MIRAE ASSET
미래에셋증권

Agentic Quant

AI로 발굴하는 수출의 알파

유건호
geonho.you@miraeasset.com



CONTENTS

Executive Summary 3

AI로 발굴하는 수출 알파 5

수출이 이끄는 한국 경제와 증시 5
수출은 이익에 선행 6
Agentic Quant – AI로 발굴하는 수출 알파 8

수출로 전망하는 업종 펀더멘털 13

수출 펀더멘털 전망 13
업종별 수출 모멘텀과 이익 선행성 분석 18
11월 추천 수출 업종 배분 29

수출로 미리 보는 종목 31

수출이 비추는 매출 31
종목별 수출, 매출, 주가 34
실적과 주가의 거리 41

수출 시그널을 활용한 퀀트전략 43

수출 모멘텀 스타일 43
High Risk, High Return, High Hit Ratio 46
11월 포트폴리오 구성 55

Appendix 57

Executive Summary

AI로 발굴하는 수출 알파

한국은 상반기 경상수지 흑자 세계 2위(1,937억 달러)를 기록했다. 흑자를 이끈 것은 수출로 기업 실적을 미리 가늠할 수 있는 중요 지표이다. 수출 데이터를 투자에 쓰려면 넘어야 할 허들이 있다. ① 수출 품목명과 기업 제품명 연결, ② 수출 업종과 주식 업종 연결, ③ 자회사 실적의 합산과 중복 판단, ④ 기업 이익과 수출의 상관 분석이다. 이 장애물을 AI로 넘어 ▲업종과 기업의 펀더멘털을 전망하고 ▲수출 모멘텀 퀀트전략을 구축한다.

수출로 전망하는 업종 펀더멘털

수주공시의 수출 선행성과 수출 데이터의 이익 선행성을 활용해 21개 업종의 펀더멘털과 밸류를 점검하고 전망한다. 주도·저평가·소외·고평가로 현재 상태를 분류한 뒤, 업종별 데이터의 경향을 애널리스트가 종합해 추천 업종과 비중을 정한다.

[업종 전망] IT하드웨어는 좋은 펀더멘털만큼 비싸지만, 수주가 이어지고 있어 보유해야 한다. 반도체·화장품은 좋은 펀더멘털 대비 매우 낮은 밸류를 형성하고 있어 저가 매수에 적합하다. 제약바이오와 에너지도 저평가다. 두 업종은 수주 모멘텀도 이어지고 있어 긍정적으로 전망한다. 기계는 펀더멘털이 후퇴했으나 수주 모멘텀은 늘었다. 2차전지는 최근 펀더멘털 개선이 눈에 띄는 업종으로 지켜볼 업종이다.

[11월 추천 수출 업종] 수출–이익 상관관계가 높은 업종은 수출이 가속한 뒤 3개월 내 이익 전망이 평균 +7.4% 오른다. 수주·수출·이익전망·목표주가가 주는 정보를 현재의 밸류와 결합해 반도체 30%, 제약·바이오 15%, 화장품 15%, 에너지·IT하드웨어·기계 각 10%, 전력기기·2차전지 각 5%로 배분한다.

수출로 미리 보는 종목

매출 대부분이 수출 품목과 곧바로 이어지는 48개 종목은 수출로 매출의 방향을 미리 볼 수 있다. 3분기 잠정실적을 낸 33개사 중 28개사(85%)의 방향이 일치했다. 다만 실적이 곧 주가를 의미하는 것이 아니기에 종목 하나보다 품목군을 바구니로 담고 로테이션하는 전략이 더 필요하다.

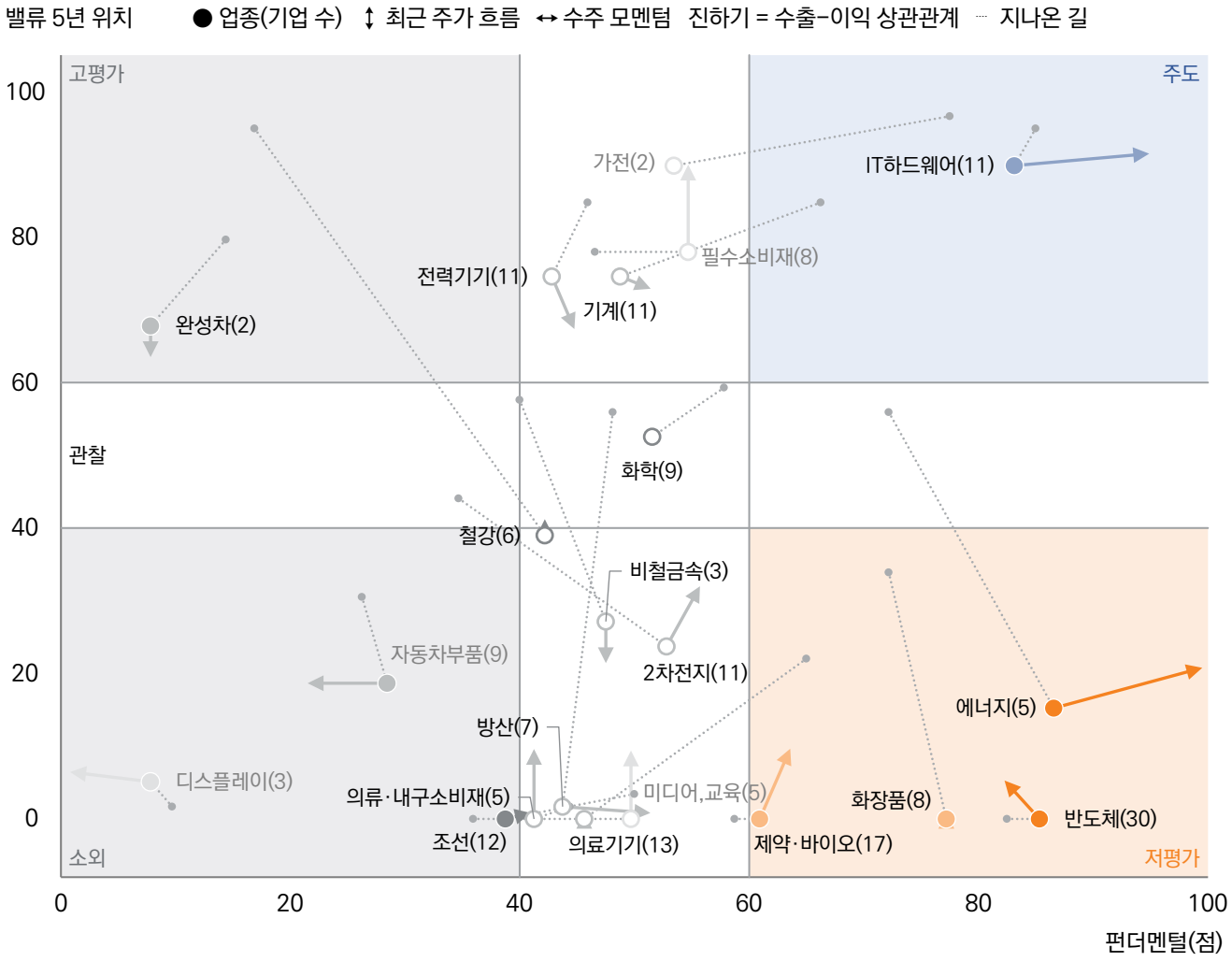
수출 모멘텀 스타일

수출 모멘텀 스타일은 수출 데이터를 활용한 퀀트전략이다. 수출 모멘텀이 높은 품목군의 코스피 종목을 정해진 규칙으로 매수하고, 신호가 바뀌면 품목군(종목)을 교체한다.

지난 10년, 수출 모멘텀 스타일은 연복리 19.9%, 샤프비율 0.65로 시장(연복리 10.7%, 0.43)을 크게 앞섰다. 높은 변동성으로 높은 수익을 노리는, 그리고 오를 때 더 오르는 전략으로 시장이 오른 달에는 1.22배 올랐고 내린 달에는 0.96배 내렸다. 시장보다 나은 달이 57.4%였고, 시장 대비 초과 수익은 연 9.6%였다. 2025년 6월까지의 성과로만 보아도 연 10.7%로 시장을 앞섰다.

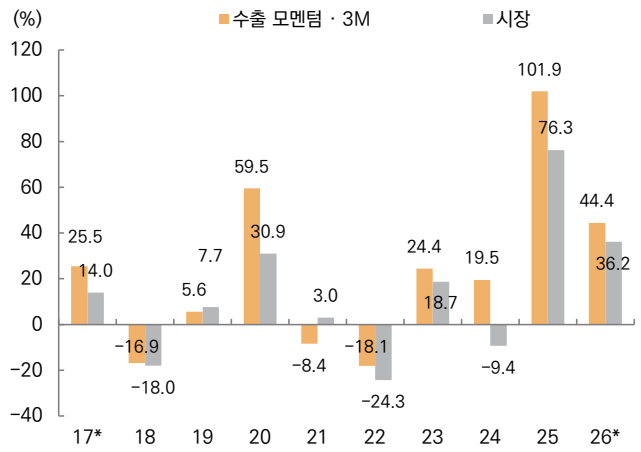
Key Charts

그림 1. 수출 업종 펀더멘털 전망



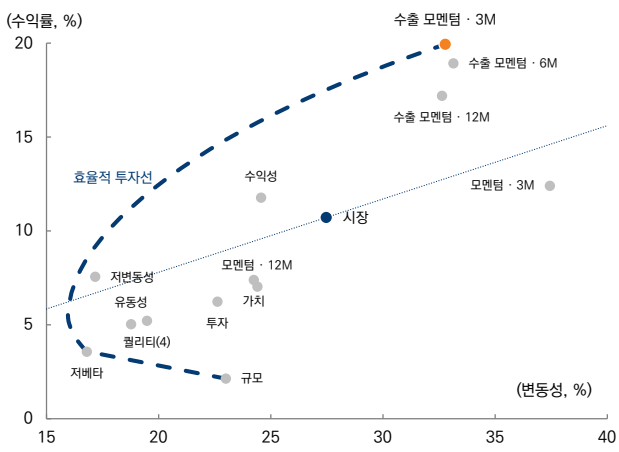
주: 밸류 = 시가총액/12MF-영업이익 (P/12MF OP) ; 밸류 위치 = P/OP 5년 밴드 ; 펀더멘털 = 수출·실적·이익전망·목표주가의 업종 간 백분위 평균 점수
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 수출 모멘텀 스타일 vs 시장 수익률 비교



주: 2017.4~2026.10(17년은 4월부터, 10월은 10/30까지), 배당 제외
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 스타일 간 수익률-변동성 효율 비교



주: 2017.4~2026.10, 평균수익률은 연복리수익률 사용
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

AI로 발굴하는 수출 알파

수출이 이끄는 한국 경제와 증시

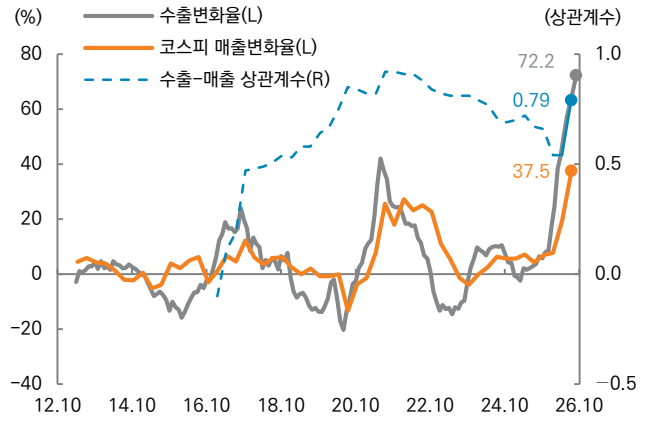
한국 경제에서 수출이 차지하는 몫은 30여 년 동안 두 배 가까이 커졌다. 재화와 서비스 수출은 1990년 GDP의 24.2%였는데 2025년 45.8%로 상승했다. OECD 평균(28.3%)의 1.6배이고 일본(22.0%, 2024년)과 중국(21.1%)의 두 배다. 성장도 수출에서 나온다. 2024년 성장률 2.2% 가운데 1.6%p, 2025년 1.1% 가운데 0.6%p가 순수출의 몫이었다.

지금은 그 무게가 더 실리는 때다. 수출은 2025년 최초 7,000억 달러를 돌파했고, 2026년에는 1~9월에만 8,146억 달러(YoY +56.8%)로 이미 지난해를 넘어섰다. 10월까지는 9,300억 달러로 연간 1조 달러가 눈앞이다.

R^2 (결정계수)
한 변수가 다른 변수의 오르내림을 얼마나 설명하는지를 0~1로 나타낸 값. 1에 가까울수록 결정적인 변수임을 의미.

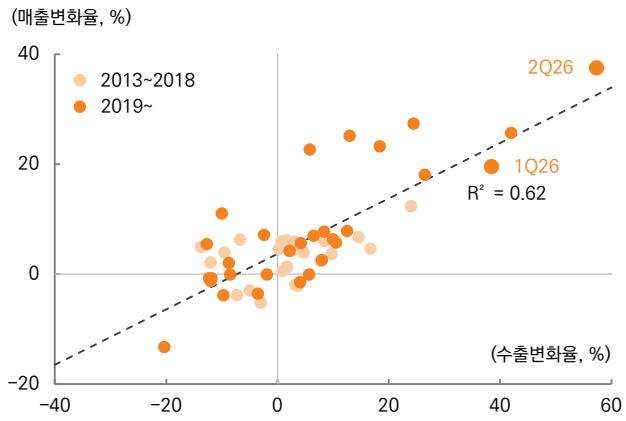
수출은 상장사 실적으로 곧바로 이어진다. 전국 수출 증가율(YoY)로 코스피 상장사의 매출 증가율을 회귀하면, 분기 실적이 연결 기준으로 자리 잡은 2013년 이후 54개 분기에서 R^2가 0.62다 〈그림 4·5〉. 분기 매출 오르내림의 60% 이상을 수출 하나가 설명한다는 뜻이다. 수출 증가율이 10%p 높은 분기에 코스피 매출 증가율은 평균 5.0%p 높았다. 매출과의 관계는 2010년대 중반보다 뚜렷해졌다. 〈그림 4〉의 4년 이동 상관계수는 2016년 말 −0.10에서 2021년 0.92까지 올랐고 지금은 0.79로 높은 수준이다. 〈그림 5〉에서도 2013~2018년의 옅은 점은 0점 근처에 뭉쳐있으나 2019년 이후의 짙은 점은 선을 따라 퍼진다.

그림 4. 수출 · 코스피 매출 변화율과 상관계수



주: 변화율=YoY, 데이터 열람이 가능한 시점에 따른 회계 래깅 적용, 4년 상관계수
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 수출 변화율과 코스피 매출 변화율



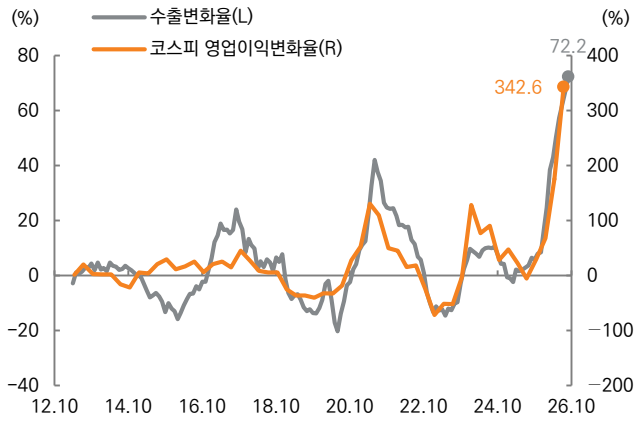
주: 점 = 분기, 변화율은 YoY. 점선 = 회귀선(R^2 = 0.62)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출은 이익에 선행

매출뿐만이 아니라 영업이익도 수출과 함께 움직이고, 이 관계는 2010년대 중반보다 뚜렷해졌다 〈그림 6·7〉. 분기 수출 증가율로 본 2013~2018년 기간의 영업이익 결정계수(R^2)는 0.01에서 2019년 이후 0.70으로 높아졌다. 수출이 급증한 2026년 2개 분기를 제외해도 2019년 이후 0.5로 매우 높아진 상태이다.

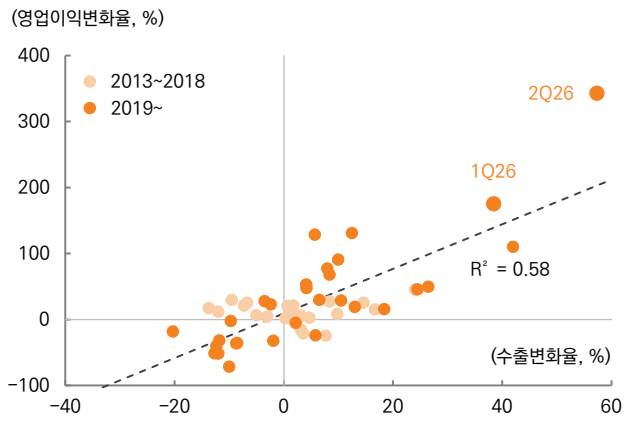
더 중요한 것은 수치가 발표되는 순서다. 수출 통계는 매달 1일·11일·21일에 나오고, 분기 실적은 분기가 끝나고 45일에 걸쳐 나온다. 이 시차를 감안 시 수출 데이터는 이익보다 최대 45일 먼저 알 수 있는 정보가 된다. 2019년 이후 수출과 코스피 영업이익의 상관계수는 0.5~0.7이니 영업이익 변화의 방향과 폭을 최대 70% 확률로 맞출 수 있다.

그림 6. 수출 · 코스피 영업이익 변화율



주: 변화율=YoY, 데이터 열람이 가능한 시점에 따른 회계 래깅 적용
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

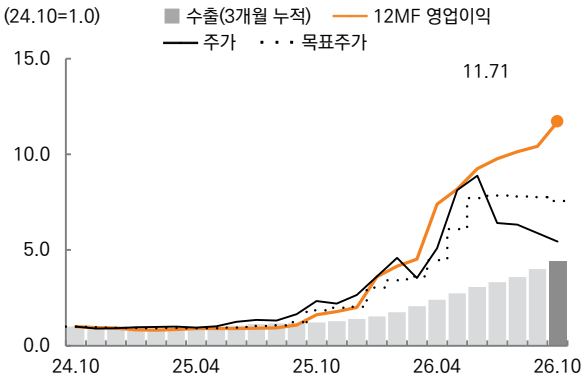
그림 7. 수출 변화율과 코스피 영업이익 변화율



주: 점 = 분기, 변화율은 YoY. 점선 = 회귀선(R^2 = 0.58)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

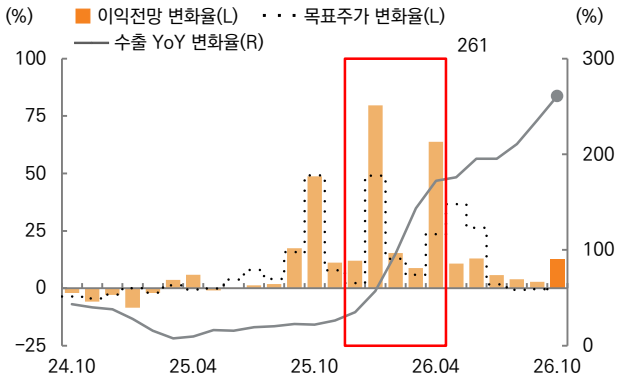
업종으로 내려가면 수출과 이익전망의 관계가 더 뚜렷한 업종들이 존재한다. 수출금액과 12MF 영업이익 전망치의 상관관계가 0.5 이상인 업종은 반도체·화학·에너지·철강·조선·비철금속·완성차·의류-내구소비재·방산·제약바이오·화장품·2차전지·IT하드웨어·자동차부품·기계·전력기기·의료기기 17곳이다. 이 가운데 상관관계가 가장 높은 업종은 반도체(0.92)다.

그림 8. 반도체 수출보다 빠르게 늘어나는 이익전망, 수렴하는 주가



주: 반도체 업종 시총가중
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 반도체 수출 변화율 상승에 맞춰 오르는 이익전망치



주: 반도체 업종 시총가중, 전월대비 변화율
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

〈그림 8〉에서 반도체 수출(회색 막대)은 2년 사이 4.4배가 됐고 12MF 영업이익(주황선)은 11.7배가 됐다. 주가(검은선)는 5.4배로 이익을 추종하다 최종적으로 수출로 수렴하는 모양이다. 〈그림 9〉는 같은 기간을 달마다의 변화로 본 것이다. 수출 YoY가 25년 10월 22%에서 26년 4월 172%로 가속할 때(붉은 상자) 12MF 영업이익은 26년 1월 +80%, 26년 4월 +64%씩 올랐다. 수출이 먼저 빨라지고 애널리스트의 이익전망이 뒤따라 올라간 것이다.

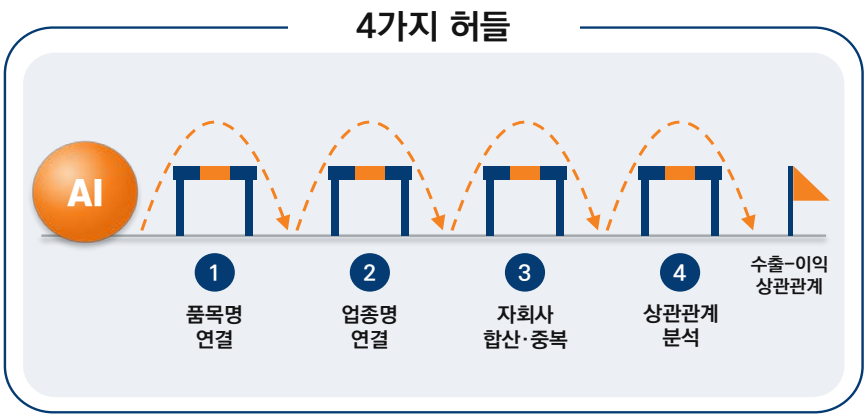
여기서 볼 수 있는 수출의 선행성은 두 가지 성격을 의미한다: ① 수출 통계는 기업 실적과 컨센서스보다 먼저 나온다. ② 수출이 가속하는 업종은 이후 3개월 내 이익전망치가 상승한다. 2017년 이후 상관관계 0.5 이상 업종에서 수출이 가속한 달 뒤 3개월 12MF 영업이익은 평균 +7.4% 올라 둔화한 달 뒤(+2.7%)보다 4.8%포인트 높았다.

Agentic Quant – AI로 발굴하는 수출 알파

4가지 허들

수출을 통해 매출/이익을 분석하는 것은 유효하지만 정확한 분석을 정확히 수행하기 위해서는 4가지 허들을 넘어야 한다: ① 수출 품목명과 기업 제품명 연결, ② 수출 업종명과 주식 업종명 연결, ③ 자회사 수출 품목 합산 여부 및 실적 중복 판단, ④ 기업의 이익과 수출의 상관관계 분석 등이다. 이와 같은 허들을 AI를 활용해 돌파하는 것이 에이전틱 퀀트(Agentic Quant) 분석법이다.

그림 10. 수출–이익 상관 분석의 4가지 허들



자료: 미래에셋증권 리서치센터

첫째와 둘째 허들은 분류의 문제다. 관세청 통계는 품목(HS 코드)으로, 주식은 기업과 업종으로 나뉜다. 둘을 이으려면 수출 품목을 주식 업종에 맞게 다시 묶어야 한다.

관세청 HS 6단위 코드 245개를 품목 195개, 품목군 35개, 업종 21개로 묶는다 〈그림 11〉. 예를 들어 HS 850760(리튬이온 축전지)은 품목 「리튬이온 배터리」, 품목군 「배터리」, 업종 「2차전지」가 된다.

그림 11. 수출 분류 구조: HS6 코드 245 → 품목 195 → 품목군 35 → 업종 21



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

기업은 사업보고서에서 수출 품목 혹은 품목군을 직접 확인한 곳만 신호에 쓴다. 매핑한 310개 기업 가운데 직접적인 품목명/제품명 근거가 있는 기업은 189개, 검증을 통해 수출 품목군이 매핑된 기업은 167개다 〈그림 12〉. 해마다 매핑된 기업 유니버스는 바뀔 수 있다.

그림 12. 사업보고서 매핑 원장에서 신호에 쓰는 기업까지



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

셋째 허들은 자회사다. 자회사가 만들어 수출하는 품목을 모회사 실적에 얼마나 반영할지 정해야 하고, 같은 수출이 두 회사에 겹쳐 잡히지 않아야 한다. 넷째는 검증이다. 이렇게 이은 수출이 실제로 그 업종의 이익전망과 같이 움직이는지 상관관계로 확인하고, 0.5 이상인 업종만 선행성 분석에 쓴다.

네 허들을 넘으면 「어느 기업이 어떤 품목을 수출하는가」라는 지도가 생긴다. 문제는 이 지도를 그리는 데 드는 품이다.

시간을 토큰으로

수출 데이터의 선행성을 통해 업종별 펀더멘털을 전망하고 포트폴리오 전략을 구성하는 것을 사람이 수행한다면 다음의 순서를 거친다: ① 모든 기업별로 사업보고서의 제품명을 추출하고, ② 이를 하나하나 수출 품목과 매핑하여, ③ 업종으로 구분하고 업종의 이익과 수출실적 사이의 상관관계를 분석하고, ④ 이를 토대로 매수 매도 업종을 정하여 전략화한다. 이를 매 해 반복한다.

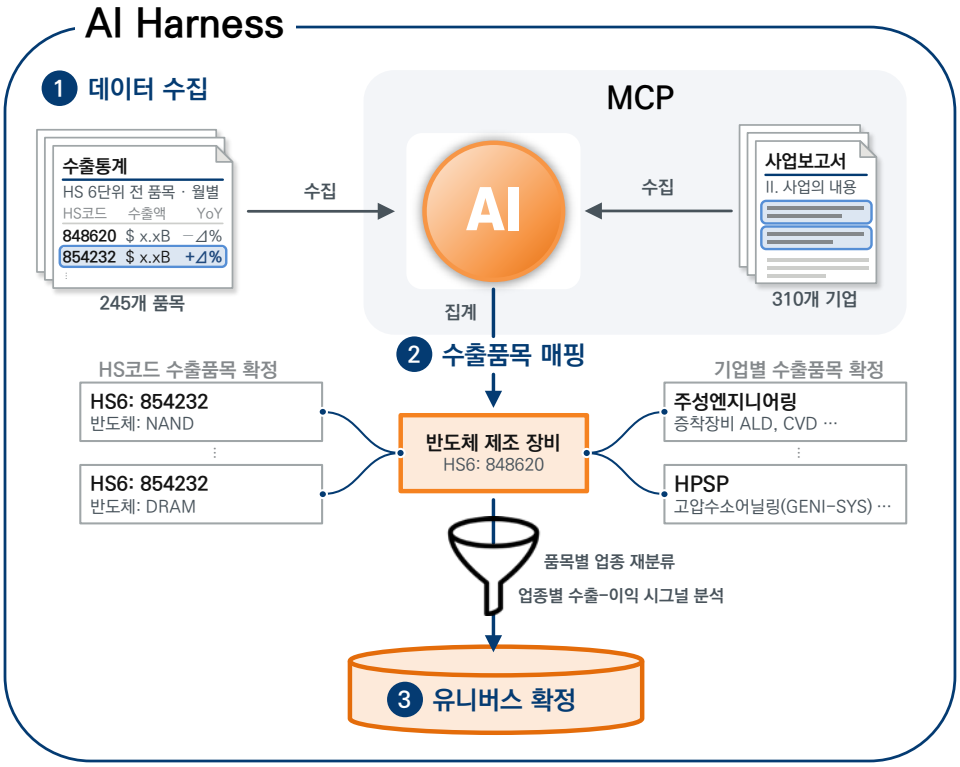
MCP (Model Context Protocol)
AI가 외부 데이터를 불러와 지정한 방식으로 사용할 수 있게 해주는 연결 규격.

가장 중요한 작업은 데이터 수집 단계에 해당하는 ①번과 ②번 작업이다. 사람이 수행하기엔 많은 시간이 소요된다. AI를 활용하기 좋은 부분이다. 이 때 데이터 수집 단계에서 필수인 것이 MCP이다. 자체 개발한 MCP를 활용해 기업들의 사업보고서에서 판매 제품명, 수출 비중 등의 데이터를 추출할 수 있다.

하네스 엔지니어링 (Harness Engineering)
하네스란 코딩 에이전트가 일하는 환경 전체를 일컫는다. 이러한 환경을 설계하는 것을 하네스 엔지니어링이라고 부른다.

그 다음 작업은 실수를 줄이고 재생산할 수 있게 만드는 단계이다. AI는 확률적으로 작업을 수행한다. 따라서 어떤 지침을 따라야 하는지, 어떤 기계적 검수 장치가 있는지가 AI의 실수를 줄이고 안정적인 결과물을 생산할 수 있게 도와준다. 이러한 AI가 일하는 환경을 구축해주는 것을 하네스 엔지니어링이라고 부른다. 예시로 "여러 제품을 묶은 제품군은 바로 편입시키지 않고 보류한다"는 지침으로 두산밥캣의 '소형장비' 카테고리는 더 자세한 원문분석과 상관관계 분석을 실행한다. 기계적 검수(가드레일)의 예시로는 분석의 근거가 된 수치 원문이 해당 사업보고서에서 찾을 수 없는 문구라면 실수로 보고 분석을 멈춘다. 실제로 AI가 매출 칸에 있는 「- = 없는 것」과 「0 = 값이 0인 것」을 동일시 취급해 실수하려던 것을 잡을 수 있었다.

그림 13. AI 하네스: 데이터 수집에서 유니버스 확정까지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

숫자로 본 매핑 작업
· 범위: 기업 310개 × 11년
· 문서: 3,022건 판독
· 품목 판정: 1만 5,716건
· 토큰: 약 100억 토큰
· AI 작업 시간: 약 300 시간

Agentic Quant는 사람이 상상할 수 있지만, 물리적으로 한계를 가지는 퀀트전략의 실현에 있어서 시간을 토큰으로 대체하는 퀀트투자 방식이다. 많은 시간과 노력이 필요한 너비의 분석을 AI 에이전트가 대신하고, 깊은 전략은 인간이 고안한다. 그 예시가 품목 매핑이다. 310개 기업의 11개 결산연도(2015~2025년, 3,022건) 사업보고서에서 제품 1만 5,687개를 수출 품목과 대조하고, 그중 2,624개를 수출 품목에 직접 잇는다. 그리고 이것을 업종으로 재분류하고 상관관계 분석까지 이어가 시그널을 추출한다. 이 작업을 인간이 아닌 AI가 대신한 대가는 토큰이다. 전체 작업과 검증에 사용된 토큰은 약 100억 토큰이다.

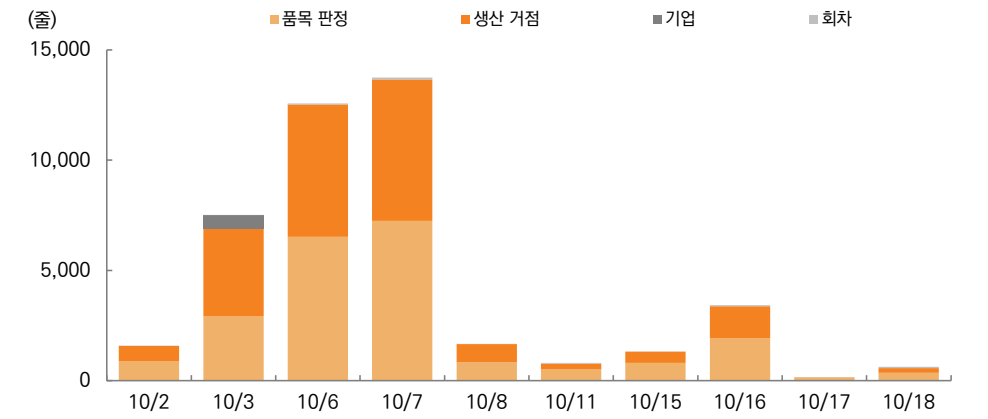
추출한 제품명 1만 5,716개 가운데 수출 품목에 바로 이을 수 있는 것은 2,627건이었고, 추가 확인이 필요한 것이 6,594건, 제외가 6,495건이었다. 최종적으로 189개 기업의 제품을 수출 품목 113개에 연결했다. 검증 한 번에 약 10억 토큰이 들었고, 여러 AI 에이전트가 일한 시간의 합은 약 300시간이다 〈표 1〉, 〈그림 14〉.

표 1. 사업보고서 매핑 작업 기록

항목	내용
기업	310개
기간	2015~2025
열람	3,022 건
품목 추출	1만 5,716개
품목 판정	확정 2,627건 ; 검증 6,594건 ; 제외 6,495건
소요 토큰	약 100억 토큰
소요 시간	약 300 시간 (여러 병렬 AI 에이전트 작업 시간의 합)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 일별 사업보고서 문구 검토 수 (2026.10.2~10.18)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

하네스: AI의 실수를 막는 장치

토큰을 많이 쓰는 것이 답은 아니다. 같은 작업의 정확성을 높이고 토큰 사용량을 줄이기 위해 하네스 엔지니어링이 필요하다. 실례로 특정 기업들을 대상으로 검증을 진행했을 때 최초 93만 토큰을 사용하고 정확도는 85%였으나 하네스 개선으로 41만 토큰에 정확도 95%로 끌어올릴 수 있었다. 무엇을 어떻게(하네스) 시키는지가 토큰의 양보다 중요하다.

훅 (Hook)
AI에서 훅은 코딩 에이전트가 코드를 읽고, 쓰고, 명령을 실행하는 작업흐름의 특정 시점에 자동으로 실행되도록 사전에 지정한 파일이나 명령어를 의미.

