



4분기 ELS 발행 잔고 급감의 의미(요약)

1. 4분기 ELS 발행 잔고 급감

- 4분기 ELS 발행 금액은 10.64조원으로 3분기 8.16조원에 비해 30.4% 증가. 4분기 상환액은 22.3조원으로 3분기 11.7조원에 비해 2배 이상 증가, 대부분 조기 상환.
- ELS 발행 잔고는 지난 7월에 고점을 형성하고 하락해 12월 말에 7월 말 대비 15.42조원 감소. 이는 지난 2014년 8월 이후 가장 낮은 수준인 가운데 2021년 1월에도 발행 잔고 감소

2. ELS 발행 잔고 감소의 원인과 전망

- 조기상환 증가 불구, 재투자 시 기준 가격 높아지고, 쿠폰 수익률 낮아지는 구조적 문제
- 작년 7월에 발표된 파생결합증권시장 건전화 방안으로 대형사들 중심으로 ELS 발행 잔고 축소 움직임. 계절적으로 12월에 ELS 순발행이 줄어드는 경향 존재

3. 최근 ELS 발행 시장의 흐름

- 지수형 ELS와 공모형 ELS 발행 증가하는 가운데 ELS 기초자산 수 줄어드는 모습. 12월 KOSPI200 관련 ELS 발행 감소 나타나면서 외화 관련 ELS 발행 비중 증가
- 특히 개별 주식이 ELS의 기초자산인 경우 12월 발행 금액 상위 5개 종목 중 4개 종목 미국 주식임



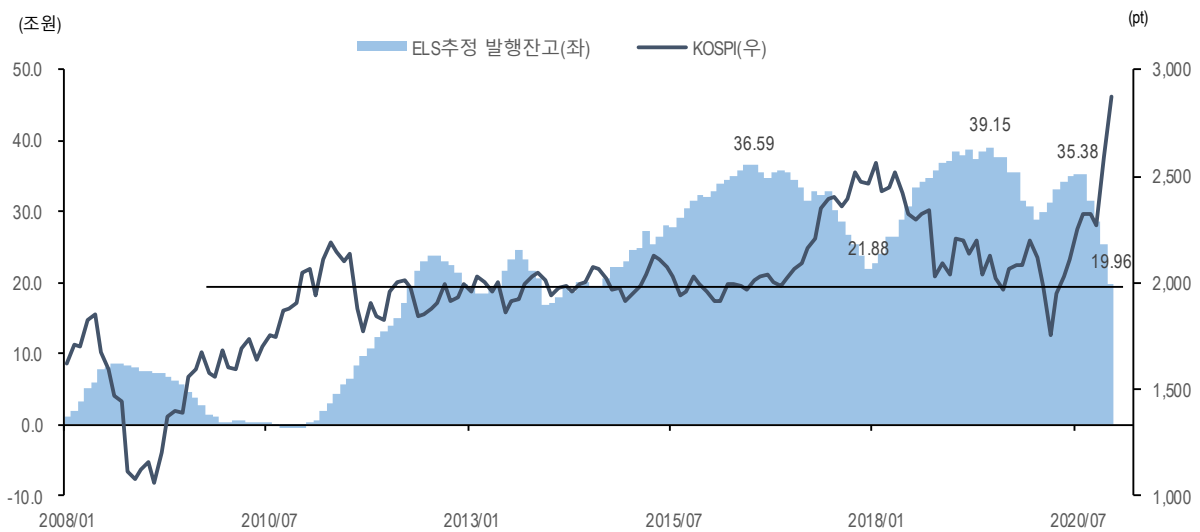
주식시장 투자전략

1. 4분기 ELS 발행 잔고 급감

4분기 ELS 발행 금액은 10.64조원을 기록해 3분기 8.16조원에 비해 30.4% 증가했다. 상환이라는 측면에서는 4분기에 22.3조원 상환되어 3분기 11.7조원의 2배 가량의 상환이 이뤄졌다. 조기 상환 금액은 지난 8월에 2.26조원에 불과했지만 글로벌 증시 상승과 더불어 지난 9월에 7.27조원을 기록했다. 이후 10월과 11월에는 6.8조원, 6.4조원으로 소폭 감소했지만 12월에 8.3조원으로 급등하면서 상환 금액 증가의 대부분은 조기 상환 증가로 이뤄졌다.

발행 잔액이라는 관점에서 보면 작년 7월에 고점을 형성하고 꾸준히 감소하는 상황이다. 작년 8월부터 발행 금액에 비해 상환 금액이 크게 나타나면서 5개월 연속 ELS 발행 잔고는 감소 중이다. 지난 4분기에 11.62조원의 감소가 있었고, 12월에만 5.44조원의 잔고가 줄었다. [차트1]은 2008년 1월부터 ELS 발행 금액에서 상환 금액을 차감한 것을 누적한 추정 ELS 발행 잔고이다. 추정 ELS 발행 잔고는 지난 7월에 35.38조원으로 최고치를 기록한 후 꾸준히 감소해 12월 말 기준으로 19.96조원까지 줄었다. 이는 지난 잔고 저점인 2018년 1월 잔고를 하회한 것으로 2014년 8월 이후 가장 낮은 수준이다. 일반적으로 주가 상승 과정에서 조기 상환이 증가하기 때문에 향후 고점이 형성될 때까지 감소세가 이어질 가능성이 높다고 판단된다.

