MIRAE ASSET 미래에셋증권

금융

인플레이션이 온다

정태준, CFA
taejoon.jeong@miraeasset.com

CONTENTS

I. Investment Summary 3
인플레이션에 대한 효과적 대응이 중요 3

II. 증권: 주식은 최고의 인플레이션 헤지 수단 4
최선호주 삼성증권 4
다시 돌아오는 투자심리 5
거래대금 호조는 실적의 주요 동력 6
장기적인 ROE 개선 요인까지 7
기준금리 인상 위험은 존재 8
상반기 review: 2월까지 급등, 3월 이후 부진 9
Valuation table 12

III. 은행: 기준금리 인상 위험에 대비 13
최선호주 KB금융 13
순이자마진은 금리를 타고 오른다 14
순이자마진이 이자이익 성장률을 결정한다 15
점점 더 강해지는 주주환원 16
상반기 review: 시중은행 중심 우위 지속 17
Valuation table 19

IV. 보험: 본업 회복이 우선 20
최선호주 메리츠금융지주 20
CSM 잔액 감소 추세 예상 21
손해율 실무 표준안 도입 예정 22
상반기 review: 하락 사이클 지속 23
Valuation table 25

I. Investment Summary

인플레이션에 대한 효과적 대응이 중요

하반기에는 물가 상승 압력이 가중될 것으로 예상한다. 반도체의 급격한 실적 개선은 소비 확대와 물가 상승으로 이어질 전망이고, 미국-이란 전쟁 역시 수입물가 상승률을 자극하고 있기 때문이다. 인플레이션 상황에서는 화폐의 가치가 하락하고 자산의 가치가 상승하는만큼 주식은 최고의 인플레이션 헤지 수단으로 작용할 전망이다.

증권업은 이에 대한 수혜를 직접적으로 받을 수 있다는 점에서 유리하다. 마침 정부도 부동산에서 증시로의 자금 이동을 촉진하고 있기 때문에, 브로커리지에 강점을 가진 증권사일수록 이런 환경의 수혜를 크게 볼 것으로 예상한다. 최선호주로는 위탁매매 수수료수익의 비중이 가장 높은 삼성증권을 제시한다.

한편 인플레이션 압력이 한동안 지속된다면 한국은행도 언젠가는 기준금리를 인상할 것으로 예상한다. 특히 기준금리에 강한 선행성을 보이는 유가가 미국-이란 전쟁 이후 높은 수준을 지속하고 있기 때문에, 시장금리 역시 기준금리 인상 가능성을 강하게 반영하며 상승세를 보이고 있다.

은행업 주가는 기준금리 인상에 강한 모습을 보일 전망이다. 순이자마진이 기준금리와 함께 상승하고, 이는 곧 이자이익 성장률 상승으로 이어지기 때문이다. 또한 은행은 2024년 이후 주주환원 규모를 가장 적극적으로 확대하고 있다. 최선호주로는 가장 강한 자본력을 바탕으로 주주환원율 기록을 경신해나가고 있는 KB금융을 제시한다.

보험업은 인플레이션보다도 본업 자체를 걱정해야하는 상황이다. 수년간 반복되어온 CSM 조정과 그에 따른 보험료 인상으로 신계약 판매량이 지속적으로 감소하는 중이기 때문이다. 물론 보험료 인상은 CSM 배수 상승으로 이어지지만, 물량 감소의 영향이 워낙 큰 탓에 신계약 CSM은 감소세를 지속할 전망이다.

메리츠금융지주는 이런 외형 축소의 영향을 가장 적게 받을 것으로 예상한다. 타사들이 가격 할인 경쟁을 벌일 때 동참하지 않아 이후 상대적으로 보험료 인상이 적었기 때문이다. 여기에 50%가 넘는 주주환원율을 거의 대부분 자사주 매입·소각으로 소화해낸다는 점도 보험업 자체의 부진을 막아낼 수 있는 힘이 될 것으로 예상한다.

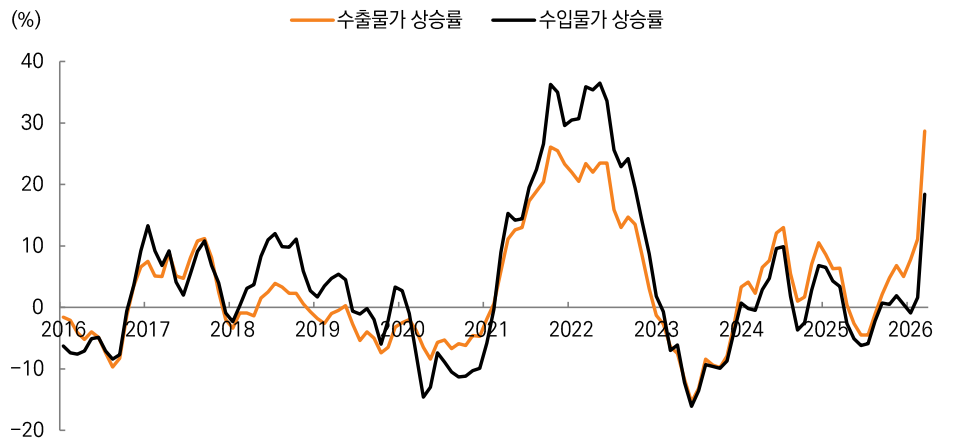
II. 증권: 주식은 최고의 인플레이션 헤지 수단

최선호주 삼성증권

하반기에는 물가 상승 압력이 가중될 것으로 예상한다. 반도체의 급격한 실적 개선은 소비 확대와 물가 상승으로 이어질 전망이고, 미국-이란 전쟁 역시 수입물가 상승률을 자극하고 있기 때문이다. 인플레이션 상황에서는 화폐의 가치가 하락하고 자산의 가치가 상승하는만큼 주식은 최고의 인플레이션 헤지 수단으로 작용할 전망이다.

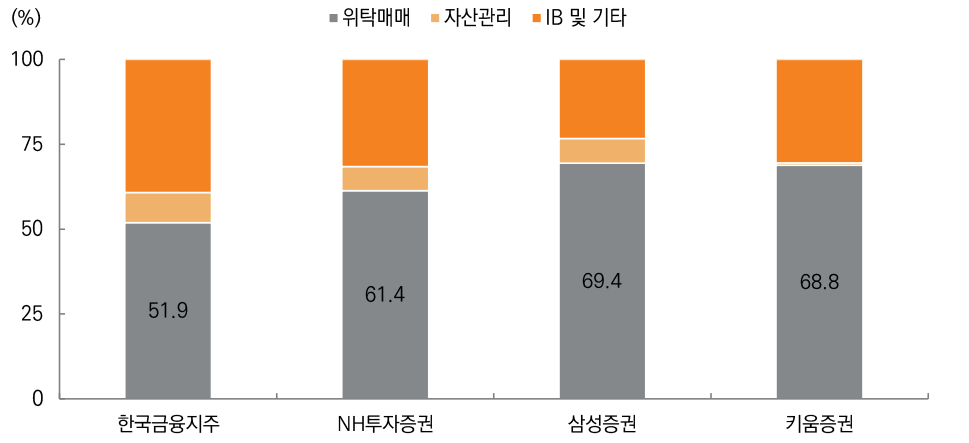
증권업은 이에 대한 수혜를 직접적으로 받을 수 있다는 점에서 유리하다. 마침 정부도 부동산에서 증시로의 자금 이동을 촉진하고 있기 때문에, 브로커리지에 강점을 가진 증권사일수록 이런 환경의 수혜를 크게 볼 것으로 예상한다. 최선호주로는 위탁매매 수수료수익의 비중이 가장 높은 삼성증권을 제시한다.

그림 1. 수출입물가 상승률



주: 전년동월대비, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 2026F 수수료수익 구성



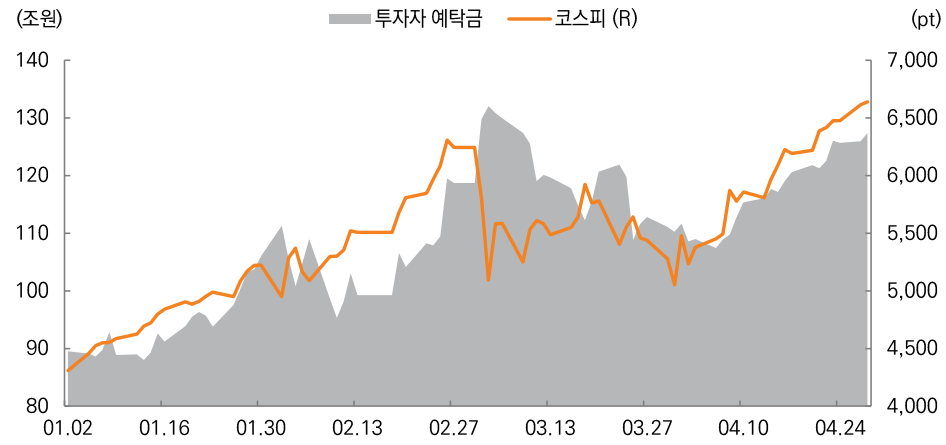
자료: 미래에셋증권 리서치센터

다시 돌아오는 투자심리

1분기 증시는 연초 강한 상승에도 불구, 3월 미국-이란 전쟁 발발로 이를 상당부분 반납한 채로 마무리되었다. 이로 인해 투자자예탁금과 일거래대금, 그리고 신용공여 잔고는 사상 최고치를 기록하자마자 급락했고, 코스피 역시 5,000선까지 후퇴했다. 시장금리도 덩달아 급등하며 유동성 위축에 대한 우려가 확산되기도 했다.

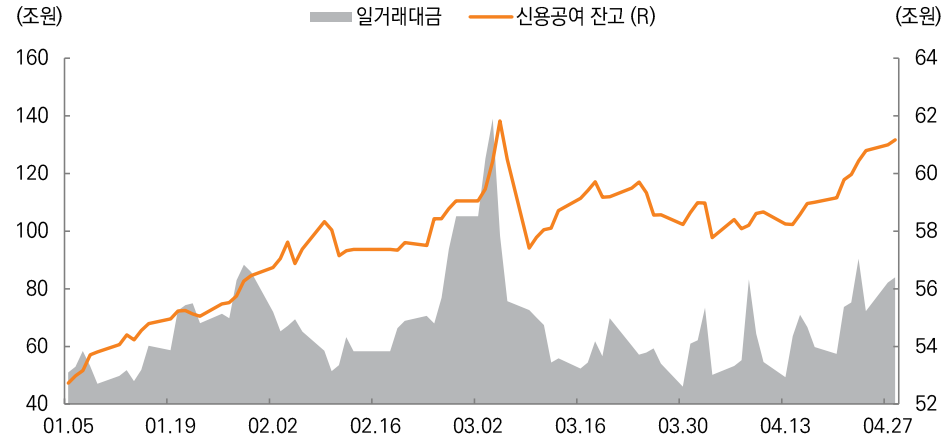
그러나 4월부터 휴전에 대한 기대감이 형성되고 반도체 업황 개선이 가시화됨에 따라 증시가 반등에 성공, 신고가를 달성함에 따라 투자심리가 다시 회복하는 양상이다. 투자자 예탁금은 전고점인 132조원에 근접한 수준까지 반등했고, 신용공여 잔고는 전고점인 61.8조원을 돌파했기 때문이다. 일거래대금은 아직 전고점인 139조원에 한참 미치지 못하지만, 증시 자금이 이전만큼 증가하고 있기 때문에 이전과 같이 급증할 가능성도 배제할 수 없다.

