



모간스탠리 (MS.US)

디레이팅의 끝자락, 증명은 4분기에

- 트레이딩 중심의 3Q 호실적에도 피크아웃 우려로 주가 선조정
- WM 부문의 견고한 자산 유입 엔진과 트레이딩 점유율 확대
- 밸류에이션 하방 확보, 4Q NII 반등과 주주환원 트리거 확인 후 비중 확대 전략 유효

FY3Q26 실적: 주식 트레이딩이 YoY 성장의 80%를 견인

모간스탠리(MS)의 3Q26 매출액은 \$20.3B(+12% YoY, 컨센서스 +2%), EPS는 \$3.03(+8% YoY, 컨센서스 +4%), ROTCE는 22.6%(5분기 연속 20% 상회)를 기록했다.

어닝 서프라이즈의 동력은 주식 트레이딩(Equity)이다. 주식 트레이딩 매출은 \$5.8B(+41% YoY)으로 시장 기대치를 약 \$0.9B 상회하며 전사 매출 증가분(\$2.1B)의 80%를 창출했고, 프라임브로커리지 잔고 확대와 아시아 지역 호조(매출 +55% YoY)가 외형 성장을 이끌었다. WM은 매출 \$9.1B(+10% YoY)과 세전이익률 30.4%를 달성했으며, 순신규자산(NNA) \$232B 및 수수료형 자산 유입 \$80B으로 모두 역대 최고치를 경신했다. 반면 FICC 매출 \$2.0B(-7% YoY)과 WM 순이자이익(NII) \$2.2B(-1% QoQ)은 컨센서스를 하회했고, IM 매출은 성과보수 환입(-\$106M) 영향으로 12% 감소했다. 영업비용은 비보상비용(+20% YoY) 증가로 12% 늘어나며 효율성비율(67%)이 전년 동기 수준을 유지했다.

컨센서스 상회에도 주가 -2.4%: 이익의 질에 대한 의구심

주가는 발표 당일 장중 5.5% 급락(\$176.44)한 뒤 낙폭을 절반가량 만회해 2.8% 하락 마감했고, 익일 0.3% 반등하며 이틀간 2.4% 하락했다. 주식 트레이딩 호조에 실적 발표 당일 장중 한때 3.6% 상승했던 골드만삭스(GS)와 대조적인 흐름이나, 발표 전 한 달간 주가가 이미 고점 대비 약 10% 선조정받았다는 점은 감안해야 한다.

시장이 이번 실적을 할인한 배경은 세 가지다. 첫째, 낮아진 눈높이 기반의 상회다. 9월 업황 둔화로 발표 전 한 달간 3Q EPS 컨센서스가 약 6% 하향됐고, 실제치(\$3.03)는 9월 말 컨센서스(\$3.08)를 밑돌았다. 둘째, 성장의 질이다. YoY 매출 증가분의 80%가 경기 민감도가 큰 주식 트레이딩에 집중된 반면 FICC·NII·IM은 기대치를 하회해, 트레이딩 둔화 이후의 이익 체력을 확인하려는 심리가 커졌다. 셋째, 경영진이 7~8월과 9월을 '상이한 두 국면'으로 규정하고 중동 갈등과 금리 상승을 연말~1H27 변수로 지목해 모멘텀 둔화를 시사했다. 단, 주가가 7월 고점 대비 22% 하락했고 발표일 월간 최대 거래량과 함께 저가 매수세가 유입돼 눈높이 조정은 상당 부분 반영됐다.

