

# KB 상업용 부동산시장 리뷰

부동산연구팀

2023 .

3분기

## 목 차

### 상업용 부동산시장 동향

· 오피스 .....	4
· 리테일·상가 .....	9
· 물류센터 .....	12
· 오피스텔 .....	16
· 호 텔 .....	19
· 생활숙박시설 .....	21
· Special Report	
- 미국 상업용 부동산시장 점검 .....	24

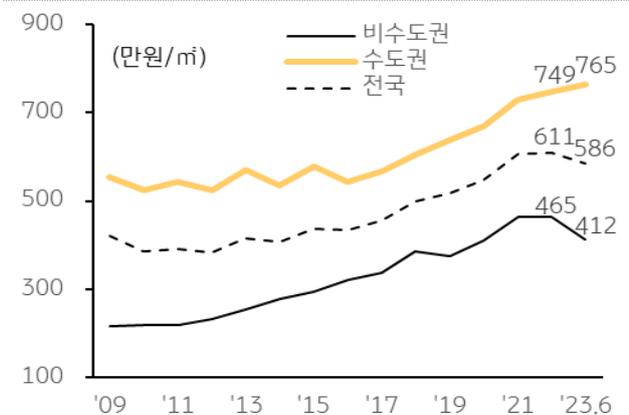
KB경영연구소는 8월부터 기존 <KB 부동산시장 리뷰>를 월간 <KB 주택시장 리뷰>와 <KB 상업용 부동산시장 리뷰>로 분리해 발행합니다.

새로운 <KB 상업용 부동산시장 리뷰>에서는 오피스, 물류 등 국내 주요 자산뿐 아니라 해외 부동산 시장도 심도 있게 다룰 예정입니다.

### 상업용 부동산시장 개요

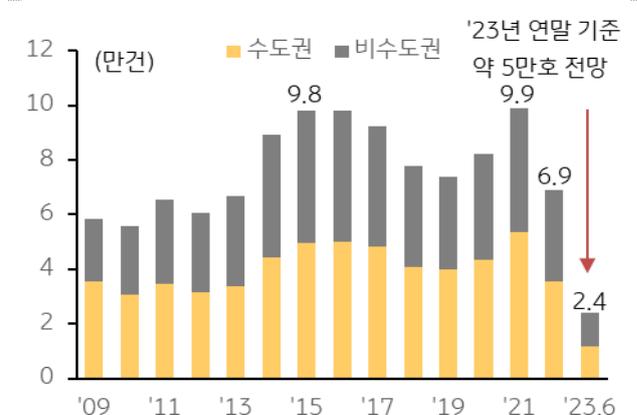
- (개요) 올해 상업용 부동산 시장은 지난해에 이어 거래량 감소가 이어지는 가운데 비수도권의 매매 가격이 크게 하락
  - 상업용 부동산은 경기 불확실성 증가, 금리 상승에 따른 부담 가중 등의 영향으로 2021년을 정점으로 거래량 감소세가 지속되고 있으며, 비수도권에서 뚜렷한 거래가격 하락세를 보임
- (오피스) 견고한 수요와 부족한 공급 물량 등으로 비교적 안정적인 상황
  - 코로나19 기간에도 사무실 근무가 지속되고 신규 공급도 크게 증가하지 않으면서 오피스 임대가격지수는 상승세를 이어가고 공실률도 안정적인 수준. 자산가치 급락 가능성은 제한적
- (리테일·상가) 공급 증가 영향으로 당분간 경기 부진 전망
  - 코로나19의 영향에서 벗어나면서 국내 소매판매액은 증가세를 지속하고 있으나 증가 폭은 둔화
  - 부동산 경기 호황과 맞물린 상가 공급 증가로 리테일·상가 시장은 전반적으로 경기 부진이 전망되며, 상권별 양극화가 심화될 가능성도 존재
- (물류센터) 장기적 업황 개선 가능성은 있으나, 공급 과잉 영향으로 전반적인 시장 상황은 부진
  - 2023년 상반기 신규 공급 물량은 약 108만 평으로 반기 기준 최초로 100만 평을 넘어섰으며, 3분기에 예정된 공급 물량도 많은 상황
  - 양호한 입지의 대형 물류센터 수요는 지속되고 있어, 공급이 안정화될 경우 향후 업황 개선 가능성 존재
- (오피스텔) 2022년 이후 가격 하락세 지속, 금리 상승으로 인한 수익률 저하로 회복까지 상당 기간이 소요될 것으로 전망
- (호텔) 객실가동률은 회복세를 보이고 있으나 여전히 코로나19 이전 대비 낮은 상황
  - 내국인의 고급 숙박시설에 대한 선호도가 높아지면서 럭셔리 호텔의 객실평균요금은 높아졌으나, 중저가 호텔의 객실평균요금은 여전히 낮은 수준을 유지

상업용 부동산 평균 매매가격 추이



자료: 국토교통부 실거래 자료 분석

상업용 부동산 거래량 추이



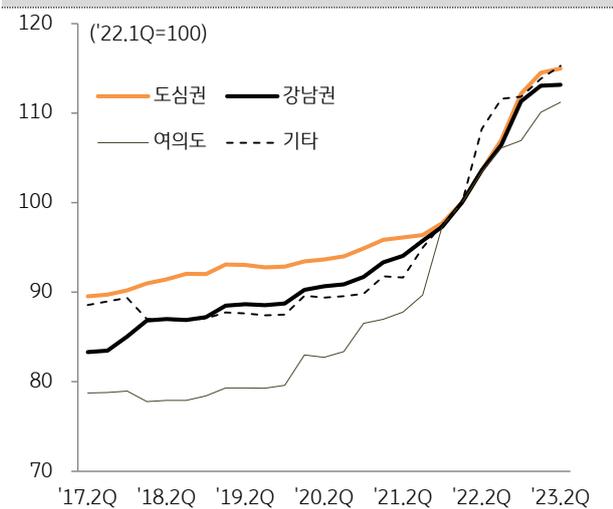
자료: 국토교통부 실거래 자료 분석

## [오피스] 견고한 수요와 부족한 공급 물량으로 성장세 지속

### ■ 코로나19 기간에도 사무실 근무가 지속되면서 오피스 임대 수요 유지

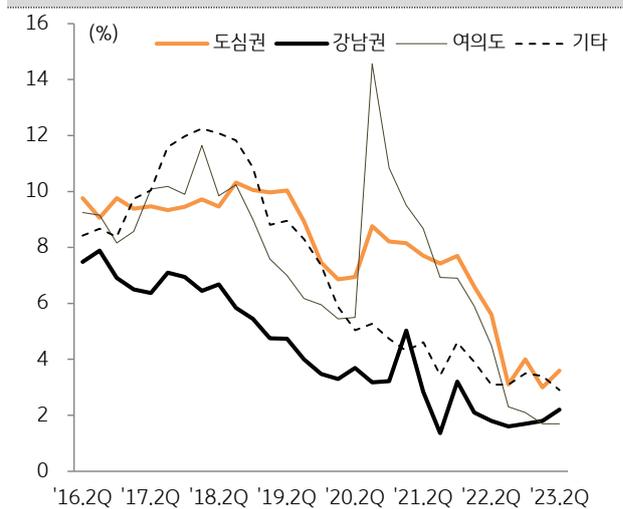
- 한국의 경우 코로나19 기간에도 재택 근무와 사무실 근무가 병행되었으며, 제한적인 공급 물량 등으로 인해 오피스 임대 시장은 상대적으로 양호한 상황을 유지
  - 한국과 일본을 비롯해 아시아권의 경우 기업들이 사무실 출근을 선호하는 데다, 최근 일부 IT 기업을 제외하고 대부분 사무실 근무로 복귀한 것으로 알려짐
  - 미국의 경우 기업과 근로자 모두 재택근무 선호도가 높아 오피스 수요가 감소하는 가운데 상업용 부동산 관련 대출 리스크도 확대되는 추세
    - 2023년 미국 근로자의 사무실 출근일수가 주당 평균 3.5일에 그치면서 오피스 공실률이 큰 폭으로 상승. 실리콘밸리은행(SVB), 시그니처은행 파산 이후 상업용 부동산 대출 리스크도 확대
- 특히 서울 오피스 임대 시장은 견고한 수요층을 기반으로 최저 공실률을 기록하는 등 안정적인 상황을 유지
  - 서울 지역 오피스 임대가격지수는 지난해 하반기부터 상승세를 지속. 2023년 2분기 기준 서울 오피스 월 임대료는 2.7만 원/㎡으로 직전 분기 대비 1.5% 상승
  - 서울 오피스 공실률은 2.4%로 주요 대도시(베이징 24%, 상하이 21%, 싱가포르 9%, 홍콩 15%, 도쿄 5%) 대비 상당히 낮은 수준
    - 지난 2020년 코로나19 발발 직후 여의도 지역에 대규모 신규 물량(파크원)이 공급되면서 공실률이 급등했으나 이후 시장에서 빠르게 흡수하면서 안정을 되찾음

그림 11 서울 주요 오피스 권역의 임대가격지수 추이



자료: KB국민은행

그림 12 서울 주요 오피스 권역의 공실률 추이



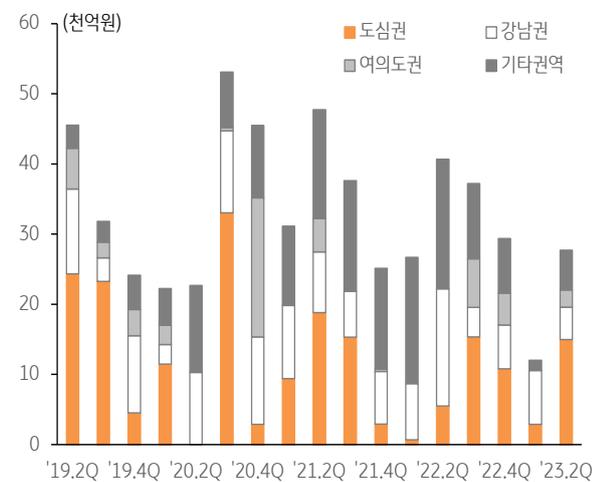
자료: 젠스타메이트

### ■ 금리 상승으로 거래 시장은 위축, 거래량은 올해 들어 다소 회복

- 2022년 하반기 이후 금리 상승으로 투자 심리는 위축되었으며, 매각 철회 및 지연 등으로 거래량도 전반적으로 감소

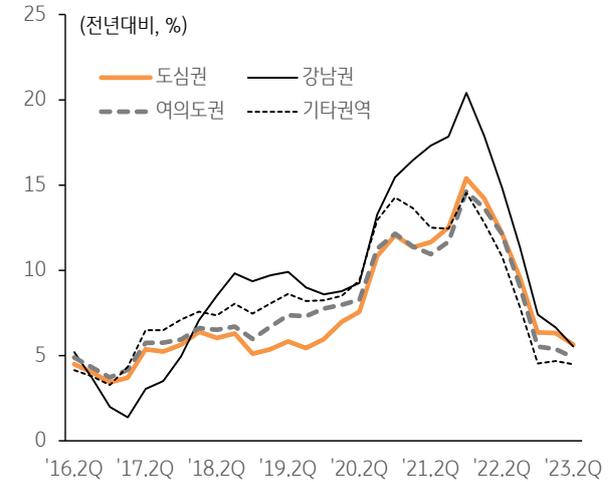
- 지난해 춘천 레고랜드 사태와 금리 상승으로 자금 조달이 어려워지면서 매매 계약이 취소되거나 지연되는 사례가 증가
  - 2023년 1분기 총거래 규모는 약 8조 원으로 직전 분기 대비 36% 수준에 그침
- 최근 신용 여건과 대출 조건 변화는 올해도 상업용 부동산 시장의 어려움으로 작용할 전망
- 내년 금리 하락 가능성이 제기되고 최근 주요 오피스 거래들이 성사되면서 향후 거래량 증가 가능성도 존재
  - 금리 상승으로 매각 철회 사례가 증가하면서 기업들은 오피스 자산을 장기 보유하거나 가격 조정을 통해 거래를 진행하는 전략을 선택
  - 일부 기업은 금리 상승으로 차입 부담이 확대되고 부동산 시장이 약세인 시기를 틈타 사옥 확보를 시도. 오피스를 직접 매입하거나 간접투자기구 투자자로 참여
    - 전체 오피스 거래 중 사옥 확보 목적 거래 규모는 2023년 상반기 26.1%로 과거(2019년 16.5%)에 비해 크게 증가
    - 글로벌 종합 부동산 서비스 기업 콜드웰뱅크&리처드엘리스(CBRE)에 따르면 2022년 거래된 서울 주요 권역 A급 오피스의 절반 이상은 기관 및 펀드가 매입하고, 약 25%는 리츠에 편입된 것으로 조사
  - 서울 오피스 매매가격지수는 상승세를 유지하나 2021~2022년 대비 상승폭은 둔화

그림 3 서울 오피스 거래 규모



자료: KB국민은행

그림 4 서울 오피스 매매가격지수 변동률



자료: KB국민은행

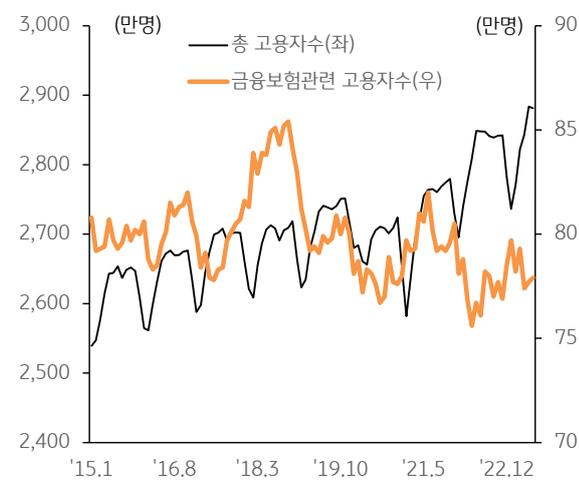
■ 고용자 수 증가, 사무실 근무 복귀 확대로 오피스 공간에 대한 수요는 지속될 전망

- 오피스 시장의 주요 수요층인 금융업 및 보험업 종사자 수는 지난 2015년 이래 월평균 80만 명을 유지
  - 일자리 수 및 사무실 근무 증가는 오피스 공간에 대한 수요 확대로 이어질 수 있으며, 이 같은 현상은 한국을 비롯한 아시아 지역에서 관찰됨<sup>1</sup>

<sup>1</sup> CBRE Research, “왜 아시아 태평양 오피스 시장에 투자해야 하는가?,” 2023년 4월

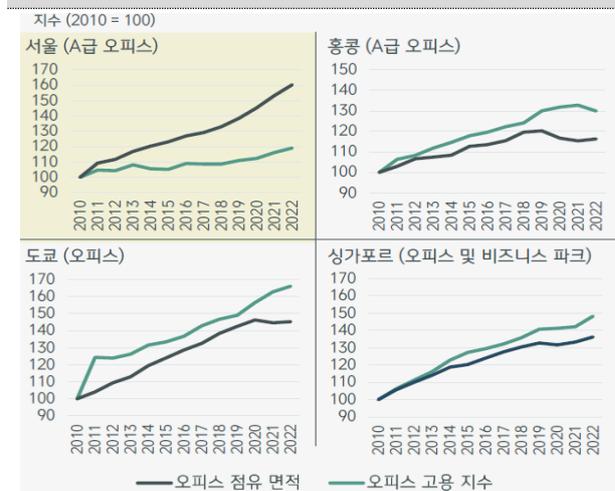
- 고용 인구 증가 속도 대비 오피스 점유 면적은 후행적으로 확대되는데, 이는 오피스 밀도가 높은 아시아태평양 시장의 특성에 기인하는 것으로 조사<sup>2</sup>
  - 한국의 1인당 오피스 점유 면적은 9~12㎡ 내외로 글로벌 평균 대비 상대적으로 높으며 고용 인구 증가 속도 대비 오피스 점유 면적이 빠르게 증가
- 코로나19로 미국 등 주요 국가는 하이브리드 근무로 빠르게 전환하면서 오피스 수요 감소로 이어질 것으로 예상되는 반면 아시아 국가는 사무실 근무를 유지하면서 이러한 영향에서 벗어남
- CBRE가 2022년 5~6월에 진행한 설문 조사에 따르면, 한국의 경우 코로나19 기간에도 근로자의 약 50%가 사무실 근무를 하면서 아시아 지역에서 일본 다음으로 높은 출근율을 기록

그림 5 국내 금융업 및 보험업 종사자 수 추이



자료: 통계청

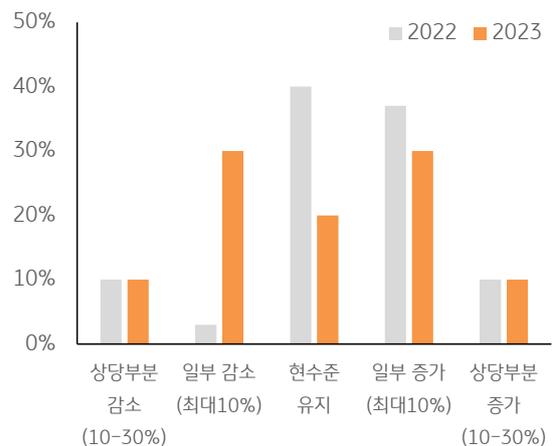
그림 6 주요국 오피스 근무 인력 및 점유 면적 추이



자료: CBRE

- 팬데믹이 끝나고 일상 회복이 본격화되고 사무실 근무가 재기되면서 오피스 수요가 점진적으로 회복될 것으로 기대
  - 상업용 투자 자산으로 오피스에 대한 선호도는 여전히 높으며, 견고한 임차 수요와 양호한 임대 수익이 기대되는 좋은 입지의 A급 오피스에 관심 집중
  - CBRE가 2023년 4월 실시한 아시아 지역 투자자 의향 설문 조사에 따르면, 국내 투자자의 상당수는 향후 오피스 공간 수요가 증가하거나 안정적으로 유지될 것으로 전망

그림 7 향후 3년간 오피스 공간에 대한 수요 전망



자료: CBRE

- 다만 경기 회복 지연과 수출 부진 등으로 오피스 시장 회복에도 다소 시일이 소요될 전망

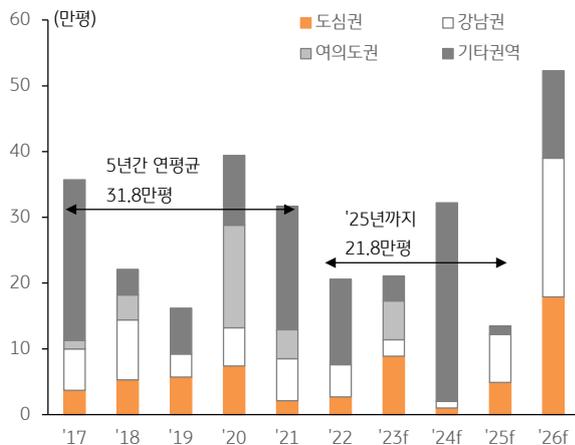
<sup>2</sup> CBRE Research, “왜 아시아 태평양 오피스 시장에 투자해야 하는가?,” 2023년 4월

- 한국은행은 지난 7월 기준금리를 3.50%로 동결하고 7월 소비자물가 상승률도 2%대로 하향
- 올해 경제 성장을 전망치는 1.4%로 하향 조정, 수출 부진 등이 경기 회복에 걸림돌로 작용
- 글로벌 시장과 마찬가지로 과거 풍부한 유동성을 기반으로 고성장을 거듭하던 테크기업들이 성장세가 주춤하면서 비용 절감을 위해 오피스 임차 면적을 축소하거나 타 권역으로 이동할 가능성도 존재

