

2025. 12. 12 (금)

모멘텀 with Frog in the Pan

- 모멘텀 전략의 약점은 장기적으로는 과잉반응에 대한 반전 현상
- 모멘텀의 연속성 여부를 판별하는 ‘정보 이산성’ 개념을 비롯하여 과거 수익률 기간, 유니버스 종목 수 등 파라미터를 설정
- 파라미터별 유효성, 수익률 및 샤프비율 관점에서 우수 전략 판별

퀀트

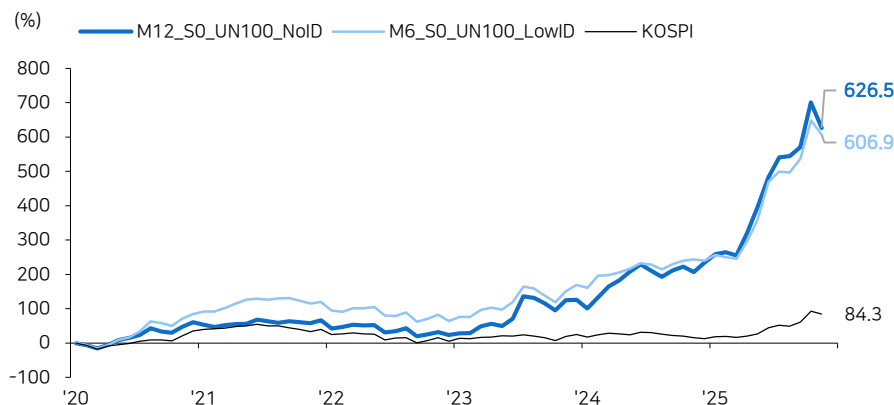
Analyst 이상현

sanghyeon.lee@meritz.co.kr

“Buy Winners and Sell Losers”: 기업 고유의 정보가 공개되었을 때 시장이 그 정보에 대한 의미를 완전히 즉각 반영하지 못하고 대신 정보가 점진적으로 주가에 반영되며 일정 기간 추세가 지속된다. 이러한 지연 반응으로 인해 과거 수익률이 높았던 주식(Winners)이 단기적으로 계속 상승하고, 반대로 낮았던 주식(Losers)이 계속 하락하는 경향이 나타난다. 모멘텀 전략은 이러한 현상에 따른 알파를 추구하는 전략이다.

다만 모멘텀 전략의 약점은 장기적으로는 과잉반응에 대한 반전 현상이 나타날 수 있다. 일반적인 모멘텀 전략은 직전 1개월 주가를 제외함으로써 이러한 반전 현상에 따른 수익률 악화를 피하고자 한다. 본 보고서에서는 모멘텀의 연속성 여부를 판별하는 ‘정보 이산성’ 개념을 비롯하여 과거 수익률 기간, 유니버스 종목 수 등 여러 파라미터를 설정하여 모멘텀 전략 간의 성과를 비교했다.

그림1 모멘텀 전략별 2020년 이후 누적수익률 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

모멘텀 with Frog in the Pan

모멘텀 전략의 대표적인 출발점은 Jegadeesh&Titman(1993)의 논문이 대표적이다(Returns to Buying Winners and Selling Losers). 해당 논문에서 Jegadeesh&Titman은 1965년~1989년 NYSE 및 AMEX 상장 주식을 과거 3~12개월간의 수익률 상위 10% 주식을 매수하고 하위 10% 주식을 매도한 뒤 3~12개월간 보유하는 전략이 유의미한 양의 수익률을 기록했다는 점을 밝혀냈다.

모멘텀 전략은 기업 고유의 정보가 즉각 반영되지 못하고 점진적으로 주가에 반영되는 행동재무학적 경향성을 이용한다. 다만 장기적으로는 지연반응이 과잉반응으로 바뀌고, 과잉반응에 대한 반전 현상으로 인해 수익률이 악화될 수 있기에 이에 유의해야 한다. 이러한 약점을 극복하기 위해 직전 1~2개월 주가수익률을 제외하는 등의 방식을 이용한다.

