



ELS 조기 및 중도 상환 급증의 의미(요약)

1. 9월 ELS 발행 증가의 배경

- 9월 ELS 발행 금액은 3.8조원으로 8월 2.3조원 대비 65% 증가. 금융당국의 ELS 발행 잔고 축소 유도를 위한 규제에 급격한 발행 증가는 어려운 상황
- 발행 증가 이면에 조기 상환 급증 존재. 9월 조기 상환은 6.9조원. 원화 ELS 추정 발행 잔고는 7월에 고점 형성 후 감소 중 잔고는 9월에 전월 대비 3.6조원 감소

2. KOSPI 급락 후 중도 상환과 조기 상환 급증의 의미

- 3월 급락 시 일부 ELS knock-in 발생 후 최근 반등 과정에서 8월 중도 상환 9월 조기 상환 급증. ELS knock-in 있었던 2008년과 2011년 8월 급락 후 반등 과정에서 지금과 같은 모습 나타남
- 경험적으로 급락 후 반등 과정에서 중도 상환과 조기 상환이 급증한 후 상승세 지속되지 못함. 조정 패턴은 다를 수 있지만 과거와 같은 흐름 반복되면 강한 주가 상승은 어려울 전망이다

3. 종목형과 혼합형 ELS 발행 증가

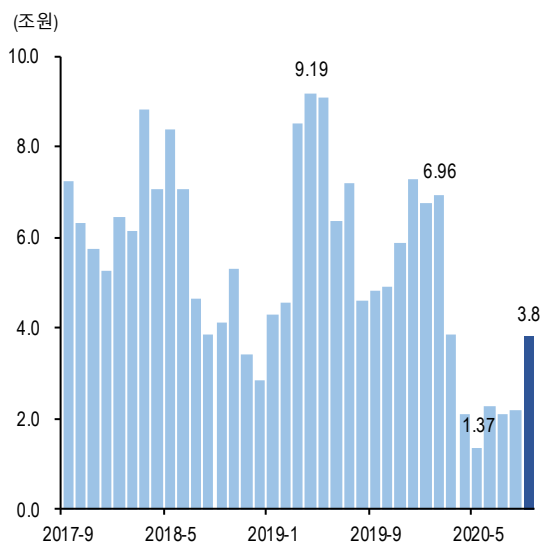
- 9월 ELS 발행 히 혼합형과 주식 ELS 발행 증가로 지수형 ELS 비중 감소
- 혼합형과 주식형 ELS의 기초자산은 삼성전자 비중이 가장 높고 그 다음으로 SK하이닉스, NVIDIA, NETFLIX, TESLA 등의 비중이 높게 나타남

1. 9월 ELS 발행 증가의 배경

9월에는 3.8조원으로 8월 2.3조원 대비 65%가 증가했다. 코로나19로 인한 3월 급락과 knock-in 발생, 그리고 지난 7월 31일에 공개된 파생결합증권 건전화 방안의 영향으로 ELS 발행 금액이 증가하기 어려울 것으로 보였지만 예상치 못한 급증이었다. 지난 7월 30일 금융위에서는 과도한 ELS 발행으로 인해 자기자본 대비 ELS, DLS 발행 잔액이 50%보다 큰 경우에는 레버리지 비율상 파생 결합증권의 부채금액 반영비율을 가중하여 과다 발행 유인을 차단한다고 밝혀 대형증권사들의 ELS 발행은 주춤할 것으로 예상되는 상황이었다.

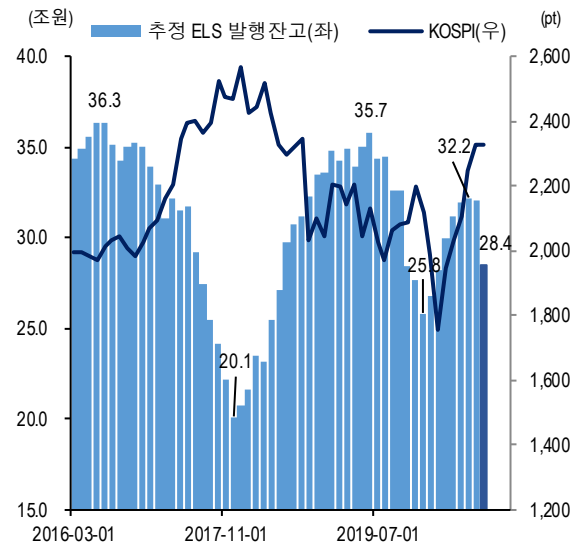
9월 발행 금액 급증의 배경에는 조기 상환 급증이 존재한다. 9월 중에 원화 ELS 조기 상환 금액이 6.9조원을 기록했다. 6.9조원이 조기 상환되었다면 증권사 입장에서는 그만큼 발행 잔고가 줄었고, 한편 투자자 입장에서는 KOSPI 가 1,500pt 를 하회하는 경험을 하고도 조기 상환에 성공했다면 ELS 에 대한 신뢰가 상당했을 것이다. 지난 7월에 추정 원화 ELS 발행 잔고는 32.2조원으로 단기 고점을 형성하고 줄어들고 있다. 9월에는 발행에 비해 상환이 증가하면서 9월 발행 잔고는 28.4조원으로 8월의 32조원에 비해서 1.6조원 감소했다. 증권사 입장에서 향후 전체 잔고를 늘리는 것은 부담이 될 것이므로 상환 금액에 따라서 발행 금액이 결정될 가능성이 높다고 판단된다.

