증권주를 바라보는 시선

- 2026년 증권산업 하반기 전망

상상인증권 리서치센터

기업분석팀 김현수 I 금융 02-3779-3969, hyunsoo.kim@sangsanginib.com

상상인증권

CONTENTS

① Executive Summary	3
② 증권주 주가 흐름의 재해석	5
③ 투자 기준의 변화	12
④ 증권업종 실적 전망	19
⑤ 상대매력도와 투자전략	28

거래대금을 넘어, 자본효율성의 시대로

- **가계 유동성이 만든 증권주 재평가**

  - 2026년 증권주는 공매도 재개, 증시활성화 정책, 가계자금 유입, ETF 거래대금 확대가 맞물리며 금융주 내 가장 직접적인 수혜주로 부각됐다. 특히 외국인 수급이 강하지 않은 상황에서도 개인과 기관 중심의 국내 유동성이 시장을 들어올렸고, ETF와 바스켓 매매를 통해 시가총액과 대표성이 높은 대형 증권주 중심의 주가 상승이 뚜렷하게 나타났다. 이는 이번 증권주 랠리가 단순 지수 상승의 동행이 아니라, 국내 유동성 장세와 자본시장 활성화 기대를 가장 빠르게 반영한 결과였음을 의미한다.

- **거래대금은 출발점, 지속성은 고객자산과 자본활용**

  - 거래대금 확대는 브로커리지 수익을 가장 빠르게 끌어올리는 변수지만, 장기 성장성을 설명하기에는 한계가 있다. 거래대금 점유율과 수수료율이 구조적으로 제한적인 만큼, 핵심은 거래가 고객자산과 금융상품잔고로 남고, 이것이 WM 수수료, 신용공여, 발행어음, 이자손익, 운용 Book 확대 등 반복 수익으로 전환되는지 여부다. 따라서 증권업 이익의 레벨업은 거래대금에서 시작되지만, 종목별 차별화는 고객자산을 자본활용형 수익으로 전환하는 능력에서 발생할 전망이다.

- **투자기준은 환원보다 ROE, 최선호주는 한국금융지주**

  - 은행업종의 투자기준이 환원수익률과 자본비율의 안정성이라면, 증권업종은 자본수익효율성과 ROE의 지속성이 먼저다. 증권업은 아직 완성된 환원산업이 아니라 자본활용을 통해 ROE를 높여가는 성장 재구축 단계에 있으며, 높아진 이익 체력이 주주환원으로 연결될 때 추가 리레이팅이 가능하다. 이 관점에서 한국금융지주를 고ROE, 발행어음·IMA 기반 자본효율성, 환원 개선 가능성을 모두 갖춘 최선호주로 제시한다.

② 증권주 주가 흐름의 재해석

- 유동성이 만든 상승, 바스켓 매매가 만든 대형주 쏠림

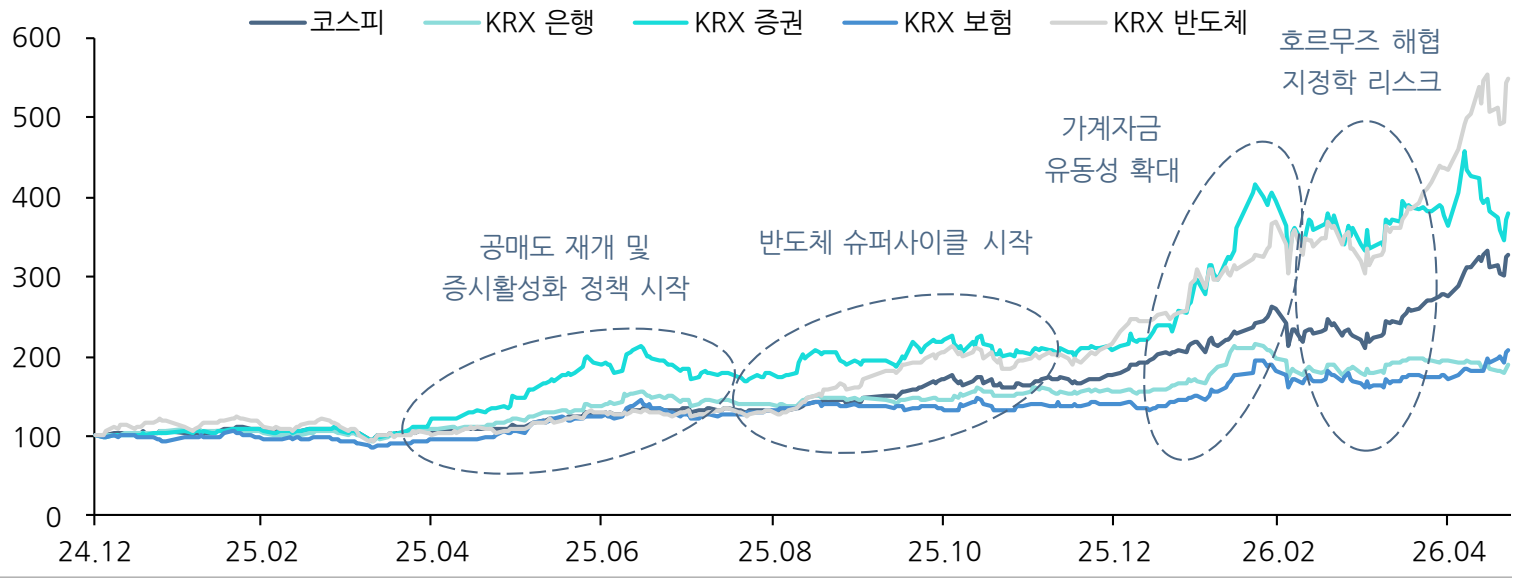
상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

증권주는 금융주 중 가장 직접적인 증시활성화 수혜주

- 증권업종은 2025년 4월 공매도 재개와 증시활성화 정책 기대가 맞물린 시점부터 은행·보험 대비 빠르게 차별화되기 시작, 이후 반도체 슈퍼사이클 구간에서도 금융주 내 가장 높은 주가 탄력을 시현
- 2026년 초 가계자금 유동성 확대가 본격화되며 거래대금과 고객자금 유입에 직접 노출된 증권주는 KOSPI와 타 금융업종을 크게 상회, 증시 상승의 단순 동행이 아닌 자본시장 활성화의 직접 수혜로 해석
- 다만 4월 이후 호르무즈 해협 지정학 리스크가 부각되며 증권업종도 단기 조정을 받았으나, 은행·보험 대비 높은 누적수익률을 유지하며 이번 유동성 장세에서 가장 민감하게 반응한 금융업종임을 확인

그림 1. KRX금융(은행·증권·보험), KRX반도체 및 KOSPI 지수 추이



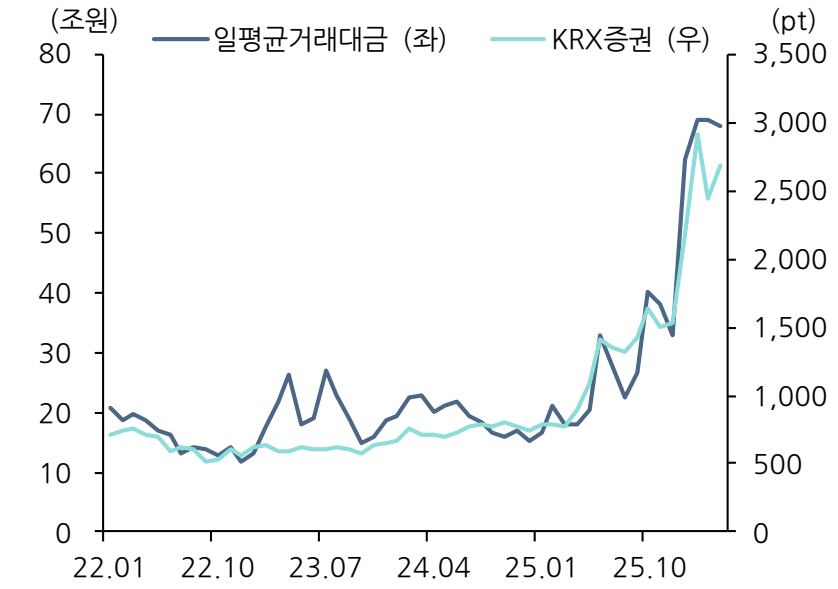
주: 2024년 12월 30일을 100으로 한 지수
자료: Quantiwise, 상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

거래대금 확대와 맞물린 증권업종 재평가

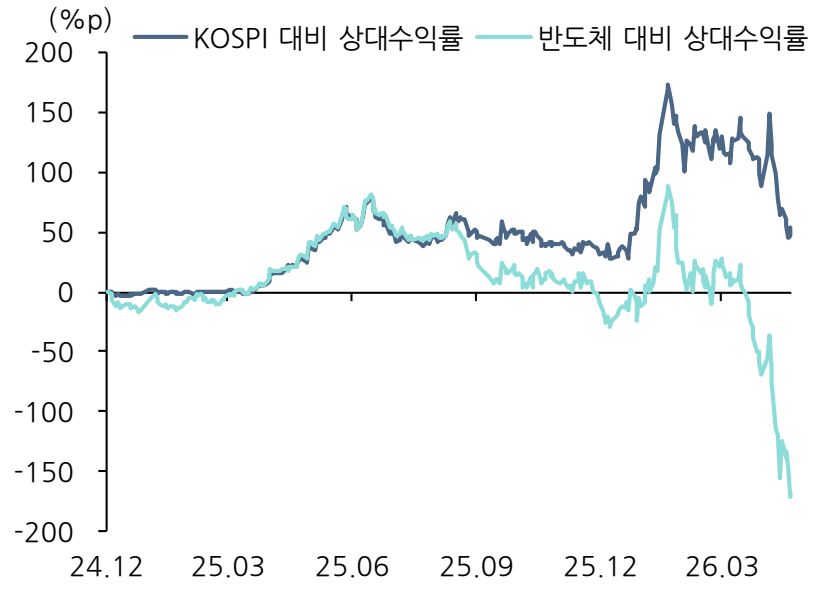
- 월별 일평균거래대금은 2025년 초까지 20조원 내외에서 등락했으나, 하반기 이후 빠르게 증가하며 2026년 초 60조원 이상으로 레벨업, KRX 증권업종 지수도 같은 구간에서 동반 급등
- 증권업종의 주가 상승은 단순 지수 동행보다 거래대금 확대에 더 민감하게 반응했으며, 브로커리지 수익 증가와 신용공여 확대 기대가 동시에 반영되며 업종 전반의 이익 추정치 상향으로 연결
- 상대수익률 측면에서도 증권업종은 2026년 초까지 KOSPI와 반도체를 크게 상회하며 자본시장 활성화 수혜를 가장 직접적으로 반영했으나, 3월 이후에는 거래대금 고점 부담과 시장 변동성 확대가 맞물리며 초과수익 일부 축소 흐름으로 전환

그림 2. 일평균거래대금 및 KRX증권지수 추이



자료: KRX, Quantiwise, 상상인증권

그림 3. 증권업종지수 KOSPI·반도체 지수 대비 상대수익률 추이



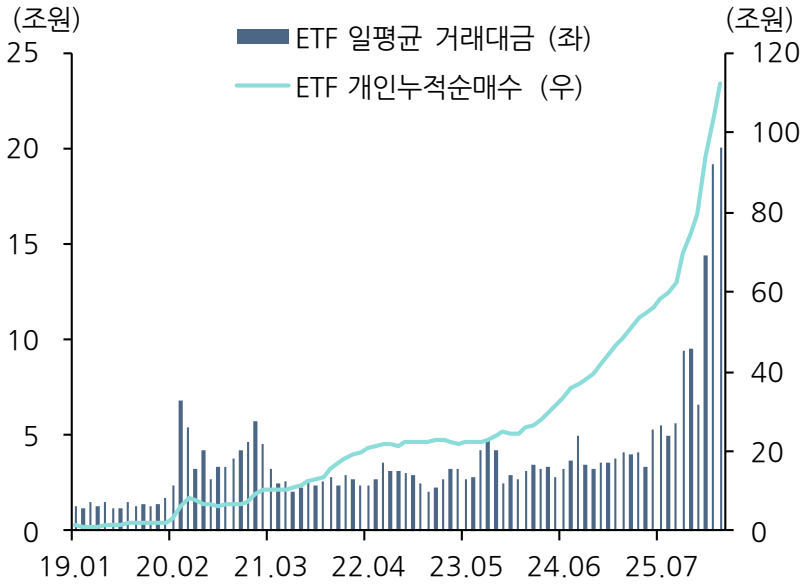
자료: Quantiwise, 상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