AI는 같은 지시도 가끔 다르게 따르고, 한 번 한 실수를 다시 할 수 있다. 그래서 지침을 늘리기보다 실수가 다시 나지 않게 막는 장치를 만들었다. 「특정 명령을 파이썬으로 실행하지 말라」는 지침을 네 번 어기는 문제가 있어서 실행되기 전에 막는 검사(훅)를 붙인 것이 그 예다 〈표 2〉. 지금 이 작업에는 스킬 13개, 역할을 나눈 서브 에이전트 15개, 실행 전 검사 3개, 매핑 규칙 284개가 있다.

품질은 숫자로 관리한다. 신호에 쓰는 줄의 오탐률(잘못 붙은 비율)을 회차마다 3% 이하로 두는 것이 기준이다. 코드만으로 고른 기준선은 2.5~3.4%였고, 연간 갱신 시범 두 번은 2/87, 2/92로 기준 안이었다. 2020년 판 전체를 다시 확인한 점검에서는 감사 에이전트 44개가 보정본 63개와 파급 수정 31건을 냈고, 마지막 검사에서 위반은 없었다.

표 2. AI가 한 실수와 막는 장치

AI가 한 실수	막는 장치
금지 지침(특정 명령을 파이썬으로 실행)을 네 번 어김	명령이 실행되기 전에 막는 검사(훅)
자회사 수출 매출 비중 20% 이상이면 검토 후보로 편입한 결정이 일부 기업에만 적용되는 실수	기록할 때마다 결정과 원장을 대조하는 검사
동국홀딩스의 제품명이 실제 샘플 기간보다 많이 사용된 실수	사업보고서의 개수와 대조
다른 기업의 2020년 판을 다른 기록으로 덮어쓰기	기록 전 미리 보기, 기업을 지정해서만 다시 기록
20개 묶음 가운데 첫 묶음만 일부 처리하고 넘어감	예상 개수와 실제 개수를 대조

자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI와 사람의 일 나누기

사업보고서 원문을 읽고, 제품 이름을 HS 코드에 잇고, 같은 규칙을 수천 번 되풀이하는 'Dirty'한 일은 AI에게 맡긴다. 'Sexy'한 결과물에는 사람이 필요하다. 가장 세세한 규칙, 애매한 판단의 이정표, 그리고 전략 구상은 애널리스트가 정한다.

수출로 전망하는 업종 펀더멘털

수출 펀더멘털 전망

2026년 10월 말 기준으로 21개 업종의 수출·실적·이익전망·목표주가를 점검했다. 수주 현황과 밸류에이션을 종합해 수출 업종의 펀더멘털을 전망하고 마지막에는 추천 수출 업종을 배분한다. 유니버스는 코스피와 코스닥을 함께 본다(수출 품목과 매핑되는 188개사: 코스피 119·코스닥 69).

수주 ➡ 수출 ➡ 이익 ➡ 주가

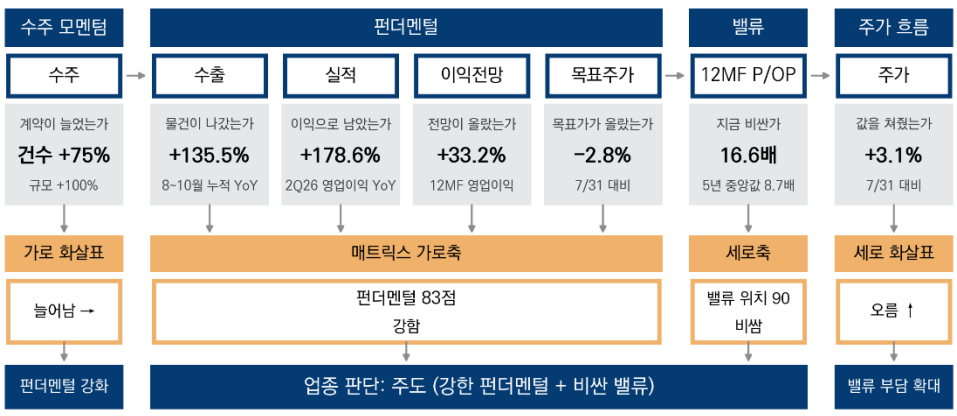
이 장은 네 가지 지표(수주, 수출, 이익, 주가)의 연결고리를 통해 업종별 펀더멘털을 전망한다. 먼저 수주 모멘텀이다. 기업은 전년도 매출 대비 유의미한 규모의 수주를 확보하면 금액과 공급기간 등을 공시한다. 이를 통해 수주 모멘텀이 좋은 업종이 실제로 수출로 이어지는지 알아볼 수 있다. 모든 업종에서 수주 모멘텀이 수출과 이익으로 이어지는 것은 아니나, 그런 경향이 나타나는 업종들이 있다. 반도체, 제약·바이오, 기계, 화학이 가장 도드라지고, 이 외 업종은 데이터 부족이나 해외생산 등의 이유로 경향성이 뚜렷하지 않다.

상관계수(Correlation coefficient)
두 값이 같은 방향으로 함께 움직이는 정도. -1~1 사이이며 1에 가까울수록 함께 움직이는 정도가 강하다.

가장 중요한 본체는 수출 데이터이다. 앞서 보았듯 수출은 영업이익에 선행한다. 수출과 영업이익 간 상관계수가 0.5 이상인 업종은 현재 17개로 반도체·철강·화학·에너지·조선·비철금속·완성차·의류/내구소비재·방산·화장품·제약/바이오·IT하드웨어·2차전지·의료기기·기계·자동차부품·전력기기가 해당한다. 이들 업종은 수출 모멘텀의 지속과 가속, 그리고 이익전망치 변화를 분석해 펀더멘털을 전망할 수 있다.

목표주가도 중요한 정보다. 이익은 변하지 않았더라도 그 지속성과 성장성, 혹은 시장의 수급과 거시적 환경에 따라 주가 눈높이가 달라질 수 있기 때문이다. 따라서 수출, 실적, 이익전망, 목표주가를 종합한 펀더멘털 지표로 업종 펀더멘털을 전망하고, 수주 모멘텀과 최근 주가 흐름은 향후 방향성으로 간주한다. 가격 수준은 영업외 수익이나 비용에서 자유로운 12MF P/OP(시가총액/12MF 영업이익) 멀티플로 판단한다 〈그림 15〉.

그림 15. 수출업종의 펀더멘털 판단 과정: IT하드웨어 예시



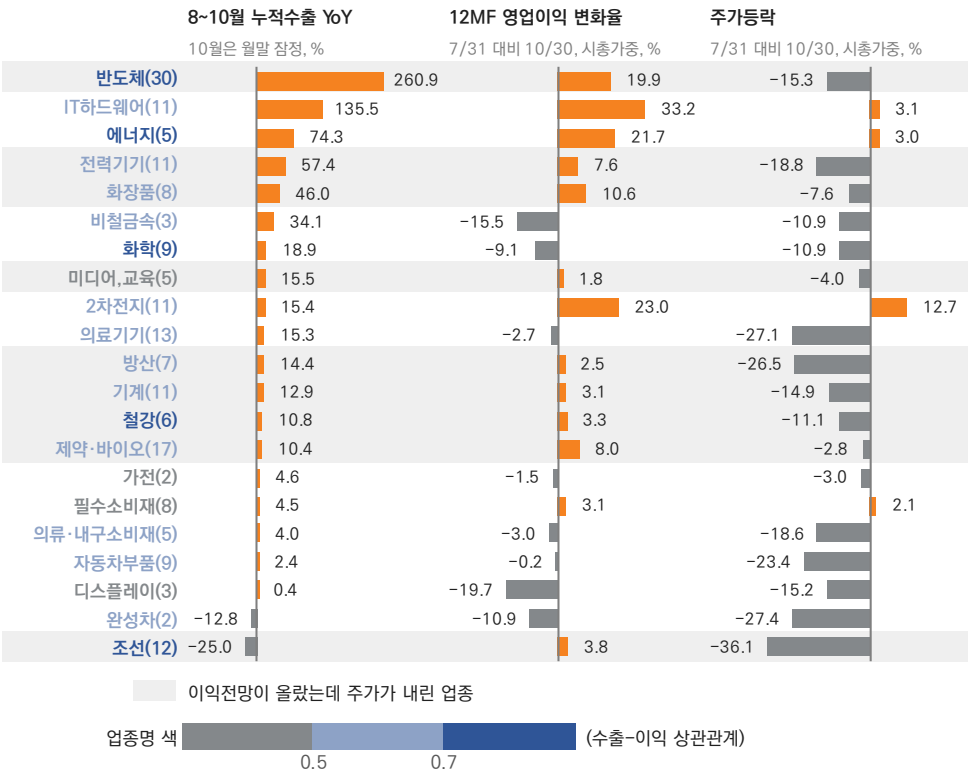
주: 7/31 대비 10/30 변화(수출은 8~10월 누적 YoY). 펀더멘털 = 수출·실적·이익전망·목표주가의 업종 백분위 평균
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

12MF P/OP (시가총액/12MF 영업이익)
영업외 손익이 반영되는 P/E 대신 영업이익만을 고려한 멀티플 지표.

현황 진단

지난 3개월 기준 연간 수출금액이 상승한 업종은 21개 중 19개인데 12MF 이익전망이 오른 업종은 13개에 불과하다. 이 가운데 주가가 오른 업종은 4개뿐이다. 주가 하락으로 인해 12MF P/OP가 내려간 업종은 오히려 17개다. 10월 말에는 하락이 대형주 밖으로 넓어졌다. 수출업종 유니버스 내 188개사의 시총가중 수익률은 −14.3%이고, 삼성전자와 SK하이닉스를 제외해도 −11.5%이었다. 시장이 현재 의심하는 것은 이익이 아니라 이익의 지속성·성장성을 둘러싼 환경임을 읽을 수 있다.

그림 16. 수출·이익전망·주가 변화 비교 (21개 업종)



주: 괄호는 샘플 내 수출업종 적격 기업 수, 상관은 수출-이익 상관
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출 업종 펀더멘털 전망 매트릭스

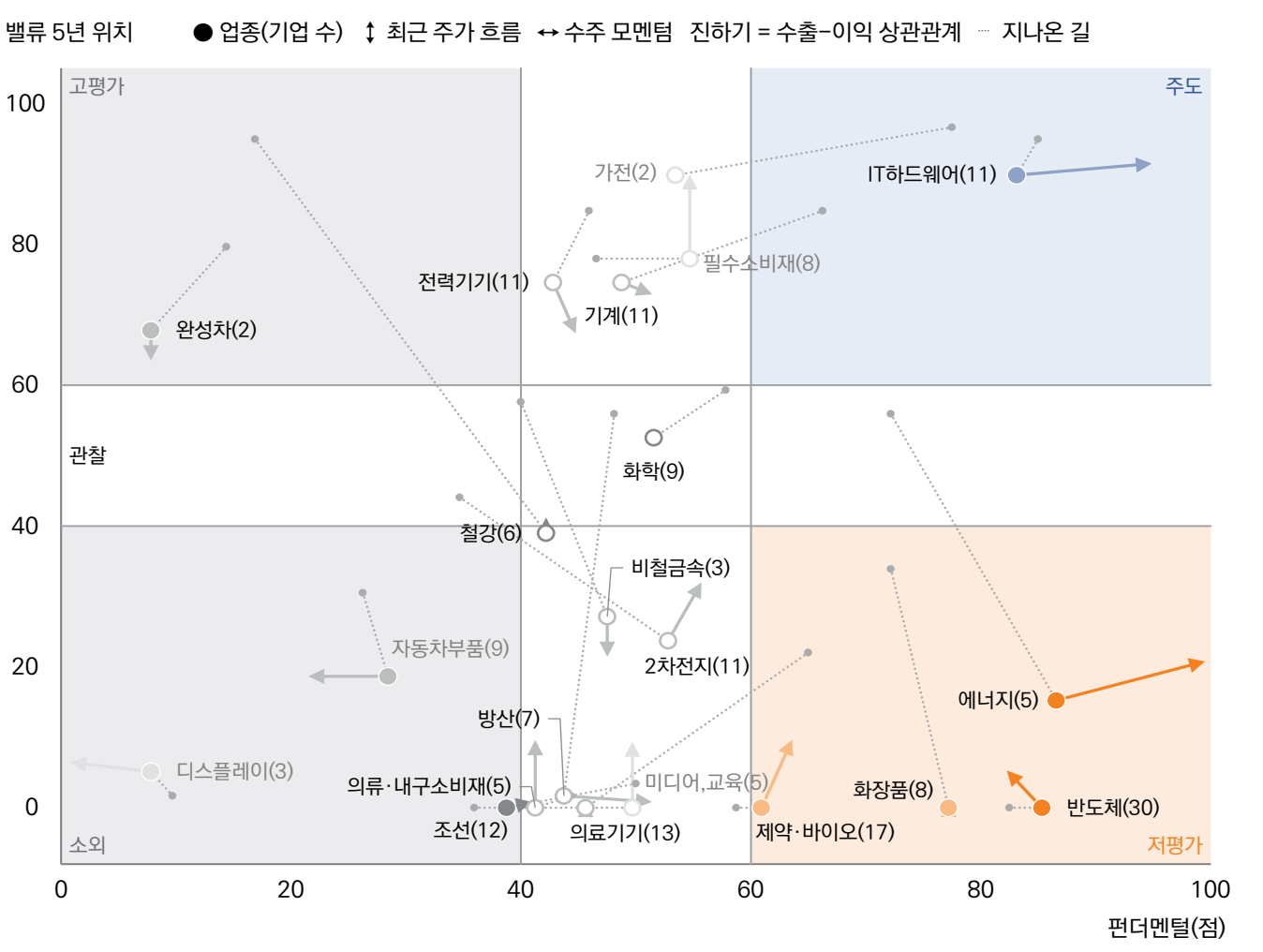
〈그림 17〉은 21개 업종을 펀더멘털(가로축-수출·실적·이익전망·목표주가)과 밸류(세로축-12MF P/OP)로 놓은 지도다. 우측으로 갈수록 펀더멘털이 견고하고, 위로 갈수록 밸류가 비싼 것을 의미한다. 화살표의 가로방향은 최근 수주 모멘텀을 의미하고, 세로방향은 최근 주가 흐름을 의미한다. 밸류와 펀더멘털 위치에 기반해 업종들을 주도·저평가·고평가·소외로 분류하며, 두 축의 40과 60사이에 위치한 업종은 관찰군(그레이존)으로 둔다.

표 3. 펀더멘털과 밸류로 나눈 네 칸의 기준

	펀더멘털 40 미만 (약한 펀더멘털)	펀더멘털 60 이상 (강한 펀더멘털)
밸류 위치 60 이상 (지난 5년 중 비싼 쪽)	**고평가** 실적은 약한데 주가는 비싸다.	**주도** 실적이 좋고 주가도 그만큼 비싸다.
밸류 위치 40 미만 (지난 5년 중 싼 쪽)	**소외** 실적도 약하고 주가도 싸다.	**저평가** 실적은 좋은데 주가는 싸다.

주 1: 펀더멘털 = 수출·실적·이익전망·목표주가의 업종 백분위의 평균(21개 업종 안의 순위를 0~100점으로)
주 2: 밸류 위치 = 지금의 12MF P/OP가 그 업종의 지난 5년 P/OP 범위에서 어디쯤인지(0~100).
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 업종별 펀더멘털 전망 매트릭스



주: 밸류 5년 위치 = 12MF P/OP의 자기 P/OP 5년 중 위치 ; 펀더멘털 = 수출·실적·이익전망·목표주가의 업종 간 백분위 평균
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수치별 기준
- 수출: 최근 3개월 누적값의 YoY (조선·방산은 최근 24개월 누적)
- 12MF 영업이익·목표주가·주가: 최근 3개월 변화율
- 수주: 최근 3개월 신규계약 건 수를 직전 6개월과 비교 & 향후 12개월 공급 예정 규모를 3개월 전 시점과 비교 (조선·방산은 24개월)
- 점수·밸류 위치 변화: 전월 대비

〈표 4〉는 전망 매트릭스를 숫자로 옮긴 것이다. 업종별 밸류 위치와 펀더멘털 점수를 전월과 비교해 움직인 방향을 볼 수 있다. 볼드체로 적힌 업종명은 수출과 이익의 상관관계가 0.5이상인 업종이다. 대부분의 업종이 10월 주가 하락으로 밸류 위치가 크게 내려왔다. 철강(95 → 39), 방산(56 → 2), 에너지(56 → 15) 순으로 크게 내렸다. 펀더멘털은 철강(17 → 42), 2차전지(35 → 53), 에너지(72 → 87) 순으로 많이 올랐고 가전(78 → 53), 의료기기(65 → 46), 기계(66 → 49) 순으로 많이 내렸다.

표 4. 업종별 판단과 지난달 대비 이동, 대표 기업 (10/31 기준)

업종 (적격기업 수)	판단	밸류 위치		펀더멘털		대표기업
		전월	이번 달	전월	이번 달	
IT하드웨어(11)	주도	95	90	85	83	삼성전기, LG이노텍, 이수페타시스, 대덕전자, 심텍, 고영
에너지(5)	저평가	56	15	72	87	SK이노베이션, S-Oil, GS, SK이터닉스, HD현대에너지솔루션
반도체(30)	저평가	0	0	83	85	삼성전자, SK하이닉스, 주성엔지니어링, 원익IPS, 리노공업, DB하이텍
화장품(8)	저평가	34	0	72	77	에이피알, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 달바글로벌
제약·바이오(17)	저평가	0	0	59	61	삼성바이오로직스, 셀트리온, 알테오젠, SK바이오팜, 유한양행, 한미약품
완성차(2)	고평가	80	68	14	8	현대차, 기아
조선(12)	소외	3	0	50	39	HD현대중공업, HD한국조선해양, 한화오션, 삼성중공업, HD현대, HD현대마린솔루션
자동차부품(9)	소외	31	19	26	28	현대모비스, 한국타이어앤테크놀로지, 한온시스템, DN오토모티브, 에스엘, HL만도
디스플레이(3)	소외	2	5	10	8	LG디스플레이, 선익시스템, 덕산네오룩스
필수소비재(8)	관찰	78	78	47	55	KT&G, 삼양식품, 오리온, CJ제일제당, 농심, 하이트진로
가전(2)	관찰	97	90	78	53	LG전자, 코웨이
2차전지(11)	관찰	44	24	35	53	LG에너지솔루션, 삼성SDI, LG화학, 포스코퓨처엠, 에코프로비엠, 엘앤에프
화학(9)	관찰	59	53	58	52	SKC, 금호석유화학, 롯데케미칼, 코오롱인더, 롯데정밀화학, HS효성첨단소재
미디어,교육(5)	관찰	0	0	36	50	하이브, 제일기획, 에스엠, JYP Ent., 와이지엔터테인먼트
기계(11)	관찰	85	75	66	49	두산밥캣, 로보티즈, HD건설기계, 성광벤드, 태광, 피엔티
비철금속(3)	관찰	58	27	40	48	고려아연, 풍산, 삼아알미늄
의료기기(13)	관찰	22	0	65	46	휴젤, 파마리서치, 클래시스, 씨어스, 엘앤씨바이오, 인바디
방산(7)	관찰	56	2	48	44	한화에어로스페이스, 한화시스템, 한국항공우주, LIG디펜스앤에어로스페이스, 현대로템, 쎄트렉아이
전력기기(11)	관찰	85	75	46	43	두산에너빌리티, LS ELECTRIC, 효성중공업, HD현대일렉트릭, 가온전선, 산일전기
철강(6)	관찰	95	39	17	42	POSCO홀딩스, 현대제철, 세아베스틸지주, KG스틸, 동국제강, 세아제강
의류·내구소비재(5)	관찰	2	0	44	41	영원무역, F&F, 효성티앤씨, 한샘, 현대리바트

주1: 전월 = 9/20, 이번 달 = 10/31. 업종명이 볼드체인 경우 수출-이익 상관관계가 높은 업종
주2: 대표기업은 그림12에서 설명한 방법으로 필터링된 종목들을 업종별 시가총액 기준 최대 6개 기업을 나열
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

[주도 업종] IT하드웨어는 높은 펀더멘털과 밸류로 시장을 주도하고 있다. 12MF 영업이익이 7월 말 이후 +33.2%로 전 업종 1위인 반면 주가는 +3.1%에 그쳐 12MF P/OP가 16.6배로 내려왔다. 그럼에도 5년 중앙값(8.7배)의 두 배 수준이다. 수주 모멘텀도 크게 늘었다. 누적 수출 YoY는 5~7월 133.8%에서 8~10월 135.5%로 높은 수준을 유지했다.

[저평가 업종] 반도체는 높은 펀더멘털에도 밸류 위치가 5년 최저다. 누적 수출 YoY +260.9%, 2분기 영업이익 YoY +491.0%에도 주가는 7월 말 이후 −15.3% 하락해 12MF P/OP가 2.4배까지 내려왔고 5년 중앙값(7.4배)의 3분의 1이다. 삼성전자와 SK하이닉스를 제외한 28개사의 시총가중 수익률은 +5.6%다. **화장품**은 수출 증가가 39개월째 이어져 누적 수출 YoY +46.0%를 기록했고 12MF 영업이익과 목표주가가 각각 11%·7% 올랐으나 주가가 내려 밸류 위치가 5년 최저가 됐다.

[저평가로 이동] 에너지는 밸류 위치가 56에서 15로 내려와 관찰에서 저평가로 옮겼다. 3M 누적 수출 YoY가 5~7월 44.7%에서 8~10월 74.3%로 가속하고 12MF 영업이익과 목표주가가 각각 22%·18% 올랐으나 주가는 3% 오르는 데 그쳤다. 단 수주 모멘텀의 절반은 S-Oil의 대형 계약 1건이다. **제약·바이오**는 펀더멘털이 61점으로 올라 저평가로 옮겼다. 누적 수출 YoY는 5~7월 22.0%에서 8~10월 10.4%로 둔화했지만 최근 3개월 수주 모멘텀이 늘었고, 수주가 늘어난 뒤 3개월 내 수출이 크게 오르는 업종이고 가치평가가 5년 최저여서 이익 개선을 전망한다.

[관찰 업종] 2차전지는 펀더멘털이 35에서 53으로 올라 개선 폭이 가장 크다. 12MF 영업이익과 주가가 각각 23%·13% 상승해 시장도 이를 반영했다. **기계**는 펀더멘털이 66에서 49로 내려 주도에서 관찰로 옮겼다. 수주 모멘텀은 늘었지만 10월 목표주가는 내렸다. **전력기기**는 누적 수출 YoY가 5~7월 −21.5%에서 8~10월 57.4%로 가장 크게 가속했으나 주가는 −18.8% 내렸다.

[소외·고평가 업종] 조선은 펀더멘털이 50에서 39로 내려 소외로 옮겨갔다. 수주가 이어졌는데도 수출 8~10월 누적 YoY가 −25.0%로 돌아섰고 주가는 −36.1% 내렸다. **완성차**는 낮은 펀더멘털 대비 밸류가 높다. 누적 수출 YoY −12.8%, 12MF 영업이익 −10.9%, 목표주가 −22.6%로 모두 하락했다. **의류·내구소비재**는 소외에서 관찰로 올라왔다. 관찰군의 **방산**은 밸류 위치가 56에서 2로 가장 크게 하락했고, **화학**은 12MF 영업이익이 −9.1% 내렸다. **철강**은 주가 하락으로 고평가에서 관찰로 옮겼다.

여기까지의 판단을 한 줄로 줄이면, 주도는 IT하드웨어, 저평가는 에너지·반도체·화장품·제약·바이오다. 다음 절에서는 이 판단을 받치는 근거를 수주, 수출 모멘텀, 이익 선행성, 주가 순으로 하나씩 확인한다.

업종별 수출 모멘텀과 이익 선행성 분석

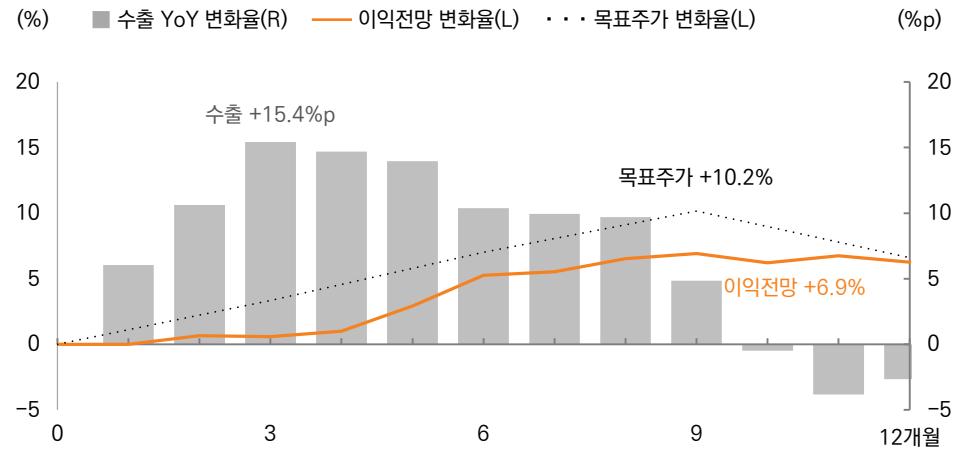
여기서부터 수주 ➡ 수출 ➡ 이익 ➡ 주가까지의 연결고리를 하나씩 따라간다. 먼저 수주가 늘어난 뒤 실제로 수출이 뒤따르는지 보고(수주 모멘텀), 구체적으로 어느 품목군의 수출이 얼마나 오래 늘고 있는지 확인한다(수출 히트맵). 다음으로 수출이 가속하면 이익전망이 뒤따르는지를 통계와 월간 변화로 검증하고, 이익전망이 오른 만큼 주가가 따라왔는지, 특히 최근 12주는 어땠는지 살핀다. 마지막으로 이 네 고리를 업종별 세부 지표 한 표에 모은다. 그림이 많아 격자마다 한 업종을 먼저 크게 떼어 본다.

수주 공시 모멘텀과 이익전망치·목표주가 변화 비교

먼저 가장 앞선 신호인 수주 데이터가 업종 전망에 실제로 의미 있는 정보인지 확인한다. 수주 모멘텀은 최근 3개월 신규계약 건 수를 직전 6개월과 비교하고, 향후 12개월 공급 예정 규모를 3개월 전 시점과 비교해 구한다. 2017년 10월부터 수출 업종의 단일판매·공급계약 공시로 수주가 늘어난 달과 그 밖의 달을 나눠, 그 뒤 수출·12MF 영업이익·목표주가 변화를 비교했다. 국내 계열사 거래, 정정 공시, 임대·건설·연구 용역처럼 제품 공급이 아닌 계약은 AI로 샘플에서 제거한다.

〈그림 18〉은 제약·바이오 업종의 예시이다. 가로축은 수주가 늘어난 달로부터 경과한 시간이다. 막대와 선은 수주가 늘어난 달 뒤의 변화에서 그 밖의 달 뒤의 변화를 뺀 값이라, 0보다 위에 있으면 수주가 늘어난 뒤에 더 많이 올랐다는 뜻이다. 수주가 증가한 뒤 수출 YoY(회색 막대)는 1개월부터 점진적으로 증가해 3개월 뒤 +15.4%p로 가장 크게 상승하고, 이익전망(주황선)과 목표주가(점선)는 9개월 뒤 각각 +6.9%, +10.2%로 따라 오른다. 수주가 증가하고, 석 달 뒤 수출이, 여섯 달 뒤 이익전망과 목표주가가 따라오는 순서다.

그림 18. 제약·바이오: 수주가 늘어난 뒤 순차적으로 증가하는 수출과 이익전망치



주: 수주가 늘어난 달 = 최근 3개월 신규계약 건수·금액이 직전 6개월보다 늘어난 달.
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

업종별로 자세히 보면 수출이 가장 크게 오르는 시점은 업종마다 다르다. 제약·바이오는 3개월, 기계는 4개월, 반도체는 5개월, 전력기기는 8개월 뒤다. 에너지는 수주 뒤에도 수출이 거의 늘지 않았고, 2차전지는 오히려 덜 늘었다. 2차 전지는 해외 공장이 많고 장기 공급계약이 많은 것이 이슈일 수 있다. 이는 완성차도 비슷한 경우이다. IT하드웨어는 대형 공시가 가끔 있으나 충분한 샘플이 없었고, 철강도 마찬가지였다.

표 5. 수주가 늘고난 후 수출·이익전망·목표주가 증가폭이 가장 높을 때 (2017.10~2026.10)

업종	공시 (건)	수주 상승달 (번)	수출 YoY 증가폭 · 증가시점	이익전망 증가폭 · 증가시점	목표주가 증가폭 · 증가시점
제약·바이오	258	45	+15.4%p · 3개월	+6.9%p · 9개월	+10.2%p · 9개월
기계	177	41	+6.3%p · 4개월	+14.0%p · 7개월	+5.2%p · 3개월
화학	9	2	+50.8%p · 3개월	+34.2%p · 9개월	+9.7%p · 6개월
전력기기	333	52	+24.5%p · 8개월	+2.2%p · 8개월	−14.0%p · 12개월
에너지	63	22	+2.4%p · 12개월	−43.5%p · 12개월	−6.7%p · 12개월
2차전지	65	21	−26.4%p · 10개월	+13.1%p · 4개월	+2.1%p · 6개월
방산	473	56	−3.4%p · 24개월	−30.8%p · 23개월	−74.0%p · 21개월
조선	797	60	+1.2%p · 16개월	+166.0%p · 19개월	−154.9%p · 24개월
반도체	569	48	+20.7%p · 5개월	+23.9%p · 4개월	+5.7%p · 3개월
IT하드웨어	18	2	값 모자람	값 모자람	값 모자람
자동차부품	26	13	+11.8%p · 9개월	+2.3%p · 9개월	+17.2%p · 12개월
비철금속	16	1	−14.8%p · 11개월	−36.4%p · 12개월	−43.5%p · 12개월
의류·내구소비재	0	0	공시 없음	공시 없음	공시 없음
철강	6	0	늘어난 달 없음	늘어난 달 없음	늘어난 달 없음
화장품	3	0	늘어난 달 없음	늘어난 달 없음	늘어난 달 없음
완성차	0	0	공시 없음	공시 없음	공시 없음
의료기기	15	3	+7.8%p · 1개월	+7.8%p · 4개월	+15.4%p · 3개월

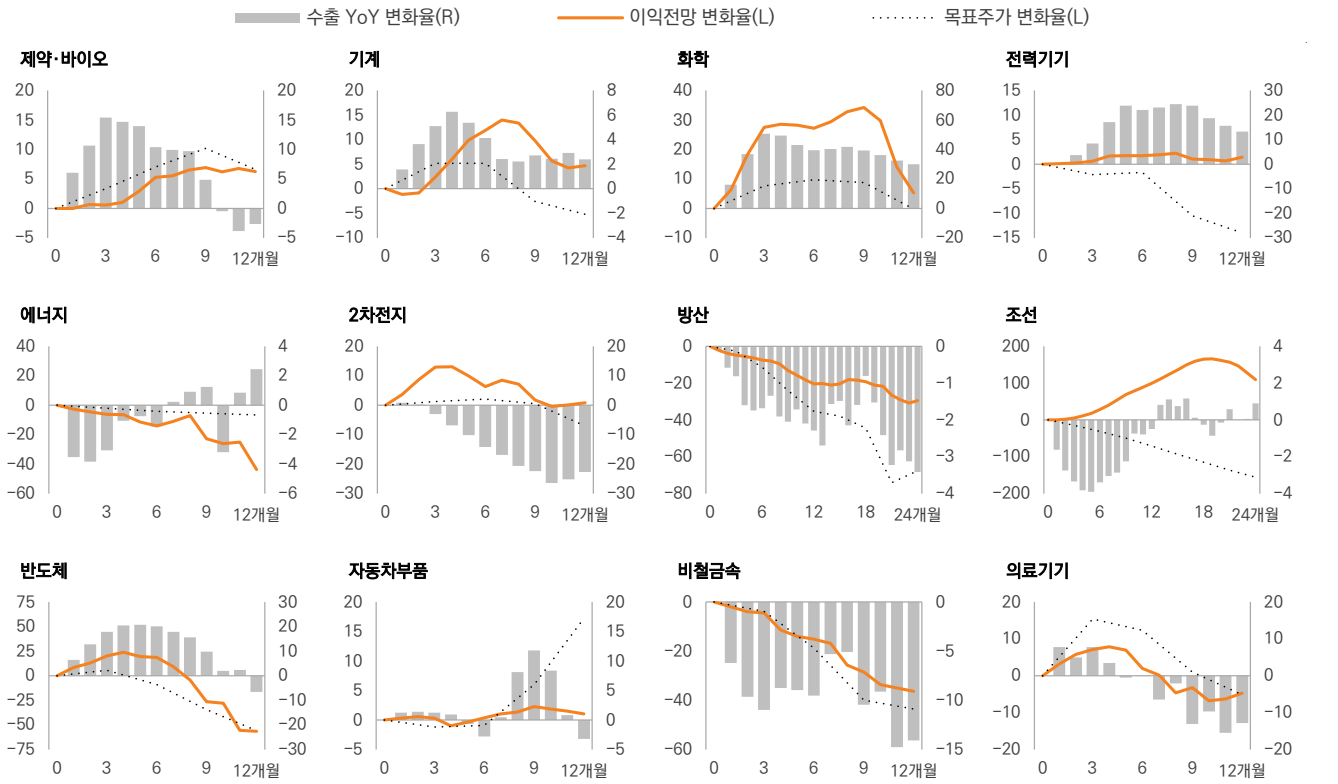
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수주 모멘텀의 선행성은 〈그림 19〉를 통해 더 쉽게 확인할 수 있다. 결론적으로 **기계·제약·바이오·반도체**처럼 수주, 수출, 이익전망이 차례로 이어지는 업종은 수주를 실적 방향 판단에 적극적으로 쓸 수 있다. **조선**은 이익전망은 크게 오르지만 목표주가는 낮아져, 이익 개선과 시장 평가가 엇갈린다.

전력기기는 수주 뒤 수출이 크게 늘지만 이익전망치는 크게 움직이지 않는다. **에너지**는 수주가 수출로도 이익으로도 이어지지 않는다. 에너지 역시 재생에너지 부문은 해외생산이 많은 특성이 작용했을 수 있으며, 정유 업종도 포함되기에 거시적 환경이 문제일 수 있다.

