

Derivatives Issue



전균
Analyst
gyun.jun@samsung.com
02 2020 7044

2018. 7. 4

2018년2분기 파생결합증권시장 동향

양적 성장과 다각화

ELS(ELB 포함), '18년 2분기 24.7조원 발행

2018년 2분기 ELS/ELB 발행규모는 각각 22.5조원과 2.2조원이며, 분기별 발행규모로는 사상최대를 경신하였음. ELB는 정체가지만 ELS가 '순발행'을 유지하면서, 2018년 상반기 현재 미상환잔고는 2017년말 대비 +15% 증가하였음. HSCEI 연계 ELS가 올해 상반기에 28.7조원 발행되었음. Nikkei225와 KOSPI200연계 ELS도 발행물량이 증가하였음.

DLS(DLB 포함), '18년 2분기 8.4조원 발행

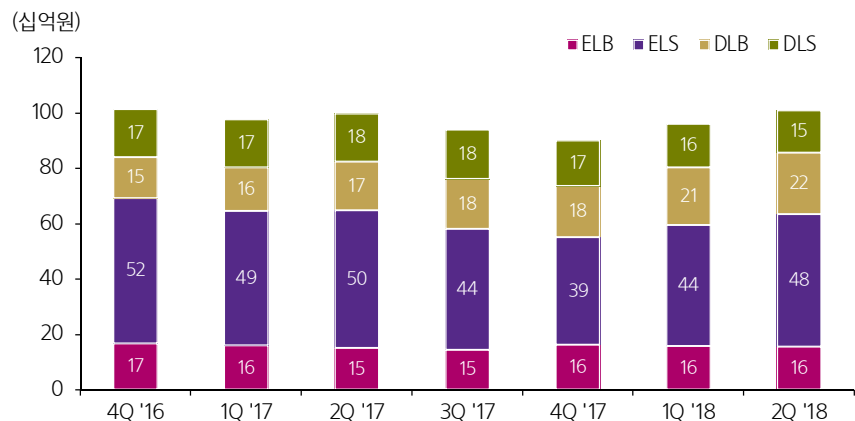
2018년 2분기 DLS/DLB 발행규모는 각각 5.1조원과 3.3조원을 기록하였음. 직전 1분기보다 DLS는 +20% 늘어난 반면 DLB는 -15% 감소하였음. 외화표시 DLS/DLB는 직전 분기보다 총량 기준으로 감소하였지만, 2분기 후반으로 갈수록 발행규모는 늘어났음. 금리연계상품 발행비중이 전분기보다 줄어든 대신 신용위험과 상품 및 통화연계상품의 발행비중이 전분기보다 큰 폭으로 증가하였음. 기초자산의 다각화가 진행중임.

吐故納新 (낡은 것을 벗어던지고 새것을 받아들인다)

홍콩 HSCEI 연계 ELS가 올해 상반기가 급증하면서, HSCEI의 변동성 확대에 의한 2015년 데자뷰가 우려됨. 당시에는 중국내 신용버블과 통제되지 않은 HSCEI연계 ELS 발행 등으로 손실위험에 노출되었지만, 올해는 무역분쟁등 단기적 이슈와 함께 학습효과를 체득하고 있어 2015년 사태가 재연될 가능성은 상대적으로 낮은 편임.

이종자산 혼합형 DLS의 발행이 급증하였음. 기존 ELS 또는 DLS 투자자의 외연확대 차원에서 진행되고 있음. 은행신탁이 ELS 판매에서 60% 가까운 점유율을 기록함. '순발행' 상태인 2018년 파생결합증권시장을 고려하면 은행신탁의 영향력은 더욱 증가할 것임. 당사는 ELS/ELB 2018년 연간 발행규모를 84조원으로 예상하며, DLS/DLB는 36조원을 기록할 것으로 전망함.

파생결합증권 발행잔고 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

Contents

ELS 발행현황	p2
DLS 발행현황	p8
Check Points	p13

주가연계 파생결합증권

ELS 증가 vs ELB 정체

분기별 최대발행 갱신

‘18년 2분기
ELS 22.5조원
ELB 2.2조원 발행

한국예탁결제원(Korea Securities Depository, 이하 KSD)에 따르면, 주가연계 파생결합증권의 2018년 2분기 발행규모는 ELS(주가연계증권) 22.5조원과 ELB(주가연계사채) 2.2조원을 기록하였음. 직전 1분기에 ELS 21.4조원과 ELB 2.0조원 발행된 것에 비해 ELS와 ELB 모두 소폭 증가하였음 (ELS는 +4.9%, ELB +9.9%). 주가연계 파생결합증권의 2018년 상반기 월평균 발행규모는 ELS 7.3조원과 ELB 0.7조원을 기록하여, 2017년 같은 기간 ELS 5.1조원에 비해서는 +43% 증가하였지만 ELB는 2017년 같은 기간 0.8조원으로 소폭 감소하였음.

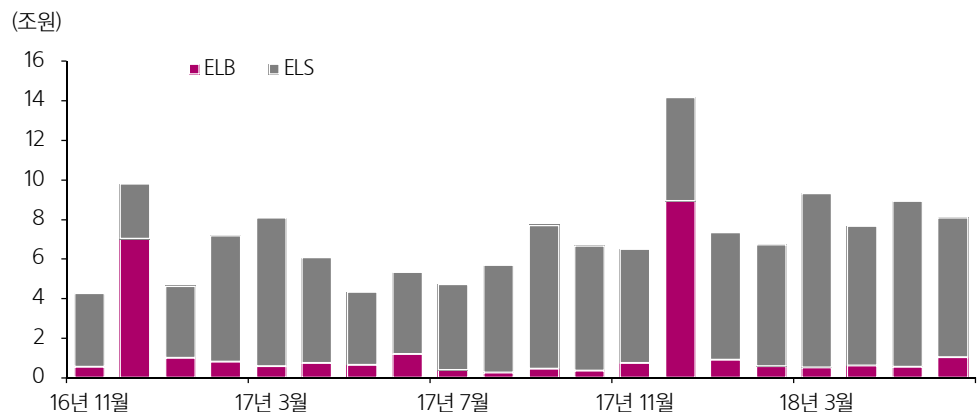
ELS,
분기별 최대발행
연속 갱신

2018년 2분기 ELS 발행규모는 분기별 발행규모로 사상 최대를 기록하였음. 직전 최대치가 ‘18년 1분기 21.4조원이었기 때문에, 올해 들어 발행규모가 꾸준히 증가하고 있음을 확인할 수 있음. 1분기 월평균 발행규모가 7.1조원이었으며 2분기에는 월평균 7.5조원까지 늘어났음. 2018년 들어 글로벌 주식시장은 전반적으로 약세흐름을 보이고 있지만 ELS의 발행규모가 꾸준히 증가하고 있음. 이 같은 현상은 투자자들이 직간접 주식투자에서 구조화상품인 ELS를 통해 주식시장에 대한 exposure를 늘려가고 있음을 반영함.

ELB,
발행정체

ELB는 직전 분기에 비해서는 증가(+9.9%)하였지만, 전년 동기(2017년 2분기 2.6조원 발행)에 비해서 -15% 감소하였음. 2017년 2분기 글로벌 주식시장의 변동성이 올해 2분기보다 현저하게 낮았음에도 불구하고 ELB 발행은 올해보다 많은 발행을 기록하였음. ELS가 매분기 사상 최대를 기록한 것과 달리 ELB는 발행규모가 줄어들고 있음. 주식시장의 변동성이 2017년에 비해 확대되었음에도 불구하고 상대적으로 높은 ELS coupon을 기대하는 투자자들이 증가하였음을 반영하는 현상임.

ELS/ELB 월별 발행규모 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

ELB,
순상환 지속

올해 들어 ELB는 매월 '상환초과(=순상환)' 상태를 기록하고 있음. 실제로는 지난 2016년 5월 이후 매월 '상환초과' 상태였음. 특히 매년말(12월) 연금상품의 roll-over를 위한 재투자가 일시적으로 급증한 것 외에는 매월 상환초과 상태였음. 예를 들어 2017년에는 1월~11월 모두 -2.1조원의 상환초과를 기록하였으며 12월에 일시적으로 +1.9조원의 '발행초과'를 기록하였음. 올해 상반기에도 모두 -4,100억원 수준의 상환초과를 기록하였음. 2017년에는 월평균 -2,200억원 상환초과를 기록하였으며, 2018년 상반기에는 상환초과 규모가 월평균 680억원 수준으로 감소하였음. 이에 따라 ELB의 미상환잔고는 2017년말 16.4조원에서 올해2018년 상반기 현재 15.7조원으로 약 -4% 감소하였음.

ELS,
'18년 상반기
월평균 +1.4조원 순발행

ELS는 올해 들어 4월만 제외하고 모두 '발행초과(=순발행)' 상태를 기록하였음. 올해 월평균 +1.4조원 내외의 순발행을 기록하였음. 참고로 2017년에는 월평균 -1.1조원의 순상환(=상환초과)을 기록하였음. 2017년에는 이전에 발행되었던 물량의 (조기/만기)상환이 지속되면서 발행물량보다 상환되는 물량이 많았음. 2018년에는 2017년 상환자금의 재투자가 활발하게 이루어지면서 '순발행' 상태로 반전하였음. 이에 따라 ELS 미상환잔고는 2017년말 38.8조원에서 2018년 상반기말 현재 47.9조원으로 증가하였음.

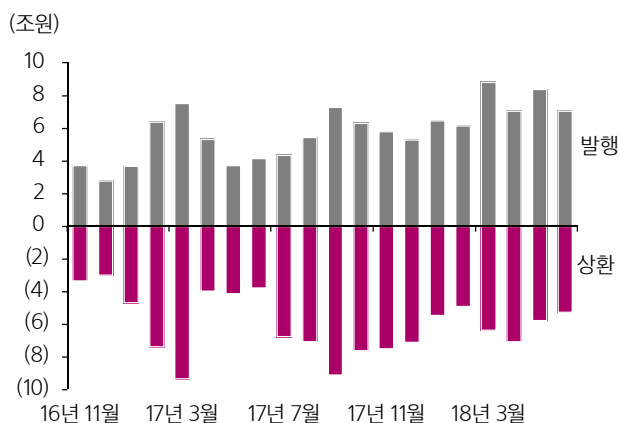
ELB의 위축과 ELS의 성장은
당분간 지속될 것

ELB의 감소와 ELS 증가는 당분간 지속될 것으로 전망됨. 선진국 금리인상으로 국내 시중금리가 동반 상승할수록 ELB의 coupon rate 경쟁력은 상대적으로 약화될 수 밖에 없음. 주식시장의 변동성 확대로 ELB에 적용할 수 있는 Option premium이 높아지더라도 안정성을 추구하는 ELB 투자자 성향상 ELB에 대한 투자수요를 극적으로 늘리기에는 어려울 것임. 반면 ELS는 주식시장의 변동성 확대와 직간접 주식투자의 위축이 이루어질수록 중위험 상품으로서의 매력력이 높아질 것임. 금융시장의 체계적인 위험이 재연되지 않는 한 ELS의 성장세는 지속될 것임.

