

ZOOM
-IN

홍콩 H지수 연계 ELS 손실 현황

- 국내 ELS 상품의 주요 기초자산으로 활용되는 홍콩 H지수는 중국의 규제 및 글로벌 이슈 등의 영향으로 약세를 지속
- 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 홍콩 H지수 하락 추세가 반영되어 대폭 감소하였으며 발행액의 감소에도 조기상환 실패로 인해 미상환잔액은 일정 규모를 이어옴
- 2024년 1월과 2월에 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액의 만기가 도래하면서 녹인이 발생했던 미상환 잔액에서 손실이 확정되고 있으며 일부 노녹인형에서도 원금손실이 발생하였음
- 향후 홍콩 H지수의 단기간 큰 반등은 어려울 것으로 예상되며 투자 수요감소로 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망

□ 국내 ELS 상품의 주요 기초자산으로 활용되는 홍콩 H지수는 2021년 2월 고점을 기록한 이후 약세를 이어오고 있음

- 홍콩 H지수는 중국 본토의 경기 및 기업 실적을 반영하는 지수로서 EuroStoxx50, S&P500, Nikkei225 등의 주요 주가지수와 함께 국내 ELS 상품의 기초자산으로 활용
 - 홍콩 H지수(Hang Seng China Enterprises Index: HSCEI)는 홍콩증권거래소에 상장된 중국기업 가운데 시가총액 및 거래량을 기준으로 선별한 50개 기업의 시가총액을 기반으로 산출되는 지수
- 홍콩 H지수는 2021년 2월 고점을 달성한 이후 가파르게 하락하여 2022년 10월에는 2008년 글로벌 금융위기 이후 최저가를 기록하였으며 2023년 초 소폭 회복한 이후 2024년 1월말 현재까지 5,000대에 머무르고 있음
 - 홍콩 H지수는 2020년 3분기 이후 증가세를 보이며 2021년 2월 12,228.6의 고점을 기록한 이후 지속 하락하여 2022년 10월에는 2021년 2월 대비 59.6% 하락한 4,938.6을 기록
 - 2023년 1월 중 7,773.6까지 소폭 회복 후 하락하여 2023년 12월 이후 5,000대를 이어오고 있으며 2024년 1월말 현재 5,194.04를 기록

□ 홍콩 H지수의 급락은 주요 구성 요소인 기술주의 약세, 글로벌 이슈 및 중국 경제에 대한 부정적 시각이 반영된 것에서 기인

- 2021년 중국 정부의 빅테크 규제가 강화되면서 홍콩 H지수에서 35%의 가장 높은 비중을 차지하고 있는 정보기술 부문의 주가가 크게 하락한 것이 주요 요인으로 작용

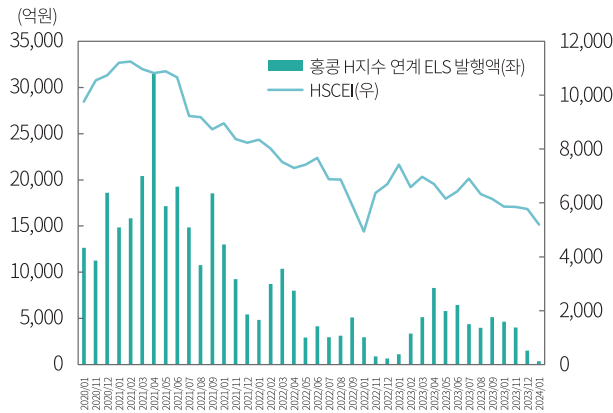
- 홍콩 H지수 산업별 구성비는 정보기술 부문이 35.34%로 가장 높으며 금융, 임의소비재 부문이 각각 26.6%, 12%로 2위, 3위를 차지
- 2021년 중국 정부의 빅테크 규제¹⁾가 강화되면서 주요 구성주였던 알리바바, 텐센트의 주가는 2021년 고점 대비 2022년 홍콩 H지수가 최저가를 기록한 시점에 각각 80%, 72% 하락
- 2021년 1월 트럼프 전 대통령의 중국 방위산업 및 기술 연계 중국기업에 대한 투자 금지 발효에서 비롯된 미·중 갈등 발발과 우크라이나 전쟁 및 무역 분쟁 등으로 지속되는 미·중 갈등의 장기화도 영향을 미침
- 중국 경제성장 둔화와 부동산 리스크로 인한 성장 동력 저하 등에 따른 중국 시장에 대한 부정적 요인이 반영
 - 2021년 부동산 대기업인恒大그룹의 채무불이행 위기로 촉발된 중국의 부동산시장 위기와 부진이 중국 경제에 대한 부정적 시각에 반영
 - 중국 경제 성장률은 2021년 1분기 18.3%를 기록한 이후 2분기 7.9%, 3분기 4.9%, 4분기 4.0%를 기록하며 둔화 추세를 보임