▶ 현재주가 / 목표주가 컨센서스

현재주가('26.10.16): \$180.57

목표주가 컨센서스: \$217.87

▶ 투자 의견 컨센서스

매수	보유	매도
50%	46%	4%

Stock Data

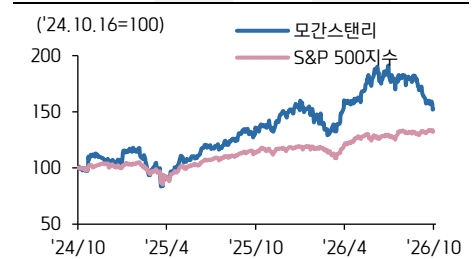
산업분류	캐피탈 시장
S&P 500 (10/16)	7,659.44
현재주가/목표주가	180.57 / 217.87
52주 최고/최저 (\$)	232.25 / 152.80
시가총액 (백만\$)	283,597
유통주식 수 (백만)	1,571
일평균거래량 (3M)	5,229,492

Earnings & Valuation

(백만 \$)	FY24	FY25	FY26E	FY27E
순영업수익	61,761	70,645	82,296	86,791
순이자이익	8,230	8,611	11,431	11,912
비이자이익	45,913	53,150	70,649	74,850
순이익	12,800	16,249	20,242	21,254
EPS	7.95	10.21	12.85	13.71
증가율	25.0	28.4	25.8	6.7
PER	15.8	17.4	14.0	13.2
PBR	2.1	2.8	2.6	2.4
ROE	13.8	16.5	19.0	18.9
배당지표수익률	2.3	2.3	2.4	2.7

Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	1.7	-10.9	-4.4	13.8
S&P Index	11.9	0.1	7.5	14.9



자료: Bloomberg 컨센서스, 키움증권 리서치

주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

밸류에이션: 디레이팅은 후반부, 리레이팅은 4Q 실적 확인 후

현재 MS 주가는 FY26E P/E 14.2배, FY27E 13.3배, P/TBV 3.4배에 거래되고 있다. P/TBV가 지난 2분기 말 3.9배에서 3.4배까지 하락한 반면 같은 기간 FY26E EPS 컨센서스는 상향 조정되었다. 즉, 최근의 멀티플 압축은 이익 추정치 하향이 아닌 트레이딩 부문의 피크아웃(Peak-out) 우려에 기인한다. ROTCE 22.6%(YTD 25.4%)에 COE 10%, 장기 성장률 4%를 가정한 적정 P/TBV 밴드는 3.1~3.6배로 산출되며, 현 멀티플은 20%대 ROTCE의 지속성만을 반영하고 있어 추가적인 프리미엄 선반영 부담은 낮다. GS(FY26E P/E 12.3배, P/B 2.1배) 대비 부여받는 15~23% 프리미엄 역시 전사 매출의 44%를 견인하는 WM 부문의 이익 안정성을 감안할 때 정당화 가능하다. 배당수익률 또한 2.5%까지 상승하여 하방 경직성을 확보한 구간으로 판단한다.

다만 본격적인 멀티플 리레이팅을 위해서는 세 가지 트리거의 확인이 선행되어야 한다. 1) 4분기 트레이딩 매출 정상화 강도가 시장 우려 대비 완만하게 전개되는지 여부(4Q26E 컨센서스 매출 \$20.0B, EPS \$2.92), 2) WM 부문 순이자이익(NII)의 저점 통과(가이던스: 4Q 소폭 반등 후 FY27 대출 성장 기반 확대), 3) 은행 자본규제 확정 이후 CET1 14.9% 기준 약 300bp에 달하는 초과자본의 주주환원 확대이다. FY27E EPS 성장률이 +7% YoY 수준으로 둔화되는 국면인 만큼, 세전이익률 30%의 WM 부문이 하방을 지지하더라도 실적 발표 직후 단기 주가 변동성과 수급 안정을 확인한 뒤 비중을 확대하는 전략이 유효하다고 판단한다.