2차전지 또한 해외 공장이 많고 수년짜리 장기 계약이 대부분이라 수주가 수출로 바로 보이지 않는다. 이익전망은 수주 뒤 3~4개월에 뚜렷이 올라, 기대가 숫자보다 다소 먼저 가는 업종이다.

그림 19. 업종별 수주가 늘어난 달 뒤 수출·이익전망·목표주가 증가폭



주: 수출은 %p, 이익전망 · 목표주가는 %
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출 모멘텀 히트맵

수주가 수출로 이어지는지 보았으니 이제 수출 자체를 본다. 수주 공시는 일정 규모 이상의 상장사에 대해서만 발표하며, 업종이나 판매 방식 특성 상 공시되지 않는 경우도 흔하다. 그러나 수출 실적은 모든 품목군에서 발표된다.

〈그림 20〉은 21개 업종 가운데 표본이 충분한 35개 품목군의 수출 모멘텀을 3년치로 살펴본 것이다. 한 줄이 품목군 하나, 한 칸이 한 달이고, 칸의 색은 그 달까지 3개월 누적 수출의 YoY다. 주황은 증가, 회색은 감소이며 진할수록 수출 증가폭이 크다. 주황이 가로로 길게 이어질수록 증가가 오래 지속된 것이다. 오른쪽에는 연속 수출 증가 개월 수, 8~10월 누적 수출 YoY 증가율, 최근 24개월의 흐름이다. 반도체는 주황이 34개월째 끊기지 않았고 8~10월 누적 YoY가 +260.9%다. 조선·방산은 수주에서 인도까지가 길어 24개월 누적으로 본다.

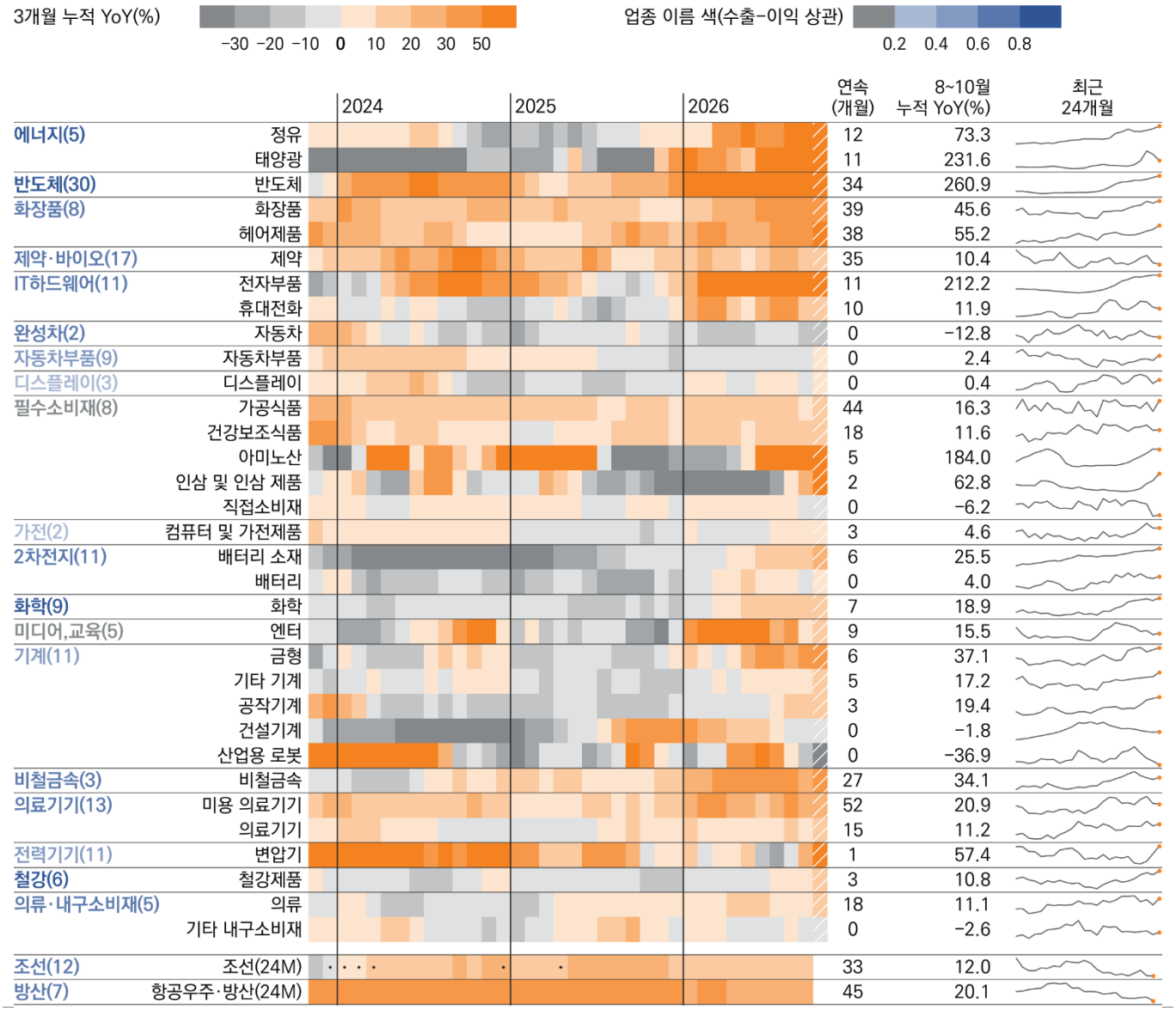
현재 구조적 증가세를 보이는 품목군은 반도체·화장품·헤어제품·비철금속 품목군이다. 현재 모멘텀이 이어지고 있거나 재가속하는 품목군은 전자부품·정유·태양광·금형·배터리소재·화학·변압기·공작기계·철강제품 등이 있다. 조선과 방산은 24개월 누적 모멘텀으로 증가세이나 모멘텀은 낮아지고 있다. 〈표 6 참고〉

표 6. 수출 증가의 강도와 지속 기간 (연속 개월, 8~10월 누적 YoY)

구분	품목군	읽는 법
가속 증가	반도체(34개월, +260.9%), 화장품(39, +45.6%), 헤어제품(38, +55.2%), 비철금속(27, +34.1%)	2년 이상 꾸준한 모멘텀 유지
순환 가속	전자부품(11, +212.2%), 정유(12, +73.3%), 태양광(11, +231.6%), 금형(6, +37.1%), 배터리 소재(6, +25.5%), 화학(7, +18.9%)	최근 1년 가속 중
재가속	변압기(1, +57.4%), 공작기계(3, +19.4%), 철강제품(3, +10.8%)	잠시 소강 후 최근 가속 전환
감속 증가	미용 의료기기(52, +20.9%), 가공식품(44, +16.3%), 제약(35, +10.4%)	수출이 지속되나 둔화 경향
감소	산업용 로봇(−36.9%), 자동차(−12.8%), 직접소비재(−6.2%), 기타 내구소비재(−2.6%), 건설기계(−1.8%)	수출 하락으로 이익 하방 전환 우려

주: 10월은 월말 잠정
자료: TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 수출 품목군 히트맵 (수출 3개월 누적 YoY 기준)



주: 빗금 = 잠정치 기반 예상치, 조선 점 = 드릴쉽(대형수주) 인도 월
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출 가속 & 수출 둔화
수출가속은 3개월 누적 수출 YoY가 3개월 전보다 높아진 상태. YoY가 높아도 꺾이면 둔화.

수출 선행성 검증

수출이 늘고 있다는 것만으로는 부족하다. 그 수출이 이익전망으로 이어져야 업종의 펀더멘털을 전망할 수 있다. 수출이 34개월째 늘고 있는 반도체에서 이익전망도 함께 올랐는지, 그리고 그것이 반도체만의 일이 아닌지를 확인한다.

수출의 선행성을 2017년부터의 데이터로 통계 검증한다. 수출이 가속한 달과 둔화한 달을 나눠 그 뒤 3개월 12MF 영업이익 변화를 비교했다 〈표 7〉.

상관관계 0.5 이상 업종은 수출 가속 뒤 향후 12개월 예상 영업이익이 평균 +7.4% 올라 둔화 뒤(+2.7%)보다 4.8%포인트 높았고, 이 차이의 신뢰도는 99.9% 이상이다. 반도체·비철금속·의류·내구소비재·철강·제약·바이오는 선행성이 매우 뚜렷했다. 조선·방산·IT하드웨어·완성차는 통계적인 선행성 패턴이 뚜렷하지 않았다. 단, 통계적 유의성은 과거 패턴에 대한 의존이 높은 관계로 최근 IT하드웨어와 같은 업종이 보여주는 수출과 이익전망 사이의 뚜렷한 양의 상관관계를 부정할 수는 없다.

표 7. 수출 가속 여부에 따른 이후 3개월 이익전망 변화 (2017.7~2026.6)

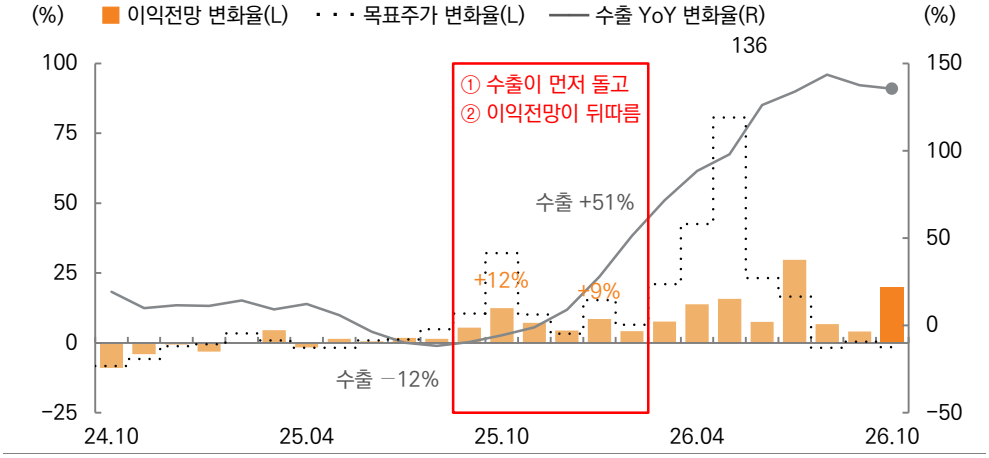
구분	수출 가속 뒤 3개월	상향 확률	수출 둔화 뒤 3개월	스프레드	신뢰도	판단
상관 0.5 이상 합산 (17개)	+7.4%	72%	+2.7%	+4.8%p	99.9%	수출 선행
반도체	+25.2%	82%	−5.8%	+31.0%p	99.9%	수출 선행
비철금속	+7.1%	70%	−0.7%	+7.8%p	98.0%	수출 선행
의류·내구소비재	+7.0%	65%	+1.0%	+5.9%p	96.0%	수출 선행
제약·바이오	+11.0%	90%	+5.4%	+5.6%p	93.9%	수출 선행
철강	+5.9%	62%	−3.5%	+9.3%p	92.7%	수출 선행
2차전지	+8.3%	67%	+1.6%	+6.7%p	87.8%	선행 경향
에너지	+11.2%	55%	+2.4%	+8.9%p	79.9%	방향 일치
의료기기	+5.9%	79%	+3.6%	+2.2%p	78.8%	방향 일치
화장품	+3.4%	59%	+0.7%	+2.7%p	78.6%	방향 일치
기계	+7.4%	75%	+4.1%	+3.3%p	76.6%	방향 일치
전력기기	+6.3%	80%	+4.7%	+1.6%p	73.7%	방향 일치
화학	−0.8%	54%	−4.7%	+3.9%p	54.9%	방향 일치
자동차부품	+2.4%	72%	+1.2%	+1.2%p	54.6%	방향 일치
IT하드웨어	+8.4%	71%	+5.7%	+2.7%p	46.9%	패턴 없음
조선	+16.9%	80%	+14.7%	+2.1%p	23.5%	패턴 없음
완성차	+4.1%	62%	+3.6%	+0.5%p	14.8%	패턴 없음
방산	+10.2%	97%	+10.0%	+0.3%p	8.3%	패턴 없음
상관 0.5 미만 합산 (4개)	+4.8%	68%	−1.6%	+7.0%p	93.0%	수출 선행
디스플레이	+10.2%	72%	−15.1%	+25.3%p	96.9%	수출 선행
가전	+2.2%	61%	+2.1%	+0.1%p	2.8%	패턴 없음
미디어·교육	+3.1%	67%	+6.0%	−2.8%p	86.8%	반대 경향
필수소비재	+1.9%	73%	+2.9%	−1.0%p	84.3%	반대 경향

주: 신뢰도 90% 이상 수출 선행, 80~90% 선행 경향, 50~80% 방향 일치, 50% 미만 패턴 없음
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출실적 변화와 이익전망치·목표주가 변화 비교

통계로 확인한 순서가 실제로 어떻게 나타났는지 IT하드웨어의 예시로 본다 〈그림 21〉. IT하드웨어는 눈으로 확인할 수 있는 패턴은 수출이 이익전망을 2개월 앞선다. 주황 막대는 12MF 영업이익의 전월대비 변화율이다. 점선은 목표주가의 전월 대비 변화이고, 회색선은 수출 3개월 누적 YoY다. 수출 YoY는 25년 8월 −12%에서 돌아서 26년 2월 +51%까지 빨라졌다. 그 사이 이익전망은 25년 10월 +12%, 26년 1월 +9% 올랐다(붉은 상자 구간). 수출이 바닥에서 올라오자 두 달 뒤부터 이익전망 상향이 따라붙은 것이다. 지금 수출 YoY는 +136%이고 10월 한 달 이익전망은 +20% 오른 상태이다.

그림 21. IT하드웨어: 수출이 먼저 돌고 뒤따라 오르는 이익전망치



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

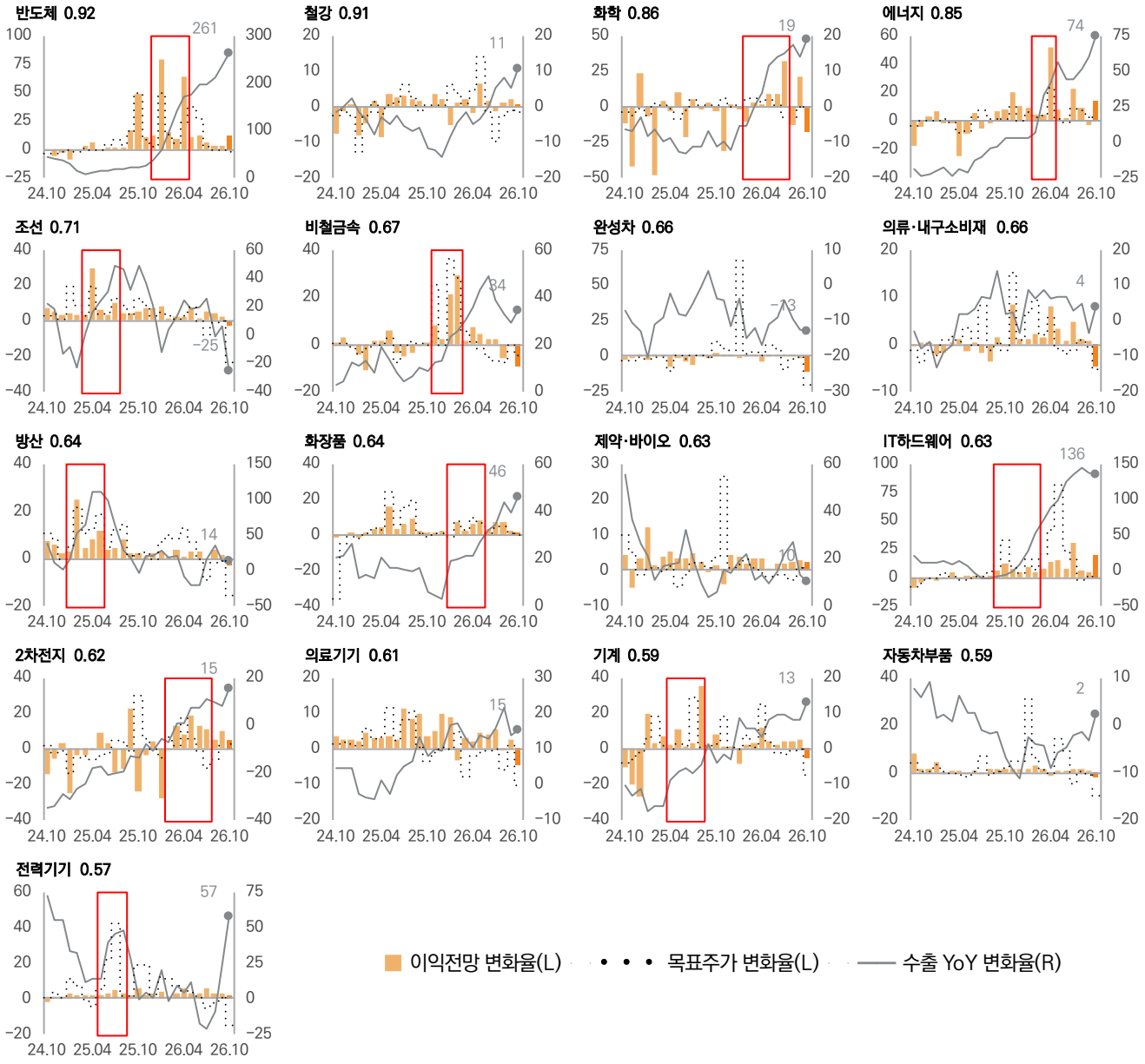
〈그림 22〉는 수출–이익전망 상관관계가 높은 17개 업종의 월별 수출·이익전망·목표주가 변화다. 붉은 상자는 수출(회색선)이 먼저 돌거나 빨라진 뒤 0~3개월 안에 이익전망(주황 막대)이 따라온 구간으로, 11개 업종에서 확인된다. 업종 이름 옆 숫자는 수출–이익전망의 상관계수이다. 상관계수가 높은 업종부터 왼쪽 위에서 차례로 놓았다.

주황 막대는 12MF 영업이익의 전월 대비 변화율이고, 진한 주황 막대는 가장 최근(10월) 이익전망 변화율이다. 점선은 목표주가의 전월 대비 변화이다(왼쪽 축). 회색선은 수출 3개월 누적 YoY 변화율이다. 첫 칸의 반도체(상관계수=0.92)를 보면 회색선이 25년 말부터 가파르게 올라 지금 261%에 이르렀고, 상승 구간(붉은 상자)에서 주황 막대가 26년 1월 +80%, 4월 +64%로 크게 솟았다. 회색선이 먼저 오르고 주황 막대가 뒤따라 커지는 칸일수록 수출이 이익전망을 이끈 업종이다.

반도체·IT하드웨어·비철금속은 수출이 바닥에서 돌아선 뒤 두세 달 안에 이익전망이 크게 올랐고, 에너지·조선은 거의 같은 달에 움직였다. 화학·2차전지는 26년 들어 수출이 플러스로 돌아선 뒤 이익전망 상향이 이어졌다. 반면 철강·완성차·자동차부품·의류·내구소비재는 이익전망이 따라오지 않았다. 전력기기는 25년 중반 수출이 올랐음에도 목표주가만 크게 상승했고, 최근에도 큰 상승이 있었으나 목표주가는 오히려 하향됐고 이익도 따라오지 않았다. 이러한 흐름은 기계 업종도 비슷한 모습을 보여 수출 펀더멘털이 개선되고 있음에도 부진한 두 업종의 이익 변화를 지켜볼 필요가 있다.

그림 22. YoY 수출 변화와 월간 이익전망·목표주가 변화 (3개월 누적 수출 YoY = 연간 변화, 이익전망·목표주가 = 월간 변화)

업종별 리비전 추이 (MoM·YoY %, 수출-이익 상관관계 0.5 이상 업종)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

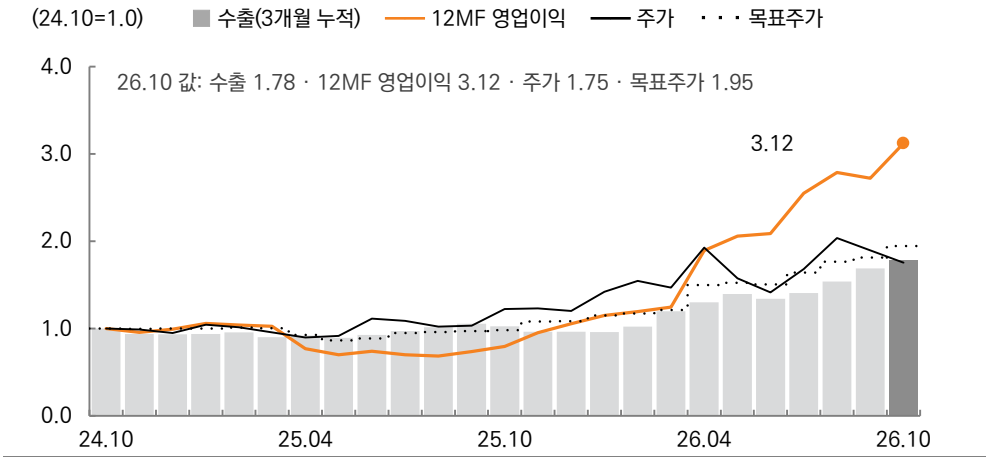
누적수출과 이익전망치·주가·목표주가 비교

수출이 이익전망을 끌어올렸다면 남은 고리는 주가다. 수출을 따라서 이익전망이 움직였는지, 그리고 그만큼 주가도 따라왔는지를 2년 누적으로 본다.

〈그림 23〉의 에너지 업종을 예시로 본다. 2024년 10월을 기준점 1.0으로 놓았다. 회색 막대는 3개월 누적 수출, 주황선은 12MF 영업이익, 검은선은 주가, 점선은 목표주가다. 24년 11월 수출이 10% 증가했다면 누적 수출지수는 1에서 1.1로 상승하는 방식이다.

현재 2026년 10월 값은 수출 1.78, 12MF 영업이익 3.12, 주가 1.75, 목표주가 1.95다. 수출이 1.8배가 되는 동안 이익전망은 3.1배가 됐는데 주가는 1.8배에 머물렀다. 이익에 대한 멀티플 프리미엄이 없음을 시사한다. 반대로 표현하면 주황선이 검은선 위로 벌어진 만큼이 주가가 아직 따라가지 못한 이익이다.

그림 23. 에너지: 수출과 함께 늘어난 이익전망치, 따라가지 못한 주가



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

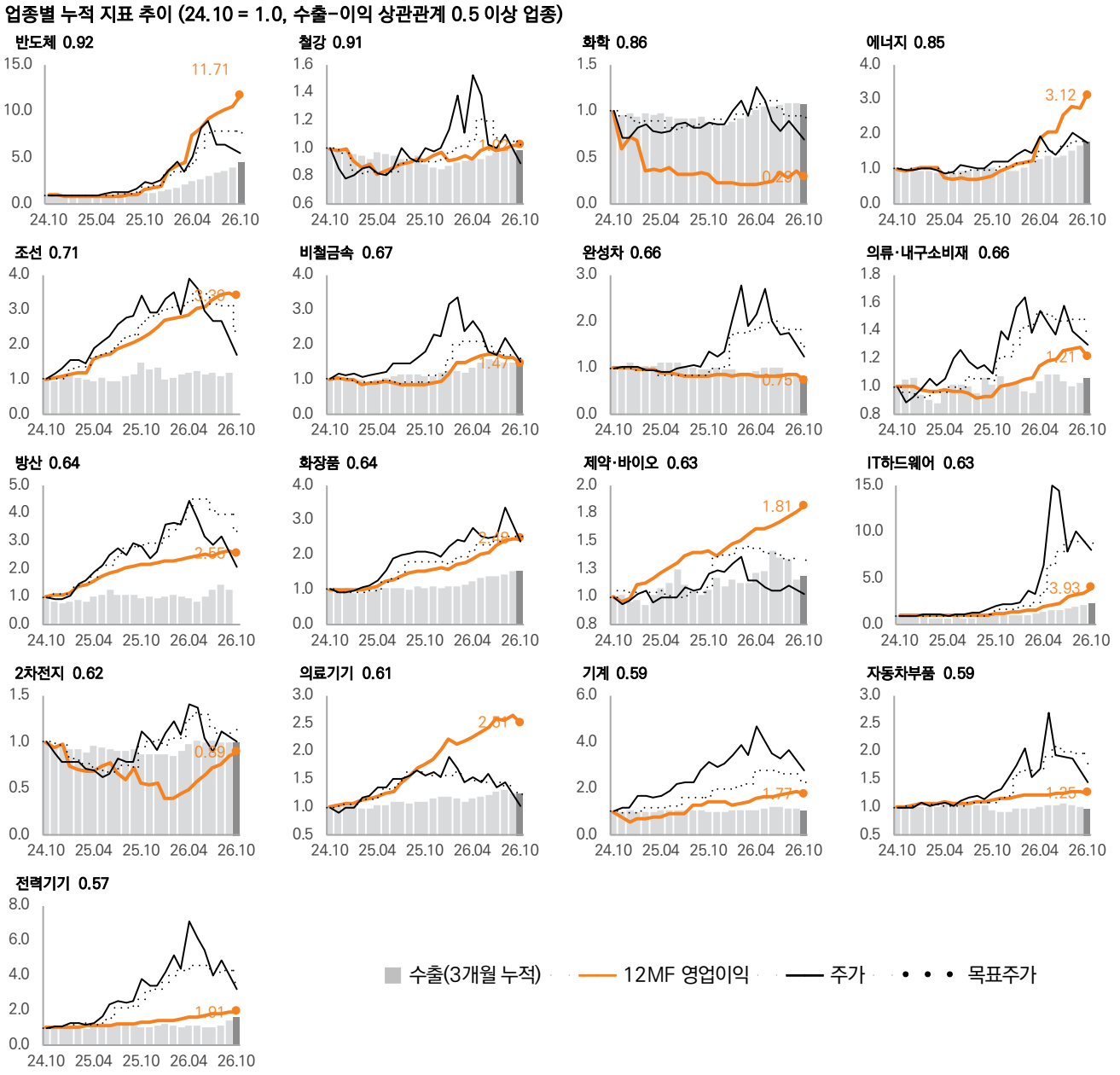
〈그림 24〉는 〈그림 23〉과 같은 방식으로 수출-이익 상관이 0.5 이상인 17개 업종의 수출, 12MF 영업이익, 주가, 목표주가를 24년 10월 = 1.0으로 그린 것이다. 이익(주황선)이 주가(검은선)보다 위로 벌어질수록 주가가 이익을 덜 따라온 업종이다. 단 12MF 영업이익은 올해와 내년 전망치를 남은 달 수만큼 섞은 값이라, 달이 지날수록 내년 전망치의 비중이 커진다. 내년 이익이 올해보다 크게 잡힌 업종은 전망이 바뀌지 않아도 주황선이 조금씩 올라간다는 점을 감안해 읽는다.

이익이 주가보다 멀리 간 업종은 반도체·조선·제약·바이오다. 반도체는 이익전망이 11.7배가 됐는데 주가는 5.4배이고, 조선은 3.4배에 1.7배, 제약·바이오는 1.8배에 1.0배다. 에너지는 10월 이익전망이 더 올라 주가와의 간격이 다시 벌어졌다(이익전망 3.1배, 주가 1.8배).

반대로 IT하드웨어·전력기기·기계는 고점에서 크게 내려왔는데도 주가가 이익보다 높다. IT하드웨어는 이익전망 3.9배에 주가 8.1배, 전력기기는 1.9배에 3.2배, 기계는 1.8배에 2.8배다. 세 업종의 주가 고점은 각각 14.9배, 7.1배, 4.6배였다. 수주 모멘텀이 늘어 먼 시점의 이익을 먼저 반영한 것으로도 볼 수 있다.

화학은 주가가 이익이 아닌 수출을 따라 움직였다. 이익전망은 0.3배로 줄었는데 주가는 0.7배로 수출(1.1배) 쪽에 가깝다. 비철금속·완성차는 수출과 이익이 완벽히 연동된 모습이고 주가도 최근 같은 지점으로 수렴하고 있다. 비철금속은 수출·이익전망·주가가 모두 1.5배다.

그림 24. 수출-이익 상관계수 상위 17개 업종의 수출·이익전망·주가·목표주가 추이



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

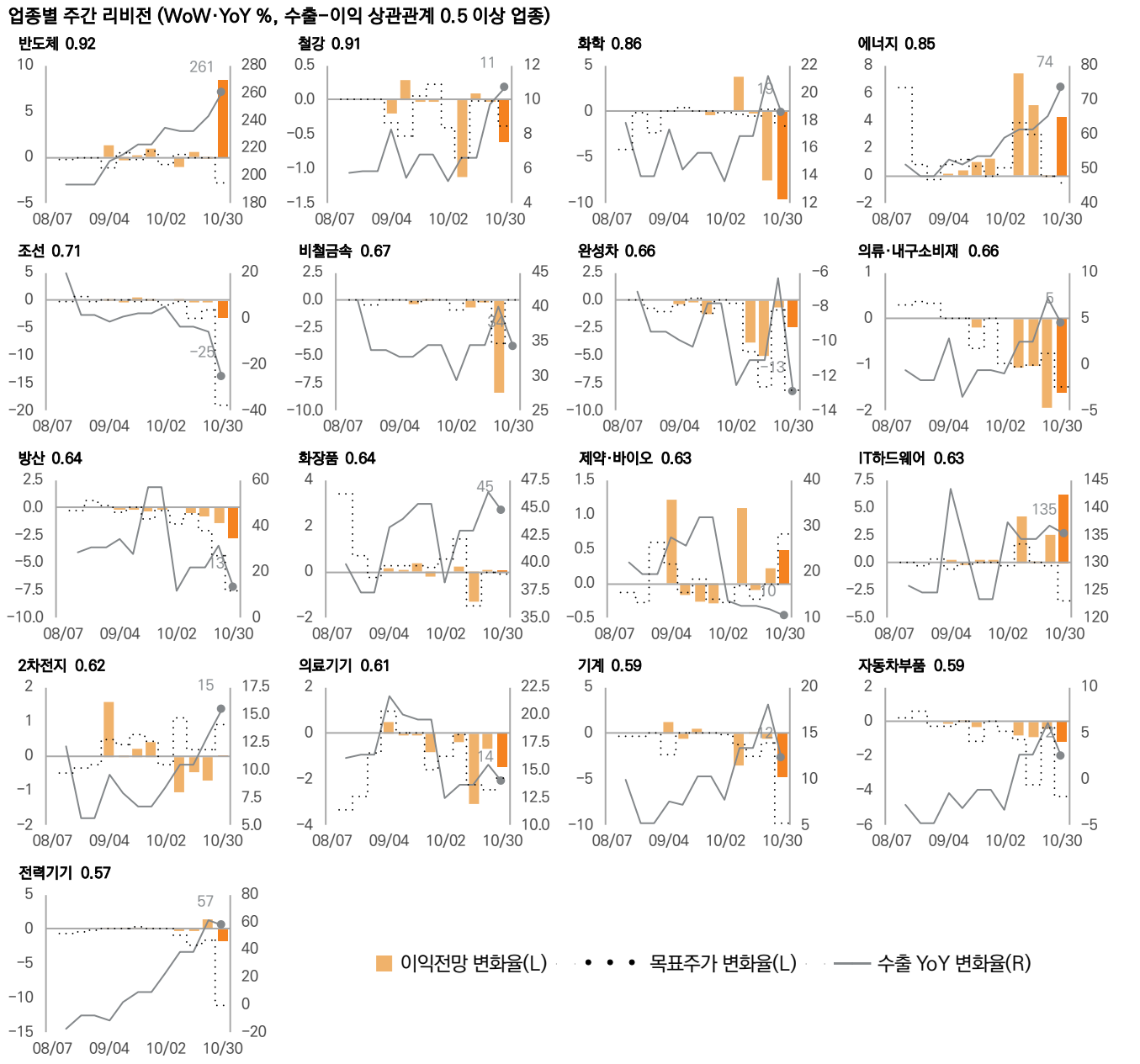
주간 이익전망·목표주가 변화

〈그림 25〉는 같은 17개 업종의 최근 12주 주간 변화로 가장 최신 모멘텀을 들여다본다. 3분기 실적 발표가 몰린 10월 마지막 주에 업종 사이 방향이 갈렸다.

수출이 빨라지는 반도체·IT하드웨어·에너지는 이익전망이 한 주에 크게 올랐고, 화학·비철금속·기계는 내렸다. 목표주가는 더 넓게 내렸다. 반도체·IT하드웨어도 이익전망은 올랐는데 목표주가는 내려, 이번 주가 하락이 이익보다 눈높이(멀티플) 조정의 양상이다.

가장 최근 모멘텀이 좋은 업종은 반도체·에너지 업종으로 상승세가 이어지고 있다. 그리고 2차전지가 크게 모멘텀을 회복하고 있다. 철강은 모멘텀이 양전한 양상이다. 전력기기와 IT하드웨어는 양의 모멘텀을 유지 중이나 다소 소강상태이다.

그림 25. 수출–이익 상관 상위 17개 업종의 주간 이익전망·목표주가 변화



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수주·수출·이익전망·주가 종합

지금까지 수주, 수출, 이익전망, 주가의 고리를 하나씩 보았다. 이제 네 고리를 업종별로 한 표에 모은다. 〈표 8〉은 업종별로 수출이 늘었는지, 이익전망이 따라왔는지, 수주가 들어왔는지, 주가가 반영했는지를 수치로 설명한다.