□ 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 지수 하락 추세를 반영하여 대폭 감소였으며 미상환잔액은 조기상환의 어려움으로 2021년 3분기부터 증가하여 일정 수준을 이어옴

- 홍콩 H지수 연계 ELS 연간 발행액은 2021년 19조원에서 2022년 5.5조원으로 전년대비 71.3%의 대폭 감소를 보였으며 2023년에는 5.4조원을 기록하며 소폭 감소
 - 2022년에는 다른 주가지수를 기초자산으로 하는 ELS의 발행도 감소하여 Eurostoxx50과 S&P 연계 ELS의 발행액은 각각 전년대비 40.3%, 31.6% 감소하였으나 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 전년대비 71% 감소하여 다른 두 주가지수 연계 ELS와 비교하여도 큰폭의 감소를 보임
 - 2021~2023년까지 3년간 발행된 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액에서 2021년 발행액이 차지하는 비중은 63.8%로 이후 홍콩 H지수가 급락하면서 2022년과 2023년에는 발행이 부진
- 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액은 2021년 2분기까지 감소세를 보이다 3분기 이후 증가하였으며 2022년 이후 발행액이 크게 감소했음에도 2021년 발행액 중 중간평가에서 조기상환하지 못한 미상환잔액이 유지되면서 연도별로 비슷한 규모를 유지
 - 2020년 3분기 22.8조원었던 미상환잔액은 홍콩 H지수 강세에 따른 상환 조건 개선으로 감소하여 21년 2분기 12.1조원까지 감소하였으나 22년 3분기 24.5조원까지 증가
 - 2022년은 21~24조원, 2023년은 19~20조원 사이를 기록하며 연도내 변동폭이 작은 수준이 유지

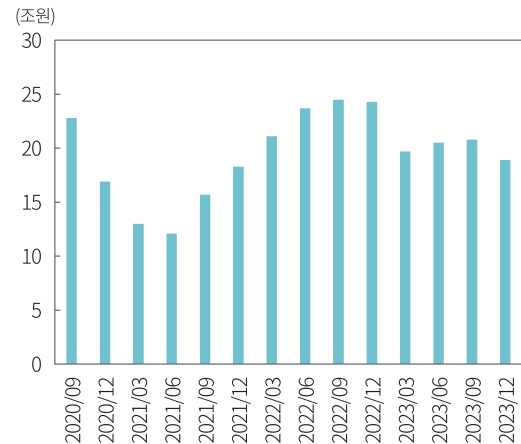
1) 2021년에는 2월 '국무원 반독점위원회의 플랫폼 경제 분야에 대한 반독점 지침' 발표, 9월 '데이터보안법'과 '핵심 정보 인프라 보안·보호' 조례 시행, 11월 '개인정보보호법' 시행 등 중국 정부의 반독점 규제 정책 기조가 이어짐

