

ETP리서치팀

전균
Derivatives Strategist
gyun.jun@samsung.com

이영훈, CFA
RA
yhoon95.lee@samsung.com

2023년 2Q 파생결합증권 동향

미상환 잔고 감소와 투자 수요 회복 여부

- ELS/ELB, 2023년 2분기 12.2조원 발행됨. ELS 9.2조원 발행규모는 최근 4분기 중 가장 많은 규모임. ELS/ELB는 매월 순상환(발행<상환)을 기록함
- DLS/DLB, 2023년 2분기 4.1조원 발행됨. DLS/DLB의 발행규모는 2분기 연속 감소함. 신용위험연계 상품의 만기 도래로 DLS는 6월 중 대규모 순상환 기록함
- 2023년 상반기 파생결합증권의 미상환 잔고의 감소가 발생하였지만, 하반기 투자 수요 회복 시 2022년 연간 발행규모를 상회할 수 있음.

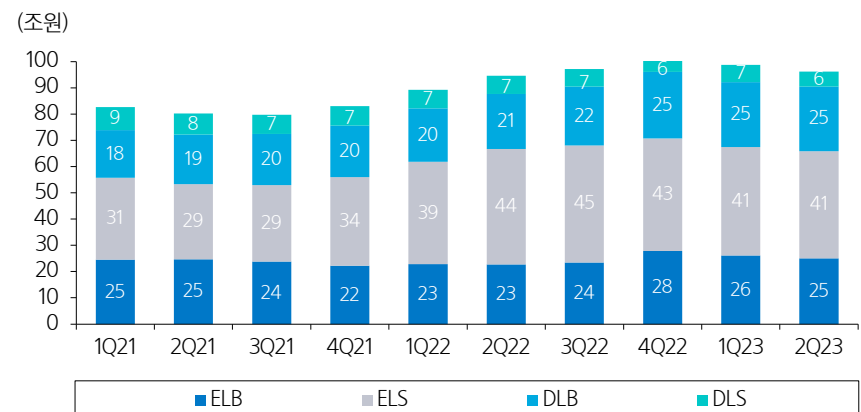
WHAT'S THE STORY?

주가연계 파생결합증권: 2023년 2분기 ELS/ELB 발행은 12.2조원(ELS 9.2조원, ELB 3.0조원)을 기록함. 글로벌 주식시장의 상승 반전으로 위험자산에 대한 선호가 개선되면서 ELS의 '23년 2분기 발행규모는 최근 4분기 중 최대 규모임. 주식시장의 강세로 기존 지연되었던 조기상환이 일부 진행되면서 ELS/ELB는 올해 들어 매월 순상환(발행<상환) 상태를 유지함.

비주권연계 파생결합증권: 2023년 2분기 DLS/DLB 발행은 4.1조원(DLS 0.8조원, DLB 3.3조원) 기록하였음. 직전 1분기의 5.1조원에 비해 발행규모가 줄어들었음. '23년 상반기에 금리의 불안정한 행보와 신용위험의 악화고리 이슈 등으로 비주권연계 파생결합증권에 대한 투자 수요가 점진적으로 위축되었음.

미상환 잔고 감소와 만기 도래 상품규모 점검: 2022년에 일시적으로 늘어났던 파생결합증권의 미상환 잔고가 2023년 들어 감소하고 있음. 신규투자자금의 유입보다 기존 상품의 상환후 이탈이 늘어났기 때문임. 하반기 금융시장 환경이 직접투자보다 구조화상품에 유리하게 작용한다면, 자금의 환류로 2022년보다 발행규모가 증가할 가능성을 배제할 수 없음. 2024년에 만기 도래하는 ELS 중 HSCEI 연계 상품의 경우, 의미 있는 반등이 이루어지지 못할 경우 일부 상품이 손실 상환 위험에 노출될 수 있음.

파생결합증권 미상환 잔고 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 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 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

주가연계 파생결합증권 시장 동향

'23년 2분기, 잔고감소 지속

2분기 ELS/ELB 발행 12.2조원: 한국예탁결제원(Korea Securities Depository, 이하 KSD)에 따르면, 주가연계 파생결합증권의 2023년 2분기 발행규모는 ELS(주가연계증권) 9.2조원과 ELB(주가연계사채) 3.0조원으로 총 12.2조원을 기록하였음. 직전 2023년 1분기의 ELS/ELB 발행규모가 ELS 6.8조원과 ELB 2.9조원으로 총 9.2조원 발행된 것에 비해 32% 증가하였음. ELS와 ELB 모두 전분기 대비 발행규모가 증가하였으며, 글로벌 주식시장의 반등에 연동하여 주가연계 파생결합증권에 대한 투자 수요가 회복된 결과로 해석됨.

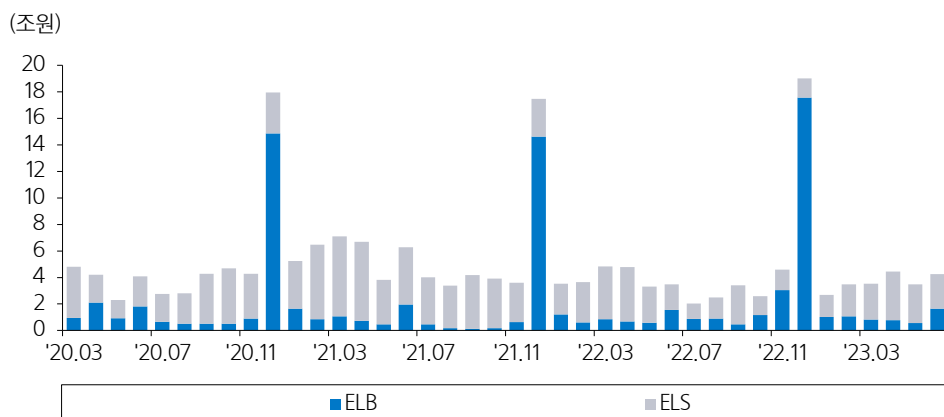
ELS 분기 발행량, 4분기만에 최대치: ELS(원금비보장형) '23년 2분기 발행량 9.2조원은 2022년 1분기 이후 최대규모를 기록하였음. 2022년 1분기 9.3조원 발행 이후 점진적으로 축소('22년 2분기 8.7조원, '22년 3분기 5.6조원, '22년 4분기 4.4조원)되었던 ELS 발행량이 2023년 들어 증가세로 전환하였음. 1분기 6.8조원에서 2분기 9.2조원으로 증가하였음.

올해 들어 글로벌 주식시장, 특히 미국을 중심으로 한 선진국 주식시장의 강세에 연동하여 신규 투자자금의 유입이 증가하면서 ELS의 발행규모가 증가한 것으로 판단됨. 또한 중앙은행의 기준금리 인상으로 시장금리가 고공 행진을 하고 있어, 파생결합증권의 헤지자산으로 편입되는 채권의 높은 수익률이 파생결합증권의 coupon rate을 개선하는 데 기여하고 있음. 시장환경의 호조와 상대적으로 높은 coupon rate이 파생결합증권 시장으로 투자자들을 끌어 들이고 있음.

ELB, 2분기 연속 3조원 발행: 2023년 1분기와 2분기 ELB 발행규모는 3조원으로 동일함. 다만 3월 ~ 5월 ELB 발행규모는 1.0조원을 밑돌아, 같은 기간 ELS의 발행규모가 월평균 3조원을 유지한 것과는 다른 양상임. 주식시장의 상승으로 인해 원금보장형보다 원금비보장형 상품에 대한 투자 수요가 상대적으로 많아진 결과로 해석됨.

한편 6월에는 1.6조원의 ELB가 발행되어 올해 들어 월중 최대 발행량을 기록하였음. 매년 말 퇴직연금 상환용 상품의 발행이 반복되고 있으며, 최근에는 6월에도 퇴직연금용 발행이 일부 발생하고 있음. 지난 2022년 6월에도 1.5조원의 ELB가 발행되어, 직전 5개월(2022년 1월 ~ 5월)의 월평균 ELB 발행량 0.8조원을 크게 웃돌았음.

ELS/ELB 월별 발행규모



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

'23년 2분기 상환규모 13.6조원: 2023년 2분기 상환물량은 ELS 9.6조원과 ELB 4.0조원을 기록하였음. 직전 2023년 1분기 상환물량 13.0조원에 비해 소폭 증가하였으며, 상품 구성은 ELS 8.2조원(1Q) → 9.6조원(2Q), ELB 4.8조원(1Q) → 4.0조원(2Q)임. ELS의 상환이 1분기에 비해 증가하였음. 퇴직연금용 상품의 상환으로 인해 4분기 상환 데이터가 왜곡되는 것을 감안하여 매년 4분기 데이터를 제외한다면, 2023년 2분기 ELS/ELB 상환규모는 2021년 3분기 이후 최대 규모임.

ELS, '23년 2분기 9.6조원 상환: '23년 2분기 ELS 상환물량은 9.6조원으로 지난 2021년 3분기 상환물량 10.3조원 이후 가장 많은 수준을 기록하였음. 또한 지난 2022년 2분기 상환물량 3.6조원에 비해서는 2.6배나 늘어났음. 2022년에 글로벌 주식시장의 약세로 인해 ELS의 조기상환이 지연되었지만, 올해 들어 글로벌 주식시장의 상승 반전에 힘입어 조기상환 규모가 빠르게 증가하였음. 2023년 1분기에는 월평균 2.7조원 조기상환되었으며, 2분기에는 3.2조원으로 조기상환 규모가 늘어났음.

ELB, '23년 2분기 4.0조원 상환: '23년 2분기 ELB 상환물량은 4.0조원을 기록하였음. 직전 2023년 1분기 4.8조원에 비해 상환물량이 감소하였음. ELB 상환물량이 감소한 배경에는 직전년도인 2022년 상반기에 ELB 발행물량이 급감하였기 때문임. 2022년 1분기와 2분기에 ELB 발행규모는 각각 2.8조원 규모임. 직전 1년전 발행된 ELB의 절대 물량이 적었기 때문에, 2023년 2분기에 발행규모가 감소한 것으로 해석됨. 또한 6개월 이하의 단기상품이 2022년 하반기에 집중적으로 발행된 것도 2023년 ELB 상환물량의 증가 배경으로 추정됨.

올해 들어 분기별로 ELB의 만기상환이 1분기 3.9조원과 2분기 3.5조원을 기록하였음. 전년 같은 기간에 각각 2.4조원과 2.5조원 만기상환을 기록한 것에 비해서는 1조원 이상 늘어난 것임. 2022년 글로벌 주식시장의 불안정성 극대화으로 원금비보장형 ELS 상품에 비해 원금보장형 ELB 상품에 대한 발행 선호도가 높아졌으며, 결과적으로 ELB는 만기 상환이 지난 해에 비해 증가하였음.