■ 당분간 신규 공급은 제한적이나 향후 대규모 공급 물량에 유의할 필요

- 2023년 신규 공급 물량은 약 20만 평으로 추정되는데, 이는 지난 5년간 평균치보다 적으며 대부분 임대 계약 완료
  - 지난 2년간 서울 주요 지역(도심, 강남, 여의도) 오피스 신규 공급이 현저히 부족한 상황에서 올해 여의도 권역 신규 A급 오피스는 높은 수요를 유지
  - 여의도 TP타워(사학연금개발, 14만㎡)와 앵커원(브라이트여의도, 5.8만㎡)가 올해 완공될 예정 이나 대부분의 면적이 이미 임차 완료
  - 2025년까지 예정된 신규 공급 물량은 연평균 21.8만 평으로 지난 5년간 평균치(31.8만 평) 대비 25% 감소
- 장기적으로 서울시의 도시정비형 재개발 사업을 지원하기 위해 규제 완화가 추진되고 도심권을 중심으로 오피스 개발 시장도 확대될 것으로 기대
  - 그동안 잠정 중단되었던 을지로3가와 세운지구 재개발 사업 재개, 서울역 인근과 서소문11·12지구 개발 등으로 대규모 A급 오피스 공급 예정
    - 서소문11·12지구 12.1만㎡(2027년 완공 예정), 공평15·16지구 11.6만㎡(2025년 완공 예정), 을지파이낸스센터 6.5만㎡(2027년 완공 예정), 서소문10지구 4만㎡(2027년 완공 예정) 등
- 다만 2026년 이후 예정된 대규모 신규 공급 물량이 시장에서 흡수될지 여부는 지켜볼 필요

그림 8 A급오피스 신규 공급 물량 추이



자료: 젠스타메이트

그림 9 기준금리 및 유동성 추이

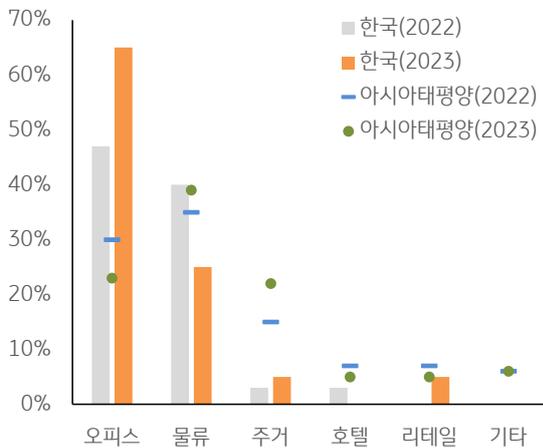


자료: 한국은행

■ 글로벌 부동산 시장 침체 우려에도 한국 오피스 자산 가치 급락 가능성은 낮을 전망

- 사무실 근무 형태의 구조적 변화로 글로벌 주요 도시의 오피스 수요 위축은 불가피할 것으로 예상되는 가운데 국내 오피스는 여전히 투자 선호 상위 자리를 고수
  - 한국의 경우 사무실 근무로 빠르게 복귀했으며, 공급 물량이 제한적인 상황에서 임대 시장이 견고한 성장세를 이어가면서 높은 투자 선호도를 보임
    - CBRE 투자 의향 조사에 따르면, 국내 투자자가 가장 선호하는 섹터는 지난해에 이어 올해도 오피스(65%)가 차지
  - 국내 주요 부동산 자산운용사의 상당수는 여전히 오피스 시장에 대한 투자를 지속
    - 이지스자산운용과 마스턴투자운용의 경우 지난해 투자 자산의 23~29%를 오피스에 집중
  - 특히 해외 상업용 부동산 시장에 대한 불안과 우려가 높아지면서 국내 오피스 시장에 관심이 집중되는 것으로 파악
- 국내외 경제 불안 요인과 상업용 부동산 시장에 대한 우려가 존재하나, 국내 오피스의 자산 가치 급락 가능성은 제한적
  - 코로나19 이후 빠른 사무실 복귀와 오피스 수요 증가, 최근 몇 년간 지속된 공급 물량 부족으로 인해 주요 권역의 A급 오피스에 대한 선호도가 높아질 것으로 예상
  - 오피스를 선호하는 국내 투자자 중 50% 이상은 주요 권역 A급 오피스, 주요 지역 B급 오피스(31%) 순으로 선호하는 것으로 조사

그림 10 | 2023년 투자 선호도 비교



자료: CBRE

그림 11 | 주요 부동산 자산운용사의 섹터별 투자 현황



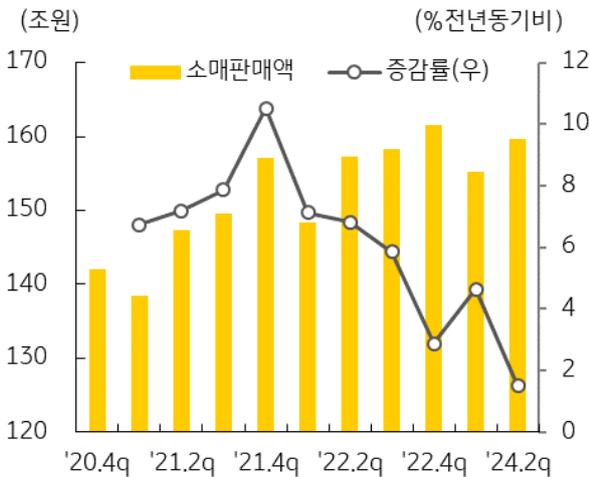
자료: CBRE

## [리테일·상가] 리테일 업종별·지역별 양극화 심화, 공급 증가 영향 당분간 지속

### ■ 국내 소매판매액은 증가세를 지속하고 있으나 증가 폭은 둔화

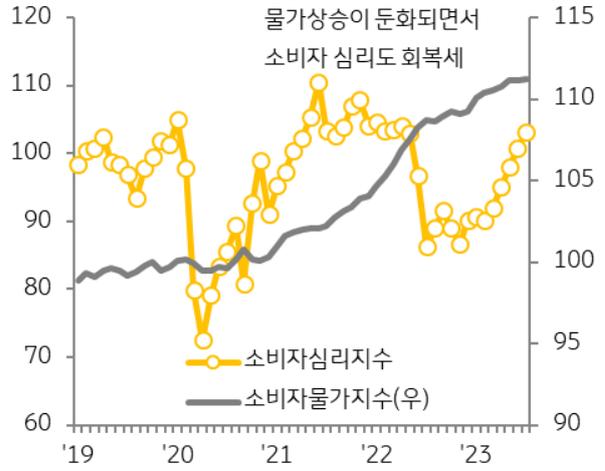
- 2분기 소매판매액은 159조 원으로 전년 동기 대비 1.5% 증가하며 완만한 증가세 지속
  - 코로나19 팬데믹의 영향에서 벗어나고 물가 상승률이 둔화되면서 소비 심리는 회복세
  - 소매판매액도 증가세를 보이나 경제 불확실성이 지속되면서 증가 폭은 둔화

그림 12 | 소매판매액 추이



자료: 통계청

그림 13 | 소비자물가지수 및 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행

### ■ 백화점과 편의점 업종의 성장세가 지속되는 가운데 대부분의 업종은 횡보

- 업종별로는 무점포 소매업의 성장이 지속되고 2021년 이후 백화점의 성장이 두드러짐

- 자신의 가치관에 따라 최고가 명품과 저가 생활용품을 동시에 소비하는 엠비슈머(ambisumer, 양면적인 소비자)가 늘면서 백화점 시장은 크게 성장
- 2020년 1분기 6.0조 원까지 하락했던 백화점 판매액은 2023년 2분기 10.5조 원으로 급증

- 인터넷 쇼핑, 방문 배달 소매점 등으로 구성된 무점포 소매점도 성장 지속

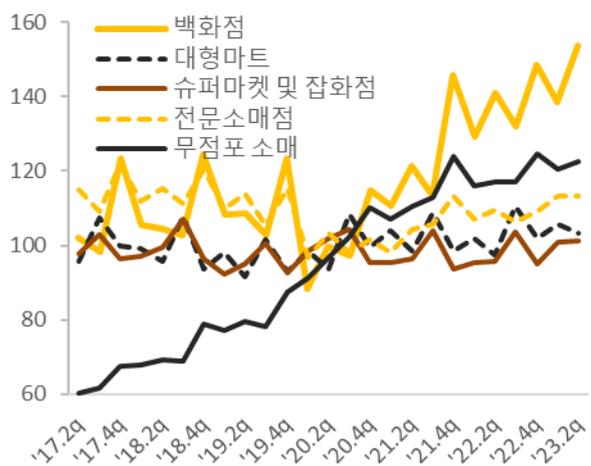
- 무점포 소매업 중 홈쇼핑과 배달 소매점은 성장이 정체된 반면 인터넷 쇼핑은 가파른 성장세

- 슈퍼 및 잡화점의 소매업지수를 보면

대형마트는 성장이 정체된 반면 편의점은 완만한 성장세

- 편의점은 온라인과 오프라인 병행 가능하다는 장점을 활용하여 성장세를 이어감

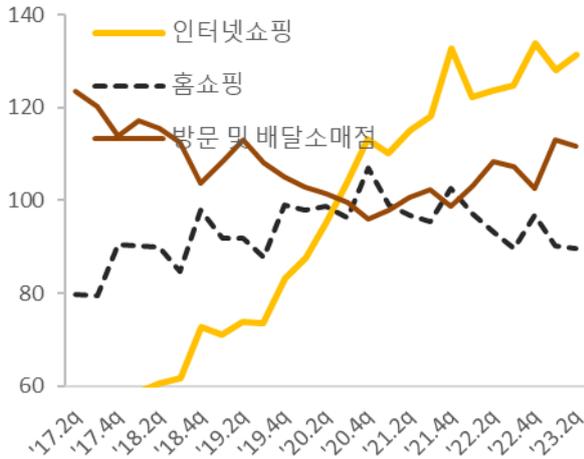
그림 14 | 업종별 소매업지수 추이



주: 전문 소매점은 가전·의류·음식점 등이, 무점포 소매는 인터넷 쇼핑·방문 배달 소매점 등이 포함

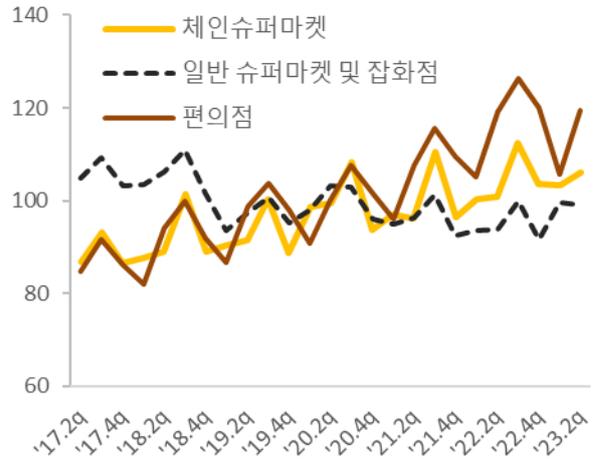
자료: 통계청

그림 15] 무점포 소매업지수 추이



자료: 통계청

그림 16] 슈퍼 및 잡화점 소매업지수 추이



자료: 통계청

■ 상가 임대료는 완만한 하락세를 보이고 지역별 격차 심화

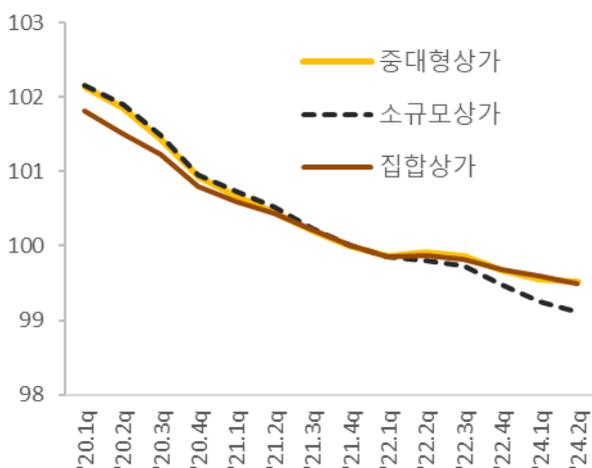
○ 소비 심리 개선에도 상가 임대료는 하락세 지속

• 코로나19 팬데믹 이후 경기 불확실성 등으로 소비 회복이 더딘 가운데 상가 공급 물량이 증가해 임대료 하락에 영향을 미친 것으로 판단

○ 상가 공급 물량은 2021년 약 3.8만 호로 2004년 이후 최고치를 기록한 후 감소하고 있으나 올해 상반기에도 약 7천 호가 공급

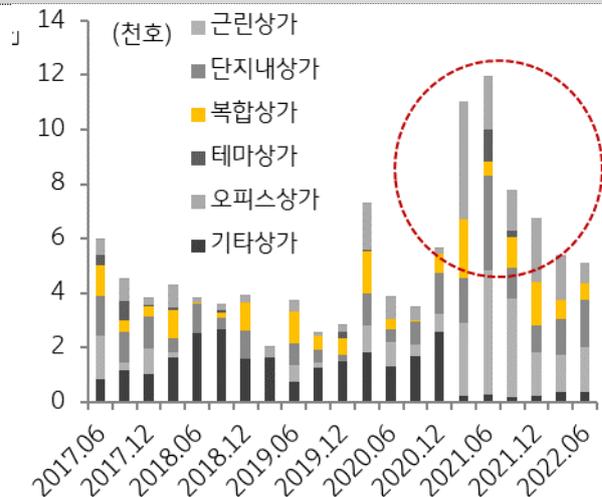
• 팬데믹의 영향으로 오프라인 상권이 침체되었음에도 후분양의 특성상 이전에 계획된 물량의 공급이 지속되었으며, 주택 경기 호황과 상가 시장 회복에 대한 기대감 등으로 과잉 공급 여건이 조성

그림 17] 상가 임대료 추이



자료: KB국민은행

그림 18] 상가 분양 물량 추이

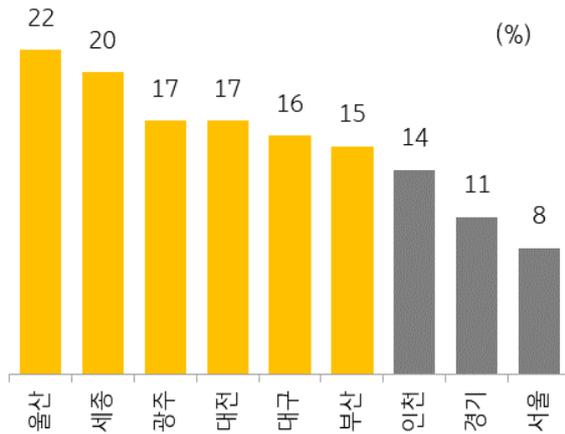


자료: 부동산114

○ 수도권보다 비수도권의 공실률이 양호한 가운데 지역별 양극화 심화

- 중대형 상가 공실률은 수도권보다 비수도권이 높으며 울산과 세종 등은 20%를 상회
- 서울의 경우 상권별로 공실률 차이를 보임
  - 강남을 제외한 대부분의 상권에서 공실률이 상승했으나 최근 관광객 증가로 명동의 공실률이 가파르게 하락

그림 19 | 중대형 상가 공실률(2023년 2분기 기준)



자료: 한국부동산원

표 1 | 서울 주요상권 상가공실률(2023년 2분기 기준)

	22년 2분기	23년 1분기	23년 2분기	직전 분기
명동	52.5	25.0	14.3	-10.7
강남	22.9	16.8	19.2	2.4
홍대	13.4	18.2	15.9	-2.3
가로수길	28.7	37.9	36.5	-1.4
한남 /이태원	10.8	12.6	10.0	-2.6
청담	14.0	18.0	16.3	-1.7

자료: 쿠시먼앤드웨이크필드

■ 향후 리테일 시장의 양극화가 심화되는 가운데 공급 증가 영향이 당분간 지속될 전망

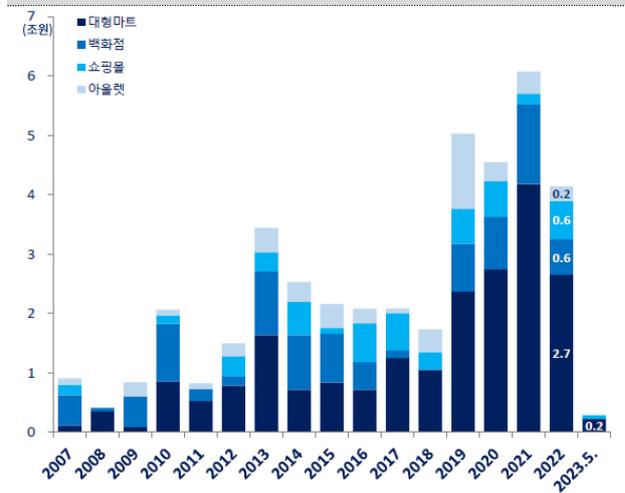
- 백화점과 편의점 등 일부 업종의 성장세가 지속되나 공급 증가로 전반적인 리테일 시장 여건은 좋지 않을 것으로 예상
- 대형 리테일 시장 역시 거래가 크게 감소할 것으로 전망
  - 팬데믹 이후 리테일 업황 부진으로 쇼핑몰과 아울렛 등이 위축되고 거래 급감
  - 용도 변경 목적의 대형마트 거래가 급증했으나 적정 부지의 소진으로 감소 전망

그림 20 | 전국 리테일(대형 판매점) 거래 규모



자료: 젠스타메이트

그림 21 | 용도별 리테일(대형 판매점) 거래 규모



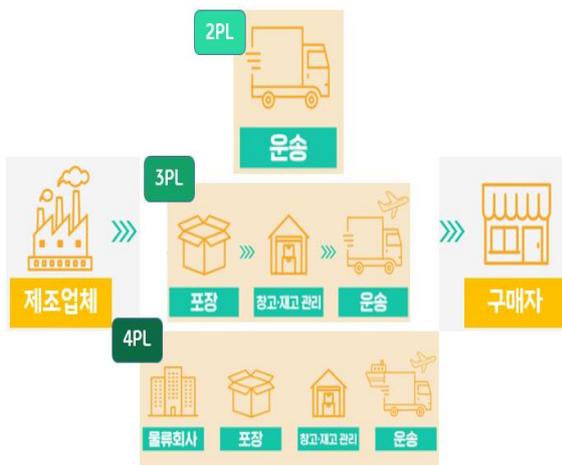
자료: 젠스타메이트

## [물류센터] 공급 과잉 우려 속 수요 차별화 지속

### ■ 소비 패턴 변화에 발맞추어 대형 물류센터 수요 증가

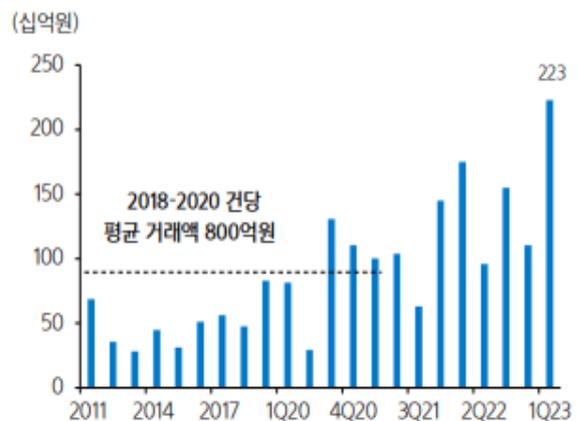
- 소비 패턴 변화로 당일 배송 시스템이 보편화되면서 물류시설이 대형화되고 복합화되는 추세
  - 쿠팡의 ‘로켓 배송’은 소비자에게 24시간 배송에 대한 개념을 각인시키고 네이버, SSG 등 경쟁 업체들과 물류 서비스 및 투자 경쟁 촉발
    - 쿠팡은 100만 평 이상의 물류 창고를 확보하면서 자체 물류 인프라 구축
  - 기업들이 물류 경쟁력을 제고하기 위해 효율성이 높은 대형 물류센터를 선호하면서 대형화, 통합화, 복합화(상온 창고와 저온 창고의 혼합) 이슈 부각
    - 2023년 2분기 준공된 연면적 1만 평 이상의 대형 시설은 15건이며, 평택 지역에 6만 평 규모의 복합물류센터가 준공되어 물류 기능을 수행<sup>3</sup>
    - 올해 3분기에는 인천에 연면적 9만 평에 이르는 초대형 물류센터가 준공 예정. 이 시설은 올해 초 약 6천억 원에 매각되었으며, 쿠팡에서 10년 책임임대차 계약을 맺고 풀필먼트<sup>4</sup> 센터로 활용할 계획
  - 물류센터 대형화, 복합화의 영향으로 2023년 1분기 건당 평균 거래액은 2,230억 원을 기록하며 2018~2020년 평균 거래액(800억 원)과 비교해 큰 폭으로 상승
- 전자상거래(이커머스) 수요 확대로 물류 시장의 트렌드가 3자물류(3PL, Party Logistics), 4자물류(4PL)로 이동하면서 풀필먼트 서비스 활용도가 핵심 경쟁력으로 부상
  - 물류센터는 보관에 치중되어 있는 기존의 창고 개념을 뛰어넘어 입고되는 순간부터 분류와 출고를 염두에 두는 자동화·대형화, 적재 방식을 통해 물류 흐름을 관장하는 종합적인 공간으로 변신
    - 물류 업무를 외부 업체에 아웃소싱하는 3PL에서 IT 기술을 활용해 적합한 공급망을 컨설팅하고 솔루션을 제공하는 4PL 방식으로 진화