정보 이산성(ID, Information Discreteness) 또한 주가의 과잉반응 혹은 지연반응을 분류하기 위한 개념이다. ID 계수가 낮을수록 정보의 연속성이 높은 종목, 즉 급등없이 부드러운 우상향 추세를 보인 주식이라고 해석한다. 반대로 ID 계수가 높은 종목, 즉 정보의 이산성이 높아 갑작스러운 어닝 서프라이즈 혹은 뉴스로 인해 주가 급등이 나타날 경우에는 과잉반응 및 반전 현상이 일어날 확률이 높다. 마치 개구리를 찬물에 넣고 서서히 물을 끓이면 온도 변화를 감지하지 못하지만, 끓는 물에 넣으면 바로 뛰어나오는 것과 같다(Frog in the Pan, Da&Grun, 2014). 정보 이산성(ID) 계수의 산식은 다음과 같다(1).

$$ID = \text{sgn}(\text{PRET}) \times [\%neg - \%pos] \quad (1)$$

- PRET: 특정 기간 누적수익률
- $\text{sgn}(A)$: $A > 0$ 이면 1, $A < 0$ 이면 -1
- $\%neg$: 특정 기간 동안 주가 상승한 날 비율
- $\%pos$: 특정 기간 동안 주가 하락한 날 비율

Da&Grun은 논문에서 PRET을 직전 1개월을 제외한 12개월 수익률로, $\%neg$ 와 $\%pos$ 또한 동 기간 주가 상승/하락 비율로 계산하였다. 다만 본 보고서에서는 후술할 내용과 같이 과거 수익률 기간(M) 및 직전 1개월 제외 여부(Skip)에 따라 전략별로 기간을 달리 설정하였다.

모멘텀 전략 탐색: 파라미터 설정

모멘텀 투자 전략 간 성과 비교를 위해 총 네 개의 파라미터를 설정하고(M, S, U, ID), KOSPI 상장 기업에 한하여 2020년 1월부터 2025년 11월까지 총 71개월간의 월간 리밸런싱을 상정하여 분석을 진행했다. 각각의 파라미터 및 설정은 다음과 같다.

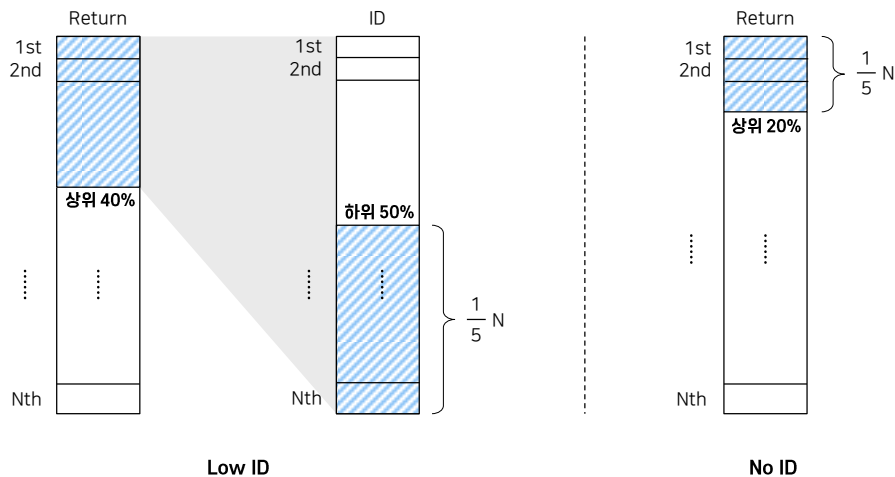
(1)과거 수익률 기간 $M=[3, 6, 12]$: 과거 몇 개월치 수익률을 모멘텀 팩터로 설정할 것인가? (2)직전 1개월 수익률 포함 여부 $S=[0, 1]$: $M=12$, $S=1$ 일 경우 직전 1개월을 제외한 11개월간 수익률을 모멘텀 계수로 상정한다. (3)유니버스 종목 수 $U=[N100, N200, ALL]$: 월말 기준 시가총액 상위 100위, 200위 종목으로 한정 혹은 전체 종목을 투자 대상으로 상정한다. (4)정보연속성 계수 $ID=[Low, No]$: $ID=Low$ 일 경우 과거 수익률 상위 40% 종목 중 ID 하위 50% 종목 매수하고, $ID=No$ 일 경우 ID 필터 없이 단순 수익률만 사용하여 과거 수익률 상위 20%를 매수한다.