[차트1] 월별 ELS 발행 추이, 9월에 3.8조원으로 8월 2.3조원 대비 65% 증가



자료: 한국예탁결제원, 유인타증권 리서치센터

[차트2] 추정 원화 ELS 발행 잔고 추이, 9월 발행 증가에도 불구하고 조기상환 증가로 발행 잔고 감소



자료: 한국예탁결제원, 유인타증권 리서치센터

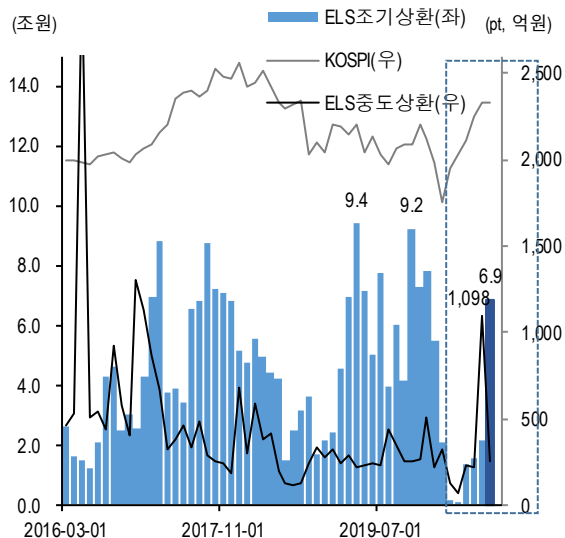
2. KOSPI 급락 후 중도 상환과 조기 상환 급증의 의미

최근 ELS 발행과 상환 측면에서 중요한 특징은 3월 중에 일부 knock-in 이 발행하는 등 시장이 급락한 후에 8월에는 중도 상환이, 9월에는 조기 상환이 급증했다는 점이다.

재미 있는 점은 과거 KOSPI 급락 과정에서 knock-in 이 발행한 후에 반등할 때 지금과 유사한 모양이 나타났다는 점이다. 2008년 금융위기 이후 반등 과정에서는 2009년 9월에 이런 모습이 나타났고, 2011년 8월 급락 후에는 2012년 2월에 그러했다. KOSPI 기준으로 보면 급락세가 막 시작되는 시점에 도달했을 때 이런 모습이 나타났다고 볼 수 있다.

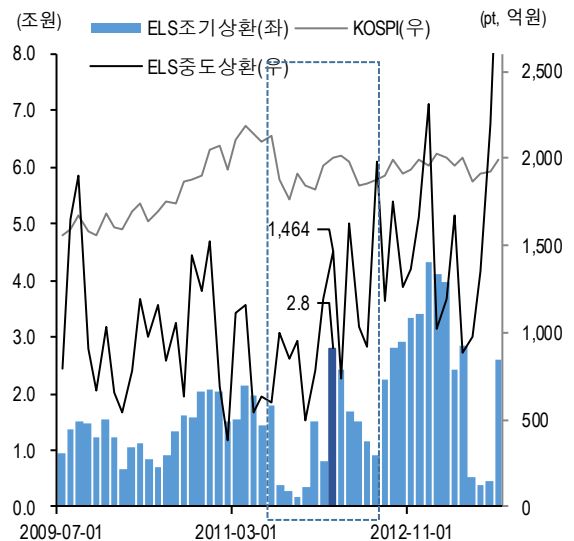
중요한 점은 이와 같이 급락 후 반등 과정에서 조기상환과 중도 상환이 동시에 증가한 이후의 주가 흐름이다. 2009년의 경우 장기적으로 상승 추세가 이어졌지만 2009년 9월 고점을 2010년 8월에 의미 있게 돌파하는 횡보 국면이 진행되었고, 2012년 2월에는 약 2개월에 걸쳐 횡보하다가 결국 5월에 다시 낙폭을 확대하면서 장기 바닥권을 형성한 바 있다. 과거 경험적으로 급락 후 조기 상환 급증 시점 이후에 상승 탄력이 둔화되고 중기 이상의 조정에 접어들었다는 점은 지금도 시장 방향성에 시사점이 될 수 있을 것이다. 과거의 패턴이 반복된다면 전고점을 의미 있게 돌파하는 상승 추세는 나오기 어려울 것이라 가늠할 수 있을 것이다.