그림 22 | 2PL 3PL 4PL 프로세스



자료: 첼로스퀘어(Cello Square)

그림 23 | 물류창고 건당 평균 거래액 추이



자료: 삼성증권, WRC

<sup>3</sup> JLL, 한국 물류 자산 동향 리서치(2023년 2분기)

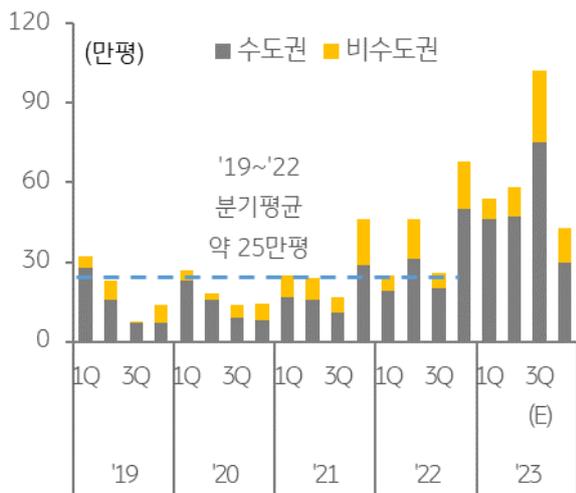
<sup>4</sup> 물류 전문 업체가 여러 판매자의 상품을 공동 보관하며 재고관리, 포장, 검수, 출고, 배송 등 모든 과정을 처리하는 물류 일괄 대행 서비스를 의미

- 향후 수도권을 중심으로 B2C(기업과 소비자 간 거래) 풀필먼트 센터 확보를 위한 대형 물류 시설의 임차 수요가 지속될 전망
  - 글로벌 물류 기업 프로로지스(Prologis)에 따르면 풀필먼트 센터는 연면적 1.5만 평 이상이어야 효율성이 확보되어야 하고, B2C 전자상거래 물류센터는 B2B(기업과 기업 간 거래) 리테일 물류센터 대비 3배 이상의 공간이 요구됨
  - 반면 비수도권 지역에 위치한 노후된 중소형 물류시설은 공실 리스크 증가

■ 코로나19 팬데믹 기간 증가한 신규 투자로 공급 과잉에 대한 우려 확대

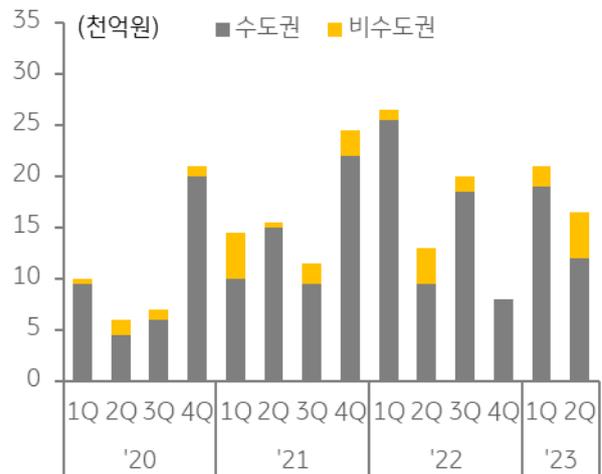
- 역대급 신규 공급 물량의 영향으로 임대 수급 불균형에 대한 경계심 고조
  - 2023년 상반기 신규 공급 물량은 약 108만 평으로 반기 기준 최초로 100만 평을 넘어섰으며, 3분기에는 역대 최대 규모의 공급이 예정되어 공급 과잉 우려 확대
  - 코로나19 팬데믹 기간 급증한 물류 수요에 대응하여 투자한 신규 물량이 집중되면서 수요와 공급 불균형이 심화
    - 토지 매입부터 인허가, 착공, 준공까지 약 2~3년이 소요되어 팬데믹 기간 발주한 물류센터 준공이 2023년에 집중
  - 공급 물량이 급증한 수요자 우위 임대시장에서 임차인들은 유리한 조건으로 물류 시설을 물색
    - 물류센터가 집중된 경기 서부 권역(인천, 부천, 김포)과 남부 권역(화성, 평택, 안성)을 중심으로 임차인 유치를 위해 임대료 면제(렌트프리) 또는 합리적인 임대료로 조정 움직임
  - 공실 해소에 어려움을 겪는 신축 저온 물류센터를 중심으로 임차인 유치를 위해 공격적인 프로모션을 진행하고 있지만, 오아시스와 마켓컬리가 상장을 철회하는 등 저온 물류센터 수요자들의 업황이 팬데믹 기간 대비 전반적으로 부진

그림 24 물류센터 신규 공급 물량



자료: 젠스타메이트

그림 25 물류센터 매매 거래 규모



자료: 젠스타메이트

- 금리 상승으로 상업용 부동산 거래가 부진한 가운데 물류센터는 거래 금액 감소세가 지속
  - 2022년 1분기 2.6조 원에 달했던 거래 금액은 2023년 2분기 1.6조 원으로 38% 급감

- 특히 수도권은 이 기간 동안 2.5조 원에서 1.2조 원으로 급감
- 연내 미국 기준금리 하락 가능성이 낮고 국내 채권시장 불안이 지속되면서 조달 이슈가 당분간 계속되며 단기간 내 매매시장 회복이 어려울 것으로 전망
- 임차 수요 감소로 선매입 확약 물건의 준공 시점 매입 계약 미이행 사례가 발생하면서 매도 매물 적체와 프로젝트파이낸싱(PF) 등 대출 심사 기초의 보수화 경향이 심화

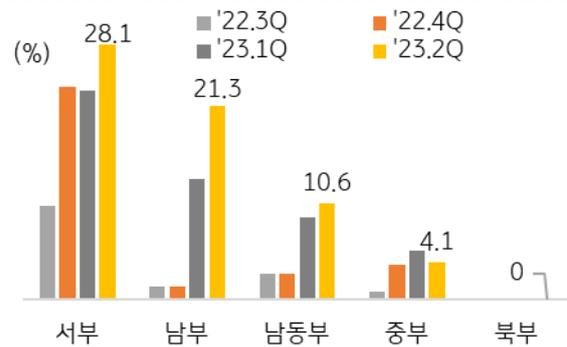
■ 신규 공급 물량 영향으로 지역별 공실률과 임대료 격차 심화

- 상업용 부동산 전문 회사 존스랑라살(JLL)에 따르면 올해 2분기 경기 중부 권역(군포, 의왕, 수원, 동탄)과 북부 권역(파주, 고양, 남양주, 양평)의 공실률은 안정적
  - 중부 권역은 우수한 서울 접근성과 제한적인 신규 공급 물량으로 인해 2분기 공실률은 직전 분기 대비 1.3%p 하락한 4.1%를 기록
  - 북부 권역은 인허가 제약으로 공급이 제한되면서 4분기 연속 0%의 공실률을 기록했으나 하반기 포천과 남양주 소재 물류센터 준공으로 공실률이 상승할 전망

- 반면 신규 공급이 계속될 예정인 남부와 서부 권역은 공실률 상승으로 어려움이 예상

- 상반기 공급 물량이 많았던 남부 권역의 2분기 공실률은 직전 분기 대비 8%p 상승한 21.3%를 기록
- 2023년 초대형 물류센터 준공이 이어지면서 사상 최대 규모의 신규 물량이 공급된 서부 권역은 공실률 28.1%로 수도권에서 가장 높은 수치를 기록
  - 서부 권역은 내년에 더 많은 물량의 공급이 예정되어 당분간 공실률 상승이 지속될 전망

그림 26 권역별 물류센터 공실률 추이



·서부: 인천김포부천안산시흥 ·남부: 화성평택안성  
 ·남동부: 용인이천여주광주성남  
 ·중부: 군포의왕수원오산동탄 ·북부: 남양주고양파주포천양주

자료: JLL

- 2분기 임대료는 공급 물량과 공실률 변동의 영향으로 지역별 격차 심화

- 임차 수요가 꾸준하고 공급 물량이 제한적인 북부 권역은 역대 최고치를 갱신
- 반면 역대급 신규 물량이 공급된 서부 권역의 경우 임대료가 직전 분기 대비 1.4% 하락. 공실률을 낮추기 위해서 임대료 인하 움직임과 렌트프리가 확대되는 추세

■ 내년까지 공급 과잉으로 인한 어려움이 예상되나 장기적으로 업황 개선 가능성

- '준공 전 선임대 → 자산운용사 선매입'의 선순환 투자 구조가 훼손되면서 시행 리스크 증가
  - 사상 최대 규모의 물량 공급이 예상되는 올해의 임대차 수급 불균형이 해소되는 데 1년 이상이 소요될 전망
  - 물류센터 공급 부족으로 벌어졌던 임차인 간의 물류센터 확보 경쟁이 사라지고 조달 금리가 2배 이상 상승하면서 신규 개발 사업 진행에 어려움 가중

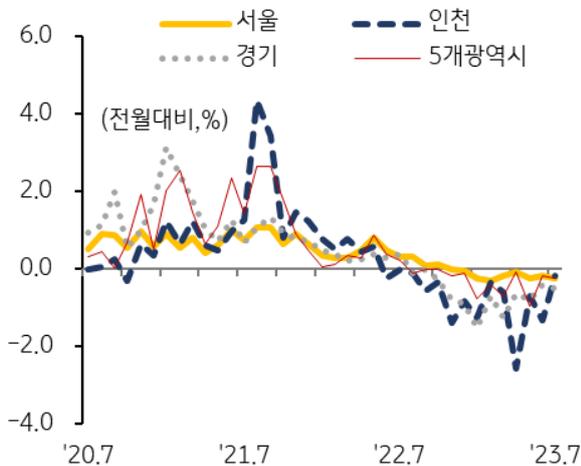
- 준공 전 선임차인의 준공 시점 임대차계약 불이행 시 시행사와 자산운용사 간 법적 분쟁 발생 가능
  - 분쟁 과정에서 금융사와 시공사의 재무적 리스크가 부각되면서 추후 신규 사업 진행의 위협 요인으로 작용
  - 시행사들이 사전에 약정된 선매입 계약이 해지되면서 계약금이 몰취(국고에 귀속)된 물류센터에 대한 재매각을 추진하면서 매도 희망 매물의 적체 심화
- 2024년 이후 신규 공급 감소로 물류센터 임대차 시장이 안정화될 전망
- 금리 상승으로 PF 조달이 어려워지면서 2022년 하반기부터 물류센터 착공 급감
  - 공기(2년) 감안 시 2024년 이후 공급량이 급감할 것으로 예상
  - 사업성 저하로 인허가를 취득한 물류센터의 착공이 어려워지면서 부지 매물도 증가
  - 임차인들의 대형 센터 및 신축 자산에 대한 선호도가 커지면서 입지가 떨어지는 중소형 노후 물류자산에 대한 공실 리스크는 계속 증가할 전망
- 신선식품 배달 시장 정체 및 공급 과잉으로 저온 창고에 대한 투자 유의
- 저온 창고는 상온 창고 대비 임대료가 약 2배 높으나 제한적인 수요로 임차인을 구하기 어려워지면서 공실 리스크 증가
  - 투자자들은 높은 토지매입비용을 충당하고 수익성을 확보하기 위해 저온 창고 투자를 선호했지만 수도권에 대규모 저온 센터가 공급되면서 해당 자산의 공실률이 크게 상승
  - 임차인 확보의 어려움이 가중되면서 준공 전 저온 공간을 상온 공간으로 설계 변경하거나 준공 후 상온 공간으로 전용하는 경우도 발생

## [오피스텔] 투자 수요 회복에 다소 시간이 소요될 전망

### ■ 2022년 하반기 이후 가격 하락세 지속

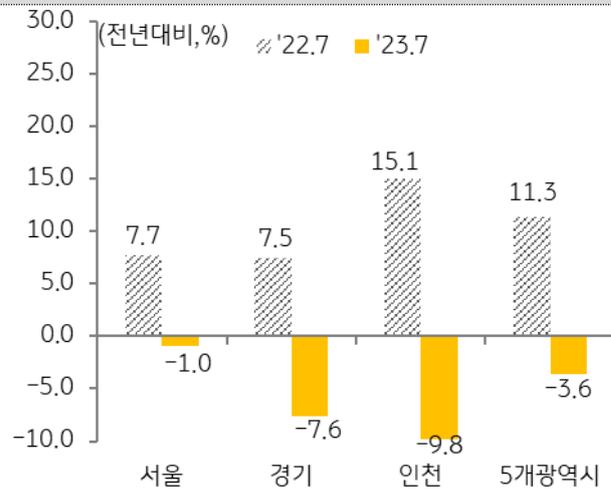
- 오피스텔 매매가격지수는 2022년 10월부터 10개월 연속 하락세를 기록
  - 주택 경기 호황기에 소형아파트의 대체재로 부상하면서 상승세를 기록했으나 2022년부터 주택 시장 부진의 영향으로 하락세로 전환
  - 주택 시장의 불확실성이 높아진 2023년 1월 전월 대비 0.9% 떨어지면서 최대 하락폭 기록
  - 가격 변동성이 가장 큰 지역인 인천의 경우 전년 동월 대비 9.8% 떨어지면서 하락세를 주도한 반면 서울은 상대적으로 낮은 하락폭(1.0%)을 보이면서 약보합세를 지속
- 금리 상승과 대출 규제 강화 영향으로 매매 수요 감소
  - 조달 비용이 급증하면서 월세 수입으로 대출금 이자를 충당하지 못하는 상황 발생
  - 코픽스(COPIX, 자금조달비용지수)가 1년 전 1.83%에서 올해 6월 3.80%로 두 배 이상 상승하면서 보유자들의 원리금 상환 부담 가중
    - 주택담보대출 대비 30~100bp 높은 오피스텔 담보대출 가산금리도 부담을 키우는 요소로 작용
  - 총부채원리금상환비율(DSR) 규제 2단계 시행으로 잔금 대출 시 DSR 40% 규제가 적용되면서 매수 심리가 크게 위축됨

그림 27기 오피스텔 매매가격지수 변동률(MoM)



자료: KB국민은행

그림 28기 오피스텔 매매가격지수 변동률(YoY)



자료: KB국민은행

### ■ 주택 시장이 회복 기미를 보이는데도 오피스텔 시장은 부진 지속

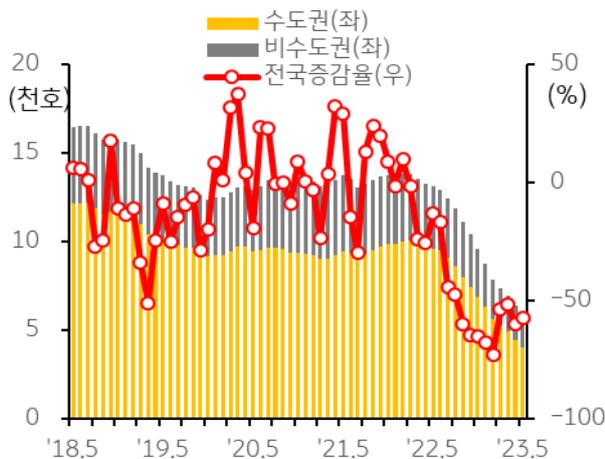
- 주택 시장이 회복세를 보이는데도 오피스텔 매매량은 역대 최저치 기록
  - 주택 매매량은 수도권 아파트를 중심으로 회복세를 보이고 있으나, 오피스텔 거래량은 여전히 직전 12개월 평균 대비 감소세가 지속되면서 월평균 5천 호 이하로 거래
  - 오피스텔은 주택 경기 상승기에 주택담보대출 규제 강화로 인한 풍선 효과로 대체투자 자산으로 부상하면서 투자 수요가 몰렸으나 부동산 규제가 완화되면서 투자 선호도 하락

- 15억 원 초과 고가주택에 대한 주택담보대출 규제가 폐지되면서 시가총액 상위 아파트를 중심으로 매수 심리가 개선되는 양상이나 오피스텔은 특례보증자리론과 생애 최초 주택 구입자에 대한 정책자금대출 대상에서 제외되면서 매매 시장은 거래 절벽이 지속
- 금리 상승기에 생애 최초 주택 구입자에 대한 정책자금대출(대출 이자 3% 이하) 수혜 비중이 높은 주택과 오피스텔의 구입자금대출 금리 차이는 오피스텔 선호도를 낮추는 요소로 작용

○ 신규 공급은 주택 경기 하락으로 비수도권을 중심으로 큰 폭으로 감소할 전망

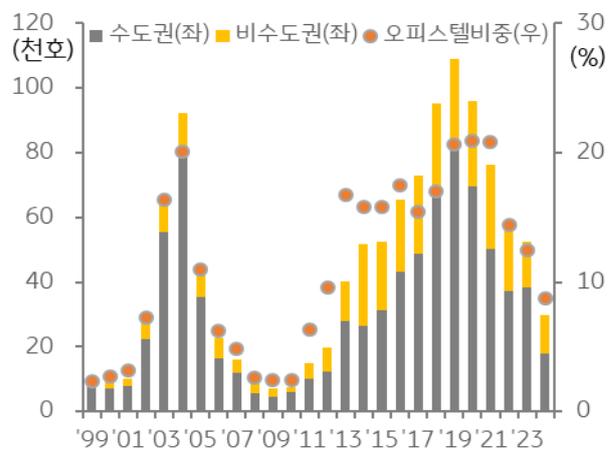
- 올해 오피스텔 신규 공급 물량은 수도권외의 경우 지난해와 유사한 약 3.8만 호가 예상되는 반면 비수도권은 지난해 3분의 1 수준으로 큰 폭으로 감소할 전망
- 상반기 공급 물량은 총 16개 사업장, 2,358세대에 그쳤으며 일부 사업장을 제외하고 대부분 낮은 청약 경쟁률과 초기 계약률 기록
- 상반기 저조한 분양 실적으로 하반기로 연기된 사업장들의 연내 분양 여부도 불확실
- 2019~2021년 주택 시장 활황기에 아파트와 오피스텔을 합친 공동주택 공급 물량의 20%를 상회하는 실적을 기록했으나, 2022년 이후 공급 실적이 급감하면서 올해 공급 물량은 12.5%에 그칠 것으로 예상

그림 29 | 오피스텔 매매거래량(직전 12개월 평균)