공모형 상품
미상환잔고 증가세

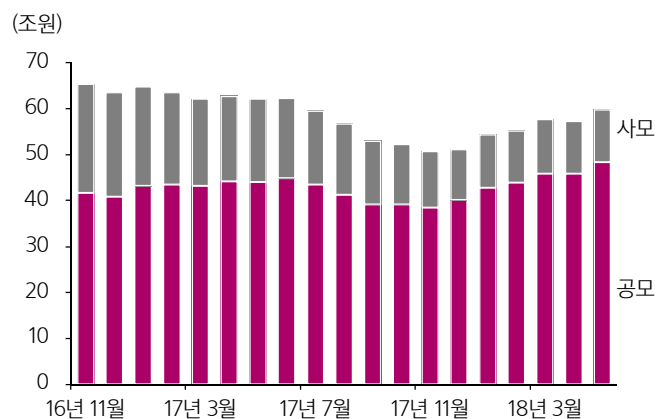
금융투자협회의 자료에 따르면, 공모형 ELS/ELB의 미상환잔고가 5월말 현재 48.3조원으로, 2017년말 40.0조원에서 +20% 증가하였음. 공모형 ELS/ELB의 미상환잔고 48.3조원은 사상 최대 수준임. ELS 중심으로 투자성과가 개선된데다 ELS의 제시수익률이 높아지는 등 투자자 수요를 견인할 수 있는 ELS 상품조건이 유리해졌음. 이에 따라 은행과 증권사의 특정금전신탁(ELT) 확장은 물론 증권사의 일반공모 등 ELS에 대한 투자수요가 전방위적으로 확대되면서 공모형 상품의 발행규모가 빠르게 증가하였음.

ELS 발행/상환 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

ELS/ELB 공모/사모 미상환잔고



참고: 금투협 자료는 현재 '18년 5월까지 업데이트 되어 있음
자료: 금융투자협회, 삼성증권

기초자산별 잔고

ELB
지수형은 2배 늘고
개별주식형은 절반으로
감소

‘18년 2분기에는 지수형 ELB 상품비중이 ‘18년 1분기보다 2배 가까이 증가한 반면 개별주식형 ELB는 절반 수준으로 줄어들었음. 개별주식형 ELB의 발행규모가 감소한 것은 2분기 들어 주요 종목들의 주가하락이 1분기에 비해 심화되는 등 변동성이 확대되는 경향이 나타나면서 발행사 또는 투자자 입장에서 기피하였기 때문으로 추정됨. 개별주식형 ELB의 감소를 지수형(대부분 KOSPI200) ELB가 만회한 것으로 판단됨.

개별주식형 ELS 발행감소

지수형 ELS는 직전 분기보다 소폭 증가한 반면 개별주식형 ELS는 감소하였음. 개별주식형 ELB가 1분기보다 줄어든 것과 같은 배경이며, 특히 해외 주식을 기초자산으로 활용하는 경우 고평가 논란이 가중되면서 투자자들의 기피가 심화된 것으로 판단됨. 개별주식을 기초자산으로 채택하는 경우 투자자들의 선호도 측면에서 원금비보장형인 ELS보다는 원금보장형인 ELB의 선호가 높음. 개별주식에 대한 파생결합증권 투자는 상대적으로 위험회피적인 투자수요가 강한 편임.

2018년 2분기 vs 2018년 1분기 지수형과 국내주식형 발행규모

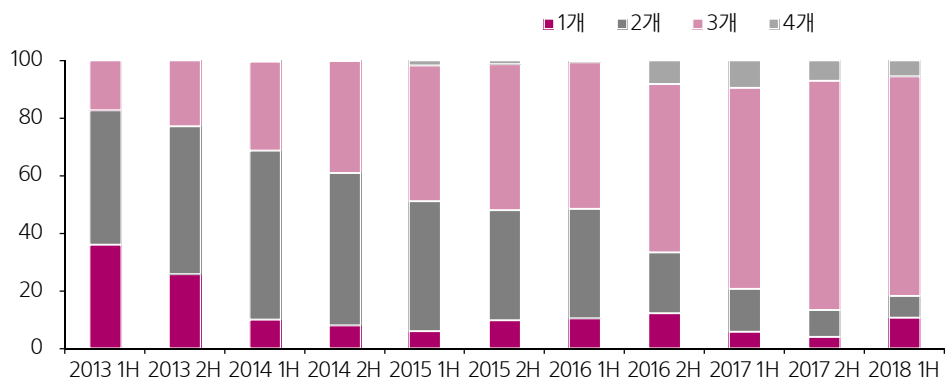
	발행규모 (십억원)		발행종목수 (건수)	
	ELB	ELS	ELB	ELS
2018년 2분기				
지수형	1,391	22,057	262	4,308
(국내외)주식형	792	124	151	182
2018년 1분기				
지수형	740	21,056	265	4,363
(국내외)주식형	1,246	167	188	218

참고: 공모와 사모 합계, 자체지수형은 제외함
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

‘18년 들어 1개 기초자산
채택비중 증가
4개 기초자산
채택비중 감소

ELS/ELB에 채택되는 기초자산 종목수의 추이를 살펴보면, 올해 상반기의 특징은 1개 단독 기초자산의 활용빈도가 2017년에 비해 늘어난 점과 기초자산을 4개 이상으로 적용한 상품의 비중이 감소한 것임. 1개 단독 기초자산 상품이 증가한 것은 대체로 KOSPI200 또는 국내 개별주식을 단독으로 채택한 경우가 많았기 때문임. 이들 상품은 대체로 ELB 형태로 발행되었음. 4개 이상 기초자산을 적용한 상품의 비중이 감소한 것은 글로벌 주식시장의 변동성이 2017년에 비해 높아지면서 4개까지 기초자산을 활용할 유인이 낮아졌기 때문임. 2017년에는 낮은 변동성과 금리로 인해 기초자산의 수를 늘려 상품의 coupon rate를 높이려는 시도가 많았음.

기초자산 종목수 발행추이(반기별)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

HSCEI 기초자산 활용,
'18년 상반기 28.7조원 발행

지수형 ELS의 기초자산 중 홍콩 HSCEI의 기초자산 채용이 올해 급증하였음. 연합인포맥스에 따르면, HSCEI를 기초자산으로 포함한 ELS 발행규모는 2018년 상반기에 모두 28.7조원이 발행되었음. 2017년 연간 발행규모가 13.0조원이었으며, 2016년에는 3.8조원에 불과하였다는 점에서, 직전 2년(2016년~2017년)의 발행물량을 모두 합한 것보다 많은 물량이 올해 상반기에 발행되었음.

HSCEI 주가 변동성 확대로
하반기 발행물량 감소
가능성 배제할 수 없어

HSCEI의 경우 2015년 중국 주식시장의 폭락으로 관련 상품의 손실위험이 확대되어 한동안 기초자산 채택이 제한되기도 하였지만, 2017년 관련상품의 잔고가 대부분 상환되면서 HSCEI를 포함한 ELS 상품에 대해 재투자수요가 증가세로 반전하였음. 다만 미-중 무역분쟁 등으로 인해 중국과 신흥국 주식시장이 2분기 들어 약세로 반전하면서 HSCEI 역시 연초 주가를 밀도는 상황을 연출하고 있어, 하반기에는 HSCEI의 기초자산 채택이 상반기에 비해 줄어들 가능성을 배제할 수 없음.

대체상품으로서
HSI 발행물량은 급감

HSCEI를 활용하지 못하는 상황에서 대체지수로 Hang Seng Index(HSI)가 2017년에는 각광을 받았지만, 올해 들어서는 큰 폭으로 발행규모가 감소하였음. 연합인포맥스에 따르면, 2017년에는 연간 22.5조원이 발행되어, HSCEI 발행규모 13.0조원을 큰 폭으로 상회하였음. 그러나 올해 상반기에는 5,000억원 발행에 그쳐, HSCEI 발행물량의 2%에 미치지 못하는 상황으로 급변하였음. 결국 HSCEI와 HSI는 대체재 관계였음. 올해 하반기 HSCEI를 기초자산으로 채택하는 경우가 축소될 경우, HSI의 발행규모가 재차 증가할 가능성도 남아있음.

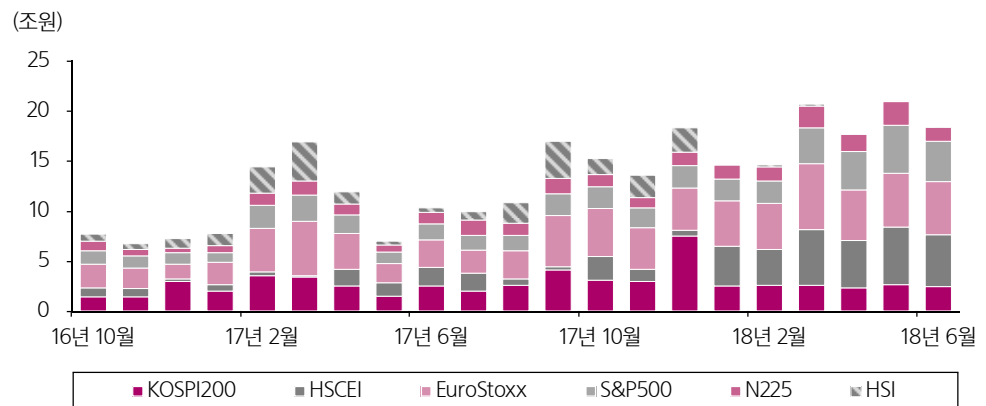
Nikkei225,
중국시장 대체할 수 있는
기초자산으로 급부상

일본 Nikkei225를 기초자산으로 포함한 ELS는 2017년 상반기 6.3조원에서 올해 상반기에는 10.5조원으로 급증하였음. 일본 Nikkei225는 올해 신흥국 주식시장이 약세를 보이는 가운데 선진시장으로서 안정적인 주가흐름을 유지하고 있음. 올해 상반기 글로벌 주식시장이 선진 우세와 신흥 약세로 구분되면서, 변동성과 성과 측면에서 Nikkei225의 기초자산 채택이 투자자 입장에서 상대적으로 안정적이었음. 하반기에도 신흥국 주식시장의 약세가 지속될 경우, 기초자산으로서 Nikkei225가 홍콩 HSCEI에 육박하는 발행물량을 기록할 수도 있음.

KOSPI200 활용도
전년에 비해 늘어나

KOSPI200을 기초자산으로 포함한 ELS 발행규모는 올해 들어 월평균 2.5조원 수준을 꾸준히 유지하고 있음. ELB의 기초자산으로 꾸준히 활용되는데다 2017년에 비해 변동성이 상승함에 따라 KOSPI200을 채택한 ELS/ELB의 coupon rate가 개선된 결과임. 그리고 신흥국 주식시장이 올해 들어 약세를 거듭하고 있는 가운데 상대적으로 낙폭이 제한적인 국내 주식시장의 상황을 고려하면, 하반기 HSCEI를 대체할 수 있는 기초자산으로 KOSPI200이 부상할 수 있음.

기초자산별 발행규모



자료: 연합인포맥스, 삼성증권

ELS/ELB 만기구조

ELB는 1년 위주로
ELS는 3년 집중

ELS의 원금보장/비보장 상품을 만기별로 구분하면, 특정 만기에 쏠리는 현상이 예전과 동일한 편임. ELB(원금보장)는 1년만기 상품 중심으로 발행이 집중되었으며, ELS(원금비보장)는 3년 만기상품에 대부분의 발행물량이 집중되었음.