업종은 네 갈래로 나뉜다. 첫째, 수출·이익전망·주가가 함께 오른 곳은 에너지(수출 +74.3%, 12MF 영업이익 +21.7%, 주가 +3.0%)와 IT하드웨어(+135.5%, +33.2%, +3.1%)뿐이다. 둘째, 반도체·화장품·제약·바이오·전력기기·기계·방산·조선·철강은 이익전망이 올랐는데 주가가 내려 멀티플만 깎였다. 전력기기·기계·방산·조선은 목표주가도 17~25% 내려 애널리스트들이 이익의 질에 대한 눈높이를 낮추기 시작했다. 셋째, 수출 실적보다 주가가 먼저 오른 2차전지(2분기 영업이익 YoY −16.8%, 주가 +12.7%)는 기대가 앞선 곳이다. 넷째, 완성차·디스플레이·비철금속·화학은 이익전망과 주가가 함께 내렸다.

종합하자면 수주는 기계·제약·바이오·반도체에서 수출과 이익전망을 앞선다. 수출 모멘텀의 지속성은 반도체·화장품에서 가장 좋고 IT하드웨어·에너지는 가속을 시작했다. 수출이 가속한 업종은 그 뒤 석 달 이익전망이 더 오른다. 현재 반도체·제약/바이오·에너지의 이익전망이 그러한데 주가는 이익을 따라가지 못하고 있다.

표 8. 업종별 펀더멘털·수주·주가 세부 지표

업종 (적격기업 수)	판단	밸류위치	펀더멘털					수주 모멘텀		주가
			점수	수출 8~10월 누적 YoY(%)	2Q26 영업이익 YoY(%)	12MF 영업이익 7/31 대비(%)	목표주가 7/31 대비(%)	건수(%)	규모(%)	7/31 대비 (%)
IT하드웨어(11)	주도	90	83	135.5	178.6	33.2	-2.8	+75	+100	3.1
에너지(5)	저평가	15	87	74.3	198.6	21.7	18.2	+241	+185	3.0
반도체(30)	저평가	0	85	260.9	491.0	19.9	-3.5	-29	+2	-15.3
화장품(8)	저평가	0	77	46.0	82.2	10.6	6.9			-7.6
제약·바이오(17)	저평가	0	61	10.4	48.9	8.0	-2.1	+26	+6	-2.8
완성차(2)	고평가	68	8	-12.8	-14.6	-10.9	-22.6			-27.4
조선(12)	소외	0	39	-25.0	104.5	3.8	-24.7	-48	+13	-36.1
자동차부품(9)	소외	19	28	2.4	21.6	-0.2	-10.4	-100	-4	-23.4
디스플레이(3)	소외	5	8	0.4	-0.4	-19.7	-25.4	-100	-61	-15.2
필수소비재(8)	관찰	78	55	4.5	22.3	3.1	2.1			2.1
가전(2)	관찰	90	53	4.6	118.9	-1.5	6.6			-3.0
2차전지(11)	관찰	24	53	15.4	-16.8	23.0	-1.6	+36	-0	12.7
화학(9)	관찰	53	52	18.9	293.0	-9.1	-9.7			-10.9
미디어,교육(5)	관찰	0	50	15.5	85.8	1.8	-13.7			-4.0
기계(11)	관찰	75	49	12.9	263.0	3.1	-16.9	+36	-3	-14.9
비철금속(3)	관찰	27	48	34.1	118.7	-15.5	-11.7			-10.9
의료기기(13)	관찰	0	46	15.3	54.3	-2.7	-15.0			-27.1
방산(7)	관찰	2	44	14.4	49.7	2.5	-18.1	+2	+50	-26.5
전력기기(11)	관찰	75	43	57.4	44.1	7.6	-18.1	+21	+2	-18.8
철강(6)	관찰	39	42	10.8	26.4	3.3	-4.5			-11.1
의류·내구소비재(5)	관찰	0	41	4.0	71.0	-3.0	-4.7			-18.6

주: 7/31 대비 10/30 변화, 시총가중
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

11월 추천 수출 업종 배분

수출-이익 상관 0.5 이상, 펀더멘털 40점 이상인 업종에서 밸류와 수주 흐름을 확인해 추천 수출업종 후보군을 좁힌다. 좁혀진 업종 가운데 비중은 수출 밸류·펀더멘털과 수주로 본 향후 모멘텀을 종합해 선정한다.

그림 26. 11월 추천 수출 업종 선정 과정



주: 애널리스트 판단이란 수주, 수출, 전망, 밸류에이션 등 지표 변화에 대한 정량적 판단을 의미합니다.
자료: 미래에셋증권 리서치센터

반도체는 수출과 이익의 중심 업종임에도 저평가라 30%를 담는다. **제약·바이오**는 5년 최저 밸류를 받고 있으나 펀더멘털이 개선 중으로 저평가 구간에 진입했다. 또한 최근 수주 흐름이 좋은데 제약·바이오는 수주가 늘어난 뒤 3개월에 수출이 가장 크게 오르는 흐름(+15.4%포인트)을 근거로 15% 비중을 부여한다. **화장품**은 수출·이익전망·목표주가의 동반 개선을 반영해 15%다. **에너지**는 현재 지표가 강하지만 수주 이후 이익 개선의 연결이 약해 10%로 둔다. **IT하드웨어**는 최근 실적이 좋아서 밸류도 비싼 업종이다. 그러나 이어지는 수주 모멘텀에 근거해 10% 비중을 둔다.

기계는 늘어난 수주 모멘텀과 과거 수출·이익 선행 경로를 근거로 10%를 담되, 최근 전망 하향과 높은 밸류에이션을 고려해 10%로 배분한다. **전력기기**는 수출·수주 개선에도 높은 밸류와 AIDC 모멘텀 정체 가능성을 고려해 5%로 둔다. **2차전지**는 펀더멘털 개선 폭이 가장 크고(35 → 53) 이익전망·주가도 올라 관찰군임에도 5%를 담는다.

표 9. 11월 추천 수출 업종 배분

업종	판단	상관	펀더멘털	밸류 위치	수주 모멘텀	수주 뒤 수출 증가 (가장 클 때)	추천 비중	시장 비중
반도체	저평가	0.92	85	0	줄어듦	+20.7%p · 5개월	30%	54.8%
제약·바이오	저평가	0.63	61	0	늘어남	+15.4%p · 3개월	15%	3.5%
화장품	저평가	0.64	77	0	공시 없음	—	15%	0.6%
에너지	저평가	0.85	87	15	표본 부족	+2.4%p · 12개월	10%	2.1%
IT하드웨어	주도	0.63	83	90	늘어남	—	10%	2.7%
기계	관찰	0.59	49	75	늘어남	+6.3%p · 4개월	10%	0.3%
전력기기	관찰	0.57	43	75	늘어남	+24.5%p · 8개월	5%	2.4%
2차전지	관찰	0.62	53	24	표본 부족	−26.4%p · 10개월	5%	3.7%

주2: 금융, 내수 기반 업종은 유니버스에서 처음부터 편입되지 않았음. 업종은 코스피·코스닥 모두 집계, 시장 비중은 코스피 시가총액(10/30) 대비.
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

추천 업종의 구성 종목을 보면, 반도체는 삼성전자·SK하이닉스·주성엔지니어링·원익IPS·리노공업·DB하이텍이고, 제약·바이오는 삼성바이오로직스·셀트리온·알테오젠·SK바이오팜·유한양행·한미약품이다. 화장품은 에이피알·아모레퍼시픽·LG생활건강·코스맥스·한국콜마·달바글로벌, 에너지는 SK이노베이션·S-Oil·GS·SK이터닉스·HD현대에너지솔루션이다. IT 하드웨어는 삼성전기·LG이노텍·이수페타시스·대덕전자·심텍·고영, 기계는 두산밥캣·로보티즈·HD건설기계·성광벤드·태광·피엔티다. 전력기기는 두산에너빌리티·LS ELECTRIC·효성중공업·HD현대일렉트릭·가온전선·산일전기, 2차전지는 LG에너지솔루션·삼성SDI·LG화학·포스코퓨처엠·에코프로비엠·엘앤에프다.

단, 같은 업종이어도 종목마다 만드는 품목이 다르다. 업종 수출이 늘어도 그 기업이 파는 품목의 수출은 줄 수 있고, 매출에서 수출이 차지하는 비중과 생산하는 지역도 기업마다 다르다. 따라서 업종 비중 추천은 가능하지만 종목 비중 추천은 부정확할 수 있다. 종목으로 내려가려면 기업별 품목과 수출 비중, 생산 지역 데이터까지 들어가야 한다. 이 작업을 다음 장에서 다룬다.

수출로 미리 보는 종목

수출이 비추는 매출

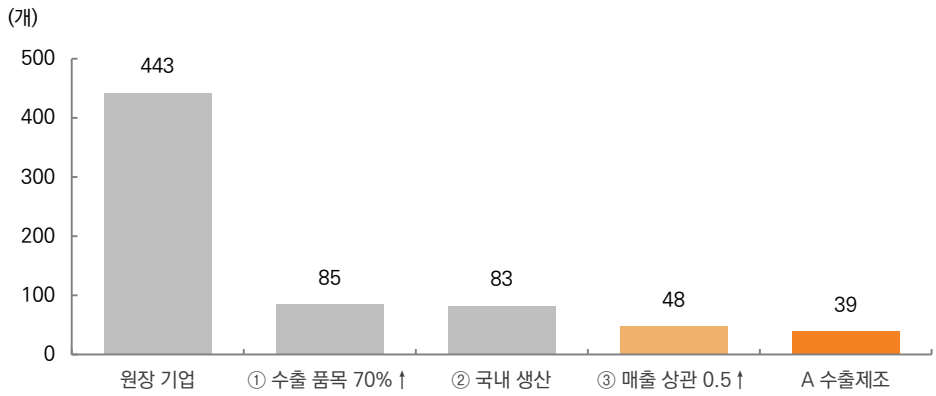
선정 기준
① 연결 매출의 70% 이상이 수출 품목에 바로 이어짐(사업보고서 원장 FY2025)
② 생산 거점이 국내
③ 분기 매출 YoY와 매핑 품목 수출 YoY의 상관 0.5 이상(2021.1Q~2026.2Q)

수출 데이터는 매달 1·11·21일에 나오지만 기업 실적은 분기가 끝나고 한 달쯤 뒤에 나온다. 매출의 수출 비중이 높고, 품목군이 단순하며, 제품을 국내에서 생산하는 기업은 품목 수출 데이터로 분기 매출의 방향을 먼저 가늠할 수 있다. 사업보고서로 제품을 수출 품목에 이어 둔 443개사에서 이런 기업을 세 단계로 추린다 〈그림 27〉.

연결 매출의 70% 이상이 수출 품목에 바로 이어지는 기업은 85개, 그 가운데 국내 생산시설이 있는 기업은 83개다. 여기에 2021년 이후 22개 분기 동안 분기 매출이 품목 수출과 같은 방향으로 움직인 기업(상관 0.5 이상)만 남기면 48개이다. 이 가운데 39개는 국내에서 만들어 수출하는 제조사(등급 A), 9개는 해외 생산이나 내수가 섞인 기업(등급 B)이다. 이익 대신 매출을 그린 것은 종목 분석 시 수출의 매출 선행성과 상관관계가 이익보다 더 뚜렷한 패턴을 보이기 때문이다(품목 수출 YoY와의 상관 중앙값: 매출 0.54, 영업이익 0.47)

이 장은 네 단계로 전개한다. 고른 종목의 2분기 매출이 실제로 품목 수출을 따랐는지 보고, 품목군별로 수출·매출·주가를 나란히 놓은 뒤, 3분기 수출로 아직 나오지 않은 매출을 가늠하고, 마지막으로 실적과 주가의 거리를 본다.

그림 27. 분석 유니버스 선정 단계

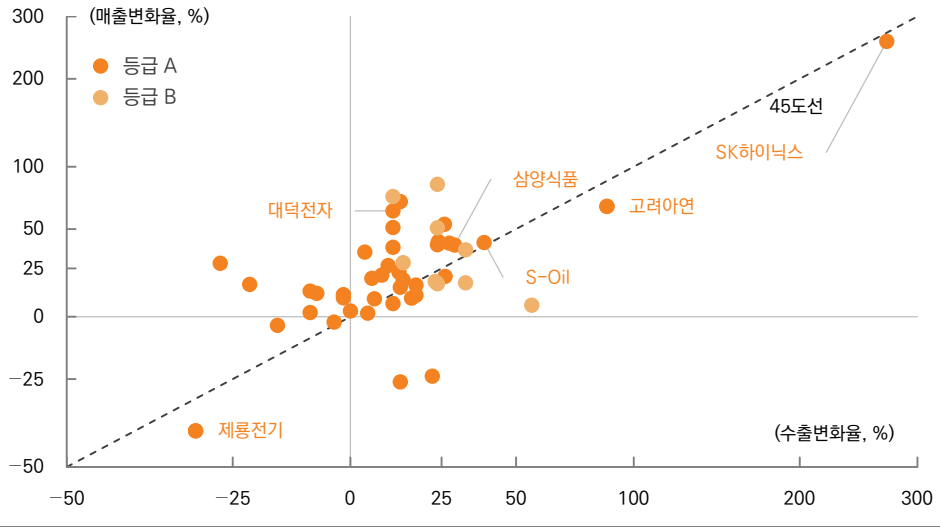


자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

수출이 비추는 매출

〈그림 28〉은 48개사의 26년 2분기 매핑 품목을 수출 YoY(가로)와 분기 매출 YoY(세로)로 비교한 차트이다. 점이 45도선에 가까울수록 수출로 매출을 미리 볼 수 있는 종목이다. S-Oil은 품목 수출이 38.7%, 매출이 40.9% 늘어 거의 선 위에 있다. 고려아연도 품목 수출(87.3%) 매출(66.6%)이 함께 가고 제룡전기(−31.5%, −40.9%)도 마찬가지이다. 대덕전자는 매출(63.1%)이 수출(11.0%)보다 크게 늘었다.

그림 28. 종목별 2분기 수출 변화율(YoY)과 매출 변화율(YoY)



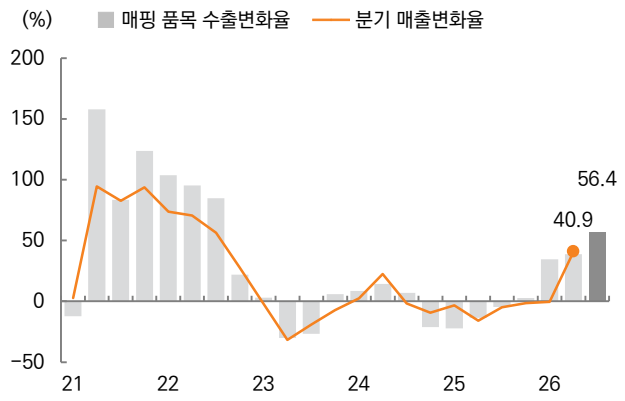
주: 두 축은 log(1 + YoY) 눈금, 눈금 숫자는 YoY(%)
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

45도선에 붙은 종목: S-Oil과 SK하이닉스

〈그림 28〉에서 45도선에 붙어 있는 S-Oil과 SK하이닉스는 〈그림 29·30〉을 보면 2021년 이후 분기마다 품목 수출과 매출이 같이 움직였다. S-Oil은 가솔린·경유·납사 등 정유 7개 품목이 매출의 77%이고, 생산은 울산 온산 공장 한 곳이다. 분기 매출과 품목 수출의 상관은 0.96이다. 3분기 품목 수출은 56.4% 늘어 2분기(38.7%)보다 빨라졌고, 8~10월 누적으로는 71.7% 늘었다. 12MF 영업이익은 7/31 이후 22.1% 올랐지만 주가는 3.4% 내렸다.

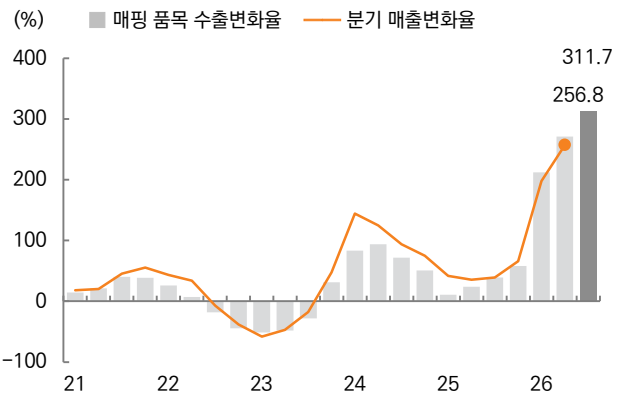
SK하이닉스는 매출 전부가 메모리반도체 품목에 이어지고 이천·청주에서 만든다. 상관은 0.98로 48개사 가운데 가장 높다. 2분기 품목 수출(271.1%)과 매출(256.8%)이 거의 같았고, 3분기 품목 수출은 311.7%로 더 늘었다.

그림 29. S-Oil: 분기 매출과 석유제품 수출 YoY (%)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. SK하이닉스: 분기 매출과 메모리 수출 YoY (%)



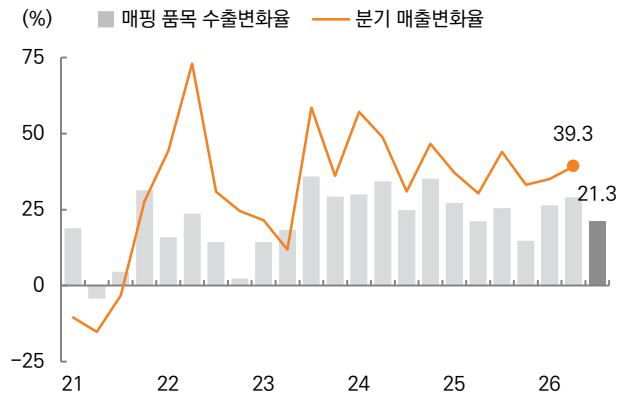
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

45도선 위쪽으로 벗어난 종목: 삼양식품과 현대차

45도선 위쪽에 있는 종목은 매출증가가 수출증가보다 높은 종목들이다. 〈그림 31·32〉를 보면 삼양식품은 면·스낵 품목군이 매출의 92%이고 수출 품목으로는 라면이 매핑됐다(상관 0.69). 공장은 원주·밀양·익산에 위치한다. 매출은 라면 수출보다 조금 더 크게 늘어 왔다(2분기 품목 수출 29.1%, 매출 39.3%). 3분기 라면 수출은 21.3% 늘어 둔화했다.

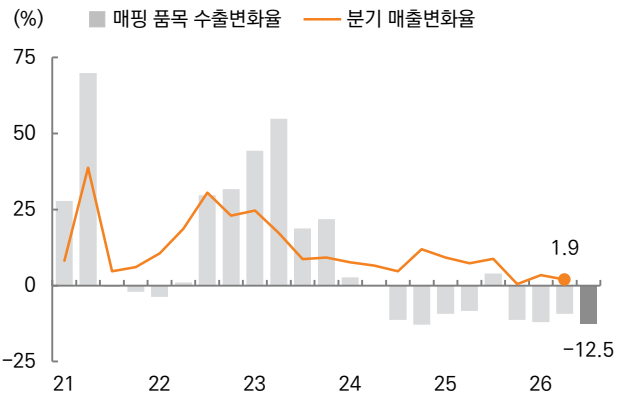
현대차·기아는 수출이 먼저 꺾인 사례다. 2분기 자동차 수출은 9.3% 줄었지만 현대차 매출은 1.9% 증가해 선 위쪽에 있었다. 자동차 수출은 3분기 12.5%, 8~10월 누적 12.8% 줄었다. 12MF 영업이익은 7/31 이후 각각 12%·9%, 주가는 각각 27%·28% 내렸다. 수출 하락에도 매출이 버티는 이유는 현대차의 국내 생산·판매 비중 몫도 존재한다.

그림 31. 삼양식품: 분기 매출과 라면 수출 YoY (%)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 현대차: 분기 매출과 자동차 수출 YoY (%)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

종목별 수출, 매출, 주가

앞서 분기 매출 변화율과 수출 변화율을 비교했다. 이번에는 업종별로 2021년 1분기 수출·매출·주가를 1로 놓은 누적 지수 변화를 통해 매출과 주가가 수출의 추이를 얼마나 같이 따라갔는지 본다 〈그림 33~40〉. 각 그림은 한 업종 안에 속하는 주력 제품이 유사한 종목을 묶은 도표이다. 회색 막대는 연결 품목의 분기 수출, 실선은 분기 매출, 점선은 주가다. 각 선의 색은 하나의 종목과 연결된다. 최근 상장한 종목은 당시 품목 수출 값에 매출지수를 맞췄다.

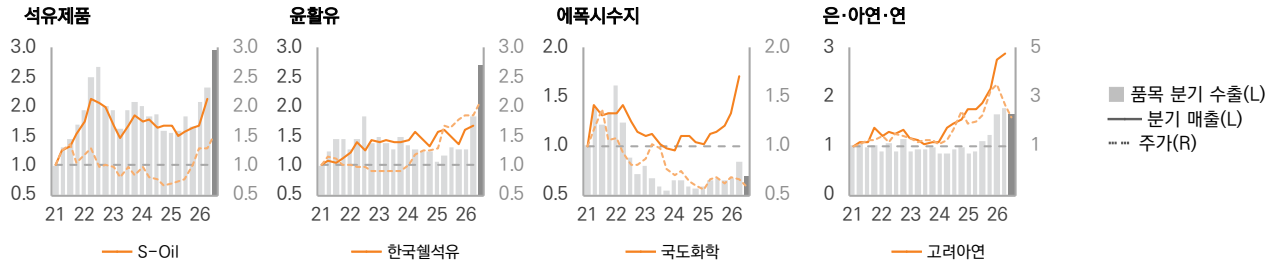
에너지·화학·비철금속: 석유제품은 수출이 곧 매출

에너지 석유제품 수출은 2분기 2.3배, 3분기 2.9배이고 3분기는 전년보다 56% 늘었다 〈그림 33〉. S-Oil 매출(2.1배)은 수출을 거의 그대로 따라갔지만 주가는 1.5배에 그쳤고 7/31 이후 3% 내렸다. 윤활유 수출(1.9배)과 한국쉘석유 매출(1.7배)도 함께 움직였다.

화학 에폭시수지 수출은 2분기 0.8배로 2021년 1분기보다 적고, 3분기는 전년보다 2% 늘었다. 국도화학 매출(1.7배)은 수출과 벌어졌지만 분기 방향은 같았다(상관 0.87). 오히려 주가(0.6배)가 수출(0.7배)을 따라 2021년 1분기보다 낮아졌다.

비철금속 고려아연 매출(2.9배)이 은·아연·연 수출(1.8배)보다 더 늘었다. 주가는 2.1배로 매출만큼 오르지 못했고, 3분기 수출이 전년보다 43% 늘었는데도 7/31 이후 12% 내렸다.

그림 33. 에너지·화학·비철금속: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)

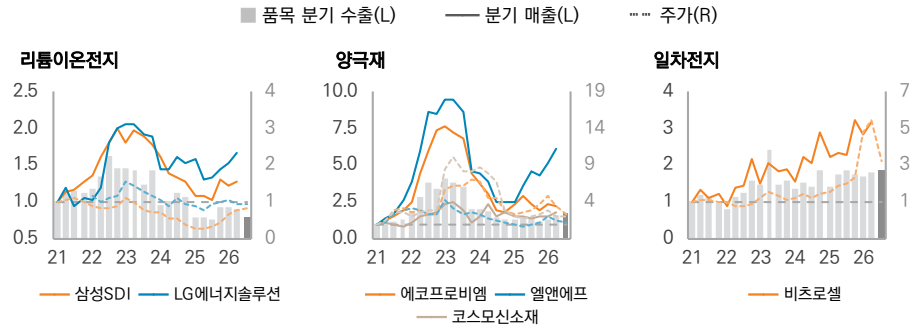


자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

2차전지: 매출이 수출보다 크게 변동

2차전지는 최종 제품인 배터리의 해외생산 비중이 높은 업종임을 감안해야 한다. 다만 소재는 국내에서 수출되는 물량이 아직 많다. 이 가운데 리튬이온전지 품목의 수출은 2분기 0.9배로 2021년 1분기보다 줄었지만 삼성SDI(1.3배)·LG에너지솔루션(1.7배) 매출은 늘었다 〈그림 34〉. 해외생산 물량이 많다면 설명될 수 있는 부분이다. 양극재 수출은 1.6배이고 엘앤에프 매출은 6.1배로 훨씬 크게 늘었다. 리튬이온전지 쪽 주가는 오히려 수출을 따라가, 삼성SDI(0.8배)와 LG에너지솔루션(1.0배) 모두 수출(0.8배) 언저리로 수렴했다. 일차전지 수출은 1.8배, 비츠로셀 매출은 3.2배다.

그림 34. 2차전지: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)

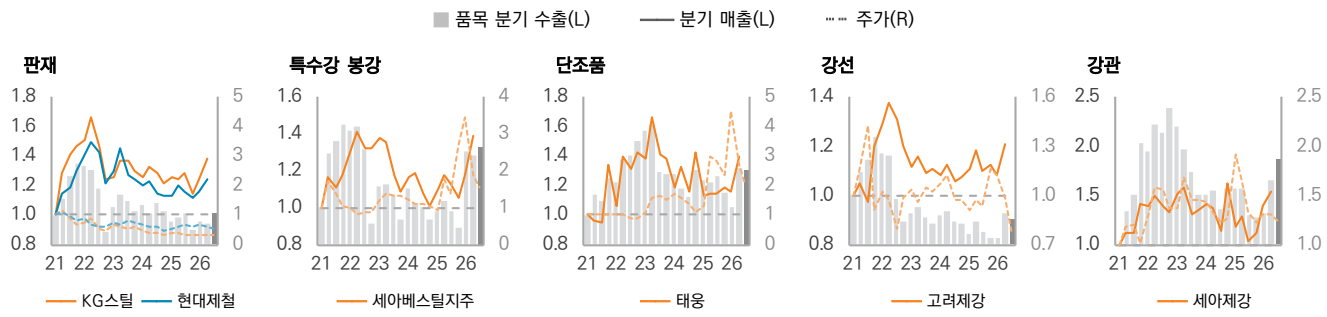


주: LG에너지솔루션은 2022년 상장으로 해당 시점부터 수출과 같은 위치에서 지수 시작
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

철강: 판재는 정체, 특수강·단조품·강관 매출은 수출만큼 상승

판재 수출은 현재 2021년 1분기 수준이고 KG스틸·현대제철 매출도 1.2~1.4배에 머물렀다. 2021~2024 기간 KG스틸과 현대제철의 매출과 판재 수출은 추이를 같이했으나 주가는 전혀 반응하지 않았고 최근에는 매출과 수출도 다소 디커플링된 모습이다. 판재의 내수비중이 높고 다른 품목도 생산하는 것이 원인이다. 특수강 봉강·단조품·강관 수출은 1.3~1.7배로 늘었고 세아베스틸지주·태웅·세아제강 매출(1.4~1.5배)이 비슷하게 따라갔다. 강선 수출은 0.9배로 줄었지만 고려제강 매출은 1.2배다.

그림 35. 철강: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)



주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

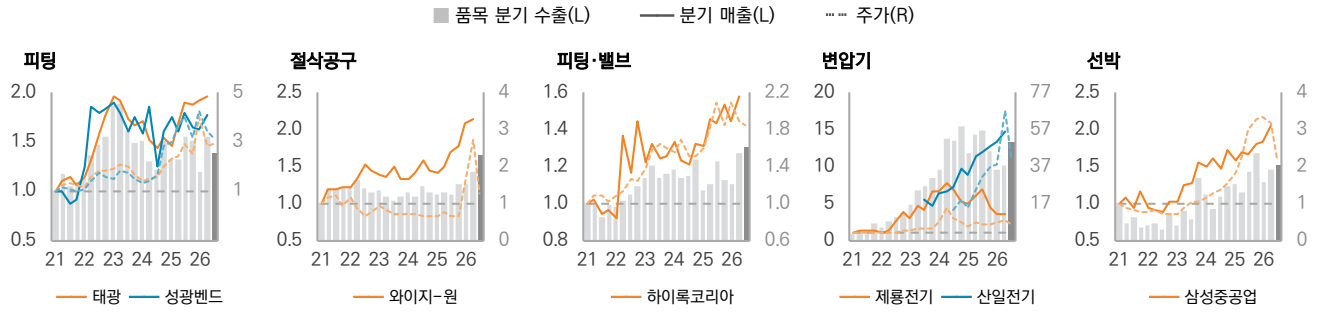
기계·전력기기·조선: 변압기의 상승이 핵심

기계 피팅 수출은 1.5배인데 태광·성광벤드 매출은 1.8~2.0배로 늘었고, 주가는 태광 3.0배, 성광벤드 3.2배다 〈그림 36〉. 절삭공구 수출은 전년보다 46% 늘었지만 와이지-원은 7/31 이후 주가가 39% 내렸다. 피팅·밸브 수출은 1.3배, 하이록코리아 매출은 1.6배다.

전력기기 변압기 수출은 2분기 10.2배, 3분기 13.2배로 가장 많이 늘었다. 막대는 제룡전기의 소형 변압기와 산일전기의 중대형 변압기 수출을 더한 것이다. 소형 변압기만 보면 3분기 수출이 전년보다 44% 줄었고, 제룡전기 매출은 3.6배, 주가는 5.7배다. 산일전기는 상장 시점 상 자료가 2023년부터라 첫 분기를 당시 변압기 수출 값에 맞춰 놓았고(상관 0.60, 9개 분기) 매출은 14.7배로 크게 상승한 모습이다.

조선 선박 수출이 1.5배, 삼성중공업 매출이 2.1배다. 선박은 인도할 때 수출로 잡혀 매출과 시점이 어긋나는 문제가 있으나 흐름은 같이한다. 7/31 이후 주가는 26% 내렸다.

그림 36. 기계·전력기기·조선: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)



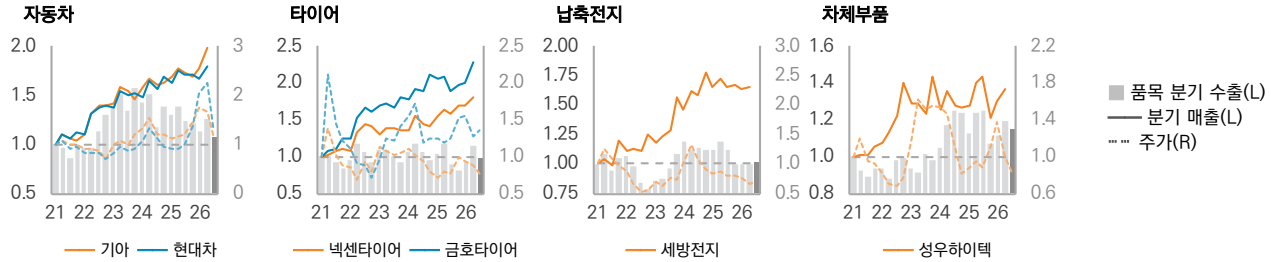
주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

자동차: 수출이 꺾였으나 내수와 해외생산 고려 필요

완성차 수출은 2분기 1.3배이고 3분기는 전년보다 12% 줄었다. 현대차·기아 매출은 1.8~2.0배다. 주가는 1.2~1.3배에 머물렀다. 수출이 꺾인 업종이지만 내수 비중과 해외생산 물량을 고려 시 디커플링이 설명된다.

자동차부품 타이어 수출은 2분기 1.1배이고 3분기는 전년보다 8% 늘었다. 넥센타이어·금호타이어 매출은 1.8~2.3배로 수출보다 더 늘었고, 7/31 이후 금호타이어 주가는 29% 내렸다. 납축전지·차체부품 수출은 1.0~1.2배로 거의 그대로였다.

그림 37. 자동차: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)



주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

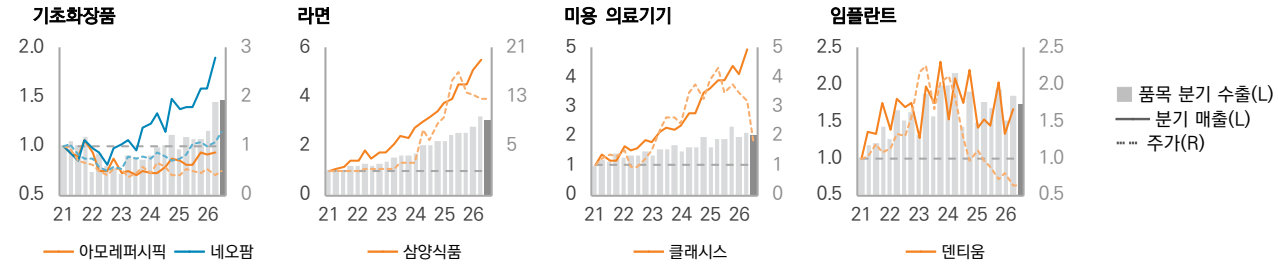
소비재·의료기기: 삼양식품은 매출과 주가가 수출을 앞질렀다

화장품 기초화장품 수출이 1.4배로 늘었지만 아모레퍼시픽 매출은 0.9배, 주가는 0.5배다 〈그림 38〉. 네오팜은 매출이 1.9배, 주가가 1.3배로 늘어 기초화장품 수출세를 따라가고 있다. 주가 상승폭은 상대적으로 저조하나 7/31 이후 주가가 16% 올랐다.

필수소비재는 라면 수출이 3.2배, 삼양식품 매출이 5.5배, 주가가 12.8배다. 면·스낵 부문의 매출 비중이 92%를 차지하는 삼양식품의 매출은 분기마다 수출보다 조금씩 더 빨리 늘어 누적으로는 크게 벌어졌다. 3분기 라면 수출도 전년보다 21% 늘었다.

의료기기 임플란트 수출은 1.9배이고 덴티움 매출(1.7배)은 수출을 거의 따라갔지만 주가는 0.6배다. 미용 의료기기 수출은 2.1배, 클래시스 매출은 4.9배로 훨씬 크게 늘었지만 7/31 이후 주가가 36% 내렸다.

