폭 두드러지다

(단위: pt)

	올해 고점	고점 시점	올해 저점	저점 시점	최대 낙폭
K200	338.05	2018-01-29	291.63	2018-07-05	-13.7%
니케이225	24,124.15	2018-01-23	20,617.86	2018-03-23	-14.5%
S&P500	2,872.87	2018-01-26	2,581.00	2018-02-08	-10.2%
유로스톡스50	3,672.29	2018-01-23	3,278.72	2018-03-26	-10.7%
HSI	33,154.12	2018-01-26	28,182.09	2018-07-05	-15.0%
아이셰어즈 중국 대형주 ETF(티커 FXI)	54.00	2018-01-26	41.95	2018-07-04	-22.3%
HSCEI	13,723.96	2018-01-26	10,608.06	2018-07-05	-22.7%

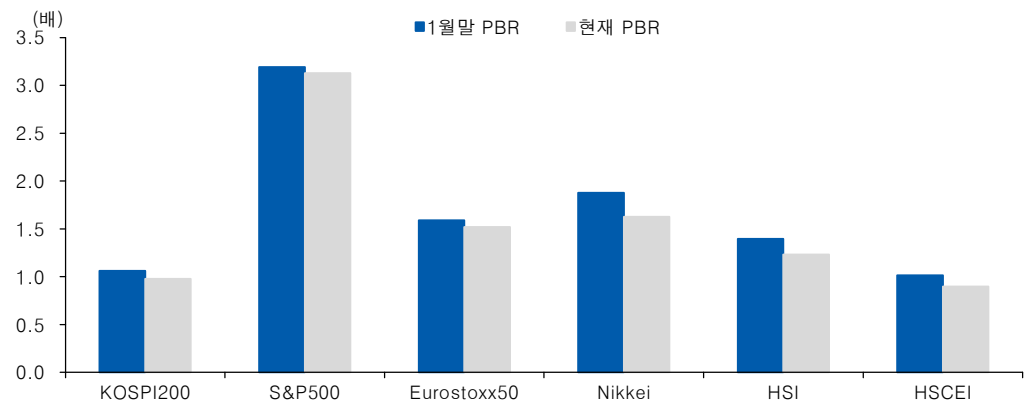
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1월말 발행된 ELS의 대부분은 조기상환 확률이 낮다. 당시 발행된 ELS의 대부분은 조기상환 베리어가 90 이상이기 때문이다. 당시 발행된 ELS의 조기상환 베리어는 유난히 낮은 편이다. 글로벌별증시 상승과 낮은 변동성으로 낮은 베리어로는 쿠폰을 맞춰줄 수 없었기 때문이다.

ELS금리, 2017년대비 양호. 베리어의 절대 레벨 하향 조정 긍정적

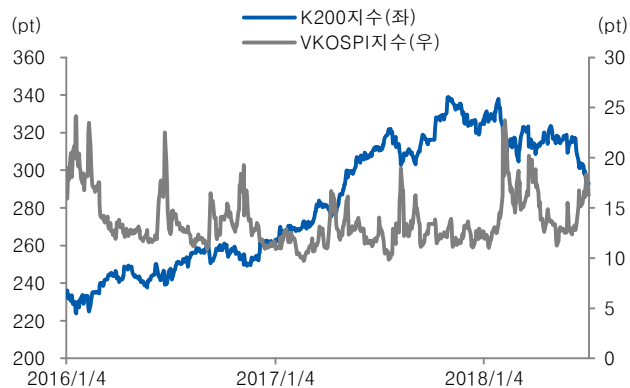
최근 글로벌증시 조정을 ELS 투자 기회로 활용하기를 권고한다. 글로벌지수 조정으로 ELS 조기상환 베리어 및 낙인 베리어의 절대 레벨이 함께 낮아졌기 때문이다. 7/5일 종가 기준 주요 지수의 PBR은 0.9배(HSCEI)~3.1배(S&P500) 사이에 분포돼 밸류에이션 매력에 높아졌다. 금융위기와 같은 대형 악재만 아니라면 밸류에이션 측면에서 ELS의 손실 가능성이 낮아 보인다. 다만, ELS에 진입할 때는 예측불가능한 꼬리 위험을 대비하는 차원에서 1) 조기상환 베리어가 낮거나 2) 낙인 베리어가 낮거나 3) 리자드형 옵션을 포함하는 등 안전장치가 마련된 ELS 선택을 추천한다.