그림 3. 투자자 예탁금 vs. 코스피



자료: FnGuide, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 일거래대금 vs. 신용공여 잔고



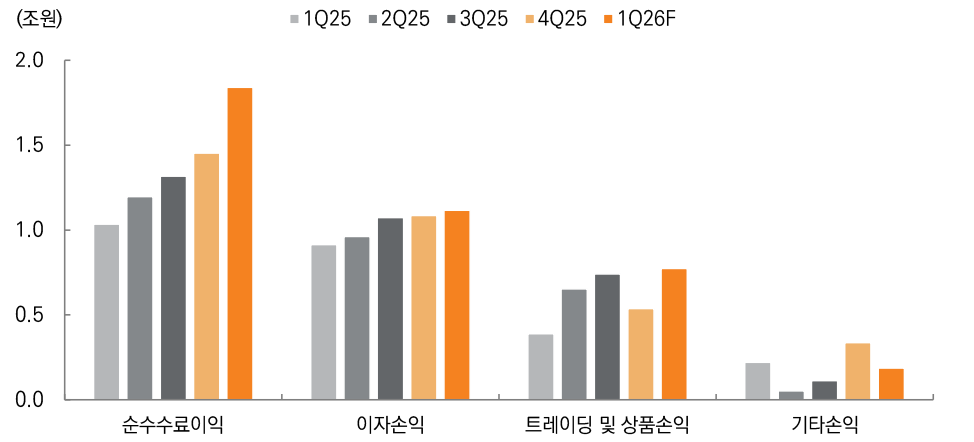
자료: FnGuide, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

거래대금 호조는 실적의 주요 동력

거래대금이 이렇게 급증할 경우 증권업 실적 역시 호조를 지속할 수 있다. 당사는 증권업 1분기 실적에서 순수수료이익의 호조가 두드러질 것으로 예상하는데, 이는 위탁매매 수수료 수익의 급등을 전망하기 때문이다. 1분기 일평균 거래대금은 66.6조원으로 전년동기대비 258%, 전분기대비 81% 증가했으며, 월별로는 1월 62.3조원, 2월 69.0조원, 3월 69.0조원을 기록했다.

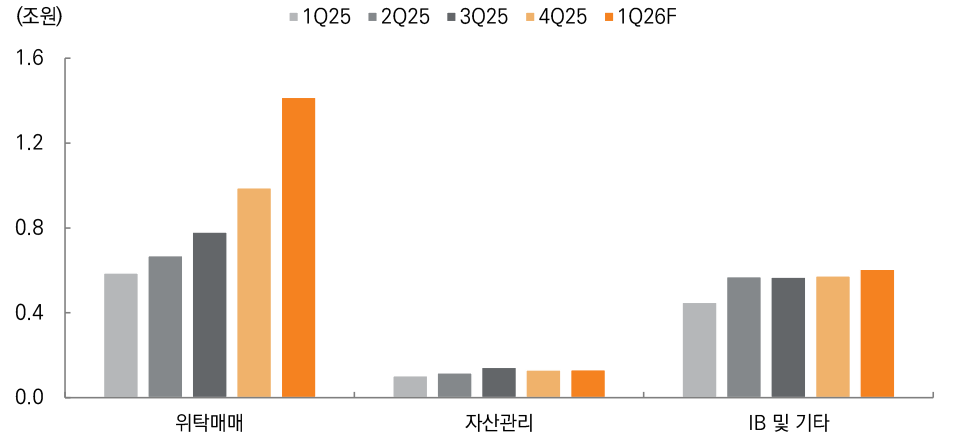
4월 일평균 거래대금은 28일 누적 기준 67.1조원으로, 1분기 평균을 소폭 상회하는 수준에 머물러 있다. 그럼에도 2분기 일평균 거래대금이 추가로 개선될 수 있는 단서는 있다. 증시가 신고가를 경신한 21일부터 70조원 이상의 일거래대금이 지속되고 있기 때문이다. 이는 곧 수수료수익의 호조가 지속될 수 있는 가능성을 시사한다.

그림 5. 합산 순영업수익 구성



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 합산 수수료수익 구성



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

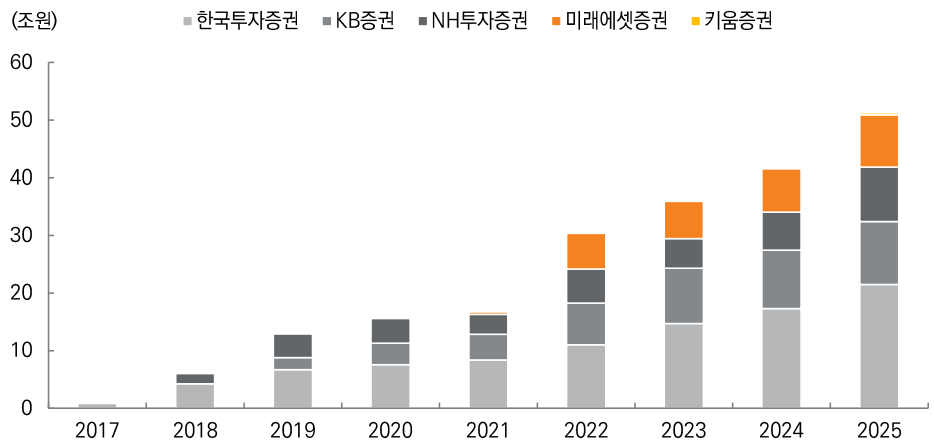
장기적인 ROE 개선 요인까지

최근 정부의 모험자본 공급 확대 기조에 따라 업계 전반에 걸쳐 새로운 조달 수단이 확산되고 있다. 인가를 받은 증권사는 발행어음과 IMA를 통해 기존 증권업에 적용하던 레버리지비율 규제(자본의 1,100% 이내)를 넘어 각각 자본의 200%, 자본의 100%만큼 추가로 자금을 조달할 수 있다.

이는 장기적인 ROE 개선 요인으로 볼 수 있다. ROE는 매출액 순이익률과 자산 회전율, 재무 레버리지로 분해할 수 있는데, 추가 조달 수단은 이 중 재무 레버리지의 상승으로 이어지기 때문이다. 조달비용을 제외한 운용수익률을 1%로 가정하고 조달 한도를 채울 경우 발행어음은 2%pt, IMA는 1%pt의 ROE 가산 효과를 낼 수 있다.

물론 자본 요건을 충족했다고 해서 당장 신사업에 대한 인가를 받을 수 있는 것은 아니다. 삼성증권과 메리츠증권은 아직 제재 문제로 인해 신사업 인가를 받지 못했기 때문이다. 다만 정부의 의지가 확고한만큼 인가 취득 가능성을 배제할 수는 없을 전망이다.

그림 7. 연간 발행어음 조달 금액



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 종합금융투자사업자 인가 현황

		8조원 종투사			4조원 종투사					3조원 종투사	
		미래	한투	NH	KB	키움	신한	하나	삼성	메리츠	대신
3조원 지정		○ '13.10	○ '13.10	○ '13.10	○ '13.10	○ '22.4	○ '17.3	○ '19.7	○ '13.10	○ '17.11	○ '24.12
발행어음	4조원 지정	○ '17.11	○ '17.11	○ '17.11	○ '17.11	○ '25.11	○ '25.12	○ '25.12	○ '17.11		
	단기금융업 인가	○ '21.5	○ '17.11	○ '18.5	○ '19.5	○ '25.11	○ '25.12	○ '25.12	-		
8조원 지정 (IMA)		○ '25.11	○ '25.11	○ '26.3							

자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

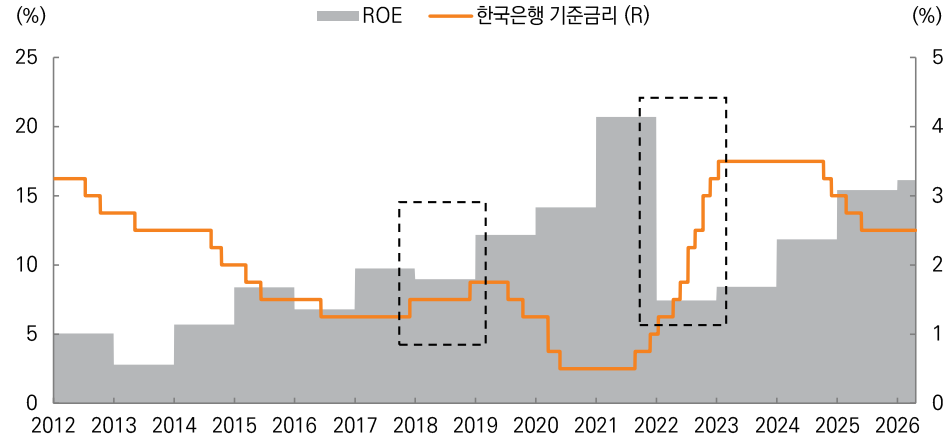
기준금리 인상 위험은 존재

물론 인플레이션 압력이 누적되면 기준금리가 인상될 수 있다는 점에서 잠재적인 위험은 존재한다. 기준금리 인상은 유동성 확대 속도를 저해시키고, 이는 투자자 예탁금과 거래대금 감소로 이어질 수 있기 때문이다.

특히 기준금리가 급격히 인상되는 구간에서는 대출 자산이 부실화될 우려도 있다. 과거 러시아-우크라이나 전쟁으로 기준금리가 급등했던 2022년에는 부동산PF 시장이 급격히 부실화되면서 업계 전반에 걸쳐 대규모 충당금을 적립한 사례도 있었다. 기본적으로 자본 3조원 이상의 초대형 증권사들은 기업금융을 위한 추가 대출채권 한도가 자본의 100%만큼 더 많기 때문에 이런 위험에 노출되어있는 것이 사실이다.

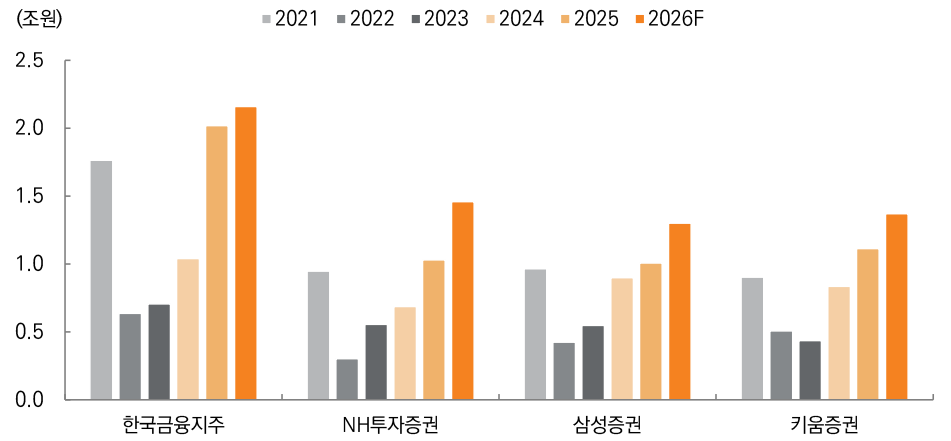
그러나 이런 충격에도 불구하고 증권업 실적은 다시 기준금리가 인하되기 시작한 2024년 말부터 회복세를 보이기 시작했으며, 이후 과거보다 더 강한 이익 체력을 시현하고 있다. 단기적인 조정 위험은 있으나, 장기적으로는 성장하는 과정의 일부가 될 것으로 예상한다.

