



코스닥과 코스피 상대강도의 변화

What's new

- 지난 연말 이후 코스닥 지수는 코스피 대비 상대적 강세를 보여왔습니다. 유사한 시기에 글로벌 성장주도 가치주 대비 강세를 나타냈습니다.

Our view

- 최근 대형주의 상대적 저평가 요인이 완화되는 모습을 보이고 있습니다. 글로벌 경기 모멘텀이 강화되고 있고, 리스크 지표는 하락하고 있습니다. 대형주 이익사이클 개선 가시화, 코스닥의 높은 밸류에이션 수준도 부담입니다.
- 코스닥의 상대적 강세 흐름이 지속되기 어렵다는 판단입니다.

코스피의 상대적 저평가 요인 해소 진행

- 코스피 대비 코스닥의 상대적 강세는,
 - 1) 미국을 중심으로 한 글로벌 경기 모멘텀 둔화(코스닥/코스피 상관관계 -0.34),
 - 2) 국제유가 하락에 따른 리스크 지표 상승(코스닥/코스피 상관관계 $+0.54$),
 - 3) 대형주 실적 시즌 도래에 따른 부담(낮은 이익신뢰도에 기인)
- 그러나 최근,
 - 1) 주요국 경기 부양 기조에 힘입어 글로벌 경기 모멘텀 강화 진행
 - 2) 국제유가 의미있는 추세 변화 확인. 대표적 안전자산인 금과 미국 국채 가격 하락세
 - 3) 내부적으로도 대형주 저평가 요인이었던 이익사이클 회복 가시화
 - 4) 코스닥 밸류에이션 지표, 장기 평균 크게 상회(최근 10년 평균 대비 PER 35%, PBR 22% 이상 할증)
- 코스피 대비 코스닥 지수의 상대적 강세 흐름 지속되기 어려울 것으로 판단

상대적 강세를 보여온 코스닥

지난 연말 이후 코스닥 지수는 코스피 대비 상대적 강세를 보여왔다. 유사한 시기에 글로벌 시장에서도 성장주가 가치주 대비 강세를 보인 것을 참고하면, 내부적인 요인보다는 대외 변수에 의한 영향이 큰 것으로 판단된다.

중소형주는 경기 모멘텀이 둔화되거나 안전자산이 선호되는 국면에서 대형주의 대안 투자 수단으로서 매력을 가진다. 경기 모멘텀이나 리스크 지표의 변화에 상대적으로 둔감한 특성을 지니기 때문이다.

그러나 최근 대외 변수 악화를 초래했던 요인들에서 변화가 나타나고 있다. 글로벌 경기 모멘텀은 유로존을 중심으로 개선되고 있고, 안전자산 선호를 대변하는 금과 미국 국채 가격은 하락세를 보이고 있다. 국제유가도 의미있는 추세의 변화를 나타내고 있다.

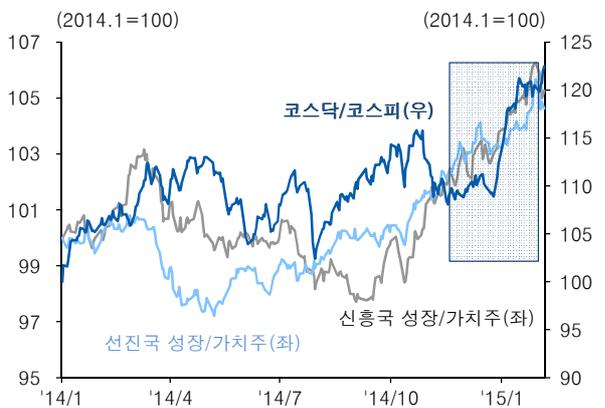
내부적으로도 대형주 저평가 요인이었던 이익사이클의 회복이 가시화 되고 있고, 장기 평균을 크게 상회하고 있는 코스닥 시장의 밸류에이션 지표는 상대 강도 유지에 상당한 부담으로 작용하고 있다. 이러한 변화를 참고 할 때 코스피 대비 코스닥 지수의 상대적 강세 흐름은 지속되기 어려울 것으로 판단된다.

코스피의 상대적 저평가 요인 해소 진행

1) 글로벌 경기 모멘텀 개선

코스닥 시장은 기본적으로 성장주의 성격을 지니며, 경기 모멘텀이 둔화되는 국면에서 코스피 대비 프리미엄을 얻게 된다. 결과적으로 코스닥/코스피의 상대 강도는 글로벌 경기 모멘텀을 측정하는 Goldman Sachs 글로벌 경제 서프라이즈 지수와 높은 역의 상관관계 (2013년 이후 -0.34)를 가진다.