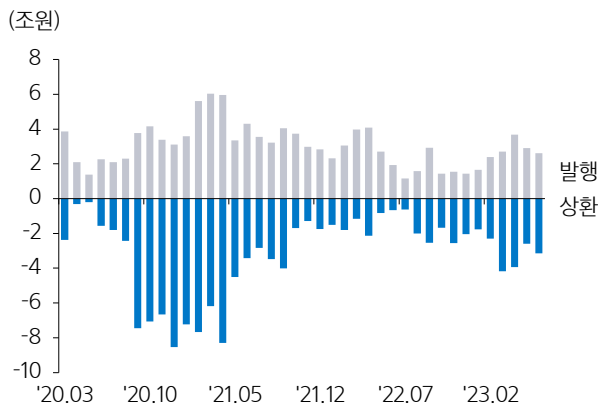
상품별 상환규모

형태 (조원)	상품	'22년 1Q	'22년 2Q	'22년 3Q	'22년 4Q	'23년 1Q	'23년 2Q
조기상환	ELS	4.4	3.5	5.1	6.1	8.1	9.6
	ELB	-	-	-	-	0.9	0.1
만기상환	ELS	0.5	1.2	0.6	0.1	1.4	0.1
	ELB	2.4	2.5	1.0	14.9	3.9	3.5

참고: ELB의 4분기 상환은 퇴직연금용 만기상환이 대부분임

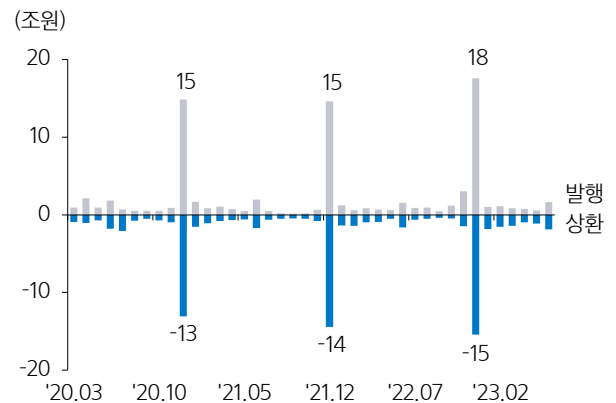
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권.

ELS 월별 발행/상환 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

ELB 월별 발행/상환 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

기초자산별 발행현황

혼합형 상품 발행규모 점증: 2023년 2분기 기초자산별 발행특징을 보면, ELS의 기초자산 중 혼합형 발행규모가 최근 4분기 중에 가장 많은 3,090억원을 기록하였음. 직전 2023년 1분기에 비해서는 1.6배, 그리고 2022년 4분기 발행물량에 비해서는 5배에 달하는 규모임.

혼합형 기초자산은 주가지수와 개별주식을 결합한 구조가 대부분이며, 주가지수만으로 구성된 것에 비해 ELS의 coupon rate을 증진시킬 수 있는 방안으로 활용되는 기초자산임. ELS의 혼합형 기초자산으로 국내외 대형주와 주가지수를 채택하며, 올해 들어 대형주 중심으로 국내외 주식시장이 안정적인 상승세를 보이고 있어 ELS 상품의 손실 위험이 상대적으로 낮아진 것으로 투자자와 발행사들이 인식한 결과임.

ELS 기초자산 중 혼합형 외에 개별주식형 발행규모도 최근 4분기에 가장 많은 규모를 기록하였음. ELS 전반적으로 발행규모가 2023년 2분기에 크게 증가한 것도 있지만, 기초자산 구성비중 측면에서도 개별주식형 기초자산의 활용이 소폭 증가하였음. 앞서 혼합형 기초자산의 증가와 마찬가지로 국내외 개별주식의 안정성이 이전에 비해 개선되면서, 개별주식형 기초자산의 채택이 늘어난 것임.

ELB 개별주식 활용 발행: 2023년 2분기 ELB의 최대 발행 기초자산은 1분기와 마찬가지로 삼성전자임. 2분기에 삼성전자를 기초자산으로 활용한 ELS/ELB의 발행이 1.32조원이며, 이 중 1.29조원이 ELB로 발행된 물량임. 또한 한국전력은 ELS/ELB 발행물량의 100%가 ELB로 발행된 것임. 개별 주식을 활용한 ELS/ELB 발행은 전적으로 원금보장형 상품에서 이루어진 것임.

기초자산별 발행규모 비교

시기	구분	발행규모 (십억원)		발행종목수 (건수)	
		ELB	ELS	ELB	ELS
2023년 2분기	지수형	982	8,505	176	306
	(국내외)주식형	1,791	339	337	3,248
	혼합형	182	309	29	226
2023년 1분기	지수형	860	6,322	149	2,552
	(국내외)주식형	1,922	234	324	208
	혼합형	165	193	17	157
2022년 4분기	지수형	3,194	4,225	231	2,263
	(국내외)주식형	15,283	112	583	136
	혼합형	3,311	62	51	69
2022년 3분기	지수형	753	5,271	230	2,474
	(국내외)주식형	1,248	223	204	165
	혼합형	258	156	38	121

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

2023년 2분기 ELB 기초자산 상위종목 현황

기초자산 (십억원)	공모	사모	소계	'23년 1분기
삼성전자	1,299	0	1,299	1,127
KOSPI200	1,039	44	1,083	976
한국전력	488	0	488	600
KT	45	101	147	374
현대차	130	0	130	131
S&P500	63	2	65	55
TESLA	20	0	20	5
LG에너지솔루션	0	0	0	5

참고: 일부 기초자산은 중복계상되어 있음

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

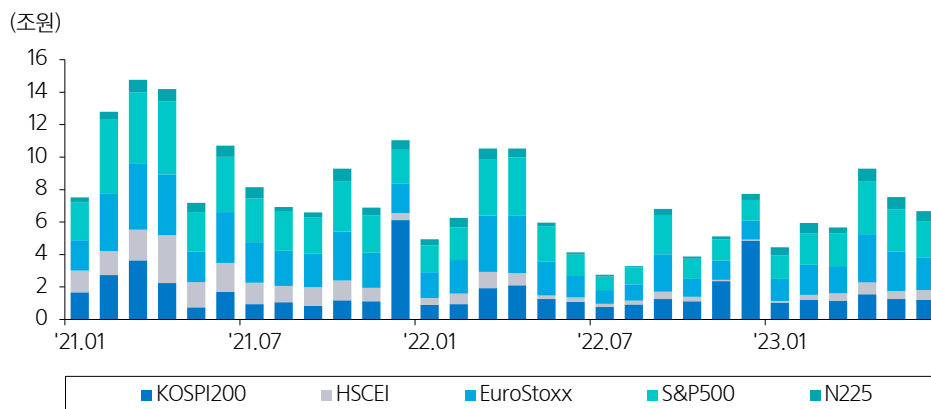
KOSPI200, 소폭 증가: 연합인포맥스에 따르면, KOSPI200을 기초자산으로 채택한 ELS/ELB 발행규모는 '23년 2분기에 4.0조원을 기록함. 직전 2023년 1분기 3.4조원의 발행량에 비해 17% 증가하였음. 다만 '22년 2분기의 4.4조원 발행에 비해서는 여전히 낮은 편으로, 2022년 이후 KOSPI200 연계 ELS의 발행은 정체 상태임. 상대적으로 낮은 변동성 수준과 한국 주식시장의 박스권 정체로 인해 ELS 기초자산으로서의 매력도가 높지 않은 편임.

S&P500과 EuroStoxx50, 발행 급증: 연합인포맥스에 따르면, '23년 2분기 S&P500과 EuroStoxx50 연계 ELS의 발행규모는 각각 8.1조원과 7.3조원임. 직전 2023년 1분기의 5.4조원(S&P500)과 4.9조원(EuroStoxx50)에 비해 50% 이상 증가하였음. 올해 들어 미국을 중심으로 선진 주식시장의 상승흐름으로 S&P500과 EuroStoxx50을 기초자산으로 활용한 ELS가 대량으로 발행되었음. 특히 올해 4월에 S&P500과 EuroStoxx50 연계 ELS 발행이 각각 3.2조원과 3.0조원 이루어져, 올해 들어 최대 발행을 기록하였음. 4월에 해당 시장들이 연중 고점을 경신함에 따라 해당 지수의 연계 ELS가 대량으로 발행되었음. 다만 6월에는 S&P500과 EuroStoxx50 연계 상품의 발행량이 4월에 비해 70% 수준인 2.2조원과 2.0조원에 그쳐, 2분기 글로벌 주식시장의 혼조 흐름을 ELS 발행시장에서도 반영하고 있음을 확인할 수 있음.

HSCEI, 점진적인 발행 증가: 연합인포맥스에 따르면, HSCEI 연계상품의 발행은 2023년 1분기 8,700억원 발행에서 2023년 2분기 1.8조원 발행으로 2배 이상 늘어났음. 중국의 리오프닝 효과와 경기부양대책 기대감 등으로 중국과 홍콩 주식시장이 1분기에 급등하였지만, 2분기에는 기대감을 충족하지 못하는 경기흐름으로 연중 고점을 넘지 못하는 조정을 보였음. 그럼에도 불구하고 기존에 HSCEI 연계 상품의 상환(조기/만기)자금의 재투자가 이루어지면서 주식시장의 성과는 저조하였음에도 1분기에 비해 2분기에 발행규모가 늘어났음.

Nikkei225, 2020년 1분기 이후 최대 발행: Nikkei225연계 상품의 2023년 2분기 발행규모는 2.2조원 규모임. 이는 지난 2020년 1분기 5.9조원 발행 이후 가장 많은 발행물량임. 직전 2023년 1분기 1.5조원 발행 대비 +46% 증가한 물량이기도 함. 일본 주식시장이 엔화 약세와 체질 개선 등에 힘입어 수십년래 신고가를 경신함에 따라, Nikkei225를 기초자산으로 활용하려는 투자 수요가 크게 늘어났음. 특히 2023년 4월의 7,800억원의 Nikkei225 연계 발행물량은 2020년 2년 이후 최대 규모임. 일본 주식시장의 강세로 Nikkei225를 기초자산으로 활용하는 ELS 규모가 증가함에 따라 홍콩 HSCEI 연계 상품의 발행규모를 역전하는 상황이 2022년부터 발생하고 있음.

주가지수 기초자산별 발행규모



참고: 일부 기초자산은 중복계상되어 있음

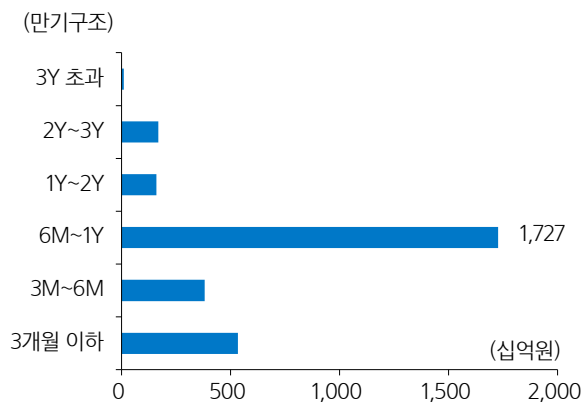
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

만기구조

ELB, 1년 이내 만기상품 비중 88%: ELB의 만기구조는 통상적으로 만기 1년물 비중이 높은 편임. 2023년 2분기에 발행된 ELB의 만기구조는 1년이내 상품이 전체의 88%를 차지할 정도임. 직전 1분기의 89%와 큰 차이를 보이지 않음. 다만 1분기와 달리 3개월 만기 상품의 비중이 1분기 15.8%에서 2분기 17.9%으로 증가하였으며, 6개월~1년 만기 상품의 비중도 1분기 55.2%에서 2분기 57.9%으로 증가하였음. 초단기 또는 1년 만기 상품에 보다 집중한 결과임.