그림 38. 소비재·의료기기: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)

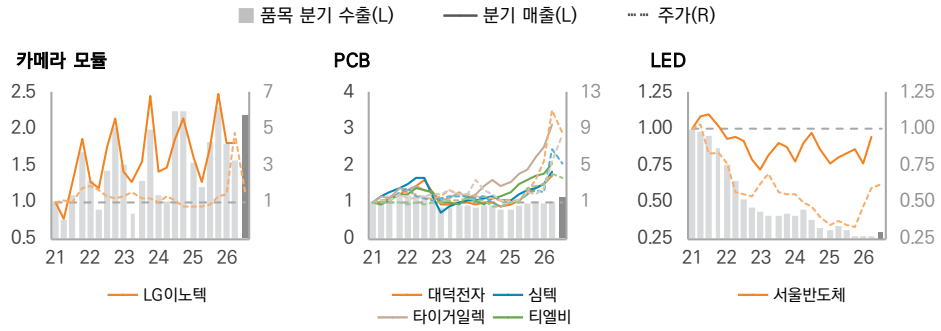


주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

IT하드웨어: PCB는 수출보다 매출과 주가가 더 크게 움직였다

카메라 모듈 수출은 3분기 전년보다 20% 늘었지만 LG이노텍 매출(1.8배)은 수출(2분기 1.6배)을 따라갔지만 7/31 이후 주가는 37% 내렸다 〈그림 39〉. LED 수출은 0.3배로 크게 줄었고 서울반도체 매출도 0.9배에 머물렀다. PCB 수출은 3분기 전년보다 16% 늘었다. 대덕전자·심텍·타이거일렉 매출은 1.7~3.1배, 주가는 5.2~8.5배이고, 7/31 이후에도 주가가 23~54% 올랐다. 단 PCB 품목에는 다른 회사의 수출도 섞인다.

그림 39. IT하드웨어: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)



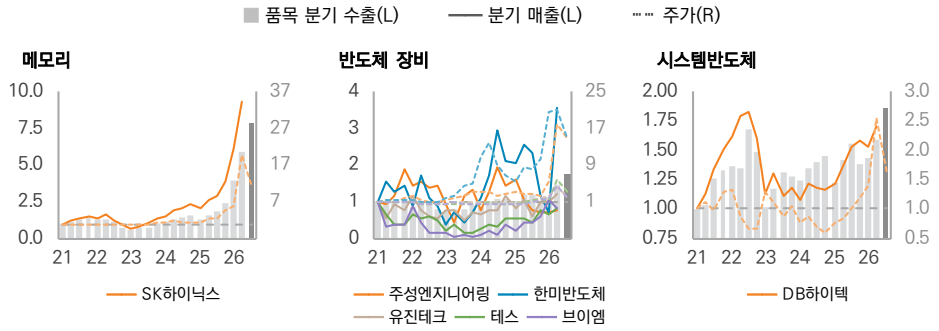
주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

반도체: 장비 주가는 메모리를 추종

메모리 수출은 2분기 5.9배, 3분기 7.8배다 〈그림 40〉. SK하이닉스 매출(9.3배)과 주가(10.7배)는 수출보다 더 크게 늘었고, 다만 7/31 이후 주가는 17% 내렸다. 시스템반도체 수출(1.6배)과 DB하이텍 매출(1.7배)은 거의 같이 움직였다.

반도체 장비는 수출이 오른 만큼 매출과 주가가 따라왔을까? 장비 수출은 2분기 1.5배, 3분기 1.7배다. 매출은 한미반도체만 3.5배로 수출보다 더 늘었고 유진테크(1.2배)와 주성엔지니어링(0.8배)은 수출만큼 늘지 못했다. 주가는 정반대다. 주성엔지니어링 14.7배, 한미반도체 15.0배로 수출과 견줄 수 없이 올랐고, 유진테크도 2.3배로 수출을 앞섰다.

그림 40. 반도체: 품목 수출, 분기 매출, 주가 (1Q21 = 1.0)



주: 주가는 오른쪽 축(1에서 왼쪽 축과 만나고 배율은 칸마다 다름)
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

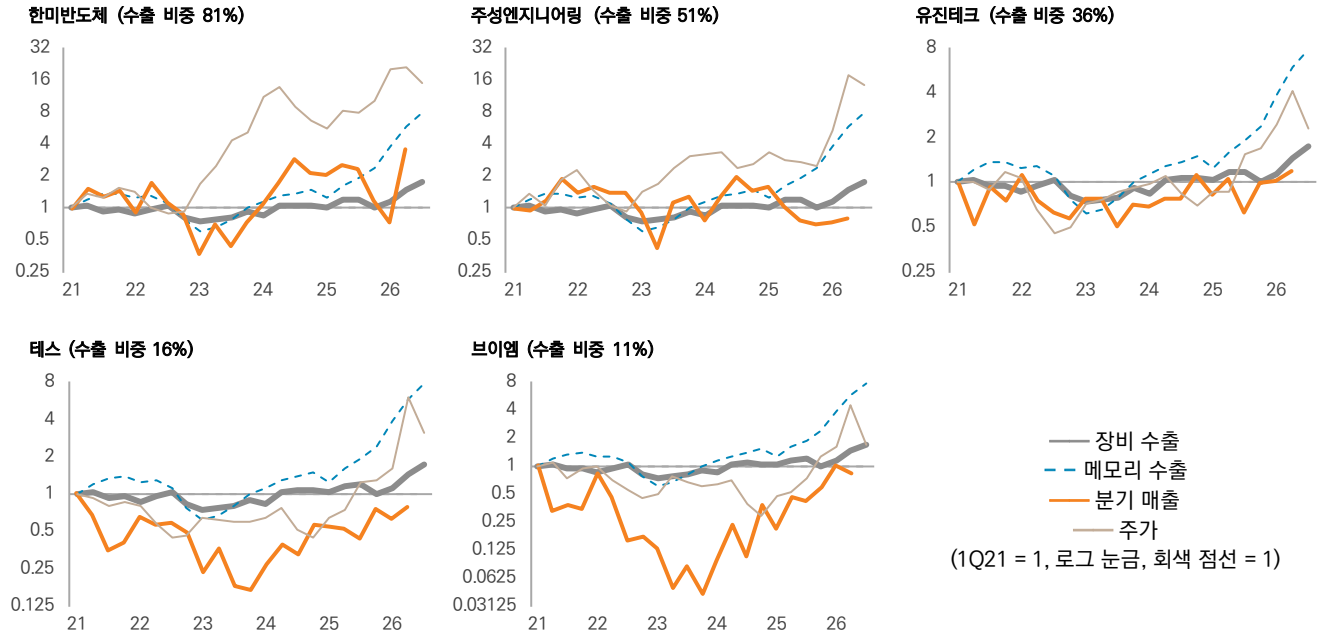
장비 회사의 고객은 메모리 업체다. 그래서 장비 업체들의 매출·주가가 반도체 장비 수출 데이터와 연동되는지 메모리 수출 데이터와 연동되는지 조사했다. 〈표 10〉으로 알 수 있는 결론은 당연히 장비 업체의 매출은 장비 수출과 함께했다. 그러나 주가는 전혀 그렇지 않았다. 장비 업체들의 주가는 메모리 수출과의 상관관계가 장비 수출과의 상관관계보다 2배에서 3배 더 높았다. 시장이 메모리 업체들의 실적을 근거로 바로 장비 업체들의 주가에 선반영하고 있음을 의미한다. 유일한 예외는 한미반도체로 장비수출과 매출의 상관관계는 높았으나 주가는 개별로 움직였다. 따라서 장비 회사의 매출은 장비 수출로, 주가는 메모리 업황으로 보는 편이 낫다.

표 10. 반도체 장비 5개사: 수출 YoY와 분기 매출 YoY·주가 YoY의 상관

종목	수출 비중 (%)	장비 수출 YoY와의 상관				메모리 수출 YoY와의 상관			
		매출 YoY 같은 분기	매출 YoY 1분기 앞	매출 YoY 2분기 앞	주가 YoY 같은 분기	매출 YoY 같은 분기	매출 YoY 1분기 앞	매출 YoY 2분기 앞	주가 YoY 같은 분기
한미반도체	81	0.62	0.47	0.10	0.20	0.22	0.43	0.40	0.17
주성엔지니어링	51	0.63	0.50	0.42	0.40	−0.02	0.14	0.17	0.74
유진테크	36	0.54	0.21	0.30	0.22	0.16	0.24	0.34	0.60
테스	16	0.50	0.41	0.25	0.20	0.19	0.44	0.67	0.68
브이엠	11	0.50	0.10	0.29	0.19	0.49	0.39	0.36	0.63

주: 진한 숫자 = 매출 상관 여섯 중 최고, 주가 상관 둘 중 높은 쪽
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 반도체 장비: 장비 수출·메모리 수출과 매출·주가 (1Q21 = 1, 로그 눈금)



주: 괄호 = 사업보고서의 매출 중 수출 비중
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

삼성전자가 반도체에서 빠진 이유

유니버스 선정에서 삼성전자가 반도체 업종 메모리 품목군에서 빠진 종목은 이유가 셋이다. 먼저 비중이다. 삼성전자는 메모리 수출과 분기 매출의 상관이 0.93으로 높다. 그러나 수출 품목(메모리반도체)에 바로 이어지는 매출은 31%다. 스마트폰(38%)과 TV·모니터, OLED 패널은 수출 품목에 바로 잇지 않았다. HD현대일렉트릭과 효성중공업과 같은 경우도 상관관계가 높으나 직접 연결이 69.5%로 지정한 기준(70%) 아래다. 또한 HD현대일렉트릭은 배전기기·회전기, 효성중공업은 건설 공사 사업 부문이 수출 품목에 직접 연결이 되지 않거나 수출 업종이 아니다.

제약·바이오 업종이 없는 이유

제약·바이오 업종을 종목단에서 확인할 수 없는 이유는 핵심 종목들이 구조적으로 분석하기 어렵기 때문이다. 셀트리온은 단순 매출과 수출의 상관계수로 보면 0.14로 관계가 없다. 그러나 이는 구조적 이유에서 비롯되는데 셀트리온은 과거 생산한 제품을 셀트리온헬스케어를 통해 해외에 판매했다. 따라서 매출의 방향은 국내로 잡힌다. 이는 2023년 말 셀트리온헬스케어가 합병되면서 사라진 문제지만 긴 시간의 데이터가 확보되지 않은 상태이다. 23년 이후 시점으로 셀트리온은 매출과 수출의 연간 YoY 상관계수는 0.7로 매우 높아졌다. 또한 바이오 품목에는 2020-2021년 수출이 급증했던 코로나 면역진단 키트가 품목으로 잡혀 상관관계에 큰 노이즈를 가져온다. 만약 셀트리온의 공장이 있는 송도의 면역진단 키트 제외 바이오 품목의 연간 상관계수를 셀트리온의 매출과 측정하면 0.9가 도출된다. 분기 상관계수는 낮은데 셀트리온이 해외에 정기적으로 공급하는 시점이 정해져 있기 때문이다.

삼성바이오로직스도 2022년부터 삼성바이오에피스가 연결로 잡히고 또 최근 분할하여 상장한 구조적 이유로 인해 역시 시그널이 종목까지 내려가서 잡히는데 문제가 있다.

3분기 실적으로 검증

3분기 실적이 나오면서 수출로 매출을 가늠할 수 있었는지 맞춰 볼 수 있게 됐다. 가로는 미리 본 품목 수출, 세로는 실제 매출이다. 둘이 함께 늘거나(1사분면) 함께 줄면(3사분면) 방향이 맞은 것이고, 하나만 늘면(2·4사분면) 어긋난 것이다 〈표 11〉. 11월 11일까지 잠정 실적을 낸 33개사 가운데 28개사(85%)가 방향이 맞았다.

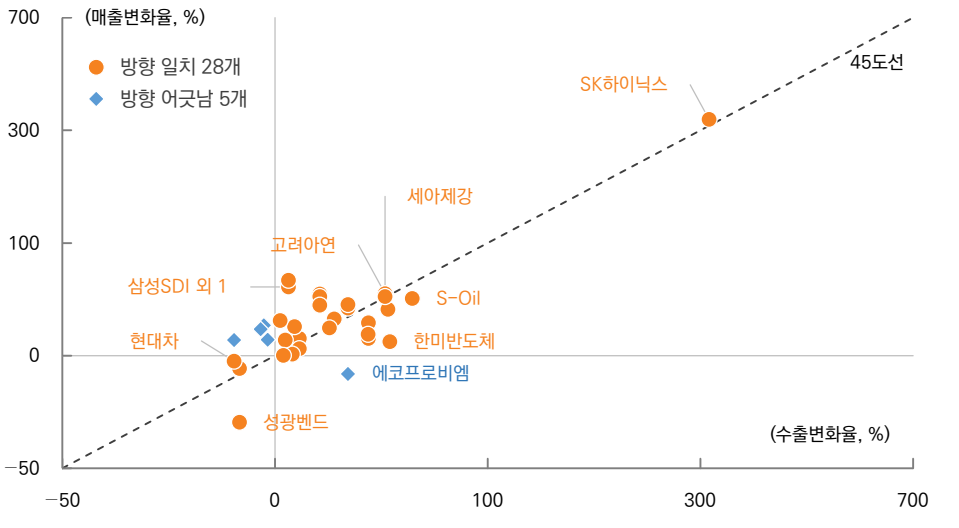
표 11. 판단 기준: 미리 본 품목 수출과 실제 매출의 방향 (3Q26)

	품목 수출 줄어듦(−)	품목 수출 늘어남(+)
실제 매출 늘어남(+)	**2사분면 · 어긋남 4개** 기아 · KG스틸 · 서울반도체 · 하이록코리아	**1사분면 · 일치 25개** SK하이닉스 · LG에너지솔루션 · 삼성SDI · 고려아연 외 21개
실제 매출 줄어듦(−)	**3사분면 · 일치 3개** 현대차 · 성광벤드 · 태광	**4사분면 · 어긋남 1개** 에코프로비엠

자료: DART, TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

SK하이닉스(수출 311.7%, 매출 327.9%)·고려아연(43.1%, 46.3%)·세아제강(43.1%, 43.8%)은 45도선 위에 있고, 이 셋과 S-Oil은 매출이 컨센서스도 넘었다 〈그림 42〉. 수출이 줄어든 성광벤드·태광·현대차는 매출도 줄었다. 방향은 맞았지만 크기가 다른 곳도 있다. 삼성SDI·LG에너지솔루션은 수출(4.5%)보다 매출이 50% 넘게 늘었고, 대덕전자·심텍·티엘비는 2분기처럼 매출이 수출보다 빨랐다. 단 방향은 맞혀도 크기는 종목마다 중앙값 13%p쯤 벗어났다.

그림 42. 3분기 실적: 미리 본 품목 수출과 같은 방향으로 움직인 매출 (%)

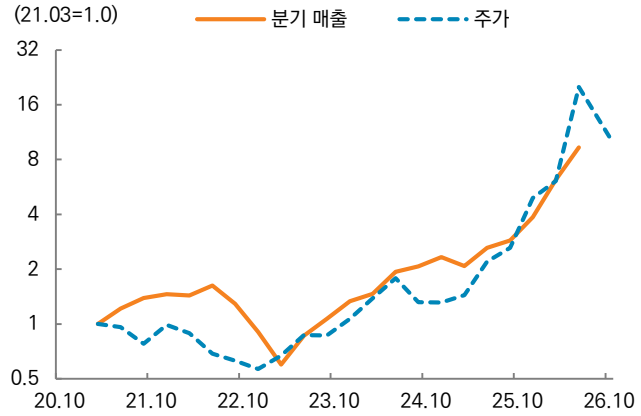


주: 두 축은 log(1 + YoY) 눈금(한 칸 = 2배), 삼성SDI 외 1 = LG에너지솔루션
자료: DART, TRASS, 미래에셋증권 리서치센터

실적과 주가의 거리

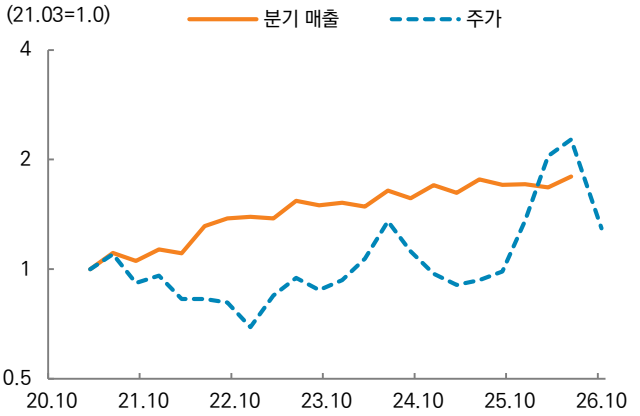
수출로 실적을 미리 볼 수 있어도 주가가 실적을 그대로 추종하지는 않는다 〈그림 43~46〉. SK하이닉스는 2021년 이후 주가가 매출과 거의 같은 길을 걸었다(매출 추종). 6월 말 주가가 20.0배로 매출(9.3배)을 크게 앞섰지만 10/30에는 10.7배로 내려와 다시 매출 수준에 가까워졌다. 현대차는 매출이 1.8배 늘었지만 주가는 2025년까지 0.7~1.4배에 머물렀다(매출 디커플링). 삼양식품은 2023년까지 매출과 함께 오르다 2024년부터 매출을 크게 앞질러 2025년 3분기 17.2배까지 올랐고, 매출이 계속 늘었는데도 지금은 12.8배로 26% 조정받았다(상승 후 조정). 에코프로비엠은 매출이 2023년 초 7.6배까지 늘었다 급감했고, 주가는 세 분기쯤 늦게 그 길을 따라 7.2배까지 오른 후 다시 2.3배로 내려왔다(하락 회귀).

그림 43. SK하이닉스: 매출 추종



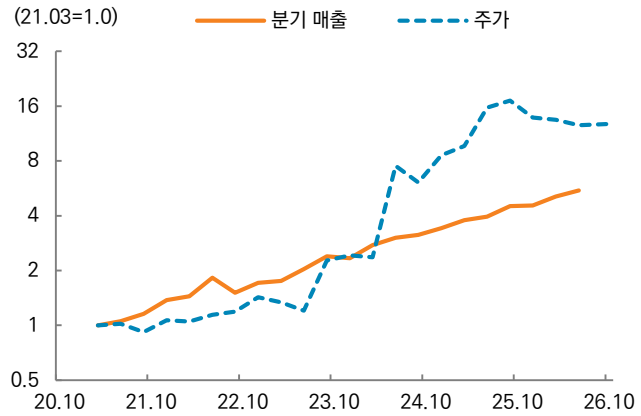
주: 로그 눈금(한 칸 = 2배)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 현대차: 매출 디커플링



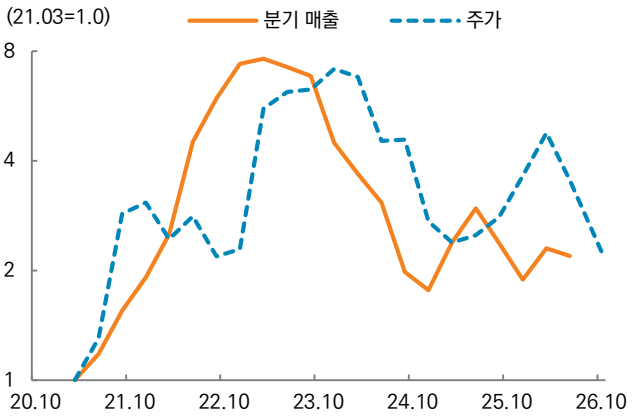
주: 로그 눈금(한 칸 = 2배)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 삼양식품: 상승 후 조정



주: 로그 눈금(한 칸 = 2배)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

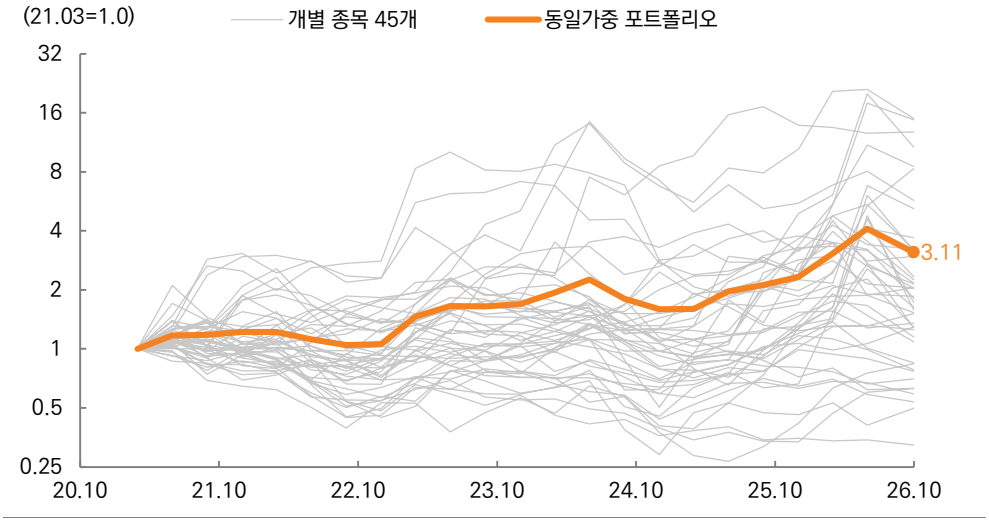
그림 46. 에코프로비엠: 하락 회귀



주: 로그 눈금(한 칸 = 2배)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

이렇듯 개별 종목의 주가는 실적 외에도 수급·밸류에이션·업황에 따라 변동한다. 〈그림 47〉의 회색 선은 수출 품목과 판매 제품이 매핑된 종목 가운데 2021년 1분기부터 주가가 있는 45개 종목이다. 10/30 기준 0.3배(KG스틸)에서 15.0배(한미반도체)까지 폭이 넓고 연도별 주가 상승률 상위 종목도 매년 바뀌었다 〈표 12〉. 주도 품목군은 2021년 양극재, 2022년 변압기·피팅, 2023년 반도체 장비, 2024년 라면, 2025년 PCB였다.

그림 47. 개별 종목보다 변동이 작은 동일가중 포트폴리오



주: 로그 눈금(한 칸 = 2배)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 12. 연도별 주가 상승률 상위 종목과 주도 품목군

연도	주가 상승률 상위 3	품목군
2021 (3월 말~)	에코프로비엠 207% · 엘앤에프 195% · 코스모신소재 149%	양극재
2022	제룡전기 116% · 성광벤드 66% · 태광 48%	변압기 · 피팅
2023	한미반도체 437% · 주성엔지니어링 223% · 에코프로비엠 213%	반도체 장비 · 양극재
2024	삼양식품 254% · 제룡전기 129% · 고려아연 102%	라면 · 변압기 · 은·아연·연
2025	티엘비 358% · 심텍 347% · 브이엠 340%	PCB · 반도체 장비
2026 (10/30까지)	주성엔지니어링 496% · 타이거일렉 319% · 대덕전자 154%	반도체 장비 · PCB

주: 2021년은 3월 말부터, 2026년은 10/30까지
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

일련의 분석을 통해 알 수 있는 것은 수출로 개별 종목의 실적을 미리 볼 수 있어도 주가는 실적과 다른 길을 갈 수 있으며, 모든 종목을 아는 것에는 한계가 있다. 그래서 세 가지를 고려하는 것이 좋다: ① 한 종목에 집중하지 않고 수출 모멘텀이 좋은 품목군의 종목을 포트폴리오로 담아 개별 종목의 주가 향방에 의존하지 않는다. 〈그림 47〉의 주황색 선은 45개 종목의 동일가중 포트폴리오이다. 우상향 하는 것을 볼 수 있다. ② 주도 품목군이 주기적으로 바뀌므로 수출 신호가 바뀔 때마다 품목군을 로테이션한다. ③ 수출 신호로 정해진 날 정해진 규칙에 따라 포트폴리오를 편성해 재량 판단을 제거한다. **이 세 가지를 규칙으로 묶은 퀀트전략이 「수출 모멘텀 스타일」이며, 다음 장에서 편성 규칙과 성과를 서술한다.**

수출 시그널을 활용한 퀀트전략

수출 모멘텀 스타일

수출 모멘텀 스타일은 수출 모멘텀 상승 시그널을 보이는 품목군에 해당하는 종목들을 정해진 규칙만으로 매수·매도하는 포트폴리오를 만드는 퀀트전략이다. 수출 신호를 바구니로 담고, 신호가 바뀌면 품목군을 교체하며, 정해진 날 정해진 규칙으로만 편성한다. 먼저 규칙과 만드는 과정을 설명하고, 매수(롱) 전략의 성과를 본 뒤, 그 성과의 신뢰성을 점검한다. 매수·매도(롱숏) 전략의 성과는 Appendix C에 따로 제시한다.

스타일을 만드는 규칙

수출 모멘텀 스타일은 정해진 규칙으로 수출 모멘텀이 좋은 종목을 선정하고 포트폴리오로 담는다. 유니버스는 사업보고서로 수출 품목군을 연결한 167개 기업(〈그림 12〉) 가운데 코스피 종목 116개다. 앞의 두 파트와 달리 코스닥 종목은 담지 않는다.

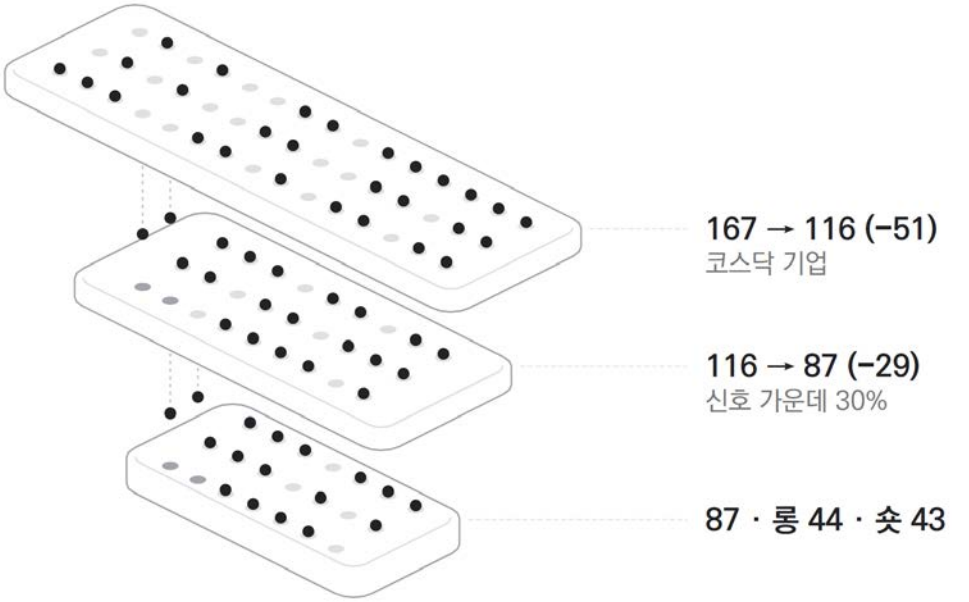
규칙은 단순하다. 매달 중순, 품목군 35개의 3개월 누적 수출 YoY를 구한다. 그리고 해당 품목군에 연결된 종목들을 추린다. 품목군 여러 개에 연결된 종목은 여러 시그널을 평균한다. 이 가운데 상위 35%를 사고(롱), 하위 35%를 판다(숏). 중위 30%는 담지 않는다. 10/16 편성에서는 44개 종목이 롱, 43개 종목이 숏이었다. 종목 비중은 시가총액을 따르되 한 종목이 20%를 넘지 않게 하고, 한 번 편성하면 반드시 3개월을 보유한다. 보유 기간 중 비중 변화는 허용한다 〈표 13〉. 〈그림 48〉은 10월 편성의 예다.

표 13. 수출 모멘텀 스타일 정의

항목	내용
신호	품목군별 3개월 누적 수출 YoY(%). 품목군 = 수출 품목 195개를 35개로 묶은 단위.
유니버스	수출 품목군이 연결된 167개 기업 중 코스피 종목(116개)
편성	매달 16일, 10/16이 가장 최근
롱·숏	종목 신호 상위 35% = 롱, 하위 35% = 숏, 가운데 30%는 담지 않음.
가중	시가총액, 종목당 상한 20%
보유	편성마다 3개월 보유, 겹친 세 묶음을 1/3씩
수익률	배당 제외(본문), 배당 재투자는 참고
비용	성과에 거래비용 미차감. 편도 20bp 가정 시 롱숏 연 약 1.0%p

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 편성 하나의 예: 품목군이 연결된 기업에서 롱·숏까지 (2026.10.16 편성)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

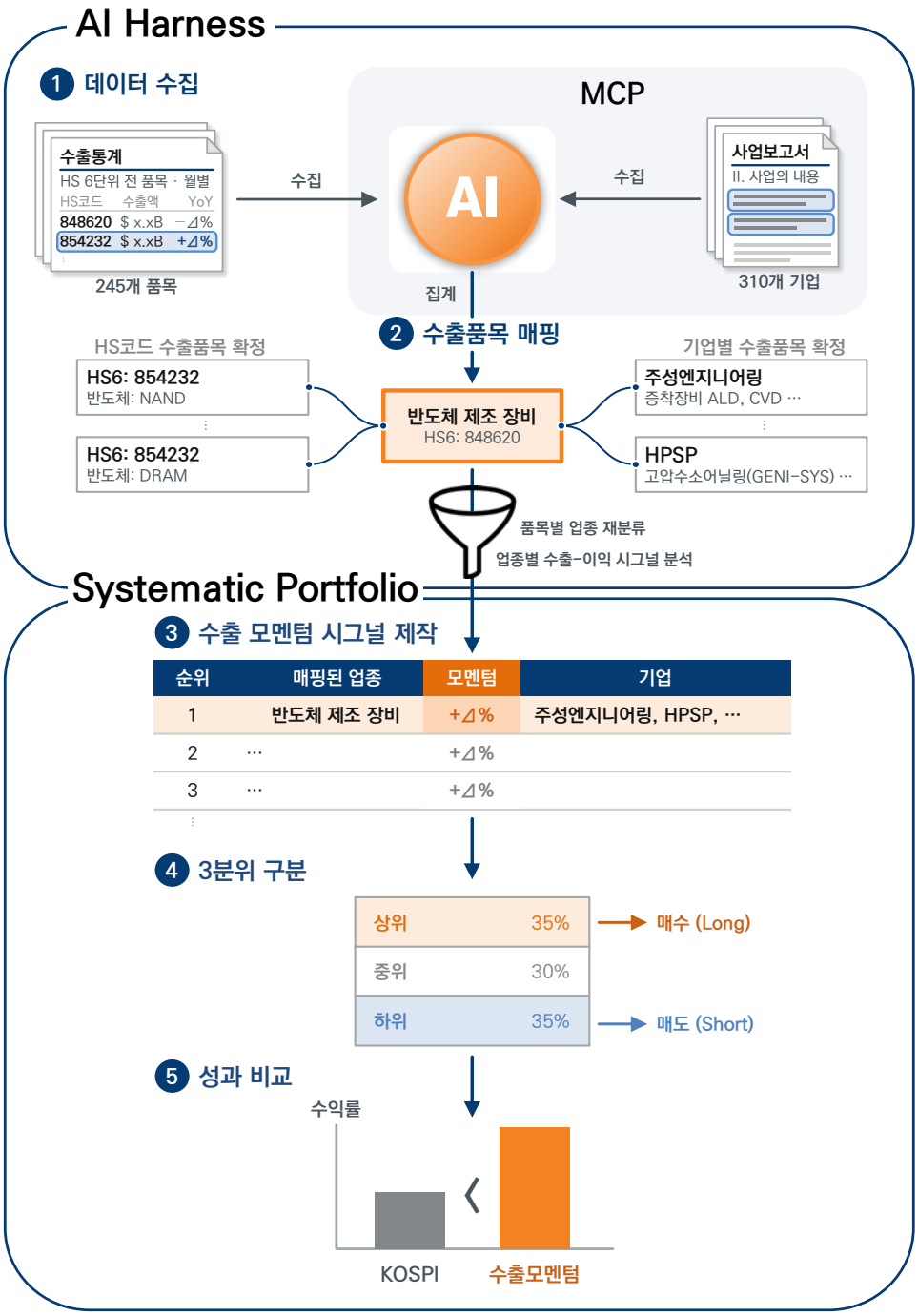
AI를 활용한 퀀트전략

〈그림 49〉는 수출 모멘텀 스타일이 만들어지는 과정을 다섯 단계로 그린 것이다. 〈그림 13〉의 AI 하네스를 포트폴리오 구성까지 이은 그림으로, 위 칸(AI Harness)은 AI가 맡는 일이고 아래 칸(Systematic Portfolio)은 사람이 정한 규칙대로 돌아가는 일이다.

① 데이터 수집: AI가 MCP로 사업보고서의 제품명을 수집한 뒤 관세청 HS 6단위 수출 통계(245개 품목)와 연결한다. ② 수출 품목 매핑: 사업보고서의 제품을 수출 품목에 잇는다. 예를 들어 주성엔지니어링의 증착 장비(ALD · CVD)와 HPSP의 고압 수소 어닐링 장비는 모두 HS 848620(반도체 제조 장비)에 이어진다. 이은 품목은 품목군 35개로 묶는다. ③ 신호 만들기: 품목군마다 3개월 누적 수출 YoY를 구하고, 종목에는 연결된 품목군 값의 평균을 신호로 준다. ④ 3분위 구분: 신호 순으로 줄 세운 종목을 상위 35% · 가운데 30% · 하위 35%로 나눠 상위는 사고 하위는 판다. 매수만 하는 전략일 경우 상위 35%만 매수한다. ⑤ 성과 비교: 이렇게 만든 포트폴리오의 수익률을 시장(코스피)과 견준다.

사람이 하기 힘든 수집 · 매핑 · 가공 · 집계 · 분류 · 테스트처럼 손이 많이 가는 과정은 AI가 맡는다. 어떤 신호로 언제 어떻게 편성할지라는 전략의 핵심은 사람이 정한다.