투자포인트: WM의 자산 유입 엔진과 ISG의 구조적 점유율 확대

1. Wealth: 3년 주기 \$1T 유입 퍼널 가동, NII는 저점 통과 국면

3분기 NNA는 \$232B(전년 동기 \$81B), 수수료 기반 자산 유입은 \$80B(전년 동기 \$42B)를 기록하며 나란히 사상 최대치를 경신했고, 9개월 누적 NNA는 약 \$0.5T에 달했다. NNA의 절반 이상은 대형 IPO 관련 자금 유입에 기인한다. E*TRADE 인수 이후 6년간 총 \$2T의 NNA를 유치하며 '3년마다 \$1T 유입'이라는 성장 궤적을 입증한 것은 'Self-directed → Workplace → Advisor'로 이어지는 고객 전환 퍼널이 견고하게 작동하고 있음을 시사한다. 수수료 기반 자산(\$3.16T, +19% YoY)의 확장은 자산관리 수수료(+16% YoY)의 구조적 복리 성장을 뒷받침하는 핵심 기반이다. 순이자이익(NII)이 \$2.2B(-1% QoQ)로 소폭 감소한 것은 분기 중 예금을 \$29B 증액하여 \$465B까지 확충한 전략적 조달 선택의 결과이다. 사측은 4분기 소폭 반등에 이어 2027년에는 대출 자산 성장 및 은행 이관 자산의 조달비용 절감에 기반한 NII 확대를 제시했다. 다만, IPO 락업 해제 및 펀드 분배 일정에 따른 분기별 NNA 변동성은 상존한다.

2. 주식 트레이딩(+41% YoY): 업황 개선을 상회하는 구조적 시장지배력

Equity 트레이딩 매출(\$5.8B)은 고객 예약 잔고 증가에 따른 프라임 브로커리지 수익, 파생상품, 현물 주식이 동반 성장한 가운데 아시아 지역 매출(+55% YoY, 전사의 20%)의 약진이 두드러졌다. 피어 그룹(GS +72%, JPM +49%)의 급증세에서 보듯 매크로 및 거래대금 환경의 영향도 컸으나, '현물·파생·프라임' 3개 상품군과 3개 지역을 아우르는 통합 플랫폼 및 최근 구축된 파생상품 역량은 대형사 중심의 시장점유율 과점화를 견고히 지지한다.

9월 이후 아시아 거래대금 둔화를 고려할 때 4분기 매출은 전분기 대비 조정받을 가능성이 높으나, 분기 \$2B 수준에 안착한 FICC와 결합된 ISG 트레이딩의 이익 체력(Floor)은 과거 사이클 대비 구조적으로 레벨업되었다고 판단한다.

3. IB·자본 정책: AI 인프라 파이낸싱 주도권 및 300bp의 초과자본

IB 매출은 \$2.16B(+2% YoY)을 기록했다. 미주 지역 M&A 클로징 증가에 힘입은 Advisory 부문(\$887M, +30% YoY)의 성장이 ECM(\$525M, -19% YoY; IPO·블록딜 감소)과 DCM(\$747M, -3% YoY)의 부진을 방어했다. 경영진은 딜 파이프라인이 여전히 견조하게 유지되고 있음을 강조하며, 연간 \$1T 규모에 달하는 하이퍼스케일러 CapEx 전 과정(자문·구조화·파이낸싱)에서 역할을 적극 확대하겠다는 방침이다. 이를 실질적으로 뒷받침하는 핵심 경쟁력은 규제 요구 수준을 약 300bp 상회하는 표준 CET1 비율 14.9%의 풍부한 초과자본이다. 실제로 3분기에도 ISG 대출·약정 잔액을 \$352B(+23% YoY)로 확대하는 동시에 자사주 매입 \$1.5B과 주당 분기 배당금 \$1.15 지급을 병행했다. 사측은 은행 자본규제 최종안 확정 전까지 초과자본을 시장 변동성에 대응하는 버퍼 및 마켓 사업 확대 기회로 운용할 계획이며, 향후 규제 불확실성 해소가 주주환원 확대의 주요 분기점이 될 전망이다.

리스크 요인: 트레이딩 정상화, 금리·지정학적 불확실성, 여신 비용 상승

매크로 리스크: 주요국 중앙은행의 긴축 기조 재개와 에너지 가격 상승에 따른 시장금리 상승은 기업의 자본조달 비용을 높여 IPO·M&A 딜 클로징과 사모자본의 투자 심리를 위축시킨다. 중동 및 우크라이나 지정학적 갈등 장기화 역시 9월과 같은 시장 거래량 둔화를 재연시킬 수 있는 하방 변수다.