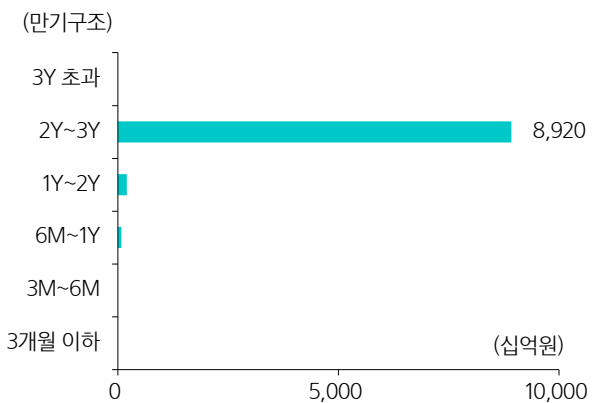
ELS, 3년물 집중: ELS의 경우 전형적으로 3년물 발행이 압도적인 비중을 차지함. 2023년 1분기에 3년만기 상품의 발행비중이 96.3%였으며, 금번 2분기에는 96.9%으로 소폭 늘어났음. 전반적으로 글로벌 주식시장의 강세가 2023년 상반기에 형성되면서, 원금비보장형인 ELS에 대한 투자 수요가 늘어나면서 전형적인 3년만기 6개월 조기상환형 상품의 발행이 급증한 결과임. 조기상환 기회를 제공하는 3년만기 상품의 ELS가 투자자에게 익숙한 결과, 3년만기 이외의 만기구조를 활용하려는 수요는 상대적으로 부진한 편임.

원금보장 상품의 발행만기별 규모 ('23년 2분기)



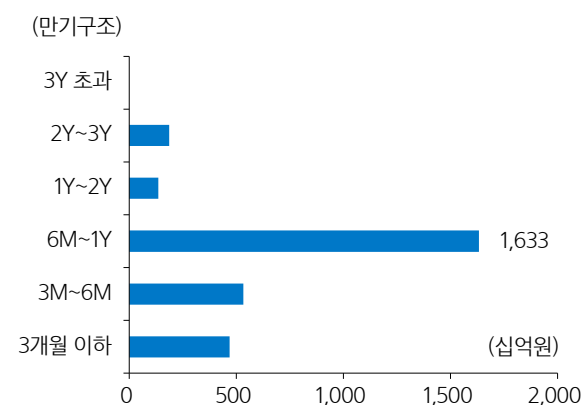
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장 상품의 발행만기별 규모 ('23년 2분기)



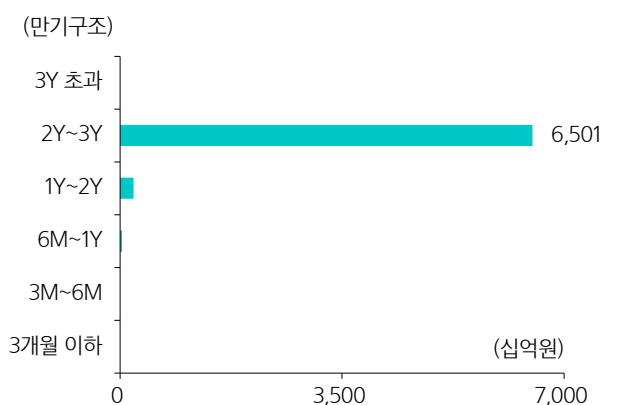
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금보장 상품의 발행만기별 규모 ('23년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장 상품의 발행만기별 규모 ('23년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

발행사별 미상환잔액

발행보다 상환이 많았던 2023년 상반기 주가연계 파생결합증권: 2022년 말 대비 2023년 6월 말 기준 발행사별 ELS/ELB의 미상환 잔액은 4.8조원 감소하였음. 원금보장형 상품에서 2.8조원이 감소하였으며, 원금비보장형 상품에서는 1.9조원이 줄어들었음. 발행사 대부분에서 미상환 잔고가 감소하였지만, 일부 발행사(하나, 신영, DB 등)의 경우 2022년 말에 비해 미상환 잔고가 증가한 곳도 있음.

원금비보장형 상품, 1.9조원 감소: 원금비보장형 상품의 미상환잔액은 2022년 말 42.8조원에서 2023년 6월 말 40.8조원으로 1.9조원 감소하였음. 글로벌 주식시장의 반등이 2023년 상반기에 진행되면서 이전에 발행되었지만 조기상환이 지연되었던 ELS 일부가 조기상환에 성공하면서 미상환 잔고가 감소하였음. 일부 대형사는 5,000억원 이상 미상환 잔고가 감소하였음. KB, 삼성, 메리츠). 반면 일부 발행사는 ELS의 미상환 잔고가 증가하였음(신영, 하나, 교보 등).

원금보장형 상품, 2.8조원 감소: 원금보장 상품의 미상환 잔고 역시 2022년 말 27.9조원에서 2023년 6월 말 25.1조원으로 2.8조원 감소하였음. 연말 퇴직연금 상환용 상품의 발행으로 ELB의 미상환 잔고가 일시적으로 증가하지만, 차환발행 시기가 경과되면 기존 상품의 상환이 점진적으로 진행되는 경향이 높음. 대부분의 발행사에서 원금보장형 상품의 미상환 잔고가 감소하였음. 현대차증권은 상반기에 6,300억원의 잔고감소를 기록하였으며, 3,000억원 이상 미상환 잔고가 감소한 발행사도 존재함(미래에셋, 한투). 소수의 발행사는 ELB의 미상환 잔고가 증가하였음(DB, SK, 신한투자).

발행사별 미상환잔액 비교 (2023년 6월 말 vs 2022년 연말)

발행사 (십억원)	2023년 6월 말			2022년 연말		
	원금보장	원금비보장	합계	원금보장	원금비보장	합계
미래에셋	3,640	5,077	8,717	3,971	5,557	9,528
메리츠	3,344	3,942	7,286	3,431	4,453	7,883
한국투자	2,768	4,349	7,117	3,135	4,379	7,514
KB	1,899	4,505	6,404	2,070	5,285	7,355
하나	1,388	4,171	5,558	1,576	3,848	5,424
신한투자	1,591	3,832	5,423	1,548	3,818	5,365
삼성	1,346	3,557	4,903	1,396	4,349	5,746
NH투자	1,980	2,465	4,445	2,140	2,464	4,604
신영	61	2,873	2,934	219	2,444	2,663
교보	895	1,700	2,595	1,184	1,486	2,670
키움	1,815	722	2,537	2,013	702	2,715
현대차	1,056	453	1,509	1,688	445	2,133
대신	893	528	1,421	890	862	1,752
한화투자	302	873	1,175	507	850	1,357
유안타	61	992	1,052	205	982	1,187
SK	561	-	561	514	3	517
유진투자	537	19	556	550	24	573
하이투자	134	410	544	182	428	610
DB금투	477	5	483	367	5	372
IBK투자	22	396	418	9	420	429
BNK투자	316	3	319	318	5	324
다올투자	7	-	7	16	-	16

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

비주권연계 파생결합증권 시장동향

1분기 대비 발행 위축

'23년 2분기 4.1조원 발행: 한국예탁결제원에 따르면, 2023년 2분기 비주권연계 파생결합증권의 발행규모는 DLS(원금비보장형) 0.8조원과 DLB(원금보장형) 3.3조원을 기록하였음. 직전 2023년 1분기에 DLS 1.0조원과 DLB 4.1조원 발행보다 전반적으로 위축된 발행규모임. 2022년 4분기 비주권연계 파생결합증권의 발행규모 7.4조원이었다는 점에서 2분기 연속으로 발행규모가 감소하였음.

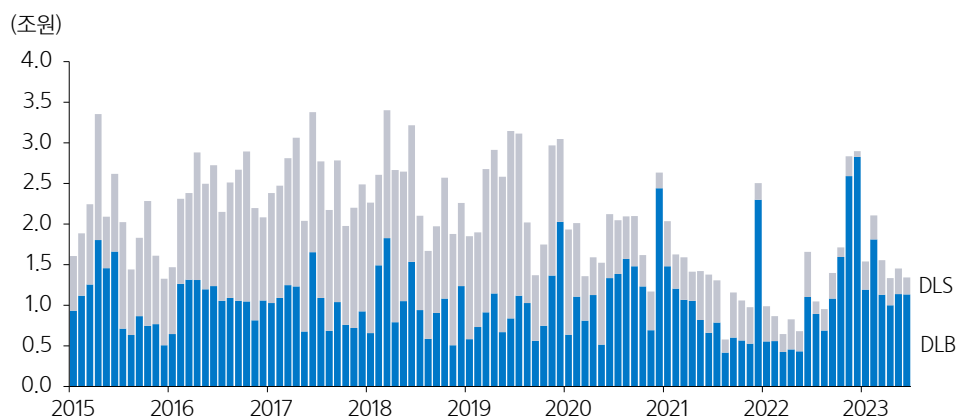
DLB, 2023년 2분기 3.3조원 발행: 2022년 4분기에 DLB의 발행규모는 7.0조원임. ELB와 유사하게 매년 말 퇴직연금용 상환물량 재투자가 반복되면서, DLB 역시 매년 4분기에 발행물량이 급증한 결과임. 그러나 2023년 1분기와 2분기에 DLB 발행규모는 각각 4.1조원과 3.3조원으로 2022년 4분기 대비 절반 수준으로 발행물량이 감소하였음. 특히 2023년 4월에는 DLB 발행물량이 1조원을 넘지 못해, 올해 들어 가장 적은 규모의 발행물량을 기록하기도 하였음.

DLB의 기초자산으로 활용되는 CD91일물 금리의 경우 올해초 3.9%대에서 1분기 중반에 3.4%대까지 하락하였지만 2분기에는 재차 3.7%대까지 상승하는 등 상대적으로 높은 변동성을 기록하였음. CD91일물 금리의 불확실한 경로로 인해 금리연계 DLB에 대한 투자 수요가 위축된 것으로 추정됨. 금리연계 DLB의 발행 위축이 전체 DLB의 발행규모 감소로 이어진 것임.

DLS, 2023년 2분기 0.8조원 발행: 2023년 2분기 DLS 발행량은 0.8조원으로 직전 2023년 1분기 1.0조원 발행물량을 밑돌았음. 2022년 4분기에 0.4조원 발행에 그쳤지만, 2023년 1분기에 1.0조원의 발행으로 DLS 발행이 활기를 보일 것으로 기대되었지만, 2분기에 0.8조원 발행에 그쳤음. 다만 긍정적인 부분은 2023년 상반기 월평균 DLS 발행물량이 3,200억원이며, 2022년 상반기의 월평균 발행물량 2,900억원을 상회하였다는 점임. DLS에 대한 투자심리가 점진적으로 회복되고 있음을 확인할 수 있음.

올해 시장금리 상승에 따라 신용위험의 검색 우려가 잠복해 있지만, DLS의 주요 기초자산인 신용위험에 대해 공사채와 우량 회사채 중심으로 DLS 발행이 지속되고 있다는 점에 주목해야 함. 투자심리에 비해 상대적으로 안정적인 공사채나 우량 회사채에 대한 자본차익거래가 DLS 등으로 이루어지고 있음.

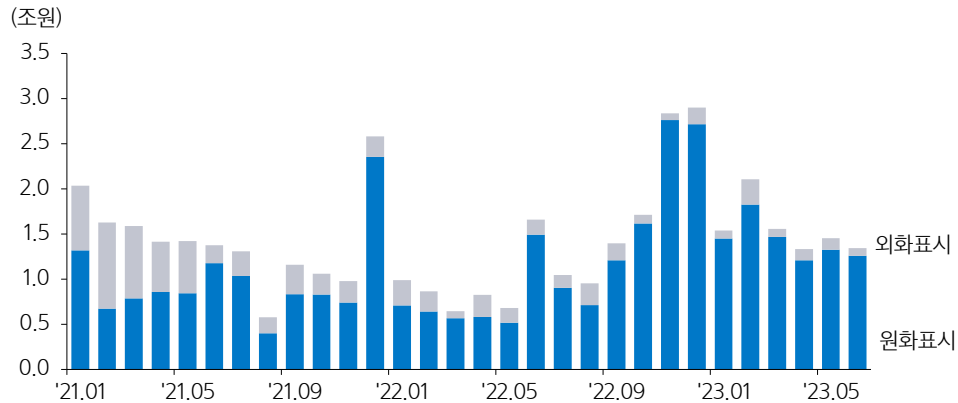
비주권연계 파생결합증권 발행 추이 (월별)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

외화표시상품 발행 감소세: 원/달러가 1,300원대에 머물러 있는 2023년 상반기에 외화표시 DLS/DLB의 발행은 저조한 편임. 2023년 상반기 월평균 1,300억원 수준에 그친 외화표시상품 발행규모는 전년도 같은 기간 월평균 1,900억원 발행에 비해 70% 수준에 불과함. 더구나 2021년 상반기 월평균 발행량 6,300억원에 비해서는 20% 수준에 그침. 원/달러의 향방이 불확실한 상황에서 달러 강세에 연동할 수 있는 비주권연계 파생결합증권의 발행이 여의치 않은 상황임.