그림 49. 수출 모멘텀 스타일 생성 단계: AI 하네스에서 포트폴리오까지



자료: 미래에셋증권 리서치센터

High Risk, High Return, High Hit Ratio

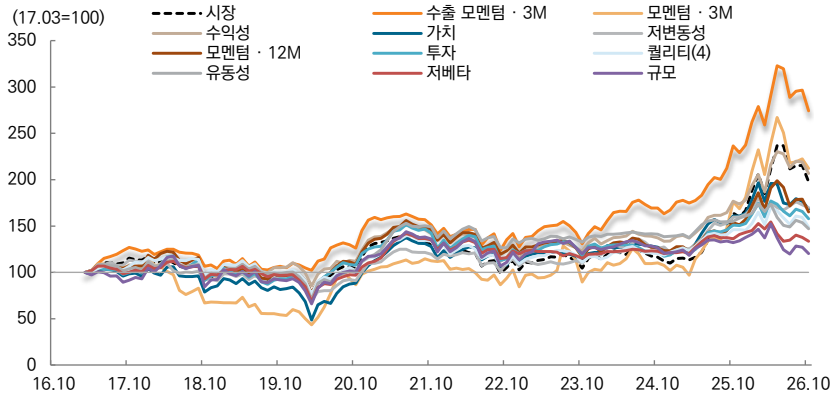
성과 개요

성과 지표
연복리(CAGR) = 복리를 고려한 연평균 상승률
샤프비율 = 수익률 ÷ 변동성.
베타 = 시장이 1% 움직일 때 스타일은 몇 % 움직였나.

성과는 수익률 하나로 보지 않는다. 많이 벌어도 그만큼 크게 출렁였다면 좋은 전략이라 하기 어렵다. 그래서 수익률과 함께 샤프비율(변동성 대비 수익률)을 측정한다. 값이 클수록 변동성 대비 수익률이 높은 것이다.

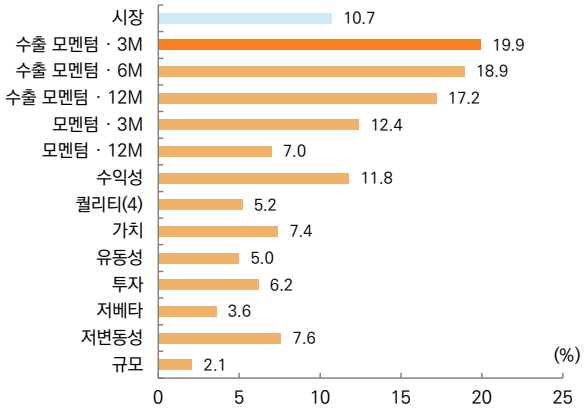
10월 말일 기준, 수출 모멘텀 스타일은 롱 기준 연복리 19.9%를 기록해 시장(10.7%)의 두 배 가까이였다. 샤프비율 또한 0.65(시장 0.43)로 13개 스타일 중 가장 높았다. 또한 같은 신호로 편성하고 보유 기간만 3·6·12개월로 달리해도 모두 성과가 좋아서 체리피킹(좋은 데이터만 취사선택) 이슈에서 자유로웠다. (백테스팅은 실제 운용 환경과 다를 수 있음)

그림 50. 스타일별 로그 누적수익률 (롱)



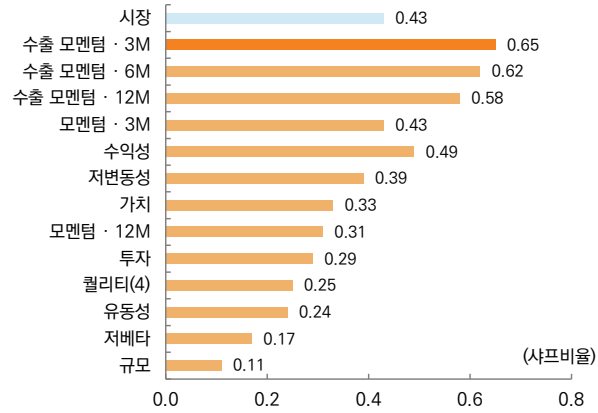
주: 로그수익률은 비교를 쉽게 하기 위한 목적으로 실제 수익률의 등락을 크게 축소합니다.
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 스타일별 연복리 수익률 (롱, %)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 스타일별 샤프비율 (롱)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

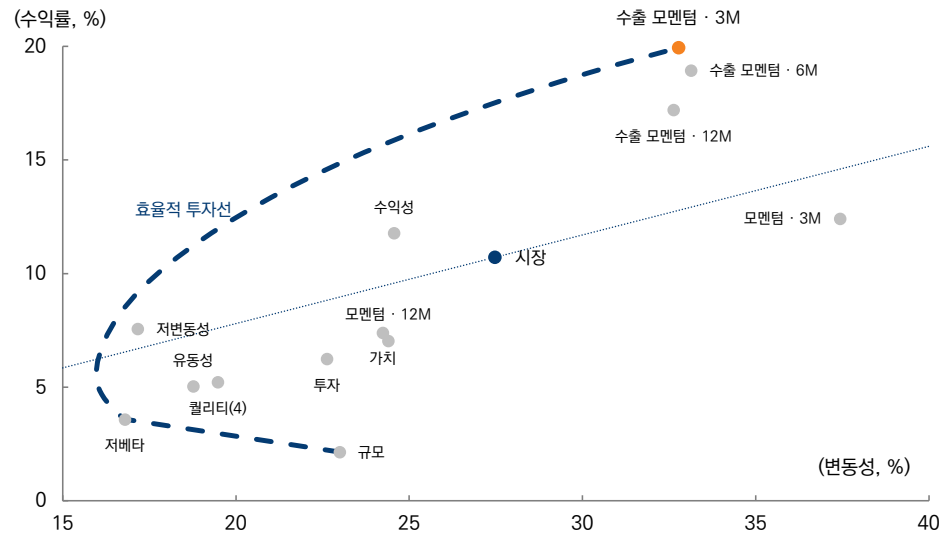
스타일 간 비교

수출 모멘텀 스타일은 수출이 가장 빠르게 늘어나는 품목군을 노린다. 따라서 해당 품목군에 대해서 변동성을 최대로 가져가는 대신 높은 수익을 노린다. 실제로 시장의 베타 1 대비 1.14의 베타는 시장이 1% 움직일 때 수출 모멘텀 스타일은 1.14% 움직였음을 보여준다. 반면 CAGR는 시장 10.7% 대비 19.9%로 약 2배 가까이 높다.

시장 초과 Hit Ratio (HR)
시장보다 수익률이 높았던 달의 비율. 50%를 넘으면 시장을 이긴 달이 더 많았다는 뜻.

높은 수익률의 원천은 수출 데이터를 사용해 높은 변동성 속에서 적중률을 높이는 것이다. 실제로 Hit Ratio를 보면 시장보다 나은 달의 비중이 57.4%로 그렇지 않은 달보다 많다. 다른 스타일과 대비해서도 높은 변동성으로 높은 수익률을 효과적으로 누리고 있음이 드러난다. 〈그림 53〉에서 효율적 투자선에 가까이 위치할수록 해당 구간에서 변동성 대비 수익률이 높은 효율적 스타일이라는 것을 의미한다. 수출 모멘텀 스타일의 3개월 보유 버전은 효율적 투자선에서 높은 변동성과 높은 수익률 부근에 위치함을 볼 수 있다.

그림 53. 스타일별 연복리 수익률과 변동성 (롱)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 스타일별 지표 비교 (2017.04-2026.10) (%)

순위	이름	패밀리	연복리	변동성	샤프	최대낙폭	시장 베타	정보비율	시장 이긴 달
	시장	**마켓**	**10.7**	**27.5**	**0.43**	**-34.5**	**1.00**	—	—
1	수출 모멘텀 · 3M	수출	19.9	32.8	0.65	-38.5	1.14	0.92	57.4
2	수출 모멘텀 · 6M	수출	18.9	33.1	0.62	-38.1	1.16	0.84	57.4
3	수출 모멘텀 · 12M	수출	17.2	32.6	0.58	-37.4	1.14	0.72	59.1
4	모멘텀 · 3M	마켓	12.4	37.4	0.43	-51.8	1.16	0.22	50.4
5	수익성	재무	11.8	24.6	0.49	-34.1	0.84	0.02	53.0
6	저변동성	마켓	7.6	17.2	0.39	-35.2	0.43	-0.25	50.4
7	가치	재무	7.4	24.2	0.33	-43.7	0.67	-0.21	47.8
8	모멘텀 · 12M	마켓	7.0	24.4	0.31	-35.9	0.80	-0.34	49.6
9	투자	재무	6.2	22.6	0.29	-36.2	0.62	-0.28	44.3
10	퀄리티(4)	합성	5.2	19.5	0.25	-32.9	0.54	-0.39	53.0
11	유동성	마켓	5.0	18.8	0.24	-35.2	0.37	-0.31	52.2
12	저베타	마켓	3.6	16.8	0.17	-35.3	0.31	-0.37	52.2
13	규모	재무	2.1	23.0	0.11	-40.4	0.48	-0.38	50.4

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

시장과 비교

수출 모멘텀 스타일은 시장보다 확연히 크게 움직인다. 앞서 설명했듯 베타는 1.14이고 변동성은 32.8%로 시장(27.5%)보다 높다. 대신 오를 때 더 오른다. 시장이 오른 달에는 평균 7.0% 올라 시장(5.7%)의 1.22배였고, 내린 달에는 -4.9%로 시장(-5.0%)과 비슷했다. 변동성도 오른 달에 더 커서(1.27배, 내린 달 1.25배) 상승할 때 더 출렁이는 양상이다.

해마다 보면 지난 10년 중 8번 시장을 앞섰다. 12개월 롤링 단위로 보아도 78% 구간에서 시장보다 나은 성과를 보였다. 2025년 6월 랠리 전까지만 보아도 수익률이 가장 좋았다 (〈그림 59·60〉 참고).

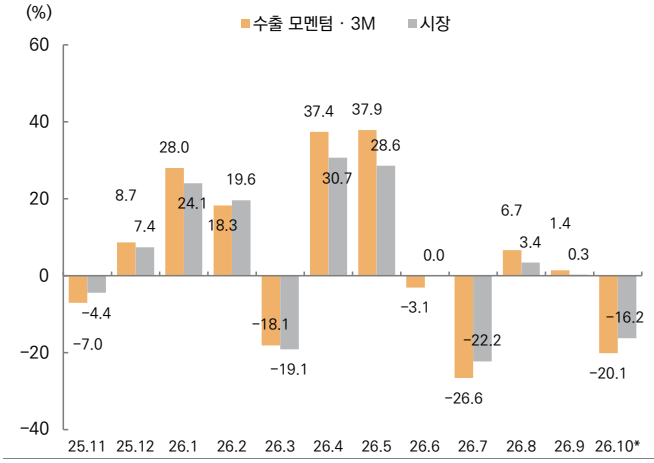
큰 낙폭을 겪는 시기는 시장과 비슷해 하락을 완화하는 전략은 아니며, 대개 시장보다 낙폭이 조금 얕았으나 26년 10월에는 시장보다 더 큰 낙폭을 보였다 〈그림 57〉. 이전 시기에 시장을 하회한 구간은 대부분 2019년과 2021년이었다.

표 15. 수출 모멘텀 스타일과 시장 비교 (롱, 17.04 – 26.10) (%, 배)

항목	수출 모멘텀 · 3M (A)	시장 (B)	비고
연복리 수익률	19.9	10.7	13개 스타일 중 1위
표준편차-변동성	32.8	27.5	13개 스타일 중 3위 (높은 순)
샤프비율	0.65	0.43	13개 중 1위
시장 베타	1.14	1.00	시장보다 +14% 변동
최대낙폭	-38.5	-34.5	A 2026-10 · B 2022-09
최고의 달	+37.9	+30.7	A 2026-05 · B 2026-04
최악의 달	-26.6	-22.2	A 2026-07 · B 2026-07
상승 포착 비율	1.22	1.00	시장이 오른 달 평균 대비
하락 포착 비율	0.96	1.00	시장이 내린 달 평균 대비
오른 달 평균 월 수익률	7.0	5.7	샘플 기간 B가 오른 달 66개월
내린 달 평균 월 수익률	-4.9	-5.0	샘플 기간 B가 내린 달 49개월
오른 달 변동성	28.3	22.3	1.27배
내린 달 변동성	21.9	17.4	1.25배

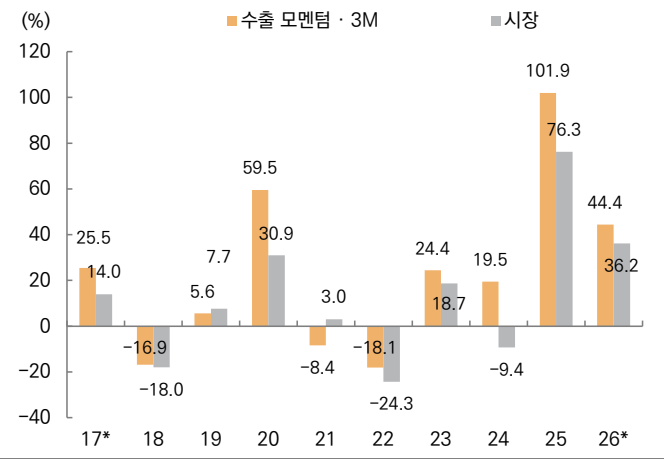
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 지난 12개월 수익률



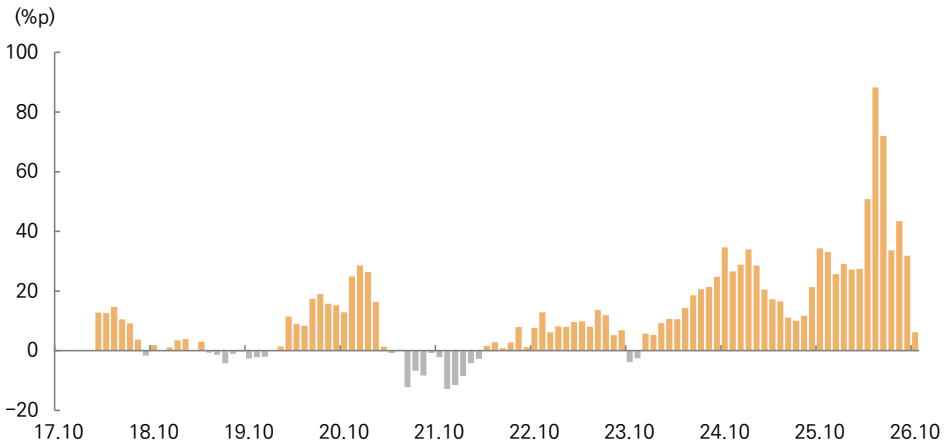
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 연도별 수익률



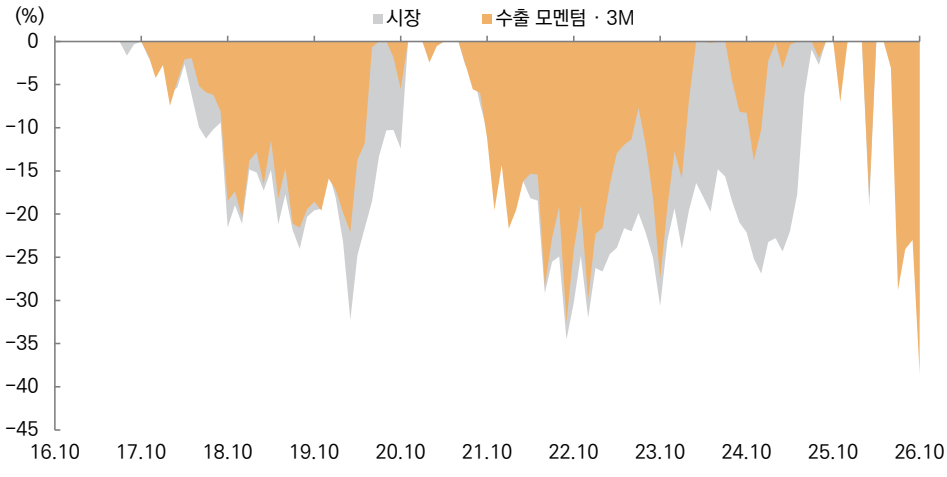
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 12개월 롤링 수익률 차이: 수출 모멘텀 스타일 수익률 – 시장 수익률 (롱, %p)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 고점 대비 낙폭: 수출 모멘텀 스타일 대 시장 (롱, %)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 수출 모멘텀 스타일 월별 비중 상위 10종목 (최근 12개월, 월초 비중)

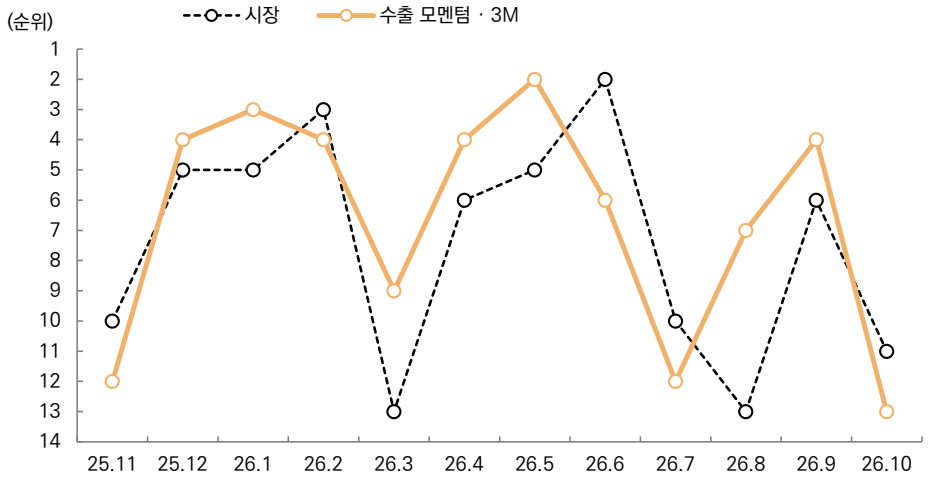
순위	26.10*	26.9	26.8	26.7	26.6	26.5	26.4	26.3	26.2	26.1	25.12	25.11
1	삼성전자 20.3%	삼성전자 20.0%	삼성전자 21.7%	SK하이닉스 26.2%	SK하이닉스 25.1%	SK하이닉스 21.5%	삼성전자 20.1%	삼성전자 23.1%	SK하이닉스 23.6%	SK하이닉스 23.0%	SK하이닉스 22.2%	SK하이닉스 25.1%
2	SK하이닉스 19.8%	SK하이닉스 19.0%	SK하이닉스 20.6%	삼성전자 20.4%	삼성전자 19.1%	삼성전자 18.6%	SK하이닉스 19.5%	SK하이닉스 22.7%	삼성전자 22.5%	삼성전자 22.2%	삼성전자 20.7%	삼성전자 20.5%
3	삼성전기 14.6%	삼성전기 14.9%	삼성전기 13.0%	삼성전기 17.5%	삼성전기 16.7%	삼성전기 9.2%	삼성바이오로직스 13.6%	삼성바이오로직스 10.5%	삼성바이오로직스 6.8%	한화에어로스페이스 6.6%	HD현대중공업 7.2%	HD현대중공업 6.6%
4	한화에어로스페이스 4.2%	HD현대중공업 4.6%	HD현대중공업 7.7%	HD현대중공업 6.7%	HD현대중공업 4.9%	삼성바이오로직스 7.0%	셀트리온 8.9%	셀트리온 7.0%	셀트리온 5.9%	HD현대중공업 6.5%	한화에어로스페이스 6.7%	한화에어로스페이스 6.3%
5	SK이노베이션 3.3%	고려아연 3.7%	HD한국조선해양 4.2%	한화오션 3.3%	LG이노텍 3.6%	한미반도체 5.2%	삼성전기 5.9%	고려아연 5.3%	고려아연 4.6%	한화오션 4.8%	한화오션 5.0%	한화오션 5.2%
6	한미반도체 3.2%	SK이노베이션 2.9%	한화오션 4.0%	HD한국조선해양 2.7%	고려아연 3.0%	고려아연 4.9%	고려아연 5.8%	삼성전기 4.3%	한화에어로스페이스 4.6%	HD한국조선해양 3.9%	HD한국조선해양 4.4%	HD한국조선해양 4.2%
7	고려아연 2.9%	한미반도체 2.9%	고려아연 3.2%	한미반도체 2.6%	한미반도체 2.8%	셀트리온 4.7%	한미반도체 4.7%	한미반도체 3.9%	HD현대중공업 3.8%	셀트리온 3.7%	고려아연 4.0%	HD현대일렉트릭 3.9%
8	삼성바이오로직스 2.5%	삼성바이오로직스 2.8%	한미반도체 3.1%	LG이노텍 2.5%	한화오션 2.5%	HD현대중공업 3.3%	HD현대일렉트릭 1.7%	HD현대일렉트릭 1.7%	한화오션 2.9%	고려아연 3.5%	삼성중공업 3.3%	삼성중공업 3.2%
9	S-Oil 2.4%	한화오션 2.6%	삼성중공업 2.9%	고려아연 2.4%	삼성바이오로직스 2.4%	LG이노텍 2.0%	이수페타시스 1.4%	HD현대중공업 1.7%	한미반도체 2.5%	삼성바이오로직스 3.1%	HD현대일렉트릭 2.8%	삼성바이오로직스 2.8%
10	HD현대중공업 2.2%	HD한국조선해양 2.4%	SK이노베이션 2.9%	삼성중공업 2.2%	HD한국조선해양 2.0%	한화오션 1.8%	LG이노텍 1.4%	한화에어로스페이스 1.6%	HD한국조선해양 2.0%	삼성중공업 2.9%	셀트리온 2.3%	효성중공업 2.5%

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 수출 모멘텀 스타일은 시가총액 가중 종목별 20% 비중 상한을 적용하며, 16일 리밸런싱하며, 보유기간 중 상한 비중을 이탈하는 것을 허용

YTD 포트폴리오 구성과 종목별 성과 기여도

YTD(1/1~10/30) 기준 수출 모멘텀 스타일은 44.4% 올라 시장(36.2%)을 앞섰다. 지난 12개월 중 7번 시장을 앞섰다. 성과에 가장 크게 기여(비중×수익률)한 종목은 SK하이닉스·삼성전자·삼성전기 순으로, 세 종목이 전체 기여의 약 95%를 차지해 집중도가 높다(SK하이닉스 42%, 삼성전자 29%, 삼성전기 23%). 세 종목의 평균 비중은 합쳐 52.8%로, 비중보다 크게 수익에 기여했다. 기여도는 달마다 더한 값이라 전체 합(61.8%p)이 복리로 이은 수익률(44.4%)과 달라 비율로 보았다.

그림 58. 최근 12개월 월간 수익률 순위 (시장 포함 14개 스타일 중)



자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 수출 모멘텀 스타일 2026년 기여도 상위·하위 15종목 (%)

순위	기여도 상위 15				기여도 하위 15				평균 비중 상위 15			
	종목	기여 (%p)	평균 비중	수익률	종목	기여 (%p)	평균 비중	수익률	종목	평균 비중	기여 (%p)	수익률
1	SK하이닉스	▲26.26	22.1	▲112.8	삼성바이오로직스	▼2.48	4.9	▼33.7	SK하이닉스	22.1	▲26.26	▲112.8
2	삼성전자	▲18.18	20.8	▲86.5	HD현대	▼0.74	1.3	▼29.8	삼성전자	20.8	▲18.18	▲86.5
3	삼성전기	▲14.51	9.9	▲399.1	HD한국조선해양	▼0.61	2.1	▼29.2	삼성전기	9.9	▲14.51	▲399.1
4	한미반도체	▲1.74	3.3	▲52.2	고려아연	▼0.54	3.9	▼30.8	삼성바이오로직스	4.9	▼2.48	▼33.7
5	LG이노텍	▲1.57	1.7	▲0.8	HD현대중공업	▼0.45	4.1	▼9.0	HD현대중공업	4.1	▼0.45	▼9.0
6	대덕전자	▲0.76	0.6	▲249.9	한화오션	▼0.43	2.4	▼41.2	고려아연	3.9	▼0.54	▼30.8
7	한화에어로스페이스	▲0.75	1.9	▲10.5	삼성중공업	▼0.22	1.6	▼23.7	셀트리온	3.5	▼0.03	▲1.8
8	DB하이텍	▲0.55	0.7	▲36.7	LIG D&A	▼0.19	0.4	▲4.7	한미반도체	3.3	▲1.74	▲52.2
9	SK이노베이션	▲0.50	1.5	▲20.7	두산로보틱스	▼0.17	0.2	▼53.5	한화오션	2.4	▼0.43	▼41.2
10	한국항공우주	▲0.48	0.5	▲20.5	풍산	▼0.14	0.3	▼46.7	HD한국조선해양	2.1	▼0.61	▼29.2
11	LS ELECTRIC	▲0.43	0.5	▲40.8	대한조선	▼0.13	0.1	▼60.4	한화에어로스페이스	1.9	▲0.75	▲10.5
12	대한전선	▲0.39	0.8	▼12.8	아모레퍼시픽	▼0.12	0.8	▲1.7	LG이노텍	1.7	▲1.57	▲0.8
13	HD건설기계	▲0.33	0.3	▲55.8	HD현대마린엔진	▼0.12	0.2	▼56.9	삼성중공업	1.6	▼0.22	▼23.7
14	S-Oil	▲0.31	1.1	▲42.8	달바글로벌	▼0.10	0.2	▼8.1	SK이노베이션	1.5	▲0.50	▲20.7
15	효성중공업	▲0.21	0.6	▼1.1	대웅제약	▼0.10	0.2	▼39.5	HD현대	1.3	▼0.74	▼29.8

주: 기여도 = 종목의 월초 비중 × 그달 수익률을 1~10월 더한 값(%p)
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

통계적 신뢰도

지금까지 본 성과가 보유 기간이나 가중 방식을 바꿔도 결과가 유지되는지 확인하고, 이러한 성과가 특정 기간에 치우쳐진 성과이거나 우연히 발생했는지 여부를 알아본다.

보유 기간

같은 신호로 편성하고 보유 기간만 3·6·12개월로 바꿔도 순서만 바뀔 뿐 결론은 같다. 보유 기간이 짧을수록 수익률과 샤프비율이 높기 때문에 앞서 이야기한 유망한 수출 품목에 대한 로테이션 전략이 유효함을 의미하고 성과로는 셋 모두 13개 스타일 중 1~3위다.

표 18. 보유 기간별 성과 (2017.4~2026.10, 10월은 10/30까지)

보유 기간	롱 연복리(%)	롱 샤프	롱 최대낙폭(%)
3개월	19.9	0.65	−38.5
6개월	18.9	0.62	−38.1
12개월	17.2	0.58	−37.4

자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

가중 방식

종목 가중을 바꿔도 롱 연복리는 18.7~22.7% 범위다. 본문의 20% 상한은 시가총액 가중보다 롱 연복리가 0.4%p 낮지만 롱 샤프비율(변동성 대비 수익률)이 더 높다.

표 19. 가중 방식별 성과 (2017.4~2026.10)

가중	롱 연복리(%)	롱 샤프
시가총액	20.1	0.61
25% 상한	20.4	0.64
20% 상한 (본문 채택 가중치)	**19.6**	**0.64**
10% 상한	18.7	0.64
동일	22.7	0.77

자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

상한을 25%에서 20%로 낮추면 수익·위험이 조금씩 줄고 위험 대비 수익은 그대로다. 2024년까지만 보면 오히려 20% 상한의 연복리가 높다(9.1% 대 8.5%). 25% 상한이 앞선 몫은 25~26년 반도체 강세에서 나왔다. 12개월 단위 시장 대비 초과 수익의 흔들림은 20% 상한이 작다(표준편차 15.7%p 대 22.9%p).

표 20. 종목 상한 25% 대 20% (롱, 2017.4~2026.9)

항목	25% 상한	20% 상한 (본문 채택)
롱 연복리(%)	23.8	22.9
표준편차(%)	33.5	32.1
샤프비율	0.73	0.73
시장 베타	1.18	1.13
최대낙폭(%)	−32.1	−32.5
최고의 달(%)	+42.1	+37.9
시장보다 나은 달(%)	56	57
정보비율	0.99	0.96
상위 3종목 비중(평균, %)	49	46

자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

우연한 성과인가?

통계적 유의성은 시장보다 나은 성과가 우연히 나왔을 가능성을 따지는 일이다. 월 수익률이 들쭉날쭉할수록, 기간이 짧을수록 우연일 가능성이 커진다. 유의성을 측정할 때 t값과 p값이 많이 사용된다. 두 값은 시장 초과성과가 우연이라 보기 어려울 만큼 그 폭이 큰지를 스타일의 변동성에 비추어 계산하는 값으로 t 값이 2를 넘으면(p 값이 0.05보다 작으면) 95% 이상의 신뢰도가 있다고 볼 수 있다.

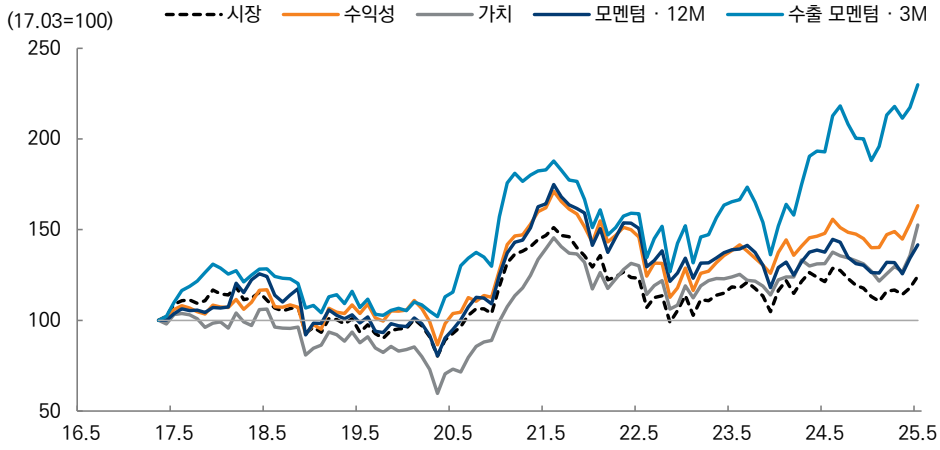
결론은 수출 모멘텀 스타일은 시장보다 나았고, 그 차이는 통계적으로 유의하다. 롱은 시장보다 연 9.6%p 높았고(t 3.11, p 0.002), 시장보다 크게 움직인 몫(베타 1.14)을 빼도 연 7.9%가 남는다(t 2.82). 샤프비율도 시장보다 0.22 높았다(p 0.023) 〈표 21〉. 2025년 6월부터 이어진 반도체 랠리를 빼고 2025년 5월까지만 보아도 결론은 같다. 이 기간 시장은 연 2.7%에 그쳤지만 수출 모멘텀 롱은 연 10.7%였고, 2017.03 = 100에서 230으로 시장(124)의 두 배 가까이 올랐다. 시장 대비 초과 수익(연 8.3%p, t 2.63)과 알파(연 8.1%, t 2.56) 모두 유의하다. 〈그림 59〉는 실제 누적, 〈그림 60〉은 로그 누적이다.

표 21. 통계적 유의성: 롱 (배당 제외)

검정	연율	t값	p값
롱: 시장 대비 초과 수익	9.6%	3.11	0.002
롱: 시장 베타 조정 알파(베타 1.14)	7.9%	2.82	0.005
롱: 샤프비율 차이(대 시장, 0.65 − 0.43)	0.22	2.28	0.023
2017.4~2025.5 롱: 시장 대비 초과 수익	8.3%	2.63	0.009
2017.4~2025.5 롱: 알파(베타 1.08)	8.1%	2.56	0.010

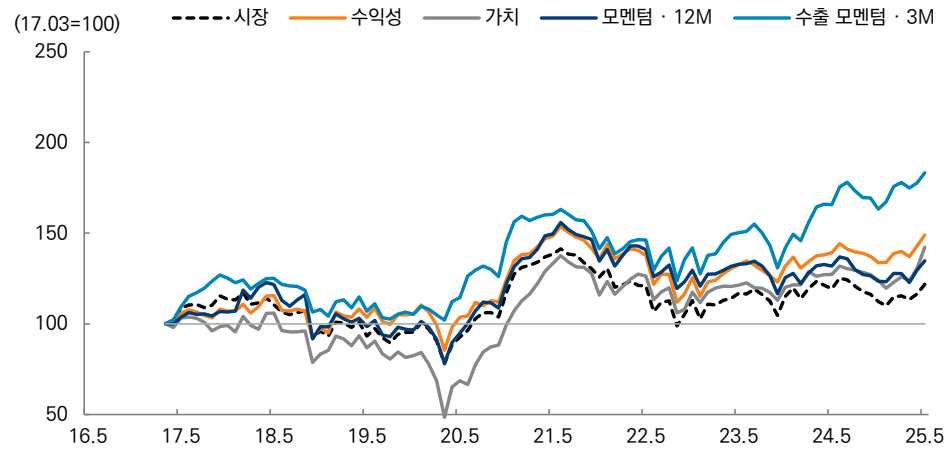
주: t값은 Newey-West 12개월. 샤프비율 차이는 Jobson-Korkie(Memmel 보정), 블록 부트스트랩 95% 구간 0.04~0.50
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 2025년 6월 랠리 전까지의 롱 누적수익률 (2017.03 = 100)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 2025년 6월 랠리 전까지의 롱 로그 누적수익률 (2017.03 = 100)

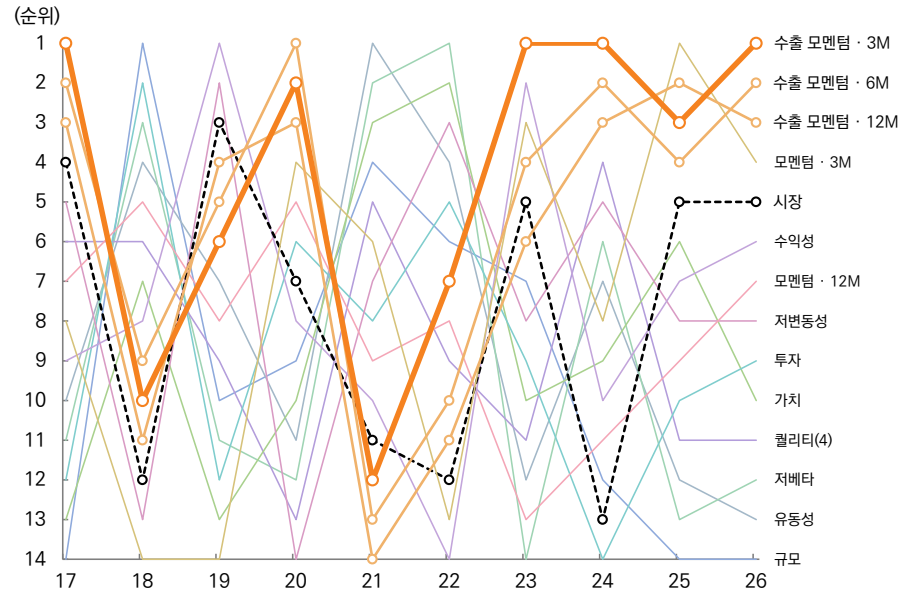


주: 로그 누적 = 100 + 월 로그 수익률(%)의 합
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

다른 스타일과의 관계

〈그림 61〉은 13개 스타일과 시장의 해마다 롱 수익률 순위다. 수출 모멘텀 · 3M은 10년 중 네 번 1위에 올랐고 여섯 번 5위 안에 들었다. 수출 증가세가 둔화된 2018년과 2021년(상반기 정점 뒤)에는 14개 중 각각 10위와 12위로 시장(12위, 11위)과 함께 아래로 내려갔다.