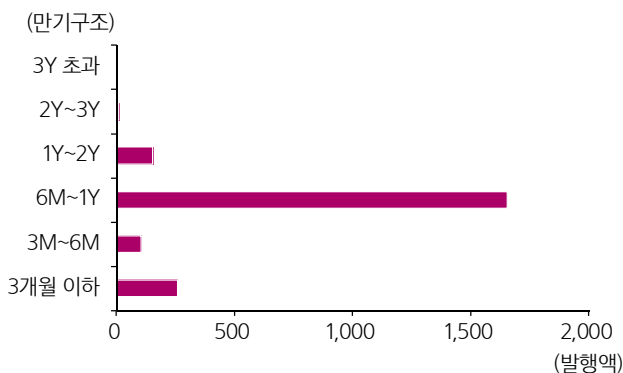
ELS,
3년만기 상품 집중도 96%

ELS(원금비보장)의 경우 2년~3년만기 상품이 2018년 2분기에 전체 발행물량의 96%를 차지하였음. 직전 1분기에는 95%를 차지하였음. 지난 1분기에는 3년 초과 상품의 비중이 3%를 차지하였지만 2분기에는 1%으로 줄어들었음. 만기의 축소와 함께 빠른 조기상환을 선호하는 투자수요를 반영한 것으로 해석됨.

ELB,
만기구조 전반적으로
단기화 양상

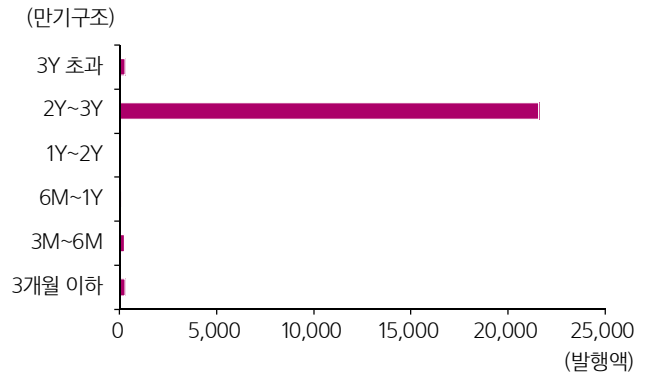
ELB(원금보장)의 경우 만기 1년이하 상품의 비중이 1분기 6%에서 17%으로 크게 늘어났음. 지수형 ELB의 증가와 함께 만기구조의 단기화를 통해 투자자금의 선순환을 유도하기 위한 상품전략이 반영된 것으로 판단됨. 반면 1년 초과 상품의 비중은 1분기 12%에서 2분기 8%으로 감소하였음. 1년 이하 상품비중의 증가와 동일한 맥락으로 파악됨. 1년~2년 만기 상품은 1분기 81%에서 2분기 76%으로 소폭 줄어들었음. ELB 투자자의 만기구조가 전반적으로 단기화되었음을 보여주는 수치임.

원금보장상품의 발행만기별 규모 (2018년 2분기)



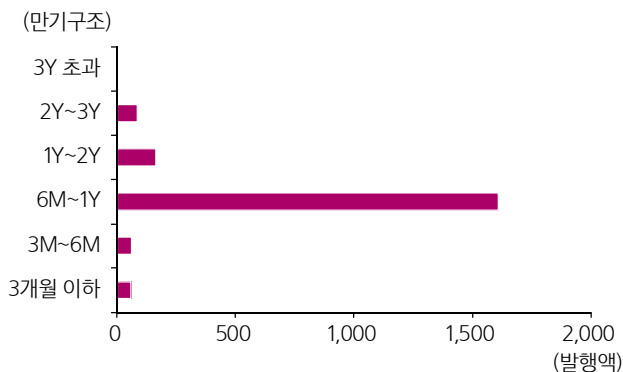
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장상품의 발행만기별 규모 (2018년 2분기)



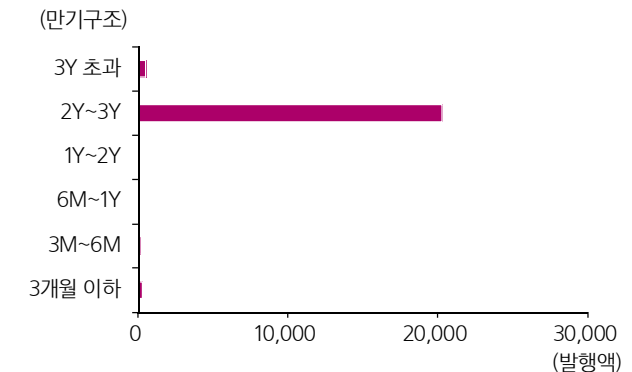
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금보장상품의 발행만기별 규모 (2018년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장상품의 발행만기별 규모 (2018년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

발행사별 발행잔고

최대 발행사는 잔고 줄고
중견 발행사는 잔고 급증

ELS/ELB 잔액이 대부분의 발행사에서 전분기보다 늘어났음. 다만 최대 발행사의 잔고는 전분기보다 1조원 감소하여, 여타 상위권 회사와 역행하는 모습을 보임. 해당 발행사의 ELS/ELB 시장에 대한 전략적인 시각변화 가능성을 배제할 수 없음. 발행잔고 상위 2위~5위사는 평균 5,000억원 내외로 1분기보다 발행잔고의 증가를 기록하였음. 또한 중위권 회사 중 1분기보다 발행잔고가 2조원 이상 급증한 회사도 있음. 그동안 상대적으로 소극적인 발행패턴을 보였던 해당회사가 올해 들어 발행물량을 급격히 늘리고 있는 것으로 판단됨.

ELB, 기존 물량 상환이후
재발행 줄어들어

원금보장형 상품은 발행잔고 하위권으로 갈수록 1분기보다 감소하였음. 발행잔고 상위권 역시 증감이 엇갈리는 양상임. ELB에 대한 투자수요가 전반적으로 위축되면서 기존 발행물량의 상환이후 재발행을 줄인 결과로 판단됨. 다만 하반기 글로벌 주식시장의 변동성이 상반기보다 높아질 경우, 투자자들의 ELB에 대한 투자수요가 늘어날 수 있음.

ELS, 규모의 경제와
신용도 차이에 따른
발행규모 차별화

원금비보장형 상품의 경우, 중상위권 발행사가 대부분 1분기보다 발행잔고의 증가를 기록하였음. 최대 발행잔고 증권사를 제외하면 평균 5,000억원 이상 증가하였음. 특히 앞서 언급한 대로 특정 증권사는 ELS의 발행잔고가 1분기보다 2조원이 증가하기도 하였음. 반면 중하위권 증권사의 발행잔고는 1분기보다 전반적으로 감소하였음. ELS의 발행시장에서도 '규모의 경제'와 신용도의 차이에 따른 발행규모 차별화가 점차 확대되고 있는 것으로 평가할 수 있음. 참고로 발행잔고 상위 5개사의 비중은 1분기 47%에서 2분기 62%으로 급증하였음.

발행사별 ELS 잔액

발행사 (십억원)	2018년 2분기말			2018년 1분기말		
	원금보장	원금비보장	합계	원금보장	원금비보장	합계
미래에셋대우	4,959	6,218	11,178	5,143	7,054	12,198
한국	2,079	5,386	7,465	2,075	4,858	6,933
NH	1,951	5,418	7,369	2,026	5,093	7,120
삼성	735	6,428	7,163	681	5,930	6,612
KB	1,142	5,594	6,736	989	5,084	6,073
신한금융	1,634	4,269	5,903	1,697	4,207	5,904
하나금융	430	4,264	4,694	452	3,928	4,380
신영	17	3,382	3,399	17	2,661	2,678
메리츠	9	2,588	2,597	4	513	518
대신	225	1,520	1,745	189	1,654	1,842
현대차	964	414	1,378	994	258	1,252
한화	5	806	811	6	681	687
IBK	457	336	793	402	417	819
키움	134	471	605	105	412	516
교보	290	153	442	330	208	538
유진	394	6	400	446	6	452
유안타	18	292	310	32	312	343
SK	145	104	249	161	11	171
하이	22	224	246	27	263	290
DB	148	43	190	200	66	267

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

Contents

ELS 발행현황	p2
DLS 발행현황	p8
Check Points	p13

비주권연계 파생결합증권 DLS 주도 성장

'18년 2분기, 분기발행물량 사상 최대

'18년 2분기
DLS 5.1조원
DLB 3.3조원

2018년 2분기 비주권연계 파생결합증권의 발행규모는 DLS(원금비보장형) 5.1조원과 DLB(원금보장형) 3.3조원을 기록하였음. 직전 1분기에 DLS 4.3조원과 DLB 3.9조원에 비해 DLS는 +20% 증가한 반면 DLB는 -15% 감소하였음. 2017년 같은 기간(2분기)에 DLS 4.9조원과 DLB 3.5조원 발행된 것에 비해서 DLS의 증가세가 두드러졌음. 참고로 올해 2분기 DLS 발행물량 5.1조원은 분기별 발행물량 중에서 사상 최대치를 기록하였으며, 이에 따라 2분기 DLS/DLB 전체 발행규모 역시 분기별 발행물량 중에서 사상 최대임.

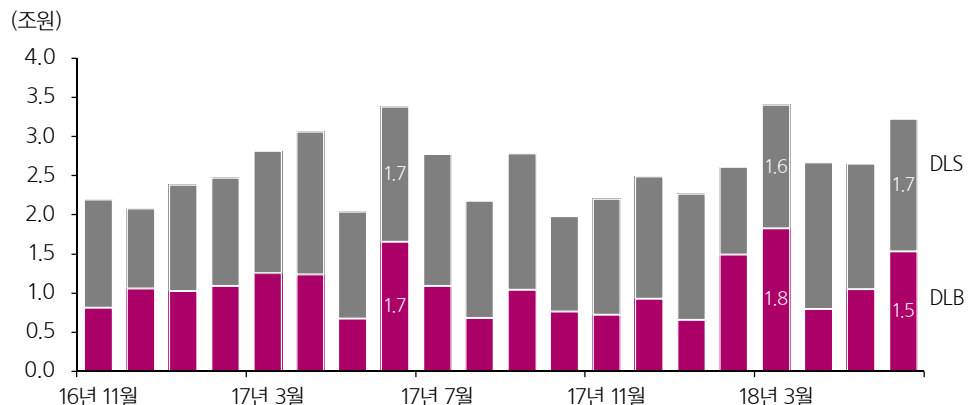
DLB, 1분기와 달리
발행물량 감소

올해 1분기에는 DLB 발행량이 월평균 1.3조원을 기록한 반면 2분기에는 월평균 1.1조원에 그침. DLS는 1분기 월평균 1.4조원에서 2분기 월평균 1.7조원으로 증가하였음. 1분기에는 DLB의 발행이 DLS에 육박할 정도로 이루어졌지만, 2분기에는 상대적으로 위축되었음. DLB의 70% 이상이 금리형 상품에 집중되어 있는 상황에서, 1분기에 비해 2분기 금리연계형 DLB의 발행규모 감축이 2분기 DLB 위축으로 직결되었음. 미국 FRB의 금리인상과 외환시장 불안정, 국내 채권시장의 정체 등으로 인해 금리연계 파생결합증권에 대한 투자자들의 수요가 1분기보다 낮아진 결과로 해석됨. 다만 2분기 후반부터 글로벌 채권시장이 재차 강세로 반전하자 금리연계 DLB의 발행이 급증하였음.