ETF를 통해 대형주로 향한 가계 유동성

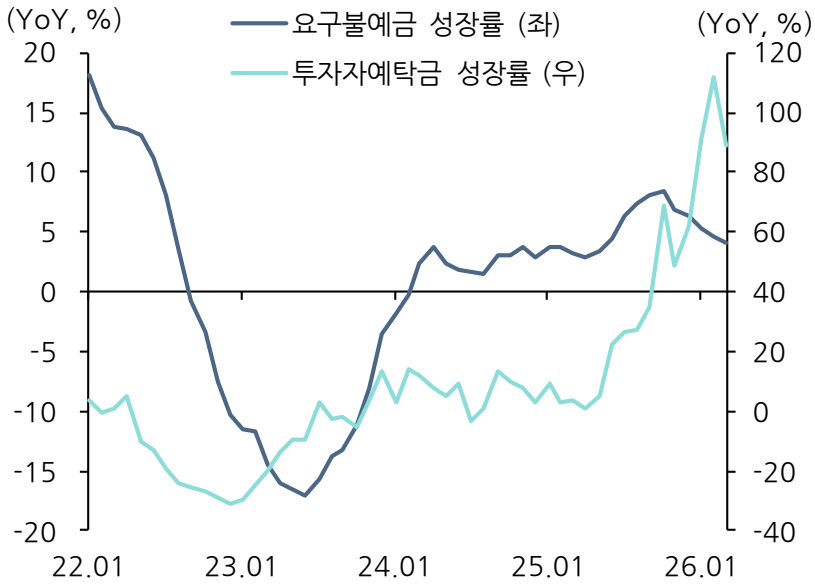
- ETF 일평균 거래대금은 2024년 이후 완만한 증가세를 보이다 2025년 하반기부터 급격히 확대, 개인누적순매수 역시 100조원 이상으로 증가하며 가계자금의 시장 참여 방식이 개별 종목보다 ETF 중심으로 이동했음을 시사
- 요구불예금 성장률이 플러스권에서 유지되는 가운데 투자자예탁금 성장률은 2025년 하반기 이후 급등, 대기성 가계자금이 증시 주변자금으로 전환되며 거래대금과 ETF 매매 확대를 동시에 견인
- ETF 자금은 편입비중에 따라 기계적으로 배분되는 특성상 업종 내 시가총액과 대표성이 높은 대형주에 먼저 유입, 증권업종 내에서도 단순 저평가주보다 대형 증권주 중심의 주가 탄력이 강화되는 배경으로 작용

그림 4. ETF 일평균 거래대금 및 개인누적순매수 추이



주: 2026년 5월 데이터는 5월 22일 마감 기준
자료: KRX, 상상인증권

그림 5. 요구불예금 및 투자자예탁금 성장률 추이



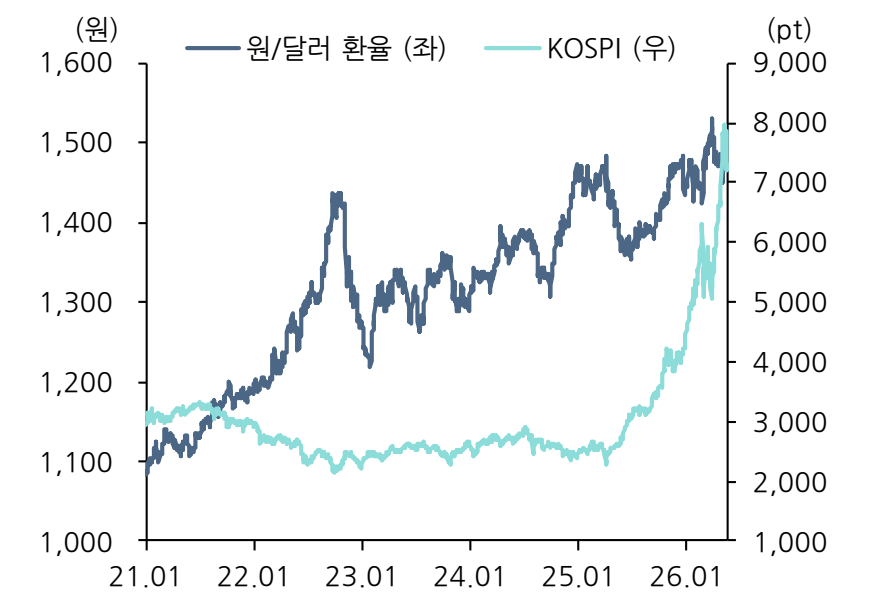
자료: 한국은행, 금융투자협회, 상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

외국인 수급 공백을 가계자금이 메운 장세

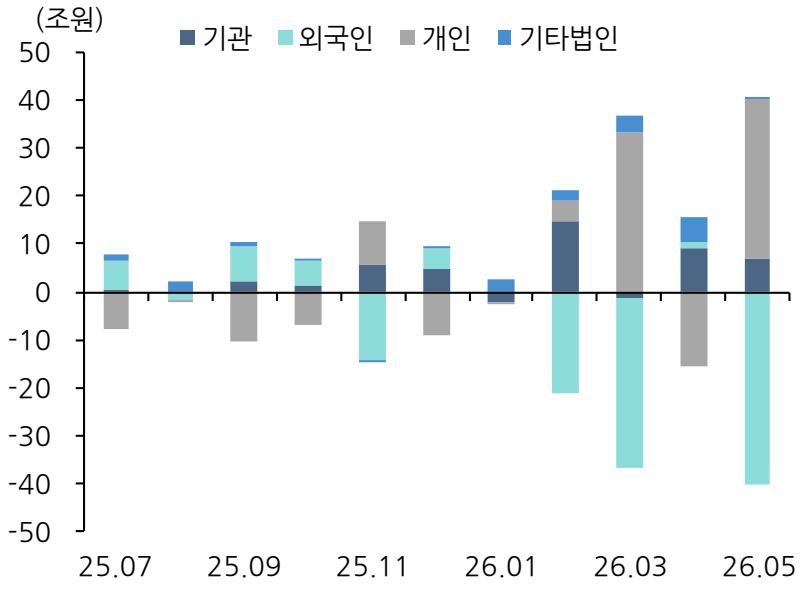
- 2026년 초 이후 KOSPI는 원/달러 환율이 재차 상승하며 외국인 수급 여건이 비우호적으로 전환된 가운데서도 가파른 상승세를 지속, 과거 외국인 주도 랠리와 달리 국내 유동성이 시장 방향성을 결정한 구간
- 투자주체별 월별 순매수에서도 외국인은 3월 이후 대규모 순매도세를 보였으나, 개인과 기관 자금이 이를 흡수하며 지수 하단을 지지, 특히 가계자금 유입이 거래대금 확대와 ETF 매매 증가를 통해 시장 상승을 견인
- 현재 글로벌 불확실성 확대로 환율이 다시 상승한 국면이나, 향후 달러원 환율이 하향 안정화될 경우 외국인 수급까지 개선되며 증시와 증권업종 모두에 우호적인 환경 형성 가능성 확대

그림 6. 원/달러 환율 및 KOSPI 지수 추이



주: 원/달러 환율은 매매기준율 기준
자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 7. 투자주체별 코스피 월별 누적순매수 추이



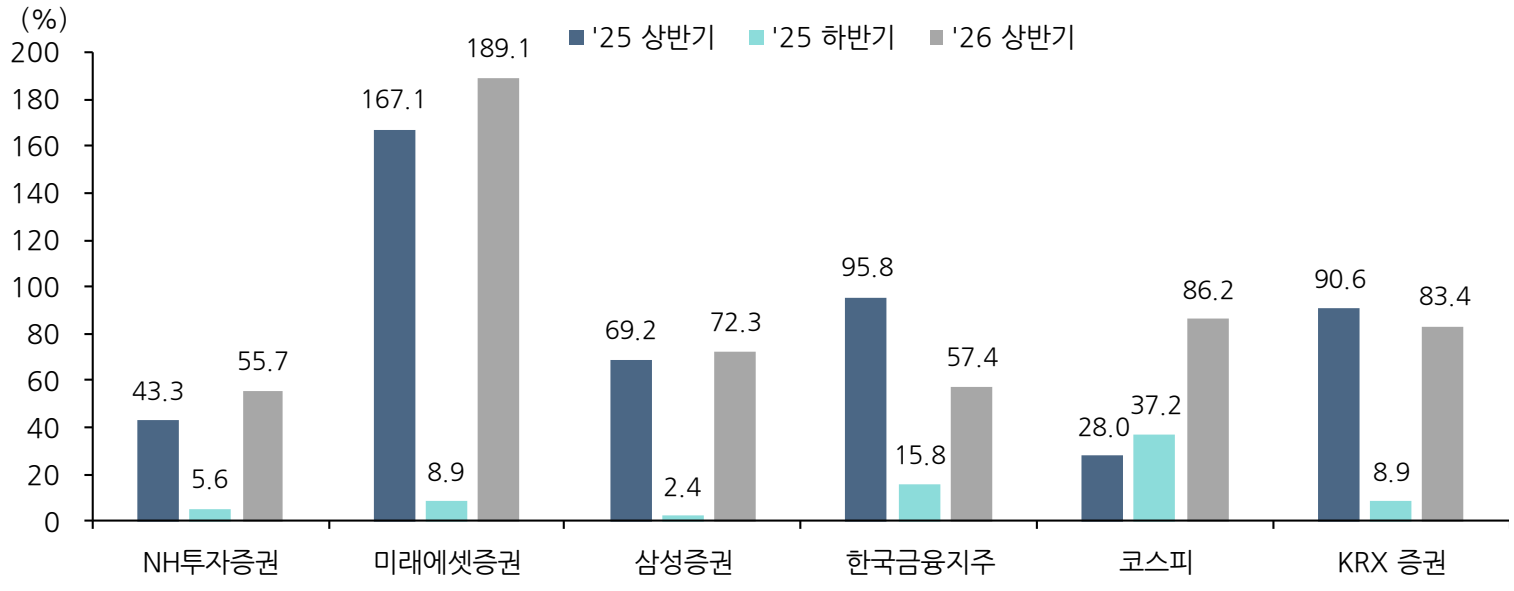
주: 2026년 5월 데이터는 5월 22일 마감 기준
자료: Quantiwise, 상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

같은 증권주, 다른 상승 논리

- 2026년 상반기 커버리지 증권사는 모두 KOSPI와 KRX 증권지수를 상회했으나, 미래에셋증권은 가계자금 유동성 확대에 따른 업종 대표주 수급과 SpaceX·xAI 성장자산 옵션이 결합되며 가장 높은 주가 상승률을 기록
- 삼성증권은 리테일·WM 실적 개선과 배당 확대 기대, 한국금융지주는 21%대 ROE와 자회사 실적 기여, NH투자증권은 브로커리지·WM·이자수지·운용손익의 동시 개선이 각각 주가 상승의 핵심 배경으로 작용
- 결국 2026년 증권주 상승은 단순 거래대금 증가에 대한 일괄적 재평가가 아니라, 가계 유동성에 따른 대형주 수급 프리미엄, 성장자산 옵션, ROE 개선, 배당 가시성, 자본활용 능력이 종목별로 다르게 반영된 결과로 해석 가능

그림 8. 커버리지 증권사 반기별 누적주가수익률 추이



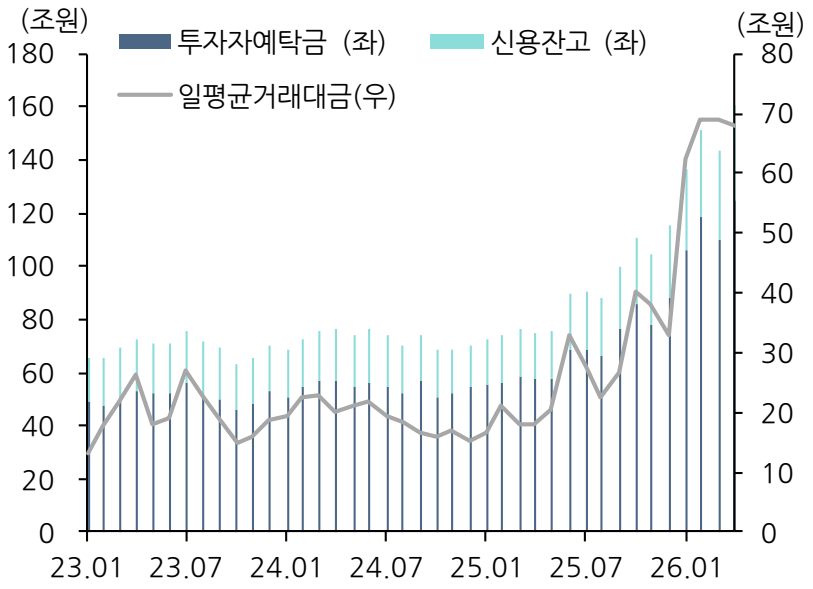
주: 2026년 상반기 누적주가수익률은 5월 22일 종가 기준
자료: Quantiwise, 상상인증권