자료: 국토교통부 실거래 자료

그림 30 | 오피스텔 신규 공급 추이



주: 오피스텔 신규 공급 / (아파트+오피스텔 신규 공급)  
 자료: 부동산R114 부동산 통합 솔루션 REPS

■ 주택 경기에 따라 후행적으로 회복이 예상되나 근본적인 상품성 회복에는 한계

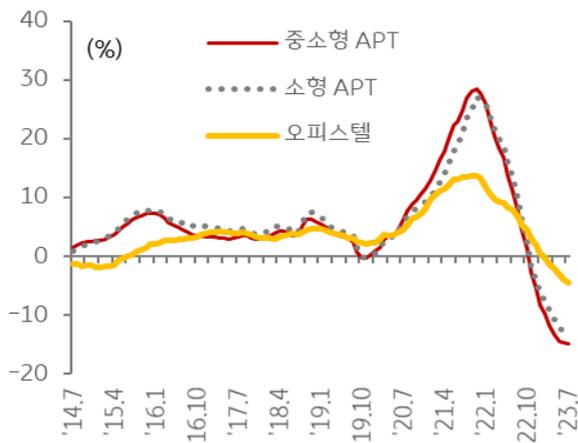
- 오피스텔 매매 가격은 소형아파트 가격을 후행적으로 추종하며 작은 변동성을 보이는 속성을 지님
  - 소형아파트 대체재 성격을 지닌 오피스텔 가격은 소형아파트 가격 변동을 후행적으로 추종
  - 오피스텔 가격은 소형아파트 가격 변동에 시차를 두고 후행하면서 2022년 하반기 하락 전환
  - 2023년 7월 수도권 소형아파트는 전년 동월 대비 13.4% 하락한 반면 오피스텔은 4.4% 하락하면서 상대적으로 작은 변동 폭을 기록
  - 수익형 부동산인 오피스텔은 임대 수익에 의존하는 수익 구조를 보이며, 자본 수익에 대한 낮은 기대감은 주택 시장 상승기와 하락기 모두 아파트 대비 작은 변동폭을 보이는 요소로 작용

- 주택 시장 회복이 빠른 지역을 중심으로 후행적으로 회복세를 보일 가능성이 크지만, 본질적으로 임대료 상승 또는 거래가격 하락으로 임대 수익률이 개선될 수 있는 수익성 부동산의 상품성 회복에는 한계

○ 고분양가로 인해 시세차익에 대한 기대감이 줄어들면서 분양 리스크 확대

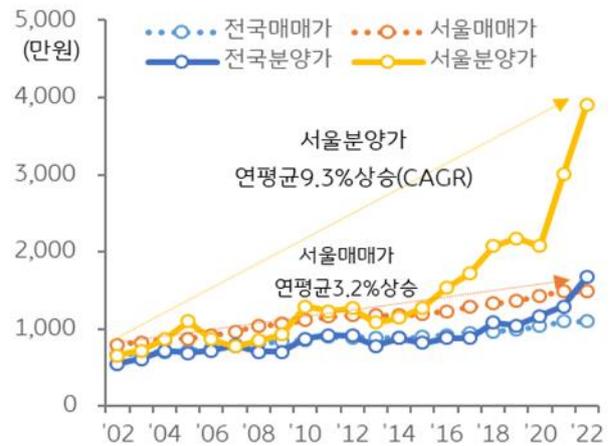
- 시행사는 토지매입비용, 금융비용, 건축비용 상승으로 인한 원가 부담을 상품 고급화 전략으로 대응했으나, 고분양가 이슈로 미분양 리스크 급증
- 분양시장(신축)과 매매시장(구축)의 가격 비동조화 현상이 심화되면서 분양가격과 매매가격 격차 확대
  - 서울 오피스텔 분양가격은 지난 20년간 연평균 9.3% 상승한 반면 매매가격은 3.2% 오르는 데 그침
- 분양 리스크가 확대되고 PF 조달 어려움이 가중되면서 공급 감소가 불가피
- 수요자의 아파트 선호 현상이 심화되면서 아파트와의 청약 경쟁률 격차도 확대
  - 올해 6월 분양한 서울 DMC가재울 아이파크의 경우 아파트 60:1 오피스텔 4:1의 청약 경쟁률 기록

그림 31 수도권 소형아파트와 오피스텔 가격 추이



주: 중소형(전용면적 40m<sup>2</sup>~62.80m<sup>2</sup> 미만), 소형(400m<sup>2</sup> 미만)  
 자료: KB국민은행

그림 32 오피스텔 분양가격과 매매가격 추이



자료: REPS

○ 대체재로 활용 가능한 상품 공급 증가로 인한 임차 수요 감소에 유의

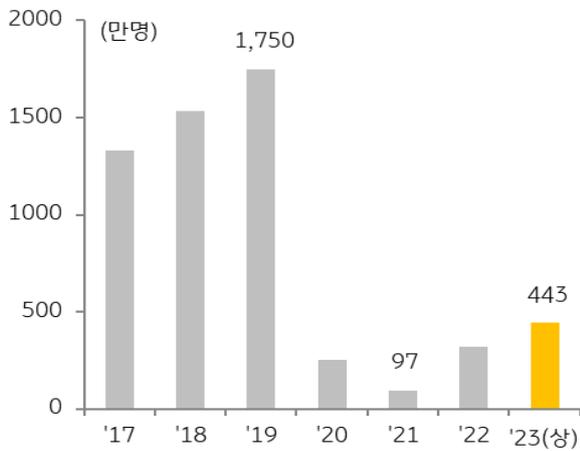
- 오피스텔은 공급이 감소하는 반면 도심생활형숙박시설, 지식산업센터, 기숙사, 청년주택 등 대체재로 활용 가능한 상품 공급은 지속
- 서울시는 2030년까지 역세권 청년안심주택(청년 및 신혼부부 대상) 12만 호를 공급할 예정
  - 최근 7년간 서울 오피스텔 공급 물량(12.6만 호)을 감안할 때 공급 부담 가중
  - 민간 임대 유형의 임대료는 주변 시세 대비 75~85% 수준으로 책정. 장기 공급 계획 달성 시 오피스텔 임대료 상승을 제한하고 자산 가치를 떨어뜨리는 요소로 작용할 전망

## [호텔] 회복세를 보이고 있으나 아직까지 기대에 못 미치는 상황

### ■ 외국인 관광객 증가세에도 여전히 과거 대비 크게 낮은 수준

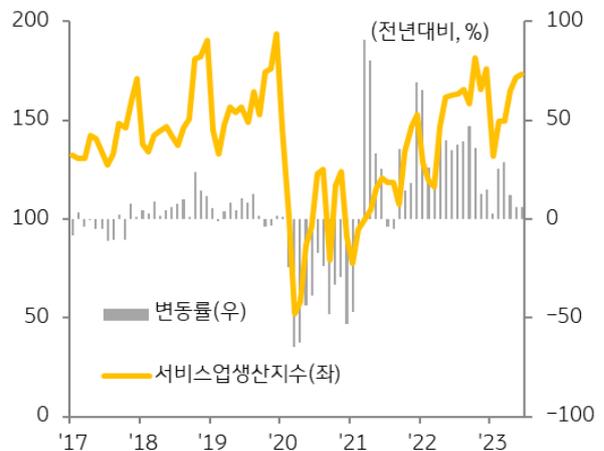
- 외국인 관광객은 지속적으로 증가하고 있으나, 여전히 코로나19 팬데믹 이전 대비 절반 수준에 불과
  - 2023년 상반기 외국인 관광객 수는 443만 명으로 2021년 연간 외국인 관광객 수 대비 4배 이상 증가
    - 팬데믹에 따른 사회적 거리두기 및 이동 제한 등으로 2021년 연간 외국인 관광객 수는 100만 명 미만으로 하락
  - 외국인 관광객의 급격한 증가세에도 여전히 팬데믹 이전 대비 크게 못 미치는 상황
    - 외국인 관광객 수는 2018년 1,750만 명까지 증가했는데, 상반기에 이어 하반기에도 추가적으로 증가하더라도 여전히 과거 수준을 회복하기는 어려울 것으로 예상
- 외국인 관광객 수 증가와 내국인의 국내 여행 수요 증가 등으로 2021년 하반기 이후 호텔업은 회복세를 지속하고 있으나 최근 들어 증가세 둔화
  - 2020년 전년 대비 60% 이상 급감했던 호텔의 서비스업생산지수는 외국인 관광객 수 증가와 내국인의 국내 여행 수요 증가 등으로 2021년 이후 회복세 지속
  - 그러나 2023년 이후 증가 폭이 크게 둔화되면서 팬데믹 이전 수준을 넘어서지 못하는 상황

그림 33 외국인 관광객 입국 현황 추이



자료: 관광지식정보시스템

그림 34 호텔업 서비스업생산지수 추이



자료: 통계청

### ■ 객실가동률은 증가하고 있으나, 중저가 호텔 시장 회복세는 상대적으로 더딘 편

- 객실가동률은 호텔 산업 전반적으로 크게 회복
  - 팬데믹으로 제한되었던 외국인의 국내 여행과 내국인의 거리두기가 해제되면서 럭셔리 호텔과 중저가 호텔 모두 객실가동률은 2020년 대비 크게 상승
  - 2020년 이후 꾸준히 상승세를 보이고 있으며, 2023년 팬데믹 이전 수준을 대부분 회복할 것으로 예상

- 초기에는 ‘호캥스족’ 등 내국인 수요로 럭셔리 호텔 시장이 빠르게 회복되는 모습이었으나 외국인 관광객이 증가하면서 중저가 호텔 시장에서 빠른 회복 속도를 보임

- 그러나 중저가 호텔의 객실평균요금(ADR)<sup>5</sup>은 낮은 수준이 지속될 것으로 전망
  - 럭셔리 호텔의 객실평균요금은 팬데믹 이후에도 지속적으로 상승했으며, 판매 가능한 객실평균요금(RevPAR)<sup>6</sup>은 2023년 객실가동률 증가로 팬데믹 이전 수준을 넘어설 것으로 예상
    - 팬데믹 기간에도 호텔 내부에서 제한적으로 부대시설, 룸서비스 등을 이용하는 수요가 유지되면서 객실평균요금은 크게 하락하지 않은 것으로 예상
  - 반면 중저가 호텔의 객실평균요금은 수요 급감으로 큰 폭으로 하락했으며, 객실가동률도 여전히 과거 대비 낮아 판매 가능한 객실평균요금은 럭셔리 호텔에 비해 회복세가 더딘 것으로 판단
- 소비 회복과 거리두기 해제로 관광 수요가 증가하면서 호텔업 회복에 대한 기대감이 커지고 있으나 팬데믹 이전 수준을 넘어서려면 시간이 소요될 것으로 전망
  - 소비 회복과 거리두기 해제로 인한 관광 수요 증가에도 외국인 관광객 수는 여전히 적은 편
  - 그동안 외국인 관광객 수요를 대신하던 내국인의 호텔 이용 수요도 최근 들어 해외 여행이 증가하면서 증가세가 둔화될 가능성도 존재함에 따라 과거에 비해 더딘 회복세를 보일 것으로 예상

그림 35| 서울 럭셔리 호텔 시장 주요 성과 지표 추이

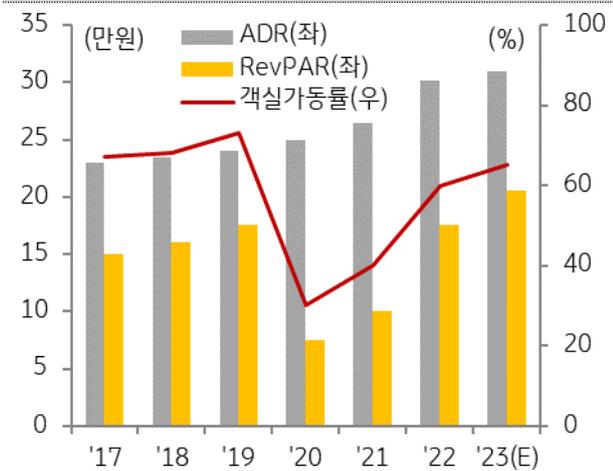
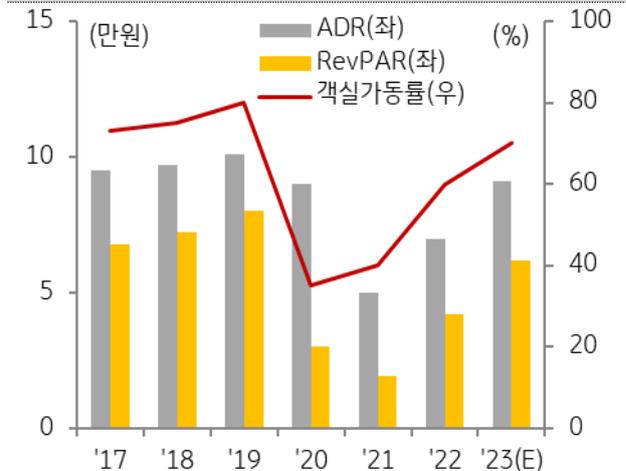


그림 36| 서울 중저가 호텔 시장 주요 성과 지표 추이



주: 일반적으로 판매된 객실보다 판매 가능한 객실이 더 많기 때문에 객실평균요금(ADR)이 판매 가능한 객실평균요금(RevPAR)에 비해 높으며, 공실이 없을 경우 객실평균요금이 판매 가능한 객실평균요금과 동일  
 자료: JLL, STR

<sup>5</sup> 전체 객실 수입액 / 판매된 객실 수  
<sup>6</sup> 객실 전체 수입액 / 판매 가능한 객실 수

## [생활숙박시설] 주거용 사용 제한에 따른 도심권 수요 급감 우려 확대

### ■ 생활숙박시설은 취사가 가능한 숙박시설로서 주택 시장 호황기에 크게 주목받기 시작

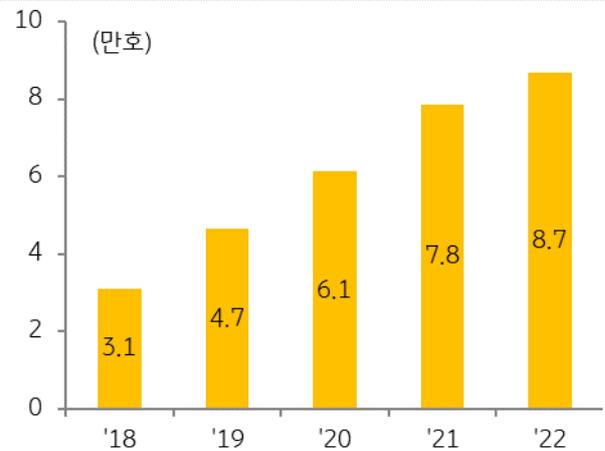
- 생활숙박시설은 숙박시설의 일종으로 일반숙박시설과는 달리 취사시설이 존재하는 것이 특징
  - 숙박시설은 「공중위생관리법」에 따라 숙박업 신고를 하고 손님이 수면을 취하고 머물 수 있는 시설 및 설비 등의 서비스를 제공하는 시설로서 일반숙박시설과 생활숙박시설로 구분
  - 생활숙박시설은 일반숙박시설과는 달리 취사시설이 포함되어 있으며, 장기 투숙 수요에 대응하여 2012년부터 공식적으로 도입
- 주택 시장 과열과 함께 생활숙박시설도 주택의 대체재로서 관심 증가
  - 주택 수요 급증으로 주택 시장이 과열되면서 오피스텔 등 준주택<sup>7</sup>뿐만 아니라 숙박시설 중 개별 등기와 개별 임대차가 가능하고 취사시설이 존재하는 생활숙박시설에 대한 관심도 증가
  - 수요 증가와 함께 공급도 늘면서 2018년 이후 5년간 약 2.8배 증가
    - 2018년 3.1만 호였던 생활숙박시설은 주택가격 상승세가 지속되었던 2019~2021년 연평균 1.6만 호가 공급되면서 2022년 8.7만 호까지 증가

표 2 숙박시설 종류에 따른 분양, 임대차, 취사시설

구분	분양	개별임대차	취사시설
일반숙박시설	개별등기	가능	불가
생활숙박시설	개별등기	가능	가능
관광호텔	회원모집	불가	불가
가족호텔	회원모집	불가	가능
콘도미니엄	등기/회원	불가	가능

자료: 한국관광공사

그림 37 전국 생활숙박시설 추이



자료: 국토교통부, 홍기원 더불어민주당 의원실

### ■ 숙박시설에 대한 정확한 이해 없이 주택 규제 회피 목적으로 찾는 수요가 급증

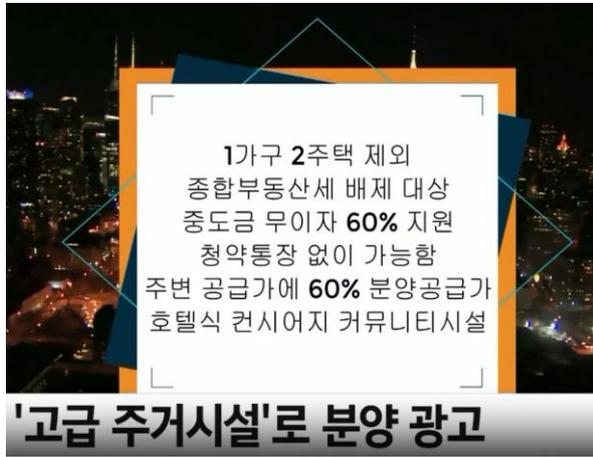
- 상업용 부동산 투자 수요 이외에 주택 투자자와 실수요자까지 관심을 갖기 시작
  - 그동안 생활숙박시설의 경우 상업용 부동산 투자 수요가 대부분이었으나, 2018년 이후 주택가격 급등으로 대출, 세금, 청약 등 관련 규제가 강화되면서 상대적으로 규제가 적다는 장점만으로 투자자뿐만 아니라 실수요자들도 집중
  - 분양 홍보 과정에서 규제 회피가 가능한 점이 크게 부각되면서 상당수 수요자가 숙박시설에 대해 정확하게 이해하지 못한 채 주거용으로 사용하기 위해 청약했을 가능성도 존재

<sup>7</sup> 주택 외 건축물과 그 부속 토지로서 주거시설로 이용 가능한 시설을 의미. 오피스텔, 기숙사, 다중생활시설, 노인복지주택이 이에 해당

○ 많은 수요가 집중되면서 일부 단지에서는 높은 청약 경쟁률 기록

• 주택가격 상승률이 정점을 찍었던 2021년에 분양한 생활숙박시설은 높은 청약경쟁률 기록<sup>8</sup>

그림 38 | 생활숙박시설 분양 광고



자료: SBS 뉴스(2022년 10월 11일자)

표 3 | 2021년 주요 생활숙박시설의 청약 경쟁률

지역	단지명	평균 청약 경쟁률
충북 청주시	힐스테이트 청주 센트럴	862대 1
서울 강서구	롯데캐슬 르웨스트	657대 1
부산 부산진구	서면 푸르지오시티 시그니처	598대 1
부산 동구	롯데캐슬 드메르	356대 1

자료: <대한경제신문>

### ■ 정부의 주택 사용 용도 제한으로 혼란 지속

○ 2021년 이후 정부의 주거 용도 사용 규제로 공급이 급감했으며, 주거용의 경우 2023년 10월까지 용도 변경하지 않으면 이행강제금이 부과될 예정

- 정부는 2021년 생활숙박시설을 용도 변경 없이 주거용으로 사용하는 것을 강력히 제한
  - 2020년 국정 감사에서 적법한 용도 변경 없이 주거용 건축물로 사용하는 사례가 다수 발생하면서 생활숙박시설에 대한 주거 용도 사용 제한 조치 시작
- 신규 시설뿐만 아니라 이미 분양된 시설에 대해서도 조치 시행
  - 신규 시설의 경우 주택이 아닌 숙박업 사용을 명시하고 건축 심의와 허가 단계에서 숙박 시설 적합 여부 등을 파악해 주거 용도 사용을 사전 차단
  - 기존 시설을 주거 용도로 사용하기 위해서는 주거가 가능한 시설로 용도 변경해야 함. 2023년 10월 14일 이후 2년간의 계도 기간을 거친 후에는 이행강제금(공시지가의 10%)을 부과할 예정