'18년 상반기
월평균 DLS/DLB발행
2.7조원(사상 최대)

2017년에는 DLS/DLB 발행물량이 월평균 2.5조원을 기록하였지만, 2018년 상반기에는 DLB(1분기) 또는 DLS(2분기)의 약진으로 월평균 2.7조원이 발행되었음. 월평균 2.7조원을 기록한 것으로 올해가 처음임. 당초 선진국 금리인상과 신용위험 확대 가능성 등으로 비주권연계 파생결합증권의 발행이 다소 위축될 가능성을 배제할 수 없었음. 그럼에도 불구하고 금리인상 이후 오히려 채권시장이 강세를 유지하고 원자재와 외환시장의 변동성이 확대되면서 투자기회가 늘어나는 시장환경이 조성되었음.

비주권연계 파생결합증권 발행추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

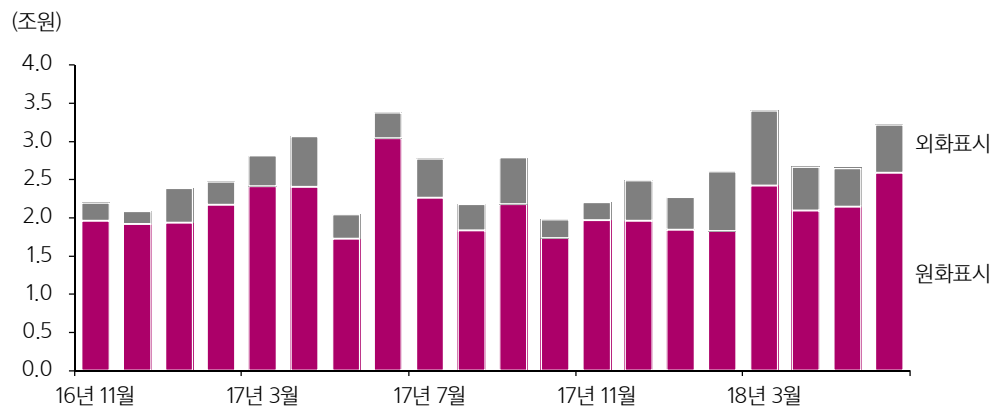
외화표시 DLS/DLB 발행
1분기 2.2조원
2분기 1.7조원 발행

한국예탁결제원에 따르면 DLS/DLB를 '원화표시'와 '외화표시'으로 구분하여 발행과 상환을 집계하고 있음. 외화표시 DLS/DLB는 올해 1분기에 2.2조원 발행되었지만, 2분기에는 1.7조원 발행에 그쳤음. 1분기 원/달러화의 이례적인 강세에도 불구하고 외화표시 DLS/DLB 발행이 사상 최대를 기록한 반면, 2분기 원/달러화의 약세가 본격적으로 진행되었음에도 불구하고 외화표시 DLS/DLB는 1분기보다 오히려 감소하였음.

외화표시 DLB,
원/달러 약세 진행될수록
발행물량 늘어나

다만 2분기에 외화표시 DLB의 경우 4월 2,900억원, 5월 4,000억원, 6월 5,400억원으로 계속 증가세를 기록하였다는 점에서, 원/달러 환율에 민감하게 반응하고 있음을 반증함. 외화표시 DLB의 경우 보수적으로 제시된 coupon 수익률에도 불구하고 환투자를 통한 추가수익을 확보할 수 있다는 점이 원/달러 약세국면에서 핵심적인 경쟁력으로 부상하고 있음.

원화표시 및 외화표시 DLS/DLB 발행규모

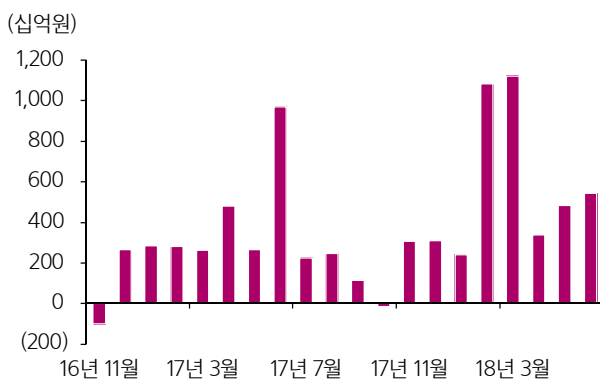


자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLB는 '발행초과'
DLS는 '상환초과'

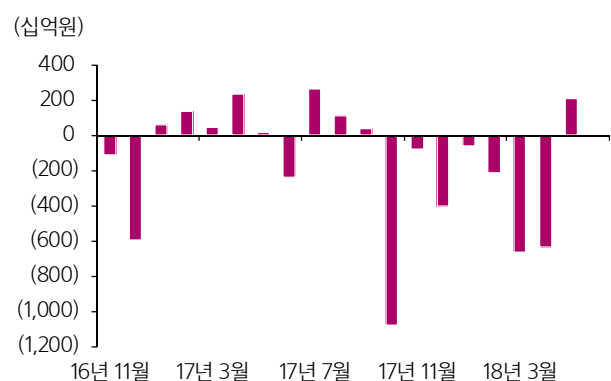
DLB는 2017년 이후 꾸준히 '발행초과' 상태를 유지함. 반면 DLS는 '17년 10월 이후 7개월 연속 '상환초과' 상태를 보였으며, 올해 5월부터 '발행초과'로 반전하였음. DLS는 2017년 ELS와 마찬가지로 발행이 급증하였지만, 기존 물량의 상환이 지속되면서 미상환잔고는 감소하는 패턴이 올해 현상으로 자리잡았음('18년 상반기 1.3조원 순상환되었음). 현재까지는 DLB의 증가세가 DLS/DLB 전체 잔고를 늘려가는 상황임.

DLB 월별 순발행(발행-상환) 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS 월별 순발행(발행-상환) 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

기초자산 현황

금리연계 DLS/DLB,
전체 발행물량의 38% 차지

연합인포맥스에 따르면, DLS/DLB 기초자산 중 2018년 2분기 발행규모가 가장 큰 기초자산은 금리연계 상품임. 2분기 금리연계 상품의 발행물량은 3.1조원으로 DLS/DLB 전체 2분기 발행물량의 38%에 달함. 신용위험연계상품의 발행물량은 2.4조원(29%)에 달하며, 펀드(ETF, 주식포함)연계상품은 1.3조원(16%)를 차지하였음. 환율연계 상품비중은 6%를 차지한 반면 원자재연계 상품비중은 3%에 그침.

금리연계상품,
1분기 3.6조원 발행
2분기 3.1조원 발행

금리연계 DLS/DLB가 전체 비주권연계 파생결합증권에서 차지하는 비중이 올해 2분기 38%를 차지하였음. 직전 1분기에 43%를 기록한 것에 비해 감소하였으며, 2013년 1분기 이후 가장 작은 비중을 기록하였음. 물론 금리연계 DLS/DLB 발행규모 절대치가 감소하였다기 보다는 여타 기초자산의 발행규모가 증가한 결과임. 따라서 비주권연계 파생결합증권의 기초자산 다각화가 본격적으로 이루어지고 있는 현상으로 이해됨.

신용위험연계
1분기보다 발행규모 증가
금리상품의 감소를
신용위험상품에서 보완

신용위험연계 DLS/DLB의 발행규모가 1분기보다 증가하였음. 1분기 1.9조원 발행된 것에서 2분기에는 2.47조원 발행되었음. 전체 DLS/DLB시장에서 차지하는 비중 역시 1분기 25%에서 2분기 29%으로 증가하였음. 금리연계 상품의 발행량이 감소한 부분을 신용위험연계 상품이 때우고 있음. 두 상품의 경제적 실질이 금리투자라는 점에서 일정한 대체효과를 갖는 것으로 해석됨.

환율연계상품,
1분기보다 +68% 증가
상품연계상품 발행증가

환율연계 연계 DLS/DLB가 올해 증가세를 보임. 올해 1분기 3,200억원 발행에서 2분기 5,500억원 발행으로 +68% 증가하였음. 미국의 금리인상과 함께 외환시장의 변동성이 확대되면서 외화투자 기회가 확산된 결과임. Commodity 연계상품 역시 1분기 1,500억원 발행에서 2분기 2,600억원 발행으로 +71% 증가하였음. 유가와 여타 원자재의 강세에 힘입어 투자자들의 수요가 원자재로 회귀한 결과임.

DLS/DLB 기초자산별 발행규모

(백만원)	Commodity연계	신용위험연계	금리연계	환율연계	펀드(ETF)연계	미분류
16년 10월	37,434	813,810	1,421,908	19,585	505,864	87,740
16년 11월	132,180	799,784	848,183	26,529	317,847	56,184
16년 12월	51,666	445,812	1,124,379	51,059	330,757	79,467
17년 1월	67,628	677,601	1,091,625	47,745	363,642	135,717
17년 2월	117,424	725,535	1,064,046	49,777	390,447	91,092
17년 3월	204,137	764,377	1,163,720	70,217	410,702	150,384
17년 4월	182,737	724,100	1,173,809	29,659	494,517	455,586
17년 5월	122,090	662,114	862,600	39,775	265,273	63,422
17년 6월	160,941	734,626	1,820,488	26,508	461,260	173,966
17년 7월	91,260	760,424	1,310,166	59,444	368,328	183,108
17년 8월	169,206	565,012	806,825	41,375	423,555	107,964
17년 9월	173,944	648,893	425,804	56,732	56,732	203,024
17년 10월	145,856	396,581	379,729	37,537	37,537	143,620
17년 11월	78,605	531,136	448,745	39,209	39,209	191,453
17년 12월	51,450	494,155	375,498	55,994	55,994	336,267
18년 1월	37,319	930,487	650,946	68,587	311,596	261,604
18년 2월	61,815	378,467	1,245,299	86,956	630,043	195,347
18년 3월	54,018	623,342	1,748,927	171,126	663,264	107,662
18년 4월	55,925	928,613	847,118	157,281	432,919	221,711
18년 5월	92,631	726,336	885,506	207,382	589,202	94,586
18년 6월	114,071	764,503	1,442,206	184,862	351,227	187,592

참고: 펀드항목에 주식항목을 포함하였음
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

발행만기 다양화

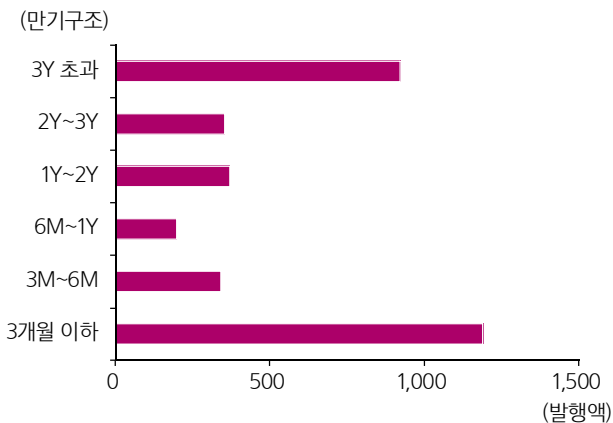
DLB 만기구조,
초장기물 감소
초단기물 증가

DLS/DLB 발행만기 구조를 보면, 원금보장형 상품은 초단기물과 초장기물에 바벨 양상으로 만기 분포가 형성되어 있음. 만기구조 측면에서 직전 1분기에 비해서 2분기에 3년 초과 장기물의 발행 감소가 특징임. 장기물 대부분이 사모형태로 발행된 금리연계상품이라는 점에서 금리 상승국면에 입한 국내외 채권시장을 고려한 상품발행 전략으로 판단됨. 금리 상승국면에서 채권 장기물의 약세가 불가피하기 때문임. 동시에 3개월 이하 초단기물은 1분기 31%에서 2분기 35%으로 증가하였음. 채권시장의 불확실성이 여전히 높기 때문에, 금리연계 또는 신용위험연계 상품 중에서 초단기 중심으로 상품발행이 집중된 결과로 해석됨.

