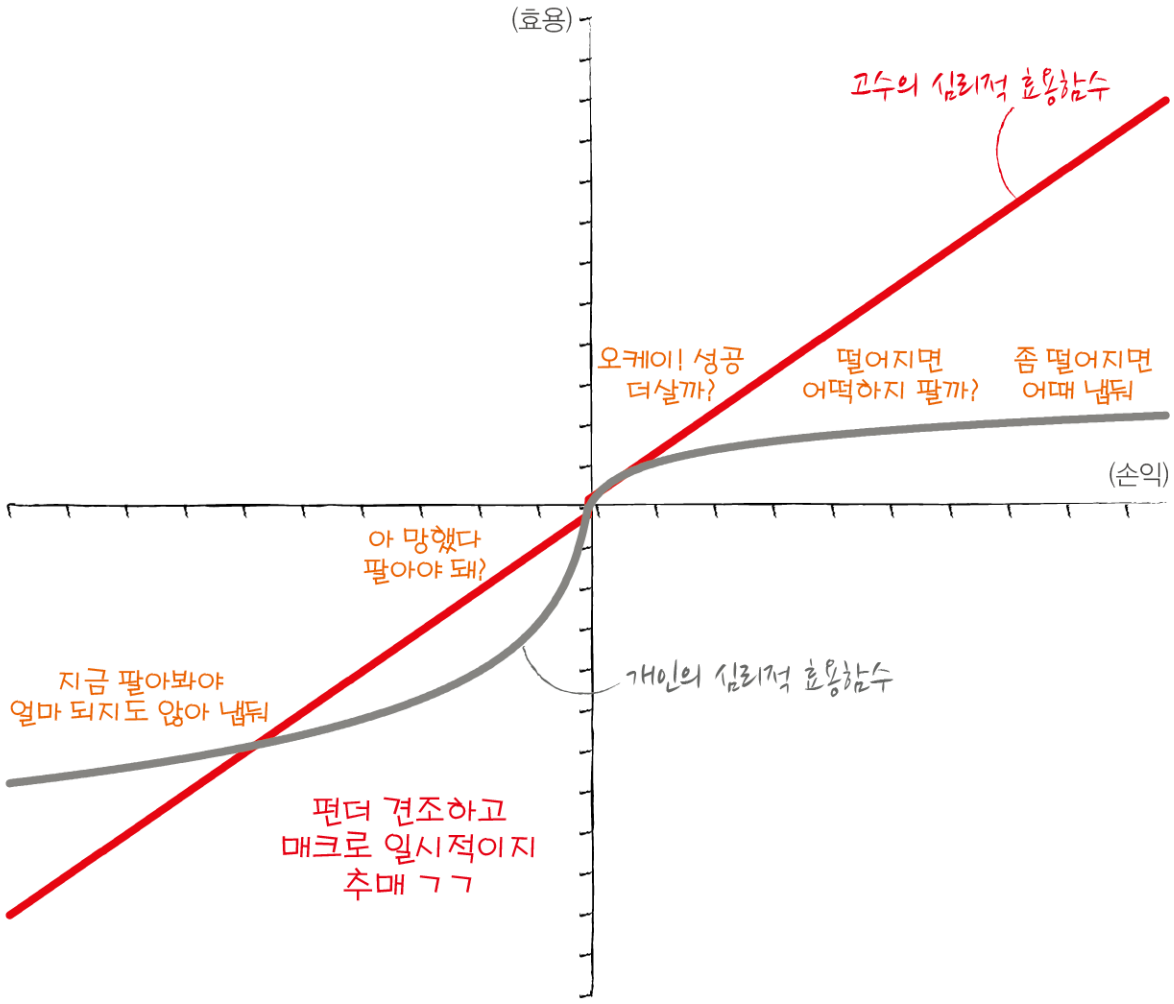
투자전략

심리의 기술



▶투자전략 박승영 | park.seungyoung@hanwha.com | 3772-7679

군중을 마주치거든
말하지말고
싸우지말고
안아주어라

Contents

Ⅰ. 핵심요약 ····· 03

Ⅱ. 우리는 비합리적이다 ····· 04
그래서 최적화된 선택을 한다 ····· 04

Ⅲ. 공포와 탐욕의 작동원리 ····· 05
세 개의 축 ····· 05
집단, 비합리성의 증폭 기제 ····· 11
FOMO의 작동원리 ····· 15

Ⅳ. 비합리성을 파헤치다 ····· 19
인지부조화와 자기합리화 ····· 19
해결책, 확률적 사고 ····· 21

Ⅴ. 투자는 심리게임이다 ····· 23
역발상 투자, 근원의 심리를 거슬러라 ····· 23

I. 핵심 요약

비합리적이지만 최적화된 선택

인간은 비합리적이다. 비합리적이지만 최적화된 선택을 한다. 이런 특징은 현대 사회, 특히 투자의 세계에서 약점이 됐다.

공포와 탐욕의 작동원리

수익에 대한 심리적 효용은 체감하고 공포는 탐욕보다 2.5배 더 크다. 그래서 사람은 수익은 확정하고 싶어하고 손실의 공포를 느끼면서도 포지션을 방치한다. 수익이나 손실이 과도하게 커져서 무감각해지면 그때엔 위험한 투자를 감행한다.

집단은 개인보다 훨씬 비합리적이다

개인 투자자는 독립적으로는 꽤 합리적이지만 집단에 소속돼 군중을 이루면 비합리적인 행동을 한다. 집단은 한번 만들어지면 개인과 다른 효용곡선을 띤다. 투자자들이 집단 행동을 할 때 주가는 더 크게 오르고 떨어진다. 개인에 비해 감정이 증폭돼 있어서 탐욕이 확산되면 매수만 하고, 공포에 사로잡히면 팔기만 한다.

비합리성의 원리 자기합리화

비합리성도 투자를 그르치게 한다. 사람은 모든 데이터를 분석하고 그에 기반해 결정할 수 없기 때문에 한정적인 정보에 기반해 판단한다. 잘못된 것으로 드러나도 자기합리화를 하며 투자를 지속하고 특히, 스스로 공포를 마비시켜 빨리 자르고 나올 수도 없게 된다.

투자는 심리게임이다 확률적 사고를 해라

심리게임에서 유리한 위치를 점하고 싶으면 직관적으로 생각하지 말고 확률적으로 생각해야 한다. 새로운 증거가 나오면 그에 기반해 결정해야 한다. 돈의 심리가치를 명목가치에 수렴시켜야 한다.

역발상 투자는 근원의 심리를 거스르는 것이다

이 지점에서 역발상 투자의 근거가 확보된다. 역발상 투자는 인간의 근원적인 심리를 거스르는 수행이다. 시장에서 주식을 설명하는 논리가 달라질 때를 포착하는 건 중요하다. 투자는 자신의 비합리성, 시장의 비합리성을 교정해가는 과정이다. 내가 틀릴 확률이 낮을 때 진입해서 시장이 틀릴 확률이 높을 때 나올 뿐이다.

II. 우리는 비합리적이다

그래서 최적화된 선택을 한다

비합리적이어서 최선이 아닌 최적의 선택을 한다

우리는 비합리적이다. 그래서 최선의 선택이 아닌 최적의 선택을 한다. 그 덕에 인류는 살아남았고 번성했다. 수 만년 전 풀숲에서 채집을 하던 우리의 조상이 바스락 소리를 들었다면 선택은 두 가지다. 맹수인지 확인하고 채집을 계속하거나 일단 무리를 향해 전력으로 뛰거나다. 계속 채집을 하던 사람은 부자가 됐겠지만 어느 재수 없는 날 맹수에 물려 죽었을 것이고 일단 튄 사람은 부자는 못 됐겠지만 후손을 남겼을 것이다.

생존에 유리한 기질이 현대엔 약점이 됐다

그의 후손인 우리에게 ① 과잉반응하고 ② 어림짐작하고 ③ 무리 짓는 유전자가 전해졌다. 세상은 안전하고 복잡해졌지만 그 특징들은 남아있다. 이런 기질들은 지금은 약점이 됐다. 특히, 투자의 세계에서 그렇다. 투자는 현재의 소비를 아껴 불확실한 미래에 자원을 투입하는 행위이기에 당장 살아남는 것과 정반대의 기질이 요구된다. ① 침착하고 ② 계산적이고 ③ 독립적인 사람이 투자에 성공한다.