표1 모멘텀 전략 탐색: 파라미터 설정

구분	파라미터	선택지 (List)	설명	전략명 표기 예시
M	Lookback	3, 6, 12	과거 몇 개월치 수익률을 볼 것인가? (단기/중기/장기)	M3, M6, M12
S	Skip (Lag)	0, 1	최근 1개월 데이터를 포함할 것인가? (1은 최근 1개월 제외, 반전효과 방지용)"	S0, S1
U	Universe	N100, N200, ALL	투자 대상이 되는 종목군 (모집단)	UN100, UALL
ID	Discreteness	Low, No	Low: ID가 낮은 종목 선정 No: ID 필터 없이 단순 수익률만 사용	LowID, NoID

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 ID(Information Discreteness) 파라미터 계수별 모멘텀 투자 방법론



자료: 메리츠증권 리서치센터

모멘텀 전략별 성과 비교

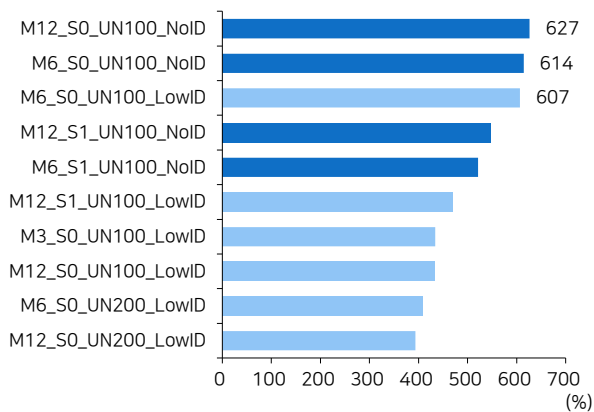
백테스팅 결과 총 36가지 전략 중 7개를 제외한 29개에서 KOSPI(+84.3%) 수익률을 상회했다. KOSPI를 하회한 7개 전략은 모두 U=ALL, 즉 코스피 상장 기업 전체를 대상으로 할 경우에 속했다.

특히 가장 높은 누적 성과를 보인 모멘텀 전략은 “M12_S0_UN100_NoID”로 KOSPI 시가총액 상위 100개 종목을 대상으로 과거 12개월 수익률 상위 20%를 매수하는 전략이다(누적 성과 +627%). 누적 성과 상위 5개 전략 중 4개 전략이 ID=No, 즉 정보 이산성 필터를 적용하지 않은 케이스였다.

다만 가장 높은 샤프비율을 보인 모멘텀 전략은 “M6_S0_UN100_LowID”로 시가총액 상위 100개 종목을 대상으로 과거 6개월 수익률 상위 40% 종목 중 ID 계수 하위 50%를 매수하는 전략이다(샤프비율 1.31). 샤프비율 상위 5개 전략 중 3개 전략이 ID=Low, 정보 이산성 필터를 적용한 케이스였다.

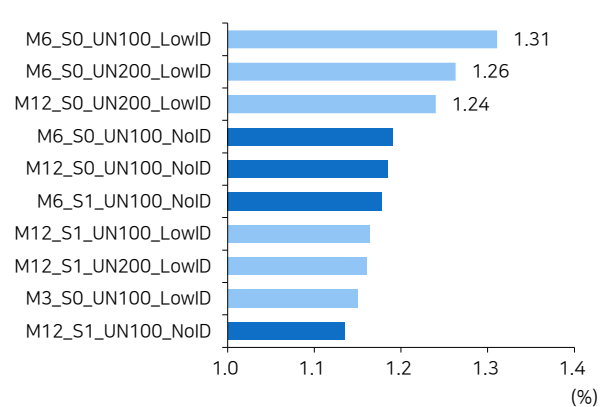
누적 수익률 및 샤프비율 상위 10개 전략을 살펴보면 유니버스(U) 대상 종목 기준 중 전체 종목에 해당하는 케이스가 없다. 유니버스 모집단별 누적 성과-표준편차 분포를 보면 양의 상관관계가 뚜렷하게 나타남을 알 수 있다[그림5]. KOSPI 전체 종목을 대상으로 할 경우 월간 수익 성과가 낮아지며 변동성 또한 비례해서 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 유니버스 설정은 KOSPI 전체 종목이 아닌 시총 상위 100개 혹은 200개 기업에 한정하는 것이 효과적이다(U=all 제외).