○ 기존 생활숙박시설의 원활한 용도 변경을 위해 기준을 완화했으나 실효성이 낮음

- 이미 분양을 받은 사람들의 피해를 줄이기 위해 오피스텔 등 주거 가능 시설로 용도 변경이 가능하도록 완화된 기준 적용
  - 오피스텔 건축 기준 중 발코니 설치 금지, 바닥 난방 제한 등의 규정을 적용하지 않음
- 그러나 건축 기준 외에도 제한 사항이 많아 실제 용도 변경이 쉽지 않은 상황
  - 다양한 문제가 존재하나 특히 주차장 기준 충족을 위한 공간 확보와 지구단위계획에 따라 오피스텔로 전환 자체가 불가능한 경우도 존재

<sup>8</sup> 서울 강서구 마곡지구 '롯데캐슬르웨스트'의 경우 고분양가 논란(인근 시세 대비 높은 가격)에도 불구하고 876가구 모집에 무려 57만 명이 청약에 참여

- 2023년 2월 기준 오피스텔로 용도 변경한 생활숙박시설은 1,033호로 전체 생활숙박시설의 약 1.1%에 불과<sup>9</sup>

표 4 생활숙박시설의 불법 주택 사용 조치 계획

구분		내용
신규	용도 명확화	분양 공고 시 주택 사용 불가 및 숙박업 신고 필요 문구 명시
	허위 과장 광고	주택 사용이 가능한 것처럼 광고하는 경우 사업자 고발 조치
기존	지도 강화	주택 용도 사용은 이행강제금 부과 대상이라는 안내문 제작 후 배포
	용도 변경	주거용 오피스텔이나 주택으로 용도 변경하도록 유도

자료: 국토교통부

표 5 오피스텔 용도 변경 시 미적용 완화 규정

	오피스텔	생활숙박시설
발코니	설치 제한	제한 없음 (다만 발코니 확장 불가)
바닥 난방	120m <sup>2</sup> 이하만 가능	제한 없음
전용 출입구	복합 용도일 경우 별도 설치	제한 없음
전용면적 산정 방식	안목치수 <sup>10</sup> 로 산정	기존 치수 (중심선치수 <sup>11</sup> ) 유지

주: 오피스텔 바닥 난방 설치 기준은 2021년 전용면적 85m<sup>2</sup>에서 120m<sup>2</sup>으로 상향

자료: 국토교통부

■ 주거용 이용 제한은 불가피할 것으로 보이며, 향후 도심권을 중심으로 수요 급감 예상

- 생활숙박시설의 용도 변경 어려움과 정부의 강경 대응으로 주거용 사용 제한이 불가피하게 되면서 수요가 급감할 것으로 예상
  - 실질적으로 용도 변경 가능성이 낮고 정부에서 추가로 완화 대책을 발표하지 않으면서 2023년 10월 14일 이후 생활숙박시설의 숙박업 사용은 불가피한 상황
  - 지난해 하반기 이후 주택가격이 하락세로 돌아선 가운데 숙박업 신고와 주거 용도 사용 제한으로 수요가 감소할 것으로 보이며, 향후 이행강제금이 부과될 경우 수요는 더욱 줄어들 전망
    - 전문 사업자에게 숙박업 운영을 위탁하는 경우에는 추가 비용이 발생함에 따라 수익률 저하에 따른 투자 수요 감소 가능성도 존재
- 도심권에 공급된 생활숙박시설의 경우 주거 수요 감소에 따라 초과 공급 및 가격 하락 예상
  - 도심권 일부 생활숙박시설의 경우 주거용 거주 목적을 위해 공급되면서 본래 수요 대상인 장기 투숙 수요는 많지 않을 것으로 예상
  - 이미 상당수 생활숙박시설이 분양 당시보다 가격이 하락한 상황에서 주거 용도 수요 감소와 숙박업 전환에 따른 숙박시설 급증으로 추가 가격 하락 가능성도 존재
    - 다만 비수도권의 관광지 인근에 주거 용도가 아닌 실제 숙박업을 목적으로 공급된 시설의 경우 2023년 10월 이후 이행강제금 부과에 따른 영향에서 벗어날 것으로 보이며, 오히려 거리두기 해제와 여행 수요 증가, 소비 회복 등으로 과거 대비 긍정적인 부분도 존재

<sup>9</sup> 홍기원 더불어민주당 의원실이 국토교통부에서 제출받은 자료 기준, 경제만랩 재인용

<sup>10</sup> 눈에 보이는 벽 안쪽을 기준으로 전용면적 산정(공동주택, 오피스텔)

<sup>11</sup> 벽 중심선을 기준으로 전용면적 산정(그 외 건축물)

## 미국 상업용 부동산시장 점검

KB경영연구소 연구위원 이강배

1. 위기의 미국 상업용 부동산시장
2. 상업용 부동산 자산별 점검
3. 상업용 부동산 리스크 점검
4. 시사점

- **금리 상승과 오피스 수요 감소로 미국 상업용 부동산 시장에 대한 우려가 올해 초부터 지속적으로 이슈화**
  - 미국 연준(Fed)에서도 올해 상반기 금융안정보고서를 통해 상업용 부동산의 대출 리스크 확대에 의한 경제의 부정적 영향을 경고
  - 고물가로 인한 글로벌 긴축 기조에서 실물 경제 둔화와 금융 여건 악화 등으로 인한 상업용 부동산 시장 냉각이 투자 수익률 하락으로 이어지면서 투자자 이탈 및 손실 발생
- **미국 상업용 부동산 중 오피스와 리테일의 시장 상황이 가장 좋지 않으며, 특히 오피스의 경우 공실률 상승으로 자산가치 하락이 빠르게 나타나고 있어 리스크 확대의 주요 원인으로 부각**
  - 오피스 시장은 코로나 팬데믹 이후 재택근무가 정착되면서 대도시 오피스의 공실률이 상승하였으며, 이로 인한 자산 가치 하락에 대한 우려가 확대
    - 특히 뉴욕, 샌프란시스코 등 대도시의 중심업무지구(CBD)를 중심으로 공실률이 상승하면서 오피스 자산가격 하락에 따른 부작용이 이슈화
    - 올해 상반기 오피스 공실률은 도시의 중심업무지구(CBD)가 18%를, 교외 지역이 12%를 상회
  - 리테일 시장은 수요 대비 공급이 부족한 우량 상권을 중심으로 회복 가능성이 대두되나, 경기 침체에 대한 우려 확산과 소비 패턴의 변화 움직임이 위험 요소로 부각
  - 반면, 임대주택과 산업·물류 시장은 상대적으로 양호한 시장으로 구분
    - 임대주택 시장은 모기지 금리 인상과 주택가격 상승으로 주택을 구매하는 것보다 임대하는 것이 상대적으로 저렴해지면서 임대 수요가 증가
    - 물류·산업 시장의 경우, 수요가 양호한 수준이며 전통적인 부동산 투자에 대한 대안으로 의료 시설, 셀프스토리지(self-storage)와 같은 틈새 자산이 부상

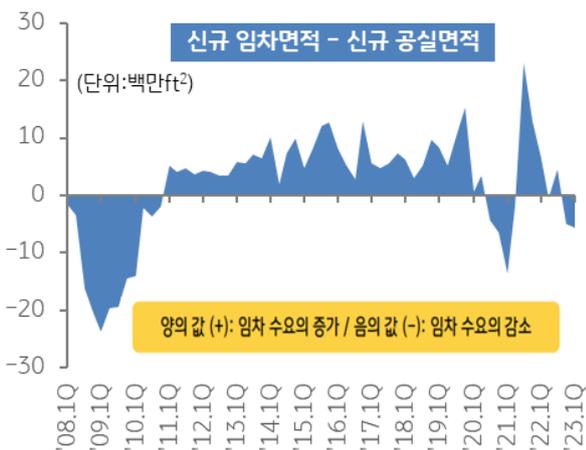
- 전반적인 상업용부동산 부진으로 인해 리파이낸싱 리스크 등 시장 우려 증가
  - 상업용 부동산 경기 침체와 리파이낸싱 급증이 맞물리면서 리스크 요인으로 부각
    - 2023~2024년간 2년간 1조 달러 규모의 대출이 만기 도래(2023년 5,100억 달러, 2024년 5,360억 달러) 예정이며 이는 지난 10년 평균 대비 45%나 많은 물량
    - 비소구권 대출 채무자는 담보 제공된 자산의 가치가 대출 잔액보다 하락할 경우, 자산을 포기하는 전략적인 파산을 선택할 수 있어 상업용 부동산 채무불이행 우려 증가
  - 건전성 지표는 금융위기 대비 양호한 수준이나 연체율 상승으로 금융기관의 총당금 이슈가 발생. 신용등급별 CMBS 스프레드가 확대되면서 비우량 상업용 부동산의 조달 리스크가 불거짐
    - CMBS 연체율은 3.62%로 금융위기(10.30%) 당시 고점보다는 낮으나 최근 1년간 상승세
    - JP모건, 골드만삭스, 모건스탠리,뱅크오브아메리카 등 미국 6대 은행들은 50억 달러의 부실 대출을 올해 2분기 상각처리하고 대손충당금 76억 달러를 적립
    - CMBS에 대한 투자자들의 선호도 급감하며 BBB등급 CMBS의 스프레드가 10% 중반에 도달 하면서 BB등급 하이일드 채권과의 수익률 격차가 급격히 확대
  - 금융기관 중에서는 총 자산 대비 상업용 부동산 대출 비중이 큰 소형 은행의 경우 상업용 부동산 가치 하락에 상대적으로 취약한 것으로 판단
    - 상업용 부동산 대출이 총 자산에서 차지하는 비중은 은행권 전체로는 10%미만에 불과하지만 소형은행(자산 1,000억 달러 미만)의 경우 20%대로 높은 편
    - 소형은행은 은행권 상업용 부동산 대출(2.17조 달러)의 3분의 2이상을 보유하며 상업용 담보 가치 하락의 위험에 크게 노출되어 있어 자산 건전성 악화에 직면
- 미국 상업용 부동산 시장 부진이 국내 금융권 부실이나 투자자 손실로 이어지지 않도록 금융 기관과 기관투자자의 자산 건전성 모니터링을 강화
  - 오피스, 리테일을 중심으로 대체투자 자산에 대한 중·후순위 투자에 유의
    - 미국 소형 은행들의 상업용 부동산 대출 축소로 대출 가용성이 낮아지면서 수요가 감소한 오피스와 리테일을 중심으로 자산 부실화 위험이 확대
    - 자산 가치가 하락한 상황에서 디폴트 발생으로 인한 자산 매각시 중·후순위 대출 채권자들의 원금 손실 가능성이 높음
  - 장기적인 관점에서 리스크 대비 가격 하락폭이 과다한 섹터에서 대체투자 기회를 모색
    - 부동산 가치 하락 위험이 증가하는 가운데 부동산 금융 시장의 유동성 경색이 장기화될 경우 급등한 스프레드 정상화에 시간이 소요 될 전망
    - 그러나 신규가 급감한 CMBS 발행시장에서 더욱 엄격해진 대출 기준을 통과한 CMBS B-Piece가 공격적인 성향의 투자자들에게 고수익 투자기회로 부상할 가능성
    - 또한, 우량 자산들을 저가에 매입할 수 있는 기회가 올 수 있으므로 시장 모니터링 지속 필요

# 1. 위기의 미국 상업용 부동산시장

## ■ 오피스를 중심으로 미국 상업용 부동산 시장 위기에 대한 경계심 고조

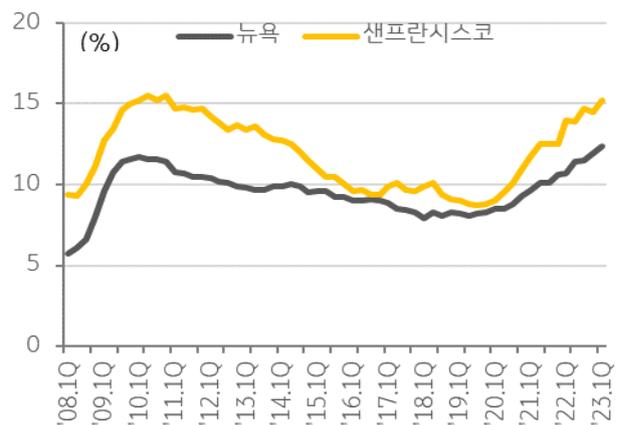
- 미국 연방준비제도(Fed, 연준)는 최근 오피스 대출을 비롯한 상업용 부동산 대출 리스크 확대에 우려를 표명
  - 2023년 상반기 금융 안정성 보고서에서 상업용 부동산 대출을 잠재적 위험 요소로 지적
  - 부동산 가격이 빠르게 하락하면서 상업용 부동산 대출채권 보유자들의 손실 가능성을 경고
    - 고물가로 인한 글로벌 긴축 기조에서 실물 경제 둔화와 금융 여건 악화 등으로 인한 상업용 부동산 시장 냉각이 투자 수익률 하락으로 이어지면서 투자자 이탈에 직면
    - 금리 상승은 만기 도래한 상업용 부동산 대출의 리파이낸싱(refinancing, 차환) 위험을 증대시키고 금융기관들의 유동성과 건전성을 악화시킬 가능성
- 코로나 팬데믹 이후 재택 근무와 하이브리드 근무가 정착되면서 오피스 임차 수요가 감소
  - 실업률은 완전고용 수준인 3.5%를 기록하고 구직자 1인당 1.6개의 일자리가 대기하고 있을 정도의 호조세를 보임에도 오피스 수요 회복은 더딘 상황
    - 코로나 팬데믹 이전 고점 대비 오피스 고용은 3.4% 증가한 반면 점유 면적은 2.7% 감소하면서 오피스 고용과 점유 면적 간 디커플링(decoupling, 탈동조화) 현상이 발생 <Barings Real Estate>
  - 블룸버그(Bloomberg)에 따르면 뉴욕 맨해튼 직장인의 연간 사무실 출근 일수가 30% 감소하면서 인근 지역 소비가 최소 124억 달러 이상 줄어드는 등 리테일 상권에 악영향

그림 39 미국 도심 오피스 순흡수면적<sup>12</sup>



자료: 블룸버그(Bloomberg)

그림 40 뉴욕과 샌프란시스코 오피스 공실률



자료: 블룸버그

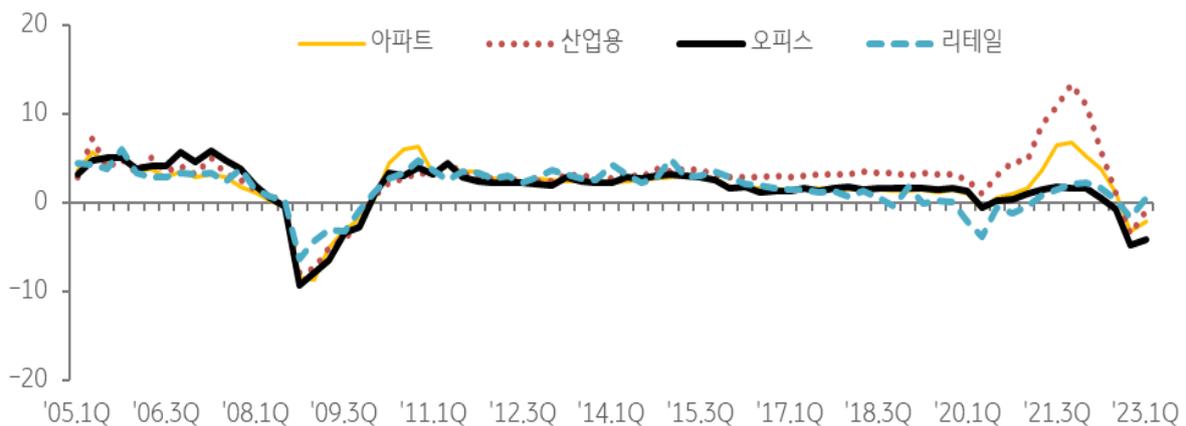
<sup>12</sup> 해당 기간 물리적인 점유 면적의 순증감(net absorption)으로 일정 기간 임차인이 새롭게 입주한 면적(신규 준공 포함)에서 공실이 발생한 면적(신규 준공 포함)을 뺀 면적. 이 값이 플러스일 경우 시장에 새롭게 임차인이 입주한 공간이, 마이너스일 경우 공실 공간이 더 많음을 의미

- 코로나 팬데믹 이후 오피스 공실률이 꾸준히 증가하고 있으며, 뉴욕(12.4%)은 금융위기보다 심각하고 샌프란시스코(15.2%)는 금융위기 수준
- 미국 도심 지역 오피스 순흡수면적은 2분기 연속 하락하면서 공실이 늘어나는 추세

■ 상업용 부동산 가격 하락이 금융 시장에 미칠 여파에 촉각

- 임차인의 선호도가 높은 자산에 임대 수요가 집중되면서 자산 가격 양극화가 뚜렷해진 모습
  - 올해 1분기 미국 오피스 가격은 전년 동기 대비 8.8% 떨어지며 금융위기 이후 최대 하락폭을 기록
    - 최근 오피스 가격은 지난 5년간 부진한 성과를 보인 리테일보다 큰 하락세를 보임
    - 반면 물류·산업·임대주택 수요는 양호한 수준이며 전통적인 부동산 투자에 대한 대안으로 의료 시설, 셀프스토리지(self storage)와 같은 틈새 자산이 부상
  - 모건스탠리(Morgan Stanley)에 따르면 상업용 부동산 대출 규모는 10조 달러 이상으로 추정됨. 이 중 오피스가 24.2%로 가장 큰 비중을 차지하여 자산 가격 하락 위험에 노출
    - 2024년까지 만기 도래하는 상업용 부동산 대출도 1조 달러에 이르는데 리파이낸싱에 실패할 경우 금융 시스템 위험으로 이어질 수 있어 시장의 경계심이 지속
    - JP모건(J.P. Morgan)이 실시한 스트레스 테스트에서 오피스 대출의 21%가 채무불이행을 할 경우 상업용 부동산 대출 비중이 큰 소형 은행이 상당한 위험에 노출될 것으로 나타남
    - 뱅크오브아메리카(Bank of America)는 2023년 만기 도래하는 오피스 대출의 약 95%가 B등급<sup>15</sup>, C등급의 저품질 자산으로 구성되어 자금 조달 어려움이 가중될 것으로 전망

그림 41 미국 상업용 부동산 가격지수 추이



자료: 블룸버그, 미국부동산투자수탁자협회(NCREIF)

<sup>15</sup> B등급은 평균 임대료 수준의 오피스로 폭넓은 임차인을 대상으로 하며, 적절한 마감재를 사용하고 관리 시스템을 보유. 반면 C등급은 평균 임대료 이하의 오피스로 기능적 공간을 원하는 임차인을 대상으로 하며, 시설이 노후한 경우가 많음