[차트3] KOSPI 급락 후 원화 ELS 중도 상환과 조기 상환이 동시에 증가한 경우(2020년 8, 9월)



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

[차트4] KOSPI 급락 후 원화 ELS 중도 상환과 조기 상환이 동시에 증가한 경우(2012년 2월)



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

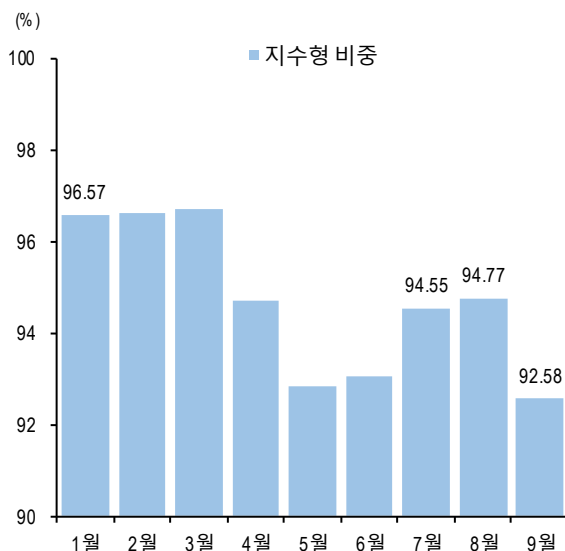
3. 종목형과 혼합형 ELS 발행 증가

지수형 ELS 발행 비중은 8월에는 94.77%였지만 9월에는 다시 감소해 92.58%를 기록했는데, 이는 종목형과 혼합형 ELS의 발행이 증가했다는 의미로 해석할 수 있다.

지수형 ELS 발행의 감소는 순수 주식형 ELS 발행 증가보다는 혼합형 ELS 발행 증가의 영향이 컸다. 8월의 혼합형 ELS 발행 금액은 3.5%였던 반면 9월에는 8.7%로 급증했다. 주식형 ELS도 8월 1.7%에서 9월 4.0%로 두 배 이상 증가했지만 혼합형의 규모가 크다 보니 혼합형 발행 증가로 인한 지수형 발행 비율 감소 폭이 크게 나타났다. 종목별 발행 금액은 삼성전자가 압도적으로 높은 금액을 기록 중이다. 주식형만을 기준으로 보면 삼성전자가 이렇게까지 높지 않지만 혼합형에 삼성전자가 기초자산으로 많이 들어 가면서 삼성전자의 발행 금액이 높게 나타났다. 9월에는 삼성전자 관련 ELS 발행 금액이 1,821억원으로 삼성전자 제외한 종목 관련 ELS 발행금액인 1,358억원보다 크게 나타났다.

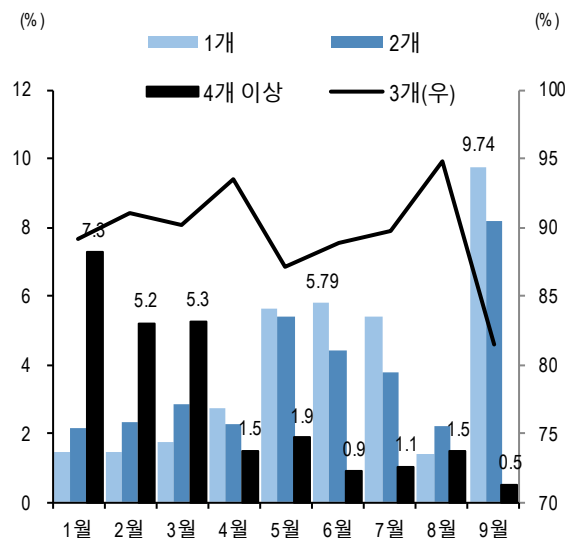
발행 금액 2위에는 주로 SK 하이닉스가 올라 있지만 NVIDIA와 NETFLIX, TESLA 등도 2위를 기록한 적이 있다. 특히 NVIDIA는 올해 9개월 동안 발행 금액 5위 안에 6회 진입했고, TESLA는 4회 진입해 해외 주식들 중 이들 종목들을 기초자산으로 하는 ELS 발행 금액이 높은 것으로 나타났다.

[차트5] 지수형 ELS 발행 금액, 7,8월에는 95% 부근에서 형성되다가 9월에 92%대로 감소



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 기초자산 종목 수별 ELS 발행 금액 비중 추이, 3개를 기초자산으로 하는 ELS 발행 비중 감소



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