② 증권주 주가 흐름의 재해석

거래대금 이후, 신용잔고와 리스크 관리로 이동하는 시선

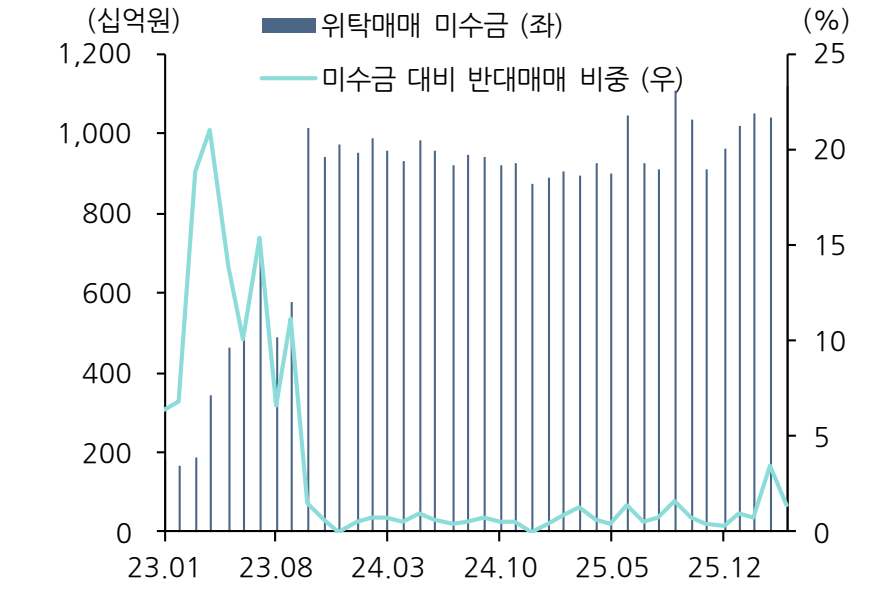
- 투자자예탁금, 신용잔고, 일평균거래대금은 2025년 하반기 이후 동반 확대되며 증권업종의 주가와 이익 기대를 동시에 견인, 거래대금이 브로커리지 수익을 설명했다면 신용잔고는 이자손익 확대와 이익 하단 개선을 설명하는 변수
- 최근 증시 변동성 확대 이후 미수금 반대매매 관련 우려가 부각됐으나, 미수금 대비 반대매매 비중은 과거 대비 여전히 낮아, 2023년 일부 구간처럼 반대매매 비중이 급등했던 강제 디레버리징 국면과는 차별화
- 결국 현재 구간의 핵심은 레버리지 자체의 위험보다 거래대금과 신용잔고 확대가 이익으로 연결되는 과정에서 변동성을 얼마나 관리할 수 있는지이며, 단순 거래대금보다 ROE 지속성과 자본수익효율성 중심으로 투자기준이 이동할 필요

그림 9. 투자자예탁금·신용잔고 및 일평균거래대금 추이



주: 2026년 5월 데이터는 5월 22일 마감 기준
자료: KRX, 금융투자협회, 상상인증권

그림 10. 위탁매매 미수금 및 반대매매 비중



자료: 금융투자협회, 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

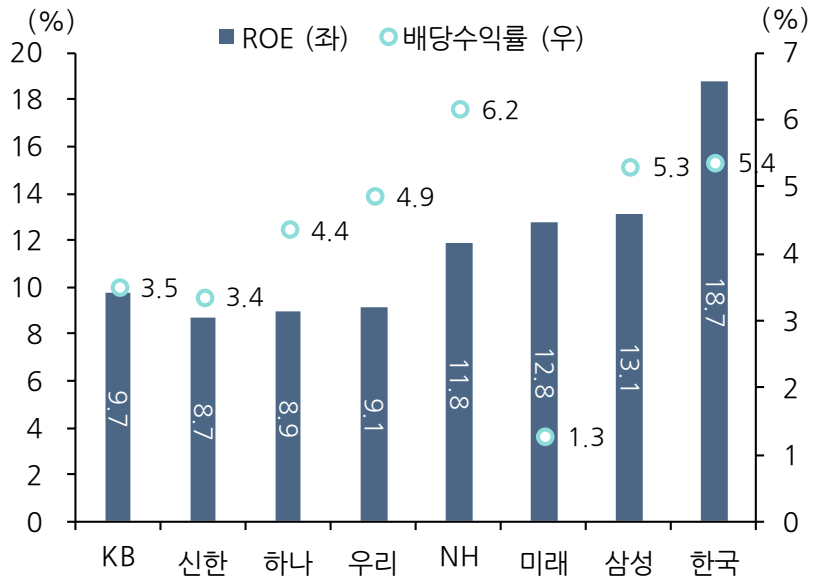
- 환원보다 먼저 봐야 할 것은 ROE의 지속성

③ 투자 기준의 변화

은행은 환원수익률, 증권은 자본수익효율성

- 은행주는 ROE의 추가 개선 여력보다 안정적인 이익 체력과 배당수익률이 투자판단의 핵심 변수로 작용, 성숙산업으로서 CET1 기반 초과자본 환원과 주주환원수익률이 밸류에이션 하단을 설명
- 반면 증권주는 배당수익률만으로는 투자매력이 충분히 설명되지 않으며, 거래대금 확대와 자본활용 개선을 통해 ROE를 얼마나 높이고 지속할 수 있는지가 주가 리레이팅의 출발점
- 결국 은행업종의 투자기준이 환원수익률과 자본비율의 안정성이라면, 증권업종의 투자기준은 ROE 지속성과 조달·운용능력이며, 환원은 높아진 이익 체력이 확인된 이후 할인율을 낮추는 후행 변수로 작용

그림 11. 주요 금융사별 2025 ROE 및 배당수익률 비교



주: 배당수익률은 2025년 말일 종가 기준
자료: 상상인증권

표 1. 은행·증권산업 투자기준 비교표

구분	은행	증권
산업 단계	성숙기	성장 재구축기
핵심 변수	CET1비율, 주주환원율, 배당수익률 등	ROE, 레버리지, 조달 및 운용능력
투자 기준	환원수익률, 자본비율의 안정성	자본수익효율성과 ROE 지속성
리레이팅 조건	이익 안정성 유지, 초과자본 환원 확대	자본활용 확대가 ROE 개선 및 환원 신뢰로 연결

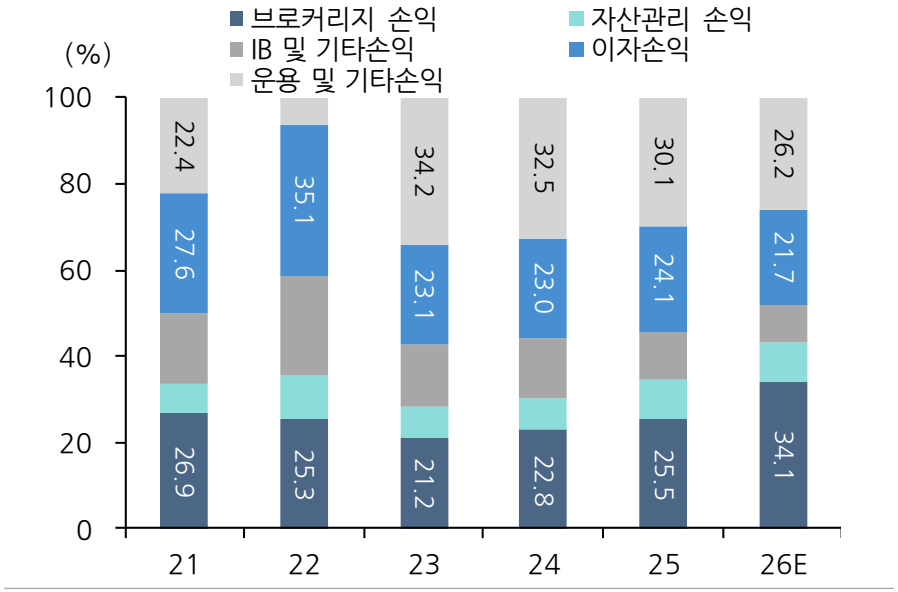
자료: 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

증권업은 중개 중심에서 자본활용 중심으로 이동

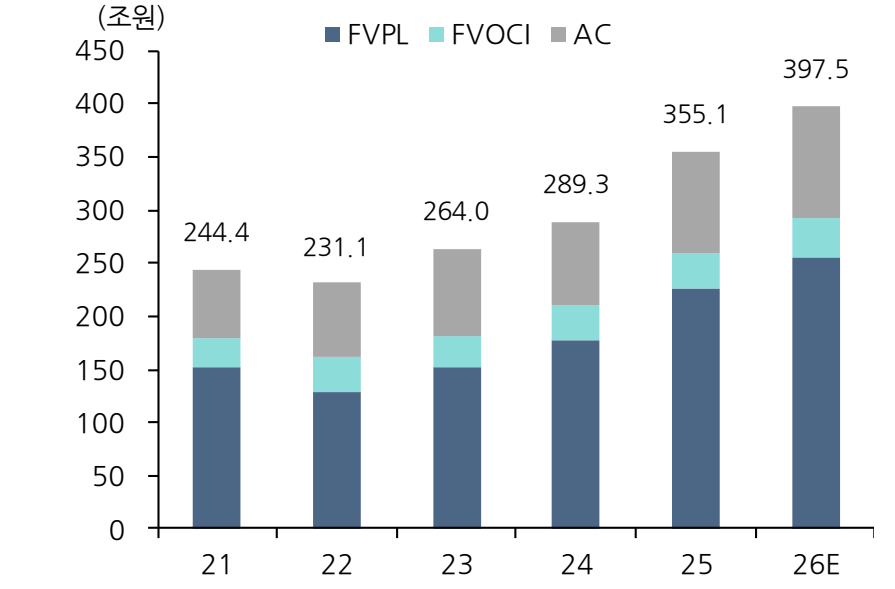
- 거래대금 확대에 따라 브로커리지 손익 비중은 2026E 34.1%까지 상승할 전망이나, 이자손익과 운용 및 기타손익이 여전히 합산 47.9%를 차지하며 증권업의 이익구조가 단순 중개수수료 중심에 머물지 않고 있음을 확인
- 커버리지 증권사의 합산 금융자산은 2023년 264.0조원에서 2026E 397.5조원까지 확대될 전망이며, FVPL 자산 증가를 중심으로 증권사의 수익 창출 방식이 거래 중개보다 자본 투입과 운용 성과에 더 크게 연동되는 구조로 변화
- 결국 증권업의 밸류에이션은 거래대금 민감도만으로 설명되기 어려워졌으며, 앞으로의 투자기준은 고객자산과 조달 기반을 활용해 금융자산을 얼마나 효율적으로 운용하고 ROE로 전환할 수 있는지에 집중될 필요

그림 12. 커버리지 증권사 합산 총영업이익 비중 추이 및 전망



자료: 상상인증권

그림 13. 커버리지 증권사 합산 금융자산 규모 추이



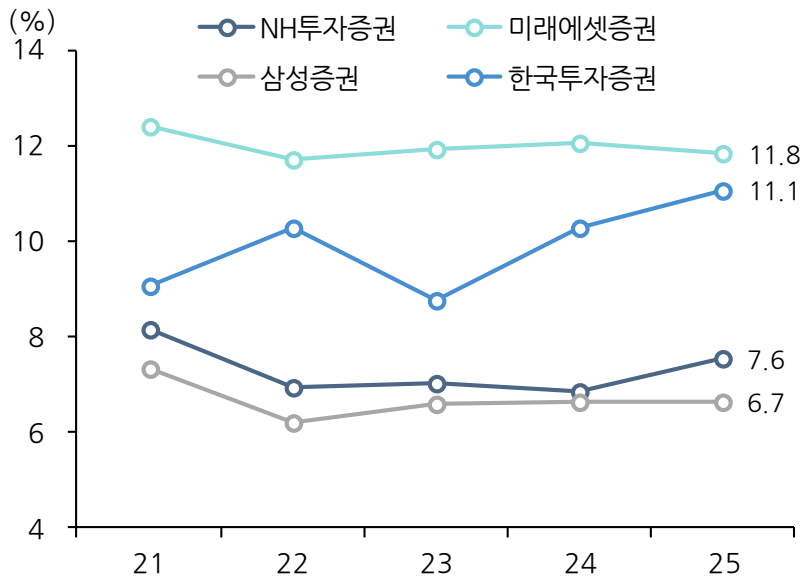
주: 연결 기준
자료: 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