## 2. 상업용 부동산 자산별 점검

### ■ 자산 간 선호도 양극화로 투자 수요 쏠림 현상이 심화

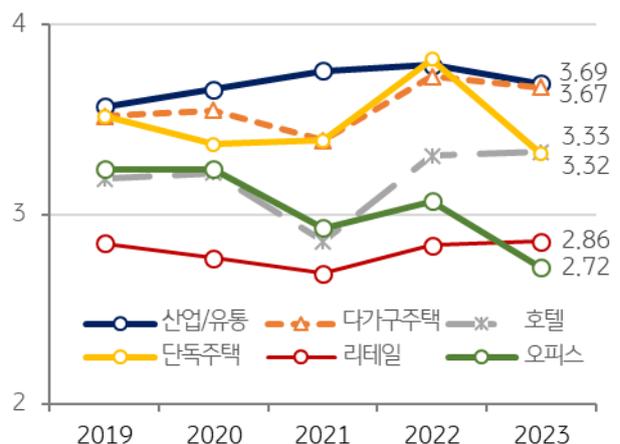
- 불확실한 경제 상황과 시장 환경에서 투자자들은 가장 확실한 운영 실적을 보이는 자산에 집중
  - 특정 자산에 대한 선호도가 높아지면서 2015년 이후 선호하는 자산과 기피하는 자산 간의 격차가 지속적으로 확대되면서 금융위기 수준을 상회
    - 비선호자산은 가격 하락 압력이 높아지고 처분 또는 리파이낸싱 시기에 조달 어려움이 증가할 것으로 예상
    - 투자자들은 보수적인 투자 기조를 유지하면서 시장이 명확해질 때까지 신중한 움직임을 보일 전망
  - 2023년 투자자들이 가장 선호하는 자산은 산업·물류, 가장 기피하는 자산은 오피스
    - 호텔은 관광객 수요 회복으로 선호도가 증가. 단독주택은 모기지 금리 상승으로 향후 전망이 크게 악화된 반면 임대주택은 긍정적 전망을 유지
    - 반면 오피스 부문은 불확실성 증가로 올해 가장 낮은 등급을 받아 10년 넘게 가장 낮은 순위를 기록한 리테일과 자리를 바꿈
  - 오피스 수요가 감소하는 가운데 데이터센터, 생명과학연구소, 의료 시설 등 틈새 부동산 자산으로 대체투자 수요가 이동
    - 기업의 임대 수요가 급증하면서 데이터센터는 사상 최저 수준의 공실률을 기록
    - 의료 기술 발달로 입원 치료보다 경제적이고 효율적인 외래 치료 환경이 조성되면서 의료 시설 수요가 증가

그림 42 | 선호자산과 비선호자산 간 선호도 차이



자료: 넬슨 이코노믹스(Nelson Economics)

그림 43 | 주요 상업용 부동산 유형별 수익 전망



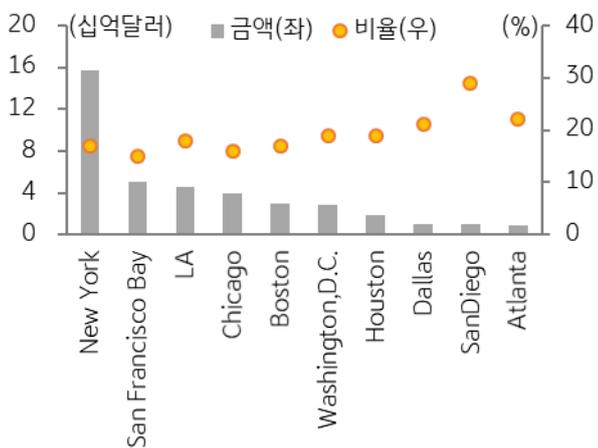
자료: 어반랜드인스티튜트(ULI)

### ■ 오피스: 구조적 수요 변화로 어려움에 직면

- 오피스 시장은 근무 형태 전환으로 구조적 수요 변화에 직면하면서 자산 가치 하락 우려가 확산

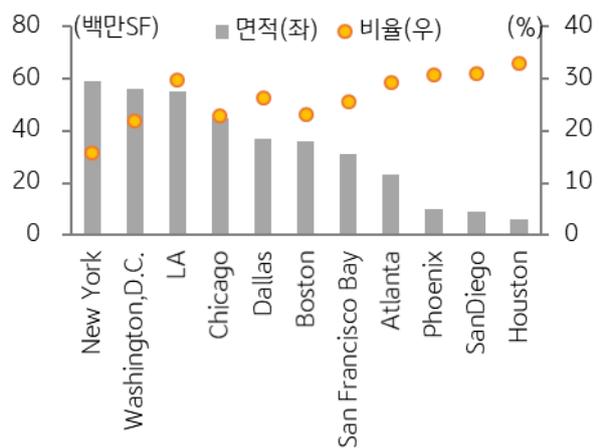
- 뉴욕, 샌프란시스코와 같은 대도시 도심을 중심으로 공실률이 상승
    - 올해 상반기 오피스 공실률은 도심의 중심업무지구(CBD)가 18%를, 교외 지역이 12%를 상회
    - 기업들이 사무실 공간을 조정한 도심 지역과는 달리 교외 지역은 소규모 팀으로 일할 수 있는 공동 작업 공간을 제공하면서 상대적으로 작은 공실률 상승폭을 기록
  - 오피스 자산 간 임대 수요 차이가 커지면서 가격 양극화가 심화될 전망
  - 일자리 증가로 빠르게 성장하는 시장과 A등급 자산에 대한 수요는 꾸준한 반면 B·C등급 자산은 시장 점유율과 임대료가 하락할 것으로 예상
    - A등급 자산 중 1960~1980년대 지어진 노후 자산(전체의 38%)은 공실 리스크가 확대
    - 글로벌 부동산 서비스 기업 CBRE에 따르면 미국 오피스 시장의 공실률은 코로나 팬데믹 이후 4.8%p 증가했으며, 하위 10% 오피스의 공실 증가 면적이 전체 공실 증가 면적을 상회
- 오피스 임차 수요 감소로 공실률이 상승한 시기에 만기 도래한 상업용부동산저당증권(CMBS)<sup>14</sup>의 리파이낸싱이 이슈로 부상
- 2024년까지 만기 도래하는 353개 오피스를 담보로 하는 CMBS(400억 달러)는 오피스 임차 수요 감소와 맞물려 리파이낸싱 리스크 요인으로 부각
    - 미국 최대 오피스 시장인 뉴욕은 약 157억 달러의 CMBS가 만기 도래할 예정이며, 이는 미국 전체 CMBS의 40% 가까이 차지해 최근 공실률 상승과 맞물려 리파이낸싱 리스크가 큰 지역
    - 휴스턴(32.8%), 샌디에이고(31%), 피닉스(30.8%)는 각각 30%를 상회하는 면적이 임대차 계약 만기가 도래하면서 오피스 임차 수요 감소에 더해 어려움이 가중

그림 44 | 오피스 상업용부동산저당증권(CMBS) 만기도래



주: 2024년까지 만기 도래하는 오피스 CMBS 규모  
 자료: 콤프스탁(CompStak), 트랩(Trepp)

그림 45 | 오피스 임대차 계약 만기 도래

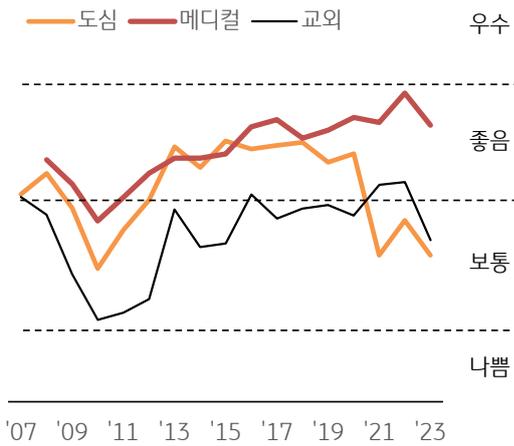


주: 2024년까지 임대차 계약 만기 도래하는 오피스 면적 및 비율  
 자료: 콤프스탁, 트랩

<sup>14</sup> Commercial Mortgage-Backed Securities. 상업용 부동산을 담보로 하는 대출 채권을 기초자산으로 발행하는 자산유동화증권. 임대료 수익이 발생하는 오피스·상가·호텔·임대주택·공장을 대상으로 발행. 특수목적법인(SPC)이 자산을 소유함으로써 해당 자산의 원소유자의 신용도와 담보 부동산을 분리시키고 대출 채권을 기반으로 CMBS 발행 시 단일 자산이 아닌 복수의 자산으로 이루어진 경우가 일반적. 발행 전 대상 자산과 대출 구조에 대해 엄밀한 분석과 신용평가가 필요

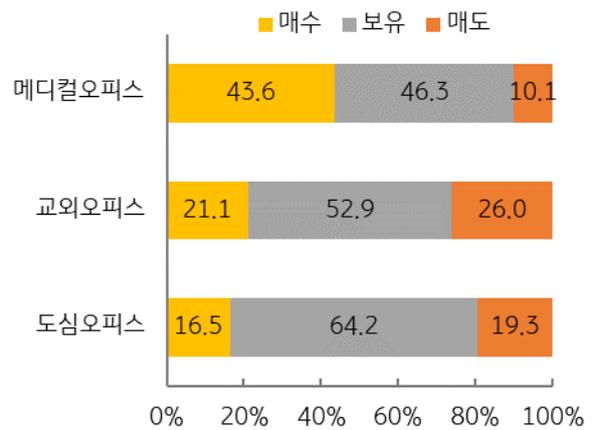
- 임차인이 사무실 임차 규모를 축소할 경우 채무불이행 위험이 증가할 수 있어 대출 기관과 채권 투자자 사이에서 선호도가 하락하고 보수적인 대출 심사 기조로 전환
- 재택 근무와 하이브리드 근무로 불확실성이 커지면서 오피스 시장은 수요 변화에 대응하기 위해 다양한 형태의 용도 변경을 추진
  - 임차인의 선호도가 낮은 오피스는 임대주택, 산업 시설, 의료 시설, 생명과학연구소 등 기타 용도로 변경을 시도

그림 46) 오피스 투자 전망



자료: 어반랜드인스티튜트

그림 47) 오피스 투자 추천

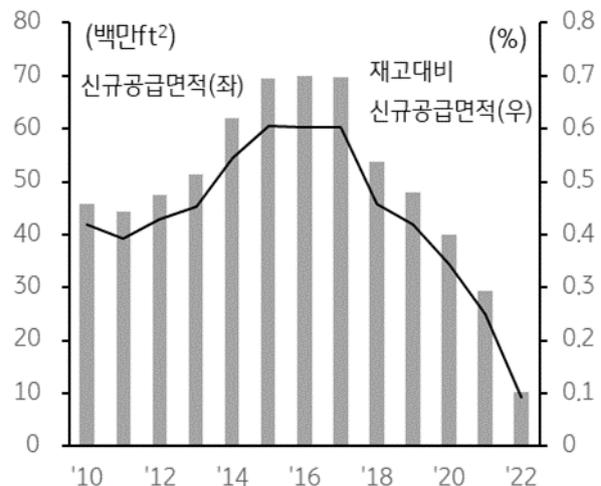


자료: 어반랜드인스티튜트

■ 리테일: 소비 패턴 변화 속에서 일부 회복 기대감이 보이나 경기 침체 우려는 지속

- 리테일 시장은 전반적으로 부정적인 전망이 우세하나 일부 카테고리에서 회복 전망이 대두
  - 리테일 시장은 A등급 공간을 중심으로 회복 기대감이 부상
    - 임대 가능한 리테일 시설은 주로 비우량 상권에 존재하며 A등급 공간은 부족
    - 한편 도심 중심가와 중심업무지구는 관광객 및 사무직 감소로 오피스 타워 1층 편의 시설과 소매점 등을 중심으로 수요 회복에 어려움이 존재
  - 코로나 팬데믹 기간 리테일 공급 물량은 더디게 증가한 반면 신규 매장 출점은 빠르게 확대
    - 지난 15년간 리테일 공급 물량은 연평균 0.25% 증가하는 데 그친 반면, 신규 매장 출점 건수는 2021년 이후 폐점 건수를 크게 상회

그림 48) 리테일 부동산 신규 공급 추이



자료: CBRE, 코스타그룹(CoStar Group)

- 당시 6조 달러에 이르는 정부의 경기 부양책에 힘입어 사업 투자가 급증. 섹터별로 보면 아마존 프레스시(Amazon Fresh)·알디(Aldi)·리들(Lidl)과 같은 식료품 체인점, 콜스(Kohl's)·버링턴(Burlington)과 같은 저가 의류 매장, 큐에스알(QSR)과 같은 패스트 체인점 출점이 증가
  - 드라이브스루가 가능한 패스트푸드점처럼 신용등급이 높은 우량 임차인과 체결하는 장기 임대 자산에 대한 투자 수요는 지속
  - 주거·업무·오락 복합 용도 프로젝트로 용도 변경할 수 있는 양호한 입지에 위치한 리테일 자산에 대한 개발 목적 투자 수요도 지속
  - 온라인 고객과 오프라인 매장에서 상호 작용을 경험하고 판매 촉진을 시도하는 오프라인 확장 기업(click to brick<sup>15</sup>, 실제 오프라인 매장을 여는 디지털 네이티브 브랜드) 전략도 리테일 수요를 증가시키는 요소로 작용
- 경기 침체에 대한 우려 증가와 소비 패턴의 변화 움직임은 위험 요소로 작용
- KPMG의 2023년 미국 소비자 동향 조사에 따르면 높은 인플레이션 부담으로 저소득층은 필수재를 중심으로 지출을 늘리고 가구 구입이나 외식을 줄이는 소비 행태를 보임
    - 오프라인 쇼핑몰 방문을 계획한 소비자는 지난해 72%에서 올해 68%로 4%p 감소
  - 도심 인구 감소로 유통인구가 크게 줄면서 쇼핑몰과 식당 등 상업 시설의 폐업은 증가
    - 전 세계적으로 78개 매장을 보유한 복합 쇼핑몰 웨스트필드(WestField)는 샌프란시스코에서 20년 넘게 운영해 온 쇼핑몰의 대출금 5.5억 달러에 대해 디폴트를 선언
  - 백화점과 대형 도소매 업체들의 역성장으로 소매 종말(retail apocalypse)에 대한 우려가 확산
    - 미국 대형 백화점 메이시스(Macy's)와 쇼핑몰 콜스(Coles)는 2023년 매출 목표를 전년 대비 2.4% 축소 계획
    - 월마트는 올해 미 전역에서 20개 매장을 폐점하고, 대형 약국 체인 CBS는 내년 말까지 900여개 점포를 축소하는 계획을 발표
    - 스위스 투자은행 UBS는 향후 5년간 사무용품 관련 소매점 절반이 사라질 것으로 예상

## ■ 임대주택: 주택 구매력 하락과 모기지 금리 상승으로 임대 수요가 증가

- 신규 임대주택 공급 부족과 주택 가격 상승으로 임대 수요가 증가하고 주거 양극화가 심화
- 주택을 구매하는 것보다 임대하는 것이 상대적으로 저렴해지면서 고소득층의 임대 수요가 증가해 공급 부족에 직면
  - 전미다가구주택협회(NMHC)와 전미아파트협회에 따르면 2035년까지 임차 가구는 매년 130만 가구가 늘어날 것으로 예상되어 430만 호의 신규 임대주택이 필요
  - 4,400만 임차 가구 중 3분의 1이 연소득 3만6,000달러 미만이며, 거의 모든 임차 가구가 소득의 30% 이상을 임대료로 사용

<sup>15</sup> Brick은 회사 혹은 상가를, Click은 인터넷 혹은 온라인을 의미하며, 온라인 업체가 오프라인에 출점하여 온라인 쇼핑객을 오프라인 매장으로 유도하는 전략을 의미. 온라인 시장의 경쟁 심화와 디지털 영역의 고객 확보 비용 증가로 온라인 브랜드 성장을 위한 오프라인 매장 출점이 늘면서 쇼핑몰, 라이프스타일센터 수요 증대

- 최근 주택가격 상승과 모기지 금리 인상으로 주택 구매력이 하락한 고소득층의 임대주택 수요가 증가하면서 공급 부족 지역에서 중·저소득층이 외곽으로 밀려남
- 코로나 팬데믹으로 인한 경제 상황과 라이프스타일 변화가 임대주택 수요 증가로 이어짐
  - 주택 가격이 상승하고 모기지 이자율이 높아지면서 주택 소유가 어려워짐
  - 재택 근무가 확산되고 일과 생활의 균형을 맞추기 위해 더 넓은 공간과 야외 생활에 대한 선호가 높아지면서 교외 지역의 임차 수요가 증가
  - 신규 공급 제한과 단독주택의 가격 상승이 임대주택 수요 증가로 이어짐
- 임대주택 소유권이 개인에서 기업으로 이동하면서 거래량과 대출도 급증
  - 기업과 기관투자자들은 2021년과 2022년 각각 36만 4천 건, 42만 건의 완공 예정인 신축 부동산에 투자

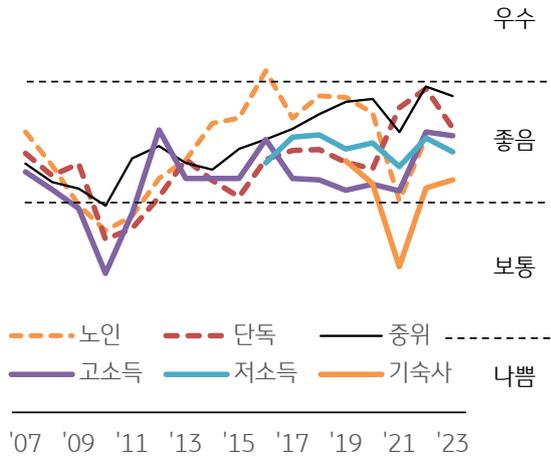
그림 49 임대주택 임대료 및 공실률 추이



주: 2022년 잠정치, 2023~2024년 전망치  
 자료: 패니메이(Fannie Mae) MF ESR

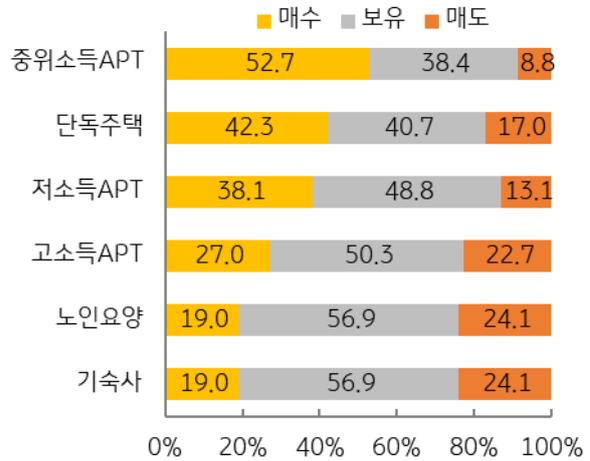
- 2023년 임대주택 신규 공급이 급증할 전망이나 공실률은 제한적인 상승에 그칠 전망
  - 닷지데이터앤에널리틱스(Dodge Data & Analytics)에 따르면 2023년 임대용 아파트와 콘도의 공급 물량은 2021년 대비 2배 증가한 78만 호로 사상 최대 규모를 기록할 것으로 예상
    - 신축 임대주택 공급이 집중될 향후 12개월간 시장의 면적 흡수 속도는 하락하고 임차인 유치를 위한 할인 폭은 증가할 것으로 예상
  - 2022년 4분기 5.5%로 추정된 공실률은 2023년 말 6.0%로 상승한 뒤 2024년 6.25% 수준에서 안정화될 것으로 예상
    - 2005~2022년 장기 평균(5.8%)를 소폭 상회하는 안정적인 공실률을 유지할 전망
  - 임대주택 유형별 투자 추천은 중위소득APT, 단독주택, 저소득APT, 고소득APT, 노인 요양 시설 순