그림3 누적 수익률 상위 10개 모멘텀 전략



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 샤프비율 상위 10개 모멘텀 전략



자료: 메리츠증권 리서치센터

U=all을 제외할 경우 과거 수익률 기간(M)별 누적 성과는 12M>6M>3M 순으로 낮아지며 특히 3개월을 기준으로 할 때 크게 급감하는 모습을 보였다[그림6]. U=100 or 200 각각에서 12M vs 6M 간의 차이는 비교적 크지 않았다(M=3 제외).

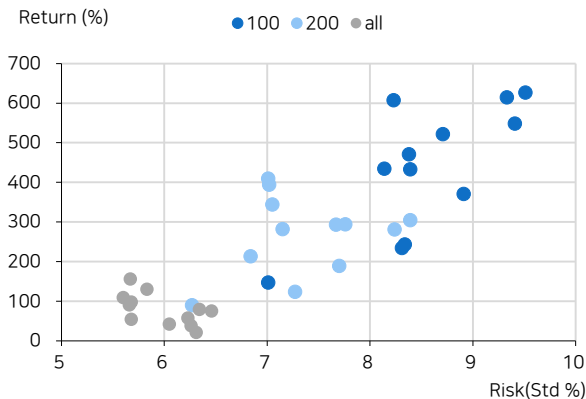
따라서 M6_S0_UN100_NoID vs M6_S0_UN100_LowID 두 전략을 비교할 때 정보 이산성 필터를 적용할 경우 누적 수익률(Return)이 낮아지나(614% vs 606%) 월간 수익률 변동성(Risk)이 더 크게 감소하며(9.33% vs 8.23%) 샤프비율은 오히려 개선되는 효과를 보였다(1.19 vs 1.31). 다만 평균으로 보았을 경우에는 U=100의 경우에는 ID=No의 케이스가 누적 수익률 및 샤프비율 모두에서 더 나은 성과를, U=200의 경우는 반대로 ID=Low의 케이스가 더 나은 성과를 보였다[그림 7, 8].

U=100의 경우에는 ID=No가, U=200의 경우에는 ID=Low가 우월한 성과를 보인다면 매월 매수하는 종목 수와 관련되었을 가능성이 높다. U=100의 경우에는 N/5인 20개 종목을, U=200의 경우에는 40개 종목을 매수하게 된다. 더 많은 종목을 매수할 경우에는 ID 필터를 적용하였을 때 높은 성과를 기록할 수 있다는 가설을 생각해 볼 수 있다.

일반적으로 반전 현상을 피하기 위해 직전 1개월 혹은 2개월 수익률을 모멘텀 팩터 계산에 반영하지 않는다. [그림10]에서 확인할 수 있는 것과 같이 유니버스를 시총 상위 100개 혹은 200개 종목으로 제한한다면 직전 1개월 수익률을 미반영(Skip)할 경우 오히려 누적 수익률이 크게 낮아지는 결과를 보였다(S=1 제외).

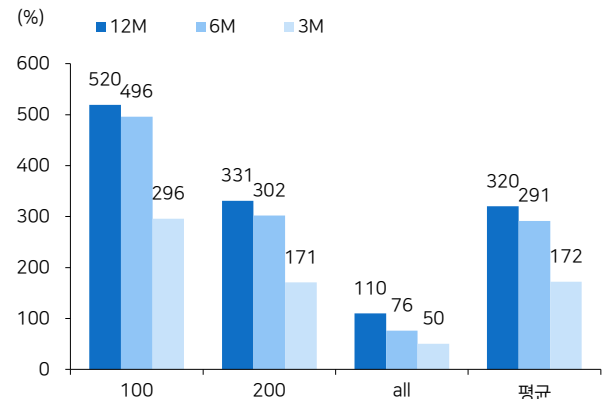
유니버스 설정별 누적 수익률 시계열 추이를 보면 2023년도 이후 유니버스를 시총 상위 100개 기업으로 한정된 전략의 성과가 급격히 상승하는 것을 확인할 수 있다. 유니버스 설정(U=100 or 200)은 하나의 선택이 우월하다고 보기는 어렵다.