[차트1] 2008년 1월부터 계산한 추정 ELS 발행 잔고 추이, 7월에 고점대 형성 후 급격히 감소, 2014년 8월 이후 최저치 기록



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터



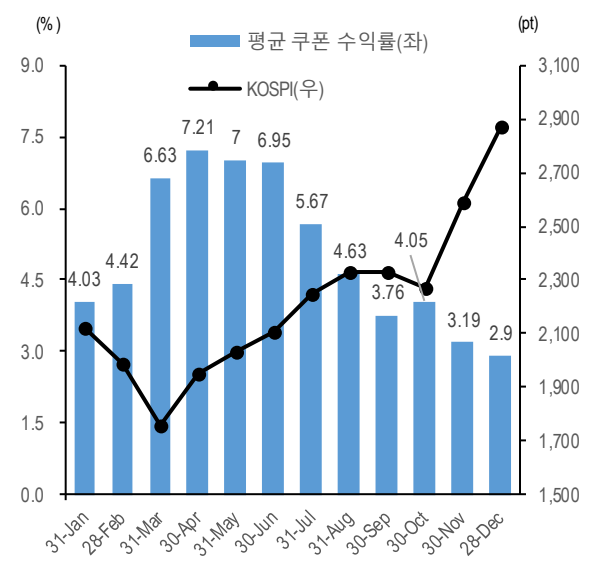
주식시장 투자전략

2. ELS 발행 잔고 감소의 원인과 전망

이와 같이 4분기 ELS 발행 잔고가 줄어든 첫번째 이유는 ELS 시장의 구조적인 요인에서 찾을 수 있다. 조기 상환이 이뤄질 경우 주가는 그 동안 상승세를 이어왔을 가능성이 높다. 그런 상황에서 ELS 에 재투자 한다면 이전에 가입했던 것보다 기준 가격이 높아져 불리한 조건으로 재투자가 이뤄지는 셈이다. 또한 [차트3]에서 볼 수 있듯이 KOSPI200 지수가 상승하면서 쿠폰 수익률은 대체로 감소하는 모습을 보인다. 위의 쿠폰 수익률은 매월 말일 발행된 KOSPI200관련 공모 ELS 발행 종목들 중 각 증권사별로 발행 금액이 가장 많은 종목들의 1년 쿠폰 수익률의 평균을 구한 것이다.

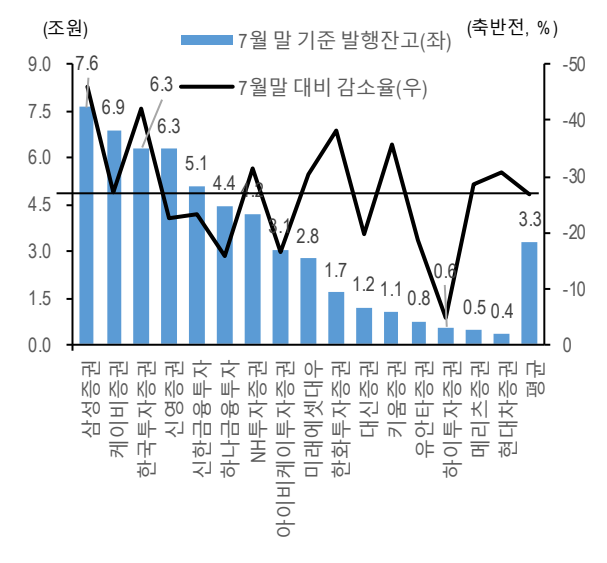
다른 발행 잔고 감소의 이유로 정부의 규제를 들 수 있다. 작년 7월 31일에 공개된 파생결합증권시장 진전화 방안에서 금융위는 과도한 ELS 발행으로 인해 자기자본 대비 ELS, DLS 발행 잔액이 50%보다 큰 경우에는 레버리지 비율 상 파생 결합증권의 부채금액 반영비율을 가중하여 과다 발행 유인을 차단한다고 밝혔다. 위의 차트는 7월 말 증권사별 ELS 발행 잔고와 12월 말까지 감소율을 나타낸 것이다. 발행 잔고 상위 3위에 해당하는 삼성증권, 케이비증권, 한국투자증권의 12월 말까지 잔고 감소율은 각각 -45.9%, -27.2%, -42.3%를 기록해 평균치인 -27%보다 높은 감소율을 보였다. 따라서 발행 잔고가 높은 증권사들 중심으로 발행 잔고를 줄인 것으로 추정할 수 있다.