비합리성, 내 안에도 있고 내 밖에도 있다

인간은 여전히 비합리적인 특징들을 지닌 채 투자에 뛰어든다. 비합리성은 내 안에도 있고 밖에도 있다. 우리는 지난 몇 년 간 주식시장이 비합리성으로 뒤덮이는 순간들을 목격했다.

합리성으로 무장하고 비합리성의 원인을 파악해라

투자자는 합리성으로 무장해야 한다. 그러면서 한편으로는 나 자신이 비합리적인 이유가 무엇이고 군중들이 비합리적으로 행동하는 이유는 무엇인지 파악해야 한다. 그러면 투자는 한 단계 더 높은 원리에 도달할 것이다.

Ⅲ. 공포와 탐욕의 작동원리

세 개의 축

① 투자 수익의 한계효용은 체감한다

[그림4]는 투자자의 심리 구조를 한 눈에 보여준다. X축은 투자 손익, Y축은 손익에서 비롯되는 감정이다. 이 그림에서 투자자로서 사람의 특징 세 가지를 도출할 수 있다.

첫째, 투자수익의 한계효용은 체감한다. 생리학자 에른스트 베버와 심리학자 구스타프 페흐너의 법칙(Weber-Fechner's Law)에 따르면 사람은 자극의 절대적인 차이가 아니라 상대적인 차이에 반응한다. 맨 손에 1L(리터) 생수병을 들면 1kg의 무게를 느끼지만 20L짜리 생수통을 들고 있는데, 그 위에 1L 생수병을 얹으면 무게를 잘 못 느낀다.

1,000만원으로 1,000만원을 벌었을 때보다 1억원으로 1,000만원을 벌었을 때 덜 기쁘다. 감정은 1,000만원에 반응하는 것이 아니라 100%, 10%에 반응하기 때문이다. 돈이 2배, 4배, 8배로 두 배씩 커질 때마다 기분은 1배, 2배, 3배 좋아진다. 투자 수익에 대한 인간의 감정은 로그(log)함수의 모습을 띤다.

그래서 적당한 수익률에 만족한다

그래서 투자자들은 보수적으로 행동한다. 돈이 같은 규모로 증가해도 자극의 증가 폭은 작아지기 때문에 포지션을 유지하는데 흥미를 못 느끼고 적당한 수익에 만족하며 포지션을 자른다.

[그림1]은 레버리지 ETF와 인버스 ETF에 투자하는 개인의 순매수를 누적한 것이다. 이들은 KOSPI가 오를 때 인버스를 샀고 레버리지를 팔았다. 내릴 때엔 인버스를 팔고 레버리지를 샀다. 수익률에 예민한 투자자들은 주식시장의 추세가 아니라 변동에 베팅한 셈이다. 그들의 기대 수익률은 주식시장의 변동에 수렴한다고 볼 수 있다.

2024년 KOSPI가 박스권에서 움직일 때 이런 움직임이 더욱 뚜렷이 나타났다. 월간으로 오른 달엔 인버스를 샀고, 내린 달엔 레버리지를 샀다. 열두 달 중 아닌 달이 없었다.

개인 투자자들은 높은 수익률을 목표로 하지 않는다. 개인이 높은 수익률을 추구하고 변동성을 좇는다는 통념은 잘못됐다. 뒤에서 자세히 살펴보겠지만 이는 개인이 아니라 군중의 움직임이다.

② 공포 = 탐욕의 2.5배

둘째, 손실에서 느끼는 감정이 수익에서 느끼는 감정보다 2배에서 3배 더 크다.

진화생물학은 생존이 번식보다 우선이었기 때문에 공포의 감정이 탐욕보다 강렬하다고 설명한다. 공포와 탐욕의 손익비를 보여주는 유명한 실험이 있다.

피험자들은 다음 중 100% 확률로 100만원을 버는 경우와 50% 확률로 200만원을 벌거나 50% 확률로 아무것도 벌지 못하는 경우 중 하나를 피험자들에게 고르라고 하면 다수는 100% 확률로 100만원을 버는 경우를 선택한다. 기대 값이 100만원으로 같지만 수익은 확실히 챙기고 싶어한다는 걸 보여준다.

다른 실험에서 100% 확률로 100만원을 잃는 경우와 50% 확률로 200만원을 잃거나 50% 확률로 아무 것도 잃지 않는 경우 중 하나를 이번에도 고르라고 하면 피험자들 다수는 50% 확률을 선택한다. 손실은 확정하고 싶어하지 않는다는 의미다.

리처드 탈러의 심리실험

1. *100% 확률로 100만원을 번다 vs. 50% 확률로 200만원을 벌거나 50% 확률로 아무것도 벌지 못한다.*
2. *100% 확률로 100만원을 잃는다. vs. 50% 확률로 200만원을 잃거나 50% 확률로 아무 것도 잃지 않는다.*

수익은 확정하고 싶어하고 손실은 확정하기 싫어한다

첫번째 실험에서 피험자들 다수는 100% 확률로 100만원을 버는 걸 선택한다. 기대 값이 100만원으로 같지만 확실한 수익을 챙기고 싶어한다. 두번째 실험에서 대다수 피험자들은 50% 확률을 선택한다. 손실을 확정하고 싶어하지 않음을 보여준다.

50% 확률을 선택한다는 건 수익과 손실에서 느끼는 감정이 같음을 의미한다. 수익 10%와 손실 10%에 대한 감정이 같으므로 효용은 X, Y 축 한가운데를 통과하는 기울기 1의 직선으로 표시된다.

첫번째 실험에서 피험자들이 50% 확률보다 100만원의 확정 이익을 선호했다는 건 그들의 효용이 직선보다 위쪽에 있다는 의미이다. 두번째 실험에서 피험자들이 100만원 손실을 확정하지 않았다는 효용이 직선보다 아래쪽에 있다는 의미이다.

사람이 손실을 싫어하는 강도는 수익을 선호하는 강도의 2배에서 3배 사이로 알려져 있다.

손익비 2대1~3대1 사이에서 투자 결정

공포의 감정이 탐욕보다 2~3배 강하기 때문에 우리는 손익비 2대1~3대1에서 투자를 결정한다. 손실에서 느끼는 고통이 수익에서 느끼는 희열과 상쇄될 때 공정한 거래라고 느낄 것이다. 10% 하락할 위험이 있다고 생각되면 20~30%는 오를 것으로 기대돼야 한다는 뜻이다.

금융시장에서 이 비율로 손실과 수익이 교환되고 있다. 기대 수익률이 제시되는 상품들이 있다. ELS, 커버드 콜(Covered Call) ETF, 목표 전환형 랩 등인데, 대략 연 4~8%를 목표로 설정된다.

이런 상품들의 대안은 무위험 자산인 국채다. 2016~24년 ELS의 실현 수익률은 평균 4.92%였고 같은 기간 국고채 3년 금리는 평균 2.13%였다. ELS에 투자했을 때 기회비용보다 2.3배 더 높았다.

③ 수익, 손실이 너무 크면 위험선호가 급증한다

셋째, 수익이나 손실이 과도하게 늘어나면 투자자들은 높은 위험을 적극 수용하는 쪽으로 태도를 바꾼다.

수익이 기대 수준을 넘어가면 남의 돈으로 투자하고 있다는 기분이 드는데, 이 구간을 'deep-in-the-money'라고 부른다. 이 지점에선 효용곡선의 기울기가 0에 가까워져 손실을 좀 입어도 감각이 무뎌진다.

다른 한편으로 손실을 크게 입은 상태에서 본전을 복구할 수 있을 것 같을 때에도 높은 위험을 감수한다. 효용 곡선상 공포 구간을 거슬러 올라가는 것이어서 효용이 지수적으로 증가한다.