그림 61. 13개 스타일과 시장의 해마다 롱 수익률 순위 (1 = 그해 가장 높음)

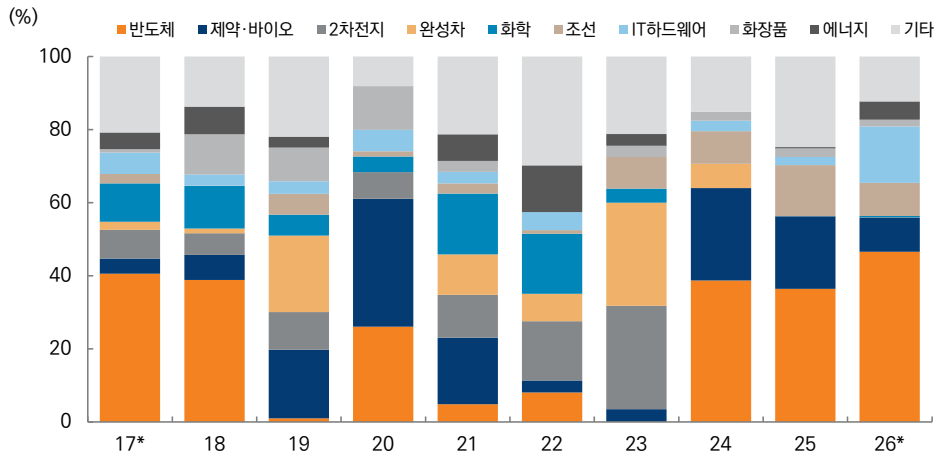


자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

업종 배분 흐름 10년

수출 모멘텀 롱은 수출이 빨라지는 업종을 따라 해마다 다른 업종을 담았다 〈그림 62〉. 반도체는 2017~2018년 40% 안팎이었다가 수출이 꺾인 2019년 1%로 줄었고, 2024년 이후 다시 40% 안팎으로 돌아왔다. 2020년에는 제약·바이오가 35%로 가장 많았고, 2023년에는 2차전지와 완성차가 각각 28%였다. 한 업종에 머무르지 않고 수출 사이클을 따라 도는 것이 이 스타일의 성격이다.

그림 62. 수출 모멘텀 · 3M 롱의 업종 배분 (연평균, %)



주: 월말 비중의 연평균, * = 12개월이 다 차지 않은 해
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

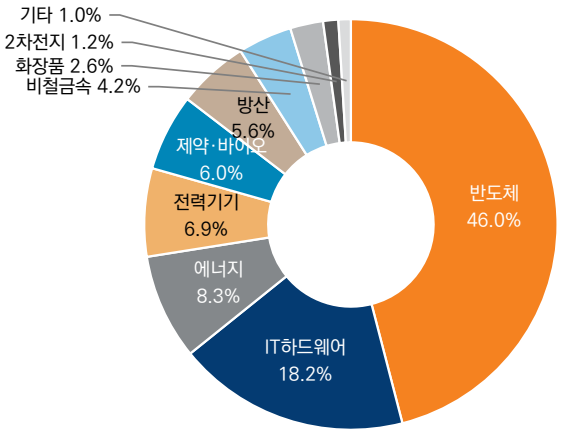
11월 포트폴리오 구성

〈그림 63〉은 가장 최근 편성(10/16) 뒤 수출 모멘텀 스타일 롱 포트폴리오의 업종 비중이다. 수출 모멘텀 스타일은 매달 중순 수출 모멘텀 신호 상위 35% 종목으로 편성하고, 종목별 비중상한은 20%다. 보유기간 중 발생하는 비중 드리프트는 허용한다. 보유 기간은 3개월로, 지금 포트폴리오는 8/18·9/16·10/16에 편성한 트렌치 3개의 평균 비중으로 구성돼 있다. 모두 57종목, 14개 업종이다.

반도체가 46%로 가장 많고 IT하드웨어 18%, 에너지 8%, 전력기기 7%, 제약·바이오 6%, 방산 6%, 비철금속 4%, 화장품 3% 순이다. 코스피와 비교하면 반도체는 덜 담고(46% vs 55%), IT하드웨어(18% vs 3%)·에너지(8% vs 2%)·전력기기(7% vs 2%)는 더 담았다. 금융과 내수업종은 스타일 정의상 담지 않고, 자본재는 편출됐다 〈그림 64〉.

종목으로 보면 삼성전자(21.2%)와 SK하이닉스(21.2%)가 비중의 42%를 차지하고, 삼성전기(14.4%)까지 더한 상위 3종목이 절반 이상이다. 그 다음은 한화에어로스페이스·SK이노베이션·삼성바이오로직스·고려아연·한미반도체 등으로, 업종마다 대표 종목을 2~4%씩 담았다. 상위 10종목 비중은 78%다 〈표 22〉.

그림 63. 수출 모멘텀 스타일 업종 배분 (10/16 편성 반영)



주: 여러 업종에 걸친 종목은 비중을 나눠 셈
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 수출 모멘텀 스타일 상위 10종목 (10/30 기준)

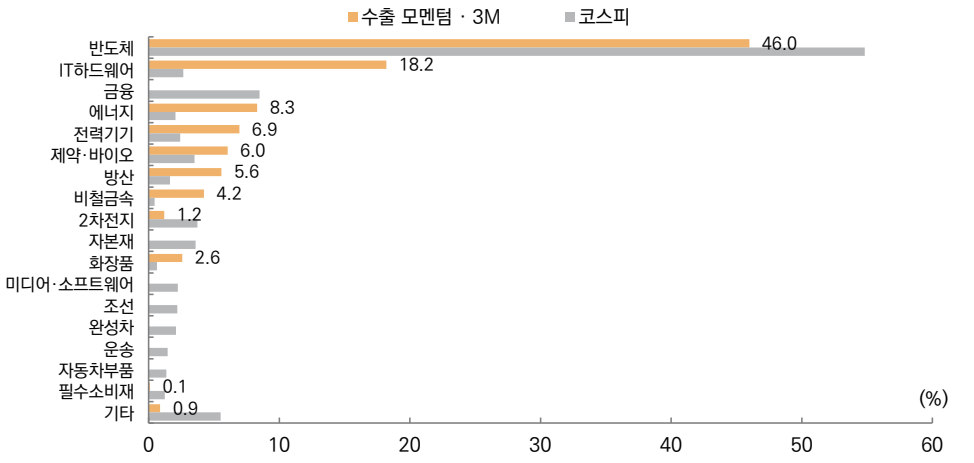
순위	종목	업종	비중(%)
1	삼성전자	반도체	21.2
2	SK하이닉스	반도체	21.2
3	삼성전기	IT하드웨어	14.4
4	한화에어로스페이스	방산	3.7
5	SK이노베이션	에너지	3.5
6	삼성바이오로직스	제약·바이오	3.3
7	고려아연	비철금속	2.9
8	한미반도체	반도체	2.8
9	LS ELECTRIC	전력기기	2.5
10	S-Oil	에너지	2.2

주: 종목당 상한 20%(편성일 기준, 보유 기간 중 20%를 넘을 수 있음).
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

지난달 말과 비교하면 조선(5.7%)이 빠지고 전력기기(3.9% → 6.9%)와 반도체(44.2% → 46.0%)가 늘었다. 연초(25.12 말)와 비교하면 변화가 더 크다. 연초에는 반도체(47%)와 조선(19%)이 중심이었는데, 지금은 조선이 빠지고 IT하드웨어(1.6% → 18.2%)와 에너지(2.2% → 8.3%)가 그 자리를 채웠다 〈그림 65〉. 수출이 빨라지는 업종을 따라 포트폴리오가 회전한 것이다.

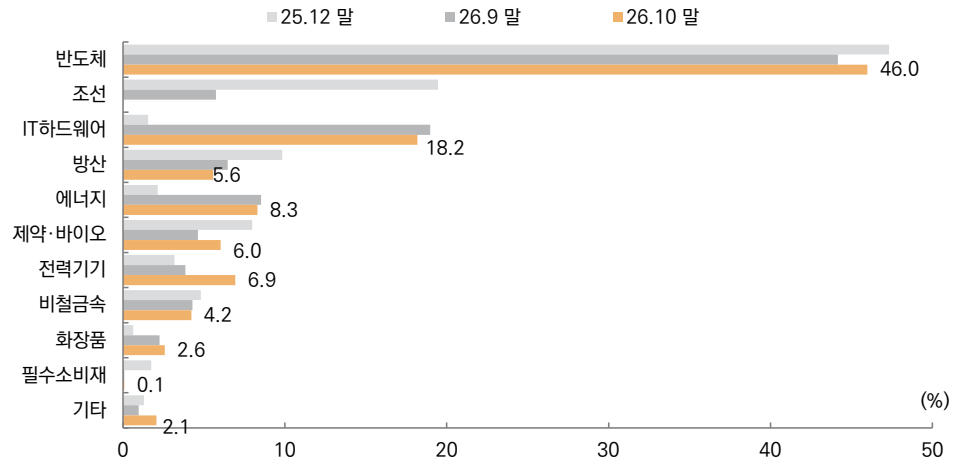
「수출로 전망하는 업종 펀더멘털」 장의 추천 배분은 수출·수주·밸류 등을 종합해 제약·바이오 15%, 기계 10% 등 향후 개선 가능성에 선제적으로 비중을 준다. 반면 이 장의 포트폴리오는 수출 증가율과 정해진 편성 규칙만 따르므로 방산·비철금속을 더 담고 기계는 거의 담지 않는다. 여섯 추천 업종이 겹치더라도 비중이 다른 것은 재량 배분과 규칙 기반 투자라는 두 접근의 차이다.

그림 64. 업종 비중: 수출 모멘텀 스타일 대 코스피 (10/30, %)



주: 수출 업종 밖 코스피 종목은 WICS 중분류로 업종을 붙임
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 업종 비중 변화: 수출 모멘텀 스타일 (25.12 ➡ 26.9 ➡ 26.10, %)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

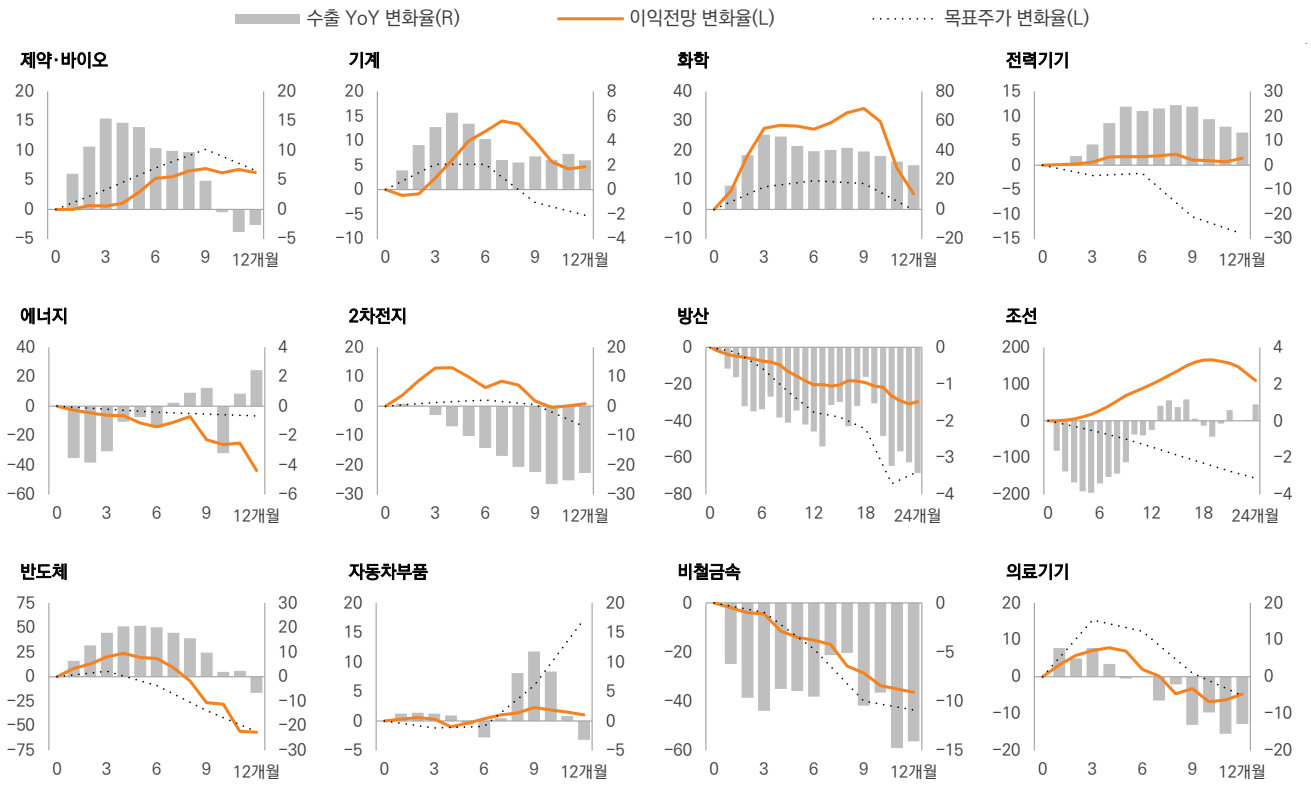
Appendix

A. 업종 펀더멘털 차트 모음

「수출로 전망하는 업종 펀더멘털」 장의 업종 격자 그림을 한곳에 모았다. 그림은 본문과 같다. A5에는 〈그림 25〉의 주간 수출 계산 방법을 적었다.

A1. 수주가 늘어난 달 뒤 수출·이익전망·목표주가

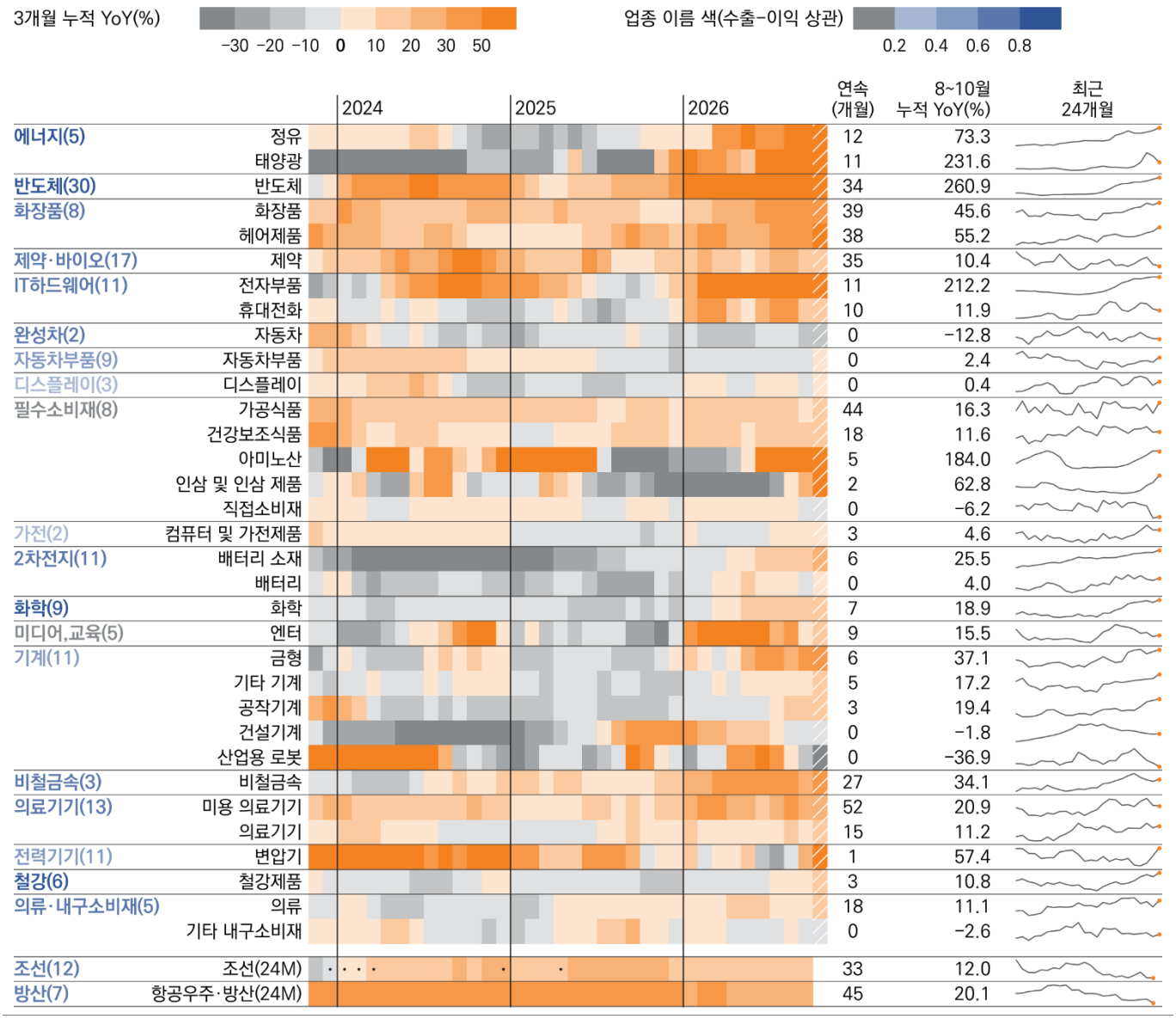
그림 66. 업종별 수주가 늘어난 달 뒤 수출·이익전망·목표주가 증가폭 (그 밖의 달 대비, n개월 뒤)



주: 수출은 %p, 이익전망 · 목표주가는 %
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

A2. 품목군별 수출 히트맵

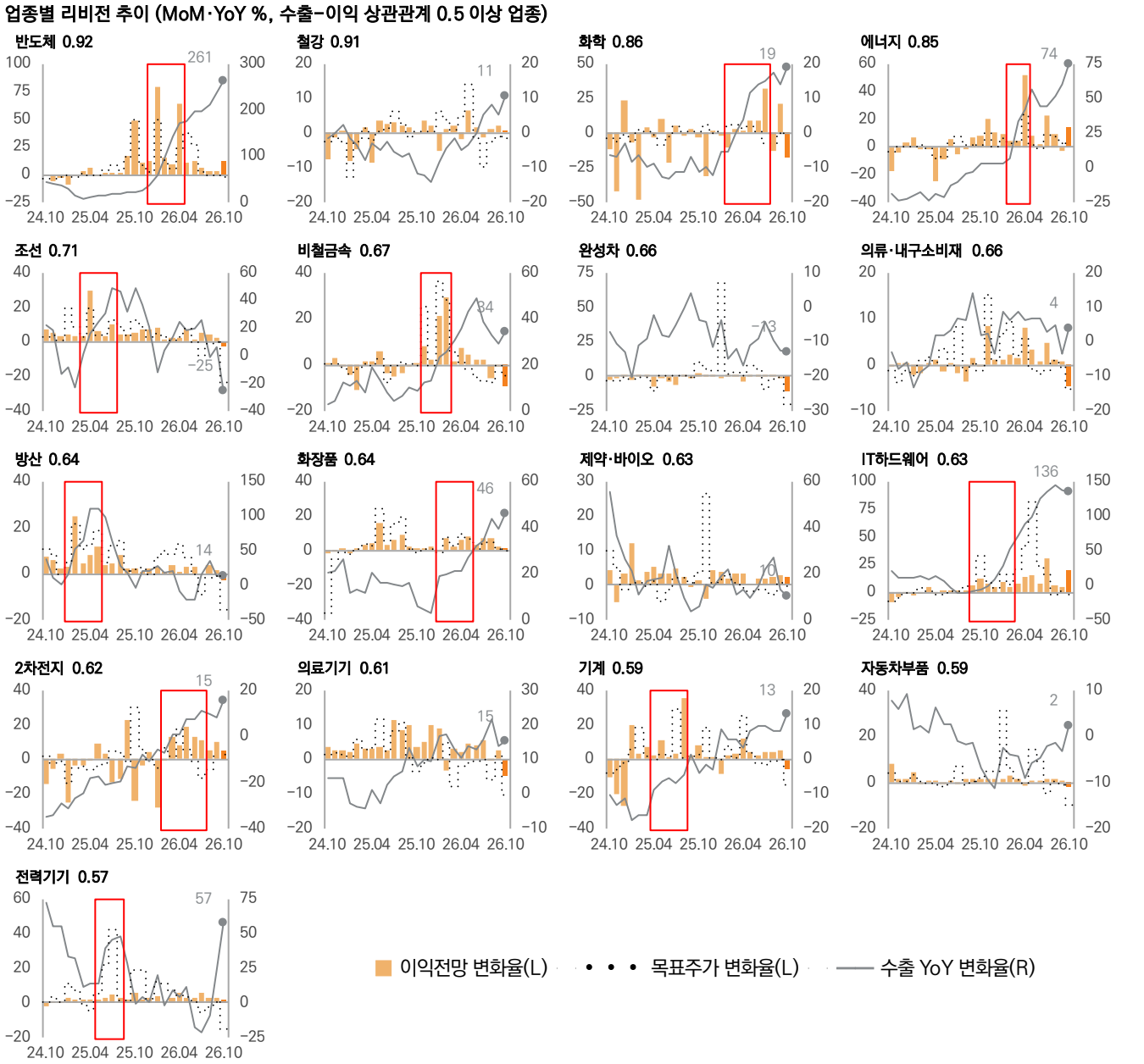
그림 67. 수출 품목군별 수출 3개월 누적 YoY 히트맵



주: 빗금 = 잠정치 기반 예상치, 조선 점 = 드릴쉽 인도 월
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

A3. 월간 리비전: 수출과 이익전망·목표주가

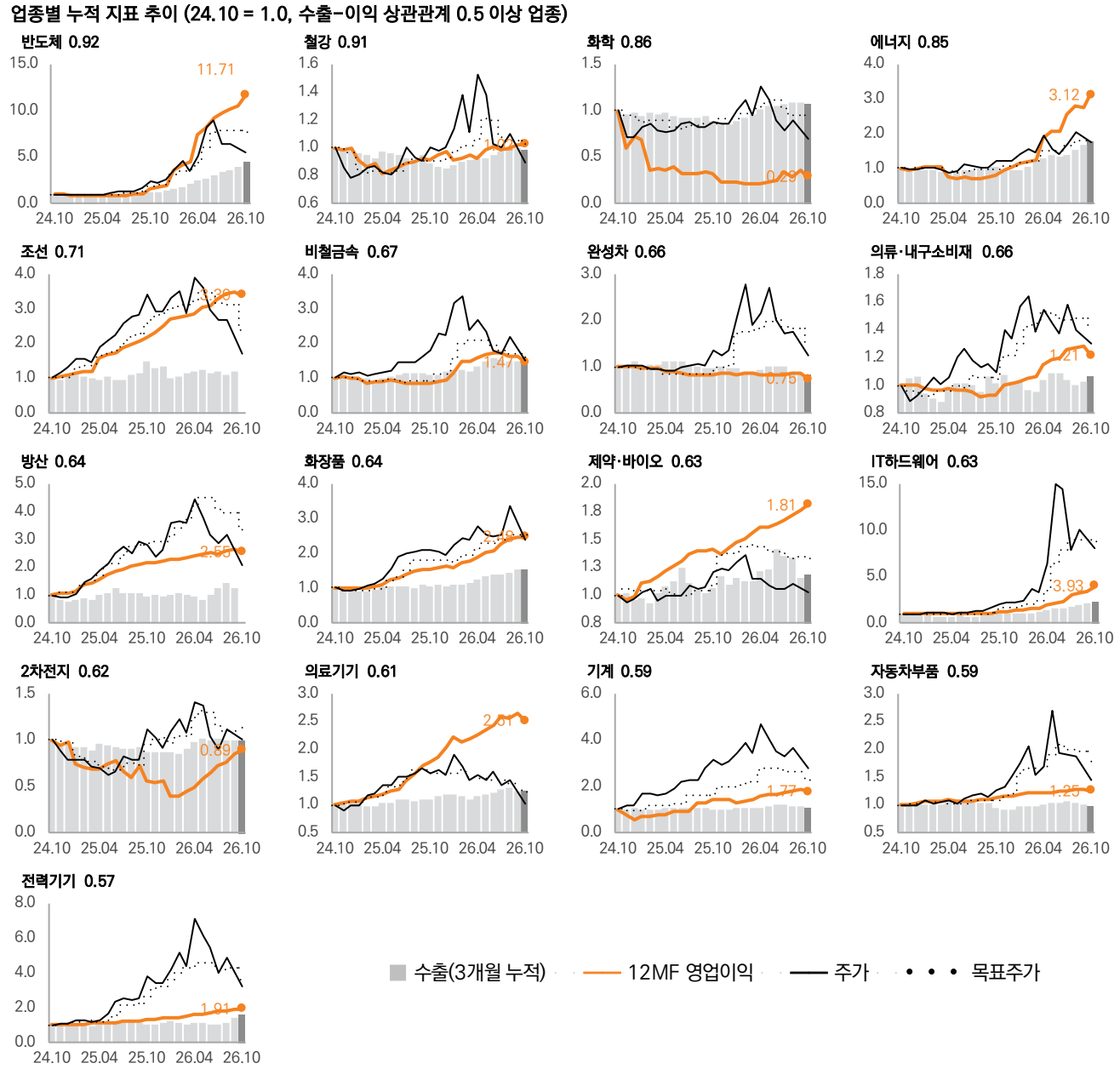
그림 68. 수출 3개월 누적 YoY와 이익전망·목표주가 월간 변화



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

A4. 누적 추이: 수출·이익전망·주가·목표주가

그림 69. 수출–이익 상관 상위 17개 업종의 수출·이익전망·주가·목표주가 추이



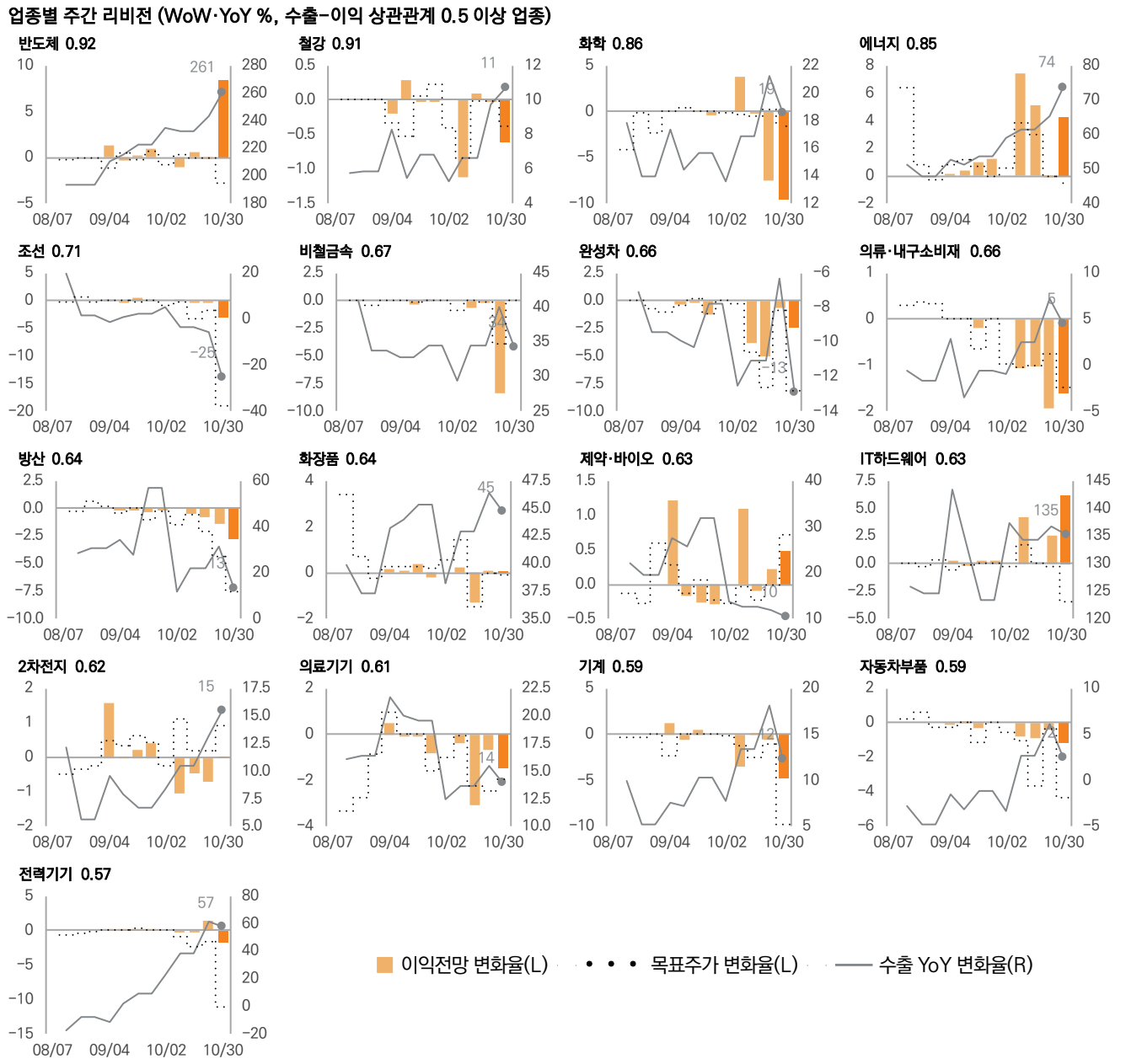
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

A5. 주간 리비전과 주간 수출 계산

주간 리비전은 매주 금요일 값을 사용한다. 12MF 영업이익과 목표주가는 금요일마다 변화한 컨센서스 값을 사용한다. 증권사 2곳 이상이 전망하는 종목에 대해서만 실행했으며 시가총액 가중방식으로 업종별로 합산한다.

수출은 매월 10일·20일·말일 기준으로 나오는 잠정 누계를 쓴다. 3개월 누적 값의 10일 리비전을 사용하기 때문에 이를 분산하여 4주로 나누어 사용한다. 예를 들어 10/20 기준 창은 7/21~10/20이고, 7월 말 누계에서 7/20 누계를 뺀 값에 8·9월 수출과 10/20 누계를 더한다. 새 잠정치가 없는 주에는 앞 주 값이 이어진다.

그림 70. 수출-이익 상관 상위 17개 업종의 주간 이익전망·목표주가 변화



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

B. 수출로 미리 보는 종목

B1. 선정 기준과 등급

매출 대부분이 수출 품목에 이어지는지는 결산연도 사업보고서(FY2025) 내용으로 판정한다. 제품마다 수출 품목과의 관계(같은 물건·상위 품목 등)와 매출 비중을 적어 둔다. 매핑 품목 수출은 품목마다 3개월 누적 YoY를 내고 기업 매출 비중으로 가중 평균했다. 분기 매출은 연결 기준이고 수출은 달러, 매출은 원화라 환율효과가 존재한다.

등급 A(39개)는 세 기준(수출 비중이 높고, 수출 품목과 제품 연결이 가능하며, 연결 매출의 높은 비중이 수출인 경우)을 충조한 제조업 기업이다. 등급 B(9개)는 세 기준을 채우지만 해외 생산이나 내수가 섞인 기업(수출일부)이다. 관찰 35개는 ①②만 채운 기업, 참고 8개는 직접 연결이 50~70%인 시가총액 5조원 이상 기업과 따로 살펴본 종목(삼성전자·LS ELECTRIC)이다.