그림 50 | 임대주택 투자 전망



자료: 어반랜드인스티튜트

그림 51 | 임대주택 유형별 투자 추천



자료: 어반랜드인스티튜트

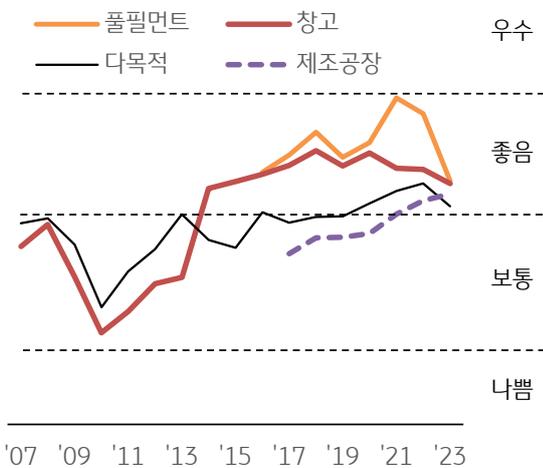
■ 산업·물류: 안정된 수요에도 불구하고 향후 늘어나는 공급은 부담

- 물류 부동산은 2022년 상반기까지 수요 확대가 이어지며 임대료는 사상 최고치를 기록하고, 공실률은 사상 최저치로 하락하면서 낙관적 전망이 지속됨
  - 매장 쇼핑이 재개되었음에도 대다수 소비자가 온라인의 편리함을 선호하면서 전자상거래가 강세를 유지
    - 소비자의 90% 이상이 3일 이내, 30%는 당일 배송을 기대
  - 신규 건설 중인 물류 부동산은 높은 임대 수요와 건설 공급망 문제로 공급 과잉 위험은 낮음
    - 임대 수요가 급증하면서 준공 전 선임대된 공간 비율은 2022년 2분기 약 65%로 역사적 평균인 40%를 크게 상회
    - 신규 공급 지연과 높은 준공 전 선임대 비율이 공급 과잉 위험을 억제하는 수단으로 작용
    - 원자재 가격 상승으로 건설 비용이 50% 급증하며 개발업자들은 비용 문제에 직면
  - 산업·물류 자산은 지난 4년간 자산별 투자 전망에서 최상위를 기록하며 호조세를 보임 <[그림 5] 주요 상업용 부동산 유형별 수익 전망>
    - 공급망 불안으로 비축 재고 확대가 요구되면서 물류 수요가 증가
    - 그러나 상업용 부동산 전 섹터의 캡레이트(Cap Rate)<sup>16</sup> 상승세가 장기간 지속될 경우 가격 조정 가능성도 존재
- 2023년 1분기 상업용 부동산에 대한 수요는 여전히 높지만 신규 공급 증가는 부담 요인으로 작용

<sup>16</sup> 1년간 상업용 부동산을 보유함으로써 얻을 수 있는 예상 수익률로 순영업이익(총임대수입 - 운영비용) / 부동산 가격으로 산출한 값. 순영업이익에는 대출이자, 감가상각비 등이 포함되지 않음

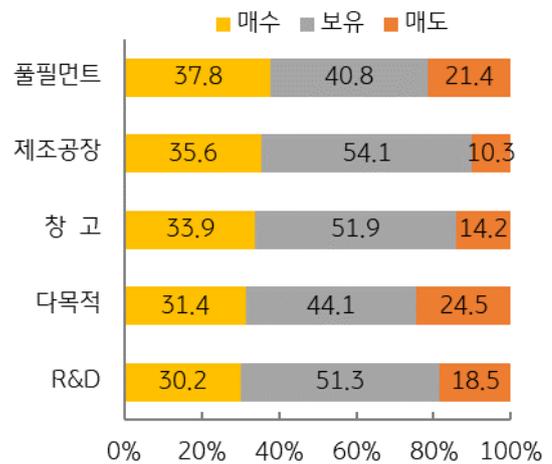
- 임대인들의 평균 요구 임대료는 전년 대비 20.6%, 공실률은 직전 분기 대비 0.4%p 상승해 다른 자산 대비 양호한 상황
- 제3자물류<sup>17</sup>·유통·건설 자재·건물 시설은 전분기 대비 거래량이 감소한 반면 전자상거래·식품·음료 사업자는 양호한 성장세를 기록
- A등급 자산이 전체 임대차 계약의 68.5%를 차지하며 우량 자산에 대한 시장 선호도는 지속
- 기업들은 사용 면적을 줄이고 장기 계약된 임차 공간은 재임대 하려는 사례도 증가
- 산업용 부동산은 2023년 기록적인 물량의 신규 공급이 계획되어 공실률은 당분간 상승할 것으로 예상

그림 52 | 산업·물류 투자 전망



자료: 어반랜드인스티튜트

그림 53 | 산업·물류 투자 추천



자료: 어반랜드인스티튜트

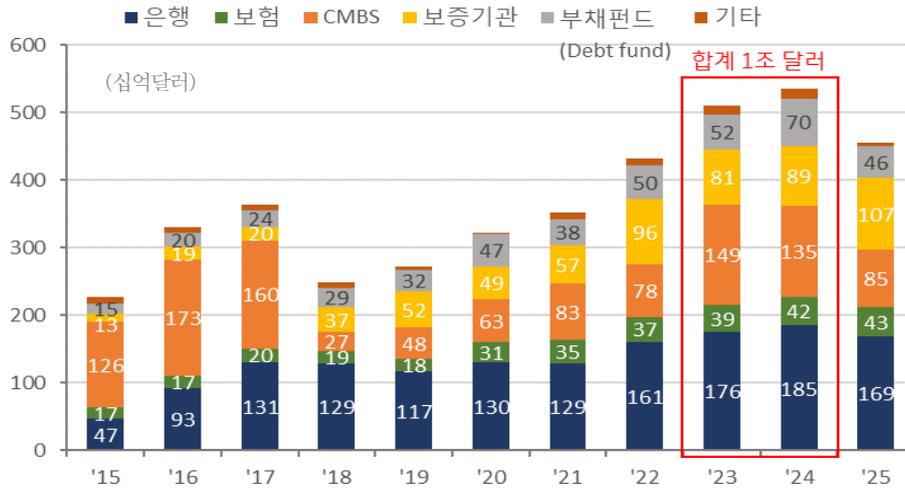
### 3. 상업용 부동산 리스크 점검

#### ■ 리파이낸싱 어려움으로 상업용 부동산 시장 부실이 금융권 부실로 전이될 가능성 우려

- 2023~2024년 2년간 1조 달러 이상의 상업용 부동산 대출 만기가 도래할 예정이나 높은 대출 금리로 리파이낸싱 어려움에 직면할 것으로 예상
  - 금리 상승으로 인한 상업용 부동산 경기 하락과 역대급 규모의 대출 만기 도래가 동시에 일어나면서 리파이낸싱 어려움이 가중
  - 2023~2024년 만기가 도래하는 상업용 부동산 대출은 약 1조 달러 규모이며, 연평균 기준으로는 최근 10년 평균 대비 45%나 많은 물량
    - 이 중 CMBS는 약 2,840억 달러에 이르러 발행 시장에 부담으로 작용할 전망
    - 금리 급등으로 조달이 어려워지면서 2023년 1분기 발행된 CMBS는 60억 달러로 전년 대비 78% 감소
    - CMBS는 기초자산의 담보 물건 수가 적어 특정 물건이 부실화될 경우 전체로 신용 위험이 확대될 가능성이 존재

<sup>17</sup> 생산을 제외한 물류 부문의 전부 혹은 일부를 물류 전문 업체에 아웃소싱하여 경제성과 효율성을 극대화한 형태를 의미

그림 54 연도별 미국 상업용 부동산 대출 만기 도래액



자료: 뉴마켓(Newmark)의 자본시장 보고서(Capital Markets Report)

- 상업용 부동산 대출은 비소구(nonrecourse)<sup>18</sup> 인 경우가 많아 투자자의 손실 가능성 확대재
  - 상업용 부동산 대출은 비소구대출로 차입자는 담보 물건의 가치가 대출 잔액보다 하락하면 자산을 포기하는 옵션을 행사할 수 있어 전략적인 채무불이행 비율이 높음
  - 반면 주거용 부동산 대출의 경우 거주 공간인 동시에 소유자의 핵심 자산인 주택을 담보로 하며, 채무불이행 시 신용등급 저하 등의 리스크가 뒤따라 전략적인 채무불이행 비율이 낮음
  - 블랙스톤(Blackstone), 브룩필드(Brookfield)과 같은 자산운용사는 올해 로스앤젤레스, 뉴욕 맨해튼 등 주요 도시에 위치한 부동산에 설정된 담보대출과 CMBS에 대해 디폴트를 선언
  - 예상보다 높은 자본 지출과 대출 변동금리로 원리금 상환 부담이 가중된 상황에서 자산 가치 하락까지 발생해 채무불이행이 증가

표 6 2023 상업용 부동산 주요 디폴트 사례

일시	섹터	차 주	종류	규모(백만\$)	진행현황	지 역
23.2.17	APT	Blackstone	CMBS	271	부도이후 채무조정	Manhattan
23.3.2	오피스	Blackstone	CMBS	325	부도이후 채무조정	Las Vegas
23.2.13	오피스	Brookfield	Loan	465	부도	LA
23.2.13	오피스	Brookfield	Loan	319	부도	LA
23.3.1	개발	Chetrit Group	Loan	85	부도	Manhattan
23.1.12	다세대	Chetrit Group	Loan	65	압류	Multi
23.2.23	오피스	Columbia Property Trust	Loan	1,700	부도	Multi
23.3.14	오피스	Brookfield	CMBS	161	부도	Washington D.C.

자료: 국제금융센터, 언론사 보도 취합

<sup>18</sup> 채권자는 담보로 취득한 부동산에 한해 대출금을 회수가 가능하고, 채무자는 제공된 담보물 외에 추가적인 상환 책임이 없는 대출을 의미

※ 미국 오피스 투자 손실 사례

- 휴스턴의 산펠리페플라자(San Felipe Plaza)는 1억5,600만 달러에 취득된 후 8,300만 달러에 매각되어 47% 손실을 기록
- 캘리포니아의 그리핀타워(Griffin Towers)는 1억2,900만 달러에 취득된 후 8,200만 달러에 매각되어 36% 손실을 기록
- 세인트루이스의 원AT&T센터(One AT&T Center)는 2억500만 달러에 취득된 후 부실화로 특별관리를 위해 자산관리회사에 이전된 뒤 400만 달러에 매각되었으나 대출 이자 등 비용을 차감한 후 배당은 0달러로 100% 손실을 기록

○ 자산 가치 변동 폭이 큰 미국의 감정평가 시스템과 대출약정서에 포함된 상환 조건은 상업용 부동산 대출 디폴트를 확대하는 요소로 작용

- 자산 가치 하락으로 재평가 시 담보인정비율(LTV) 상승이 불가피해 원금 일부 상환 부담이 발생
  - LTV 60%인 담보 자산의 재평가 시점에 자산 가치가 20% 하락할 경우 LTV는 75%로 15%p 상승
  - 대출약정서에 LTV가 일정 수준을 상회할 경우 대출 원금의 일부를 상환해야 하는 조항이 존재
  - 해외 대주단(자금 공급자)의 자금 회수로 기한이익상실(event of default)이 발생한 펀드의 경우 자금 부족 상황에 직면하게 됨
- 자산 가치 하락과 현지 금융기관의 보수적 대출 심사로 리파이낸싱 또는 대출 조건 변경 시 대출 규모가 줄어들게 되어 추가적인 자본 투입이 요구됨

※ 미국 상업용 부동산 감정평가 방법

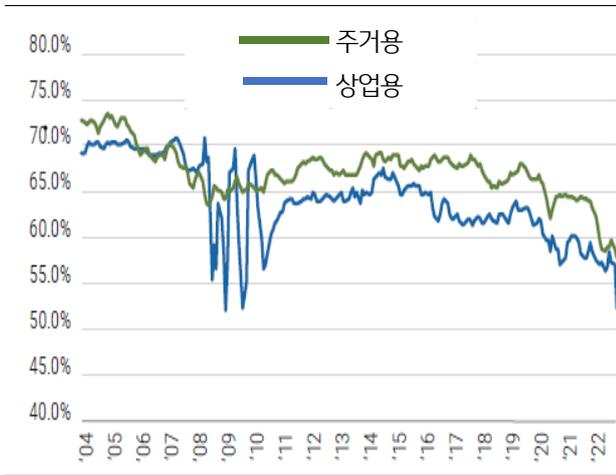
- 2008년 금융위기 원인 중 하나로 감정평가사의 부실 감정이 지적되어 2010년 7월 금융개혁법(Dodd-Frank Act)을 제정하면서 담보 자산에 대한 평가검토제 시행을 강화
- 미국에서는 일반적으로 수익환원법의 설명력이 큰 것으로 받아들여짐
  - \*수익환원법이란 대상 물건이 장래 산출할 것으로 기대되는 순이익을 현재 가치로 환원하여 평가 가격을 산정하는 방법을 의미
- 수익성 부동산의 과세 평가에서 충분한 소득 자료가 있다면 수익환원법이 가장 적절하고 거래사례 비교법이 그다음으로 유효한 감정평가 방법으로 분류
- 다만 수익환원법과 거래사례비교법의 적용이 어려운 경우 원가법도 적용이 가능

<자료: “Standard on Mass Appraisal of Real Property,” IAAO, 2013>

○ 또한 부채상환비율(DSCR)이 악화되고 있는 상황도 리파이낸싱의 어려움을 가중시키는 요인

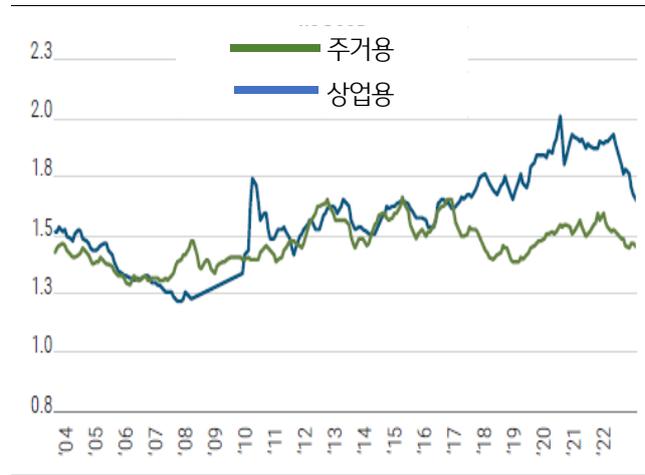
- 상업용 부동산 대출은 금융위기 이후 10년간 LTV가 낮아졌으나 최근 급격한 금리 상승으로 DSCR이 하락해 차주의 부담이 가중되고 금융 환경 변화에 대한 대응력이 저하됨
  - 금융위기 당시 1.3까지 하락했던 상업용 부동산의 DSCR은 현재 1.7을 기록해 주거용보다 양호한 수준이나 하락세가 지속될 경우 리파이낸싱 리스크가 가중될 전망
  - 금융위기 이후 장기간 하향 안정된 LTV의 영향으로 선순위 채권자의 안정성 강화

그림 55 미국 담보인정비율(LTV)



자료: 모건스탠리캐피털인터내셔널(MSCI)

그림 56 미국 부채상환비율(DSCR)

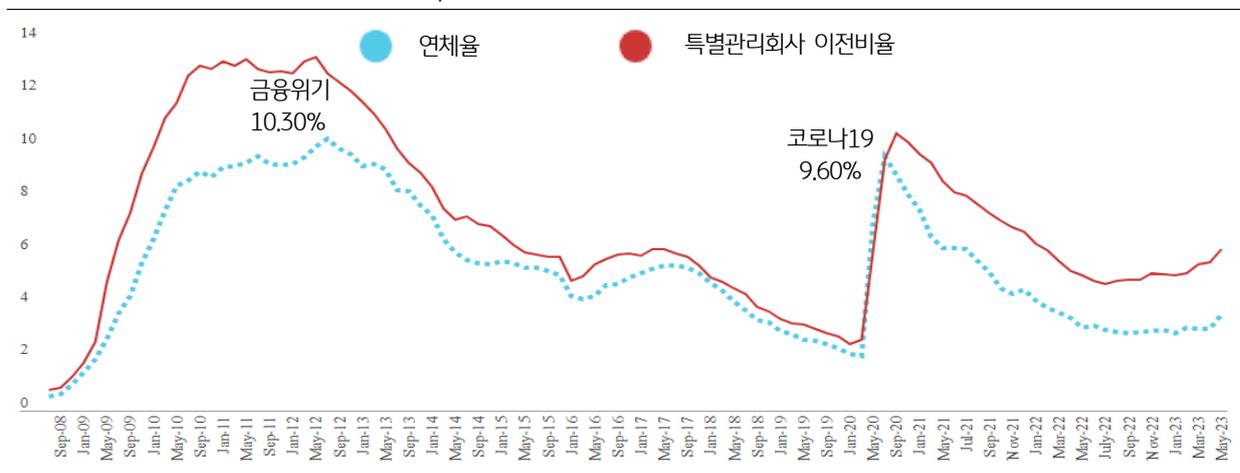


자료: 모건스탠리캐피털인터내셔널

■ 건전성 악화와 CMBS 스프레드 확대로 상업용 부동산 자금 조달 리스크가 심화

- 2023년 5월 현재 CMBS 연체율은 3.62%로 코로나 팬데믹(9.60%), 금융위기(10.30%) 당시 고점 대비 낮으나 최근 1년 이상 상승세를 지속
  - 연체율과 특별관리회사로의 이전비율이 지속 상승하며 CMBS 신용 프리미엄과 조달 금리가 올라갈 것으로 예상

그림 57 CMBS 연체율 및 특별관리(special service) 비율

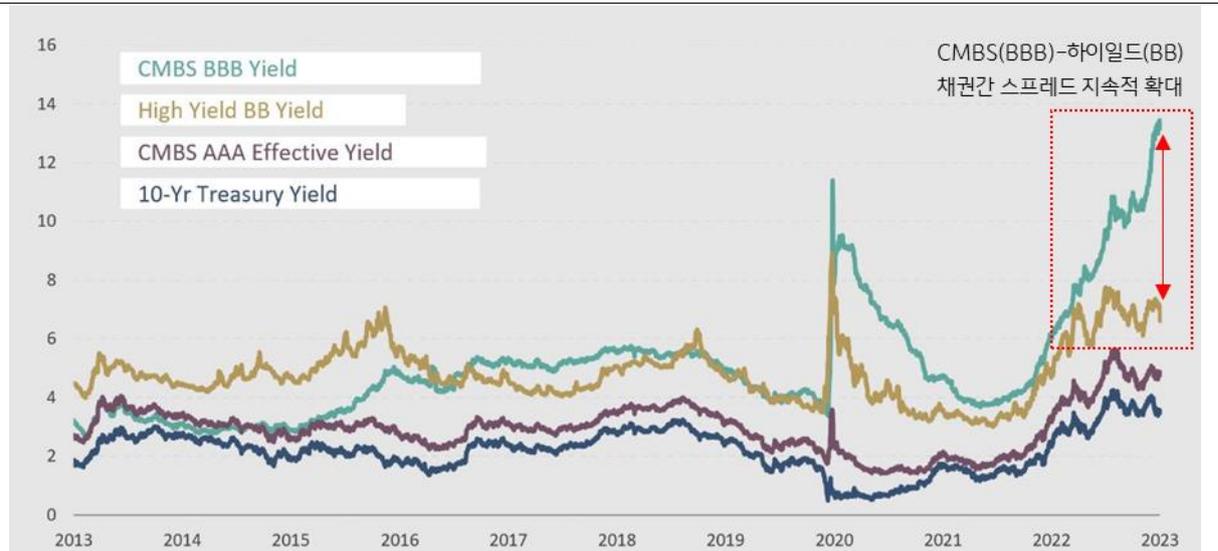


자료: 트랩

- 자산 선호도 쏠림 현상으로 신용등급별 CMBS 스프레드와 자산 간 스프레드가 확대
  - 투자자들의 비우량 등급 CMBS 기피 현상이 심화되면서 BBB등급 CMBS는 BB등급 하이일드 채권과 수익률 격차가 급격히 확대
    - 2022년 하반기부터 상업용 부동산에 대한 우려가 커지면서 CMBS의 스프레드가 급격하게 상승

- CMBS에 대한 신용리스크 상승으로 투자자들의 요구수익률이 높아지고 있는 상황이며, 이는 결과적으로 상업용부동산에 대한 자금조달 부담이 커짐을 의미
  - 상업용 부동산 중에서도 선호자산(산업, 임대주택)과 비선호자산(리테일, 오피스) 간의 스프레드도 확대되면서 비선호자산의 조달 리스크가 심화