[그림 1] 성장주 프리미엄은 글로벌 전반 나타나고 있는 것이 확인



자료: Myresearch, Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 경기 모멘텀 약화 구간에서 코스닥 상대적 강세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

코스피 대비 코스닥, 또는 가치주 대비 성장주의 상대적 강세는 작년 9월을 전후로 나타나기 시작했고, 미국을 중심으로 글로벌 경기 모멘텀이 빠르게 둔화되기 시작한 11월 그 강도가 뚜렷해졌다. 경기에 대한 우려가 성장 매력을 가진 중소형주의 상대적 강세를 견인한 것으로 판단된다.

그러나 최근 주요국 경기 부양 기조가 확산되면서 글로벌 경기 모멘텀은 강화되는 모습이다. ECB 의 1.14조 유로 규모 국채매입 발표 후 유로존 심리 지표들은 빠르게 개선되고 있고, 국제유가 하락은 주요국 소비 지표 회복으로 나타나고 있다. 이러한 글로벌 경기 모멘텀의 변화 시점은 최근 코스피/코스닥의 상대 강도 둔화 시기와도 일치한다.

2) 안전자산 선호 현상 약화

코스닥 시장은 시가총액에서 외국계 자금이 차지하는 비중(10.96%)이 코스피(34.23%) 대비 작아, 대외 충격에 상대적으로 둔감한 모습을 보인다. 결과적으로 코스닥/코스피의 상대 강도는 글로벌 리스크 수준을 측정하는 Citi Macro Risk Index 와 높은 정의 상관관계(2013년 이후 +0.54)를 가진다.

작년 9월 이후 리스크 지표는 빠르게 상승해왔다. 연준의 조기 기준금리 인상 우려, 미국의 시리아 공습 결정, 스코틀랜드 독립 우려 등으로 인해 당시 글로벌 리스크 지표는 2011년 미국 신용등급 강등 이후 최고 수준을 나타냈다.

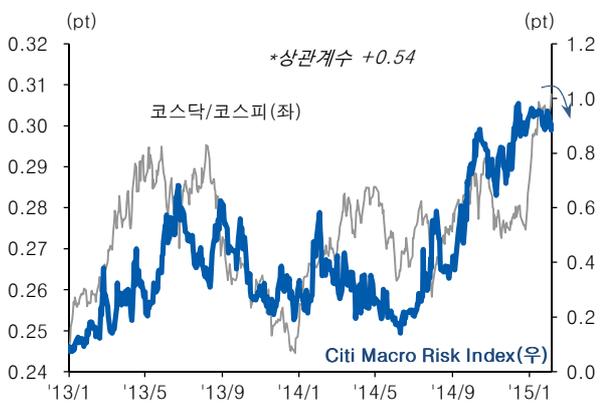
이후 OPEC 의 감산 불가 결정으로 국제유가 하락세가 심화되고, 이로 인해 러시아 루블화가 급등하는 등 산유국 재정 우려가 확산됨에 따라 11월에는 2007년 금융위기 당시 수준까지 상승했다.

[그림 3] 글로벌 경기 모멘텀은 유로존 심리지표를 중심으로 회복세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 리스크 상승 구간에서 코스닥 상대적 강세



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주식시장 투자전략

안전자산 선호 심리가 강하게 나타나면서 일반적으로 반대의 방향성을 보이는 금과 달러 지수, 엔화 가치가 동반 상승하는 흐름을 보였으며, 미국을 중심으로 한 글로벌 경기 모델تم 둔화와 맞물려 코스닥/코스피의 상대 강도는 뚜렷해졌다.

미국 기준금리 인상 우려는 예상 시기가 9월 이후로 이연되며 완화되는 모습을 보였으나, 국제유가 하락과 Grexit 우려는 최근까지도 리스크 지표 상승을 주도해왔다.

그러나 가파른 하락세가 지속되던 국제유가는 약 2주간의 횡보 국면을 거친 후, 최근 의미있는 가격 상승세를 나타내고 있다. 이에 대한 기대감을 반영하듯 미국 최대 원유 관련 펀드인 USO의 자금 유입 규모는 금융위기 이후 최고 수준을 기록하고 있다.