원화/외화표시 비주권연계 파생결합증권 발행

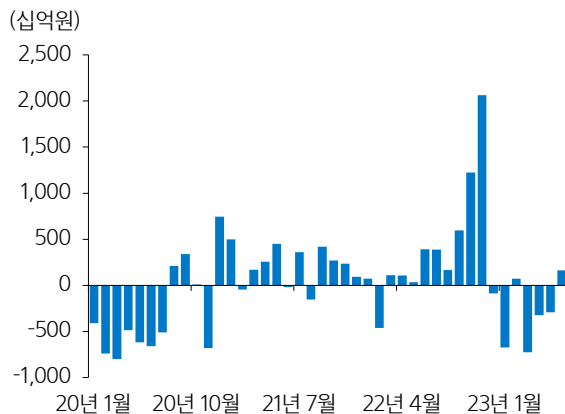


자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS, 신용위험 상품 중심으로 대규모 상환: 2023년 6월 DLS의 상환규모가 6,300억원으로 2020년 9월 이후 가장 큰 규모를 기록하였음. 상환상품의 대부분이 신용위험연계 상품으로 이전에 발행되었던 물량의 만기상환이 집중적으로 이루어진 결과임. 이에 따라 2023년 상반기 DLS는 순상환(발행<상환) 상태로 반전하였음. 6월 DLS의 급격한 순상환은 일시적인 현상일 가능성이 높아, 2023년 하반기에는 순발행(발행>상환) 상태로 반전할 가능성이 남아 있음.

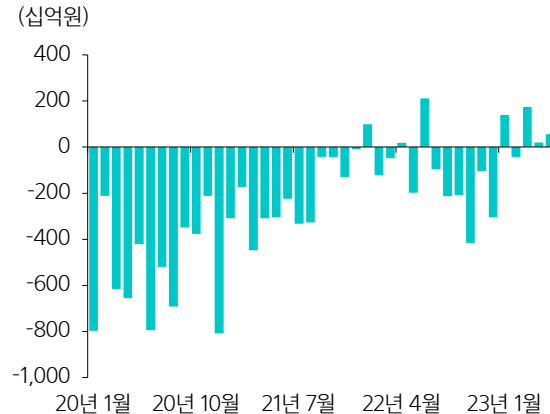
DLB는 2023년 들어 2분기 연속으로 순상환(발행<상환) 상태를 기록함. 1분기 4,300억원 순상환에 이어 2분기에도 4,500억원 순상환을 기록하였음. DLB의 경우 2022년 연간으로 4.5조원에 달하는 순발행(발행>상환)을 기록하였음. 2022년에 증가한 미상환 잔고의 일부가 2023년 들어 상환되면서 줄어들고 있음.

DLB 월별 순발행(발행-상환) 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS 월별 순발행(발행-상환) 추이



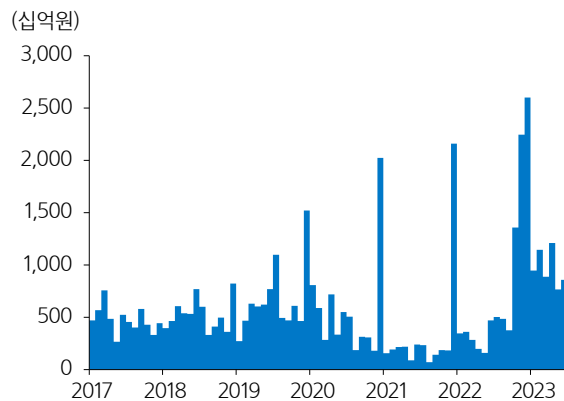
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

공모형, 발행 둔화: 연합인포맥스에 따르면, 2022년 4분기 DLS/DLB의 공모형 발행이 6.2조원을 기록한 이후 2023년 1분기 3.0조원 발행에 이어 2023년 2분기 2.8조원이 발행되었음. 2022년 4분기에 일시적으로 공모형 상품발행이 급증하였지만, 올해 들어 발행규모가 점진적으로 둔화되고 있음. 시장 금리의 급등과 변동성 상승으로 공모형 상품의 경쟁력이 2022년 하반기에 일시적으로 호전되었지만, 올해 들어 채권시장과 신용위험시장 전반적으로 불확실성이 지속되면서 해당 상품에 대한 투자 수요가 점진적으로 둔화되었음.

더구나 ELS/ELB의 발행이 2023년에 급증하면서 파생결합증권의 직접 청약이 활발해진 것도 비주권연계 파생결합증권의 투자 수요를 상대적으로 억제하였을 가능성이 높음. 상품의 coupon 경쟁력 측면에서 주권연계 파생결합증권이 우세하기 때문임.

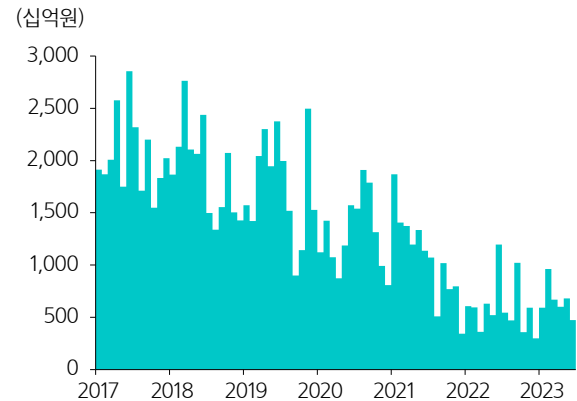
사모발행, 발행 위축: 연합인포맥스에 따르면, 2023년 2분기 비주권연계 상품의 사모 발행은 1.7조원으로, 2023년 1분기 2.2조원에 비해 80% 수준에 그침. 2022년 4분기에 국내 자금시장의 대혼란으로 인해 사모형 DLS/DLB에 대한 기관투자자들의 수요가 급감하였지만, 2023년 1분기에는 국내 자금시장의 안정과 상대적으로 높아진 coupon 수익률로 인해 기관투자자들의 사모형 DLS/DLB 투자가 재개되었음. 그럼에도 불구하고 사모형 발행은 1분기 규모를 넘지 못하면서, 기관투자자들이 DLC/DLB에 대해 공격적인 스탠스를 취하고 있는 상황은 아닌 것으로 해석됨.

DLS-DLB 공모발행 추이



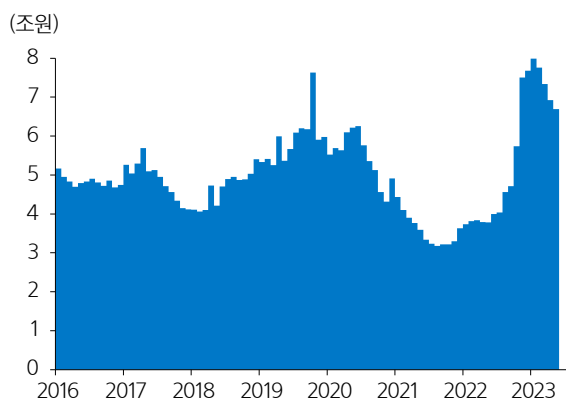
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

DLS-DLB 사모발행 추이



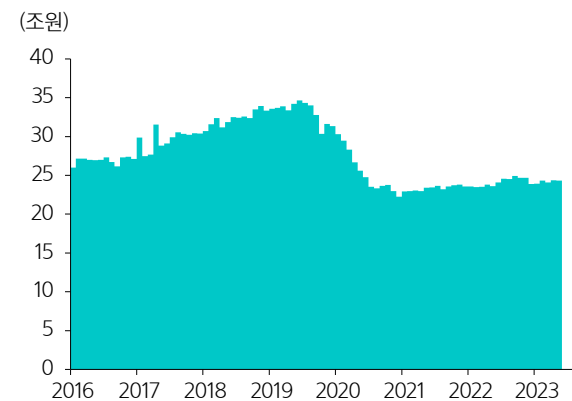
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

DLS-DLB 공모 미상환잔액 추이



자료: 금융투자협회, 삼성증권

DLS-DLB 사모 미상환잔액 추이



자료: 금융투자협회, 삼성증권

기초자산 현황

금리연계, '23년 2분기 3.7조원 발행: 연합인포맥스에 따르면, 금리연계 상품 발행규모는 2023년 2분기에 3.7조원 발행되었음. 직전 1분기의 4.1조원 발행에 비해 감소하였음. 1분기에 이어 2분기에도 CD금리의 변동성이 높은 데다 한국과 미국 등 중앙은행의 기준금리 인상경로가 불확실해짐에 따라, 금리연계 상품의 발행이 1분기에 비해 다소 위축되었음. 기준금리 인상의 중단 또는 기준금리의 인하 가능성이 상대적으로 높다면, 금리연계상품을 통해 시장 수익률 대비 알파를 추구할 수 있지만, 중앙은행의 스탠스가 Higher for Longer로 경도되고 있어 금리연계상품의 메리트가 다소 경감하였음.

신용위험연계, '23년 2분기 0.8조원 발행: 신용위험연계 상품의 발행은 2023년 2분기 0.8조원으로 직전 1분기의 1.0조원 발행에 비해 다소 위축되었음. 2022년 말 국내 자금시장의 대혼란으로 인해 신용위험이 일시적으로 급증하였지만, 정부당국의 유동성 지원으로 2023년 상반기에는 안정되었음. 시장환경의 호전으로 2023년 1분기에는 신용위험연계 상품의 발행이 1.0조원에 달할 정도로 급증하였음. 2분기에도 공사채와 일부 우량 회사채 중심으로 신용위험연계 상품의 발행이 이루어졌지만, 1분기를 초과하는 발행수요가 형성되지 못하였음.

원자재연계상품은 간헐적, 통화연계상품은 꾸준하: 국제 유가의 박스권 등락(WTI 기준 배럴당 70달러 전후 등락)이 이어지면서, 국제 유가와 주가지수 연계 상품이 일부 발행되었음. 다만 발행규모는 간헐적임. 2023년 상반기에 1월 55억원 발행에 이어 4월 14억원, 6월 1억원 등 원자재연계 상품의 발행은 불규칙하게 발행되었음. 반면, 통화연계상품은 2023년 1분기 51억원 발행에 이어 2분기 43억원 발행되었음. 대부분 원/달러와 주가지수를 결합한 복합연계상품임. 원/달러의 변동성이 높아졌으며 추가적인 약세의 가능성이 낮아짐에 따라 통화연계상품의 발행이 일부 시도되고 있음

주권연계상품, 기지개: 주권(ETF 등)연계 상품의 발행이 2023년 2분기에 큰 폭으로 늘어났음. 2023년 6월에는 500억원 넘게 발행되어 2011년 12월 이후 최대규모를 기록하였음. 한편 펀드연계 상품도 2021년 5월 이후 처음으로 2023년 5월에 발행되었음. 전략지수를 추적하는 펀드연계 상품으로 추정됨. 그동안 주식 또는 펀드연계 상품에 대한 시장의 배척이 지속되었지만, 주식시장의 상승세와 금리/신용위험 연계 상품의 경쟁력 감퇴 등으로 대안 상품의 일환으로 주식/펀드연계 상품이 2023년 2분기에 발행을 시도하고 있음.