〈그림 1〉 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액 추이



자료: 한국예탁결제원, Bloomberg

〈그림 2〉 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액 추이



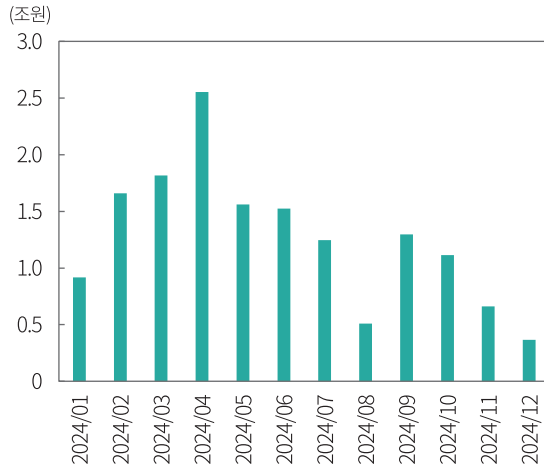
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원

□ 2024년에 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액 중 80%가 만기 도래하면서 녹인(Knock-in)이 발생한 미상환잔액의 연쇄적 손실 확정이 가시화되고 있으며 노녹인(No Knock-in)형 ELS잔액에서도 원금손실이 발생한 가능성이 높음²⁾

- 2023년 12월말 기준 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액은 19조원으로 2021년 판매 상품의 조기상환 실패 등 영향으로 전체 잔액의 80.4%인 15.2조원의 만기가 2024년 중 도래
 - 이 중 65.8%인 10조원이 2024년 상반기에 만기가 도래
- 2023년 12월말 기준 녹인이 발생한 홍콩 H지수 연계 ELS 잔액은 5.6조원으로 전체 잔액의 29.8% 수준이며, 녹인이 발생한 미상환잔액의 91.7%가 2024년 상반기에 만기가 도래
 - 홍콩 H지수 연계 ELS 미상환잔액에서 녹인이 발생하지 않은 녹인형 ELS 미상환잔액은 23.8%이며 노녹인형 ELS 미상환잔액은 37.3%를 차지
 - 2024년 상반기 녹인이 발생한 ELS 잔액 5.2조원의 만기가 도래

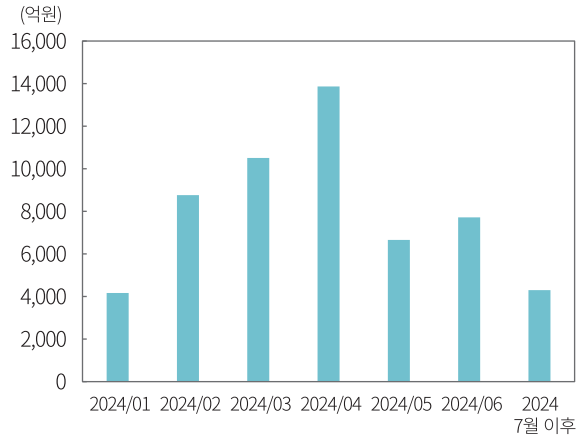
2) 녹인(Knock-in)형은 계약 기간 중 기초자산의 가격이 녹인 가격 이하로 떨어진 적이 없고 만기상환에서 기초자산의 가격이 상환 평가가격을 상회하지 못하면 원금 손실이 발생하는 구조이고 노녹인(No-Knock In)형은 녹인 발생 가격이 없으며 만기상환에서 상환평가가격이 최초기준가의 일정 수준(통상 65%) 이상이면 약정한 이자율을 수취할 수 있는 구조로 일반적으로 녹인형 ELS의 상환평가가격이 더 높게 설정