DLS 만기구조,
1~3년 만기상품
발행 증가

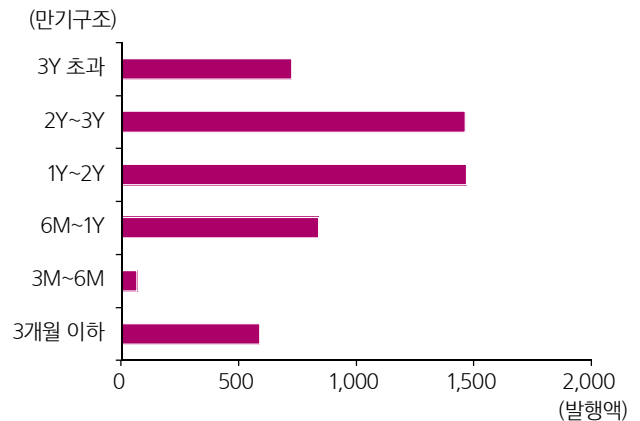
원금비보장형 상품은 3개월 이하 초단기물 상품의 비중은 감소한 반면 1년~3년 만기상품의 발행비중은 증가하였음. 올해 1분기에 1년~3년 만기상품의 발행비중은 48%이었지만, 2분기에는 57%으로 증가하였음. 3개월 이하 초단기물의 비중은 1분기 20%에서 2분기 11%으로 급감하였음. DLS 중 공모형 상품이 1분기에 비해 +17% 증가하였으며, 이중 원자재와 환율연계상품의 비중이 늘어났음. 공모형 상품이 대체로 1년 내외 상품이라는 점에서 2분기에 나타난 1년~3년 상품비중의 증가를 설명하는 부분임.

원금보장형 상품의 발행만기별 규모 (2018년 2분기)



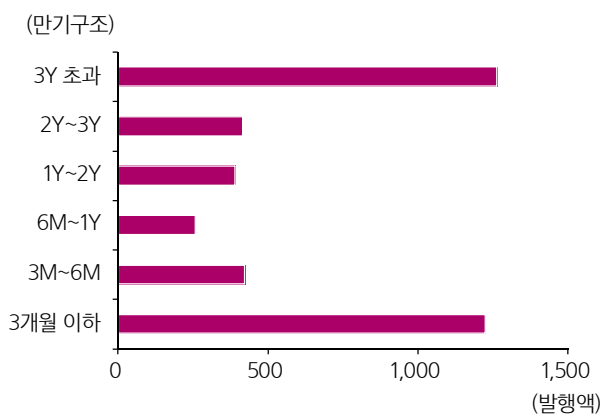
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장형 상품의 발행만기별 규모 (2018년 2분기)



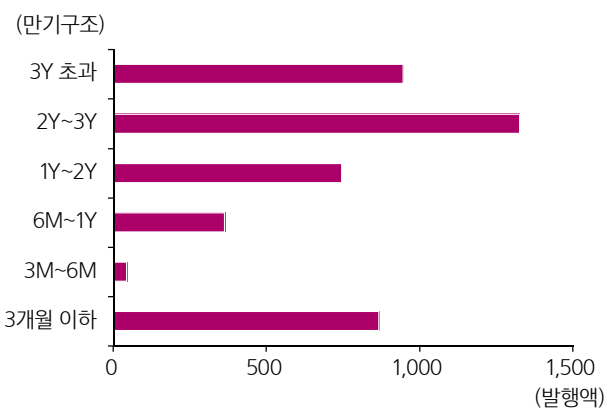
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금보장형 상품의 발행만기별 규모 (2018년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장형 상품의 발행만기별 규모 (2018년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

발행사별 발행잔고

발행사,
DLS는 소극적
DLB는 적극적으로 발행

2018년 2분기 DLS/DLB의 증권사별 발행잔액을 보면, 발행물량 상위사 중심으로 전반적으로 발행잔액이 증가하였음. 대체로 상환초과 상태를 보이고 있는 DLS의 발행잔고는 대부분의 발행사에서 줄어들었지만, DLB의 발행잔고는 대체로 증가하였음. 비주권연계 파생결합증권에 대해 발행사는 원금보장형에 대해서는 발행규모를 계속 늘려가는 반면 DLS에 대해서는 선택적으로 발행전략을 취하고 있음.

상위발행사의
과점현상 지속

원금보장형(DLB)의 발행잔액 상위 5개사의 발행비중은 1분기말 63%를 차지하였으며, 2분기말에도 62%를 기록하였음. 상위 발행사의 과점 현상이 지속되고 있음. 원금비보장형(DLS)도 발행잔액 상위 5개사의 비중은 1분기말 66%에서 2분기말 65%으로 상위발행사의 과점 현상이 지속되었음. DLB와 DLS 모두 중하위권 발행사는 대부분 발행잔액이 감소하였지만, 상위권에서는 일부를 제외하면 대체로 늘어난 편임.

DLS에 대한 발행사별
차별화 전략 진행

중상위권 발행사의 경우 원금비보장형 상품(DLS)의 발행을 늘린 곳과 줄인 곳이 양분화되어 있음. DLS를 1분기에 비해 1.4조원 이상 축소한 발행사가 있는 반면 1분기보다 5,000억원이상 늘린 발행사도 2곳이나 존재함. 발행사마다 금리와 신용위험, 환율과 원자재 가격시장에 대한 전망에 따라 DLS의 발행전략을 차별화하고 있는 것으로 추정됨.

발행사별 DLS/DLB 잔액

발행사 (십억원)	2018년 2분기말			2018년 1분기말		
	원금보장	원금비보장	합계	원금보장	원금비보장	합계
NH	3,550	3,198	6,748	3,270	2,642	5,912
하나금융	2,410	3,096	5,506	2,419	2,592	5,012
KB	3,332	1,617	4,949	3,267	1,419	4,686
미래에셋대우	2,538	1,173	3,711	2,341	1,198	3,539
교보	1,705	879	2,583	1,759	749	2,508
삼성	1,441	1,040	2,482	1,370	2,502	3,873
한국	1,946	529	2,475	1,399	694	2,093
신한금융	1,452	731	2,184	1,491	846	2,337
대신	816	644	1,460	638	801	1,439
IBK	738	105	843	725	85	810
키움	413	401	814	355	219	574
유안타	481	191	672	583	220	803
메리츠	30	575	605	28	619	648
신영	154	415	569	156	352	508
한화	156	305	461	159	218	377
유진	337	10	347	397	15	412
SK	208	106	314	181	107	288
DB	36	271	307	53	248	301
하이	132	10	142	101	10	111
노무라	54	50	104	54	50	104
현대차	30	50	80	30	52	82

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

Contents

ELS 발행현황	p2
DLS 발행현황	p7
Check Points	p13

Check Points

양적 팽창과 다각화

HSCEI, 2015년 데자뷰(?)

올해 상반기 HSCEI 연계
ELS 28.7조원 발행

올해 들어 HSCEI를 기초자산으로 채택한 ELS 상품이 급증하였음. 연합인포맥스에 따르면, 올해 상반기에 발행된 HSCEI 연계 ELS는 모두 28.7조원이며, 월평균 4.8조원 수준이 발행되었음. 2017년에 기존 HSCEI 관련 상품의 (조기/만기)상환이 순조롭게 진행되면서, 상환자금의 재투자 및 신규자금의 유입이 이루어지면서 HSCEI 관련 ELS 발행이 급증하였음. HSCEI가 2017년말 대비 1분기 중 한때 +17%이상 상승하는 등 강세를 지속함에 따라 ELS 투자수요가 집중되었음.

HSCEI 변동성 확대

그러나 '18년 2분기말 기준으로 HSCEI는 '17년말 주가를 하회하면서 전년말 대비 -5.4%를 기록하였음. 연중 고점이 13,962pt에서 6월말 종가는 11,073pt으로 연중 최대 낙폭이 -20%에 달할 정도로 급등락을 연출하였음. HSCEI를 기초자산으로 활용한 ELS가 HSCEI의 상승세에 연동하여 대규모 발행되었지만, 반년만에 HSCEI가 약세로 반전하면서 2015년의 데자뷰 가능성을 고려하지 않을 수 없음.

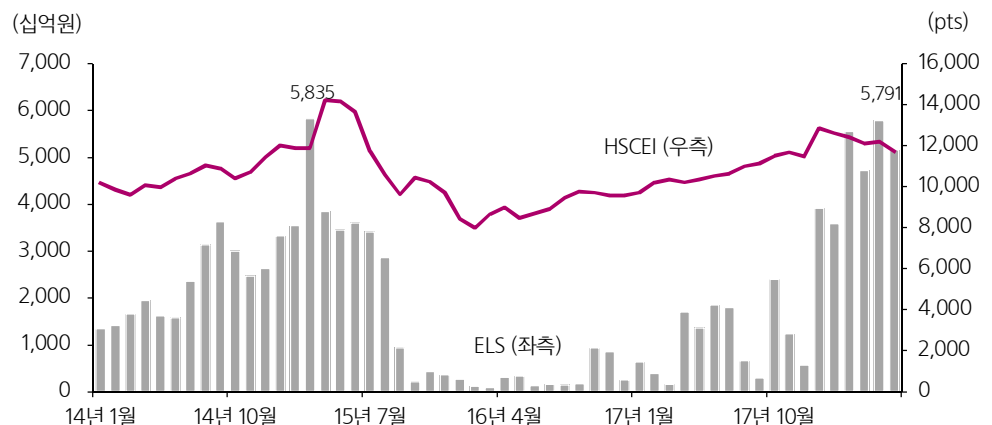
2015년 상반기
HSCEI연계 ELS 23조원 발행

2015년 상반기 HSCEI에 연동된 ELS는 모두 23.6조원이 발행되었음. 월평균 3.9조원 규모임. 그러나 G2 Risk 상태로 2015년 하반기에는 HSCEI 연계 상품의 발행이 8.2조원으로 급감하였으며, 2016년 연간으로 월평균 3,100억원에 그치는 상황까지 전개되었음. HSCEI 주가는 '14년말 대비 '15년 상반기중 최대 +24%의 상승을 기록하였지만, '15년 상반기 고점 대비 '15년 6월말에는 -13% 하락하였음.

2015년 데자뷰?