그림 8. 증권업 ROE vs. 한국은행 기준금리



주: 커버리지 합산 기준, 2026년 ROE는 추정치, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 증권사별 연간 순이익



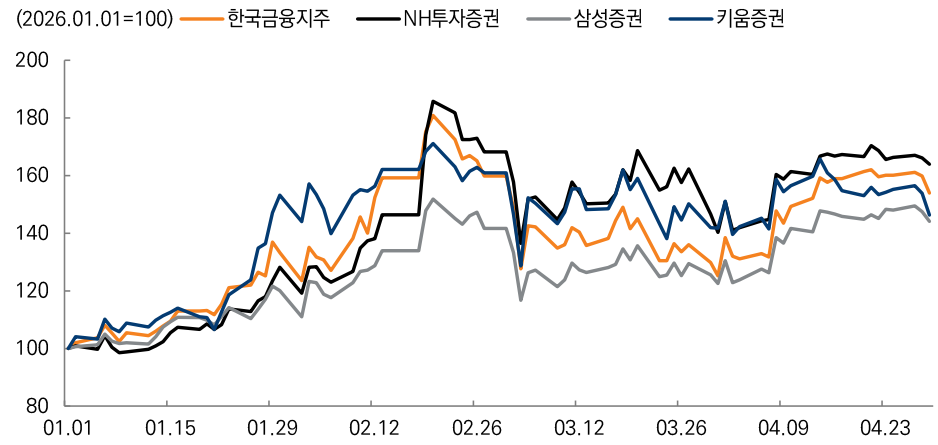
자료: 미래에셋증권 리서치센터

상반기 review: 2월까지 급등, 3월 이후 부진

증권업 주가는 2월까지 코스피를 상회하는 수익률을 보였으나, 3월부터는 그렇지 못하는 모습을 지속하고 있다. 4월 들어 증시가 반등하고 있음에도 불구하고 증권업 주가가 부진한 것은 아직 거래대금이 충분히 회복하지 못했기 때문으로 판단한다. 거래대금이 1분기보다 더 증가하지 않는다면 2분기부터는 실적이 고점을 경신하지 못할 것이라는 우려가 발생하기 때문이다.

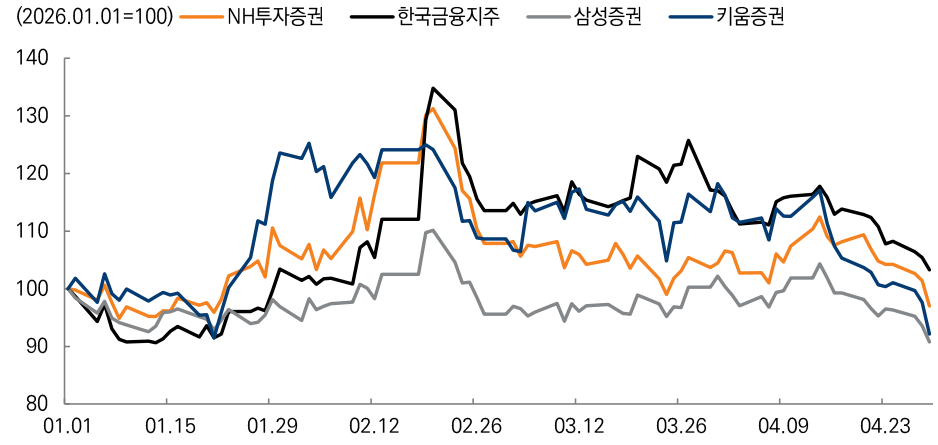
다만 삼성증권은 반등의 가능성이 가장 크다고 판단한다. 시장의 관심을 모았던 기보유 자사주 강제 소각이나 투자자산에 대한 대규모 평가익 등의 이슈가 없어 크게 상승하지도 않았으나, 반대로 크게 하락하지도 않았기 때문이다. 그렇기에 오히려 거래대금이 다시 회복해 실적 개선의 수혜주를 찾으려고 할 때 가장 주목받을 수 있다고 판단한다.

그림 10. 연초 이후 주가 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 코스피 대비 상대 주가 추이

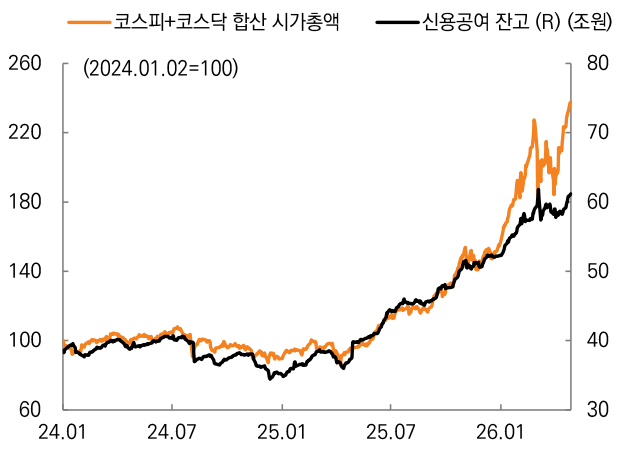


자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내 주식 거래대금

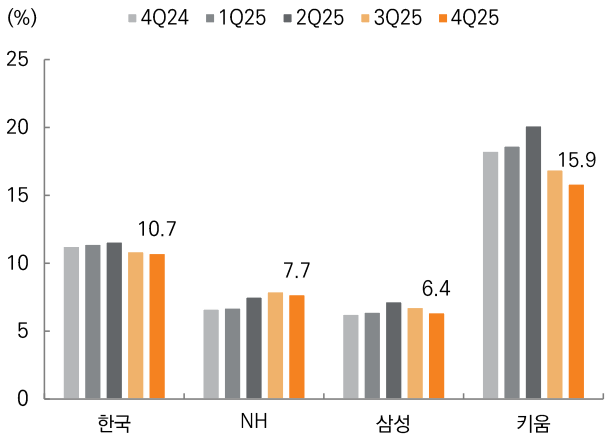
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 해외 주식 거래대금



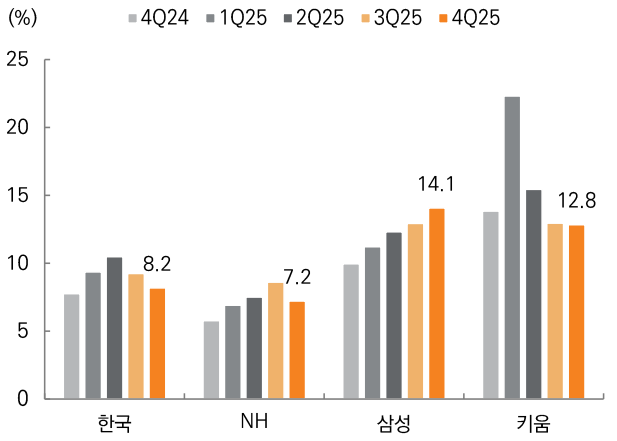
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 국내 주식 위탁매매 거래대금 점유율



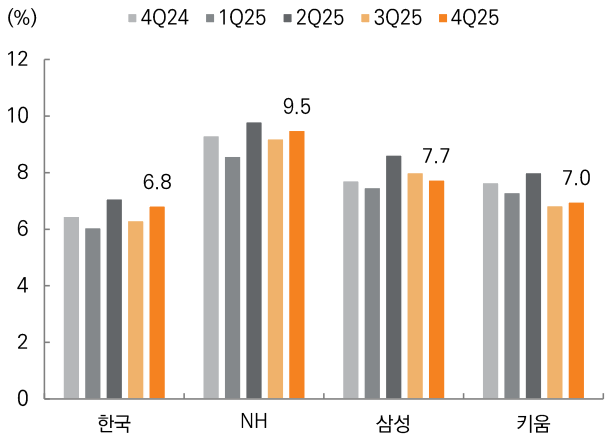
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 해외 주식 위탁매매 거래대금 점유율



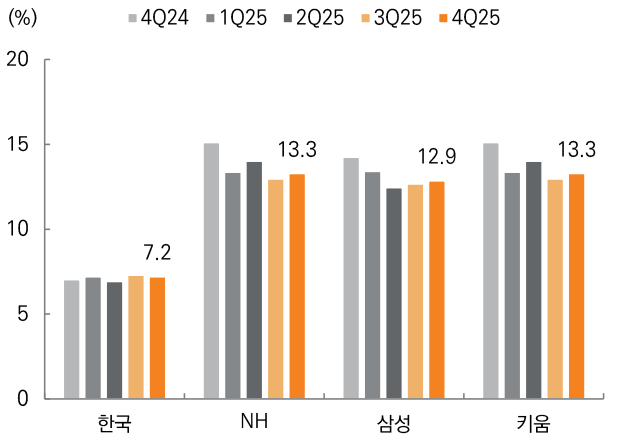
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 국내 주식 위탁매매 수수료수익 점유율



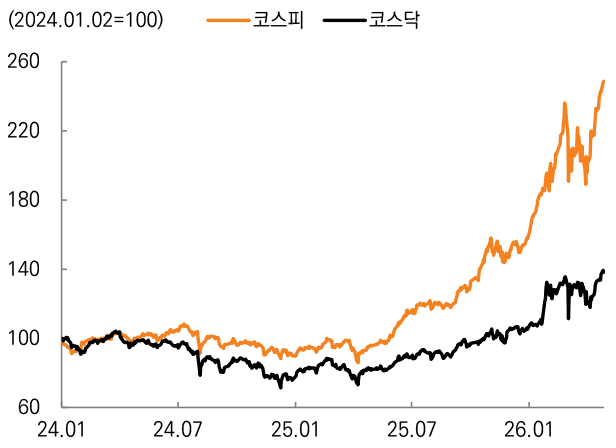
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 해외 주식 위탁매매 수수료수익 점유율



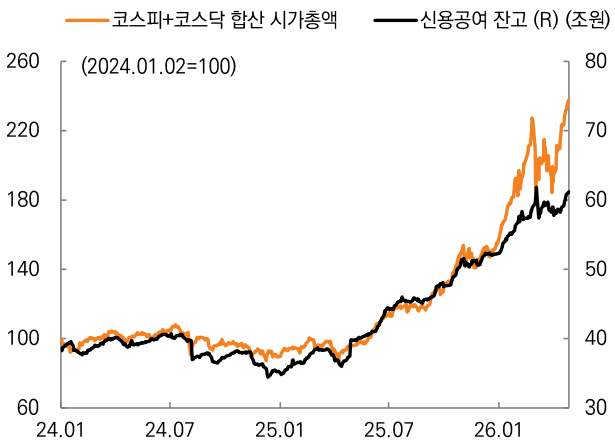
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 코스피 vs. 코스닥



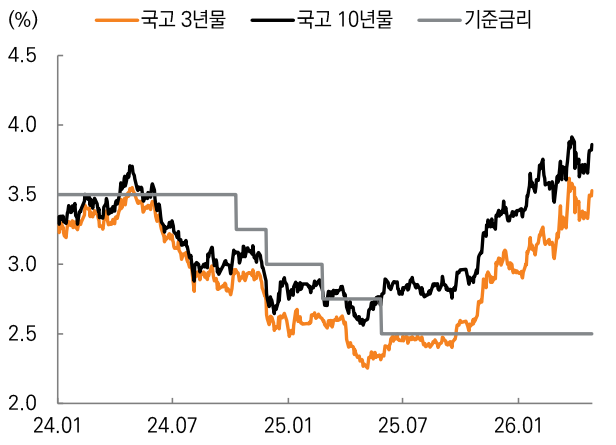
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 신용공여 잔고