〈그림 3〉 2024년 월별 홍콩 H지수
연계 ELS 잔액 만기도래액



자료: 한국예탁결제원

〈그림 4〉 2024년 월별 낙인 발생 홍콩 H지수
연계 ELS 잔액 만기도래액



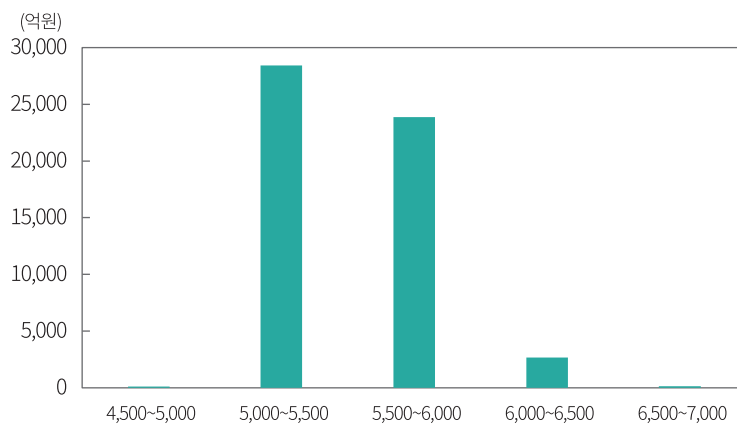
- 노낙인형 ELS의 경우 낙인 발생 가격은 없지만 대부분의 노낙인형 ELS는 만기 상환 시 만기평가가격이 최초기준가격의 일정 수준(통상 65%) 이상을 만족해야 원금손실이 발생하지 않음
 - 2021년 상반기 홍콩 H지수 평균이 11,104.2로 매우 높은 수준이었고 2024년 1월말 현재 지수값이 2021년 상반기 평균의 47%인 5,194인 것을 고려하면 노낙인형 ELS 잔액에서도 2024년 만기상환 시점에서 원금손실이 발생할 가능성이 있음

□ 낙인이 발생한 가격은 홍콩 H지수 5,000대가 대부분을 차지하고 있음

- 낙인이 발생한 ELS 잔액의 낙인 가격은 4,000~6,000대로 넓게 분포하지만 5,000대에서 전체 낙인 발생 미상환잔액의 94.7%가 집중되어 있으며 6,000대와 4,000대가 각각 5%, 0.2%를 차지
 - 높았던 홍콩 H지수 영향으로 2021년 상반기 발행된 ELS 중 대부분이 저낙인형으로 구분되는 기준가대비 50% 수준 낙인베리어(Knock-in Barrier)³⁾에서 낙인이 다수 발생

3) 낙인베리어(Knock-in Barrier)는 ELS의 원금손실이 발생할 수 있는 구간으로 낙인형 상품의 경우 기초자산의 가격이 설정된 낙인베리어 이하로 내려가게 되는 경우 만기이전에 기초자산의 가격이 상환평가가격을 상회하지 못하면 손실 발생

〈그림 5〉 녹인 발생 홍콩 H지수 연계 ELS의 녹인 가격대별 잔액 분포



자료: 한국예탁결제원

- 홍콩 H지수의 약세가 뚜렷하던 2022년 이후에 발행된 홍콩 H지수 연계 ELS의 녹인 가격은 기초자산 가격 하락 및 시장 선호도 하락에 따라 하향된 녹인베리어가 반영되어 3,000대가 60.1%, 2,000대와 4,000대가 각각 10.1%, 29.8%를 차지하며 매우 낮은 수준에서 형성
- 2024년 1월과 2월에 홍콩 H지수 연계 ELS잔액의 만기가 도래하면서 녹인이 발생했던 미상환잔액에서 손실이 확정되고 있으며 홍콩 H지수의 부진으로 노녹인형에서도 원금손실이 발생하였음
 - 대부분 2021년 초기 발행된 ELS 상품으로 홍콩 H지수 급락에 따른 녹인 발생 및 중간평가에서 조기상환 조건을 만족하지 못함에 따라 손실이 발생
 - 2024년 1월 상환금액 기준 상위 10개 기초자산 중 7개의 기초자산에 홍콩 H지수가 포함되었고, 연계 ELS의 만기상환 손실율은 48.5~56.3% 수준
 - 1월에는 해당 7개의 기초자산 연계 ELS의 만기상환으로 해당 ELS 잔액 8,613억원에서 4,516억원의 손실액이 확정되고 4,097억원이 상환
 - 2024년 2월의 경우 23일 현재까지 상환금액 기준 상위 10개 기초자산 중 5개의 기초자산에 홍콩 H지수가 포함되었으며 1월보다 손실 규모는 증가였고 손실률은 53.2~55.2% 수준
 - 2월에 23일까지 해당 5개의 기초자산 ELS의 만기상환으로 해당 ELS 잔액 1.2조원에서 6,435억원의 손실이 발생하고 5,572억원이 상환
 - 홍콩 H지수 반등의 부진으로 노녹인 ELS에서도 만기상환 시 만기평가가격을 충족하지 못하여 원금손실이 발생
 - 2024년 1월 EuroStoxx50, HSCEI, S&P500를 기초자산으로 한 ELS 잔액 만기상환에서 원금손실이 발생한 138종목 중 42%는 노녹인 ELS가 차지