그림 58| 채권별 스프레드 추이



자료: 블룸버그, 프랭클린템플턴(FranklinTempleton) 재인용

### ■ 금융기관 중에서는 소형 은행의 리스크가 가장 우려스러운 상황

- 총자산 대비 상업용 부동산 대출 비중이 큰 소형 은행의 리스크가 확대
  - 상업용 부동산 대출이 총자산에서 차지하는 비중은 은행권 전체적으로 10% 미만에 불과하지만, 소형 은행의 경우 20%대를 기록해 상업용 부동산 가치 조정에 상대적으로 취약
- 연방준비제도이사회(FRB)에 따르면 은행권 상업용 부동산 대출(2.17조 달러)의 3분의 2 이상을 자산 규모 1,000억 달러 미만의 소형 은행이 보유
  - 사무실 및 리테일 자산의 공실률이 높은 지역에 대출 자산이 많은 소형 은행은 건전성 리스크가 확대
- 전체 금융기관 상업용 부동산 대출(3.57조 달러)의 약 60%에 해당하는 2.17조 달러를 은행이 보유
  - 글로벌 시스템 중요은행(G-SIBs)<sup>19</sup>이 선정한 ‘초대형 은행(category I)’의 경우 총자산 규모 대비 2%(0.28조 달러)의 상업용 부동산 대출을 보유하고 있으며, 이 중 오피스 및 도심 리테일 대출은 총자산의 1% 미만으로 상업용 부동산 리스크가 상대적으로 작음

<sup>19</sup> Global Systemically Important Banks. 금융안정위원회(FSB)가 선정하며, 해당 은행은 위기 발생 시 글로벌 금융 시장뿐만 아니라 실물 경제에 막대한 악영향을 미칠 수 있어 일반 은행 대비 강력한 규제와 감독을 받으며 추가적인 자본 확충이 요구됨

- 최근 이슈가 되고 있는 사무용 부동산 및 도심 리테일 모기지는 전체 상업용 부동산 대출의 평균 3분의 1 수준

표 7 투자자 유형별 상업용 부동산 대출 보유 현황(2022년 4분기)

투자자 유형 (단위: 조 달러)	총자산	상업용 부동산 대출 총액(비중)		오피스 및 도심 리테일 대출 총액(비중)	
		대출 총액	비중	대출 총액	비중
합 계	-	3.57	(100)	1.06	(100)
은행	28.5	2.17	(61)	0.72	(68)
Category I	14.3	0.28	(8)	0.10	(9)
Category II~IV	6.8	0.34	(9)	0.11	(10)
그 외 소형 은행	7.4	1.55	(43)	0.51	(48)
보험사	5.4	0.47	(13)	0.17	(16)
CMBS 보유 기관	-	0.53	(15)	0.17	(16)

주: Category II: 자산 7,000억 달러 이상. Category III: 자산 2,500억 달러 이상. Category IV: 자산 2,500억~1,000억 달러 이상. 소형 은행: 자산 1,000억 달러 미만  
 자료: 미 연준 2023년 상반기 금융 안정성 보고서

- 한편, 리스크 상승에 대한 부담으로 소형 은행이 상업용 부동산에 대한 대출을 축소할 경우 상업용 부동산 소유자들은 자금 조달 어려움에 직면하게 되고 조달 비용이 상승하는 상황으로 발전될 가능성도 존재
  - 소형 은행들의 정책적인 상업용 부동산 대출 익스포저 축소로 대출 가용성(可用性)이 낮아지면서 자산 안정성이 취약한 오피스 및 리테일을 중심으로 부실화 위험이 확대
    - 대출 조건 강화의 결과는 현재 수요 감소로 취약한 오피스의 부실로 이어질 우려가 높음
    - 리테일은 코로나 팬데믹 이전부터 장기간 내부적인 구조조정이 이어졌으나, 이후 소비 패턴과 상권의 변동성이 커지면서 수요가 감소하는 지역의 리스크가 증가

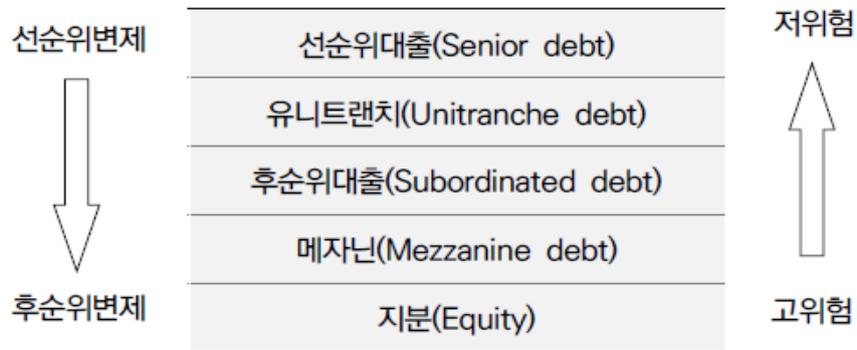
## 4. 시사점

### ■ 오피스, 리테일을 중심으로 대체투자 자산에 유의

- 지난 몇 년간 자산 가격 고점에서 약정한 대출이 리파이낸싱 과정에서 어려움을 겪을 가능성이 높으며 리파이낸싱 실패 시 디폴트가 발생할 우려도 존재
  - 강화된 LTV 조건이나 높아진 대출 금리로 채무자는 리파이낸싱을 포기하고 디폴트를 선언할 가능성이 증가

- 미국 상업용 부동산 대출은 주택담보대출(9%) 대비 변동금리 비중(64%)이 높아 금리 상승에 상대적으로 취약(2022년 4분기)
  - 대출 이자가 빠르게 증가함에 따라 DSCR이 떨어지고, 감정평가 가격 하락으로 LTV 상승하면서 신용등급이 하향될 가능성이 증가
- 지분 투자자뿐만 아니라 메자닌(mezzanine)<sup>20</sup> 등 중·후순위 투자 시 원금 손실 위험이 높아짐
- 선순위 대출 채권자의 경우 자산 매각 시 원금 보전이 가능할 수 있지만, 자산 가치가 하락한 상태에서 매각 시 메자닌을 포함한 중·후순위 대출 채권자들의 원금 손실 가능성이 존재
  - 정상적 상황에서는 임대차 여건에 따라 지분 투자자의 수익이 줄더라도 중·후순위 대출 채권자들이 지분 투자자의 배당에 우선해 이자를 받을 수 있지만, 디폴트가 발생할 경우 메자닌 대출, 후순위 대출, 선순위 대출 순으로 원금을 변제받게 됨
  - 안정적인 투자 구조로 각광받던 우량 임차인과 장기 임대차 계약을 체결한 자산의 리스크도 증가
    - 장기 임차인이 만기 전에 임대차 계약을 조기 해지할 경우 자산의 부실화 가능성이 존재
    - 임대 면적의 50% 이상을 점유 중인 임차인과 체결한 장기 임대차 계약의 잔여 기간이 5년 이하로 줄어들 경우 향후 증가하는 공실 리스크를 감안한 감정평가에서 가치 하락 요소로 작용

그림 59 투자 종류에 따른 위험 및 변제 순위



자료: 프레킨(Preqin)

- 대체투자 자산 사후 관리 및 투자 적정성 검토 프로세스의 점검 필요성이 증대
- 글로벌 상업용 부동산에 대한 대체투자 규모를 늘린 국내 투자자의 체계적 리스크 관리가 필요
    - 해외 부동산 펀드 순자산총액은 2018년 40조 원에서 2020년 60조 원, 2022년 76조 원으로 급증

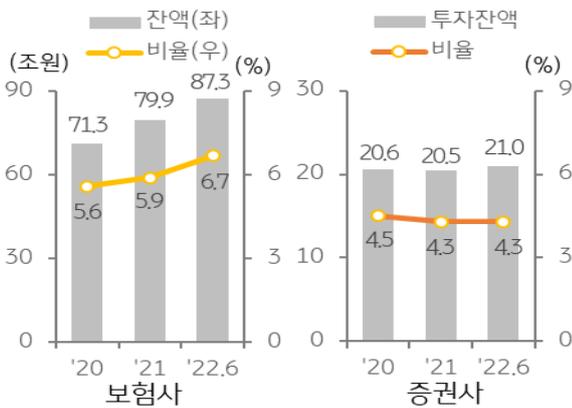
<sup>20</sup> 건물 1층과 2층이 아닌 층 사이에 위치한 발코니와 같은 공간을 지칭하는 이탈리아어. 안전 자산인 채권(대출)과 위험 자산인 주식(지분)의 중간 정도 수익성과 위험성을 갖는 금융상품을 의미. 선순위 대출과 지분 투자 간의 갭을 메워 더 높은 자본 수익을 추구하는 메자닌 대출의 LTV는 70~80%에 이르기도 함

- 경기 후행적인 성격을 지닌 대체투자 자산의 경우 개별 자산의 신용 이벤트 발생 전까지 시장 가액 인식 및 반영이 이루어지지 않아 장부가액으로 평가하는데, 그로 인해 가격 변동성이 증가해 가격 괴리가 확대되는 추세

■ 대체투자를 확대한 금융기관과 기관투자자의 자산 건전성 모니터링을 강화

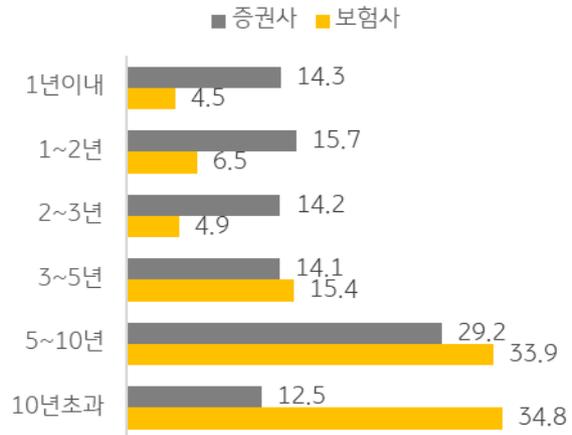
- 상업용 부동산의 유동성 악화로 매각이 지연되면서 투자금 회수에 어려움이 발생
  - 해외 부동산 투자는 대부분 부동산 소유자가 채무자와 직접적인 대차 관계를 맺지 않고 자산 운용사나 금융사가 주도하고 있어 채권자의 권리 행사에 어려움이 발생
    - 채무불이행 사유로 기한이익상실이 발생하면 대출금 회수 등이 어려운 구조적 문제로 인해 해외 부동산 투자가 부실화될 경우 투자금 회수율을 낮추는 요소로 작용
  - 증권사는 대체투자 자산의 재매각에 실패하게 되면 만기 보유 리스크에 노출
    - 셀다운(sell down, 재매각)을 염두에 두고 감내 가능한 한도를 벗어나는 자산을 인수하기도 하는 증권사의 경우, 재매각이 지연되거나 실패할 경우 만기 보유 자산으로 전환되어 자산 부실화 가능성이 증대
    - 8개 대형 증권사의 셀다운 비중은 64%, 만기 보유 비중은 36%로 추정
  - 보험사는 해외 부동산 투자 시 선순위 투자 비율(27%)이 증권사(16%)에 비해 낮게 책정하는 등 상대적으로 안정적인 투자를 지향하는데도 대내외 경제 여건 악화의 영향으로 손실을 경험

그림 60 | 해외 대체투자 규모



자료: 한국은행, 금융감독원, 금융기관 업무 보고서

그림 61 | 해외 대체투자 만기 도래 비율



자료: 한국은행, 금융감독원, 금융기관 업무 보고서

- 고위험 자산 투자가 증가하면서 사후 관리 시스템 구축의 필요성이 증대
  - 증권사와 보험사의 해외 대체투자 자산 규모는 110조 원에 이르며 부동산 자산과 미국 시장이 가장 높은 비중을 차지
  - 보험사는 초창기에 선순위 대출 위주로 투자하다가 최근 들어 후순위 대출이나 지분 투자 방식의 투자 참여 사례가 증가 <보험연구원 이슈보고서 21-10>

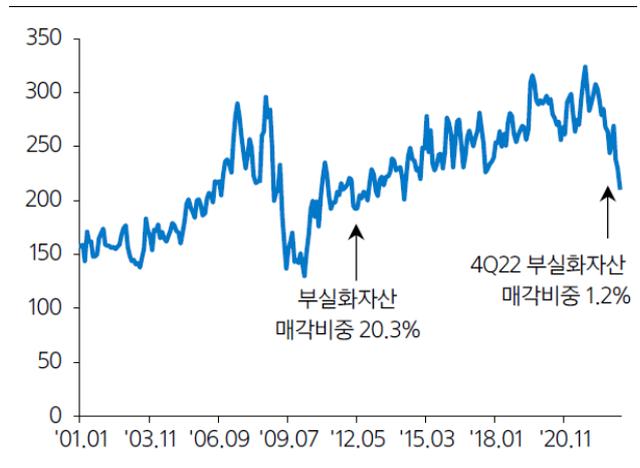
- 2016년 이후에는 레버리지론 펀드, 메자닌 펀드, CLO(collateralized loan obligation, 레버리지론을 기초자산으로 발행된 수익증권) 등 저신용·고위험 자산에 대한 투자가 급증하면서 사후 관리의 필요성이 증대
- 해외 대체투자는 사모 형태로 투자하는 비율이 높고, 고위험 익스포저가 차지하는 비중이 크며, 원금 손실 가능성이 존재
  - 해외 대체투자의 고위험 익스포저는 49~56조 원, 이 중 부동산은 42~46조 원으로 추정<sup>21</sup>

■ 장기적인 관점에서 투자 기회 모색이 필요

- 우량 등급 CMBS의 과거 부도율을 감안할 때 최근 스프레드가 과도하게 급등한 측면이 있으나, 디레버리징(deleveraging, 부채 축소) 장기화 가능성을 고려하면 당분간 보수적인 투자 접근이 불가피
- 투자자들이 부실화된 자산의 가치가 충분히 하락할 때까지 관망세 유지에 따른 거래 침체 지속으로 시장의 가격 하락 체감에는 2~3년 이상 소요될 것으로 예상
  - 부실화된 자산은 위기 이후 충분한 가격 하락이 이뤄진 뒤 매각이 성사
    - 상업용 부동산 시장 침체와 관련된 이벤트는 3년 이상 지속되며 시장에 매물로 출현할 전망
  - 2022년 하반기 부실화된 자산은 2024~2025년 시장에 본격적으로 등장할 전망
    - 금융위기가 발발하고 4년 후 부실화된 자산의 매각 비중은 20.3%까지 상승
  - 거래량이 회복되더라도 자산 섹터별로 회복 속도의 차이가 발생
    - 섹터별 임대 현황과 순임대수입 변동 등에 따라 자산별 부동산 시장 사이클이 상이하며 이는 거래량 회복 시기에 영향
    - 금리가 하향 안정되더라도 자산별 대출 스프레드 차별화와 임대 수요 회복 정도가 자산 가격 회복에 큰 영향

- 전반적으로 상업용 부동산시장이 침체된 상황이나, 업종별 시황이 차별화 되고 있는 만큼 투자 가능한 틈새시장, 또는 회복가능성이 빠를 것으로 예상되는 자산에 대한 모니터링 필요
  - 과거 위기 때마다 상업용 부동산 시장은 그 폭과 기간은 달랐으나 침체와 회복을 반복
    - 2008년 금융위기 시 상업용 부동산은 2007년 4분기부터 2년간 거래량 하락을 지속

그림 62 오피스 스퀘어피트당 가격과 부실채권 비중

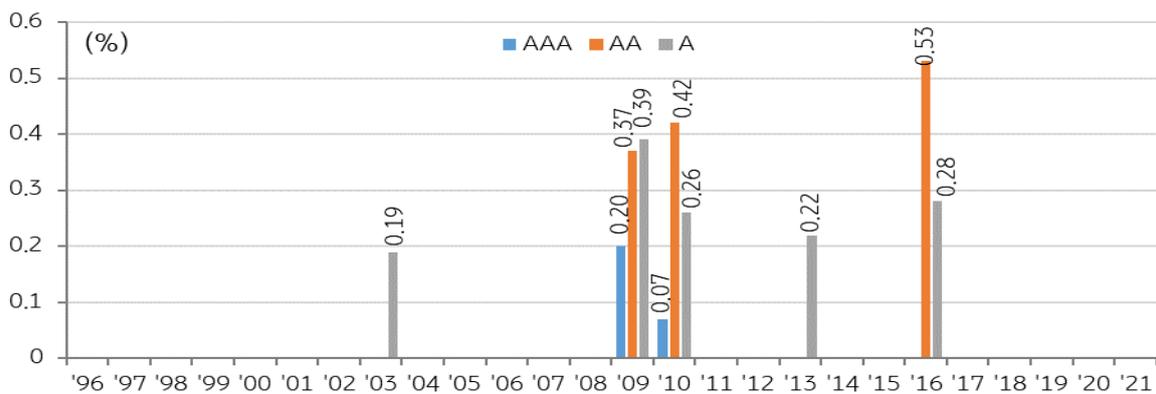


자료: RCA, 삼성증권

<sup>21</sup> 박해식 김현태, 「코로나19와 글로벌 금융 리스크: 고위험·고수익 투자를 중심으로」, 한국금융연구원, 2020

- 가격은 거래량에 후행해 거래량 감소가 시작된 시점부터 10개월 뒤 하락 전환
- 2020년 2분기부터 코로나 팬데믹으로 거래량이 감소하기 시작했으나 정부의 초저금리 정책으로 1년 후 거래량이 빠르게 회복
- 역사적으로 상업용부동산 대출의 손실률이 낮았다는 점도 감안할 필요
  - AAA등급 CMBS의 손실 확률은 매우 낮으며 금융위기 당시에도 0.20%에 불과
  - 1996년부터 2021년까지 26년간 부도가 발생한 해는 2009년과 2010년 단 2년에 그쳤으며, 과거 26년간 AAA등급에서 A등급의 CMBS 부도율이 0.6%를 초과한 적은 없음

그림 63 CMBS 등급별 1년 부도율(1996-2021년)



자료: S&P 글로벌 신용등급 연구(S&P Global Ratings Research)

- 또한, 고수익 투자 기회가 될 수 있는 CMBS B-Piece<sup>22</sup> 시장에 관심
  - 시장 위험을 감수할 의향이 있는 공격적인 성향을 가진 사모펀드 회사들은 엄격해진 신용 기준과 역사적으로 낮은 LTV(평균 60%)를 가진 CMBS B-Piece 채권에 투자
    - 모기지로 구성된 선순위 B-Piece의 안정성이 메자닌 또는 중순위 대출 대비 부각
  - 지난 6~9개월간 CMBS 채권 풀(Pool) 안에서 B-Piece의 수익률이 급등하며 20%에 근접
  - 2023년 급감한 CMBS 신규 발행량과 엄격해진 대출 기준을 감안할 때 투자 선호도 회복 가능성이 존재
    - 높은 변동성으로 위험 자산에 대한 공정 가격 책정이 어렵게 되면서 가격 왜곡이 발생할 수 있다는 점이 일부 투자자에게 기회로 작용
    - 금융기관에서 더 보수적인 대출 조건과 더 많은 자기자본(equity)을 요구하는 점 또한 B-Piece 투자 매력도를 높이는 요소

<sup>22</sup> 상업용 부동산 대출은 그룹으로 묶여지면서 CMBS로 유동화되는 과정에서 신용 품질과 지불 우선순위가 결정되는데 일반적으로 투자 등급 증권(AAA/Aaa~BBB-/Baa3)과 하위 투자 등급 증권(BB+/Ba1~B-/B3)으로 나뉨. 하위 투자 등급 상업용 모기지 담보 증권을 CMBS B-Piece로 총칭. A등급 CMBS 채권 투자자는 우선적으로 수익을 배분받으나 전체 투자 수익률은 낮은 반면, B-Piece 투자자는 A등급 채권 보유자의 수익 배분이 모두 끝나고 난 후 채권을 상환받을 수 있으나 투자 수익률이 높음. B-Piece의 가중평균 LTV는 60% 이하로 메자닌 부채 또는 우선주 투자의 70~80%와 비교하여 낮은 편