2015년의 상황은 기발행된 물량까지 가세한 상태에서 주식시장의 급락으로 HSCEI 관련 ELS 상품의 손실위험이 급증하였음. 올해도 단기간에 발행물량이 급증한데다 주식시장의 급등락이 반년안에 이루어졌다는 점에서, 올해 상반기중 발행된 물량의 손실위험에 대한 우려가 존재함.

HSCEI 주가와 월별 ELS 발행물량



참고: ELS 월별 발행물량은 인포맥스 데이터 참조, HSCEI는 월평균 가격
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 삼성증권

올해 12,500pt 이상에서
발행된 물량은
상반기 발행물량의 20%

올해 들어 발행된 HSCEI 연계 ELS의 주가수준별 발행물량(barrier가 존재하는 상품 12.8조원에 한정)을 살펴보면, 13,000pt 이상에서 +1.4조원이 발행되었으며 12,500pt~13,000pt에서는 1.1조원 발행되었음. 올해 연초 HSCEI가 급등하였던 구간(12,500pt 이상)에서 발행된 물량은 전체 대상의 20% 수준임. 한편 2015년 상반기 중에는 14,000pt 이상에서 발행된 HSCEI 관련 ELS는 2.2조원이며, 13,500pt 이상에서 설정한 물량까지 합하면 5.2조원에 달함. 전체 대상물량(barrier 있는 상품 16.6조원 대상) 중 31%에 달함. 다시 말해 높은 가격수준에서 발행된 HSCEI 연계 ELS 물량이 올해보다 2015년에 많았음.

가중평균 barrier 6,000pt
설정가격대비 50% 내외

한편 연합인포맥스에 따르면, 올해 설정된 HSCEI 연계 ELS의 가중평균 barrier 가격대는 평균 6,030pt 수준임. 설정 가격대를 감안하면 barrier 수준은 평균 50% 내외로 판단됨. 반면 2015년 상반기에 설정된 ELS 물량의 평균 barrier는 설정 가격대비 55% 수준이었음. 2015년 당시 ELS 상품이 상대적으로 높은 barrier로 인해 주가 하락시 손실위험에 노출될 수 있는 가능성이 올해보다 높았음. 다시 말해 올해 설정된 HSCEI 연계 ELS는 2015년에 비해 상대적으로 손실위험을 제한하였다고 평가할 수 있음.

‘15년 중국내 신용버블로
주식시장 급락
현재는 외부요인에 의한
변동성 확대

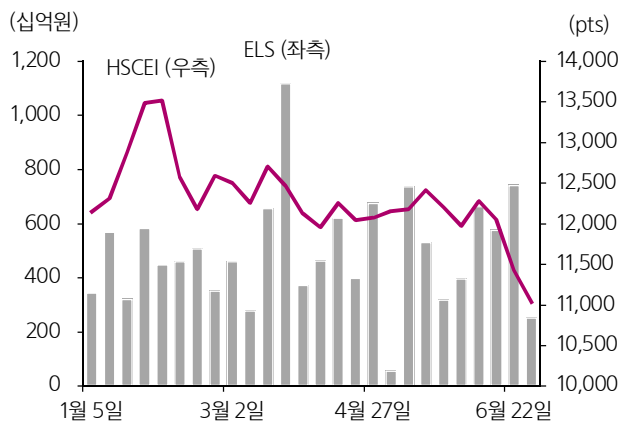
2015년 당시 HSCEI의 주식시장 변동성은 중국내 신용버블 등 중국 시장내부 요인에 따라 2014년 후반부터 급등세를 기록하였음. 2015년 주식시장의 급락 직전에도 평균 30%를 넘는 ‘High volatility regime’에 진입한 상태였음. 2018년 현재의 변동성은 2월 미국발 ‘Volatility Tantrum’을 제외하면 현재까지 안정적인 수준을 기록하고 있음. 2015년 상반기와는 상이한 시장환경에서 HSCEI 연계 ELS가 설정되었음.

3분기 중 중국 주식시장
바닥통과 전망

올해 하반기에 신흥국 주식시장의 약세로 인해 HSCEI의 변동성 상승압력이 높아질 가능성은 남아있음. 특히 미-중 무역분쟁의 불확실성과 함께 중국내 부채위험 축소를 위한 리스크 관리정책 스탠스가 중국 주식시장의 리스크 요인으로 작용하고 있음. 특히 달러화 연동(pegging)제를 운용하고 있는 홍콩의 경우 자금조달 이슈가 불거질 경우 HSCEI의 하락위험은 확대될 수 있음.

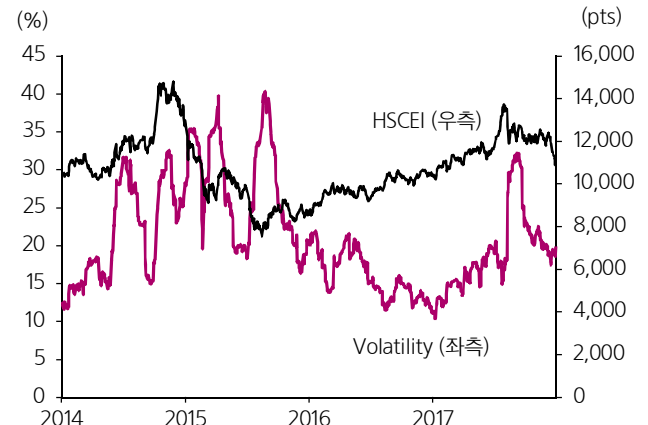
그럼에도 불구하고 당사 중국리서치팀에서는 하반기 HSCEI 지수에 대해 10,000pt ~ 13,000pt를 제시하고 있음. 제반 불안정한 변수로 인해 추가적인 panic selling 가능성이 남아있지만, 미-중 무역분쟁의 협상가능성과 금융긴축 정책의 완화가능성이 하반기에 현실화될 여지가 존재함. 이에 따라 당사 중국리서치팀은 3분기에 중국 주식시장이 저점을 통과할 것으로 전망함(“2018년 하반기 중국 전망” 2018.7.2 삼성증권 보고서 참조).

2018년 상반기 HSCEI 연계 ELS의 주간 발행량



참고: HSCEI 주가는 주간평균, ELS는 베리어있는 상품만 조회
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 삼성증권

HSCEI 변동성 추이



참고: 일별 로그수익률의 표준편차 연율화(30일 rolling)
자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI연계 ELS의 베리어 평균 50%에 집중

하단 그림은 올해 상반기에 발행된 HSCEI 연계 ELS의 barrier 수준(발행가격 대비 barrier 가격대)과 Knock-in 발생가능한 가격대를 표시하였음. 연합인포맥스에 따르면, HSCEI 연계 ELS의 경우 barrier 45%~55% 수준에 집중해 있으며, Knock-in 예상 가격대는 최고 8,000pt에서 최저 4,000pt까지 확산되어 있음. 가중평균 가격대는 6,030pt 수준으로 추정됨.

KOSPI200 연계 ELS의 평균베리어 가격대는 160pt 수준

KOSPI200 연계 ELS의 경우 barrier 는 평균적으로 45%~60% 내에서 분포되어 있으며, Knock-in 예상 가격대는 최고 200pt에서 최저 110pt까지 나열되어 있음. 가중평균 가격대는 160pt 수준임. 특히 KOSPI200 상품의 경우 지난해부터 'Lizard'유형이 전체 발행물량의 1/3을 차지할 정도로 많아, 명목상의 barrier 수준과 달리 Knock-in 발생 가능성은 상대적으로 적을 것임. 참고로 'Lizard ELS'는 1차~2차 평가시점에서 barrier를 이탈하지 않았을 경우 'Lizard'옵션이 행사되어 강제 조기 상환되는 구조임.

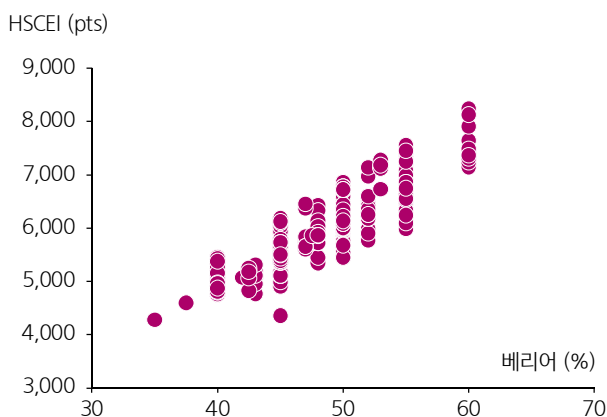
2015년 또는 2008년 상황을 재연할 가능성은 제한적

올해 2분기 이후 글로벌 주식시장의 변동성 확대와 약세조정으로 인해 2015년의 재연 가능성을 우려할 수 있지만, ELS의 barrier 수준과 실제 knock-in 예상 가격대를 고려하면 실현가능성은 상대적으로 낮은 상태임. HSCEI 측면에서 2018년 상반기에 HSCEI 연계 ELS의 급증과 HSCEI의 급등락이 2015년과 유사한 양상으로 전개되었지만, 대내외 시장환경과 ELS의 손실위험 측면에서 2015년 상황을 반복하지 않을 것으로 예상됨. KOSPI200 역시 현재 가격에 비해 현저하게 낮은 barrier 수준이라는 점을 고려하면, 2008년 GFC 또는 2015년 HSCEI 사태를 재연할 가능성은 제한적으로 판단됨.

2015년에 대한 학습효과 쏠림현상 완화

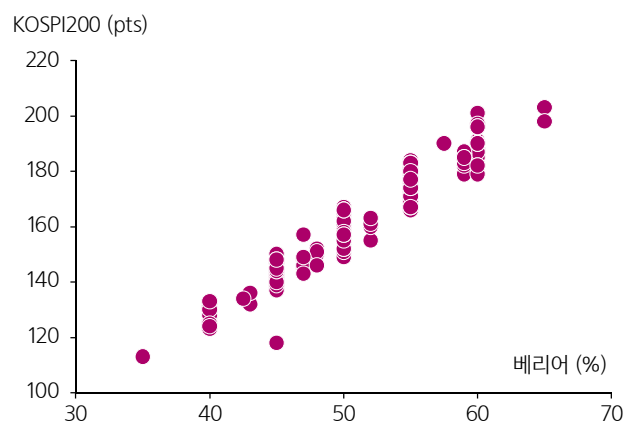
2015년 당시에는 HSCEI에 대한 과도한 집중으로 발행사의 헤지운용에 각종 제약사항이 발생하였음. 금융당국의 특정 기초자산에 대한 쏠림현상 경고로 인해 ELS 상품발행에 차질을 입기도 하였음. 2015년 사태에 대한 학습효과로 인해 최근 ELS 발행시장은 자체적으로 위기대응을 수행하고 있음. 기초자산의 증가(2개 → 3개)와 Nikkei225와 같은 기초자산의 다양화 등으로 HSCEI에 대한 쏠림현상을 완화하고 있음. 'No Knock-in' 상품비중을 늘리고 Lizard 옵션을 추가하는 것도 위험관리 방안의 하나임. 그리고 HSCEI의 가격변동성이 높아질 경우 올해 하반기에는 시장 자체적으로 기초자산의 다각화를 모색할 것으로 전망됨.