이렇게 탐욕과 공포의 양극단에선 돈이 돈으로 느껴지지 않는다. 사람들은 이 구간에서 기꺼이 변동성이 큰 자산을 선택한다. 1,000원으로 로또 복권을 사고, 극외가격 옵션을 사고, 테마주를 사는 건 수익과 손실에 대한 느낌이 사라졌기 때문이다.

심리 투자의 정석

수익에 대한 개인의 심리가 구간에 따라 다르기 때문에 투자 전략도 달라져야 한다.

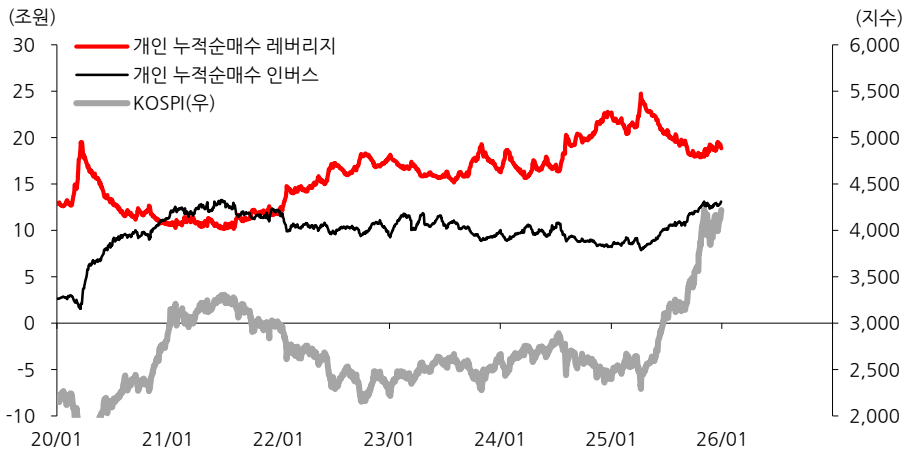
수익이 나기 시작하는 구간에선 희열이 1을 초과한다. 사람들은 희열을 느끼며 주식을 매수하는 경향이 있고 그로 인해 주가는 고평가 된다. 매도로 대응하는 게 정석이다.

수익이 더 커지면 한계효용이 체감하면서 사람들은 실제 수익률보다 희열을 덜 느낀다. 감각이 무뎌지면서 주식을 더 사지 않기 때문에 주가는 저평가된다. 이때부턴 주가가 올랐더라도 주식을 사야 한다.

손실이 나기 시작하면 사람들은 공포를 크게 느끼며 주식을 팔기 시작한다. 주가는 저평가된다. 이때엔 매수로 대응하는 게 정수다.

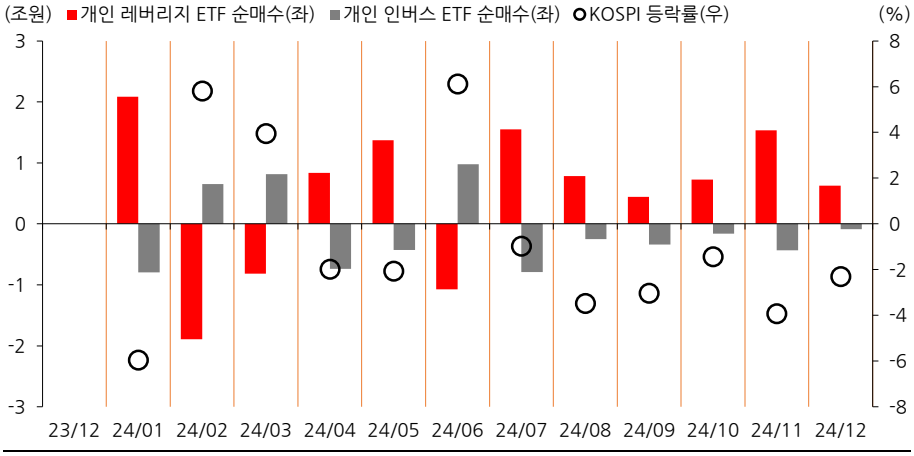
손실이 커지면 주가가 너무 많이 내려 돈이 얼마 되지도 않는다는 생각이 든다. 공포를 느끼지 못할 정도로 감각이 마비될 때, 주가가 많이 빠졌더라도 주식을 팔아야 한다.

[그림1] 개인의 레버리지 인버스 매매 엇갈려



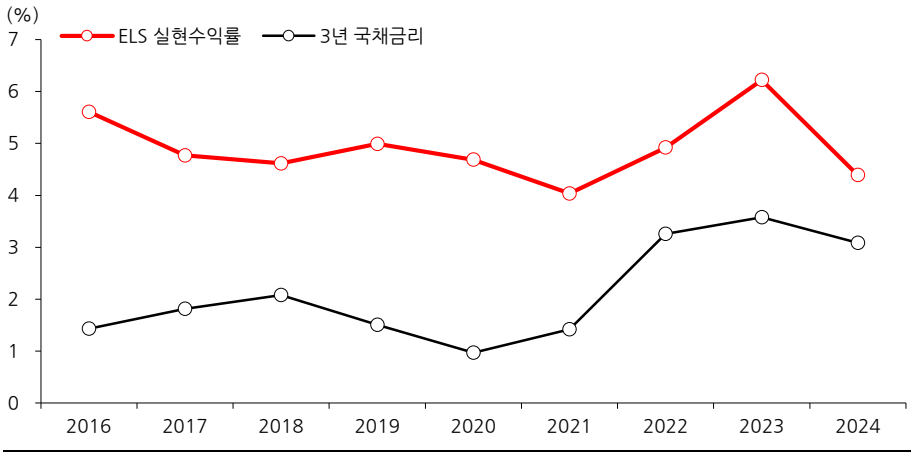
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2024 년 개인 ETF 매매, 상승하는 달 매도하고 하락하는 달 매수



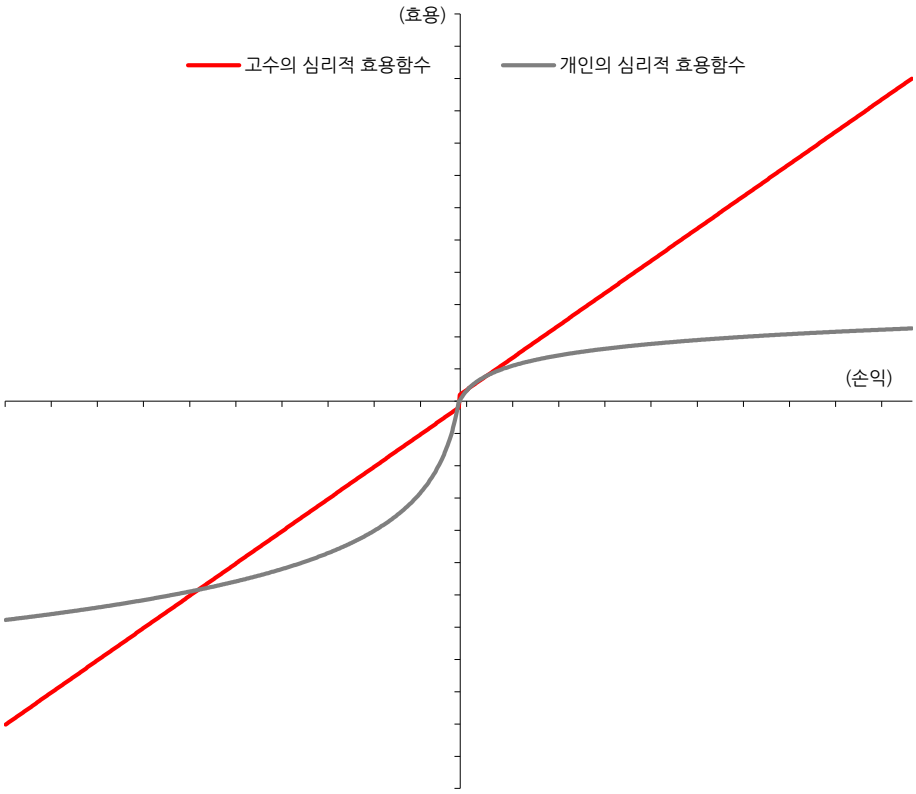
자료: WISEFn, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 안전자산 수익률의 2~3 배 수익률 기대돼야 투자 결정



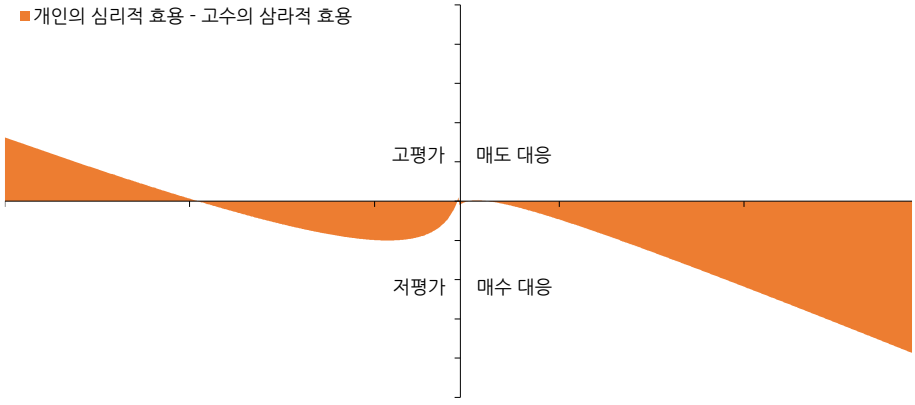
자료: SEIBRO, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 투자 수익에 대한 개인의 효용함수



주1: 밑을 2로 하는 Log 함수값
주2: 수익률 마이너스 구간은 플러스 구간 값에 -3을 곱해 산출
자료: 리처드 탈러 '행동경제학', 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 구간별 심리에 따른 주가의 평가와 전략



자료: 한화투자증권 리서치센터

집단, 비합리성의 증폭 기제

사람은 집단에 소속돼 안전함을 느껴

개인 투자자는 독립적으로는 합리적이지만 집단에 소속돼 군중을 이루면 비합리적인 행동을 보인다.

사람은 집단에 소속할 때 안전함을 느끼고 그 대가로 권한 일부를 집단에 양도한다. 이렇게 만들어진 집단은 구성원들이 독립적으로 행동할 때보다 훨씬 더 높은 위험을 감수하는 성향이 있다.

인정욕구는 집단의 위험선호를 자극

인정 욕구 때문이다. 구성원들은 집단 안에서 높은 평가를 받길 바라고 집단의 목표에 극단으로 치닫는 사람이 구성원들로부터 동의를 얻기 때문에 집단은 더 극단으로 쏠린다. 구성원들이 집단의 결정에 신뢰를 보내는 건 연대감의 표시이지만 강력한 힘에 복종한다고 생각하며 집단의 힘이 강하다고 오판한다.

주식시장 참가자들도 집단에 소속되고 싶어한다. 주식시장이 위험한 곳이기 때문이다. 친구들끼리 단톡방을 파는 것, 텔레그램 채널을 구독하는 것, 네이버 주주방에 들어가는 것, X에 보유한 주식 해시태그를 다는 것 등이 모두 집단에 소속하는 행위다.

집단의 효용곡선은 개인과 다르다

집단은 한번 만들어지면 개인과 다른 효용곡선을 띤다. 집단의 에너지는 구성원 수의 제곱인 연결의 수에 비례한다. 10명으로 이뤄진 집단의 탐욕과 공포는 개인의 100배 수준이다.

그래서 투자자들이 집단 행동을 할 때 주가는 더 크게 오르고 떨어진다. 집단의 공포가 탐욕보다 큰 건 마찬가지다. 탐욕이 확산될 때엔 구성원들의 검토와 선택을 거치지만 공포가 퍼질 때엔 생존 신호로 받아들여져 모두에게 삽시간에 퍼진다.

정보가 전파되는 경로도 속도에 영향을 미친다. 매스미디어는 가장 많은 사람들에게 노출되지만 행동을 유발하는 강도는 낮다. 구전(口傳)은 노출 범위가 제한적이지만 정보에 대한 신뢰가 높아 행동을 유발한다.

집단의 에너지는 구성원 수의 제곱에 비례

예를 들어 1,000명이 구독하는 텔레그램 채널에 정보가 전달됐다고 하고, 20%가 메시지를 읽고 그 중 40%가 설득돼 주식을 한 주씩 샀다면 그 정보는 80주의 매수를 유발했다.

이번엔 네 명으로 이뤄진 친한 주식 모임이 있다고 하자. 이들은 서로를 안지 오래됐고 그 간 투자의 성공확률이 높아 신뢰가 깊은 상태다. 정보를 공유하는 과정은 각각이 서로에게 매수를 권한 것이어서 이들이 총 매수하는 주식수는 2의 네 제곱인 16주가 된다. 서로가 서로를 신뢰하므로 이탈하는 사람도 없고 망설이지도 않아 각각 4주씩 사기 때문이다.

1,000명이 모인 집단은 네 명이 모인 집단보다 구성원 수는 250배 많지만 매수 강도는 다섯 배 강할 뿐이다.

정보의 신뢰성은 집단행동의 참여를 결정

정보에 대한 신뢰는 주식 보유기간에도 영향을 미친다. 2020년 한국에선 코로나 확산으로 다양한 사회 실험이 진행됐다. 3월22일부터 4월19일까지는 '고강도 사회적 거리두기'가 시행돼 사람을 만날 수 없었다. 이 시기에 SNS 사용자가 급증했는데, 2020년 한국의 YouTube 구독자 수는 67% 늘었고 조회수는 88% 증가했다.

개인들의 투자 패턴도 달라졌다. 코스닥시장에서 개인의 주식 평균 보유일 수는 2019년 66일에서 2020년 3월 30.5일로 떨어졌다. 3월27일엔 14.4일까지 짧아졌다.

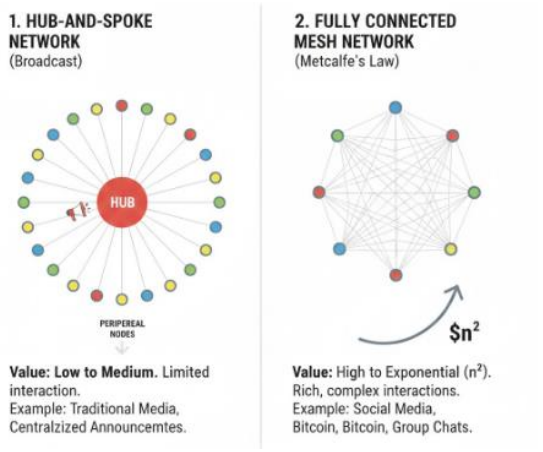
정보는 많아졌지만 신뢰도는 낮아 불안한 마음에 매매가 잦아졌을 것이다. 2020년 3월~9월을 2015년 1월~8월과 비교해도 평균 보유기간이 각각 28.3일, 57.5일로 절반에 불과했다.

집단의 공포와 탐욕은 개인에 비해 모두 증폭

정보는 집단행동을 유발한다. 집단의 크기, 구성원 간 결속, 정보의 신뢰 정도가 집단행동의 에너지 레벨을 결정한다.

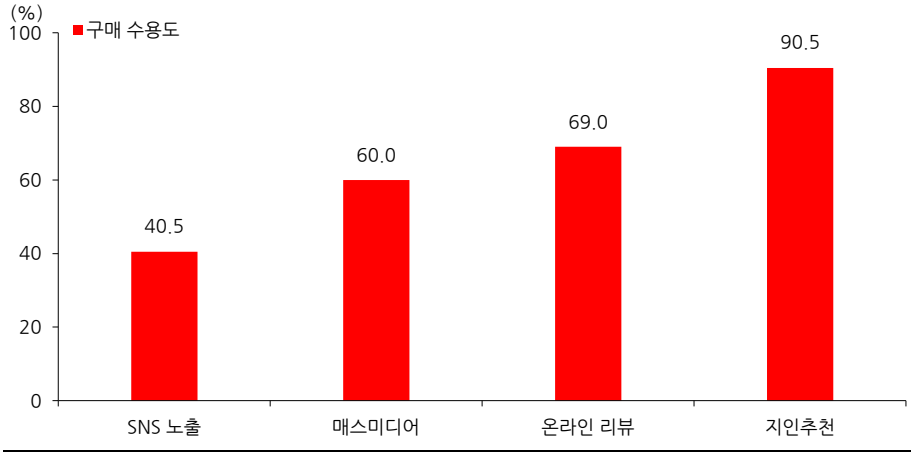
[그림10]은 집단의 공포와 탐욕을 그린 것이다. 개인에 비해 투자 수익과 손실에 대한 감정이 모두 증폭돼 있다. 그래서 군중은 탐욕이 확산되면 매수만 하고, 공포에 한번 사로잡히면 팔기만 한다. 시장의 극단적인 움직임의 근원이 여기에 있다. 이 과정을 실제 사례로 자세히 살펴보자.

[그림6] 노드들을 연결하는 네트워크 구조



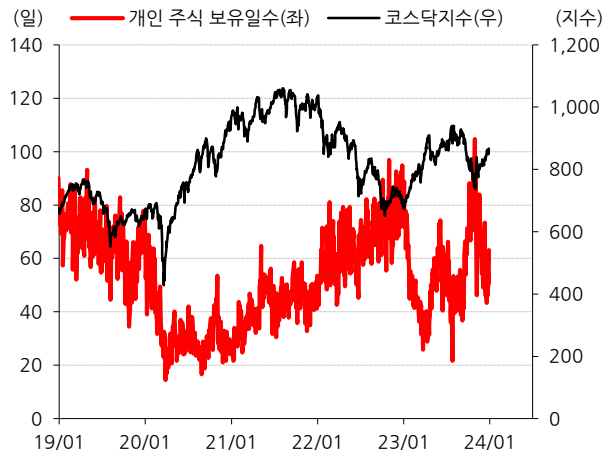
자료: Gemini, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 정보 경로별 구매 수용도



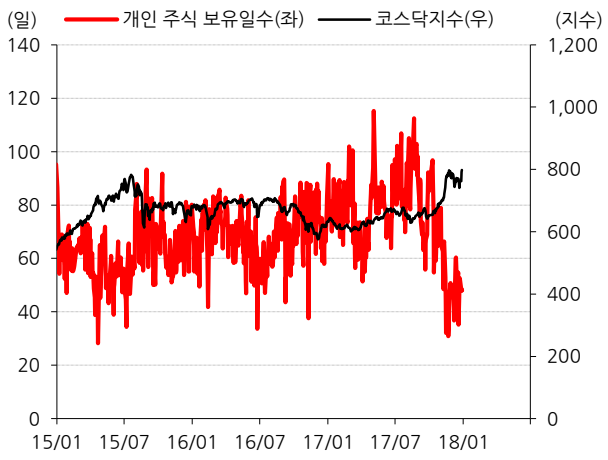
자료: 닐슨미디어, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 정보의 유통속도가 빨라지면



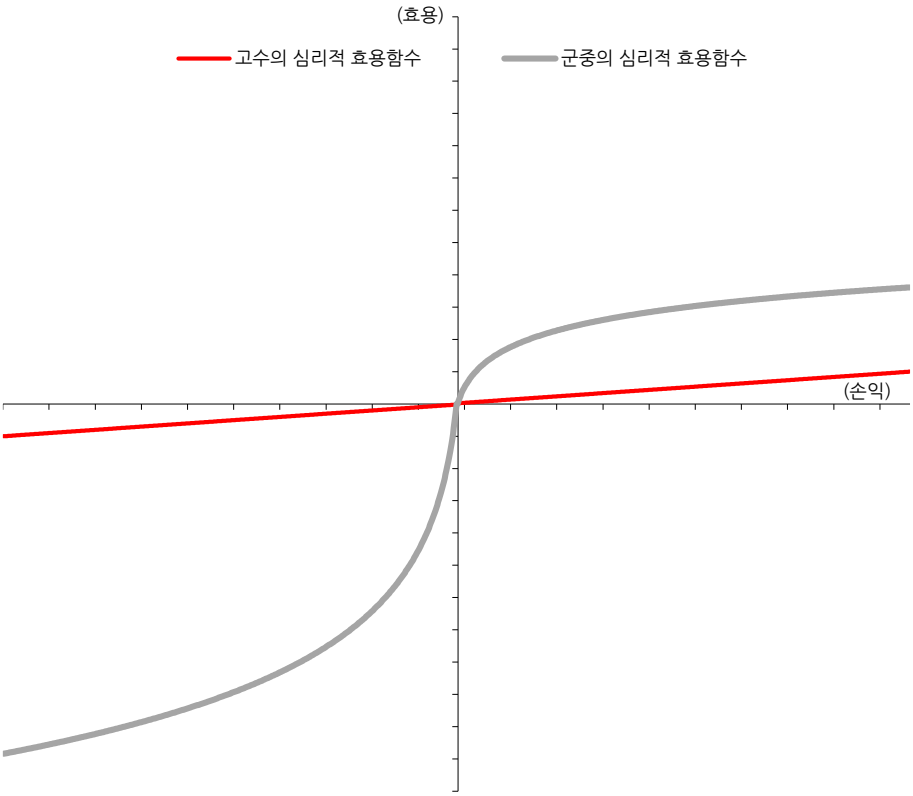
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 보유기간이 짧아짐



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 투자 수익에 대한 군중의 효용함수



주1: 밑을 2로 하는 Log 함수값
주2: 수익률 마이너스 구간은 플러스 구간 값에 -3을 곱해 산출
주3: 구성원의 수 네 명을 가정해 개인보다 16배 감정이 크다고 가정
자료: 리처드 탈러 '행동경제학', 한화투자증권 리서치센터

FOMO 의 작동원리

SIR 모형

주식시장에서 투자자들이 집단행동에 참여하는 과정은 구속력이 없고 불특정 다수가 구성원이 될 수 있어서 우연히 전염병에 감염되는 것과 유사하다.

전염병의 확산은 SIR 모형으로 설명한다. S(Susceptible, 감염대상군), I(Infectious, 감염군), R(Recovere, 회복군)로 이뤄져 있으며 감염률과 회복률이 감염 속도를 결정한다. 감염률은 접촉 빈도와 전염력의 곱이고, 회복률은 감염돼 있는 기간의 역수다.

감염 대상군, 개인 투자자 전체

SIR 모형으로 FOMO(Fears Of Missing Out)를 설명할 수 있다. 개인 투자자 전체가 감염대상군, 주식시장에 쏠림이 있는 특정 종목을 거래하는 사람들이 감염군, 그 종목을 팔고 나온 사람들은 회복군이 된다.

씨젠, 위메이드, 에코프로 사례

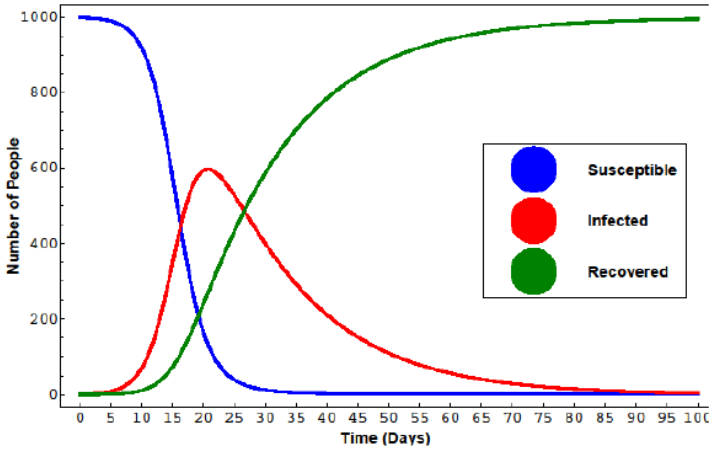
국내 개인 투자자들은 2020년 이후 주식시장에 적극 참여하기 시작했다. [그림12]는 투자자들의 FOMO를 불러 일으켰던 대표적인 종목들의 거래대금 비중을 나타낸 것이다. 2020년 코로나 진단키트를 수출한 씨젠, 2021년 코인과 메타버스 테마를 탄 위메이드, 2023년 배터리 붐의 한가운데 있었던 에코프로가 예시로 나와있다.

가장 높았던 날을 기준으로 코스닥 전체에서 이들의 거래비중은 씨젠 18.8%, 위메이드 9.7%, 에코프로 24.8%였다. 시가총액이 클수록 비율이 높았고 약세장일 경우 대안이 부족해 거래가 더 집중됐다.

코스닥 거래비중 20% 쏠림의 한계치

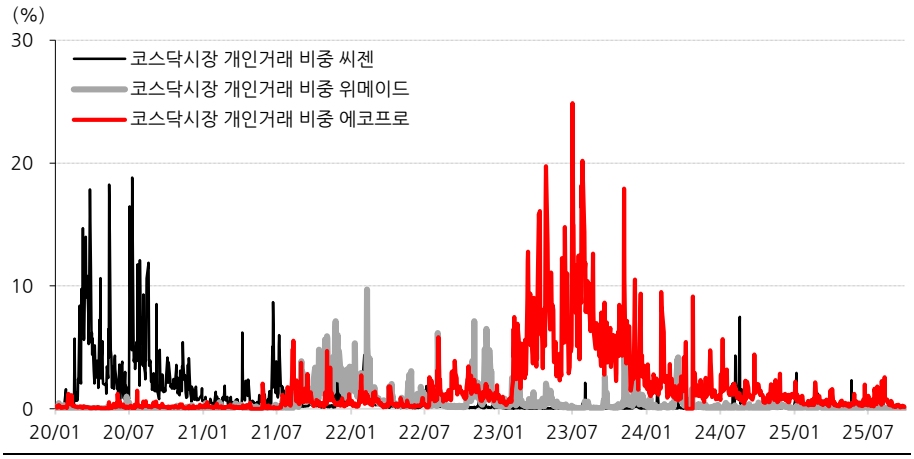
코스닥 역사상 최고의 버블이었던 새롬기술(현 솔본)의 거래 비중도 20%를 넘지 않았던 걸 감안하면 20%는 개인 투자자들이 단일 종목에 몰릴 수 있는 한계 수준인 것 같다. 코스닥에서 특정 종목이 전체 거래의 20%를 차지하면 더 주식을 살 사람이 없다고 간주해도 될 것 같다. 그러면 그때부터 주식시장에 FOMO는 잦아들 가능성이 있다.

[그림11] 코로나 확산 모형



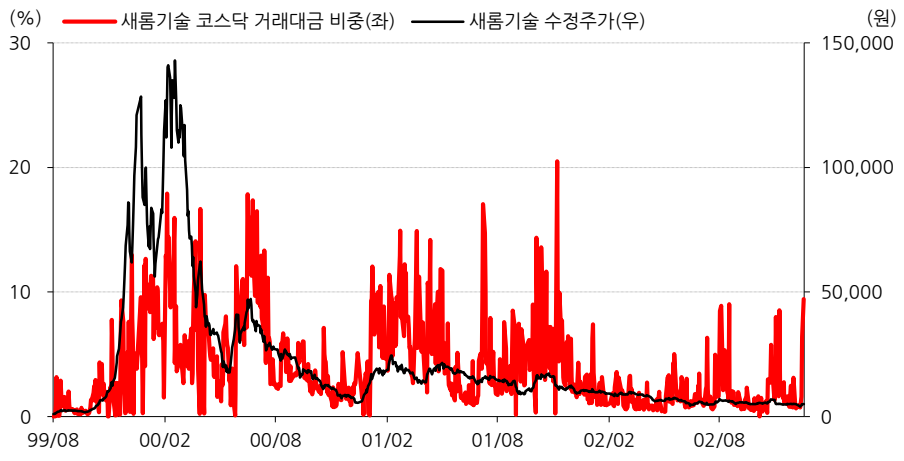
자료: Google 이미지, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2020 년 이후 개인의 FOMO 를 일으켰던 종목들의 거래비중



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 새롬기술(현 솔본) 코스닥 거래대금 비중과 주가



자료: KRX, 한화투자증권 리서치센터

집단행동을 끝내는 건 합리적 개인

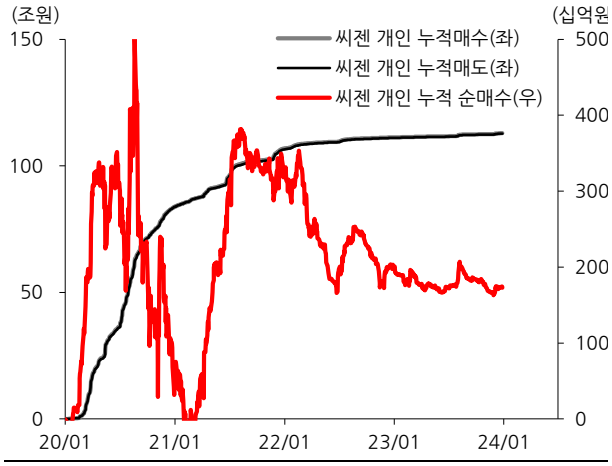
FOMO를 멈추는 건 합리적 개인들이다. 군중이 몰려들어도 면역된 사람들, 즉 종목에 대한 리서치가 돼 있어서 목표했던 수익을 챙기고 떠난 사람들이 늘면 FOMO는 끝난다.

세 종목의 사례를 보면 동일한 패턴이 관측되는데, 거래가 계속 증가하는데도 스마트머니로 보이는 개인 투자자들은 초기에 거래에서 빠져나갔다.

이들의 탈출 이후로 거래가 감소했고 주가는 고점을 찍고 조정 받기 시작했다. 이때 주가 상승을 지켜보던 다른 개인들이 2차로 진입했다. 특이한 점은 에코프로는 씨젠, 위메이드와 달리 개인이 다시 들어오지 않았다. 2차 상승을 주도한 건 개인이 아니었다.

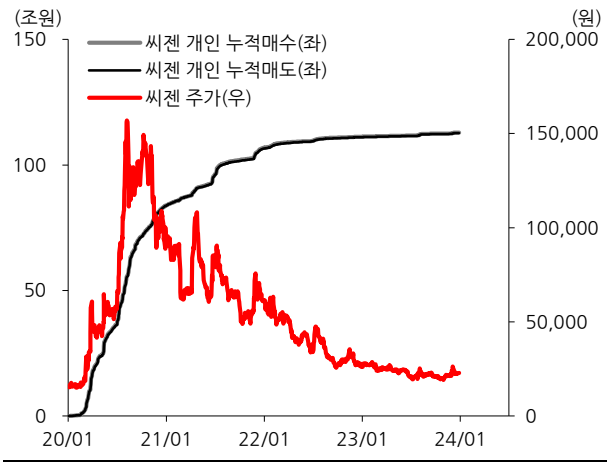
종국엔 거래가 소강상태에 접어들면서 주가는 바닥을 치고 그 뒤로 횡보했다. 거래가 뒤늦게 늘어도 주가의 반등 폭은 거래 증가에 못 미쳤다. 주가는 거래의 델타 값에 반응하는 경향을 보였다.

[그림14] 개인 중 스마트머니가 먼저 거래에서 이탈



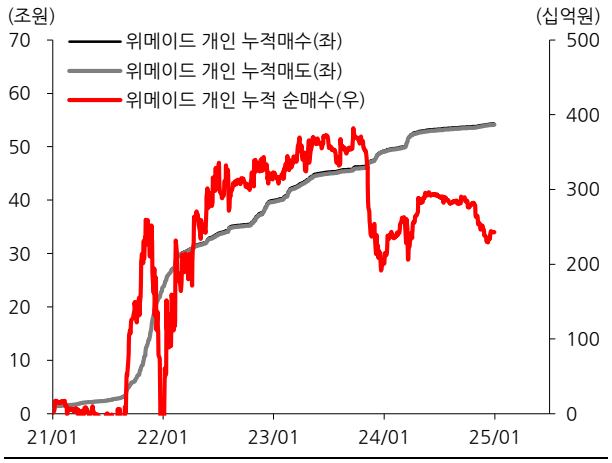
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 거래대금이 변곡점을 지나고



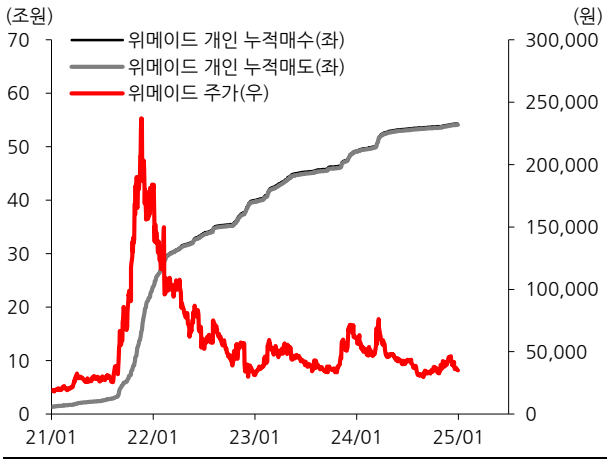
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 개인 순매수가 순매도로 전환



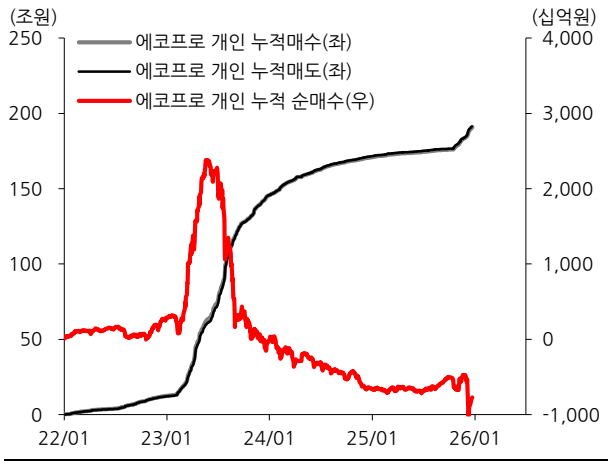
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 주가도 고점을 보고 하락 반전



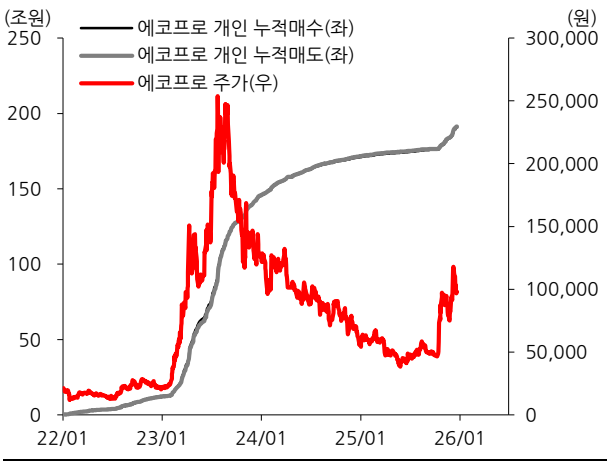
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 개인 거래도 점차 감소하고



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 주가는 바닥을 확인



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 비합리성을 파헤치다

인지부조화와 자기합리화

사람은 집단에 소속돼 안전함을 느껴

감정을 따르기만 해도 주식시장에서 살아남을 수는 있다. 수익이 났을 때 너무 일찍 실현하지만 손실을 입었을 때엔 공포에 질려 더 빨리 자르기 때문이다.

살아남지 못하는 이유는 인간에 내재돼 있는 비합리성 때문이다. 사고회로와 행동패턴에 심어져 있어 감정보다 더 고질적이다.

사람은 판단할 때 가용성의 오류를 겪는다. 모든 데이터를 분석하고 그에 기반해 판단할 수 없어서 한정적인 정보만으로 의사결정을 내린다. 많은 경우 잘못으로 드러나지만 인정하고 시정하는 대신 자신이 옳았다는 증거를 수집하고 설명력이 높은 증거는 외면한 채 인과관계까지 왜곡해버린다.

그렇게 해서 사람은 지난 결정을 미화하고 자존심을 지킬 수 있지만 남는 건 왜 실패할 수밖에 없었는지 설명하는 능력과 텅 빈 잔고뿐이다.

자기합리화로 인지부조화 해결

사람은 자기합리화에 능하다. 손실을 불가항력으로 돌리고 하락은 일시적이며 기업 펀더멘털이 견고하다는 증거를 수집한다. 그러면서 “내가 틀릴리 없다”는 인지부조화를 해결한다. 심리적 진통제를 투입해 공포를 덮으면 효용 곡선에서 공포 구간이 삭제된다. 손실 상황에서 도망칠 수 있는 본능마저 마비시키는 것이다.

[그림20~23]은 씨젠, 위메이드, 에코프로의 주가와 신용잔고다. 위험을 선호하는 투자자들은 주가가 급등할 때 진입했다. 일부는 주가가 밀릴 때 포지션을 정리했지만 일부는 관망했고 일부는 용기를 내 포지션을 늘렸다. 손실이 불어나자 금액이 이제 얼마 안 된다며 포지션을 방치했고 변동성이 낮아지자 본전을 만회하기 위해 변동성이 큰 종목으로 갈아탔다.

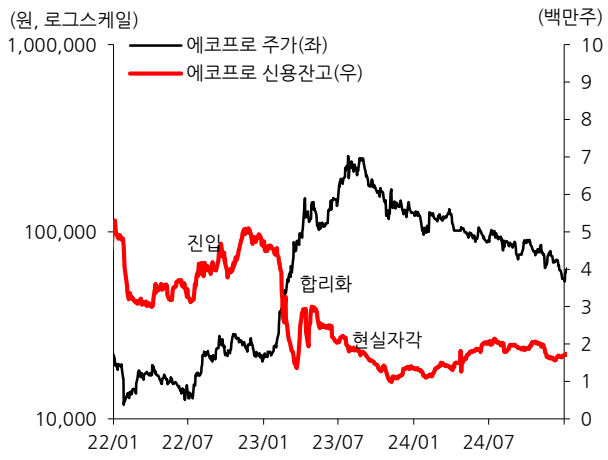
[그림20] 매수 이후 주가 하락하며 포지션 확대했으나

자료: Google 이미지, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 주가 변동성 하락하며 종국엔 이탈

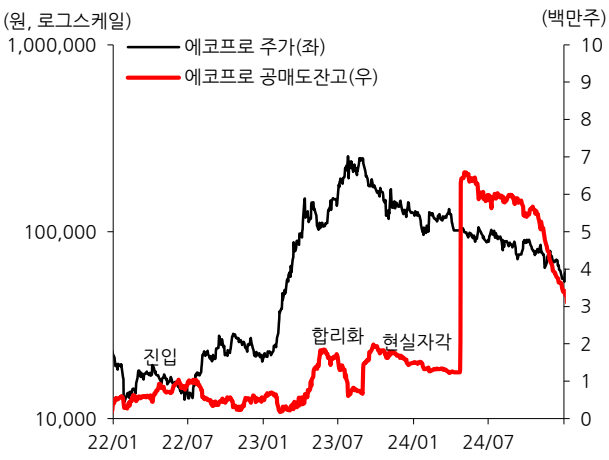
자료: Google 이미지, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 에코프로의 경우는



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 신용과 공매도 모두에서 나타남



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

해결책, 확률적 사고

확률적 사고로 심리게임에 우위를 점해라

그러니 심리게임에서 유리한 위치를 점하고 싶으면 직관적으로 생각하지 말고 확률적으로 생각해야 한다. 새로운 증거가 나오면 그에 기반해 결정해야 한다. "일반가설도 확증될 수 없다"는 칼 포퍼의 말처럼 누구나 언제든 틀릴 수 있다. 가설이 부정되고, 논리가 경로에서 벗어나면 과감히 투자를 접어야 한다.

해결책은 확률적 사고, 틀릴 확률이 얼마나 낮은가

확률적 사고는 어렵지 않다. 맞을 확률이 얼마나 높은지가 아니라 틀릴 확률이 얼마나 낮은지를 증명하는 것이다.

이때 투자 논리를 통계적으로 기술해야 한다. 이유를 기술하고 검증하기 어렵다면 투자 해선 안된다. "내 주변 사람들이 모두 다신 주식투자를 하지 않겠다고 했다"는 좋은 이유 같아 보이지만 통계적으로 기술할 수도, 검증할 수도 없기 때문에 이를 근거로 투자 해선 안된다.

투자 논리를 통계적으로 기술할 수 있어야 한다

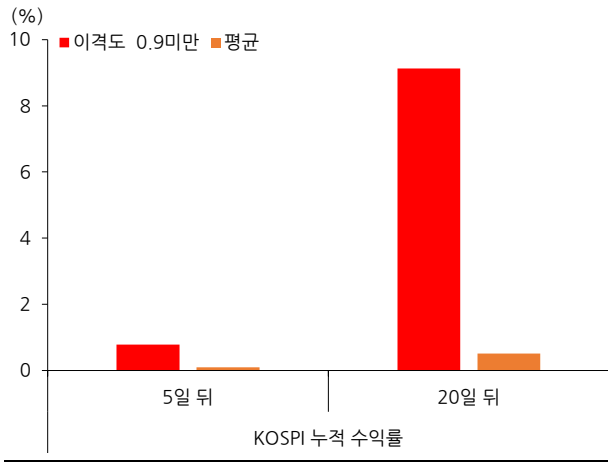
사람들이 오늘 주식을 사기로 결심한 결정적 이유는 어제 올랐기 때문이다. 그러면 어제 오른 주식이 오늘 오를 확률을 통계적으로 기술하고 검증해보자.

틀릴 확률이 낮은지 증명하기 위해 "어제의 주가 등락은 오늘의 등락과 아무런 상관이 없다"를 가설로 세운다. 2020년 이후 KOSPI와 코스닥에 상장된 2,600여개 종목들 가운데 전일의 등락이 다음날 등락에 영향을 미친 경우는 KOSPI의 경우 49.5%, 코스닥의 경우 52.3%였다. 이 가설을 기각하려면 상관이 '있는' 확률이 95%는 돼야 하지만 50% 밖에 안되기 때문에 가설을 채택한다. 즉 어제 오른 주식을 오늘 사는 건 의미가 없다.

조건을 특정해보자. 주가의 이격도를 활용한 매매는 성공률이 높다고 알려져 있다. 20일 이격도가 0.90 미만일 때 KOSPI 지수를 매수한 뒤 20일 이후 수익이 나는지를 검증하려면, 기각해야 하는 가설은 "20일 이격도가 0.90 미만일 때 20일 뒤 수익률은 평상시와 차이가 없다"이다. 2011년 1월 27일부터 2025년 11월 26일까지 KOSPI의 평균 20일 수익률은 0.51%였고 이격도 0.90미만에서 평균 20일 수익률은 9.13%였다. 의미 있게 높은 신뢰구간에서 기각한다. 20일 이격도 0.90 미만에선 주식을 산다.

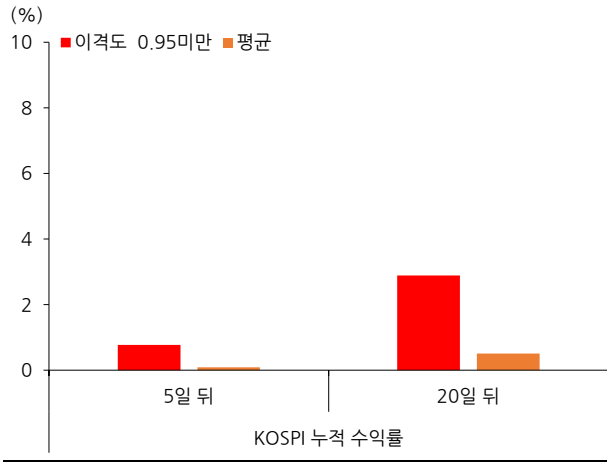
20일 이격도 0.90 미만은 3,647거래일 가운데 17일 밖에 없었다. 미국 신용등급 강등, 코로나 확산, 트럼프 관세 인상 등으로 시장이 공포에 사로잡혀 있던 기간이다. 투자 논리가 "극한의 공포를 산다"보다 "20일 이격도 0.90 미만에서 초과 수익률 8.62%p 기대"일 때 확신은 더 높아진다.

[그림24] KOSPI, 20 일 이격도 0.90 미만에서 수익률



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] KOSPI 20 일 이격도 0.95 미만에서 수익률



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

V. 투자는 심리게임이다

역발상 투자, 근원의 심리를 거슬러라

돈의 명목가치와 심리가치가 다르다

투자자의 심리는 초과 수익의 원천이다. 탐욕을 부리기 때문에 고평가되고 공포에 사로잡히기 때문에 저평가된다. 돈의 심리가치를 명목가치에 수렴시켜서 반대 포지션을 잡아야 한다.

1억원으로 1,000만원을 벌었다면 10% 수익을 냈다고 생각하지 말고 1,000만원을 벌었다고 생각하고 100만원이 10배가 됐을 때와 같은 희열을 느껴야 한다. 그래야 큰 돈을 벌어도 투자 동기가 유발된다. 어떻게 벌어도 같은 돈이다. 쉽게 벌었다고 쉽게 투자하는 것도 문제지만 어렵게 번 돈을 아까워서 투자 못하는 것도 문제다.

시장의 심리를 읽어라

개인이 집단에 소속되면 감정은 몇 배로 증폭된다. 집단의 규모, 결속의 구조, 정보가 전달되는 경로 등을 살펴봐야 한다. 집단이 크고 결속이 다중적일수록 수급은 강해진다. 정보가 공개적으로 유통되고 있다면 투자자들에게 잘 수용되지 않겠지만, 입소문이 나고 있다면 신뢰는 높을 것이다. 구전(口傳)은 가장 강력한 행동을 유발한다.

주식시장의 심리 상태를 읽어야 한다. 감정과 비합리성의 비중이 얼마나 되는지 분해해야 하는데, 투자 논리가 확률적으로 기술되지 않는 부분으로 가늠할 수 있다.

역발상으로 베팅의 기술을 뛰어넘어라

이 지점에서 역발상 투자의 근거가 확보된다. 역발상 투자는 오르면 팔고 내리면 사는 기계적인 매매가 아니다. 군중의 반대편에 서서 지적 우월함을 즐기는 행위는 더욱 아니다. 인간의 근원적인 심리를 거스르는 수행이다.

이성적이고 합리적인 상태를 유지하기만 하는 데에서 더 나아가야 한다. 인간의 감정, 비합리성, 군중심리를 이해하고 초과 수익을 내는데 활용하는 베팅의 기술보다 한 단계 높은 투자 원리다.

반대 논리가 없을 때를 경계해라

시장에서 주식을 설명하는 논리가 달라질 때를 포착해야 한다. 쉬운 예로 경기에 민감한 주식의 사이클이 없어졌다고 하거나, 특정 기술 기업이 독점적인 시장점유율을 계속 유지할 것이라고 주장하면 합리적인 의심을 해봐야 한다.

2010년엔 화학 산업의 호황이 계속되자 사이클이 없어졌다고 하기도 했고 2016년엔 대우조선해양(현 한화오션) 주가가 반등할 가능성이 0%라고 하기도 했다. 시장 논지의 반증 사례가 논리적으로 존재해야 한다. 그래서 리서치는 중요하다.

비합리성의 반대편에 설 뿐

투자는 자신의 비합리성, 시장의 비합리성을 교정해가는 과정이다. 내가 틀렸을 가능성, 시장이 틀렸을 가능성을 끊임없이 물어야 한다. 정답은 없다. 내가 틀릴 확률이 낮을 때 진입해서 시장이 틀릴 확률이 높을 때 나올 뿐이다.

[Compliance Notice]

자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.