그리스 우려는 지난 일요일(8일) 치프라스 총리가 이번달(28일) 종료되는 구제금융 연장 불가 방침을 밝힘에 따라 여전히 불안 요소로 자리하고 있는 것이 사실이다. 그러나 2012년과 달리 시스템 우려로 확산되지 않고(주변국 국채금리 및 유로존 시스템 리스크 지수 안정)있으며, 금융시장에 미치는 영향도 제한적인 모습이다.

대표적 안전자산인 금과 미국 10년 국채 가격이 최근 하락 반전하는 모습을 보이는 것은 이러한 흐름을 반영하고 있는 것으로 판단되며, 이 역시 최근 코스닥/코스피 상대 강도 둔화 시기와 일치한다.

3) 코스피 이익사이클 개선과 코스닥 밸류에이션 부담

11분기 연속 이어진 어닝쇼크로 인해 기업 실적전망에 대한 신뢰도가 상당히 낮아진 상황에서, 대형주 실적 시즌 도래에 따른 부담 역시 코스닥 지수의 상대적 강세에 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 이익 성장성에 대한 우려가 형성되는 구간에서 대안적으로 개별 주식에 대한 관심이 높아지게 되기 때문이다.

[그림 5] 안전자산 선호가 코스닥/코스피 상대 강도 확대로 연결



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 최근에는 안전자산 수요가 감소하는 모습



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

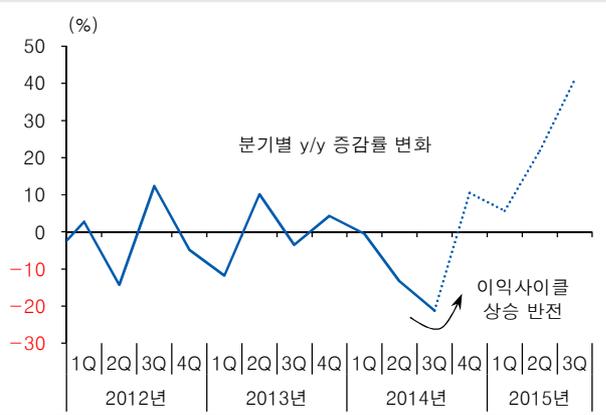
주식시장 투자전략

그러나 4분기 실적시즌이 진행되는 과정에서 대형주 이익사이클이 저점을 통과하고 있는 것이 확인되었으며, 이익사이클 개선세는 올해 3분기까지 지속 될 것으로 전망되고 있다. 대형주의 상대적 소외를 야기했던 디스카운트 요인이 경감 될 수 있는 것이다.

높은 수준의 밸류에이션 지표도 코스닥 지수의 상대적 강세 흐름에 부담이 되는 요인이다. 현재 코스닥 지수의 12MF PER 은 14.57배로 최근 10년 평균인 10.73배(상위 25%: 11.71배) 대비 35% 이상 할증되어 있는 상태이며, PBR 기준으로는 2.07배로 역시 최근 10년 평균(상위 25%: 1.82배)과 22% 이상 차이를 보이고 있다.

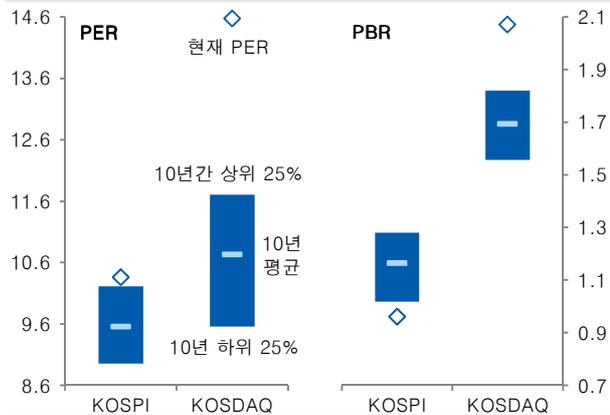
결과적으로 기존 코스피 대비 코스닥의 상대적 강세를 야기했던 1) 글로벌 경기 모멘텀이 강화되고 있고, 2) 안전자산 선호 심리를 자극하던 리스크 관련 지표에서 변화가 발생, 3) 4분기 실적시즌을 통과하는 과정에서 대형주 이익사이클 개선이 확인, 4) 코스닥 지수의 밸류에이션 지표가 장기 평균을 크게 상회하고 있다는 점을 참고 할 때, 코스피 대비 코스닥의 상대적 강세는 추가적으로 진행되기 어려운 것으로 판단된다.

[그림 7] 코스피 디스카운트 요인(이익) 개선



주: 당사 유니버스 기준. 자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 상당한 밸류에이션 부담을 안고 있는 코스닥 지수



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