차트 16. 지수별 밸류에이션 매력 높아져 ELS 손실 가능성 낮아진 것으로 판단



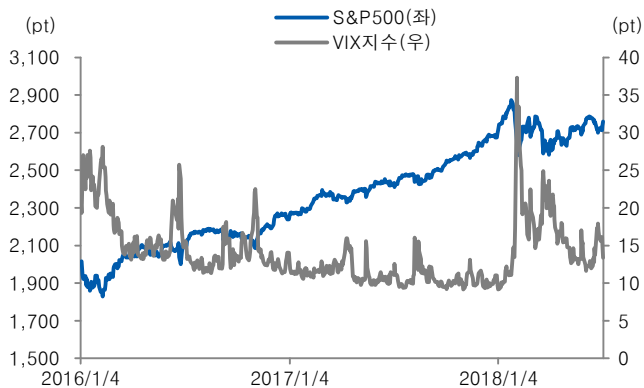
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

차트 17. KOSPI200 과 VKOSPI 추이



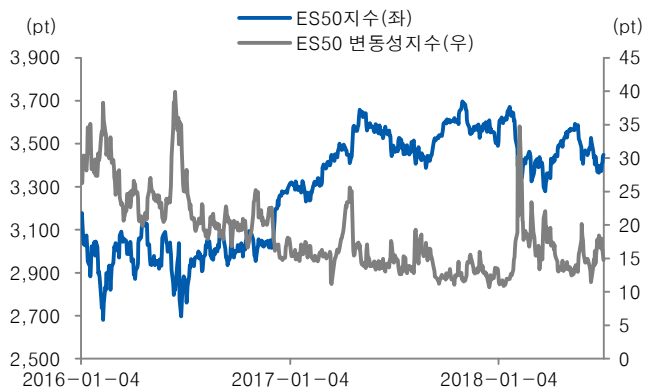
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

차트 18. S&P500 과 VIX 추이



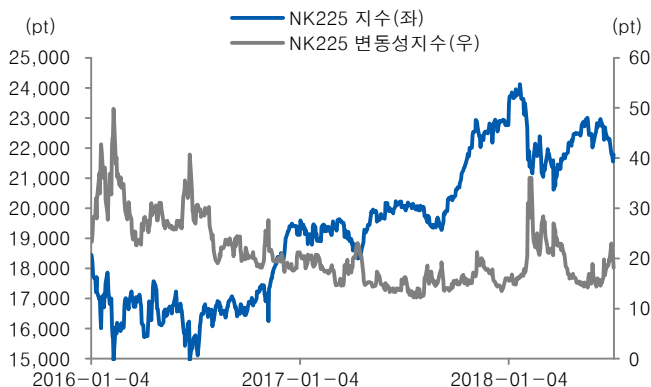
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

차트 19. 유로스톡스 50 지수와 변동성지수 추이



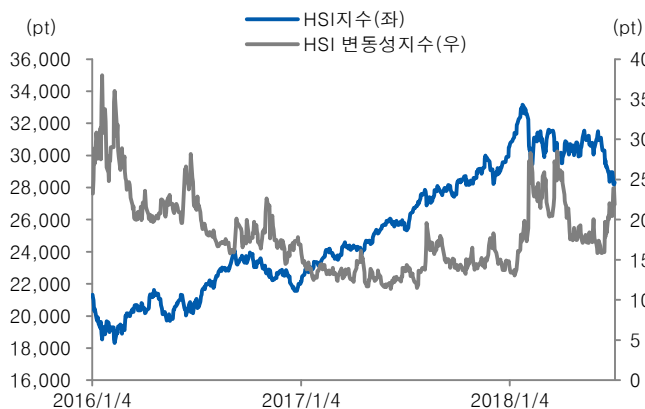
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