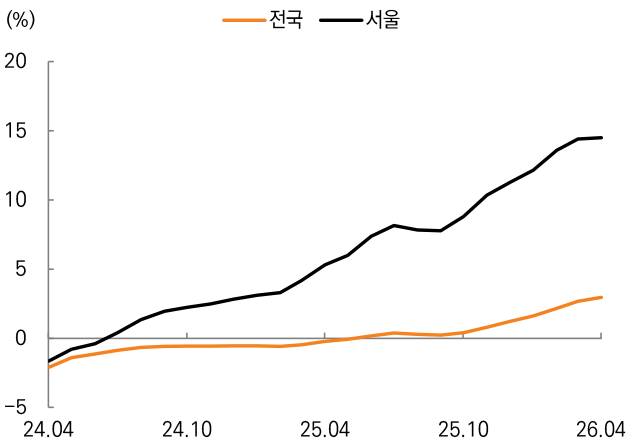
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 시장금리 vs. 기준금리



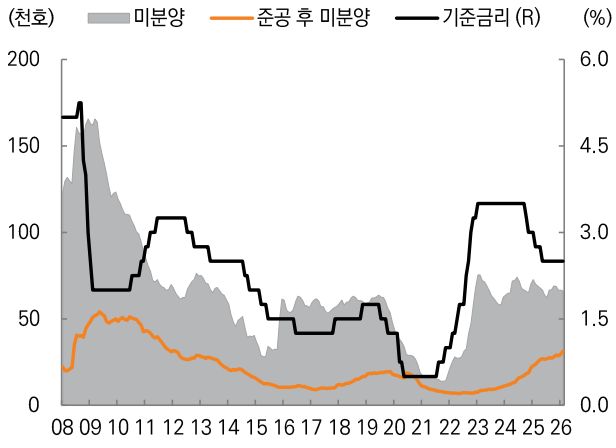
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 주택 매매가 지수 YoY 증가율



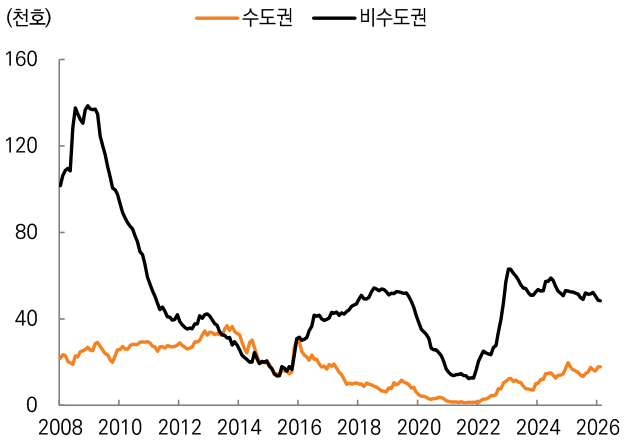
자료: KB부동산, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 미분양 주택 vs. 기준금리



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 수도권 vs. 비수도권 미분양 주택



자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 2. 증권업 valuation table (원, %, 배)

	한국금융지주	NH투자증권	삼성증권	키움증권
P/E				
2025	4.7	7.3	6.7	6.5
2026F	6.7	8.9	7.5	7.7
2027F	7.6	10.1	8.9	9.5
P/B				
2025	0.79	0.84	0.83	1.14
2026F	1.07	1.26	1.10	1.45
2027F	0.94	1.18	1.03	1.33
ROE				
2025	18.7	11.8	13.1	18.1
2026F	16.9	14.8	15.4	19.0
2027F	13.2	12.2	12.0	13.8
ROA				
2025	1.65	1.41	1.42	1.63
2026F	1.50	1.58	1.61	1.58
2027F	1.23	1.23	1.30	1.16
배당수익률				
2025	5.4	6.2	5.3	4.0
2026F	3.9	5.3	5.3	3.3
2027F	4.3	4.6	5.1	3.7
배당성향				
2025	22.7	44.8	35.4	26.7
2026F	23.4	45.1	39.8	26.4
2027F	29.0	44.2	44.6	36.0
주주환원수익률				
2025	3.5	6.8	3.7	3.7
2026F	3.9	5.3	5.3	3.3
2027F	4.3	4.6	5.1	3.7
주주환원율				
2025	22.7	49.7	35.4	36.2
2026F	23.4	45.1	39.8	26.4
2027F	29.0	44.2	44.6	36.0

주: 보통주, 자사주 소각 기준, 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

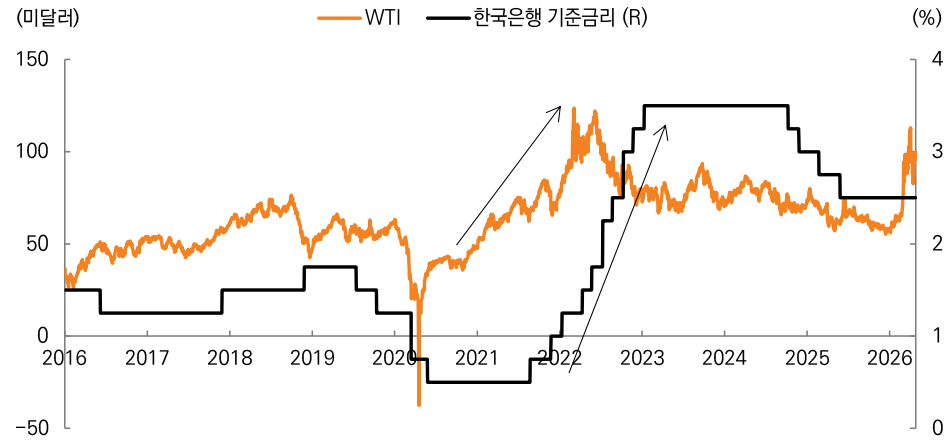
III. 은행: 기준금리 인상 위험에 대비

최선호주 KB금융

한편 인플레이션 압력이 한동안 지속된다면 한국은행도 언젠가는 기준금리를 인상할 것으로 예상한다. 특히 기준금리에 강한 선행성을 보이는 유가가 미국-이란 전쟁 이후 높은 수준을 지속하고 있기 때문에, 시장금리 역시 기준금리 인상 가능성을 강하게 반영하며 상승세를 보이고 있다.

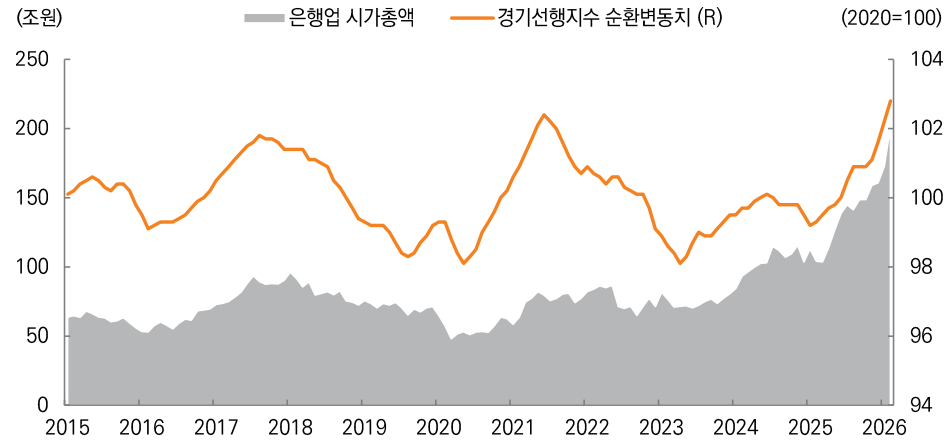
은행업 주가는 기준금리 인상에 강한 모습을 보일 전망이다. 순이자마진이 기준금리와 함께 상승하고, 이는 곧 이자이익 성장률 상승으로 이어지기 때문이다. 또한 은행은 2024년 이후 주주환원 규모를 가장 적극적으로 확대하고 있다. 최선호주로는 가장 강한 자본력을 바탕으로 주주환원율 기록을 경신해나가고 있는 KB금융을 제시한다.

그림 24. WTI 선물 가격 vs. 한국은행 기준금리



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 은행업 시가총액 vs. 경기선행지수 순환변동치



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 한국은행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

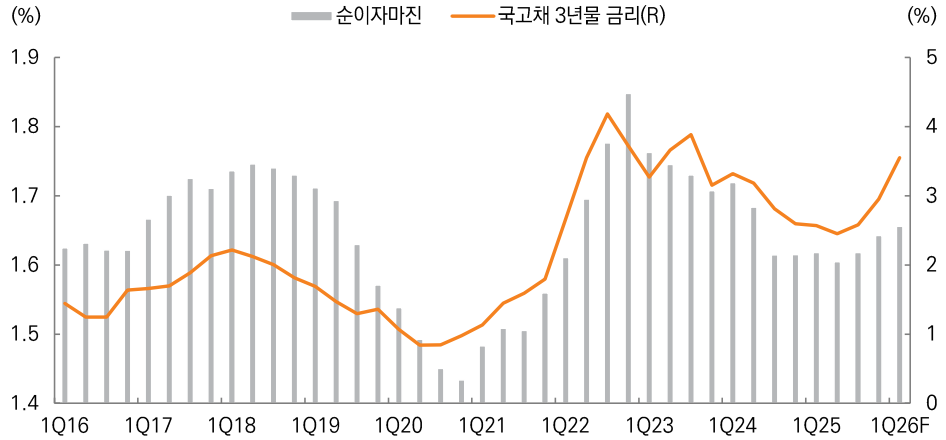
순이자마진은 금리를 타고 오른다

순이자마진은 시장금리와 강한 동행성을 보인다. 이는 이자수익률의 변화가 이자비용률의 변화보다 크기 때문이다. 물론 기준금리에도 어느 정도의 선행성을 보이지만, 이는 시장금리가 기준금리에 선행하기 때문에 발생하는 현상이다.

순이자마진은 이자이익(이자수익-이자비용)을 이자부자산으로 나눠 산출하기 때문에 이자수익률(이자수익÷이자부자산)과 이자비용률(이자비용÷이자부부채)의 차이인 예대금리차와 유사하다. 이 중 이자부자산은 변동금리 비중이 높고 이자부부채는 고정금리 비중이 높기 때문에 이자수익률은 시장금리와 함께 기준금리에 선행, 이자비용률은 기준금리에 동행하며 결과적으로 순이자마진은 시장금리에 동행하는 양상을 보인다.

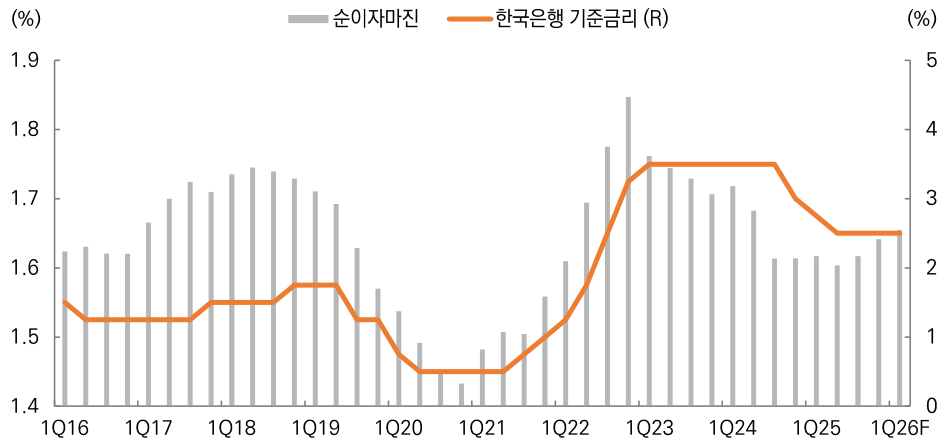
따라서 순이자마진은 1) 기준금리 인상 전 시장금리가 상승할 때와 2) 기준금리 인상이 지속될 때 상승하고, 3) 기준금리가 고점에 이르거나 4) 기준금리가 인하될 때 하락한다. 최근 은행의 순이자마진 상승은 1) 기준금리 인상 전 시장금리 상승 국면에 해당한다.

그림 26. 순이자마진 vs. 국고채 3년물 금리



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 순이자마진 vs. 한국은행 기준금리



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 한국은행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

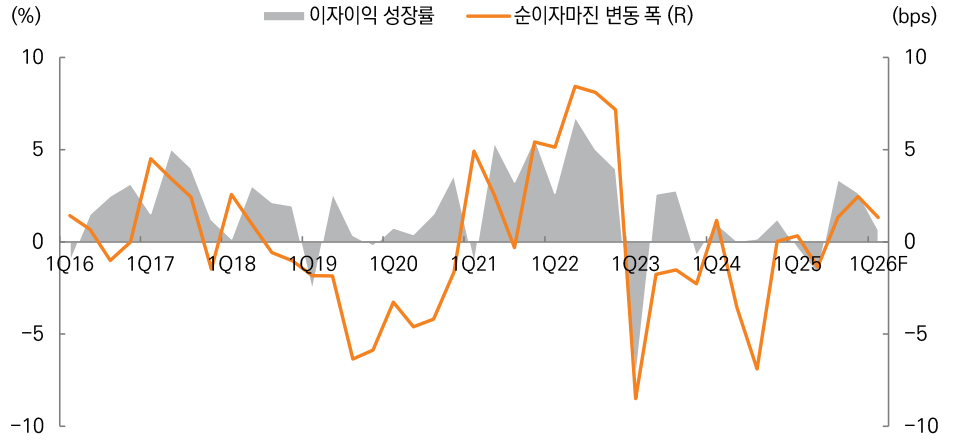
순이자마진이 이자이익 성장률을 결정한다

순이자마진이 중요한 이유는 은행의 이익을 결정하는 세 가지 요소(순이자마진, 원화대출금 성장률, 대손비용률) 중 가장 이익에 큰 영향을 미치기 때문이다. 은행으로부터의 대출은 수요자는 많지만 일정 요건을 충족해야만 공급받을 수 있는 희소 자원인만큼, 가격에 매우 비탄력적이기 때문이다.

따라서 2017~2018년과 같이 순이자마진과 원화대출금 성장률이 동반 상승했을 때보다도, 2021~2022년과 같이 순이자마진만 대폭 상승하고 원화대출금 성장률은 오히려 부진했던 시기에 이자이익 성장률은 더 높은 모습을 보인다. 해당 시기는 러시아-우크라이나 전쟁으로 유가가 급등했던 시기로, 현재 양상과 유사하다.

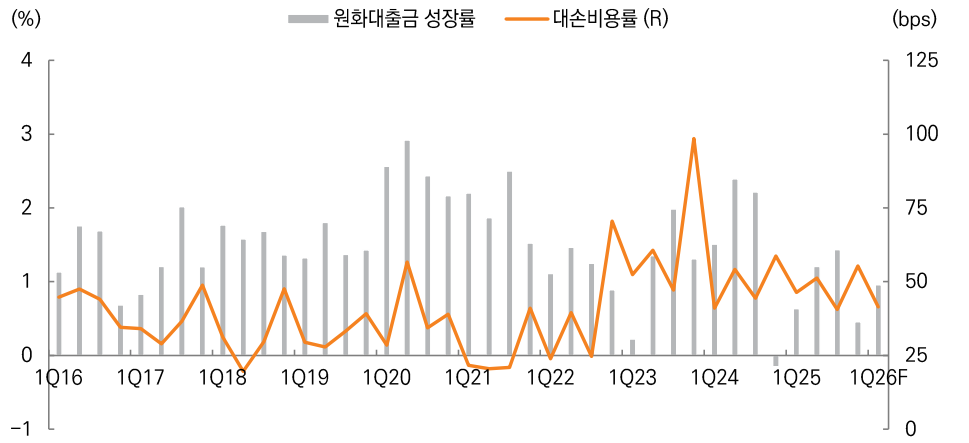
물론 순이자마진과 대출은 외형에 해당하는 항목이고, 비용에 해당하는 대손비용이 최종적으로 이익에 미치는 영향 역시 간과할 수 없다. 그러나 대손비용률은 기준금리를 가장 후행적으로 반영하기 때문에 이미 순이자마진이 하락하고 있을 때 비로소 급등하고는 한다.

그림 28. 이자이익 성장률 vs. 순이자마진 변동 폭



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 원화대출금 성장률 vs. 대손비용률



주: 커버리지 합산 기준, 자료: 한국은행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

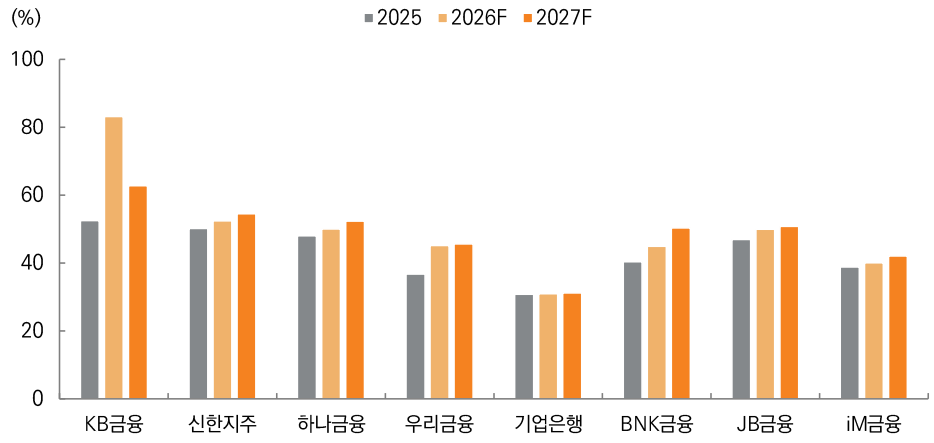
점점 더 강해지는 주주환원

게다가 2024년부터는 은행들이 적극적으로 기업가치제고계획을 발표하면서 이익을 강하게 환원하는 기조도 자리 잡았다. 이렇게 확실한 주주환원이 받쳐준다는 점은 기준금리 인상이 증시에 충격을 줄 때 더욱 강한 매력으로 다가올 전망이다.

특히 기준금리가 인상되는 구간에서는 이자율 패리티에 따라 원화가 강세를 보일 확률이 높다. 이는 곧 은행이 주주환원을 확대하기가 더 용이해진다는 점을 의미한다. 이미 강한 자본비율을 가진 은행들은 더 많은 주주환원을, 자본비율이 부족했던 은행들은 새로운 주주환원 정책을 발표할 수 있는 환경이 조성되는 것이다.

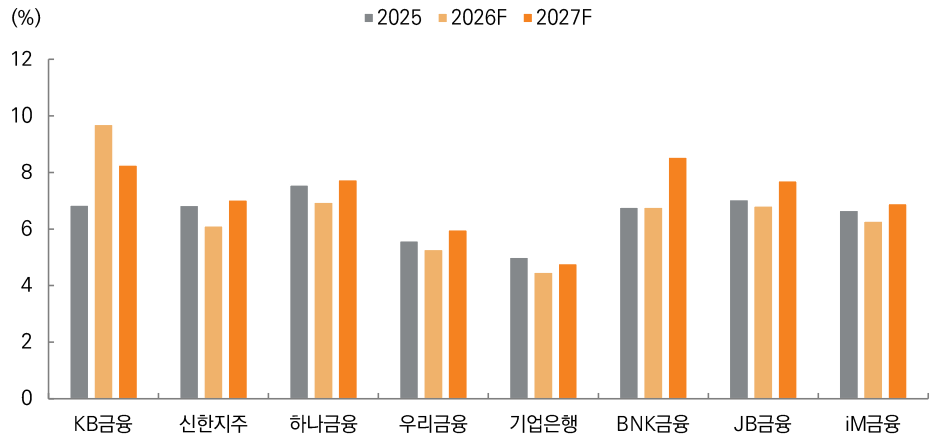
현재 은행주들은 상반기 주가 상승에도 불구, 양호한 실적 개선세와 지속적인 주주환원 확대에 힘입어 여전히 금융업 내에서 가장 높은 주주환원수익률을 보이고 있다. 이런 추세는 앞으로 더욱 강해질 것으로 예상한다.

그림 30. 주주환원율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 주주환원수익률 전망



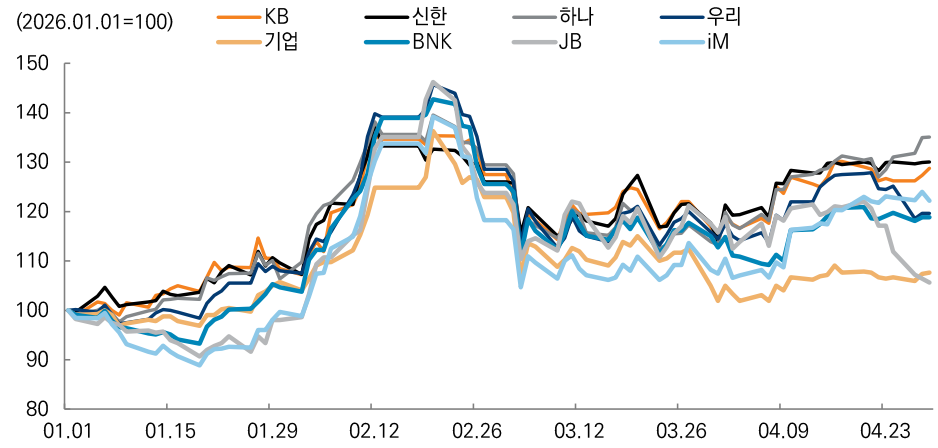
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

상반기 review: 시중은행 중심 우위 지속

상반기 은행업 주가는 대규모 주주환원을 발표한 2월 중순에는 증시보다도 크게 상승했으나, 2월 말에는 자사주 소각 기대가 강한 증권 및 지주가 시장을 주도하고, 4월에는 반도체가 시장을 주도함에 따라 증시 대비 약한 모습을 보였다. 그나마 증시가 전체적으로 부진했던 3월에는 방어적이었으며, 시중은행을 중심으로는 양호한 1분기 실적에 힘입어 반등하는 양상도 나타나고 있다.

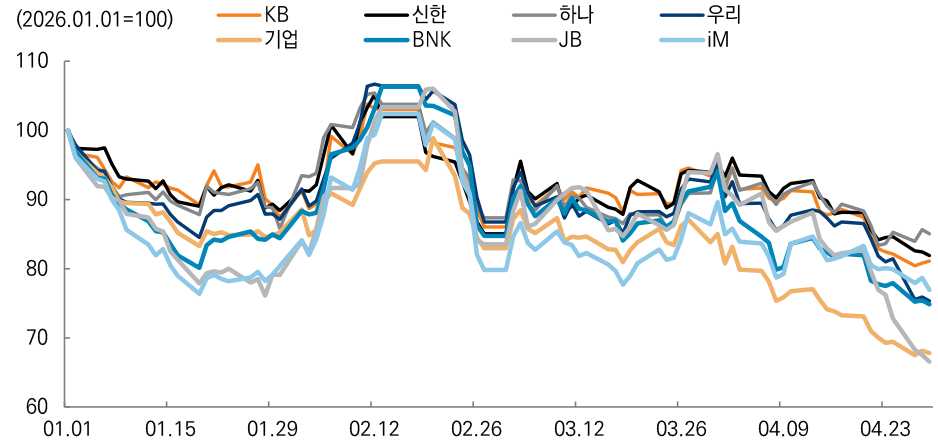
한편 7월에는 시중은행들이 하반기 주주환원을 발표할 계획이기 때문에, 통화정책과는 별개로 주주환원 확대에 대한 기대감에 따라 강세를 보일 가능성이 높다. 이는 지난 연말 실적발표 전후에도 발생한 현상인만큼, 주주환원에 대한 기대가 가장 크게 형성되어있는 KB금융 중심의 강세가 두드러질 것으로 예상한다.

그림 32. 연초 이후 주가 추이



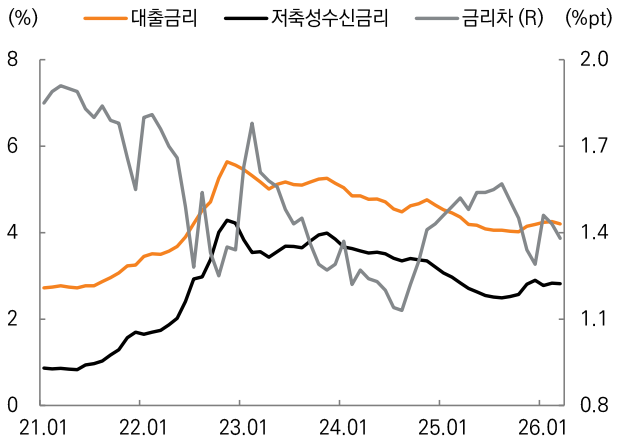
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 코스피 대비 상대 주가 추이



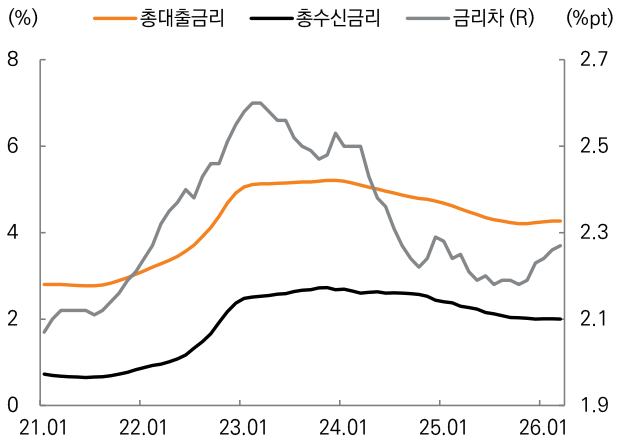
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 신규 취급액 기준 가중평균 여·수신 금리



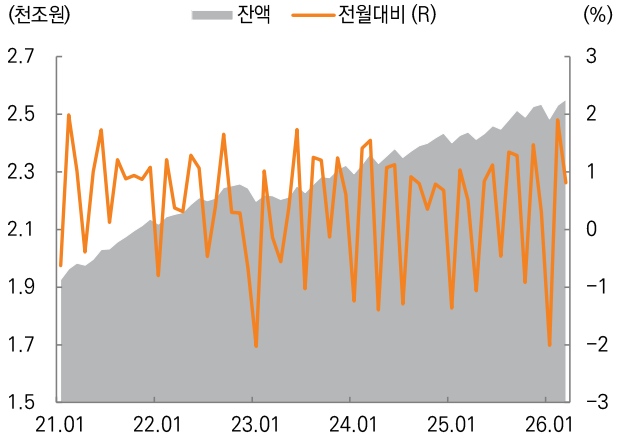
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 잔액 기준 가중평균 여·수신 금리



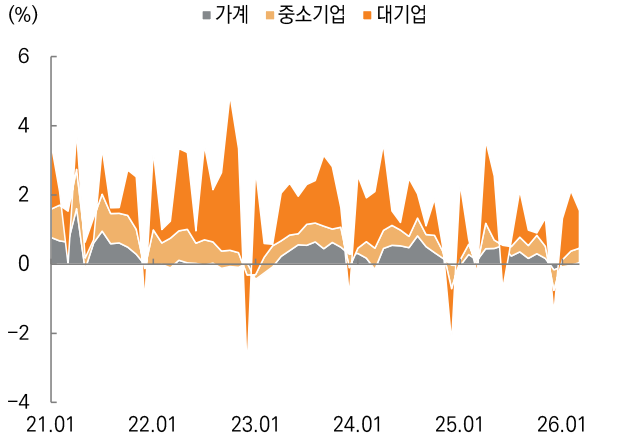
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 수신 잔액 vs. 전월대비 증가율



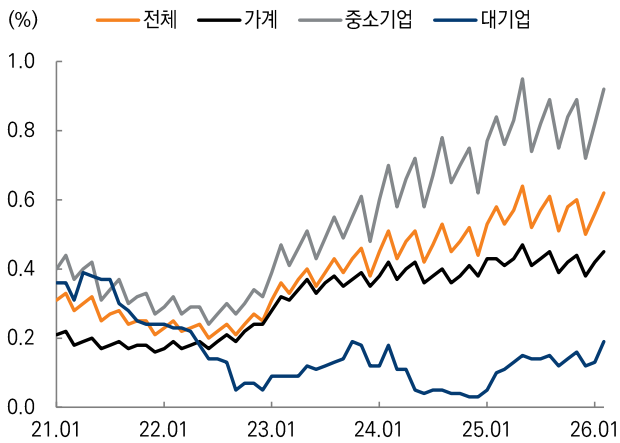
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 전월대비 대출성장률



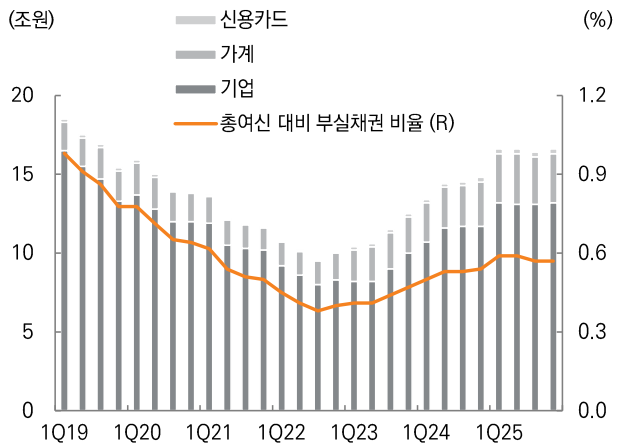
자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 여신종별 연체율



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 여신종별 부실채권



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 3. 은행업 valuation table (원, %, 배)

	KB금융	신한지주	하나금융지주	우리금융지주	기업은행	BNK금융지주	JB금융지주	iM금융지주
P/E								
2025	8.2	7.5	6.5	6.6	6.1	6.1	6.9	5.7
2026F	9.5	8.9	7.8	8.2	7.0	6.8	7.2	6.1
2027F	8.8	8.3	7.6	7.4	6.6	6.3	6.6	5.8
P/B								
2025	0.76	0.63	0.57	0.57	0.46	0.46	0.81	0.40
2026F	0.95	0.75	0.73	0.60	0.47	0.50	0.79	0.46
2027F	0.92	0.72	0.70	0.57	0.44	0.48	0.74	0.44
ROE								
2025	10.0	8.7	9.2	8.9	7.7	7.6	12.4	7.3
2026F	10.5	9.0	9.8	8.0	6.9	7.8	11.7	8.0
2027F	10.9	9.2	9.6	8.3	7.0	8.1	12.0	8.0
ROA								
2025	0.75	0.65	0.61	0.55	0.56	0.52	1.02	0.46
2026F	0.76	0.66	0.65	0.49	0.50	0.52	0.95	0.49
2027F	0.77	0.66	0.64	0.51	0.51	0.54	0.97	0.49
배당수익률								
2025	3.5	3.4	4.4	4.9	5.0	4.6	4.4	4.5
2026F	3.1	3.0	3.7	4.5	4.4	4.5	4.7	3.7
2027F	3.6	3.5	4.2	5.0	4.7	5.2	5.6	3.7
배당성향								
2025	27.1	25.1	28.0	32.0	30.8	28.1	30.0	25.3
2026F	27.7	26.2	27.6	36.8	30.9	29.8	33.1	23.2
2027F	28.3	27.3	29.5	36.6	31.2	30.5	35.2	22.1
주주환원수익률								
2025	6.8	6.8	7.6	5.6	5.0	6.8	7.0	6.7
2026F	9.5	6.1	6.7	5.5	4.4	6.8	7.2	6.4
2027F	8.1	7.0	7.5	6.3	4.7	8.6	8.2	7.0
주주환원율								
2025	52.5	50.2	48.0	36.8	30.8	40.4	46.9	38.8
2026F	83.2	52.4	50.0	45.2	30.9	44.9	50.0	40.1
2027F	62.8	54.5	52.4	45.6	31.2	50.3	50.8	42.1

주: 보통주, 자사주 소각 기준, 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

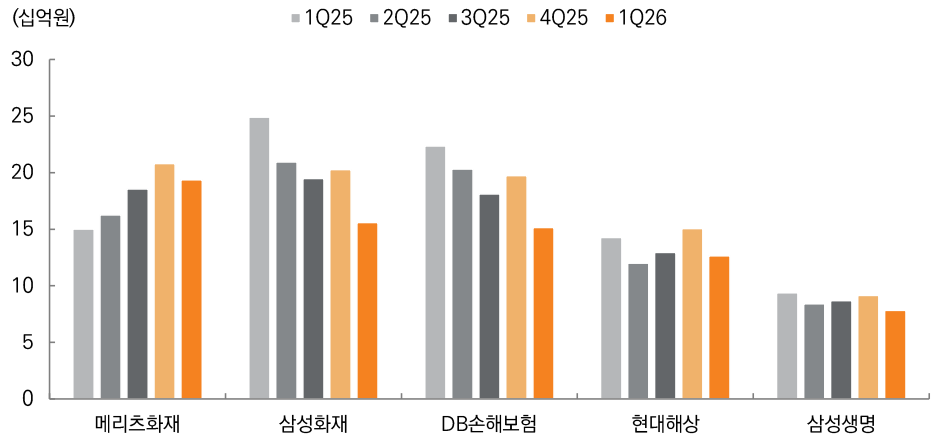
IV. 보험: 본업 회복이 우선

최선호주 메리츠금융지주

보험업은 인플레이션보다도 본업 자체를 걱정해야하는 상황이다. 수년간 반복되어온 CSM 조정과 그에 따른 보험료 인상으로 신계약 판매량이 지속적으로 감소하는 중이기 때문이다. 물론 보험료 인상은 CSM 배수 상승으로 이어지지만, 물량 감소의 영향이 워낙 큰 탓에 신계약 CSM은 감소세를 지속할 전망이다.

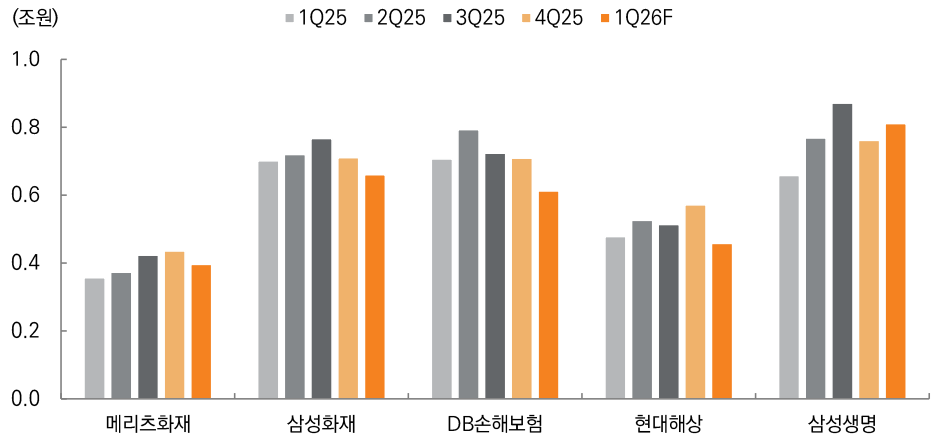
메리츠금융지주는 이런 외형 축소의 영향을 가장 적게 받을 것으로 예상한다. 타사들이 가격 할인 경쟁을 벌일 때 동참하지 않아 이후 상대적으로 보험료 인상이 적었기 때문이다. 여기에 50%가 넘는 주주환원율을 거의 대부분 자사주 매입·소각으로 소화해낸다는 점도 보험업 자체의 부진을 막아낼 수 있는 힘이 될 것으로 예상한다.

그림 40. 분기별 GA 채널 판매 금액



자료: 보험저널, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. 신계약 CSM 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

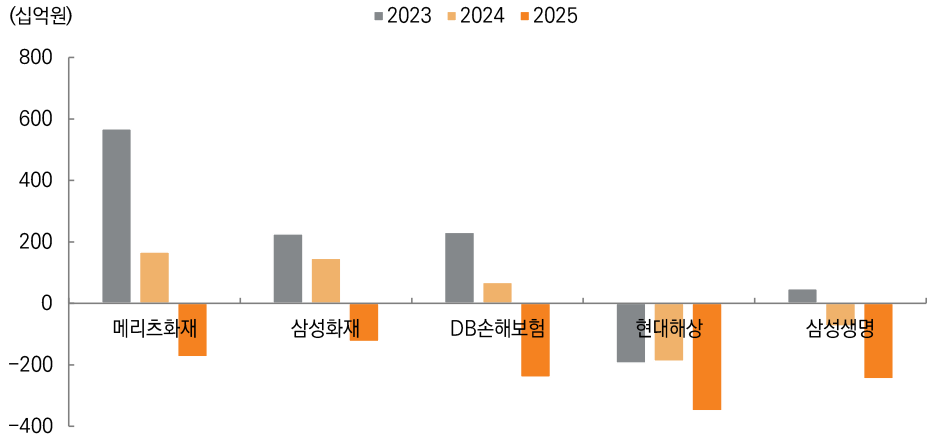
CSM 잔액 감소 추세 예상

이런 신계약 CSM 감소는 CSM 잔액 감소로까지 이어질 전망이다. 앞으로도 대규모 CSM 조정이 반복될 것으로 예상하기 때문이다. 신계약으로 증가하는 양은 줄어들고, 조정으로 감소하는 양은 늘어나면 잔액은 감소할 수밖에 없다.

반복적인 CSM 조정의 원인은 IFRS17이 보험사의 자율성을 용인한 것에서 출발한다. 이 자율성에 따라 보험사들이 주요한 계리적 가정을 어떻게 수립하는가에 따라 보험부채의 시가가 크게 변동하는데, 결국 이는 보험사 간의 비교를 어렵게 할 뿐만 아니라 보험사 자체의 과거와 미래 데이터를 비교하기도 어렵게 한다는 문제로 이어진다.

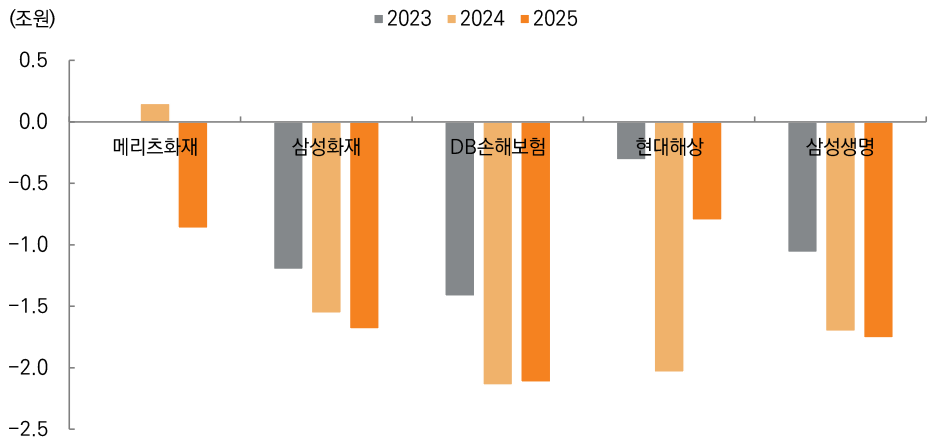
당국은 이를 보정하기 위해 문제가 되는 계리적 가정의 기준들을 하나씩 통일시키고 있다. 이 때 기준점을 가장 보수적인 회사의 가정으로 사용하는 편인데, 이는 업계 전반에 걸친 대규모 CSM 조정으로 이어진다. 메리츠금융지주는 가장 보수적인 가정 덕에 지금껏 대규모 조정을 수차례 피해갈 수 있었다.

그림 42. 연도별 보험금 예실차



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 연도별 CSM 조정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

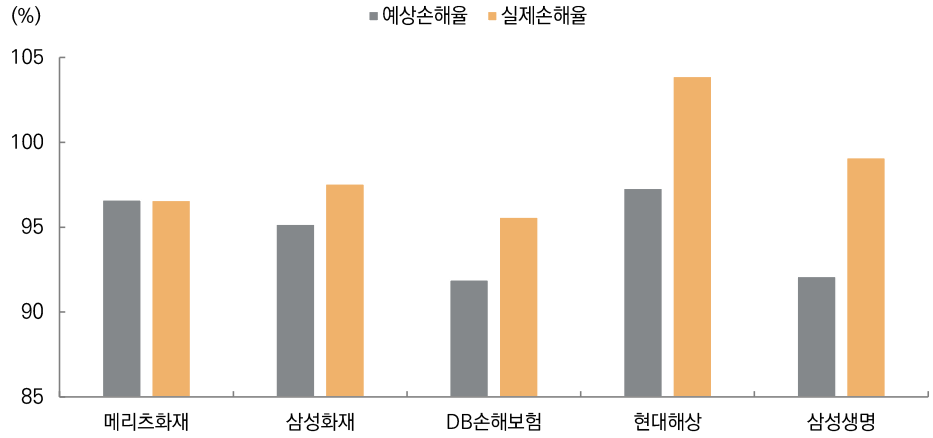
손해율 실무 표준안 도입 예정

올해 역시 연말에 대규모 CSM 조정이 발생할 전망이다. 당국이 신규 담보에 대한 손해율 가정치를 일괄 상향시키는 손해율 실무 표준안을 도입할 예정이기 때문이다. 당사는 이 제도의 영향 역시 간과하지 못할 수준일 것으로 예상한다.

이는 IFRS17 도입 이후 보험업계 전반에 걸쳐 CSM 극대화를 위해 신규 담보 상품을 대거 출시했고, 심지어 올해 새로 출시하는 신규 담보 상품들의 예상손해율도 표준안에서 제시하는 손해율보다 낮을 것이기 때문이다. 기존에 예상손해율과 실제손해율의 괴리가 큰 모습을 보여왔던 보험사일수록 CSM 조정 폭이 클 가능성이 높다고 판단한다.

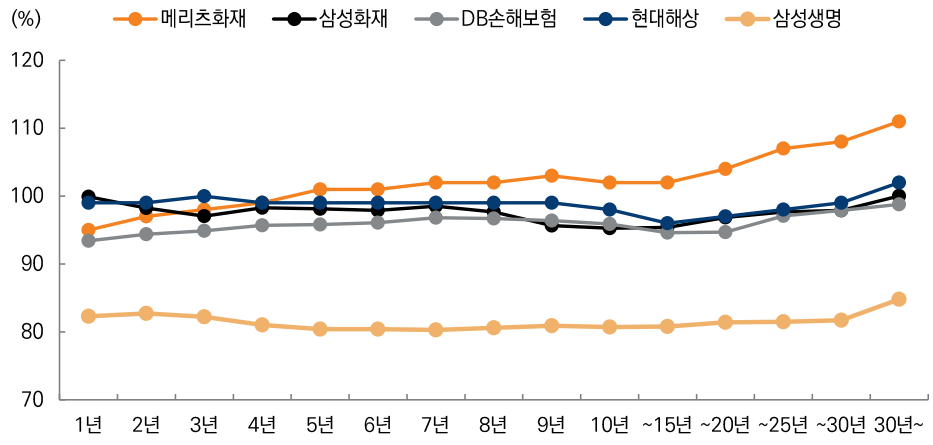
한편 메리츠금융지주는 이번에도 영향을 가장 적게 받을 것으로 예상한다. 1) 언제나 예상손해율을 더 높게 잡는 보수적인 가정으로 타사와 달리 CSM 조정에서 훨씬 자유로운 모습을 보여왔고 2) 미래의 장기손해율 가정 역시 가장 보수적으로 세워놓았기 때문이다. 이는 곧 동사는 올해도 대규모 CSM 조정과 보험료 인상 가능성이 낮다는 점을 시사한다.

그림 44. 2025년 예상손해율 vs. 실제손해율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 2025년 장기손해율 가정



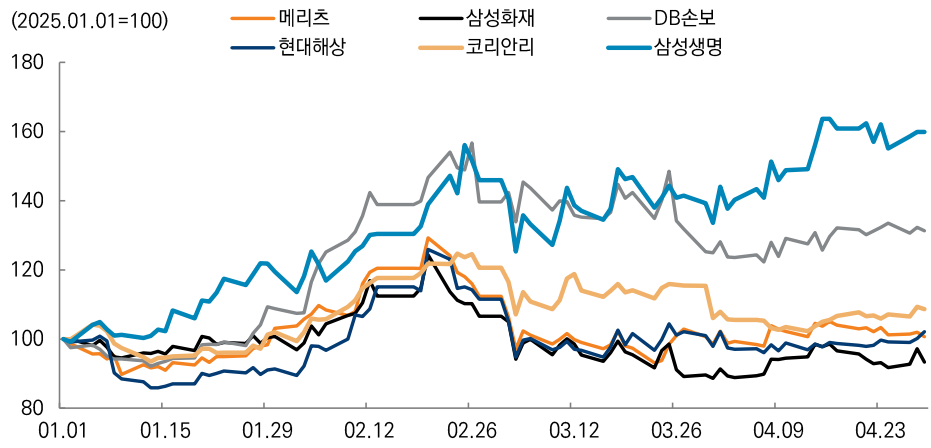
자료: 미래에셋증권 리서치센터

상반기 review: 하락 사이클 지속

상반기 보험업 주가는 코스피 대비 부진한 모습을 이어나갔다. 2월에는 자사주 강제 소각에 대한 기대로 급등했던 구간도 있으나, 기보유 자사주 소각은 실제로 발생하고 나면 기대감이 소멸하는만큼 상승의 지속성은 떨어졌다. 이후 발표된 기업가치제고계획에서는 특별히 새로운 내용이 없었으며, 해약환급금 준비금으로 인한 배당가능이익 감소 문제는 앞으로도 해결되기 어려울 것으로 예상한다.

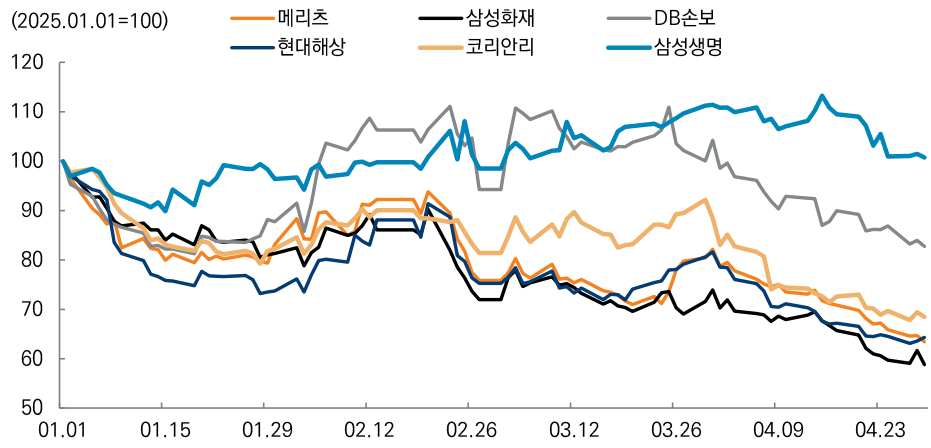
결국 하반기에 보험업에서 기대할 내용은 메리츠금융지주의 하반기 자사주 매입·소각 규모 정도라고 판단한다. 상반기 매입 규모는 지난 하반기와 같은 7,000억원이었지만, 연간 이익은 작년보다 증가할 전망인만큼 오는 하반기 매입 규모는 더 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 작년과 같이 현금 배당 없이 주주환원을 100% 자사주 매입으로 진행할 경우, 올해 동사의 자사주 매입 규모는 1.6조원 이상도 가능하다고 판단한다(2025년 1.5조원).

그림 46. 연초 이후 주가 추이



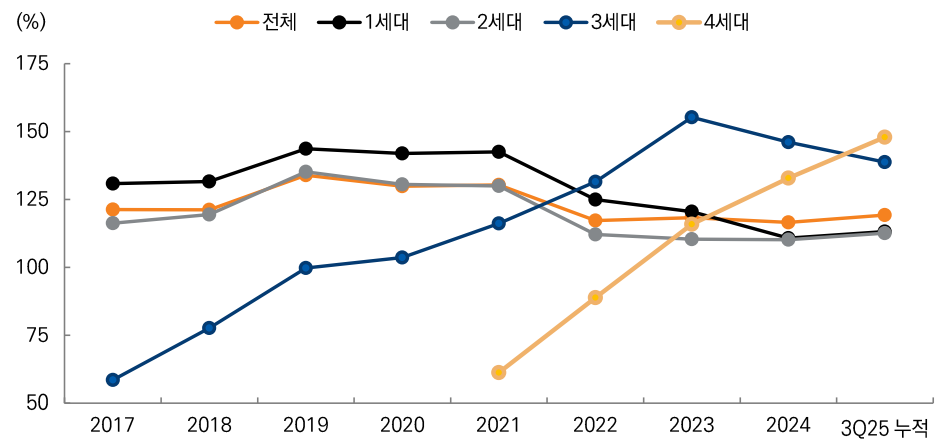
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 코스피 대비 상대 주가 추이



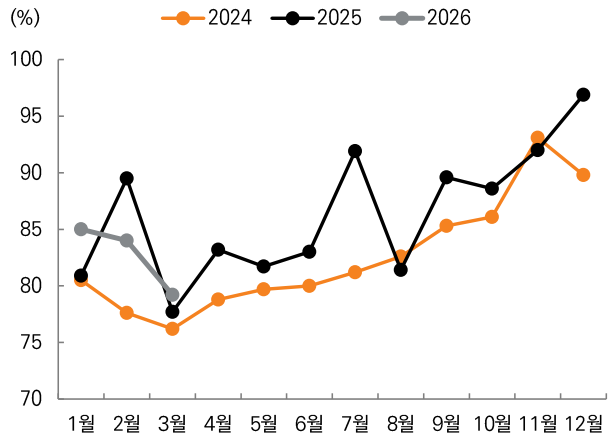
자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 세대별 실손보험 손해율



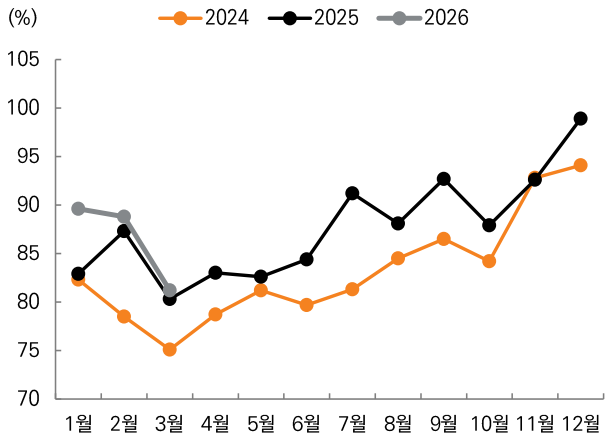
자료: 보험연구원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 메리츠화재 누적 자동차보험 손해율



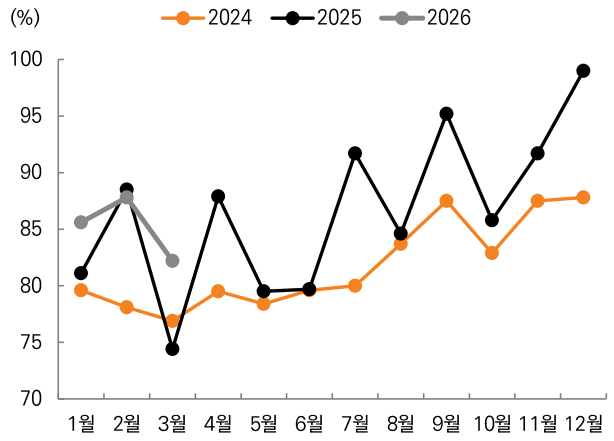
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 삼성화재 누적 자동차보험 손해율



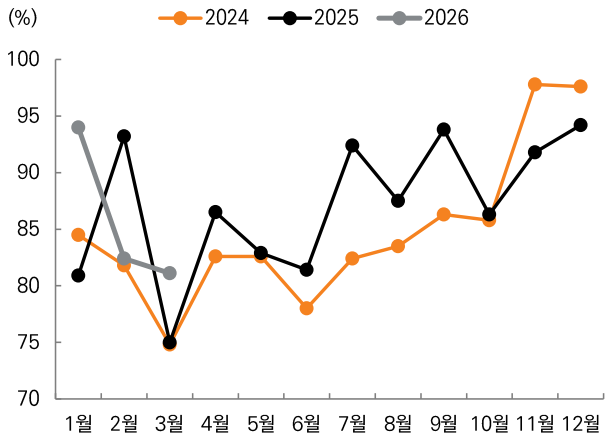
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. DB손해보험 누적 자동차보험 손해율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 현대해상 누적 자동차보험 손해율



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Valuation table

표 4. 보험업 valuation table (원, %, 배)

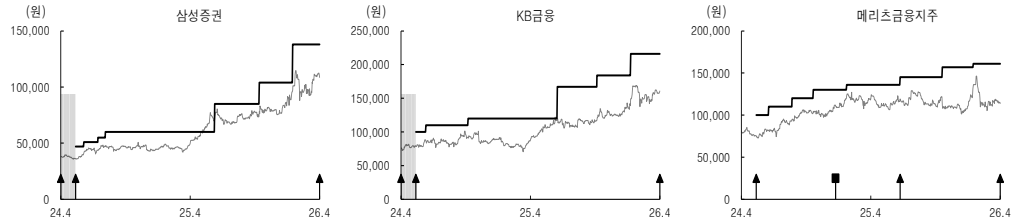
	메리츠금융지주	삼성화재	DB손해보험	현대해상	코리안리	삼성생명
P/E						
2025	8.8	10.5	5.1	4.4	7.4	12.3
2026F	7.3	10.2	8.1	4.2	6.9	18.2
2027F	6.4	10.0	7.5	3.0	7.9	20.7
P/B						
2025	1.91	0.99	0.81	0.49	0.56	0.45
2026F	1.63	0.86	0.98	0.38	0.57	0.72
2027F	1.38	0.81	0.91	0.34	0.54	0.73
ROE						
2025	22.5	11.0	16.8	11.4	8.9	4.9
2026F	23.5	8.8	12.4	10.5	9.5	4.0
2027F	22.6	8.3	12.5	12.0	8.0	3.5
ROA						
2025	1.83	2.20	2.73	1.15	2.35	0.69
2026F	1.86	1.97	2.11	1.17	2.56	0.71
2027F	1.91	1.95	2.22	1.56	2.26	0.62
배당수익률						
2025	0.0	3.9	5.8	0.0	4.9	3.4
2026F	0.0	4.3	4.9	0.0	5.0	2.3
2027F	0.0	4.6	5.4	0.0	5.6	2.4
배당성향						
2025	0.0	38.5	30.0	0.0	31.8	41.3
2026F	0.0	41.2	40.1	0.0	30.8	41.8
2027F	0.0	43.5	40.8	0.0	38.4	49.3
주주환원수익률						
2025	7.6	6.4	8.0	0.0	4.9	3.4
2026F	8.5	6.9	4.9	0.0	5.0	2.3
2027F	9.9	7.3	5.4	0.0	5.6	2.4
주주환원율						
2025	63.2	62.6	41.4	0.0	31.8	41.3
2026F	59.1	66.4	40.1	0.0	30.8	41.8
2027F	60.3	68.3	40.8	0.0	38.4	49.3

주: 보통주, 자사주 소각 기준, 코리안리는 미래 무상증자 영향 제거 기준, 자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
삼성증권 (016360)				
2026.02.12	매수	138,000	-	-
2025.11.10	매수	104,000	-21.39	-7.79
2025.07.07	매수	85,000	-14.43	-5.18
2024.09.02	매수	60,000	-17.51	28.67
2024.08.12	매수	55,000	-15.50	-12.27
2024.07.03	매수	51,000	-14.02	-10.29
2024.06.10	매수	47,000	-19.71	-14.47
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
KB금융 (105560)				
2026.02.06	매수	216,000	-	-
2025.11.03	매수	184,000	-30.26	-22.28
2025.07.14	매수	167,000	-32.04	-28.38
2024.11.04	매수	120,000	-24.39	1.67
2024.07.08	매수	110,000	-21.21	-8.18
2024.06.10	매수	100,000	-19.49	-11.80
2024.01.08	분석 대상 제외		-	-
메리츠금융지주 (138040)				
2026.02.12	매수	161,000	-	-
2025.11.17	매수	157,000	-29.63	-16.43
2025.07.21	매수	145,000	-18.67	-11.03
2025.02.20	Trading Buy	136,000	-14.58	-6.47
2025.01.20	Trading Buy	130,000	-18.21	-8.08
2024.11.18	매수	130,000	-20.56	-14.00
2024.09.19	매수	120,000	-15.31	-11.58
2024.07.15	매수	110,000	-21.38	-13.36
2024.06.10	매수	100,000	-22.03	-16.60

* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.84%	0%	18.56%	0.6%

* 2026년 03월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 KB금융 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.