DLS-DLB 기초자산별 발행규모

(백만원)	Commodity연계	신용위험연계	금리연계	환율연계	펀드/주식연계*	미분류
22년 4월	-	390,500	398,752	1,314	10	34,749
22년 5월	-	235,600	412,857	2,306	-	30,000
22년 6월	412	540,600	1,095,493	2,584	3,410	26,000
22년 7월	2,033	157,900	878,893	1,366	4,115	1,000
22년 8월	-	261,770	679,681	72	72	10,000
22년 9월	-	307,600	1,047,082	272	272	40,679
22년 10월	-	145,900	1,560,368	74	74	6,600
22년 11월	3	263,419	2,572,382	1,201	191	-
22년 12월	-	96,939	2,800,537	541	541	-
23년 1월	5,546	351,000	1,156,087	4,686	2,133	18,453
23년 2월	-	280,400	1,760,005	140	140	66,700
23년 3월	-	350,500	1,203,713	288	288	11,200
23년 4월	1,473	277,300	1,529,606	308	1,634	-
23년 5월	-	316,800	1,080,730	4,006	12,000	31,780
23년 6월	159	208,400	1,070,637	24	50,846	750

참고: * 펀드항목에 주식을 포함하였음.

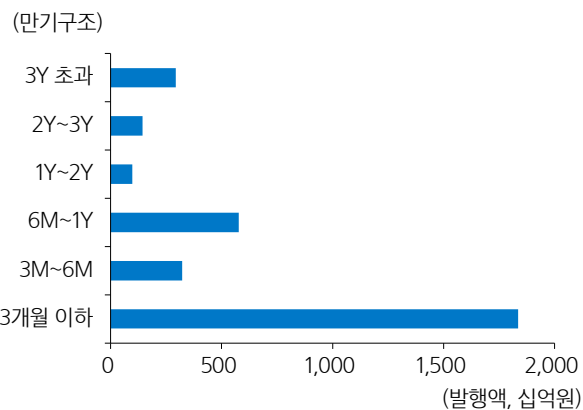
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

만기구조

원금보장형, 단기형에 집중: 높아진 금리 수준과 채권시장의 변동성을 활용하여 단기물의 coupon 수익률이 개선되었음. 2023년 1분기에 이어 2분기에도 3개월 이하의 상품발행 비중이 전체 발행물량의 50%를 상회함(1분기 49%, 2분기 56%). 반면 3년을 초과하는 초장기 상품의 발행비중은 1분기 15%에서 2분기 9%으로 감소하였음. 장기물 금리의 경로가 여전히 불안정함에 따라 장기물 연동상품의 발행 규모가 다소 위축되었음.

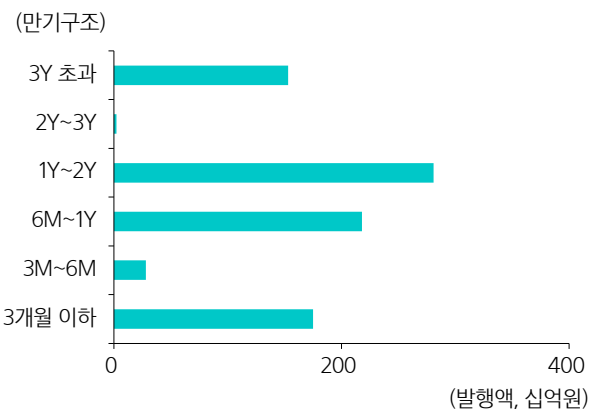
원금비보장형, 초장기물 발행 감소: 2023년 1분기 원금비보장형 상품 중에서 3년을 초과하는 장기물 상품의 발행비중이 34%에서 2분기 18%으로 감소하였음. 그만큼 1년 내외의 단기상품으로 발행이 집중되었음을 의미함. 3개월 만기상품의 비중은 1분기 7%에서 2분기 20%까지 급증하였음. 신용위험연계 상품을 중심으로 환매위험을 최소화하기 위해 초단기 상품을 집중 발행한 결과임. 일부 주식을 포함한 복합연계 상품의 발행이 늘어났지만, 전반적으로 만기구조의 단기화 경향을 극복할 규모는 아니었음. 하반기에는 만기구조의 다양화, 장기화 여부가 주목됨.

원금보장상품의 발행만기별 규모 ('23년 2분기)



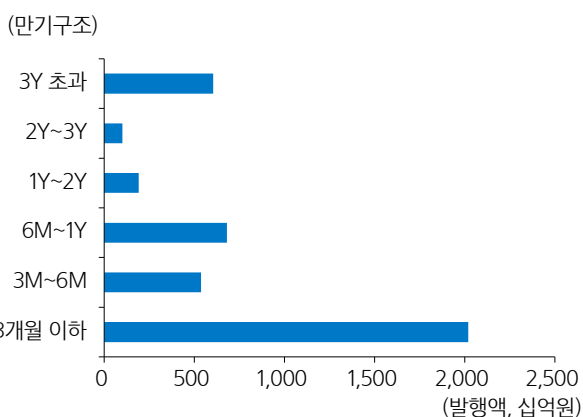
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장상품의 발행만기별 규모 ('23년 2분기)



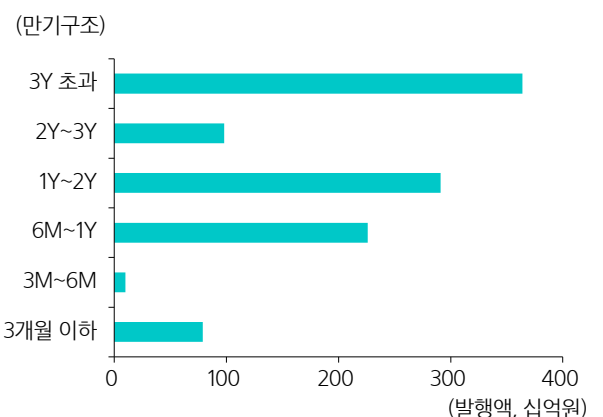
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금보장상품의 발행만기별 규모 ('23년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

원금비보장상품의 발행만기별 규모 ('23년 1분기)



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

발행사별 미상환잔액

미상환 잔고 전반적으로 감소: 한국예탁결제원에 따르면, 2023년 6월 말 DLS/DLB의 미상환 잔고는 30.3조원임. 2022년 말 미상환 잔고 31.4조원에서 1조원 감소하였음. 일부 대형 발행사의 경우 7,000억원 ~ 9,000억원에 근접하는 잔고 감소를 기록하였음(하나, 신한투자) 반면 일부 발행사는 2,000억원 이상의 미상환 잔고 증가를 기록하기도 하였음(KB, 메리츠)

DLS 잔고 정체: 원금비보장형상품(DLS)의 경우, 미상환 잔고가 2022년 말 6.0조원에서 2023년 6월 말 5.8조원으로 정체를 기록하였음. 다만 일부 발행사의 경우 잔고 변동이 비교적 큰 폭으로 발생하였음. 1,000억원 이상의 미상환 잔고 감소를 기록한 발행사가 3개사에 달하지만(한화, NH, 신영), 동시에 1,000억원 이상의 미상환 잔고 증가를 기록한 발행사도 2개사(삼성, 하나)가 존재함. 채권시장과 신용위험시장의 혼조가 지속되는 가운데 발행사별로 발행 전략을 차별화한 것으로 판단됨. 나머지 발행사는 대부분 DLS 잔고가 정체 상태를 보였음.

DLB 잔고 감소: 원금보장형상품(DLB)의 미상환 잔고는 2022년 말 25.4조원에서 2023년 6월 말 24.5조원으로 0.9조원 가량 감소하였음. 발행사별로 잔고 변동이 상대적으로 큰 편임. 최대 1조원의 미상환 잔고가 감소한 발행사(하나)는 물론 6,700억원의 잔고 감소를 기록한 발행사(신한)도 존재함. 반면 1,000억원 이상 미상환 잔고가 증가한 발행사도 다수 존재함(메리츠, KB, NH, 한화, DB). BNK와 현대차증권도 2023년 상반기중에 1,000억원에 육박할 정도로 DLB 잔고가 증가하였음. 한편 한화와 NH의 경우 DLB의 잔고는 늘어난 반면 DLS의 잔고는 감소하였음.

발행사별 미상환잔액 비교 (2023년 6월 말 vs 2022년 연말)

발행사 (십억원)	2023년 6월 말			2022년 연말		
	원금보장	원금비보장	합계	원금보장	원금비보장	합계
하나	4,463	1,195	5,657	5,457	1,091	6,548
NH투자	2,238	1,030	3,268	2,090	1,174	3,264
한국투자	2,977	145	3,122	2,968	146	3,114
삼성	2,159	610	2,769	2,255	460	2,715
신한투자	1,976	733	2,709	2,652	729	3,381
KB	1,933	425	2,358	1,699	399	2,098
교보	1,803	172	1,975	1,849	172	2,021
미래에셋	1,311	88	1,399	1,328	88	1,415
메리츠	1,210	150	1,360	964	140	1,104
한화투자	711	301	1,012	580	592	1,171
키움	781	156	938	867	156	1,023
DB금투	643	260	903	522	269	791
유안타	707	10	717	703	10	713
BNK투자	354	30	384	258	-	258
유진투자	322	35	357	297	35	332
IBK투자	260	69	330	350	69	420
대신	100	200	300	101	202	303
현대차	217	45	262	118	-	118
신영	73	157	229	89	292	380
SK	135	1	136	117	1	118
하이투자	119	-	119	106	-	106
다올투자	-	-	-	53	4	57

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

Check Points

순상환(설정<상환) 심화

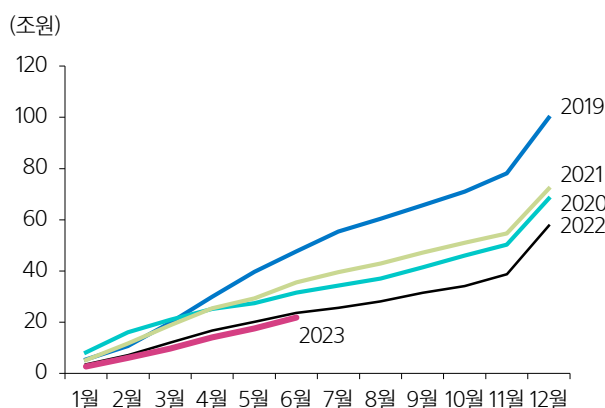
비주권연계 상품의 상대적인 발행 호조: 하단의 차트를 보면, 2023년 ELS/ELB의 발행 추이는 최근 5년 중 가장 발행이 저조하였던 2022년 수준에 유사한 발행량을 보이고 있음. 반면 2023년 DLS/DLB의 발행 추이는 최근 5년 중 평균 수준이었던 2020년 수준을 유지하고 있음. 전반적으로 파생결합증권의 발행이 본격적인 회복세로 진입하였다고 평가하기에는 부족한 수준임.