산업 리스크: 강세장 4년 차에 진입한 주식 트레이딩 실적은 시장 변동성과 거래대금에 민감하게 연동되며, 공모 시장에서 사모 시장으로의 자금조달 경로 이동은 전통적인 IB 수수료 풀(Pool)을 잠식한다. 또한 대형 IPO 보호예수 해제와 펀드 분배 일정은 WM NNA의 분기별 변동성을 확대한다.

기업 고유 리스크: YoY 매출 성장의 80%가 주식 트레이딩에 집중돼 있어 향후 거래 정상화 시 이익 감소 민감도가 크다. 기업대출(+45% YoY) 확대 과정에서 대손충당금 전입액(\$148M)과 상각액(\$105M, 기업·상업용 부동산)이 증가하기 시작했으며, 비보상비용 증가(+20% YoY)에 따른 영업레버리지 둔화, 예금 조달비용 상승에 따른 NII 마진 압박, 초과자본 활용처(주주환원 vs 비유기적 성장)에 대한 불확실성이 상존한다.

모간스탠리 FY3Q26 ('26.07.01~09.30)

구분	FY3Q26	컨센서스 비교		YoY 비교		QoQ 비교	
(백만 \$)	발표치	컨센서스	차이	FY2Q25	성장률	FY2Q26	성장률
순영업수익	20,338	19,893	2.2%	18,224	11.6%	21,348	-4.7%
순이자수익	3,250	2,781	16.8%	2,491	30.5%	2,780	16.9%
비이자수익	17,088	16,990	0.6%	15,733	8.6%	18,568	-8.0%
순이익	4,751	4,571	3.9%	4,450	6.8%	5,436	-12.6%
EPS (USD)	3.03	2.90	4.5%	2.80	8.2%	3.46	-12.4%

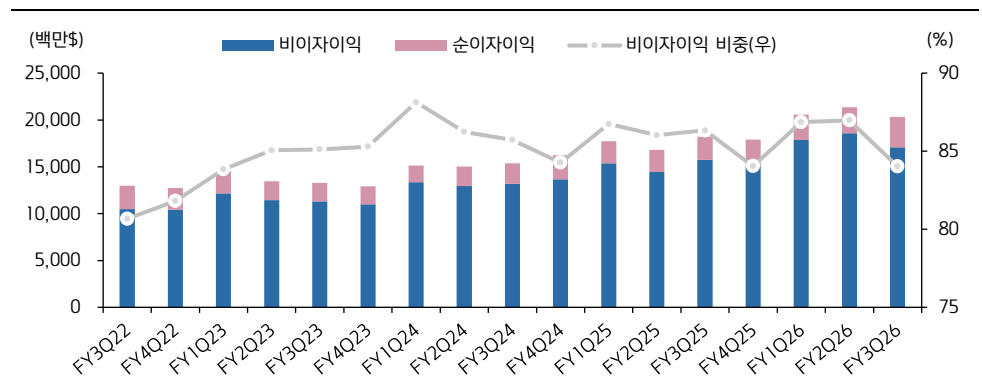
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간스탠리 향후 실적 컨센서스 표

구분	분기 컨센서스				연간 컨센서스			
(백만 \$)	FY4Q26	YoY 성장률	FY1Q27	YoY 성장률	FY26	YoY 성장률	FY27	YoY 성장률
순영업수익	20,063	12.1%	22,314	8.4%	82,296	16.5%	86,791	5.5%
순이자수익	2,932	2.7%	2,979	10.2%	11,431	13.8%	11,912	4.2%
비이자수익	16,907	12.4%	19,414	8.6%	70,649	16.6%	74,850	5.9%
순이익	4,634	9.0%	5,550	2.6%	20,147	24.0%	21,091	4.7%
EPS (USD)	2.96	10.3%	3.60	4.8%	12.86	26.0%	13.70	6.5%