거래대금만으로는 체급을 키우기 어렵다

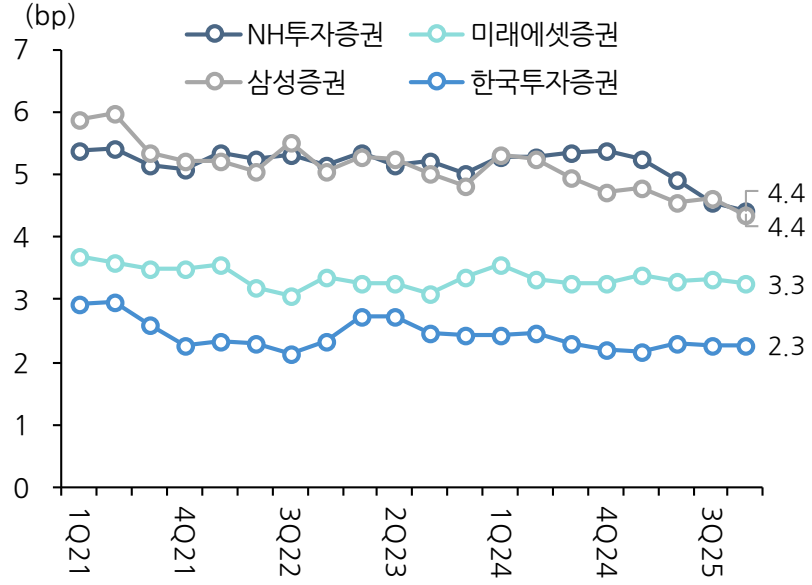
- 거래대금 확대는 브로커리지 수익을 즉각적으로 끌어올리는 변수지만, 커버리지 증권사별 거래대금 점유율은 최근 수년간 큰 방향성 없이 제한적인 변화에 그치며 중개 부문만으로 구조적 차별화를 만들기 어려운 환경
- 브로커리지 수수료율 역시 전반적으로 하락세가 이어지고 있어, 거래대금 레벨이 높아질수록 단기 이익은 개선되지만 동일 거래대금에서 창출되는 수익성은 과거보다 낮아지는 구조
- 결국 거래대금은 증권업종 이익 회복의 점화장치이나 장기 체급 확대를 결정하는 변수는 아니며, 이후 투자기준은 거래를 통해 유입된 고객자산을 신용공여, WM, 발행어음, 운용 Book으로 얼마나 확장할 수 있는지에 집중될 필요

그림 14. 커버리지 증권사별 거래대금 점유율 추이



주: 국내주식 기준
자료: FISIS, 상상인증권

그림 15. 커버리지 증권사별 브로커리지 수수료율 추이



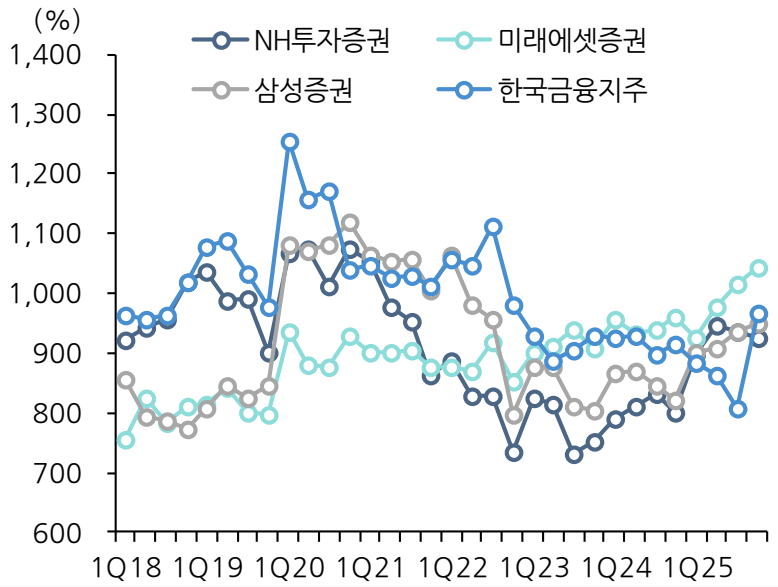
주: 국내주식 기준
자료: FISIS, 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

레버리지는 높아졌지만, 문제는 활용의 질

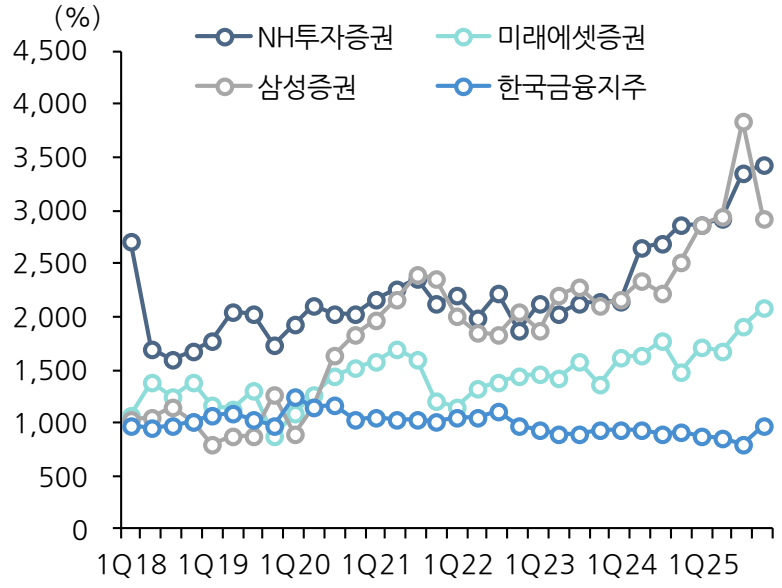
- 커버리지 증권사의 레버리지율은 2023년 저점 이후 다시 상승하고 있으며, 특히 미래에셋증권과 한국금융지주를 중심으로 자산 확대 흐름이 확인되고 있음
- 다만 현재의 레버리지 확대는 과거처럼 NCR 훼손을 동반한 무리한 외형 확장이라기보다, 일정 수준 이상의 자본완충력을 유지한 상태에서 운용자산과 신용공여를 확대하는 흐름에 가까움
- 결국 증권업의 ROE 개선은 레버리지를 얼마나 높게 쓰느냐보다, 조달 안정성과 규제비율을 유지하면서 자본을 수익성 높은 자산으로 전환할 수 있는지에 따라 차별화될 전망

그림 16. 커버리지 증권사별 레버리지율 추이



자료: 상상인증권

그림 17. 커버리지 증권사별 NCR 추이



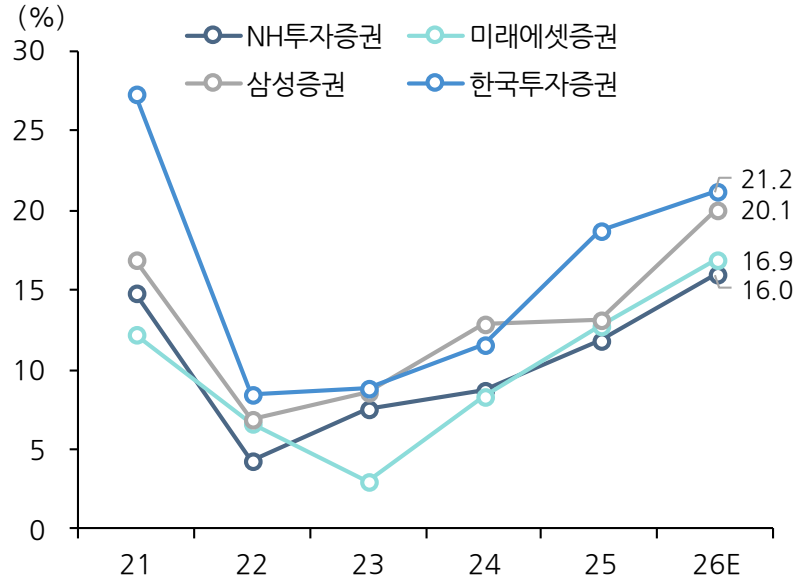
자료: 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

ROE를 높이는 것은 레버리지보다 ROA

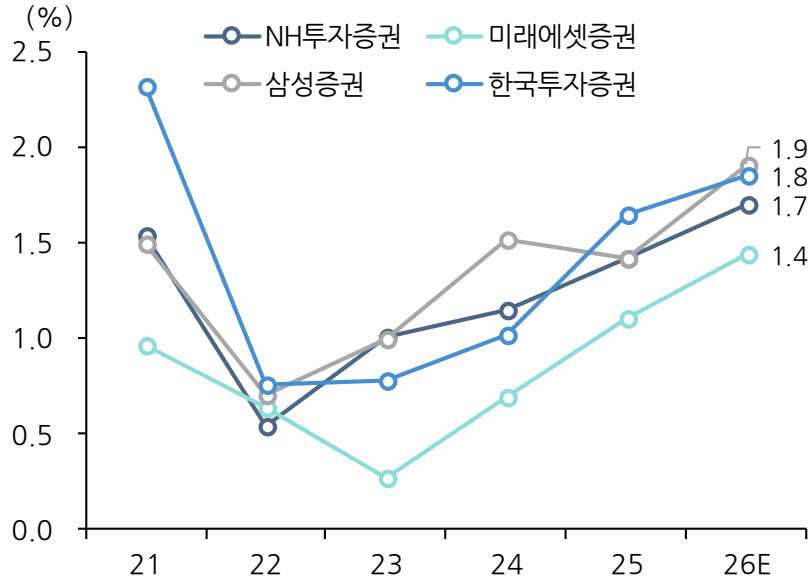
- 커버리지 증권사의 ROE는 2024년 이후 빠르게 회복되고 있으나, 레버리지율 차이가 그대로 ROE 격차로 연결되지는 않으며, 회사별 ROA 개선 폭이 최종 자본수익성의 차이를 결정
- 특히 한국금융지주와 삼성증권은 높은 ROA를 바탕으로 2026년 ROE가 20% 내외까지 상승할 것으로 예상되는 반면, 미래에셋증권은 레버리지 확대에도 불구하고 ROA 개선 속도가 상대적으로 완만한 모습
- 따라서 증권업의 자본효율성은 단순 자산 확대가 아니라 운용수익률, 이자스프레드, 수수료수익률을 높이고 비용률과 손실률을 통제하는 능력에 의해 결정되며, 이 과정에서 ROA를 훼손하지 않는 성장이 핵심

그림 18. 커버리지 증권사별 ROE 추이 및 전망



자료: 상상인증권

그림 19. 커버리지 증권사별 ROA 추이 및 전망



자료: 상상인증권

③ 투자 기준의 변화

자본확충의 선순환이 핵심

- 증권업의 성장은 자본확충에서 출발하지만, 자본이 단순히 커지는 것만으로 리레이팅이 발생하지는 않으며, 조달 확대와 레버리지 활용을 통해 운용자산·신용공여·IB Book을 키우고 ROA를 유지·개선하는 과정이 필요
- 결국 자본확충이 ROE 상승과 낮은 이익 변동성, 안정적 NCR로 연결될 때 밸류에이션 리레이팅이 가능하며, 이후 높아진 이익 체력이 주주환원 확대로 이어지는 선순환 구조가 증권업종의 핵심 투자 포인트로 부각될 전망