ELS/ELB의 경우, 2022년 상반기에 23.6조원 발행되었지만, 2023년 상반기에는 21.9조원 발행되었음. ELS는 2022년 상반기 ELS 발행규모는 18.1조원인 반면 2023년 상반기에는 16.0조원 발행에 그쳤음. 반면 2022년 상반기 ELB 발행은 5.5조원이었지만, 2023년 상반기 ELB 발행규모는 5.9조원으로 소폭 증가하였음. 2023년 상반기에 글로벌 주식시장의 반등과 함께 지연되었던 ELS의 조기상환이 일부 이루어지면서 신규자금과 상환자금의 재투자가 이루어졌지만, 2022년 상반기에 비해 발행규모가 줄어들었음. 주식시장의 단기급등에 따른 직접투자 활성화가 배경으로 판단됨.

DLS/DLB의 경우, 2021년 상반기에 9.5조원이 발행되었으며, 2023년 상반기에도 9.3조원 발행되었음. 직전 2022년 상반기에는 5.6조원 발행이 그친 것에 비해 큰 폭의 발행량 증가를 2023년 상반기에 기록하였음. 2021년 상반기에 DLB는 6.3조원 발행되었지만, 2023년 상반기에 7.4조원으로 1.1조원이 추가 발행되었음. DLB의 성장세가 지속되는 양상임. 반면 2021년 상반기에 DLS가 3.2조원 발행되었지만 2023년 상반기에는 1.9조원 발행에 그쳤음. 2021년에는 주식시장 강세와 안정적인 신용위험 환경 등으로 DLS 발행환경이 우호적이었지만, 2023년에는 여전히 불확실한 신용위험시장과 금리의 변동성 등으로 DLS 발행이 상대적으로 위축되었음.

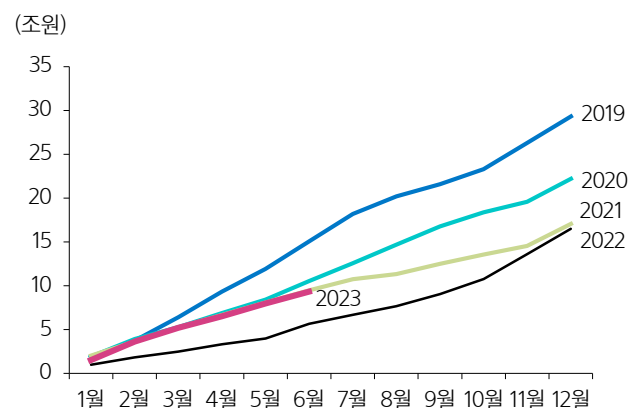
2023년 하반기에 파생결합증권의 발행규모가 상반기 수준을 상회하기 위해서는 주식시장의 호조와 채권시장의 변동성 진정, 신용위험시장의 안정성 보장 등이 진행되어야 할 것임. 각국 중앙은행의 기준금리 인상이 중단되면서 경기침체 우려가 진정되고 위험자산에 대한 선호도가 개선되는 상황에서 파생결합증권에 대한 투자 수요도 증가할 것으로 기대됨.

ELS/ELB, 연도별 발행규모 누적추이



참고: 붉은 색이 2023년 발행물량임
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS/DLB, 연도별 발행규모 누적추이

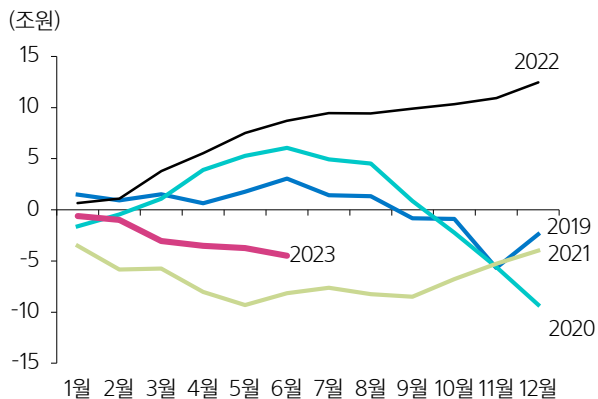


참고: 붉은 색이 2023년 발행물량임
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

2023년 파생결합증권, 순상환 지속: 지난 2022년은 글로벌 주식시장의 약세와 채권 및 신용위험시장의 불안정으로 인해 기존 발행상품의 조기 상환이 지연되는 경우가 속출하였음. 신규발행이 위축되었음에도 기존 상품의 상환이 지연됨에 따라 파생결합증권의 미상환 잔고는 증가세를 보이는, 일종의 “불황형 흑자”와 같은 양상을 연출하였음. 2022년 파생결합증권은 주권과 비주권연계 상품 모두 초과발행 양상이 지속되었음.

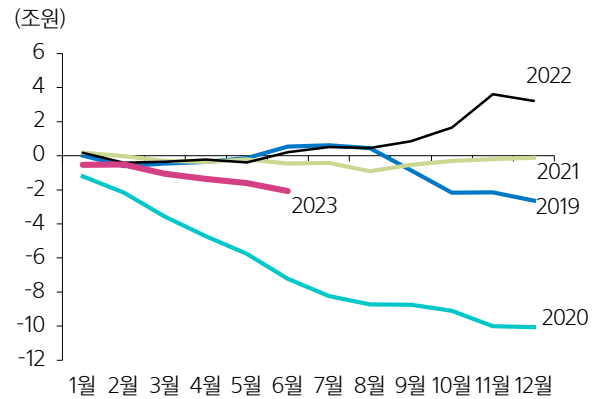
반면 2023년 상반기에는 주권 및 비주권연계 상품 모두 설정에 비해 상환이 많아져, 순상환(설정<상환) 상태가 심화되고 있음. 글로벌 주식시장의 상승과 자본시장의 안정으로 지연되었던 조기상환이 달성되고 단기물의 만기상환이 집중되면서 발행보다 상환이 많은 초과 상환 상태를 기록함. 2022년 상반기에 비해 2023년 상반기에 발행규모는 줄어들고 상환규모는 오히려 늘어난 결과임. 파생결합증권시장은 2022년에는 일종의 불황형 흑자였다면, 2023년에는 호황형 적자 상태를 연출하고 있음.

ELS/ELB, 연도별 순설정 추이



참고: 붉은 선이 2023년 추이
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS/DLB, 연도별 순설정 추이



참고: 붉은 선이 2023년 추이
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

파생결합증권의 발행사 입장에서 미상환 잔고의 감소는 헤지운용의 비용부담에서 벗어날 수 있지만 동시에 헤지운용 수익의 감소로 이어질 수 있음. 특히 발행규모가 2022년 상반기에 비해 감소한 상태이므로, 운용규모의 축소로 인해 향후 수익성이 악화될 수 있음.

참고로 금융감독원에 따르면, 2022년 파생결합증권 발행사의 발행 및 운용수익은 116억원 적자로, 금융시장의 변동성 상승 등으로 헤지자산에서 손실이 발생하였음(금융감독원, “22년 중 증권회사 파생결합증권 발행·운용현황”, 2023년4월 보도자료 참조). 2023년 상반기에는 금융시장의 안정으로 조기상환이 활발해졌지만, 운용자금의 감소(=순상환 증가)로 규모의 경제를 활용하지 못할 가능성도 존재함.

특히 원금보장형 상품의 미상환 잔고가 원금비보장형 상품을 초과하는 상황이 3년간 지속되고 있어, 헤지운용의 성과가 상대적으로 큰 원금비보장형 상품의 잔고가 줄어들수록 발행사의 파생결합증권 헤지운용 수익도 위축될 가능성을 배제할 수 없음.

파생결합증권 미상환 잔고 추이

(조원)	2019년	2020년	2021년	2022년	'23년 6월
전체 잔고	108.3	88.8	83.0	102.1	96.2
ELS/DLS	64.4	47.2	41.2	48.8	46.6
ELB/DLB	43.9	41.6	41.8	53.3	49.6

참고: 매년 말 및 분기말 기준, ELB/DLB의 굵은 글씨는 ELS/DLS를 능가한 경우임

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

2024년 ELS 만기상품 점검

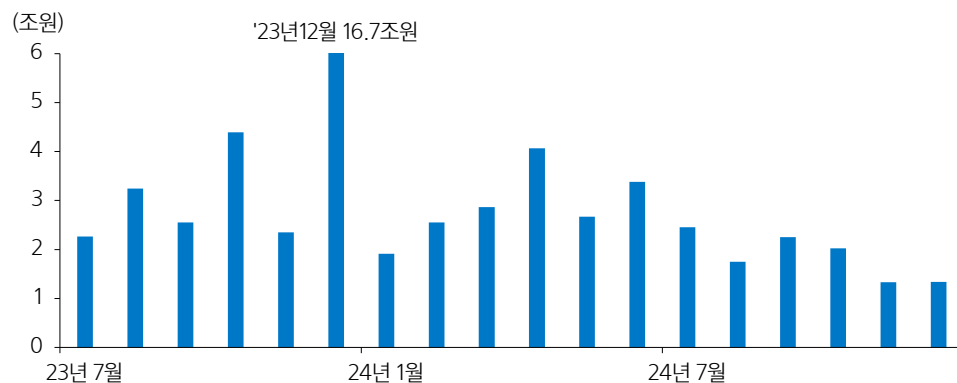
2024년 만기 도래 규모 28.6조원: KOSCOM에 따르면 2023년 하반기에 만기가 도래하는 ELS/ELB 규모는 31.5조원임. 특히 2023년 12월 연말에 퇴직연금의 상환자금이 16.7조원에 달함. 2023년 12월 물량을 제외하면, 7월~11월 월평균 3.0조원의 만기 도래가 예상됨. 해당 ELS 물량의 경우, 일반적인 3년만기(조기상환 가능) 상품이라면 2020년 하반기에 설정되어 조기상환이 이루어지지 못한 물량이 대부분일 것으로 추정됨.

한편 2024년에 만기 도래할 ELS/ELB 상품은 모두 28.6조원에 달할 것임. 2024년 상반기에 17.4조원, 2024년 하반기에 11.1조원이 만기 도래할 것으로 추산되며, 연간으로 월평균 2.4조원의 물량임. 월별로는 2024년 4월 4.1조원이 가장 많은 만기 도래가 예정되어 있으며, 2024년 6월에도 3.4조원의 만기 도래가 예상됨. 참고로 퇴직연금 상품의 만기가 대부분 1년 단위이기 때문에, 2024년 12월에는 아직 퇴직연금용 상품의 만기 도래가 누적되지 않은 상태임.

2024년 만기 도래하는 상품 중 3년만기 ELS의 경우 2021년에 설정된 상품이 대부분임. 공교롭게도 해당 만기물량의 대부분이 글로벌 주식시장이 전반적으로 강세를 기록하는 국면에서 설정된 물량으로, 주가지수가 사상 최고가를 경신하는 시점에서 해당 물량들이 발행되었음. 이에 따라 2023년 6월 말 현재 주가지수와 설정 당시의 주가지수의 편차가 크게 확대된 경우가 일부 존재함.

예를 들어 S&P500과 EuroStoxx50은 2021년 평균치와 2023년 6월말 주가지수가 유사하거나 소폭 높은 편임. 반면 HSCEI의 경우 2021년 상반기 또는 하반기 평균치 대비 2023년 6월 말 주가지수는 60~70% 수준임. KOSPI200도 2021년 상반기 또는 하반기 평균치 대비 2023년 6월 말 주가지수는 80% 수준임.