그림5 유니버스 모집단별 누적수익률-표준편차 분포



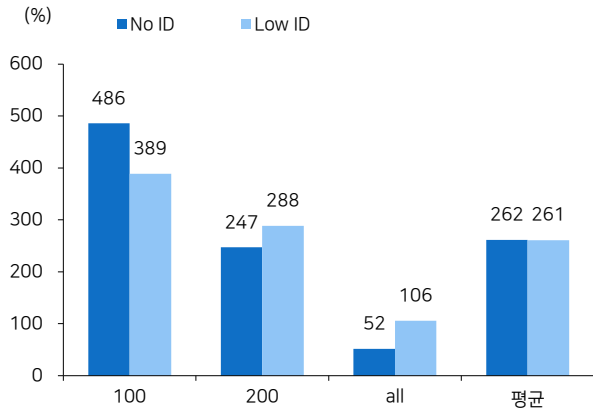
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림6 모멘텀 전략 수익률 기간(M)별 누적 성과 차이



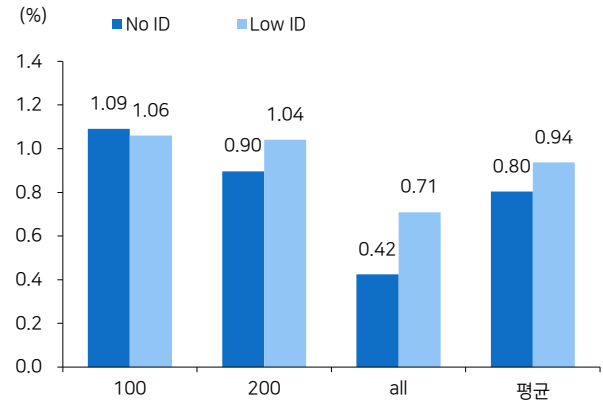
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림7 유니버스별 FIP 전략 적용 여부에 따른 수익률 차이



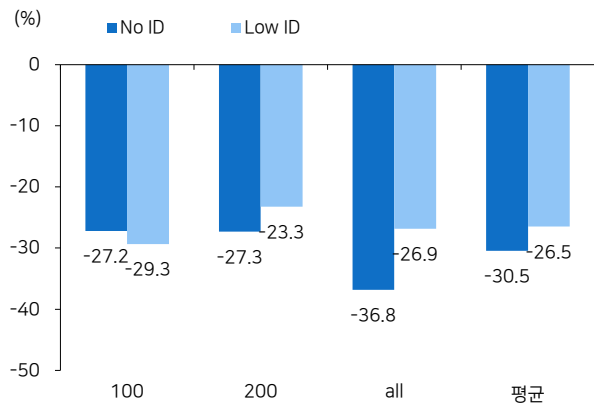
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림8 유니버스별 FIP 전략 적용 여부에 따른 샤프비율 차이



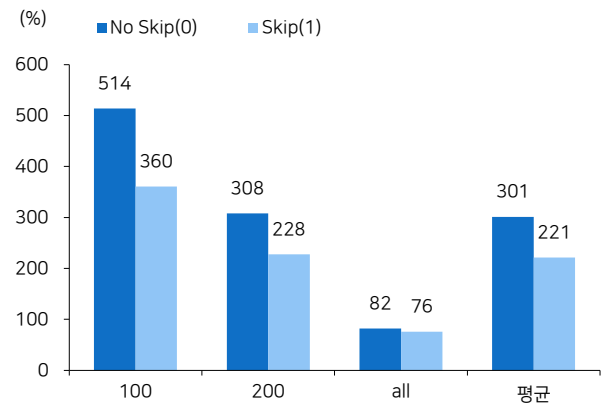
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림9 유니버스별 FIP 전략 적용 여부에 따른 MDD 차이