표 2. 자본확충 선순환 구조도

자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

- 거래의 회복에서 자본활용의 성장으로

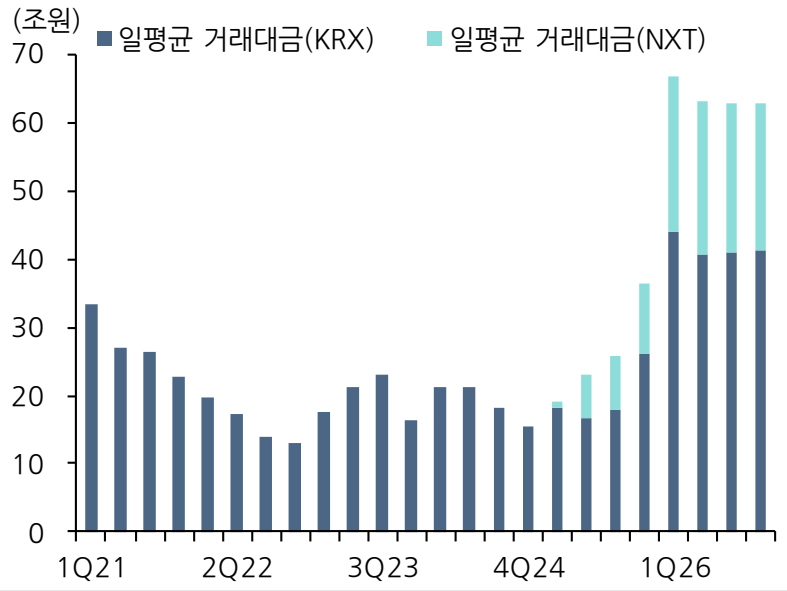
상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

거래대금 확대는 이익 레벨을 한 단계 높인다

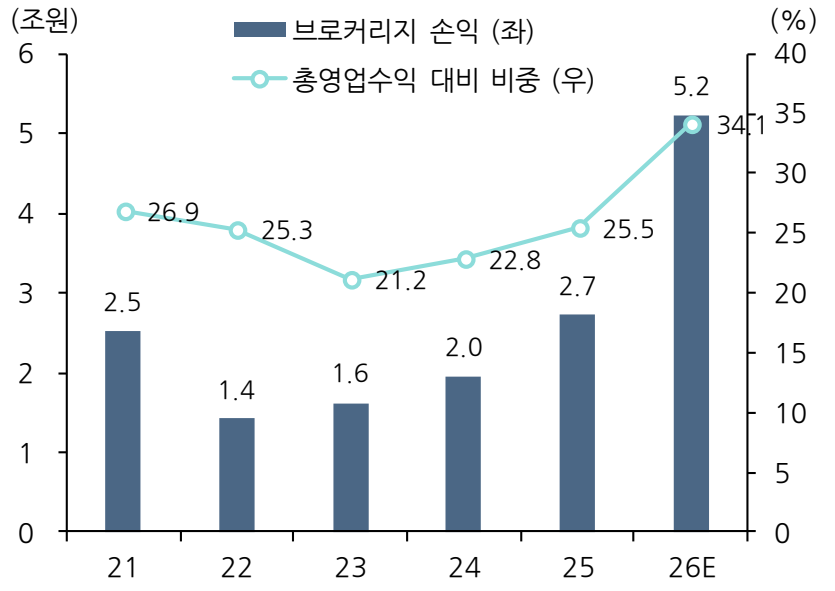
- 국내주식 일평균거래대금은 가계자금 유동성 확대로 NXT 거래를 포함해 2026년 60조원대가 지속될 것으로 전망되며, 과거 20조원 내외에서 등락하던 거래대금 레벨이 구조적으로 한 단계 상승한 것으로 볼 수 있음
- 거래대금 확대는 브로커리지 수익에 가장 빠르게 반영되며, 커버리지 증권사 합산 브로커리지 손익은 2026E 5.2조원까지 증가하고 총영업수익 내 비중도 34.1%까지 상승할 것으로 전망
- 다만 브로커리지는 증권사 실적 개선의 출발점일 뿐이며, 높아진 거래대금이 고객자산·신용공여 및 WM·발행어음으로 이어질 때 증권업의 이익 레벨 상향이 지속될 수 있다고 판단

그림 20. 국내 주식 일평균거래대금 추이 및 가정



자료: 상상인증권

그림 21. 커버리지 합산 브로커리지 수익 추이 및 전망



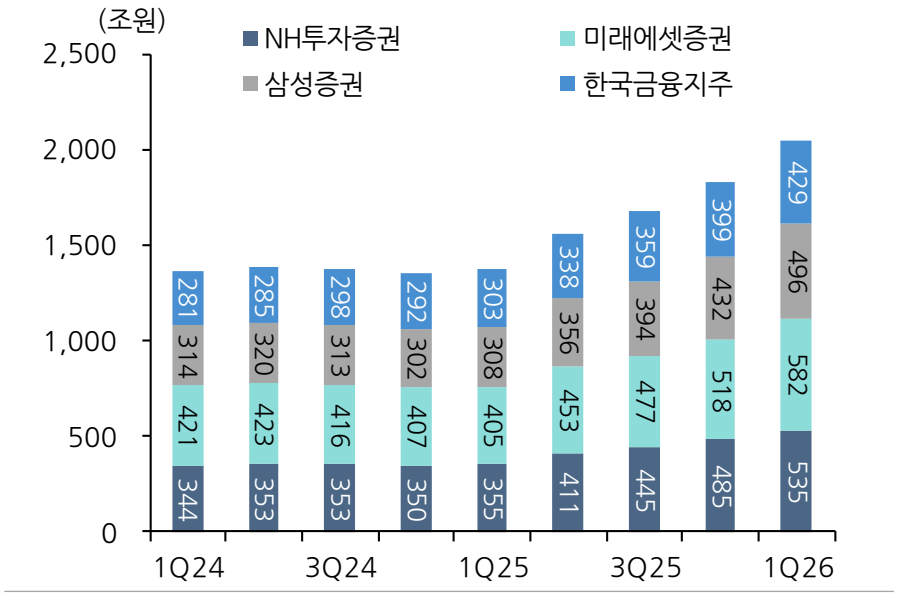
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

거래는 잔고로 남을 때 더 큰 가치가 된다

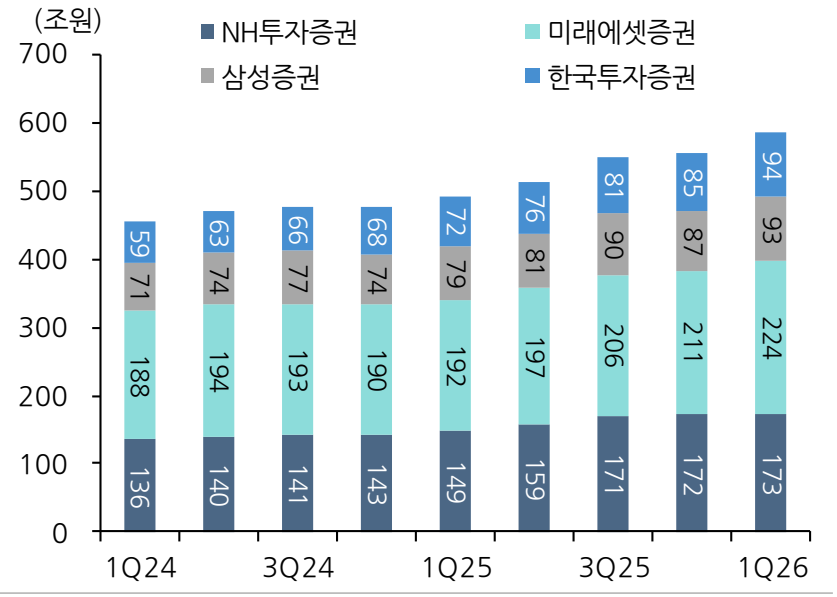
- 커버리지 증권사의 합산 고객자산은 1Q24 1,359조원에서 1Q26 2,043조원까지 확대되며 거래대금 증가가 단기 매매에 그치지 않고 증권사 플랫폼 내 고객자산 축적으로 이어지는 모습
- 금융상품잔고 역시 같은 기간 455조원에서 584조원까지 증가하며, 주식 거래 이후 잔류한 자금이 펀드·신탁·랩·채권·퇴직연금 등 반복 수익 기반으로 전환되고 있음을 확인
- 결국 거래대금은 분기 실적을 빠르게 끌어올리는 변수지만, 고객자산과 금융상품잔고의 증가는 WM 수수료, 이자수익, 발행어음·CMA·신탁 등으로 확장되며 증권업 이익의 지속성을 높이는 핵심 기반으로 작용

그림 22. 커버리지 증권사 합산 고객자산 추이



주: 한국금융지주는 증권 AUM 기준
자료: 상상인증권

그림 23. 커버리지 증권사 합산 금융상품잔고 추이



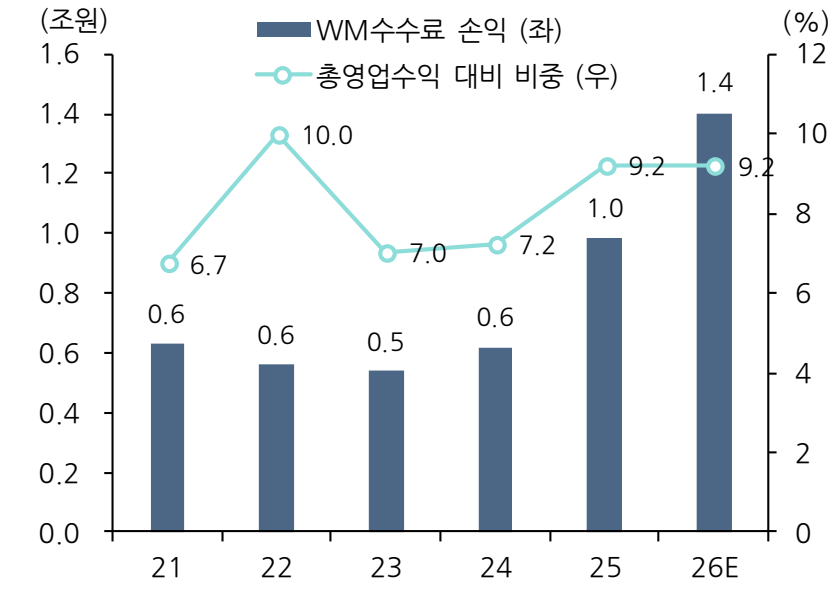
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

반복 수익이 이익의 하단을 높인다

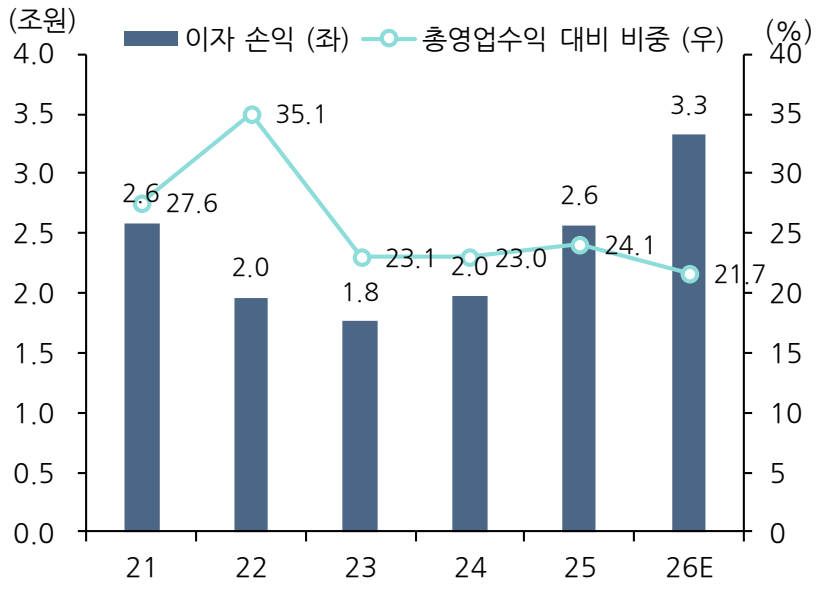
- 커버리지 증권사 합산 WM 수수료 손익은 2024년 0.6조원에서 2026E 1.4조원까지 확대될 전망이며, 고객자산과 금융상품잔고 증가가 거래성 수익을 넘어 수수료 기반 반복 수익으로 전환되는 모습
- 이자손익 역시 2024년 2.0조원에서 2026E 3.3조원까지 증가할 것으로 예상되며, 거래대금 확대 국면에서 유입된 고객자금이 잔고형 수익으로 남기 시작했다는 점에서 실적 안정성 제고 요인
- 결국 브로커리지가 이익의 상단을 열어주는 변수라면, WM 수수료와 이자손익은 이익의 하단을 높이는 변수이며, 다음 단계의 핵심은 이를 가능하게 하는 신용공여와 발행어음 기반 조달·운용 구조에 있음