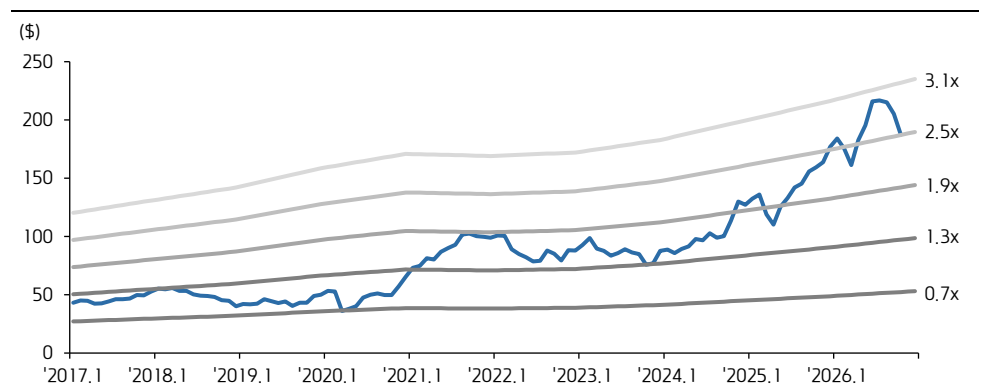
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간스탠리 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간스탠리 12M FWD PBR 밴드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주: 컨센서스는 2026-10-16 블룸버그 기준, Non-GAAP 기준

모간스탠리 상세 실적표

(백만 \$)	FY3Q25	FY2Q26	FY3Q26	YoY(%)	QoQ(%)
[GAAP]					
순영업수익	18,224	21,348	20,338	11.6	-4.7
순이자수익	2,491	2,780	3,250	30.5	16.9
비이자수익	15,733	18,568	17,088	8.6	-8.0
대손충당금	-	98	148	-	51.0
영업비용	12,196	13,902	13,712	12.4	-1.4
급여 및 복리후생비	7,442	8,187	7,997	7.5	-2.3
비인건비	4,754	5,715	5,715	20.2	0.0
세전이익	6,028	7,348	6,478	7.5	-11.8
법인세비용	1,373	1,695	1,509	9.9	-11.0
순이익	4,655	5,653	4,969	6.7	-12.1
비지배지분 귀속 순이익	45	72	60	33.3	-16.7
MS 귀속 순이익	4,610	5,581	4,909	6.5	-12.0
우선주 배당금	160	145	158	-1.3	9.0
MS 보통주 귀속 순이익	4,450	5,436	4,751	6.8	-12.6
회석 EPS(달러/주)	2.80	3.46	3.03	8.2	-12.4
회석 가중평균주수(백만주)	1,590	1,569	1,566	-1.5	-0.2
Key Metrics					
사업부별 순영업수익					
기업금융·기관영업 (Institutional Securities)	8,523	11,040	10,029	17.7	-9.2
IB	2,108	2,437	2,159	2.4	-11.4
Equity	4,116	6,300	5,799	40.9	-8.0
Fixed income	2,169	2,455	2,011	-7.3	-18.1
Other	130	-152	60	-53.8	흑자전환
자산관리 (Wealth Management)	8,234	8,856	9,065	10.1	2.4
Asset Management	4,789	5,261	5,544	15.8	5.4
Transactional	1,308	1,167	1,166	-10.9	-0.1
Net interest	1,991	2,254	2,228	11.9	-1.2
Other	146	174	127	-13.0	-27.0
자산운용 (Investment Management)	1,651	1,646	1,459	-11.6	-11.4
자산운용 및 관련 수수료	1,534	1,516	1,565	2.0	3.2
성과보수 및 기타수익	117	130	-106	적자전환	적자전환
주요 수익성·자본건전성 지표					
비용효율성 비율(%)	67.0	65.0	67.0	0.0%p	2.0%p
유형보통주자본이익률(ROTC)(%)	23.5	26.6	22.6	-0.9%p	-4.0%p
보통주자본비용(CET1)(%)	15.1	14.9	14.9	-0.2%p	0.0%p
Tier1 레버리지비율(%)	6.8	6.0	5.9	-0.9%p	-0.1%p

자료: 모간스탠리, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.