HSCEI연계 ELS의 베리어 수준과 Knock-in 예상가격대



참고: '18년 상반기 발행물량 중 베리어 있는 상품 한정
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

KOSPI200연계 ELS의 베리어 수준과 Knock-in 예상가격대



참고: '18년 상반기 발행물량 중 베리어 있는 상품 한정
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

DLS, 혼합형 상품으로 돌파구 마련

올해 2분기
이종자산 혼합형 DLS
발행 급증

올해 2분기에 DLS 상품의 특징 중 하나는 2개 이상의 자산을 결합한 혼합형 상품의 비중이 크게 증가하였다는 점임. 하단의 표를 보면, 2017년에는 단일 기초자산을 활용한 DLS 상품이 대부분이며, 2개 이상의 기초자산을 활용한 상품은 평균 7% 수준에 불과하였음. 올해 들어서는 1분기 9%에서 2분기에는 23%까지 급증하였음. 전반적인 발행규모가 급증하지 않은 상태에서 이종자산의 결합을 활용한 상품이 올해 2분기에만 유독 늘어난 것임.

'원자재+주가지수'

이종 자산의 결합패턴은 대체로 '원자재(상품) + 주가지수' 또는 '원/달러(통화) + 주가지수', '금리(채권) + 주가지수' 등이 대부분임. 주가지수를 결합한 상품이 전체 대상종목의 99%를 차지하였음. '원자재(상품) + 주가지수'의 경우 'WTI + Brent + EuroStoxx50(또는 HSCEI)' 또는 'WTI(또는 Gold) + HSCEI + EuroStoxx50' 등이 대표적인 결합임. 'Step-down ELS' 수익구조를 기반으로 변동성이 상대적으로 높은 자산을 결합하여 비교적 높은 Coupon rate를 제시하는 방식임.

예를 들어 5월에 발행된 상품 중에 'WTI + KOSPI200 + HSCEI'으로 결합된 DLS는 전형적인 원금 비보장형 Step-down 수익구조(3년만기 6개월 조기상환 평가)으로, 조기상환 평가가격 90%-90%-85%-85%-80%-80%과 Knock-in barrier 45% 구조에서 연환산 수익률 10.3%를 제시하고 있음. 6월에 발행된 상품 중 'WTI + EuroStoxx50'으로 결합된 DLS는 Step-down(3년만기 6개월 조기상환, 90%-85%-85%-80%-75%-70% & Knock-in barrier 50%) 형태로 연환산 수익률 9.0%를 제시함.

'통화+주가지수'

'통화 + 주가지수' 형태는 대부분 '원/달러 + KOSPI200(또는 HSCEI)'으로 구성되어 있음. 원/달러와 주가지수의 양방향 Call옵션 구조로 발행된 경우가 대부분임. 예를 들어 6월에 발행된 상품 중에 '원/달러 + KOSPI200' 자산구성으로 원금보장형 'Hi-Five' 수익구조(2년만기, 4개월 조기상환, 상환 barrier 101%)이며, 제시하는 Coupon rate은 연환산 6.5%의 상품이 있음. '원/달러 + KOSPI200(또는 HSCEI)' 상품유형은 대부분 'Hi-Five' 수익구조로 발행되었음.

'채권+주가지수'

올해 2분기에 집중적으로 발행된 '채권 + 주가지수'는 대부분 'GBP 7Y CMS + EuroStoxx50'임. 달러화 대비 환프리미엄의 역전으로 유럽자산을 선호하는 경향이 높아지면서, 영국채와 유로 주식 시장에 동시에 exposure를 갖는 상품 구조임. '금리 + 주가지수' 상품은 대부분 사모형태로 발행되었기 때문에, 발행구조 등을 파악하기 힘들.

기존 투자자의
외연확대 차원에서
이종자산 혼합형 DLS
발행 증가

이종자산 혼합형 DLS/DLB가 발행되는 배경에는 기존 ELS 투자자 또는 기존 DLS 투자자의 투자수요를 확장하기 위해 개발된 부분이 크게 작용하였음. 기존 ELS 투자자는 소수의 주가지수로 구성된 자산군에 머물러 있었으며, 기존 DLS 투자자는 특정 자산군에 국한된 투자로 인해 다양한 수익기회를 확보하지 못하는 경우가 많음. 이종 자산을 결합하여 다양한 수익기회를 확보할 수 있다는 점에서, 올해 2분기에 나타난 이종자산 혼합형 DLS/DLB는 자산의 확대와 수익구조의 확대를 동시에 추구하는 패턴임.

2개이상 기초자산 활용 DLS 비중

(개, %)	전체 발행종목	2개 이상 기초자산활용	비중
1Q 2017	1,323	65	4.9
2Q 2017	1,488	88	5.9
3Q 2017	1,538	130	8.5
4Q 2017	1,471	111	7.5
1Q 2018	1,381	127	9.2
2Q 2018	1,476	347	23.5

참고: KOSCOM Check의 DLS 발행내역 참조

자료: KOSCOM, 삼성증권

은행권의 판매영향력 증가

은행신탁 점유율 58%
(‘18년 1분기)

금융감독원(“18.1분기 증권회사 파생결합증권 발행·운용 현황”, 2018.6.18 보도자료)에 따르면, ELS의 판매경로는 은행신탁(58%)과 증권회사 일반공모(20%)이 대부분을 차지하고 있음. 은행신탁은 2016년 연간 17.1조원을 판매하여 34.6%의 비중을 차지하였으며, 2017년에는 연간 40.8조원(판매비중 50.3%)을 기록하였음. 올해 1분기 현재 판매비중이 58.4%까지 늘어남에 따라 전체 ELS 판매 중에서 은행권이 차지하는 비중이 2/3에 근접하는 상황임.

일반공모는 증권사 직판을 의미하는 것으로, 전체 판매량의 20% 내외를 차지하는 것으로 나타남. 자산운용은 ELF(Equity-Linked Fund) 형식으로 판매되는 상품이며, ELF의 상품경쟁력이 증권사 직판이나 은행신탁에 비해 높지 않기 때문에 판매비중이 점진적으로 축소되고 있음.

ELS 발행 인수자 현황

(조원, %)	총액	은행신탁	일반공모	자산운용	기타
2016년	49.3	17.1 (34.6)	9.0 (18.2)	7.1 (14.3)	16.1 (32.9)
2017년	81.1	40.8 (50.3)	18.3 (22.6)	8.5 (10.5)	13.4 (16.6)
2018년 1분기	23.4	13.7 (58.4)	4.6 (19.8)	2.3 (9.7)	2.8 (12.0)

참고: 기타 - 퇴직연금, 고유투자, 연기금, 일반기업, 기타사모 등

자료: 금융감독원

은행 금전신탁,
‘18년1분기 사상최대 잔고
33.5조원 기록

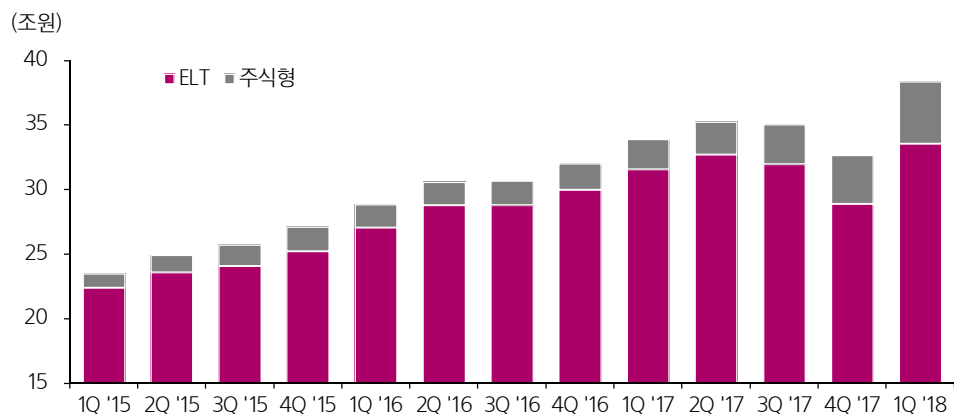
은행 특정금전신탁의 유형별 자산규모 추이를 살펴보면, ELT 자산규모는 ‘18년 1분기에 33.5조원으로 사상 최대를 기록하였음. ‘17년 2분기 32.6조원을 정점으로 ‘17년 하반기에 감소세를 보였지만, 올해 들어 급증하였음. ‘17년 ELS/ELB 발행시장이 ‘상환초과(=순상환)’상태에서 ‘18년에는 ‘발행초과(=순발행)’ 상태로 반전한 것이 은행 ELT 자산규모 증가와 연결되어 있음. 은행 주식형 신탁은 ‘16년말 2.0조원에서 ‘17년말 3.7조원, 그리고 ‘18년 1분기에는 4.8조원으로 증가하였음. 2017년부터 ETF 신탁영업의 활성화로 인해 은행 주식형 신탁 잔고가 증가한 것임.

파생결합증권시장에 대한
은행권 영향력 갈수록 확대

올해 ELS 분기별 발행물량이 사상 최고치를 경신하는 가운데, 은행신탁이 ELS 판매창구의 58%(‘18년 1분기 기준)를 차지한 것은 은행권 ELS/ELB 발행의 비중이 확대되었음을 의미함. 이와 함께 이종자산 혼합형 DLS의 판매가 2018년 2분기 급증한 배경에 은행신탁의 영업전략이 일부 작용하였을 것임. 기존 ELT 외에 DLT를 통해 다양한 투자수익원을 제공하려는 은행신탁의 영역확장이 전개되고 있기 때문임. 올해 하반기 이후 DLS의 공모판매 증가와 함께 은행신탁의 DLS/DLB시장에 대한 영향력 증가가 예상되는 부분임.

이종자산 혼합형 DLT
은행신탁의 새로운 조류

은행 (특정금전)신탁 ELT 및 주식형 자산규모 추이



자료: 금융감독원, 삼성증권

2018년 상반기 상환수익률 점검

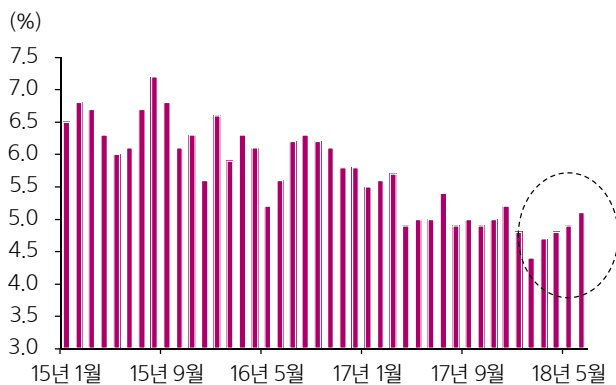
올해들어 조기상환 수익률
상승반전

2017년에는 저금리와 저변동성, 그리고 안정적인 수익구조 선호(리자드 ELS 등) 등으로 ELS의 제시수익률이 상대적으로 낮게 형성되었음. 하단의 그림에서 보듯이 조기상환 수익률은 2017년 연중으로 하락세를 기록하였음. 글로벌 주식시장의 상승과 금리인상, 그리고 주식시장의 변동성 확장 등으로 2017년 후반부터 ELS의 Coupon rate이 2017년에 비해 개선되었음. 올해 들어 조기상환 수익률은 상승세로 반전하였음.