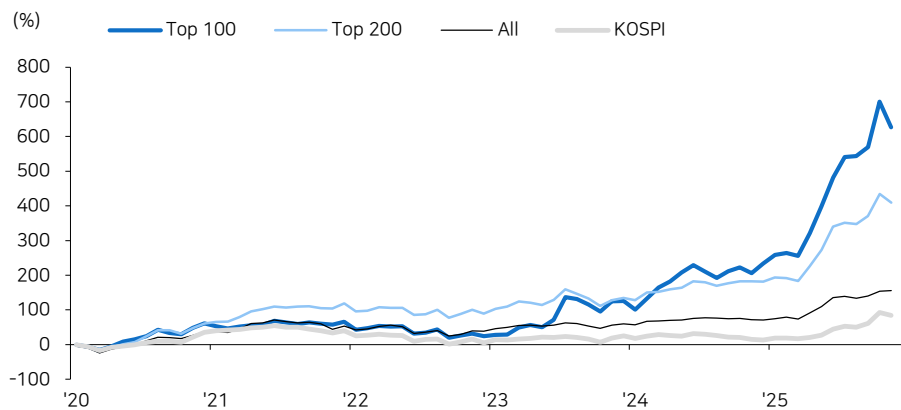
주: MDD(Maximum Drawdown) 전고점 대비 최대 하락률
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 최근 1개월 포함 여부에 따른 누적 수익률 차이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 유니버스 모집단별 누적수익률 시계열 추이



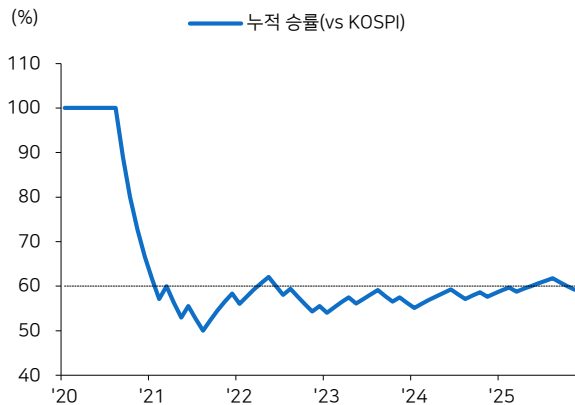
자료: 메리츠증권 리서치센터

전략 상세 분석: M12_S0_UN100_NoID vs M6_S0_UN100_LowID

기준에 설정했던 파라미터 중 저조한 성과를 보였던 U=all, M=3, S=1을 제외하고 U=[N100, N200], M=[6, 12], ID=[No, Low], 총 8가지 전략이 생존했다. 이 중 누적 성과가 가장 좋았던 M12_S0_UN100_NoID와 샤프 비율이 가장 우수했던 M6_S0_UN100_LowID, 두 전략을 비교해보았다. 두 전략 모두 평균적으로 누적 승률이 60% 가까이 수렴하는 모습을 보였다[그림12, 13].

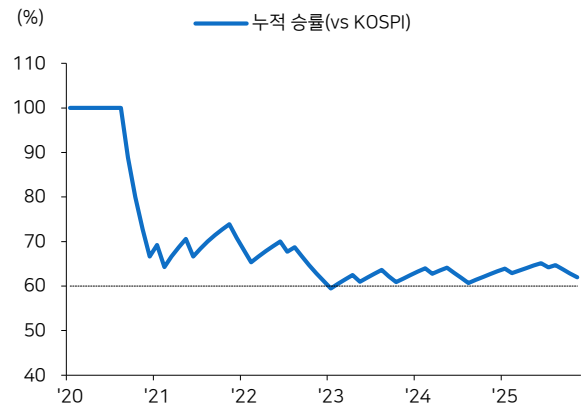
월간 수익률 기준 KOSPI 대비 아웃퍼폼/언더퍼폼(Win/Lose) 여부에 따른 평균 수익률 및 초과 수익률 평균을 보면 M12_S0_UN100_NoID의 경우 아웃퍼폼할 때는 더 높은 수익률을 기록하지만 언더퍼폼할 때는 반대로 더 낮은 수익률을 기록하며 변동성이 M6_S0_UN100_LowID 대비 크게 나타났다. 수익률 극대화를 지향할 경우에는 M12_S0_UN100_NoID 전략이, 안정적인 고수익을 지향할 경우 M6_S0_UN100_LowID 선택이 적합하다.