차트 20. 나케이 225 지수와 VJIX 추이



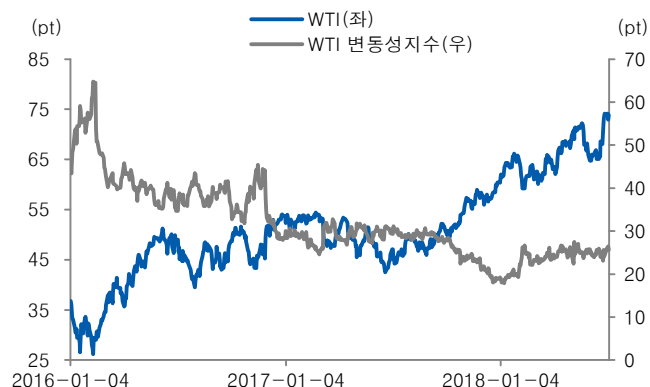
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

차트 21. HIS와 VHSI 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

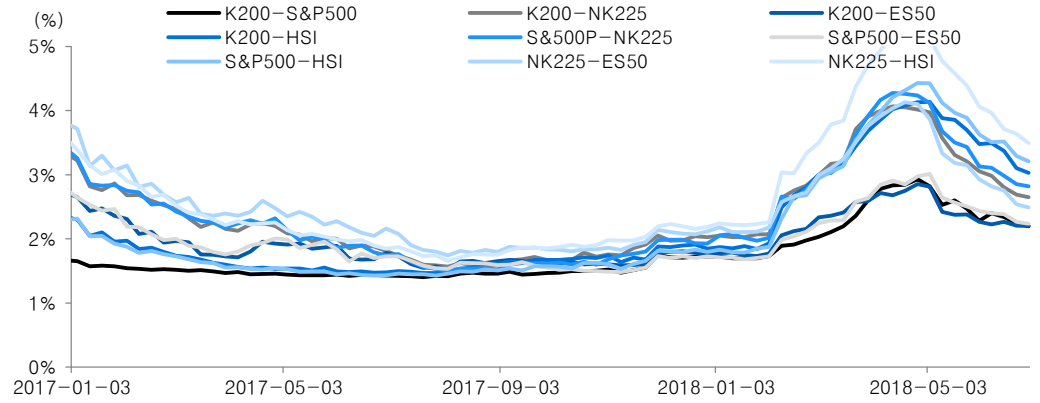
차트 22. WTI와 변동성지수 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

ELS금리(4/5일 발간된 “ELS금리로 본 ELS 투자 매력” 참조) 상으로도 2017년보다 ELS의 쿠폰 매력이 높다. 다만 2월 급락 당시보다는 ELS 쿠폰이 전반적으로 낮아졌다. 변동성지수가 지난 2월 하락 때보다 높지 않은 점이 반영됐기 때문이다.

차트 23. ELS 금리 하락 중이나, 2017 년대비 양호한 수준



자료: KSD, 유안타증권 리서치센터

당사의 ELS 기초자산 선호도는 한국=미국=유럽 > 중국/홍콩 > 일본 순이다. 당사의 글로벌마켓 담당 연구원의 의견(6/25일 발간된 2018년 하반기 투자전략 “선순환과 정상화에 대한 검증의 시기” 48page 참조)을 반영했다.

표 2. 당사의 ELS 기초자산 선호도, 한국=미국=유럽 > 중국/홍콩 > 일본

		성장성		가격메리트			재정건전성		
		경제	이익/매출	배당	일드갭	밸류에이션	경상/재정수지	국가채무	외환보유고
최선호	한국	중	중	하	상	상	상	상	상
	미국	상	상	하	중	중	중	하	하
	유럽	상	상	상	상	중	상	중	중
중립	중국/홍콩	하	상	하	중	상	중	중	중
비선호	일본	하	하	하	상	중	중	하	중

자료: 유안타증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
(작성자 : 김현준)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.