2023년 7월 이후 월별 ELS/ELB 만기규모 추정



참고: Check단말기 Data 활용, 잔존 상품 대상

자료: KOSCOM, 삼성증권

주요 주가지수 2021년 평균 및 최대치와 2023년 6월 말 지수

(pt)	S&P500	EuroStoxx50	KOSPI200	HSCEI
2021년 상반기	4,027	3,865	423	11,070
2021년 하반기	4,511	4,174	406	9,020
2021년 최대치	4,793	4,401	440	12,203
2023년 6월 말	4,450	4,399	338	6,353
2021년 상반기 대비 (%)	10.5	13.8	-20.1	-42.6
2021년 하반기 대비 (%)	-1.3	5.4	-16.7	-29.5

참고: 일별 종가기준, 소수점 삭제

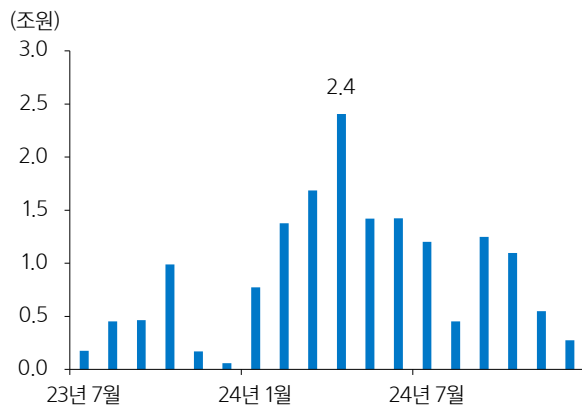
자료: Bloomberg, 삼성증권

홍콩 HSCEI 연계상품의 만기 도래 상황: 2024년 만기 도래하는 ELS/ELB 상품 중 설정 당시 주가지수 대비 상당한 하락률을 기록하고 있는 홍콩 HSCEI 연계 상품의 경우, KOSCOM에 따르면 만기 도래 예상규모가 약 13.9조원에 달하는 것으로 추정됨. 2024년 4월에 만기 도래하는 상품이 2.4조원으로 해당 월에 만기 도래하는 전체 ELS/ELB 상품 4.1조원 중 절반 이상이 HSCEI연계 상품임.

2023년 하반기에 만기 도래하는 홍콩 HSCEI 연계상품의 규모는 2.3조원 수준임. 해당 물량은 2020년 하반기에 설정된 물량이 대부분일 것이며, 해당 기간의 HSCEI 주가지수가 평균 10,000pt 수준으로 현재 주가지수 대비 60% 가까이 높은 수준임. 따라서 2023년 하반기에 도래하는 상품들 역시 주가 하락으로 조기상환되지 못한 채 만기를 맞을 가능성이 높은 편임.

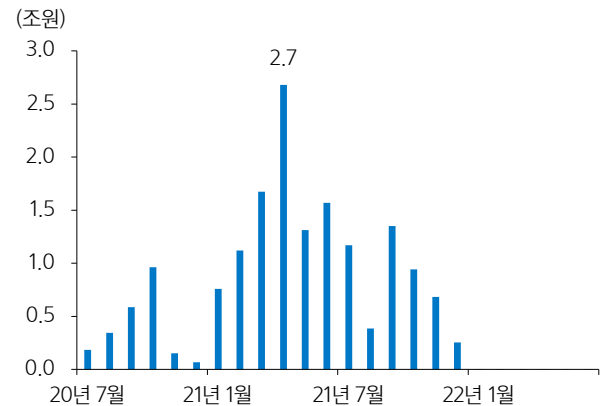
하단 우측의 그림을 보면, HSCEI 연계 상품이 2021년에 집중적으로 발행되었음을 확인할 수 있음. 예를 들어 2021년 4월에 2.7조원 규모의 HSCEI연계 상품이 발행되었으며, 하단 좌측의 만기 도래 현황에서 2024년 4월에 2.4조원의 물량이 만기 도래할 것으로 확인됨(발행물량의 대부분이 만기 도래 예정임).

HSCEI 연계 ELS/ELB 월별 만기 도래 규모 추정 (~ 2024년 12월)



참고: HSCEI 포함 ELS, 6월 말 현재
자료: KOSCOM, 삼성증권

HSCEI연계 ELS의 월별 발행규모(2020년7월 ~ 2022년 6월)



참고: 조기상환 상품 배제, 6월 말 현재
자료: 연합인포맥스, 삼성증권

소위 'Step-down ELS'의 조기상환 평가가격이 기준가격 대비 95%~60%의 단계별 구간으로 형성되고 Knock-in 가격대는 50% 수준에서 형성되는 것이 전형적인 상품수익구조임. 2021년 연평균 가격대가 11,000pt 수준이라면, Knock-in 가격대는 5,500pt 수준으로 2022년 4분기에 해당 가격대를 하회하였을 가능성이 높음. 즉 2021년에 설정된 HSCEI연계 ELS의 경우 Knock-in조건이 발동되었을 가능성이 높음. 또한 조기상환 평가가격의 최하단이 통상 70%~60% 수준이므로, 2021년에 설정된 HSCEI연계 ELS의 최하단 평가가격은 최저 6,500pt 수준부터 형성되어 있을 가능성이 높음. 2023년 6월 말 현재 HSCEI가 6,300pt 수준이므로, 일부 HSCEI 연계 상품은 최하단 조기상환 평가가격을 밑돌고 있을 가능성도 배제할 수 없음. 참고로 복수의 기초자산을 활용하였을 경우 가장 성과가 저조한 기초자산을 기준으로 평가하는 'Worst-of' 구조이므로, HSCEI가 Worst-of의 기초자산으로 선정될 가능성이 높음.

2021년에 설정된 홍콩 HSCEI 연계 ELS 중 Knock-in 조건이 발동되었거나 조기상환 평가가격의 최하단을 미충족한 상태일 경우, 해당 ELS는 손실 상환의 가능성이 존재함. 'Step-down ELS'의 전형적인 수익구조가 조기상환이 이루어지지 못한 채 만기상환될 경우 1) 만기시점의 최하단 조기상환 평가가격을 상회할 경우에는 원금+만기이자를 지급하지만 2) 만기시점의 최하단 조기상환 평가가격을 하회할 경우에는 기준가격 대비 현재가격과의 차이만큼 손실이 발생하는 구조임. 결과적으로 2024년 만기 도래 시점까지 HSCEI가 의미 있는 상승을 달성하지 못할 경우, HSCEI연계 ELS 중 일부는 손실 상환 위험에 노출될 수 있음.

상품 트렌드 점검

전략지수형 DLB 발행: 한국예탁결제원에 따르면, 2023년 상반기에 전략지수형 DLB 발행이 709억원 발행되었음. 가장 많이 발행된 Nomura Cross Asset Momentum Daily Index - 5% target vol 전략지수 DLB는 원화표시 및 미국달러 표시로 각각 200억원과 184억원이 발행되었음. 전략지수 이름으로 유추하면 다양한 자산에 대해 전술적 자산배분을 실행하면서 목표 변동성을 5% 이내로 통제하는 포트폴리오를 구현하는 방식으로 추정됨. 2023년 상반기에 채택된 전략지수의 경우 대부분 다양한 자산에 대한 분산 투자와 비전통적인 수익추구를 지향하는 경향으로 판단됨.

전략지수는 국내외 투자은행에서 설계한 구조화된 지수(Structured Index)로서, 주식시장의 하방 방어 또는 다양한 자산의 전략적 배분을 추구하는 등의 특정 투자 목표를 위해 설계되었음. 복잡한 전략지수에 대한 이해가 필요하기 때문에 일반투자자보다는 기관투자자 전용으로 발행되는 경우가 많으며, 이에 따라 공모보다는 사모형으로 발행됨.

2023년 상반기 발행된 전략지수형 DLB

전략지수	공모 (백만원)	사모 (백만원)	건수 (개)
Nomura Cross Asset Momentum Daily Index - 5% target Vol	0	38,453	3
JP Morgan Custom 392E Index	0	20,000	2
SGI Diversified Multi Asset Enhanced Index	0	6,900	2
Reference Portfolio Value	0	3,000	1
Citi Diversified Risk Premia Index	0	2,530	3

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

개별주식형 ELS 발행 점증: 국내외 주식시장이 2023년 상반기에 의외의 강세 움직임을 연출하면서 ELS에 개별주식을 기초자산으로 활용하는 규모가 점증하였음. 앞서 ELS 항목에서도 언급하였듯이(4pg 참조), 2023년 2분기 개별주식형 ELS의 발행규모는 3,390억원으로 직전 1분기 개별주식형 발행규모 2,340억원보다 +45% 증가하였음. 2023년 2분기 개별주식형 ELS의 발행규모는 지난 2022년 하반기 전체 발행물량 3,350억원과 유사할 정도임.

하단의 표를 보면, TESLA의 경우 2023년 1분기에 1,025억원 발행되었으며 2분기에는 3배에 가까운 3,290억원이 발행되었음. TESLA 주가가 반등하면서 이를 기초자산으로 채택하는 수요가 늘어났음. AMD를 기초자산으로 활용한 ELS는 1분기 대비 2분기에 430%나 증가하였으며, Netflix는 무려 12배가 넘는 규모로 2분기에 ELS 발행이 급증하였음.

개별주식형 ELS 발행현황

(백만원)	2023. 2Q	2023. 1Q	2022. 2H
TESLA	329,677	102,553	30,183
AMD	116,551	26,652	3,817
LG화학	66,135	28,241	-
NVIDIA	54,724	31,028	2,108
Netflix	35,236	2,862	-
SK하이닉스	25,037	13,525	1,253
Amazon	24,716	28,306	-
NAVER	15,612	5,248	524
삼성전자	15,231	9,797	422
Intel	14,470	-	-
Apple	10,148	9,487	4,631

참고: 조기상환 제외 & 배리어 조건있는 종목, 종목별로 중복계상되어 있음

자료: 연합인포맥스, 삼성증권

2023년 상반기 글로벌 주식시장이 중앙은행의 기준금리 인상중단에 대한 기대감으로 할인을 부담에서 벗어난 기술주 중심으로 강세를 기록함에 따라, ELS에서도 상대적으로 높은 coupon을 제공할 수 있는 개별주식을 기초자산으로 채택하는 사례가 급증하였음. 또한 2022년에 큰 폭의 약세를 기록하였던 대형 기술주들이 2023년에 반등에 성공하면서 하방위험에 대한 우려가 상대적으로 완화된 점도 개별주식형 ELS 발행이 급증한 배경임.

또한 올해 발행된 개별주식형 ELS의 상품 수익구조의 경우 조기상환의 확률을 상대적으로 높이는 조치들을 취하고 있음. 예를 들어 TESLA를 기초자산으로 하는 ELS의 경우, 1차 조기상환 평가가격이 기준가격의 대부분 85%~75% 수준으로 설정되어 있어 비교적 조기상환 확률이 높아질 수 있도록 조치하고 있음. 1차 조기상환가격이 90%인 경우도 있지만, 해당 상품은 no Knock-in 구조로 설계되어 있어, 중도에 Knock-in으로 인한 손실위험을 최소화한 경우도 있음. 또한 Knock-in barrier 가격을 최저 40%까지 하향 조정하여 Knock-in 발생 확률을 최소화한 상품도 발행되었음.

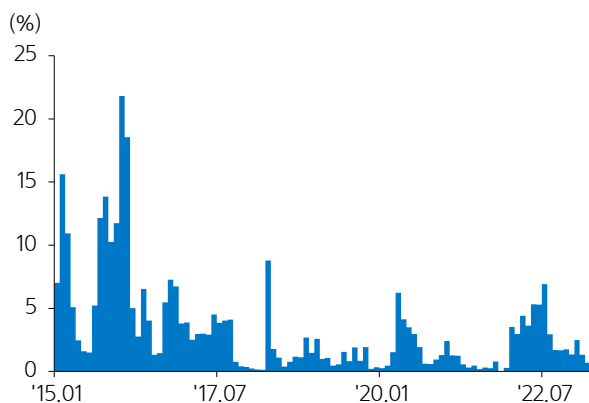
2023년 2분기에 발행된 개별주식형 ELS 중에서는 상환수익률을 최대 30% 이상 제시한 상품도 있음. 해당 상품은 1년 미만 만기로 3개월마다 조기상환 여부를 평가하고, 기준가격 대비 100% 이상이면 상승참여율 200%으로 수익을 지급하는 구조임. 만일 만기에 기준가격을 밑도는 상황이 발생하면, 하락참여율 100%으로 기초자산의 실물을 투자자에게 지급하는 상품임. 상승참여율 200%와 만기에 손실상환시 현물로 지급하는 구조임.