그림12 M12_S0_UN100_NoID 전략 KOSPI 대비 누적 승률



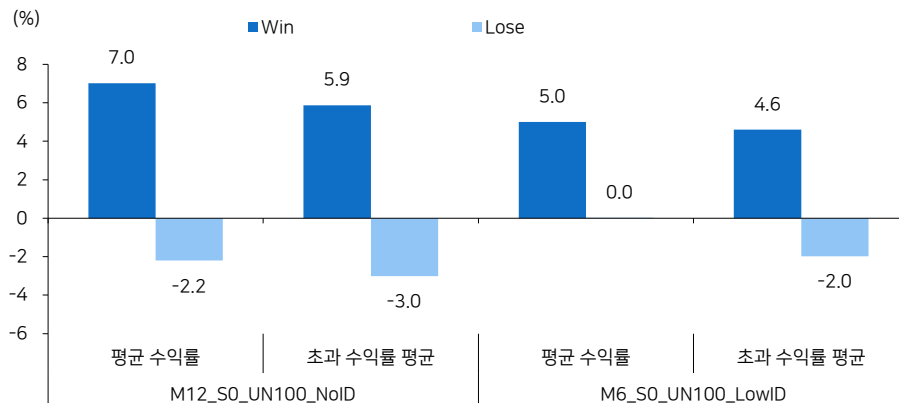
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림13 M6_S0_UN100_LowID 전략 KOSPI 대비 누적 승률



자료: 메리츠증권 리서치센터

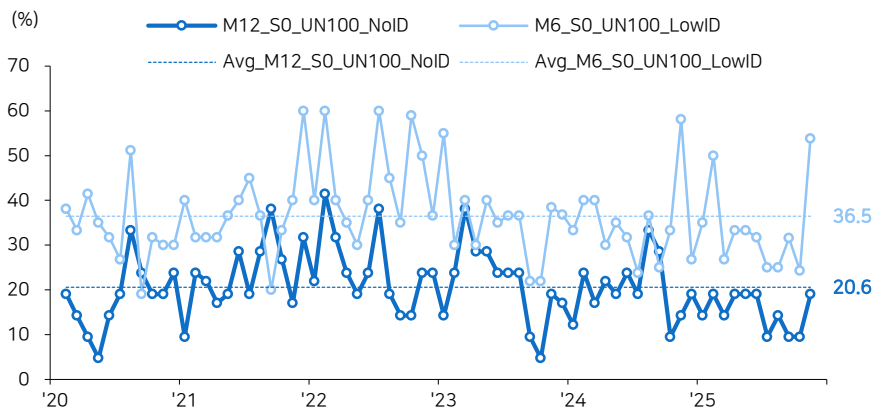
그림14 KOSPI 대비 아웃퍼폼/언더퍼폼 여부에 따른 평균 수익률 및 KOSPI 대비 초과 수익률 평균



자료: 메리츠증권 리서치센터

턴오버 비율은 오히려 M6_S0_UN100_LowID이 평균 36.5%로 M12_S0_UN100_NoID 20.6% 대비 높은 모습을 보였다. 최빈 매수 종목 또한 상위 10개 종목을의 평균이 26.3 회로 M12_S0_UN100_NoID 36.8회 대비 낮게 나타나며 M6_S0_UN100_LowID이 보다 빈번하게 종목을 순환함을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고 변동성은 낮게 나타나는 점은 과거 수익률 계산 기간이 짧고, ID 필터 적용의 두 파라미터의 효과로 보여진다.

그림15 전략별 턴오버 비율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 M12_S0_UN100_NoID 전략 최빈 매수 종목

Code	Name	빈도(회)	평균 수익률(%)
A012450	한화에어로스페이스	44	6.4
A042700	한미반도체	43	6.2
A298040	효성중공업	42	7.3
A003230	삼양식품	42	5.9
A267260	HD현대일렉트릭	39	8.2
A079550	LIG넥스원	34	5.7
A003670	포스코퓨처엠	32	1.0
A071970	HD현대마린엔진	32	7.2
A138040	메리츠금융지주	30	2.0
A005070	코스모신소재	30	5.4
A007660	이수페타시스	29	6.5
A082740	한화엔진	28	2.9
A064350	현대로템	28	6.5
A066970	엘앤에프	28	6.5
A000150	두산	28	7.0
A011790	SKC	26	1.1
A034020	두산에너빌리티	25	9.3
A010620	HD현대미포	25	1.5
A011200	HMM	23	8.3
A035720	카카오	22	6.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 M6_S0_UN100_LowID 전략 최빈 매수 종목