그림 24. 커버리지 증권사 합산 WM 수수료 수익 추이 및 전망



자료: 상상인증권

그림 25. 커버리지 증권사 합산 이자손익 추이 및 전망



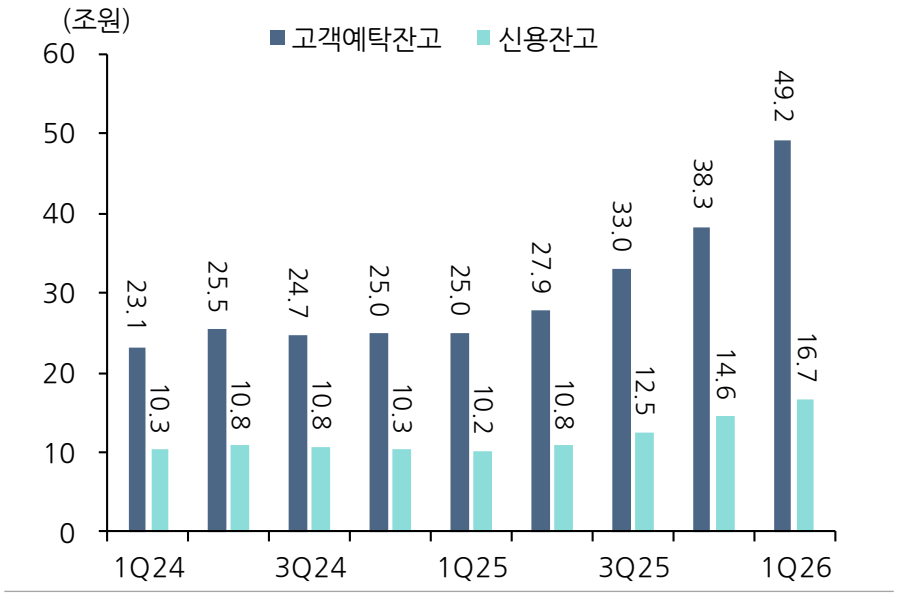
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

고객자금과 발행어음이 만드는 안정적 이익 하단

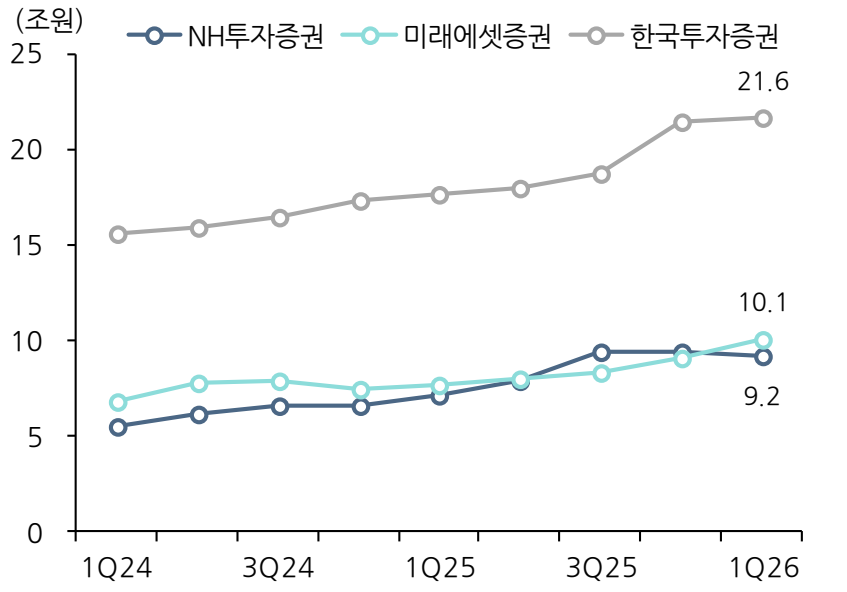
- 커버리지 증권사 합산 고객예탁잔고는 1Q24 23.1조원에서 1Q26 49.2조원까지 확대됐고, 신용잔고 역시 같은 기간 10.3조원에서 16.7조원까지 증가하며 고객자금 유입이 거래대금뿐 아니라 이자수익 기반으로 연결되는 흐름
- 발행어음 잔고도 한국투자증권을 중심으로 확대되고 있으며, NH투자증권과 미래에셋증권 역시 10조원 내외의 잔고를 형성하며 대형 증권사의 저원가 조달 플랫폼 경쟁력이 이익 안정성의 핵심 변수로 부각
- 결국 신용공여는 고객활동성 회복을 이자손익으로 전환시키고, 발행어음은 조달 기반을 활용한 운용자산 확대를 가능하게 하는 수단으로 작용하며, 브로커리지 변동성을 보완하는 안정적 이익 하단 형성으로 연결

그림 26. 커버리지 증권사 합산 고객예탁잔고 및 신용잔고 추이



자료: 상상인증권

그림 27. 커버리지 증권사별 발행어음 잔고 추이



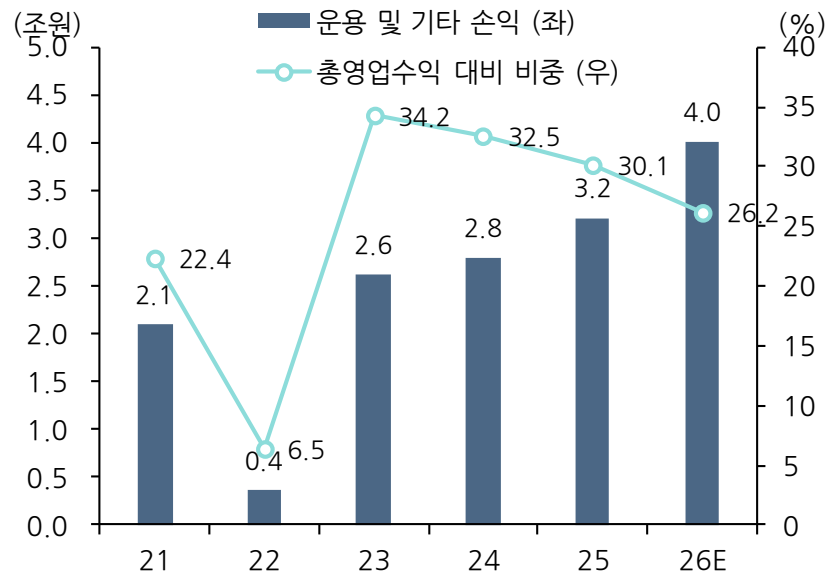
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

변동성은 할인요인, 관리 가능한 운용은 프리미엄

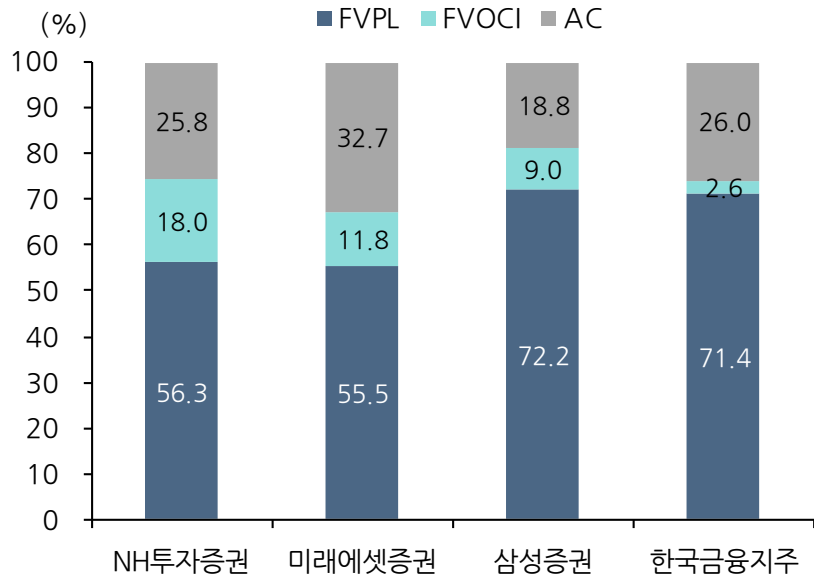
- 커버리지 증권사 합산 운용 및 기타손익은 2022년 0.4조원까지 축소됐으나, 2023년 이후 회복세가 이어지며 2026E 4.0조원까지 확대될 전망이고, 총영업수익 내 비중도 26.2%로 높은 수준을 유지
- 다만 운용손익은 금리, 환율, 주식시장, 비시장성 자산 평가에 따라 분기 변동성이 크게 나타날 수 있으며, 유가증권 내 FVPL 비중이 높은 증권사일수록 시장 변화가 손익에 빠르게 반영되는 구조
- 결국 운용손익은 증권업 밸류에이션의 할인요인이 될 수 있지만, 자산구성과 듀레이션, 헤지, 비시장성 자산 평가를 안정적으로 관리할 수 있는 하우스에는 ROE 상단을 높이는 프리미엄 요인으로 작용

그림 28. 커버리지합산 운용 및 기타손익 추이



자료: 상상인증권

그림 29. 커버리지 증권사별 유가증권 구성 비중



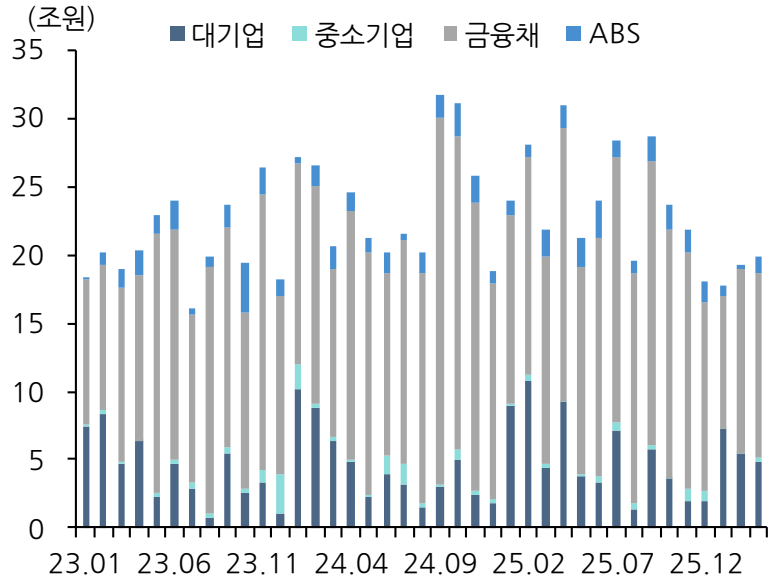
주: 2025년 말 연결 기준
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

거래대금 다음은 발행시장 회복

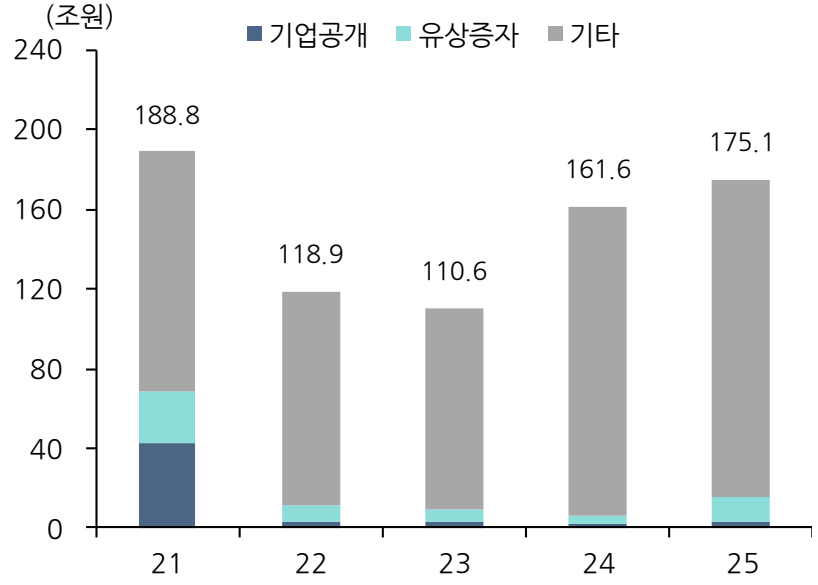
- 기업 자금조달 규모는 2024년 이후 높은 레벨을 유지하고 있으나, 회사채 중심의 DCM 비중이 여전히 크고 ECM 회복은 제한적이어서 증시활성화가 기업금융 전반으로 확산되는 과정은 아직 초기 단계
- 커버리지 증권사 합산 주관사 실적은 2023년 110.6조원 저점 이후 2024년 161.6조원, 2025년 175.1조원으로 회복되며 IB 부문의 점진적 정상화를 확인
- 다만 발행시장은 거래대금보다 후행적으로 회복되는 성격이 강한 만큼, 향후 IPO·유상증자 등 ECM 확대가 확인될 경우 증권업종 리레이팅은 단순 브로커리지 장세를 넘어 자본시장 성장 국면으로 확장될 가능성 확대