ELS 수익률: KIS채권평가의 ELS 전체 상환수익률의 추이를 보면, 2022년 하반기부터 상환수익률이 급격히 호전되었음. 2023년 상반기 월평균 상환수익률은 6.5%(연율화)에 달함. 2022년 상반기의 월평균 상환수익률 3.3%의 2배에 달하는 고공 행진임. 2020년 이후 발행된 물량 중 조기상환이 지연되었다가 2023년 들어 조기상환이 이루어지면서 상환수익률이 상승한 데다, 당시 높은 변동성을 기반으로 coupon이 설계된 것 등이 최근 높은 상환수익률의 배경임.

상환수익률을 높인 주된 요인은 조기상환 수익률이 높게 달성되었기 때문임. 2023년 월평균 조기상환 수익률은 7.5%으로, 2022년 상반기의 5.2%에 비해 개선되었음. 반면 만기상환 수익률은 변칙적이며 손실 상환이 일시적으로 발생하기도 하였음. 2020년 이후 발행된 물량 중 조기상환을 이루지 못하고 만기손실 상환으로 귀결된 상품이 일부 포함되었기 때문임.

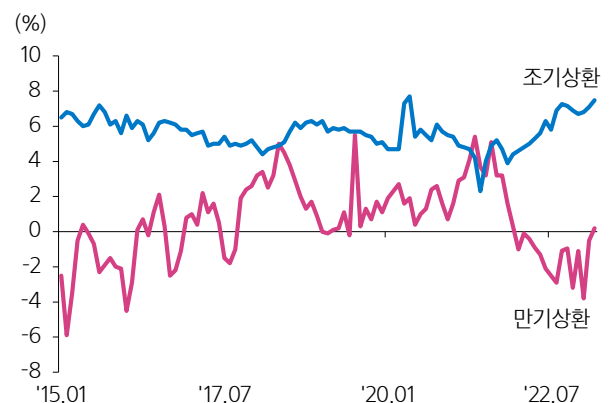
2023년 하반기에는 상반기의 높은 상환수익률이 다소 하향 조정될 가능성이 높음. 2021년에 상대적으로 낮은 변동성을 기반으로 발행된 ELS가 다수 만기 도래하고 만기 손실 상환 물량이 일부 도래할 수 있기 때문임.

상환 평균 수익률 추이



참고: 연율화 표시, 조기상환 및 만기상환 물량의 가중평균 수익률
자료: KIS채권평가, 삼성증권

조기상환 vs 만기상환 수익률 추이



참고: 연율화 표시
자료: KIS채권평가, 삼성증권

2023년 하반기 파생결합증권시장, 기회이자 위기

국내외 채권금리, Higher for Longer 가능성: 2023년 상반기에 기준금리 인상 중단과 금리인하 반전 기 대감까지 반영하여 2022년에 큰 폭으로 하락하였던 대형 기술주들이 큰 폭의 반등을 기록하였음. 국내 외 주요 국고채 금리는 기준금리를 밑돌거나 근접하면서도 상단이 제한된 움직임을 보였으며, 연초 일 시적으로 불거졌던 금융시스템의 발작(SVB 사태 등)이 빠르게 진정되면서 신용위험시장도 안정세를 기 록하였음.

2023년 상반기 추가연계 파생결합증권은 글로벌 주식시장의 호전으로 그동안 지연되었던 조기상황이 대거 이루어지면서 일부 신규자금의 유입에도 불구하고 순상환(발행<상환) 상태를 기록하였음. 주식시 장의 급등으로 구조화상품보다는 직접투자에 대한 수요가 높아지면서 ELS/ELB에 대한 투자 수요가 상 대적으로 위축된 결과임. 금리와 신용위험 등 비주권연계 파생결합증권시장은 금리의 박스권 정체와 신 용위험의 진정에도 불구하고 향후 경로의 불확실성을 우려하여 원금비보장형 상품은 줄어 들고 원금보 장형 상품 중심으로 발행이 증가하였음.

향후 각국 중앙은행의 기준금리 인상이 중단된다 하더라도 인플레이션 압력이 기대보다 더디게 해소될 경우, 채권시장의 금리는 당분간 Higher for Longer 상태를 유지할 수 있음. 다만 글로벌 경제가 호황국 면으로 재진입하지 않는 이상 2022년 하반기 또는 2023년 상반기에 기록한 채권금리 수준이 향후 수 년간 고점으로 기록될 가능성이 높음.

다시 말해 파생결합증권 발행사 입장에서는 안전자산으로 편입하는 채권의 수익률로 파생결합증권의 coupon rate을 개선시킬 수 있는 여지가 2023년 상반기에 비해 줄어들 수밖에 없는 상황임. 물론 향후 금융시장의 변동성이 높아진다면 옵션 프리미엄으로 coupon rate을 상향조정할 수 있지만, 그만큼 금 융시장의 불확실성이 심화되어 헤지비용의 증대로 이어질 수 있음. 특히 하반기에는 발행사들이 퇴직연 금의 상환과 재투자 목적으로 파생결합증권의 수익률을 경쟁적으로 제시하는 경향이 높은데, 2022년 말 에 비해 2023년 하반기에 금리 레벨이 높지 못할 경우 기존 투자물량의 재투자를 유도하기 위해 수 익률을 개선할 수 있는 방안을 모색해야 할 것임.

2023년 하반기, 파생결합증권시장의 기회와 기회: 2023년 상반기에 추가연계 파생결합증권은 신규자금 의 유입보다는 기존 상품의 상환 후 이탈이 더 많아 전반적으로 미상환 잔고가 감소하였음. 비주권연계 파생결합증권 역시 금리와 신용위험에 대한 우려가 지속되면서 발행보다는 상황이 많은 흐름을 유지하 였음. 다만 일부 지연되었던 조기상황이 2023년에 일부 이루어짐에 따라 추가연계 파생결합증권을 중 심으로 상환 후 재투자의 가능성은 한층 높아졌음.

2023년 하반기에는 시장금리의 Higher for Longer 상황이 장기화될수록 할인율 부담으로 기술주의 반 등단력은 상대적으로 낮아질 수 있음. 글로벌 경기가 얇은 침체 또는 순환적 침체를 경험하면서 경기회 복의 가능성이 높아진다면 경기순환업종 중심으로 주식시장의 상승흐름은 이어질 수 있음, 다만 2023 년 상반기에 비해 상승 강도는 다소 완만해질 수 있음. 이에 따라 추가연계 파생결합증권의 경쟁력이 회복될 가능성이 높음. 직접투자의 기대수익이 상반기에 비해 둔화될 경우 파생결합증권에 대한 투자 수요가 회복될 수 있기 때문임.

비주권연계 파생결합증권의 경우, 하반기 이후 금리의 우하향 가능성이 높아질 수록 금리연계 파생결합 증권에 대한 투자 수요가 점증할 것으로 기대됨. 일반 채권에 비해 수익률 측면에서 유리한 구조를 창 출할 수 있는 파생결합증권의 경쟁력이 빛을 발할 수 있음. 신용위험연계 파생결합증권 역시 국공채 또 는 우량 회사채 중심으로 자본차익거래를 할 수 있다는 점에서, 상반기에 비해 투자 수요가 점진적으로 호전될 것으로 기대됨.

다만 2023년 상반기에 비해 하반기 글로벌 금융시장의 변동성이 높아진다면, 일부 기초자산의 성과 부진으로 인해 조기상환의 지연 또는 수익률의 저하 등의 위험에 노출될 수 있음. 연말로 갈수록 2024년 경기침체에 대한 논란이 확산될 경우 금융시장의 변동성은 더욱 증폭될 수 있으며, 이 과정에서 파생결합증권에 대한 투자 수요가 위축될 수 있음.

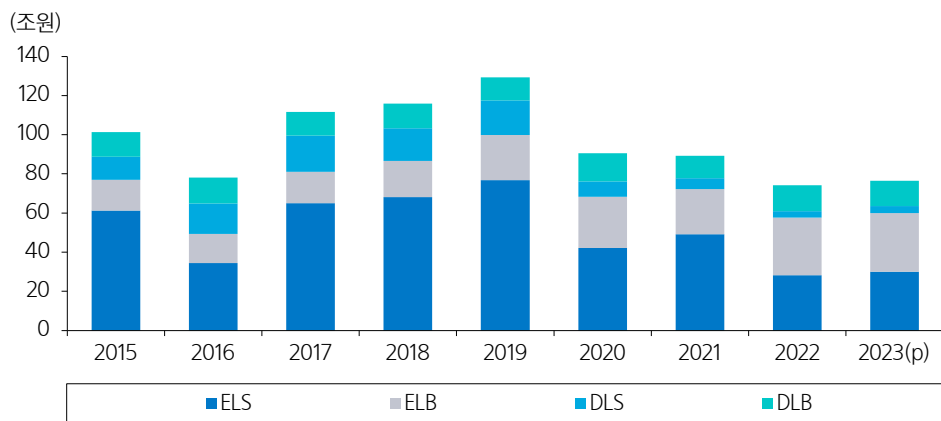
2023년 하반기에 파생결합증권은 위기와 기회를 동시에 직면할 것으로 보이며, 투자 수요의 환입 강도에 따라 최근 수년간 감소세를 보였던 파생결합증권의 발행규모가 2023년을 기점으로 증가세로 반전할 기회를 포착할 수 있을 것으로 기대됨.

2023년, 파생결합증권 76조원 발행 예상: 2023년 상반기에 파생결합증권의 발행은 주가연계 21.9조원과 비주권연계 9.3조원 등 총 31.2조원에 달함. 2022년 연간으로 ELS/ELB 57.7조원과 DLS/DLB 16.5조원으로 총 74.2조원이 발행된 것을 고려하면, 2023년 상반기의 발행규모가 유지될 경우 2023년 연간으로 파생결합증권의 발행규모가 70조원을 밑돌 가능성도 배제할 수 없음.

다만 당사는 2023년 하반기에 퇴직연금 상환용 상품의 발행과 금융시장의 우호적인 환경 조성을 기반으로 파생결합증권의 발행이 상반기 규모를 넘어설 것으로 기대하고 있음. 당사는 하반기에 주가연계상품 38조원과 비주권연계상품 7조원 등 총 45조원의 파생결합증권 발행을 예상함. 이에 따라 2023년 연간으로는 76조원의 파생결합증권 발행을 전망함. 2022년의 74조원 발행에 비해 소폭 증가한 수준임.

ELS/ELB는 2022년 발행규모에 비해 소폭 증가할 것으로 전망함. 상환자금의 재투자가 유입되고 직접투자에서 파생결합증권으로 투자 수요가 일부 환류될 것을 기대함. DLS/DLB는 2022년 발행규모를 유지할 것을 예상함. DLB 중심으로 2022년 연말보다 낮아질 수 있는 금리 수준을 고려한다면 금리연계 또는 신용위험연계 상품에 대한 투자 수요가 극적으로 회복될 가능성은 상대적으로 크지 않을 수 있기 때문임.

파생결합증권 발행 추이 및 2023년 발행규모 전망



참고: 2023년은 당사 전망

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA