

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2023. 3. 14 (화)

meritz Strategy Daily

전략공감 2.0

Strategy Idea

GICS 분류체계 변경 및 영향 분석

오늘의 차트

일본 1개월 수익률 강세 배경

칼럼의 재해석

팬데믹 전후 시장참여자 성향 변화

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

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

Strategy Idea



▲ 퀀트/ETF
Analyst 이정연
02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr

RA 최병욱
02. 6454-4876
byungwook.choi@meritz.co.kr

GICS 분류체계 변경 및 영향 분석

- ✓ 3월 17일(금요일) 장마감 이후 GICS 분류체계 변경 예정
- ✓ 이번 기준변경으로 Visa, Mastercard 등 일부 IT업종 구성종목 금융, 산업재 업종으로 이동
- ✓ 1) 섹터 ETF 자금 흐름, 2) 금융업종 별류, 이익성장성 확대, 3) 코스피200 지수변경 영향

GICS는 1999년 MSCI와 S&P 다우존스 지수가 개발한 산업 분류 체계이다. 기업들이 여러 산업의 사업을 영위하고 있기 때문에 명확하게 특정 종목의 산업을 분류하는 것은 한계가 있다. 다만, GICS는 글로벌 금융시장 참여자들이 가장 많이 사용하고 있는 산업분류 체계이다. 국내에서는 한국거래소, Fnguide 등 지수사업자가 업종분류를 하고 있으나, 이들 사업자도 GICS 기준을 참고한다.

3월 17일 장마감 이후 GICS 분류 체계 변경 예정

GICS는 수년에 걸쳐 분류기준을 수정해왔다. 현재 11개 섹터, 24개 산업그룹, 69개 산업, 158개 하위산업으로 구성되어 있다. 다만, 지난해 MSCI와 S&P 다우존스 지수는 GICS 분류기준 변경을 발표했다. 해당 내용은 이번 주 금요일(3/17) 장마감 이후 반영될 예정이다. 이에 따라 11개 섹터, 25개 산업 그룹, 74개 산업, 163개 하위 산업으로 변경된다. 2018년 분류기준 변경만큼 대대적인 수정은 아니나, 어떤 변화인지 살펴볼 필요성이 있어 변경 내용과 그 영향을 살펴보도록 하자.

표1 2023년 GICS 분류체계 변경 주요내용

정보기술, 금융, 산업재

1. Data Processing & Outsourced Services 기업을 IT에서 금융 및 산업재로 재분류
2. 금융 내에 Transaction, Service Processing Services 하위 산업 신설
3. Thrift와 Savings Banks를 Regional Banks 하위 산업에 통합
4. 다각화된 금융 Industry Group 내 Commercial & Residential Mortgage Finance 하위 산업 신설
5. Trucking 하위 산업에서 Passenger과 Cargo/Goods Ground Transportation를 분리

소비재

1. Internet & Direct Marketing Retail 하위 산업 분류 폐지, 해당산업종목 각각 재분류
2. Consumer Discretionary 내 Broadline Retail 하위 산업 신설, 백화점, 온라인 마켓 포함

부동산

3. REIT 하위 산업 관련: 보다 세밀한 분류 도입

헬스케어

4. 의약 목적으로 사용되는 대마초 base 약품 제조 회사, 제약 하위 산업 분류에 포함

자료: S&P Dow Jones Indices LLC, 메리츠증권 리서치센터

GICS 분류체계 변경내용: 1) IT 하위산업 삭제, 2) 유통관련 산업 변화

1) IT업종 내 Data Processing & Outsourced Services 하위산업 삭제

IT업종 하위산업 분류 체계 삭제
→ 해당종목 금융, 산업체로 이동

이번 산업분류기준 변경으로 IT업종 시가총액 비중은 줄어들 예정이다. IT 업종 하위산업 분류에 있는 'Data Processing & Outsourced Services'가 삭제되기 때문이다. 해당 산업 분류에 속한 종목의 시가총액은 IT업종 시가총액의 12.3%를 차지했으며, 이들 종목은 금융과 산업체로 이동할 예정이다.

카드사, 핀테크 종목 금융섹터로 이동

대표적으로 Visa(V), Mastercard(MA)는 IT업종에서 금융업종으로 이동한다. 금융업종 하위산업인 'Transaction and Payment Processing Services'으로 분류될 예정이다. 그 외 PayPal(PYPL), Fiserv(FISV), Fidelity National Information (FIS), Global Payments(GPN), FleetCor Technologies(FLT), Jack Henry & Associates (JKHY) 등 총 8개 종목도 금융업종의 하위산업으로 이동한다. 이에 따라, 금융 업종 내 Transaction and Payment Processing Services는 26% 차지하며 Diversified Banks 하위 산업분류 다음으로 큰 비중을 차지할 예정이다.

인적자원 서비스 관련 종목,
산업체로 이동

IT업종에서 산업체 업종으로 분류되는 종목은 'Human Resource & Employment Services'로 분류될 예정이다. Paychex(PAYX), Broadridge Financial Solutions (BR), Automatic Data Processing(ADP)와 같이 인적자원 지원 서비스, 커머셜 데이터 처리, 비즈니스 아웃소싱 서비스를 제공하는 기업들이다. 이러한 비즈니스 활동이 비즈니스 지원 활동과 더 일치하기 때문에 산업체로 이동하기로 결정됐다.

표2 금융, 산업체 업종 변경내용

Code	Sector	Code	Industry Group	Code	Industry	Code	Sub-Industry
20	Industrials	2020	Commercial & Professional Services	202010	Commercial Services & Supplies	20201010	Commercial Printing
						20201050	Environmental & Facilities Services
						20201060	Office Services & Supplies
						20201070	Diversified Support Services
						20201080	Security & Alarm Services
40	Financials	4020	Financial Services (New Name)	402010	Financial Services (New Name)	20202010	Human Resource & Employment Services(Definition Update)
						20202020	Research & Consulting Services
						20202030	Data Processing & Outsourced Services
						40201020	Diversified Financial Services(New Name)
						40201030	Multi-Sector Holdings
						40201040	Specialized Finance
						40201050	Commercial & Residential Mortgage Finance(New)
						40201060	Transaction & Payment Processing Services(New)

자료: S&P Dow Jones Indices LLC

2) 유통관련 산업 변화

임의소비재 하위산업 통폐합

코로나 국면 이후 유통업체들은 고객 요구를 충족하기 위해 오프라인과 온라인 가릴 것 없이 옴니채널 방식의 고객 접근을 선택했다. 이에 따라 인터넷, 디렉트 마케팅과 오프라인 채널별로 업종을 구분하는 기준의 방식이 모호해졌다. 이러한 변화를 반영하여 임의소비재 업종은 판매하는 제품의 특성에 따라 하위 산업이 분류될 예정이다. General Merchandise Stores, Department Stores 하위 산업은 Broadline Retail이라는 새로운 하위 산업으로 통합된다.

임의소비재 일부 종목 필수소비재로 이동

식품, 가정용품, 개인 위생용품과 같은 필수소비재에서 수익의 대부분을 창출하는 소매업체는 임의소비재에서 필수소비재로 이전될 예정이다. 이러한 변화의 영향을 받는 기업은 Target(TGT), Dollar General(DG), Dollar Tree (DLTR)이다. 이들 종목은 Walmart, Costco와 같은 다른 대형 슈퍼마켓과 함께 필수소비재 아래 새로 만들어진 소비재 소매 하위 산업으로 그룹화된다. 이에 따라 S&P 500 내 임의소비재 섹터는 비중은 10.3%에서 9.8%로 줄어들고(23/3/10기준) 필수 소비재 비중은 7.2%에서 7.6%로 늘어난다.

그 외 부동산 업종 내 Residential REITs는 2개 하위산업으로 분류되며, Specialized REITs는 5개 하위산업으로 분류될 예정이다. 의료목적의 대마초 생산 기업을 헬스케어 업종에 포함시킬 계획이며, 산업재 내 화물 운송 하위 산업 분류를 여객 지상 운송과 화물 지상 운송으로 분류하는 등 섹터 이동 없이 하위 산업 분류의 통합, 세분화가 진행될 예정이다.

표3 경기소비재, 필수소비재 업종 변경내용

Code	Sector	Code	Industry Group	Code	Industry	Code	Sub-Industry
25	Consumer Discretionary	2550	Consumer Discretionary Distribution & Retail(New Name)	255010	Distributors	25501010	Distributors
				255020	Internet & Direct Marketing Retail(Discontinued)	25502020	Internet & Direct Marketing Retail(Discontinued)
				255030	Broadline Retail(New Name)	25503010	Department Stores(Discontinued)
						25503020	General Merchandise Stores(Discontinued)
						25503030	Broadline Retail(New)
				255040	Specialty Retail	25504010	Apparel Retail
						25504020	Computer & Electronics Retail
						25504030	Home Improvement Retail
						25504040	Other Specialty Retail(New Name)
						25504050	Automotive Retail
						25504060	Homefurnishing Retail
30	Consumer Staples	3010	Consumer Staples Distribution & Retail(New Name)	301010	Consumer Staples Distribution & Retail(New Name)	30101010	Drug Retail
						30101020	Food Distributors
						30101030	Food Retail
						30101040	Consumer Staples Merchandise Retail(New Name & Definition Update)

자료: S&P Dow Jones Indices LLC

표4 섹터 이동 종목 리스트

Ticker	Name	Weight In S&P 500 Index(%)	Weight within Their Current S&P 500 Sector(%)	Weight within Their Proposed S&P 500 Sector(%)	Current GICS Sub-industry	Proposed New Sub-Industry
From Information Technology to Financials						
V	Visa	1.25	4.73	9.12	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
MA	MasterCard	0.93	3.52	6.78	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
PYPL	PayPal Holdings	0.23	0.88	1.70	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
FISV	Fiserv	0.20	0.75	1.44	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
FIS	Fidelity National Information	0.07	0.28	0.54	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
GPN	Global Payments	0.04	0.15	0.30	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
FLT	FleetCor Technologies	0.03	0.12	0.24	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
JKHY	Jack Henry & Associates	2.76	10.44	20.11	Data Processing & Outsourced Services	Transaction & Payment Processing Services
Total Weights		1.25	4.73	9.12		
From Information Technology to Industrials						
ADP	Automatic Data Processing	0.25	0.94	2.91	Data Processing & Outsourced Services	Human Resource & Employment Services
PAYX	Paychex Inc	0.11	0.41	1.28	Data Processing & Outsourced Services	Human Resource & Employment Services
BR	Broadridge Financial Solutions	0.05	0.17	0.53	Data Processing & Outsourced Services	Human Resource & Employment Services
Total Weights		0.40	1.53	4.72		
From Consumer Discretionary to Consumer Staples						
TGT	Target Corp	0.20	2.00	2.69	General Merchandise Stores	Consumable Merchandise Retail
DG	Dollar General	0.14	1.33	1.79	General Merchandise Stores	Consumable Merchandise Retail
DLTR	Dollar Tree Inc	0.09	0.85	1.15	General Merchandise Stores	Consumable Merchandise Retail
Total Weights		0.43	4.17	5.63		

주: 3월 10일 시가총액 기준

자료: S&P Dow Jones Indices LLC, 메리츠증권 리서치센터

표5 S&P500 섹터 변경내용 정리

GICS Sector Code	GICS Sector Name	Current Stock Count	Current Sector Weight(%)	New Stock Count	New Sector Weight(%)	Stock Count Change	Change in Sector Weight(%)	Stock Count		
								Reclassify within Sector	Leaving Sector	Joining Sector
10	Energy	23	4.5	23	4.5					
15	Materials	29	2.5	29	2.7					
20	Industrials	70	8.1	73	8.5	3	0.4	2		3
25	Consumer Discretionary	56	10.3	53	9.8	-3	-0.4	3	3	
30	Consumer Staples	33	7.2	36	7.6	3	0.4	2		3
35	Health Care	63	13.3	63	13.3					
40	Financials	67	10.9	75	13.7	8	2.9			8
45	Information Technologies	76	26.4	65	23.2	-11	-3.3		11	
50	Communication Services	25	11.7	25	11.7					
55	Utilities	30	2.7	30	2.7					
60	Real Estate	31	2.5	31	2.5			17		
Total		503	100	503	100	0	0	24	14	14

주: 3월 10일 시가총액 기준

자료: S&P Dow Jones Indices LLC, 메리츠증권 리서치센터

표6 S&P500 섹터 변경내용 정리

Current GICS Sector	Affected Stock Count										SUM
	Energy	Materials	Industrials	Consumer Discretionary	Consumer Staples	Health Care	Financials	Information Technologies	Communication Services	Utilities	
Energy											0
											0
											2
											6
											2
											0
											0
											11
											0
											0
Sum	38	0	0	5	3	5	0	8	0	0	17

자료: S&P Dow Jones Indices LLC, 메리츠증권 리서치센터

GICS 분류체계 변경에 따른 영향 3가지

1) S&P500 섹터 벤치마크 투자 ETF 자금 흐름

비중축소 업종: IT, 임의소비재

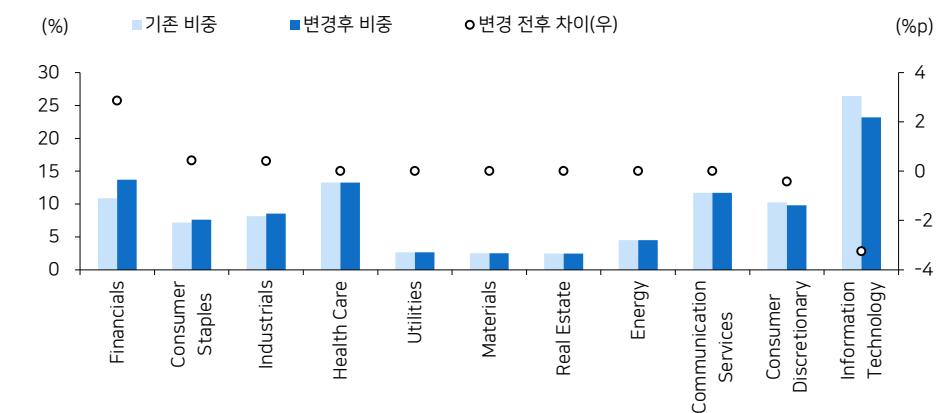
비중확대 업종: 금융, 필수소비재, 산업재

이번 이번 산업 분류 기준 변경은 2018년 변경만큼 큰 변화는 없으나, 일부 S&P 500 섹터 추종 ETF에 자금흐름 변화가 나타날 것이다. 기존 GICS 구조 하에서 현재 시총 기준(23/3/10) S&P 500 섹터 가중치를 새로운 분류체계와 비교해 보도록 하자. IT섹터의 비중은 26.4% → 23.3%로 3%p 이상 줄어들고, 반대로 금융과 산업재 섹터 비중은 각각 10.9% → 13.7%, 8.1% → 8.5%로 늘어난다. 임의소비재 업종은 10.3% → 9.8%로 줄어들며, 반대로 필수소비재는 7.2% → 7.6%로 비중이 확대될 예정이다

제분류로 인해 관련 섹터 ETF에서는 주식비중 재조정이 이뤄진다. 특히 IT업종 종목의 경우 Visa, Mastercard 등 시총규모가 큰 종목의 섹터 이동으로 이들 종목에 투자된 IT ETF 자금이 나머지 IT종목들에 시총비중으로 분배될 예정이다. 반대로 금융업종의 경우 새로 이동한 종목들로의 자금유출이 진행될 것이다.

미국의 주목할만한 IT업종 ETF로는 Vanguard Information Technology ETF (VGT), Technology Select Sector SPDR Fund(XLK), iShares U.S. Technology ETF(IYW)로 각각 437억, 406억, 91억 달러 AUM이다. 3조원 이상 규모의 자금이 IT섹터 구성종목에 재분배될 것이다. Financial Select Sector SPDR Fund(XLF), Vanguard Financials ETF(VFH) AUM은 각각 324억, 87억 달러이다. 기존 금융업종 구성종목에 투자되어있는 ETF 자금 1조원 이상 규모가 신규로 금융업종으로 이동하는 종목들에 유입될 것이다.

그림1 GICS 산업분류 기준 변경 전후 업종별 S&P500 지수 내 비중 차이_3/17 기준



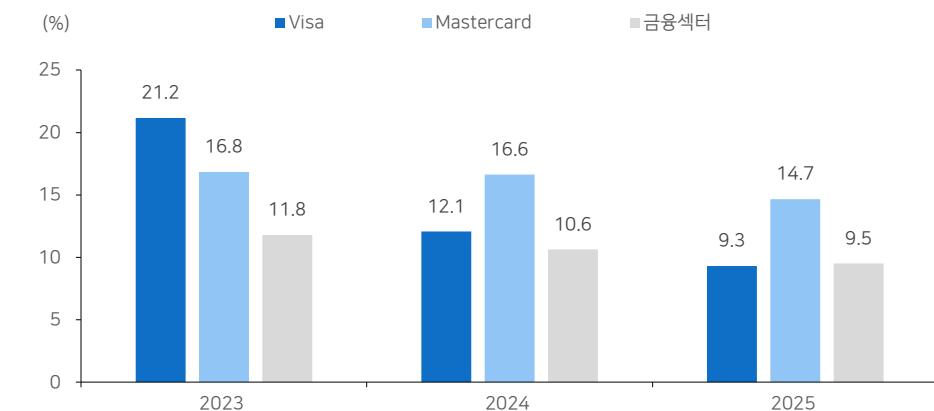
자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

2) 금융업종 스타일 변경

금융업종 지수: 벤류에이션, 이익 성장성 증가 + 금리민감도 낮아질 전망

기존의 금융섹터는 자산운용사, 투자은행, 상업은행, 보험사 중심으로 구성되어 있다. 이번 GICS 분류체계 변경으로 펍테크와 신용카드 회사도 IT업종이 아닌 금융업종으로 들어갈 예정이다. 이에 따라, 금융업종 지수의 이익과 주가 흐름에 변화가 있을 것이다. 금융섹터는 실적 대비 낮은 벤류에이션에 거래되고 이익 성장성이 높지 않은 것이 특징이지만, 펍테크/카드사 종목은 높은 벤류에이션과 이익 성장성이 예상되는 종목이다. Visa, Mastercard만 하더라도 2025년까지 금융섹터 이익 증가율 대비 높은 성장이 기대된다. 따라서 GICS 변경 이후 금융업종의 벤류에이션과 이익성장이 변경 전 대비 높아지며 주가 측면에서도 금리민감도가 낮아질 것이다.

그림2 Visa, Mastercard VS 금융섹터 이익증가율 비교



자료: Eikon, 메리츠증권 리서치센터

3) 코스피200 지수변경 영향

코스피200 지수: GICS 분류체계 하에 산업군 종목수 유지

코스피200 지수는 2017년부터 GICS 섹터를 참고하여 종목별 산업군을 분류하기 시작했다. 구성종목 선정 과정에서 산업군별로 시가총액과 거래대금 기준으로 종목을 선정하며 산업군별 종목수를 최대한 유지하고 있다. 이에 따라, IT섹터의 경우 시가총액이 큰 종목들이 다수 포진되어 있어 2~3조원 시총임에도 불구하고 코스피200 지수에 포함되지 못한 종목들이 있다. 반면, 금융섹터의 경우 1조원 규모의 종목도 코스피200 지수에 포함되어 있다.

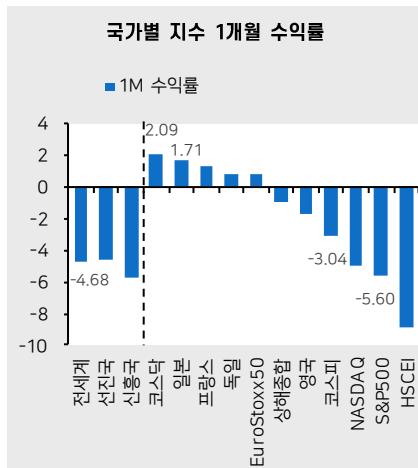
카카오페이 금융업종으로 이동
: 6월 정기변경에서 시총 2~3조원 IT종목 지수편입, 시총 1조원 금융 종목 편출 가능성

이번 GICS 분류체계 변경으로 코스피 구성종목 중 IT섹터에서 금융섹터로 이동하는 종목은 '카카오페이지(377300)'이다. 이에 따라 시총 2, 3조원 규모의 IT섹터 종목이 카카오페이지를 대신하여 코스피200지수에 편입될 가능성이 있으며, 반대로 금융섹터 내 1조원 규모의 회사는 카카오페이지로 대체될 가능성이 있다. 코스피 200 정기변경이 6월에 예정됨에 따라 GICS 분류체계 변경을 고려한 구체적인 편출입 예상 종목은 십사대상기간이 2/3 이상 지난 시점에 자료를 통해 제시하도록 하겠다.

오늘의 차트

이진우 연구위원

일본 1개월 수익률 강세 배경



기업명	NIKKEI225 소재 기업 (시총 1억엔 이상)				
	종가 (엔)	시가총액 (십억엔)	1M (%)	YTD (%)	기여도 (%)
JFE HOLDINGS	1,816	1,116	17.2	18.2	0.19
일본제철	3,222	3,062	15.8	40.6	0.32
미쓰비시 케미컬	805	1,212	7.4	17.5	0.20
SHIN-ETSU	20,500	8,299	4.9	26.3	6.88
Toray	783	1,277	3.6	6.2	0.20
ASAHI KASEI	973	1,357	3.3	3.4	0.22
나토렌코	8,760	1,312	2.9	14.5	1.81
SUMITOMO MET MIN	5,152	1,498	-1.0	10.3	-0.19

주: 3월 10일 종가 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

매크로 불확실성에도 불구하고 상대적 강세 보인 코스닥

미국 1월 소비 및 물가 지표가 예상치 상회 이후 미 연준의 긴축 장기화 우려가 부각되며 글로벌(-4.68%) 및 미국(-5.60%) 증시가 하락하였다(1개월 전 대비). 코스피(-3.04%) 또한 하락하였으나 코스닥 지수는 +2.09% 상승하며 글로벌 대비 강세를 보였다. 이러한 배경에는 엔터주 내 지분경쟁 이슈 및 2차전지 소재 기업이 선전한 영향이 있었다.

일본 증시 강세를 견인한 섹터는 소재

국가별 지수 1개월 수익률을 보면 코스닥 이외에도 일본 증시(Nikkei225)가 +1.71% 상승하며 상대적 강세를 보였다. 섹터별로 보면 커뮤니케이션 및 헬스케어를 제외한 모든 섹터가 1개월 전 대비 상승한 가운데 소재(+5.7%), 에너지 (+3.7%), 부동산(+3.1%) 섹터가 강세를 보였다.

Nikkei225에서 두 번째로 많은 수를 차지하는 소재 기업

Nikkei225를 구성하는 소재 기업은 총 32개로 산업재(64개) 다음으로 가장 많은 수의 기업을 차지하고 있다. 소재 기업 중 최근 1개월 주가가 하락한 기업은 이 중 3개 기업에 불과하다. 주가가 하락한 기업 또한 그 하락률이 최저 -2.1%에 불과하며 견조한 모습을 보인다.

소재 강세의 배경은 철강&2차전지 밸류체인

일본 소재 기업에는 철강 및 화학 기업이 주를 이루고 있다. 이 중 고베 제철 (+43.5%), 일본 제철(+15.8%) 등 일본 철강 기업의 주가 상승이 두드러지게 나타난다. 이를 기업은 국내 설비의 구조조정을 통한 고정비 절감, 철강 원자재 상승을 판매 가격 상승으로 연결시켜 스프레드 개선을 이루는 등의 영향으로 FY2022 연간 실적 기준 이익 개선을 보일 것으로 기대된다. 이 외에도 코스닥에서 2차전지 소재 기업이 강세를 보인 바와 같이 화학 기업 중 Shin-Etsu(+4.9%), Toray(+3.6%) 등 Panasonic형 2차전지 밸류체인에 속해있는 기업들의 강세가 엿보인다.

칼럼의 재해석

박수연 연구원

팬데믹 전후 시장참여자 성향 변화 (Bloomberg)

팬데믹을 겪으며 개인의 삶, 사회 시스템 등에서 커다란 변화가 나타났다. 시장도 마찬가지다. 대표적으로 주식시장과 외환시장의 변동성은 우상향 추세를 보인다. 이러한 변화 배경 중 하나는 시장참여자들의 성향 변화일 수 있다. 지난 2월, 뉴욕 연방준비은행, 서던 캘리포니아 대학교(University of Southern California), 유니버시티 칼리지 런던(University College London) 연구진은 트레이더의 '비인지능력'이 팬데믹 전후로 어떻게 바뀌었는지에 대해 주목했다.

연구에서는 다섯 가지 비인지능력을 조사하였다. 그리고 1) 수용성(Agreeableness)과 2) 외부통제력(Locus of Control) 하락이 두드러졌다. 이는 시장참여자들의 위험선호도가 단기적으로나마 약화되었음을 의미한다. 다른 사람의 의견을 의심하게 되고, 외부상황에 대한 통제력이 낮아졌다고 느끼는 참여자가 과감한 베팅을 취할 가능성은 작기 때문이다.

특히 현재와 같이 정책 불확실성이 높은 상황에 더욱 해당된다. 이전 시기들과 달리, 시장의 경계감은 연준 정책 정상화 전망이 대두된 이래 2년 가까이 지속되고 있다. 따라서 이번 연구는 현재 시장이 더욱 위험회피적일 수 있으며, 시스템 리스크로 가능성은 제한적이더라도 지난 위기에 비해 안전자산 선호 현상이 장기화될 수 있음을 설명한다.

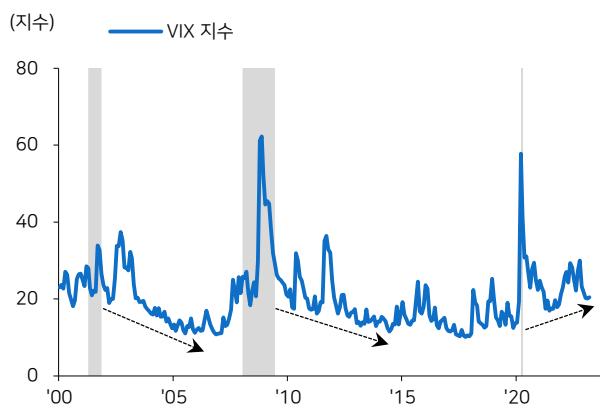
팬데믹이 지나가고 변해버린 사회, 그리고 시장

팬데믹을 겪으며 사회 전반 변화. 시장 반응도 바뀐 모습

팬데믹을 겪으며 개인의 삶, 사회 시스템 등에서 커다란 변화가 나타났다. 사회적 거리두기가 종료되고 마스크 착용 의무도 해제되었으나 여전히 단절과 개별화가 이전보다 존중된다. 경기가 회복되고 정책이 정상화되는 양상은 이전과 비슷하지만, 그 과정에서 나타나는 반응이 이전과 달라 경제전망 정합도는 낮아졌다. 연준이 data-dependency를 주창하는 이유도 이와 별반 다르지 않을 것이다.

시장도 마찬가지다. 대표적으로 주식시장과 외환시장의 변동성은 우상향 추세를 보인다. 과거 경기침체 시기 이후 변동성은 일시적으로 가파른 상승을 보이기도 했으나 대체로 우하향 추세는 유지되었다. 반면, 팬데믹의 경우 경기침체 기간은 이전에 비해 매우 짧으나, 여전히 변동성은 우상향 기조가 유지되고 있다.

그림1 VIX 지수 추이



주: 음영은 NBER 기준 경기침체 시기

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 달러/원 전일대비 절상률 추이



주: 음영은 NBER 기준 경기침체 시기. 절상률은 절대값으로 표현

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이유는 시장참여자(트레이더) 성향 변화

팬데믹 전후 트레이더 비인지능력 변화를 연구한 논문 발표됨

시장 성격이 변화한 배경에는 상이한 경제 상황 등이 자리할 수 있다. 그 중 한 연구에서는 시장참여자들의 성향이 팬데믹을 거치면서 변화했음을 밝혔다. 지난 2월, 뉴욕 연방준비은행, 서던 캘리포니아 대학교(University of Southern California), 유니버시티 칼리지 런던(University College London) 연구진은 트레이더의 ‘비인지능력’에 관한 연구를 발표했다. 이번 연구는 트레이더들과 일반인 사이에 어떠한 비인지능력 차이가 있는지가 아닌, 팬데믹 동안 각 집단의 성향이 어떻게 바뀌었는지에 대해 주목했다.

해당 연구는 행동재무학에 기반한다. 행동재무학이란 심리변화까지 반영된 시장 의사결정이 어떠한 형태를 띠는지를 연구하는 학문이다. 2000년 이전까지는 경제학, 수학 이론이 대두되었기에 비주류 학문에 속했다. 그러나 지난 수십년간 빠르게 발전하면서 이제는 주류 학문으로 자리잡았다.

비교적 새로운 학문이기는 하나, 아이디어 자체는 친숙하다. 일례로 2008 금융위기를 들 수 있다. 당시 트레이더들에게 트라우마가 생겨 위험선호 성향이 줄어든 결과, 시장 유동성 축소와 벤류에이션 하락이 야기되었다는 점은 통상적으로 받아들여진다. 다만, 그 동안은 금융 버블과 패닉, 트레이딩 전략의 주된 요인이 심리변화임에도, 학문적으로 엄밀하지 않고 고정관념과 가상적인 논리에 기반하여 한계로 지적되었다. 이번 연구는 이러한 한계를 극복하는 시도라 생각된다.

다섯 가지 비인지능력:
수용성, 성실성, 외부통제력, 투자,
자기감시

연구에서는 다섯 가지 비인지능력을 조사하였다. 수용성(Agreeableness), 성실성(Conscientiousness), 외부통제력(Locus of Control), Grit(투지), 자기감시(Self-Monitoring)가 이에 해당한다. 이 중 변화가 두드러진 항목은 1) 수용성과 2) 외부통제력이었다.

표1 트레이더 비인지능력 변화: COVID 전후

	COVID 전			COVID 후			p-value
	평균	표준편차	중간값	평균	표준편차	중간값	
수용성(Agreeableness)	3.27	0.89	3.50	3.00	0.93	3.00	0.009
성실성(Conscientiousness)	3.81	0.86	4.00	3.92	0.70	4.00	0.242
외부통제력(Locus of Control)	4.32	0.52	4.43	4.11	0.52	4.28	0.005
투자(Grit)	3.74	0.66	3.75	3.62	0.56	3.62	0.102
자기감시(Self-Monitoring)	0.53	0.21	0.50	0.50	0.24	0.55	0.192

자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터

표2 일반인 비인지능력 변화: COVID 전후

	COVID 전			COVID 후			p-value
	평균	표준편차	중간값	평균	표준편차	중간값	
수용성(Agreeableness)	3.20	0.98	3.50	3.14	0.94	3.00	0.512
성실성(Conscientiousness)	3.40	0.71	3.50	3.63	0.68	3.50	0.005
외부통제력(Locus of Control)	3.91	0.70	4.00	3.84	0.74	4.00	0.281
투지(Grit)	3.31	0.71	3.37	3.37	0.72	3.50	0.372
자기감시(Self-Monitoring)	0.56	0.19	0.55	0.59	0.22	0.61	0.179

자료: Federal Reserve Bank of New York, 메리츠증권 리서치센터

수용성(Agreeableness) 하락

변화1: 수용성 하락

일반적으로 트레이더는 비판적이고 의심이 많으며, 오류를 찾아내는 데 능할 것이라는 편견이 있다. 즉, 수용성이 낮을 것이라 생각한다. 그러나 실제로는 정반대였다. 연구 결과에 따르면, 팬데믹 이전까지 트레이더의 수용성은 일반인들에 비해 유의미하게 높았다. 높은 수용성이 트레이딩의 필수 요건은 아니나, 낮은 수용성은 결격사유로 판단된다.

그러나 팬데믹을 거치면서 트레이더들의 수용성은 일반인들에 비해 높은 수준에서 낮은 수준으로 감소했다. 반면, 대조군 집단에서는 유의미한 변화가 나타나지 않았다. 특히 사적으로(신체적, 경제적) 부정적인 경험을 한 트레이더들은 특히나 수용성 감소폭이 커졌다.

외부통제력(Locus of Control) 하락

변화2: 외부통제력 하락

다른 변화는 외부통제력에서 나타났다. 당연하게도 트레이더 집단은 학생들에 비해 외부통제력이 매우 높았다. 통제가능성이 낮은 시장 상황에서도 상황을 있는 그대로 받아들이는 한편, 불확실성 속에서 과감하게 베팅할 수 있는 심리적 통제력을 발휘하기 때문으로 보인다.

팬데믹 이후에도 외부통제력은 트레이더 집단에서 일반인에 비해 유의미하게 높았으나. 그러나 그 수준은 하락했다. 반면, 일반인 집단에서는 유의미한 변화가 없었다. 한편, 수용성과 달리, 사적으로 팬데믹 동안 부정적인 경험을 했는지 여부는 별다른 영향을 미치지 않았다.

금융시장 시사점

두 가지 변화는 시장참여자들의 위험선호도 약화를 시사

이번 연구 결과에 나타난 트레이더 성향 변화가 일시적일지는 알지 못한다. 다만 수용성과 외부통제력이 하락했다는 것은 시장참여자들의 위험선호도가 단기적으로나마 약화되었음을 의미한다. 다른 사람의 의견을 의심하게 되고, 외부상황에 대한 통제력이 낮아졌다고 느끼는 참여자가 과감한 베팅을 취할 가능성은 작기 때문이다.

불확실성이 장기화되는 상황에서
시장 반응이 보다 위험회피적일
가능성 있음

특히 현재와 같이 정책 불확실성이 높은 상황에 더욱 해당된다. 주요국 중앙은행들의 긴축 장기화 경계감이 지속되는 가운데, SVB 파산으로 인한 시스템 리스크 우려도 커지고 있다. 이전 시기들과 달리, 시장의 경계감은 연준 정책 정상화 전망이 대두된 이래 2년 가까이 지속되고 있다. 따라서 이번 연구 결과는 과거에 비해 현재의 시장 반응이 더욱 위험회피적일 수 있다는 가능성을 제시한다. 리스크 대응 능력이 상승했다는 점에서, 시스템 리스크로 번질 가능성에 제한적이더라도 지난 위기에 비해 안전자산 선호 현상이 장기화되는 이유일 수 있다.

원문: *Wall Street Traders Have Lost a Lot of Swagger (Bloomberg)*