그림 30. 기업 자금조달(직접금융) 추이



주: 유가증권 공모를 통한 자금조달 규모
자료: e-나라지표, 상상인증권

그림 31. 커버리지 증권사 합산 주관사 실적 추이



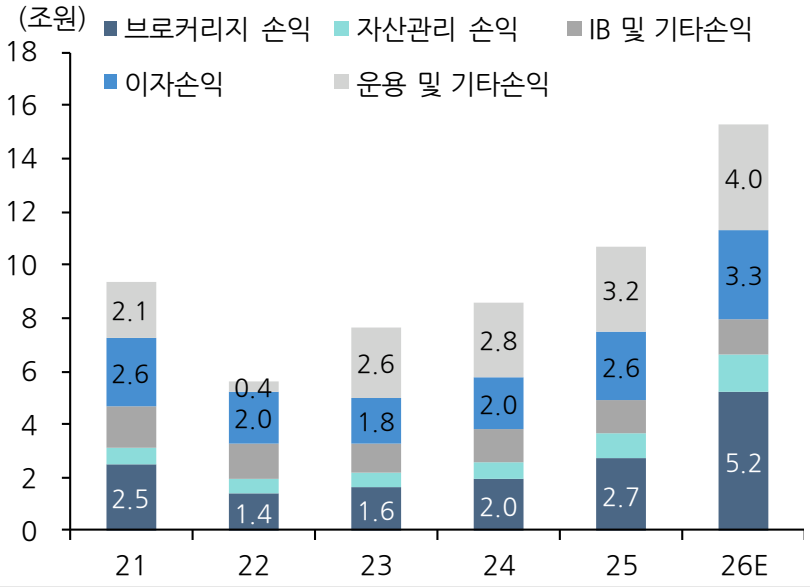
자료: FISIS, 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

브로커리지 회복 이후, 차별화는 자본활용에서 발생

- 커버리지 증권사 합산 총영업수익은 2025년 10.7조원에서 2026E 15.2조원으로 확대될 전망이며, 브로커리지 손익이 5.2조원까지 증가하는 가운데 이자손익과 운용 및 기타손익도 각각 3.3조원, 4.0조원까지 동반 성장
- 결국 2026년 증권업 실적의 핵심은 거래대금 증가 자체보다 거래와 고객자금을 자본활용형 수익으로 전환하는 능력. 회사별 이익 차별화는 발행어음·신용공여·운용 Book·IB 인수여력·고객자산 활용도에서 발생할 가능성
- 한국금융지주는 고ROE와 발행어음·IMA, NH투자증권은 증자 이후 Book 확대, 삼성증권은 리테일·WM, 미래에셋증권은 운용자산과 성장자산 옵션이 주요 관전 포인트로 부각될 것으로 전망

그림 32. 커버리지 증권사 합산 총영업수익 추이 및 전망



자료: 상상인증권

표 3. 커버리지 증권사별 핵심 이익 드라이버 요약

(십억원, 배, %)	핵심 이익 드라이버	2026년 관전 포인트
한국금융지주	발행어음·IMA·운용자산	고ROE 지속성과 환원 확대
NH투자증권	증자 이후 운용 Book, 이자손익	ROE 희석 우려 해소
삼성증권	리테일·브로커리지·WM	발행어음 인가 시 확장성
미래에셋증권	글로벌 투자자산, 운용손익	일회성 평가익과 본업 ROE 구분

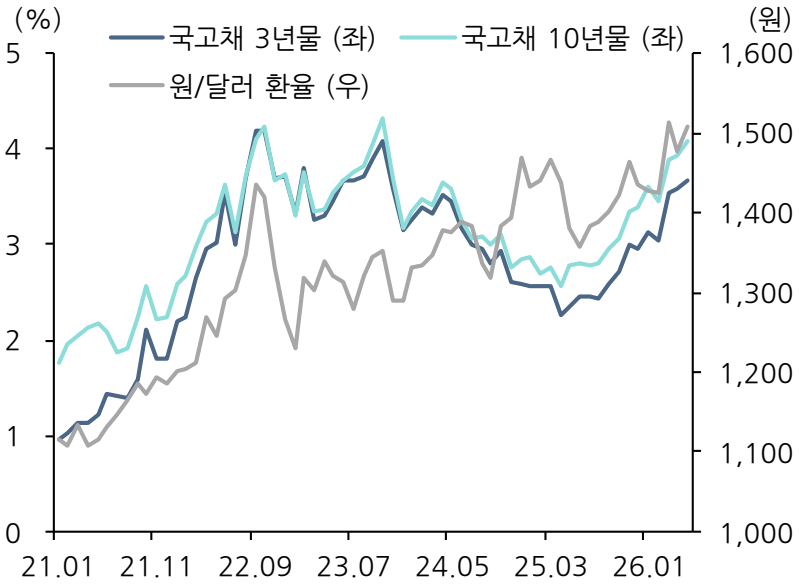
자료: 상상인증권

④ 증권업종 실적 전망

증권업의 리스크는 시장 하락보다 변동성 전이에 있다

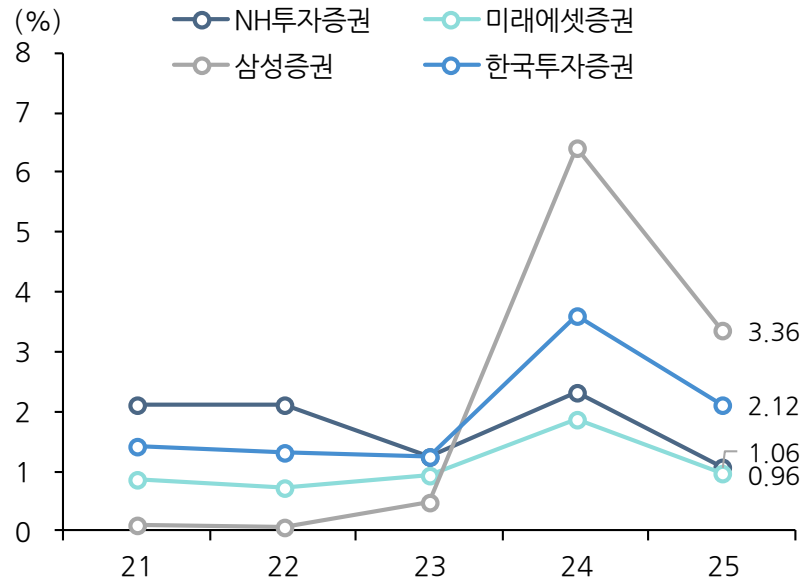
- 국고채 3년물과 10년물 금리, 원/달러 환율은 2025년 이후 재차 상승하며 증권사 운용손익과 조달비용에 부담으로 작용할 수 있는 환경이나, 과거와 달리 거래대금과 고객자금 유입이 동반되며 실적 하단은 높아진 구간
- 다만 금리와 환율 변동성이 확대될 경우 채권 평가손익, 외화자산 평가, 조달 스프레드, 신용공여 및 대체투자 익스포저로 리스크가 전이될 수 있어, 단순 시장 방향성보다 변동성 관리 능력이 이익 안정성을 결정
- 커버리지 증권사의 고정이하자산비율은 2024년 일시 상승 이후 2025년 대체로 안정화되고 있으나, 향후 리레이팅의 지속성은 높은 거래대금보다 금리·환율 변동 속에서도 운용손익과 자산건전성을 안정적으로 관리할 수 있는지에 달려 있음

그림 33. 국고채 금리(3년물, 10년물) 및 원/달러 환율 추이



자료: Quantiwise, 상상인증권

그림 34. 커버리지 증권사별 고정이하자산비율 추이



자료: FISIS, 상상인증권

⑤ 상대매력도와 투자전략

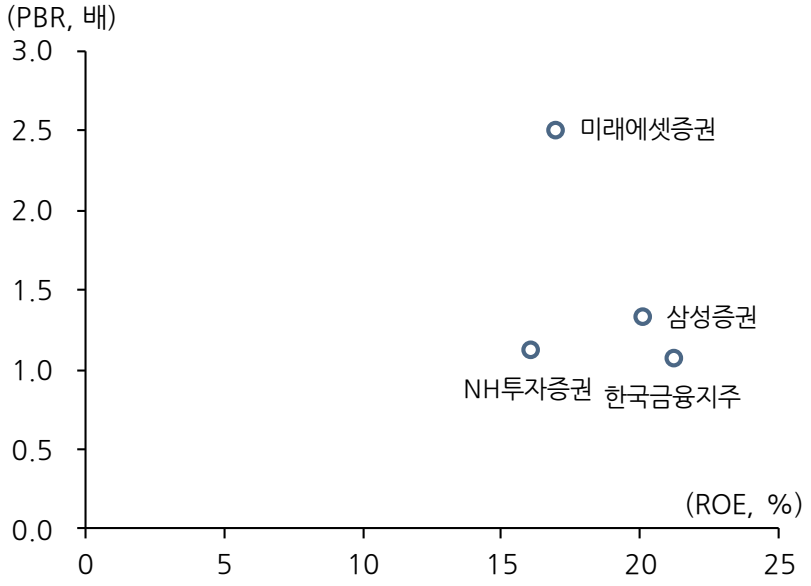
- ROE가 먼저, 환원은 그 다음 검증

⑤ 상대매력도와 투자전략

ROE 대비 PBR 매력이 남아 있는 구간

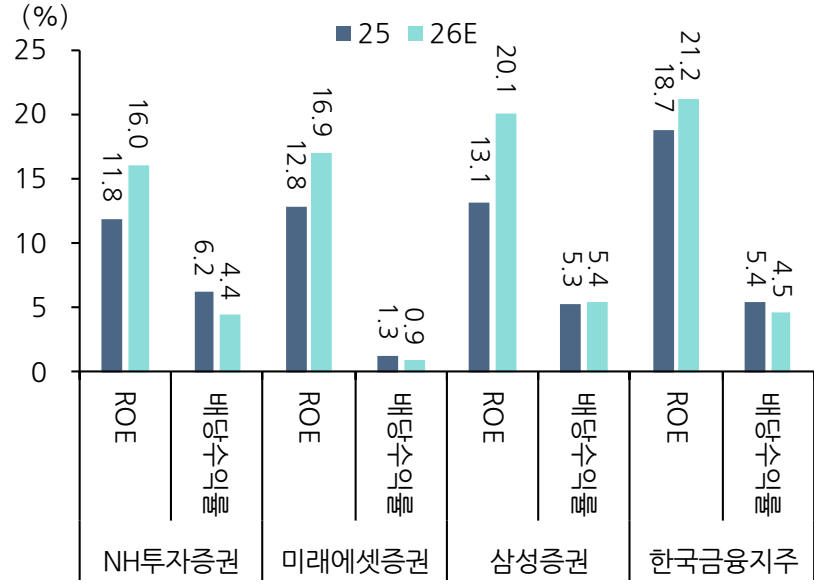
- 커버리지 증권사의 2026E ROE는 한국금융지주 21.2%, 삼성증권 20.1%, 미래에셋증권 16.9%, NH투자증권 16.0%로 전반적인 수익성 개선이 예상되나, PBR은 종목별 성장 프리미엄과 환원 신뢰도에 따라 차별화
- 미래에셋증권은 성장자산 옵션이 반영되며 ROE 대비 높은 PBR을 받고 있는 반면, 한국금융지주와 NH투자증권은 높은 ROE에도 상대적으로 낮은 PBR에 거래되며 자본효율성 대비 밸류에이션 매력이 남아 있는 구간
- 배당수익률은 주가 상승으로 일부 낮아졌지만 한국금융지주와 NH투자증권은 2026E 기준 각각 4.5%, 4.4% 수준을 유지할 전망이며, ROE 개선과 배당 확대가 함께 확인되는 종목 중심의 선별 접근 필요