Code	Name	빈도(회)	평균 수익률(%)
A064350	현대로템	30	4.6
A298040	효성중공업	30	9.7
A138040	메리츠금융지주	28	6.5
A042700	한미반도체	28	10.3
A003670	포스코퓨처엠	27	6.8
A079550	LIG넥스원	26	1.9
A012450	한화에어로스페이스	25	2.5
A030200	KT	23	1.8
A316140	우리금융지주	23	1.8
A175330	JB금융지주	23	2.7
A006400	삼성SDI	23	4.1
A267260	HD현대일렉트릭	22	10.1
A066970	엘앤에프	21	3.5
A011200	HMM	21	10.7
A180640	한진칼	21	4.3
A024110	기업은행	19	0.1
A010120	LS ELECTRIC	18	2.9
A071970	HD현대마린엔진	18	8.6
A035720	카카오	17	7.2
A005830	DB손해보험	17	-0.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

12월 11일 증가 기준 모멘텀 전략 매수 종목

아래 표4와 표5는 수익률 극대화 측면에서의 'M12_S0_UN100_NoID' 전략과, 안정적인 고수익을 지향한다는 측면에서 'M6_S0_UN100_LowID' 각 전략별 현재('25.12.11) 기준 모멘텀 전략에 따른 매수 종목이다.

'M12_S0_UN100_NoID'는 KOSPI 시가총액 상위 100위 기업 중 과거 12개월 수익률 상위 20%를 매수하는 전략이다. 'M6_S0_UN100_LowID'는 KOSPI 시가총액 상위 100위 기업 중 과거 6개월 수익률 상위 40% 중 ID 계수 하위 50%를 매수하는 전략이다.

표4 M12_S0_UN100_NoID 전략 매수 종목

Code	Name	주가(원)	12M 수익률(%)
A007660	이수페타시스	148,200	510.8
A278470	에이피알	253,500	366.9
A000155	두산우	520,000	363.5
A034020	두산에너빌리티	77,300	338.2
A298040	효성중공업	1,978,000	338.1
A071970	HD현대마린엔진	86,400	300.0
A064350	현대로템	179,200	261.7
A402340	SK스퀘어	307,500	256.3
A042660	한화오션	113,100	235.6
A000150	두산	848,000	223.0
A010120	LS ELECTRIC	497,000	215.6
A000660	SK하이닉스	565,000	215.1
A353200	대덕전자	48,050	210.8
A000880	한화	82,000	193.9
A012450	한화에어로스페이스	904,000	186.9
A000720	현대건설	73,600	184.7
A082740	한화엔진	45,150	172.3
A267250	HD현대	203,000	157.6
A006800	미래에셋증권	21,400	149.1
A003570	SNT다이내믹스	45,000	142.2

주: '25.12.11 증가 기준. 중복 기업 음영처리
자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 M6_S0_UN100_LowID 전략 매수 종목

Code	Name	주가(원)	6M 수익률(%)	6M ID
A007660	이수페타시스	148,200	234.5	-0.19
A353200	대덕전자	48,050	208.2	-0.16
A066970	엘앤에프	127,000	163.5	-0.14
A298040	효성중공업	1,978,000	156.5	-0.11
A000660	SK하이닉스	565,000	127.8	-0.10
A011070	LG이노텍	294,500	105.4	-0.20
A402340	SK스퀘어	307,500	105.1	-0.16
A278470	에이피알	253,500	91.2	-0.11
A005930	삼성전자	107,300	87.6	-0.25
A267260	HD현대일렉트릭	846,000	85.3	-0.23
A051910	LG화학	365,500	77.9	-0.07
A005935	삼성전자우	81,400	73.4	-0.29
A373220	LG에너지솔루션	446,000	52.2	-0.14
A000990	DB하이텍	66,500	51.3	-0.13
A161390	한국타이어	59,300	50.7	-0.15
A267250	HD현대	203,000	48.6	-0.11
A111770	영원무역	89,100	47.8	-0.09
A005380	현대차	295,500	46.7	-0.13
A000810	삼성화재	630,000	41.7	-0.09
A042660	한화오션	113,100	32.6	-0.12

주: '25.12.11 증가 기준. 중복 기업 음영처리
자료: 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.