[차트2] KOSPI 200 지수 관련 ELS 의 매월 말 발행 종목의 평균 쿠폰 수익률과 KOSPI 추이



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

[차트3] 주요 증권사별 7월 말 발행 잔고와 7월 말 대비 12월 말까지 발행잔고 감소율



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터



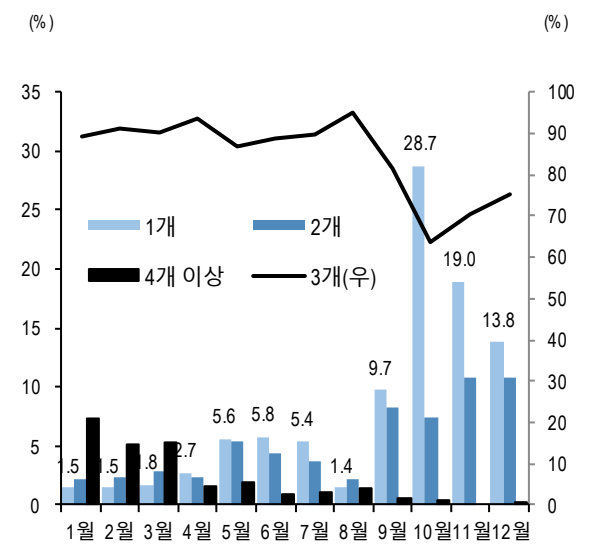
주식시장 투자전략

3. 최근 ELS 발행 시장의 흐름

10월 이후 ELS 발행 금액은 감소했지만 기초자산 구성과 발행 형태는 좀 더 안정적인 모양으로 진행되고 있다고 판단된다. 9월에 92% 수준까지 떨어졌던 지수형 ELS 발행 비중이 점차로 증가하고 있고, 9월 이후 공모 ELS 발행 비중이 80% 전후한 수준에서 형성되어 작년 3월 코로나 사태로 인한 주가 급락 이전 수준을 회복했기 때문이다. 한편 ELS 기초자산이 되는 종목들 수는 4분기 들어 크게 줄었다. 기초자산 개수가 1개인 ELS 발행 금액은 9월에 9.7%에 불과했지만 10월에는 28.7%로 증가했고, 11, 12월에는 각각 19%, 13.8%로 줄었지만 여전히 이전에 비해 높은 수준을 기록했고, 2개인 ELS의 비율도 1~3분기 평균이 3.7%였지만 4분기에는 9.7%를 기록했다.

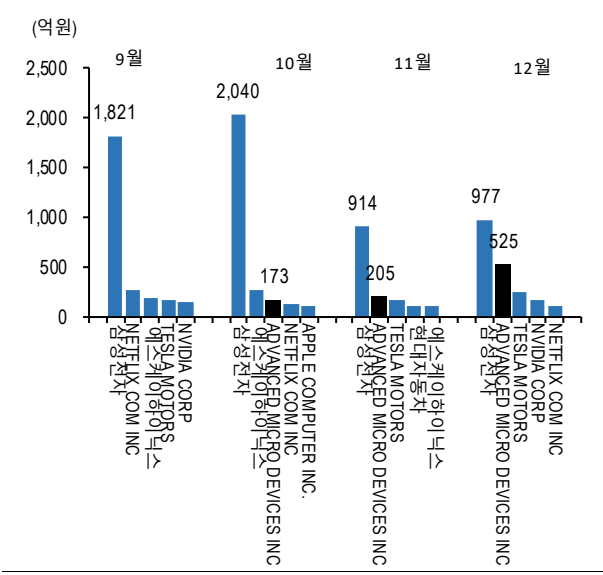
4분기 주식형과 혼합형 ELS 발행에서 눈에 띄는 점은 12월에 주식형 ELS 발행 금액 중 해외 주식형 발행 금액의 비중이 76.4%로 급등했다는 점이다. 4분기 중에서는 10, 11월에는 주식형과 혼합형 ELS 발행 상위 5개 종목에 2개 이상의 국내 주식 종목이 들어갔는데, 12월에는 삼성전자를 제외한 4개 종목이 모두 해외 종목이었다. 특히 AMD(Advanced Micro Devices, Inc.)는 4분기 내내 2~3위 권에 머물렀다. 일반 주식 시장에서 해외 주식에 대한 관심이 늘고 있듯이 ELS 기초자산 역시 해외 주식형 ELS의 발행이 꾸준히 이어질 것으로 보인다.

[차트4] KOSPI 기초자산 종목 수 별 ELS 발행 금액 비중 추이. 4분기에 기초자산 1개인 종목 수 발행 급증



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

[차트5] 주식형과 혼합형 ELS 기초자산 중 월별 ELS 발행 금액 상위 5개 종목 추이 (2020.9~12)



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터