그림 35. 커버리지 증권사 2026E ROE-PBR 산점도



주: 2026년 5월 22일 종가 기준
자료: 상상인증권

그림 36. 커버리지 증권사별 ROE·배당수익률 추이 및 전망



주: 2026년 5월 22일 종가 기준
자료: 상상인증권

⑤ 상대매력도와 투자전략

ROE와 환원의 연결성이 종목 선택의 기준

Valuation Table (2026E)

(십억원, %, 원)	NH투자증권	미래에셋증권	삼성증권	한국금융지주
투자의견	BUY	Hold	BUY	BUY
목표주가	41,000	88,000	167,000	354,000
연결지배순이익	1,574	2,342	1,676	2,653
BPS	29,159	26,842	96,869	236,021
EPS	4,418	4,207	18,773	47,610
DPS	1,450	600	7,000	11,500
ROE	16.0	16.9	20.1	21.2
ROA	1.41	1.44	1.91	1.85
총주주환원율	52.0	22.8	37.3	25.4
배당수익률	4.4	0.9	5.4	4.5

주: 2026년 추정치 기준
자료: 상상인증권

- 2026년 증권업종의 투자판단은 단순 PBR보다 ROE 지속성과 자본활용 능력에 집중할 필요가 있음. 증권사 모두 거래대금 수혜를 받겠지만, 순이익 레벨은 회사별로 차별화될 전망이며, 특히 한국금융지주는 조달 경쟁력을 바탕으로 가장 높은 자본수익효율성을 유지할 것으로 예상

- NH투자증권은 증자 이후 확대된 자기자본을 신용공여·운용 Book·IB로 전환하는 과정이 핵심이며, 삼성증권은 리테일 고객자산과 배당 안정성이 강점. 미래에셋증권은 글로벌 성장자산 옵션이 차별화 요인이지만, 높은 PBR에 상당 부분 반영되어 있어 지속성 여부가 추가 상승의 관건

- 주주환원은 증권업 투자판단의 출발점은 아니지만, 높아진 이익 체력이 DPS와 자사주 정책으로 이어질 때 할인율을 낮추는 변수로 작용. 결국 종목 선택 기준은 높은 ROE 자체가 아니라, 그 ROE를 자본활용으로 지속하고 주주환원으로 연결할 수 있는지에 있으며, 이 관점에서 한국금융지주와 삼성증권의 상대매력이 부각될 전망

⑤ 상대매력도와 투자전략

같은 증권주, 다른 리레이팅 조건

- 증권업종은 공통적으로 거래대금 확대와 가계자금 유입의 수혜를 받고 있으나, 종목별 리레이팅 조건은 고ROE 지속성, 발행어음 인가, 증자 이후 자본활용, 성장자산의 본업 이익 연결 여부로 차별화
- 한국금융지주는 고ROE와 발행어음·IMA 기반 자본효율성이 가장 뚜렷하고, 삼성증권은 리테일·WM과 배당 안정성이 강점인 반면, NH투자증권은 증자 이후 ROE 희석 우려 해소, 미래에셋증권은 성장자산 옵션의 본업 ROE·환원 연결이 핵심 과제
- 결국 지금은 업종 베타보다 종목별 리레이팅 조건을 구분해야 하는 구간이며, 고ROE 지속성과 환원 신뢰가 동시에 확인되는 한국금융지주를 최선호주로, 삼성증권을 안정형 대안으로 제시

커버리지 증권사별 투자 전략

정책 분야	현재 평가 포인트	리레이팅 조건	할인 요인	투자 전략
한국금융지주	고ROE, 발행어음·IMA, 자본활용	고ROE 지속 + 환원 신뢰 강화	운용손익 변동성, 낮았던 환원율 인식	최선호주
삼성증권	리테일·WM, 배당, 발행어음 기대	발행어음 인가 + 리테일 자산 성장	자본운용 확장성 확인 필요	안정형 대안
NH투자증권	증자 이후 자본활용, IB·이자손익	ROE 희석 우려 해소 지속	유통물량지배주주 구조, 환원 기대 조정	자본활용 개선주
미래에셋증권	성장자산 옵션, 글로벌 투자자산	평가익의 본업 ROE·환원 연결	높은 PBR, 일회성 평가익 의존	고베타 옵션주

자료: 금융위원회, 금융감독원, 언론보도, 상상인증권

⑤ 상대매력도와 투자전략

Top Pick: 한국금융지주(071050, BUY, TP 354,000원 유지)

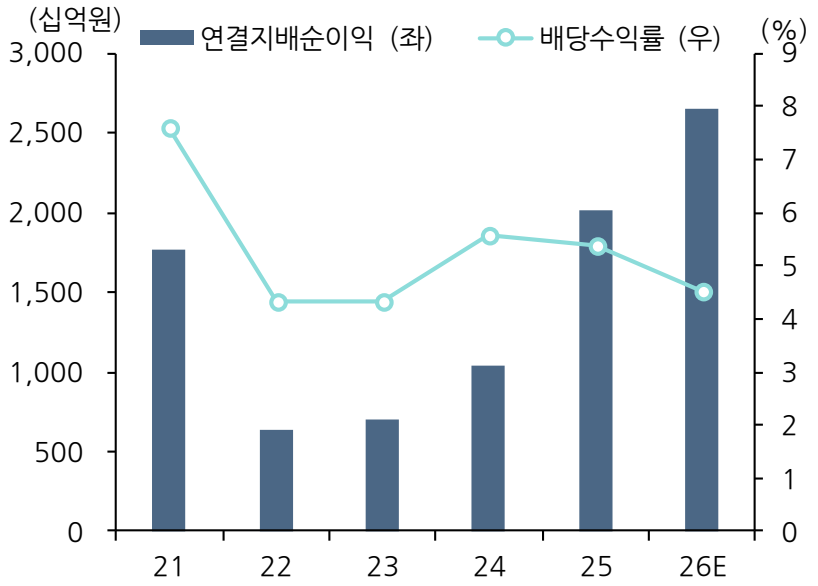
- 우리금융은 이미 비과세배당을 시행 중인 유일한 시중은행지주로, 올해 결산배당부터 비과세가 시작되는 타 금융지주 대비 세후 배당수익률 관점의 선점 효과가 존재
- 2026E 명목 배당수익률은 4.7%, 비과세 효과를 반영한 실질배당수익률은 5.2%로 커버리지 내 최상위권이며, 금융소득종합과세 부담이 커진 투자자 입장에서는 과세표준에 가산되지 않는 비과세배당의 체감 매력이 더욱 부각될 수 있음
- PBR/RoRWA는 0.51배로 KB·신한 대비 낮아 자본효율 대비 밸류에이션 부담도 크지 않고, CET1 비율 개선 이후 자본 불확실성이 완화되며 배당 지속성에 대한 신뢰도도 높아진 구간으로 판단

한국금융지주 Financial Data

(십억원, 배, %)	2025	2026E	2027E
순영업수익	4,009	5,208	5,045
영업이익	2,345	3,299	3,102
지배순이익	2,020	2,653	2,489
EPS(원)	36,257	47,610	44,671
BPS(원)	215,524	236,021	259,470
DPS(원)	8,690	11,500	12,800
PER	4.5	5.3	5.7
PBR	0.8	1.1	1.0

주: 2026년 5월 22일 종가 기준, 연결 기준
자료: 상상인증권

한국금융지주 연결지배순이익·배당수익률 추이 및 전망



주: 2026년 5월 22일 종가 기준
자료: 상상인증권

⑤ 상대매력도와 투자전략

관심종목: 삼성증권(016360, BUY, TP 167,000원 유지)

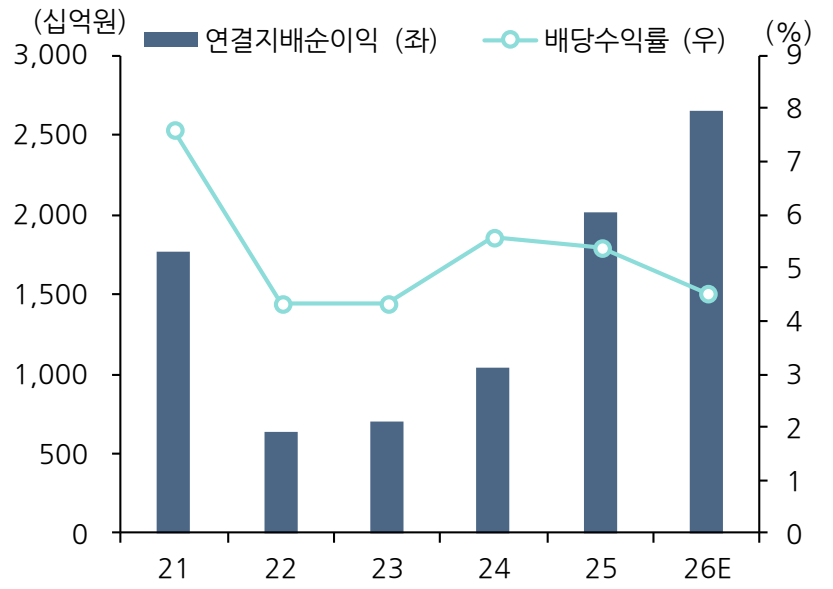
- 우리금융은 이미 비과세배당을 시행 중인 유일한 시중은행지주로, 올해 결산배당부터 비과세가 시작되는 타 금융지주 대비 세후 배당수익률 관점의 선점 효과가 존재
- 2026E 명목 배당수익률은 4.7%, 비과세 효과를 반영한 실질배당수익률은 5.2%로 커버리지 내 최상위권이며, 금융소득종합과세 부담이 커진 투자자 입장에서는 과세표준에 가산되지 않는 비과세배당의 체감 매력이 더욱 부각될 수 있음
- PBR/RoRWA는 0.51배로 KB·신한 대비 낮아 자본효율 대비 밸류에이션 부담도 크지 않고, CET1 비율 개선 이후 자본 불확실성이 완화되며 배당 지속성에 대한 신뢰도도 높아진 구간으로 판단

삼성증권 Financial Data

(십억원, 배, %)	2025	2026E	2027E
순영업수익	2,522	3,737	3,764
영업이익	1,377	2,323	2,349
지배순이익	1,008	1,676	1,687
EPS(원)	11,292	18,773	18,891
BPS(원)	90,361	96,869	103,961
DPS(원)	4,000	7,000	8,000
PER	6.7	6.9	6.9
PBR	0.8	1.3	1.2

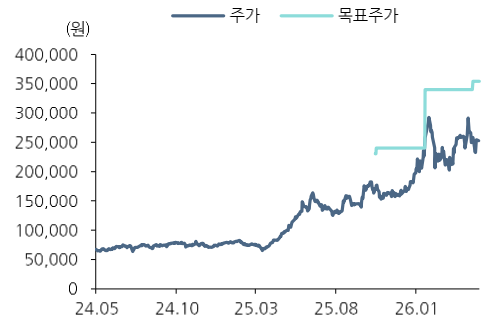
주: 2026년 5월 22일 종가 기준, 연결 기준
자료: 상상인증권

삼성증권 연결지배순이익·배당수익률 추이 및 전망



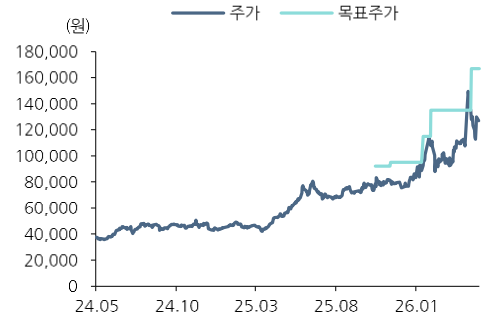
주: 2026년 5월 22일 종가 기준
자료: 상상인증권

한국금융지주 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-09	Buy	230,000	1년	-25.4	-25.4
2025-11-11	Buy	240,000	1년	-26.7	-1.9
2026-02-12	Buy	340,000	1년	-28.5	-14.0
2026-04-21	Buy	340,000	1년	-23.4	-14.3
2026-05-15	Buy	354,000	1년	-30.5	-27.1
2026-05-27	Buy	354,000	1년		

삼성증권 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-11-09	Buy	92,000	1년	-13.3	-9.5
2025-12-09	Buy	95,000	1년	-13.9	-2.1
2026-02-09	Buy	115,000	1년	-12.0	-0.4
2026-02-23	Buy	135,000	1년	-22.2	10.7
2026-05-11	Buy	167,000	1년	-25.4	-19.0
2026-05-27	Buy	167,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김현수)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장 대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	93.2%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	6.8%	절대수익률 +15%~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
			합계 100%					합계 100%	

상상인증권
sangsangin securities