'18년4월
손실상환종목 급증
'15년에 발행된 물량의
만기상환 중 일부

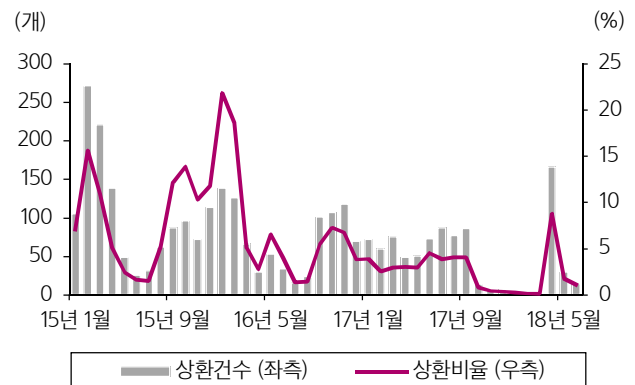
KIS Pricing에 따르면, 손실상환 ELS는 2017년 월평균 55개(2016년 73개)에서 2018년 상반기 현재 월평균 36개로 축소되었음. 올해 4월에는 손실상환 ELS가 166개를 기록하여, 2015년 3월 이후 사상 최대를 기록하였음. 4월 166개 손실상환 ELS는 대부분 만기상환 상품으로 2015년 3월~4월에 발행된 상품이 집중되어 있음. 2015년 3월~4월은 홍콩 HSCEI가 급등세를 보였던 시점이었으며, 당시 발행되었던 ELS가 2개월간 9조원을 상회하였음. 해당 물량이 3년 만기에 상환되면서 일부 상품은 최종적으로 손실을 기록한 것으로 추정됨.

ELS 조기상환 연환산 수익률



자료: KIS Pricing, 삼성증권

손실상환건수와 비율



자료: KIS Pricing, 삼성증권

올해 상반기 중으로
HSCEI 연계상품의
손실우려는 크게 줄어들어

한국예탁결제원에 따르면 2018년 상반기 ELS 만기상환 금액상위 종목군을 보면, 손실상환 상품은 모두 HSCEI가 포함되었음. 해당 상품의 만기가 3년이라는 점에서 2015년 3월~4월에 발행된 상품의 만기상환에서 손실상환이 일부 발생한 것임. 상환금액 기준으로 손실상환 상품의 비중은 평균 5.8% 수준임. 결국 올해 상반기 내로 2015년 상반기에 발행된 HSCEI 연계 ELS 상품의 만기가 도래하면서 손실상환 우려는 크게 줄어들 것임.

2018년 상반기 ELS 기초자산별 만기상환금액 상위종목

기초자산	상환종목수 (개)	평균수익률 (%)	상환금액 (백만원)	평균만기 (월)	손실상환 (개)
EuroStoxx50 + HSCEI + S&P500	350	6.26	1,248,527	36	37
EuroStoxx50 + HSCEI	473	5.54	985,849	36	69
KOSPI200	50	2.87	622,088	7	
HSCEI + KOSPI200	310	4.61	443,337	36	34
EuroStoxx50 + HSCEI + KOSPI200	170	4.84	290,574	36	22
HSCEI	8	5.00	270,949	51	0
HSCEI + S&P500 + KOSPI200	37	6.65	247,806	36	0
EuroStoxx50	42	2.48	100,089	5	0

참고: 상환금액 기준으로 나열, 상환금액 1,000억원 이상 대상

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

증권사, 파생결합증권 운용손익 개선 지속

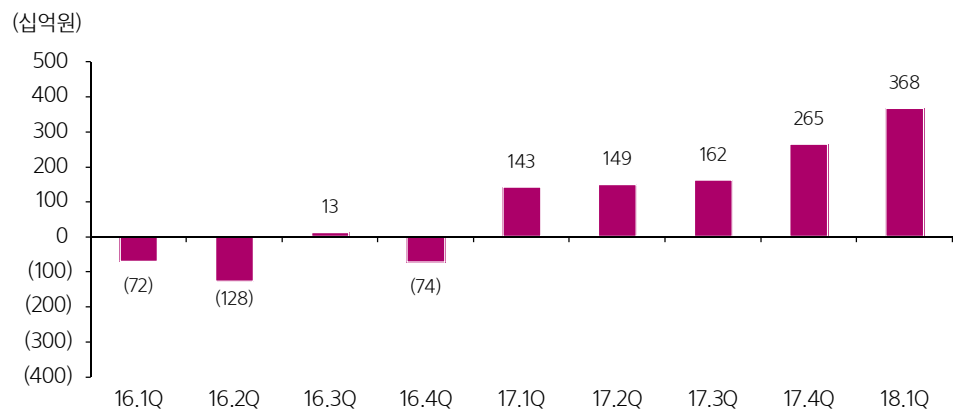
‘18년1분기
발행사의 파생결합증권수익
3,683억원 기록

금융감독원에서는 분기별로 “증권회사 파생결합증권 발행·운용현황”을 발표하면서, 증권사의 파생결합증권 관련손익도 같이 제시하고 있음. 금융감독원에 따르면, 파생결합증권 발행사는 올해 1분기에 3,683억원의 발행·운용 수익을 달성하였음. 2017년 연간으로 7,190억원에 달하는 발행·운용수익을 기록하였기 때문에, 올해 1분기에 전년도 연간 수익의 51%를 달성하였음. 2018년 1분기 발행·운용 수익은 금융감독원의 보도자료 데이터 기준으로 사상 최대 규모임.

‘17년이후
분기별 운용수익 꾸준히
증가

금융감독원에 따르면, 2018년 1분기에 발행사의 발행·운용 수익이 급증한 것은 부채 평가액의 감소와 채권 헤지운용 이익의 증가에 기인하는 것으로 알려짐. 2017년에는 ELS의 조기상환이 큰 폭으로 증가하고 파생상품 운용수익이 늘어나면서 발행·운용 수익이 큰 폭으로 확대된 것으로 밝혔음. ‘18년 상반기 파생결합증권 상환물량이 54.0조원으로 2017년 상반기 53.2조원보다 늘어났으며, 파생결합증권의 발행량이 전반적으로 증가하고 있기 때문에, 2018년 연간으로 발행·운용 수익은 2017년 수준을 상회할 가능성이 높을 것으로 전망됨.

파생결합증권 발행증권사 발행·운용손익



참고: 각 증권사 분기보고서 취합 후 발표하기 때문에 직전분기 손익을 차분기에 발표함
자료: 금융감독원, 삼성증권

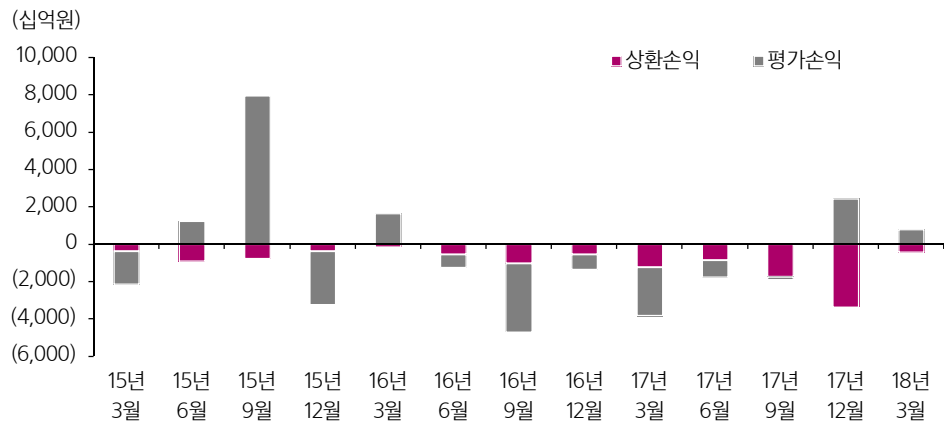
증권사
매도파생결합증권(부채)
손익분석

금융감독원의 금융정보통계시스템을 통해 증권사의 손익계산서 중 매도파생결합증권의 상환 및 평가손익을 별도로 산출하면, 2017년 4분기부터 평가손익은 (+)를 기록하고 있는 반면 상환손익은 (-) 상태임. (+) 평가손익이 의미하는 것은 차입부채 항목에 포함되어 있는 매도파생결합증권의 평가금액이 당초 발행당시의 기준가격을 밀돌기 때문에, 발행사 입장에서 평가이익 상태임을 의미함. ELS의 경우(Step-down 상품 중심) 발행 당시에 비해 주가지수의 하락으로 조기상환되지 않은 상태에서 평가금액도 최초 발행가격을 밀돌고 있는 상태임.

(-) 상환손익은 조기/만기상환 등으로 투자자에게 지급한 금액이 최초 발행 당시 수취하였던 투자금액을 상회할 경우 발생함. 2017년 이후 글로벌 주식시장의 상승세로 기존 발행물량의 조기/만기 이익상환이 이루어지면서, (-) 상환손익을 기록한 것으로 평가할 수 있음.

파생결합증권 발행사의 발행·운용 수익은 매도파생결합증권의 평가 및 상환손익 뿐만 아니라 헤지자산과 이자손익을 모두 포함해야 하기 때문에, 매도파생결합증권의 상환 및 평가손익은 참고사항으로 활용할 필요가 있음.

증권사 매도파생결합증권의 상환 및 평가손익



자료: 금융감독원, 삼성증권

2018년 연간 발행규모, 2017년을 상회할 것

상반기 수준만큼 발행하면
2017년 수준을 상회할 것

2017년 연간 ELS/ELB 발행물량은 81.1조원이었으며, DLS/DLB의 발행물량은 30.5조원을 기록하였음. 2018년 상반기 현재 ELS/ELB 발행물량은 48.1조원, DLS/DLB 발행물량은 16.8조원임. 2018년 상반기 발행물량을 하반기에도 달성한다면, ELS/ELB는 2017년 연간 발행물량의 18%를 초과할 것이며, DLS/DLB도 10% 이상 늘어날 수 있음.

하반기 대내외 불확실성
고조로 파생결합증권
발행규모 위축가능

다만 앞서 지적하였듯이 중국 등 신흥국 주식시장의 변동성이 높아지고 국내외 채권시장과 외환시장의 불안정성이 확대되면서, 위험자산에 대한 직접투자 뿐만 아니라 파생결합증권과 같은 구조화 상품에 대한 투자까지도 위축될 가능성을 배제할 수 없음. 특히 중국 주식시장의 Panic Selling이 심화될 경우 2015년과 유사하게 파생결합증권에 대한 유동성 축소가 일시적으로 발생할 수도 있음.

'18년 연간으로
ELS/ELB는 80조원 중반,
DLS/DLB는 30조원 후반
달성예상

당사는 2018년 파생결합증권의 발행규모가 2017년 수준을 소폭 상회할 것으로 전망함. 특히 발행물량 증가속도 측면에서 ELS/ELB에 비해 DLS/DLB가 상대적으로 빠를 수 있음. 올해 2분기에 급격히 증가한 이종자산 혼합형 DLS의 성장세는 물론 원자재와 환율, 금리의 변동성이 확대되는 것을 이용하여 각종 다양한 수익기회를 DLS/DLB가 제공할 수 있기 때문임. ELS/ELB는 2018년 연간으로 80조원 중반(84조원)까지 발행될 수 있으며, DLS/DLB는 연간으로 30조원 후반(36조원)까지 발행될 것으로 전망함.



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

samsung **POP**.com

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.