〈표 1〉 홍콩 H지수가 포함된 ELS의 손실 현황 (2024년 1~2월)

(단위: 백만원, %)

	기초자산	상환종목수	연환산 수익률	손실종목 손실액	손실종목 상환금액
2024년 1월	EuroStoxx50, HSCEI, S&P500	138	-17.53	262,418	236,570
	HSCEI, S&P500, KOSPI200	46	-17.59	66,537	59,552
	HSCEI, NIKKEI255, S&P500	33	-16.18	42,544	45,103
	EuroStoxx50, HSCEI, KOSPI200	38	-17.83	26,809	23,311
	EuroStoxx50, HSCEI, NIKKEI255	12	-18.08	21,451	18,097
	HSCEI, S&P500	11	-18.78	19,311	14,965
	DAX, HSCEI, S&P500	2	-16.95	12,508	12,090
2024년 2월 (1~23일)	EuroStoxx50, HSCEI, S&P500	139	-17.93	472,579	405,984
	HSCEI, S&P500, KOSPI200	54	-17.76	110,890	97,237
	HSCEI, NIKKEI255, S&P500	27	-17.69	39,566	34,988
	EuroStoxx50, HSCEI, KOSPI200	31	-16.62	12,240	12,309
	EuroStoxx50, HSCEI, NIKKEI255	7	-18.41	8,205	6,651

주 : 평균 설정만기와 평균 시현기간은 모두 36개월

자료: 한국예탁결제원

□ 향후 홍콩 H지수의 단기간 큰 반등은 어려울 것으로 예상되므로 손실 확정 및 투자자들의 피해구제 관련 부정적 이슈에 따른 재투자 및 신규 투자 수요감소로 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망

— 최근 홍콩 H지수가 상승하고 있지만 5,000대 수준으로 단기간에 원금손실을 방어할 만큼의 급등은 어려울 것으로 예상

• 중국 부동산시장 침체에 따른 경기둔화 및 중국 정부 부양 정책의 불확실성 등이 부정적 요인으로 작용하여 큰 폭의 지수 상승에는 한계가 있음

— 금융감독원의 홍콩 H지수 연계 ELS 주요 판매사 현장검사 및 피해자 관련 분쟁 이슈에 따른 재투자 및 신규투자 감소와 관련 상품 선호도 하락으로 인해 당분간 홍콩 H지수 연계 ELS 발행은 위축될 것으로 전망

• 금융감독원은 홍콩 H지수 연계 ELS의 대규모 투자 손실이 가시화되면서 일부 판매사의 관리체계 문제와 관련한 현장검사를 실시 중이며 책임분담 기준 및 제도 개선안을 발표할 예정

• 2024년 1월 홍콩 H지수 연계 ELS 발행액은 351억원 수준으로 전년 동월의 발행액인 1,128억원의 31% 수준

선임연구원 한아름