B2. 등급 A·B 48개 종목

표 23. 수출로 미리 보는 종목: 등급 A·B (48개)

등급	업종	종목	사업보고서	실적 연결	2Q26		수출로 미리 보기	
			직접 연결 (%)	매출 YoY 상관	품목 수출 YoY(%)	매출 YoY(%)	3Q26 품목 수출 YoY(%)	8~10월 누적 YoY(%)
A	에너지	S-Oil	77	0.96	38.7	40.9	56.4	71.7
A	화학	국도화학	91	0.87	25.9	53.2	1.7	5.5
A	2차전지	삼성SDI	93	0.87	13.8	18.5	4.5	8.8
A	2차전지	에코프로비엠	97	0.90	13.0	-26.0	26.9	41.7
A	2차전지	엘앤에프	100	0.88	13.0	70.2	26.9	41.7
A	2차전지	비츠로셀	85	0.73	3.6	34.8	-2.1	14.9
A	2차전지	코스모신소재	72	0.78	13.0	14.6	26.9	41.7
A	비철금속	고려아연	74	0.64	87.3	66.6	43.1	53.8
A	철강	현대제철	93	0.85	0.0	2.7	5.8	9.0
A	철강	태웅	97	0.73	8.0	21.2	3.0	15.1
A	철강	KG스틸	74	0.92	-7.8	11.3	-3.6	2.9
A	철강	고려제강	94	0.58	4.4	1.6	6.5	8.6
A	철강	세아제강	92	0.79	5.4	19.4	43.1	63.4
A	기계	성광벤드	80	0.73	17.4	10.4	-10.9	-5.7
A	기계	와이지-원	90	0.68	24.0	41.5	46.2	53.4
A	기계	태광	89	0.87	17.4	15.8	-10.9	-5.7
A	기계	하이록코리아	86	0.54	16.1	9.1	-2.3	3.7
A	전력기기	산일전기	97	0.60	-27.2	28.0	3.4	55.6
A	전력기기	제룡전기	100	0.87	-31.5	-40.9	-44.1	-35.8
A	조선	삼성중공업	96	0.56	26.1	20.4	6.6	-25.6
A	완성차	현대차	77	0.80	-9.3	1.9	-12.5	-12.8
A	완성차	기아	78	0.81	-9.3	12.6	-12.5	-12.8
A	자동차부품	금호타이어	100	0.70	-1.7	9.1	8.2	11.3
A	자동차부품	세방전지	77	0.72	-16.3	-3.9	-9.4	-6.3
A	자동차부품	넥센타이어	95	0.74	-1.7	10.8	8.2	11.3
A	자동차부품	성우하이텍	83	0.62	-3.9	-2.4	-7.8	1.5
A	필수소비재	삼양식품	92	0.69	29.1	39.3	21.3	27.2
A	의료기기	클래시스	98	0.61	9.7	26.7	7.6	16.4
A	의료기기	덴티움	79	0.74	6.1	8.6	2.7	12.7
A	IT하드웨어	LG이노텍	92	0.74	27.4	40.5	19.4	14.9

표 23. 수출로 미리 보는 종목: 등급 A·B (48개)

등급	업종	종목	사업보고서	실적 연결	2Q26		수출로 미리 보기	
			직접 연결 (%)	매출 YoY 상관	품목 수출 YoY(%)	매출 YoY(%)	3Q26 품목 수출 YoY(%)	8~10월 누적 YoY(%)
A	IT하드웨어	대덕전자	100	0.83	11.0	63.1	15.8	20.2
A	IT하드웨어	심텍	100	0.83	11.0	51.0	15.8	20.2
A	IT하드웨어	비에이치	81	0.51	11.0	6.3	15.8	20.2
A	IT하드웨어	서울반도체	100	0.89	−21.8	16.1	−4.6	8.0
A	IT하드웨어	티엘비	100	0.54	11.0	37.8	15.8	20.2
A	반도체	SK하이닉스	100	0.98	271.1	256.8	311.7	337.6
A	반도체	한미반도체	85	0.62	23.7	39.5	45.4	71.3
A	반도체	주성엔지니어링	100	0.63	22.2	−24.0	44.5	69.3
A	반도체	DB하이텍	95	0.74	12.7	22.8	20.0	35.2
B	에너지	한국쉘석유	80	0.54	55.9	5.5	107.8	101.1
B	2차전지	LG에너지솔루션	100	0.59	13.8	28.3	4.5	8.8
B	철강	세아베스틸지주	76	0.76	23.1	17.8	35.4	30.1
B	화장품	아모레퍼시픽	89	0.67	32.6	17.0	35.6	43.6
B	화장품	네오팜	99	0.52	32.6	36.2	35.6	43.6
B	IT하드웨어	타이거일렉	90	0.71	11.0	74.2	15.8	20.2
B	반도체	유진테크	81	0.54	23.7	16.4	45.4	71.3
B	반도체	테스	86	0.50	23.7	50.7	45.4	71.3
B	반도체	브이엠	100	0.50	23.7	84.4	45.4	71.3

주: 직접 연결 = 연결 매출 중 수출 품목에 바로 이어지는 비중
자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

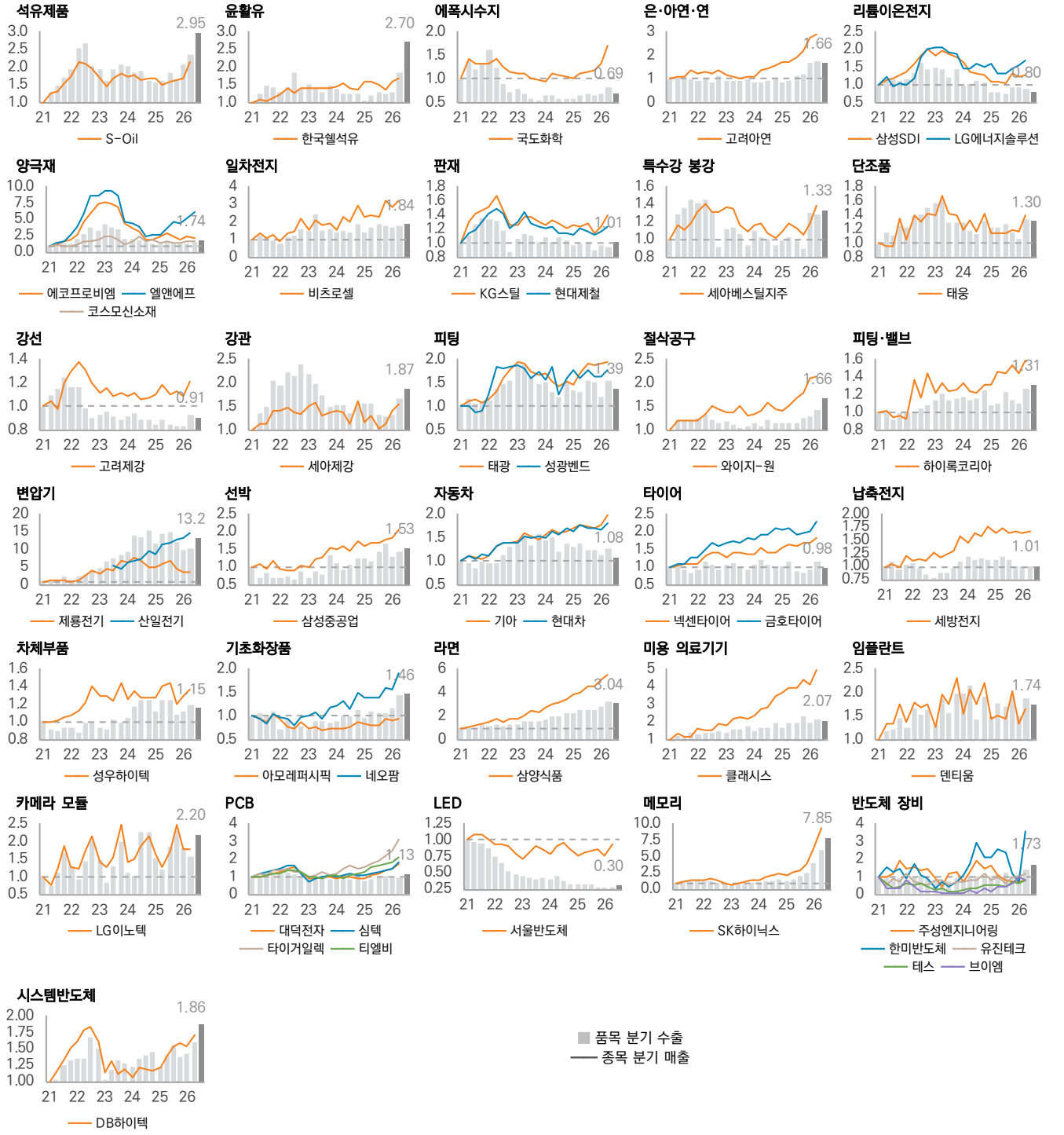
B3. 관찰과 참고

관찰 35개: 한화솔루션(0.49), HD현대에너지솔루션(0.26), 대한유화(0.47), SK아이이테크놀로지(0.21), 동국제강(−0.06), 넥스틸(0.29), TCC스틸(0.45), HD건설기계(0.43), 경동나비엔(0.48), HD현대중공업(0.33), 한화오션(0.49), 한화엔진(0.17), 대한조선(분기 부족), HD현대마린엔진(0.27), 현대로템(0.44), KG모빌리티(0.15), 에스엘(0.47), 코스메카코리아(0.24), 브이티(0.22), 오리온(−0.43), 농심(−0.15), 하이트진로(0.31), 롯데칠성(0.19), 삼성바이오로직스(−0.56), 셀트리온(0.14), 종근당(−0.09), 메디톡스(−0.33), 원텍(0.22), 이수페타시스(0.35), 원익IPS(0.25), HPSP(−0.28), 피에스케이홀딩스(0.39), 케이씨텍(0.25), LG디스플레이(0.48), 선익시스템(0.41). 참고 8개: 포스코퓨처엠(직접 연결 54%), LS ELECTRIC(제품 비중 미공시), HD현대일렉트릭(직접 연결 69.5%), 효성중공업(직접 연결 69.5%), 한국항공우주(직접 연결 66%), KT&G(직접 연결 66%), 삼성전기(직접 연결 66%), 삼성전자(직접 연결 31%).

B4. 품목군별 수출과 매출 그리드 차트 전체와 종목 표

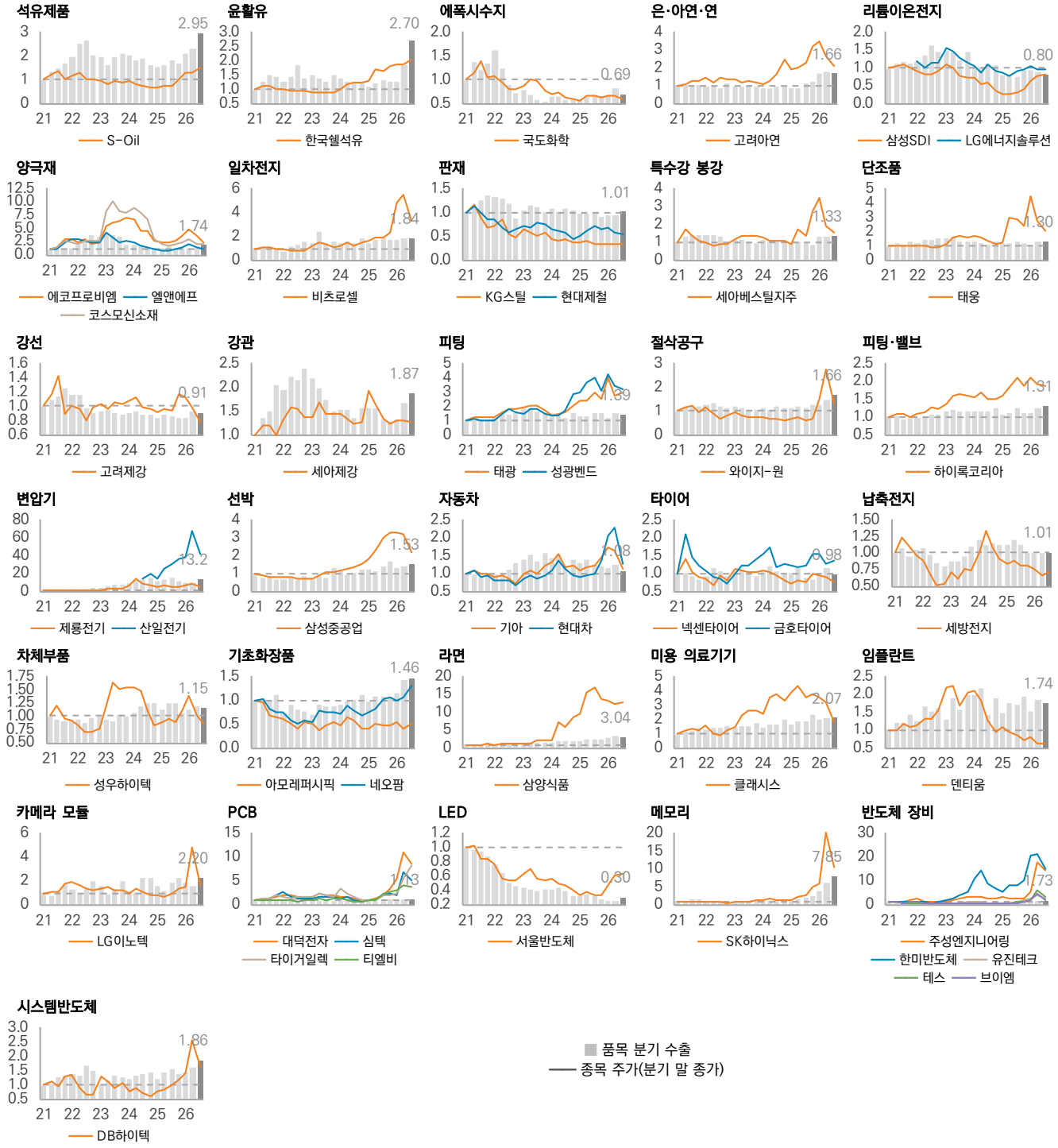
본문의 품목군 그림 여덟 장을 한 장으로 모은 것이 〈그림 71〉(분기 매출)과 〈그림 72〉(주가)이다. 본문 그림은 주가를 오른쪽 축에 그렸지만 여기서는 주가도 품목 수출과 같은 눈금이라 크기를 그대로 비교할 수 있다. 그린 종목의 숫자는 〈표 24〉에 있다. 차트에 이익 대신 매출을 쓴 근거는 이렇다. 상관으로 고르지 않은 83개사(기준 ①②)에서 품목 수출 YoY와의 상관 중앙값은 매출 YoY 0.54, 영업이익 YoY 0.47, 영업이익률 변화 0.40이고, 둘 다 잴 수 있는 66개사 중 41개사에서 매출 쪽이 높았다. 영업적자 분기가 있는 기업이 49개라 이익은 지수로 그릴 수도 없다.

그림 71. 품목군별 수출과 종목 분기 매출: 전체 (1Q21 = 1.0)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 품목군별 수출과 종목 주가: 전체 (1Q21 = 1.0)



주: 주가도 왼쪽 축 하나
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 24. 품목군 그리드 차트 종목: 품목 수출, 매출, 주가 (1Q21 = 1)

품목군	종목	매출 YoY 상관	품목 수출(1Q21 = 1)		매출(배)	7/31 대비(%)		주가(배)
			2Q26	3Q26	2Q26	12MF OP	주가	10/30
석유제품	S-Oil	0.96	2.33	2.95	2.12	22.1	-3.4	1.52
윤활유	한국쉘석유	0.54	1.86	2.70	1.68		3.9	2.06
에폭시수지	국도화학	0.87	0.83	0.69	1.72	-30.2	-19.8	0.59
은·아연·연	고려아연	0.64	1.78	1.66	2.90	-19.0	-12.3	2.14
리튬이온전지	삼성SDI	0.87	0.90	0.80	1.27	45.0	36.8	0.84
	LG에너지솔루션	0.59			1.68	23.4	9.6	0.96
양극재	에코프로비엠	0.90	1.63	1.74	2.19	-4.8	-12.2	2.26
	엘앤에프	0.88			6.13	-17.5	11.9	1.09
	코스모신소재	0.78			1.74		15.3	2.05
일차전지	비츠로셀	0.73	1.79	1.84	3.17	-4.0	-12.7	3.22
판재	KG스틸	0.92	0.94	1.01	1.38	7.4	-9.1	0.32
	현대제철	0.85			1.24	-3.0	-1.9	0.54
특수강 봉강	세아베스틸지주	0.76	1.28	1.33	1.39	-9.2	-14.7	1.53
단조품	태웅	0.73	1.33	1.30	1.39	-8.6	-18.2	2.04
강선	고려제강	0.58	0.93	0.91	1.21		-14.8	0.78
강관	세아제강	0.79	1.66	1.87	1.54	18.3	-5.6	1.26
피팅	태광	0.87	1.55	1.39	1.96	-9.3	19.5	2.96
	성광벤드	0.73			1.78	19.0	-1.5	3.22
절삭공구	와이지-원	0.68	1.44	1.66	2.14		-39.3	1.28
피팅·밸브	하이록코리아	0.54	1.27	1.31	1.59		-2.5	1.86
변압기	제룡전기	0.87	10.19	13.16	3.61		-12.1	5.72
	산일전기	0.60			14.72	9.4	2.4	41.57
선박	삼성중공업	0.56	1.45	1.53	2.05	7.1	-25.6	2.17
자동차	기아	0.81	1.26	1.08	1.99	-9.4	-27.5	1.15
	현대차	0.80			1.80	-11.9	-27.3	1.29
타이어	넥센타이어	0.74	1.15	0.98	1.81	-9.9	-5.3	0.77
	금호타이어	0.70			2.28	-10.7	-29.2	1.35
납축전지	세방전지	0.72	1.00	1.01	1.66		6.4	0.70
차체부품	성우하이텍	0.62	1.19	1.15	1.37		-7.5	0.85
기초화장품	아모레퍼시픽	0.67	1.44	1.46	0.94	7.2	-0.7	0.50
	네오팜	0.52			1.90	23.0	16.4	1.30
라면	삼양식품	0.69	3.19	3.04	5.50	5.4	-2.6	12.79
미용 의료기기	클래시스	0.61	2.10	2.07	4.95	-9.9	-36.3	1.81
임플란트	덴티움	0.74	1.86	1.74	1.66	-17.8	5.4	0.63
카메라 모듈	LG이노텍	0.74	1.56	2.20	1.80	-21.9	-36.6	1.59
PCB	대덕전자	0.83	0.99	1.13	1.72	24.2	23.3	8.53
	심텍	0.83			1.82	54.9	36.9	5.18
	타이거일렉	0.71			3.10	55.8	53.5	8.30
	티엘비	0.54			2.08	12.4	39.8	3.69
LED	서울반도체	0.89	0.26	0.30	0.94		36.8	0.63
메모리	SK하이닉스	0.98	5.93	7.85	9.34	24.4	-17.5	10.70
반도체 장비	주성엔지니어링	0.63	1.46	1.73	0.80	21.6	32.5	14.73
	한미반도체	0.62			3.54		-14.8	14.98
	유진테크	0.54			1.21	37.7	-7.6	2.33
	테스	0.50			0.80	13.1	-16.5	3.17
	브이엠	0.50			0.84	5.5	-37.4	1.73
시스템반도체	DB하이텍	0.74	1.59	1.86	1.70	24.8	10.7	1.63

자료: DART, TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 빈칸은 컨센서스 없는 경우

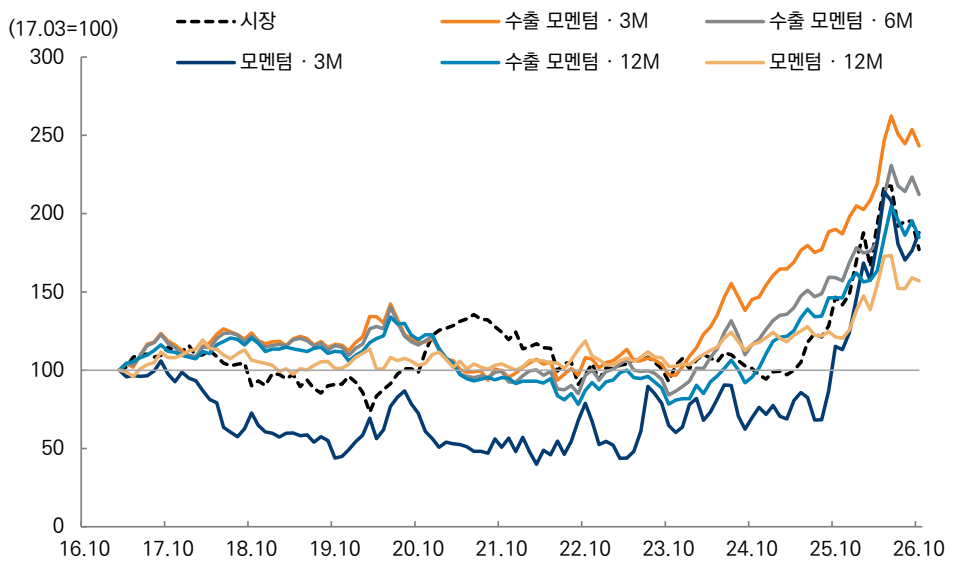
C. 수출 모멘텀 스타일의 롱숏 성과

C1. 롱숏 성과

롱숏은 시장 전체가 오르내린 몫을 지우고 「수출이 좋은 품목군의 종목이 나쁜 품목군의 종목보다 나았는가」만 남긴다. 그래서 수출 신호 자체의 힘을 보기에 좋다.

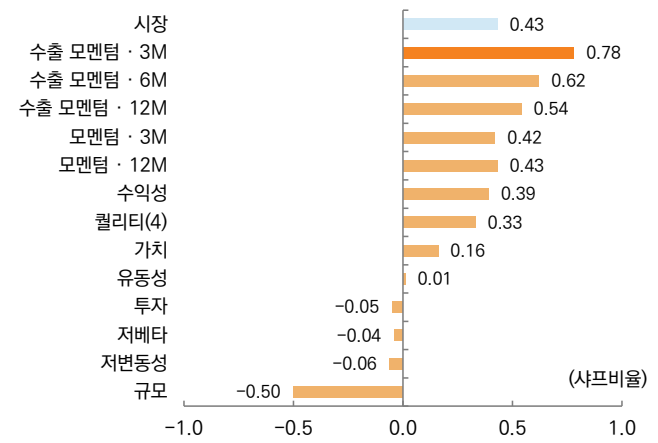
롱숏(신호 상위 35% 종목 매수 & 하위 35% 종목 매도)도 성과가 좋다. 연복리 16.1%, 샤프비율 0.78로 13개 스타일 중 둘 다 1위다. 시장 베타는 0.27로 롱온리(1.14)보다 시장에 덜 묶이고, t값은 1.95(Newey-West 12개월)로 통상 기준(2.0)에 조금 못 미친다. 단 최대낙폭은 −38.4%로 롱온리(−38.5%)만큼 깊고, 숏은 공매도 금지 기간(2023년 11월~2025년 3월)에도 수익을 그대로 반영했으므로 실제로 구현할 수 있는 성과와 다르다. 〈그림 73〉은 스타일별 롱숏 로그 누적수익률, 〈그림 74〉·〈그림 75〉는 롱숏 샤프비율과 최대낙폭이다. 레그로 나누면 롱은 시장보다 크게 올랐고(2017.03 = 100에서 571 대 265) 숏은 시장보다 덜 올라(121) 두 쪽 모두 롱숏 수익에 보탰다 〈그림 76〉. 롱숏의 최대낙폭은 2022년 6월의 −38.4%다 〈그림 77〉. 36개월 시장 베타는 2022년까지 0 아래였다가 2023년 이후 0.1~0.5로 올라와, 최근에는 롱숏도 시장과 같은 방향으로 움직이는 편이다 〈그림 78〉.

그림 73. 스타일별 롱숏 로그 누적수익률 (2017.03 = 100)



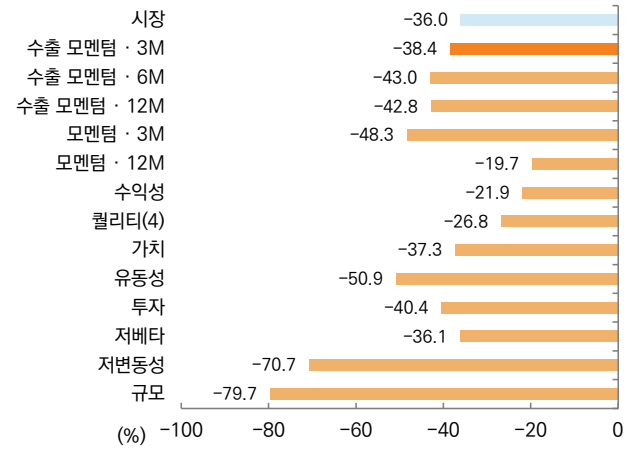
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 스타일별 롱숏 샤프비율



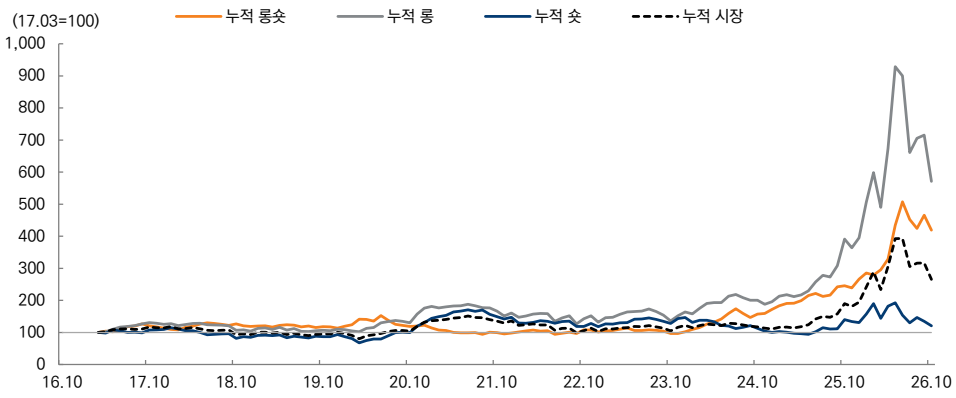
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 스타일별 롱숏 최대낙폭 (%)



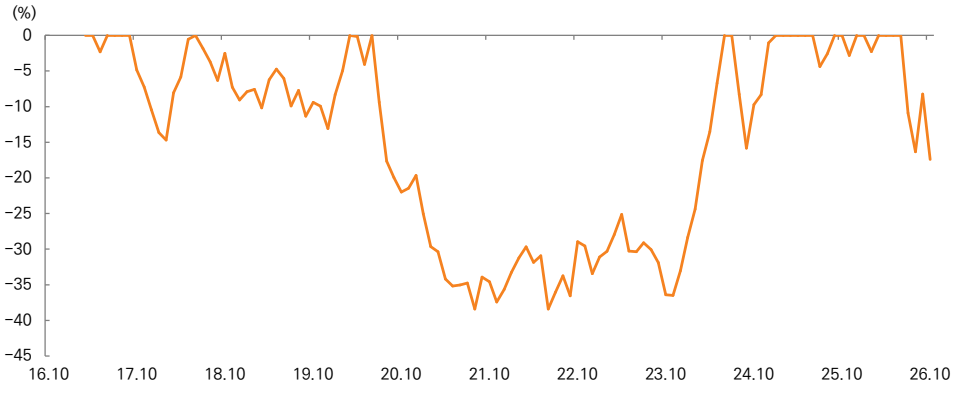
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 수출 모멘텀 스타일 롱숏·롱·숏·시장 누적수익률 (2017.03 = 100)



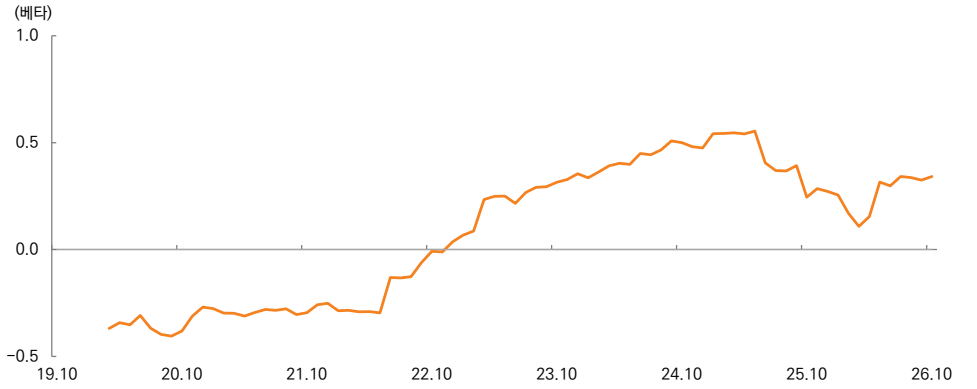
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 수출 모멘텀 스타일 롱숏 고점 대비 낙폭 (%)



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 수출 모멘텀 스타일 롱숏의 36개월 시장 베타



자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

C2. 보유 기간과 가중 방식

보유 기간을 3·6·12개월로 바꿔도 롱숏 연복리는 9.3~16.1%로 모두 플러스이고, 기간이 짧을수록 높다 〈표 25〉. 종목 가중을 바꾸면 롱숏 연복리는 12.0~16.8%, 샤프비율은 0.63~0.91이다 〈표 26〉.

표 25. 보유 기간별 롱숏 성과 (2017.4~2026.10, 10월은 10/30까지)

보유 기간	롱숏 연복리(%)	롱숏 샤프	롱숏 t값
3개월	16.1	0.78	1.95
6개월	12.4	0.62	1.69
12개월	9.3	0.54	1.41

주: t값은 Newey-West 12개월
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 가중 방식별 롱숏 성과 (2017.4~2026.10)

가중	롱숏 연복리(%)	롱숏 샤프
시가총액	14.8	0.63
25% 상한	16.7	0.77
20% 상한 (본문 채택 가중치)	**16.3**	**0.79**
10% 상한	16.8	0.91
동일	12.0	0.78

자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

C3. 통계적 유의성

롱숏은 전체 기간으로 유의성의 경계에 있고(평균 t 1.95, 알파 t 1.93, p값 0.05 안팎), 2025년 5월까지만 보면 유의하지 않다 〈표 27〉.

표 27. 통계적 유의성: 롱숏 (배당 제외)

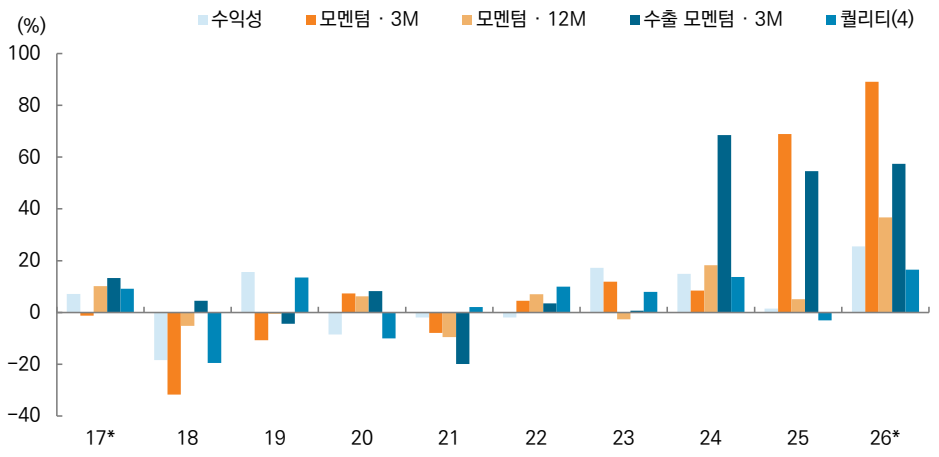
검정	연율	t값	p값
롱숏: 평균 수익(상위 − 하위)	17.4%	1.95	0.051
롱숏: 시장 베타 조정 알파(베타 0.27)	14.2%	1.93	0.054
2017.4~2025.5 롱숏: 평균 수익	11.0%	1.47	0.141
2017.4~2025.5 롱숏: 알파(베타 0.07)	10.8%	1.45	0.148

주: t값은 Newey-West 12개월
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

C4. 다른 스타일과의 관계

롱숏 월 수익률의 상관은 가격 모멘텀(12M 0.55, 3M 0.41)과 절반쯤 겹치고, 유동성(−0.51)·가치(−0.46)·저베타(−0.41)와는 반대로 움직였다. 가격 모멘텀과 같은 「추세」 성격이지만 수출이라는 다른 정보를 쓰며, 가치·저베타와 함께 담으면 분산 효과가 있다. 해마다 견주면 수출 모멘텀 롱숏은 2017·2018·2020·2024년에 다섯 스타일 가운데 가장 높았고, 2021년에는 가장 낮았다(−19.9%) 〈그림 79〉. 〈그림 80〉은 패밀리마다 하나씩 고른 스타일(수출 모멘텀은 3M, 가격 모멘텀은 12M)의 롱숏 월 수익률 상관이다.

그림 79. 롱숏 연도별 수익률: 수출 모멘텀과 다른 스타일 (%)



주: * = 12개월이 다 차지 않은 해
자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 롱숏 수익률 상관관계 매트릭스

	시장	수출 모멘텀 3M	수익성	저변동성	가치	모멘텀 12M	투자	퀄리티(4)	유동성	저베타	규모
시장	1.00	0.33	0.30	-0.60	-0.24	0.47	-0.47	0.01	-0.78	-0.51	-0.59
수출 모멘텀 · 3M	0.33	1.00	0.42	-0.26	-0.46	0.55	-0.38	0.05	-0.51	-0.41	-0.36
수익성	0.30	0.42	1.00	-0.01	-0.19	0.37	-0.66	0.33	-0.46	-0.34	-0.53
저변동성	-0.60	-0.26	-0.01	1.00	0.53	-0.42	0.29	0.06	0.61	0.67	0.29
가치	-0.24	-0.46	-0.19	0.53	1.00	-0.34	0.43	0.02	0.56	0.58	0.10
모멘텀 · 12M	0.47	0.55	0.37	-0.42	-0.34	1.00	-0.36	0.15	-0.64	-0.56	-0.47
투자	-0.47	-0.38	-0.66	0.29	0.43	-0.36	1.00	-0.30	0.67	0.57	0.62
퀄리티(4)	0.01	0.05	0.33	0.06	0.02	0.15	-0.30	1.00	-0.11	-0.15	-0.41
유동성	-0.78	-0.51	-0.46	0.61	0.56	-0.64	0.67	-0.11	1.00	0.80	0.68
저베타	-0.51	-0.41	-0.34	0.67	0.58	-0.56	0.57	-0.15	0.80	1.00	0.55
규모	-0.59	-0.36	-0.53	0.29	0.10	-0.47	0.62	-0.41	0.68	0.55	1.00

자료: TRASS, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.