

Global
Real estate
Issue ⑨

[미국]
부실과 회복의 공존
-미국 상업용 시장에도 봄날이 오나?

부동산팀 | 2025.05

배상영 Ph.D.
sangyoung.bae@daishin.com



Contents

Part 1.	Overview : 바닥을 지난 2024년	5
Part 2.	Sector Review : 속도차이가 있을 뿐 방향은 회복	13
Part 3.	Issue : 부실의 지속과 정점	51

SUMMARY

2025년은 상업용 부동산 회복이 본격화되는 해다. 관세 정책과 이로 인한 경기 및 금리 변동성은 여전히 경계해야 할 외부 요인이지만, 부동산 시장 내부의 임대, 공급, 가격 레벨을 고려했을 때 신규 진입하기 좋은 시기로, 미국 부동산에 대한 공수전환이 필요한 시점이라 판단한다.

개별 섹터에 대해서는 다음과 같은 투자 의견을 제시한다. 구조적으로 안정적인 성장이 가능한 멀티패밀리 및 산업(물류) 섹터에 대한 투자에 대해서는 장기적으로 긍정적인 전망을 갖고 있다. 아울러, 선별적인 지역에 한해 오피스 자산에 대한 기회주구형 투자와 필수 소매시설 중심의 리테일 섹터에 대한 일드 투자 또한 유효하다.

Part 1. Overview : 바닥을 지난 2024년

2024년 미국 상업용 부동산 지수는 -0.5% 하락하며 한 해를 마무리 했다. 월간으로 살펴보면 11월 이후 상승 전환했으며, 거래량 또한 회복세를 보이고 있다. 예상보다 높은 금리 레벨에도 불구하고, 가격이 조정됨에 따라 투자 매력도는 오히려 높아졌다는 판단이다.

향후에 돌아보면 2024년과 2025년이 시장의 전환점이자, 임대-투자 시장의 바닥을 지나는 시기가 될 것이라 예상된다. 상업용 부동산 시장에 대한 개선된 심리는 2024년 대출 투자 증가로 이어졌으며, 2025년에는 보다 공격적인 투자가 확대가 기대된다. 다만, 팬데믹 이후 미국 내 지역 및 생활의 변화로 인해 섹터/지역 별 임대 펀더멘털에 큰 변화가 있었고, 섹터/지역 별 공급 사이클 차이에 따라 재고 수준도 상이한 상황이기 때문에, 회복의 강도와 속도에는 차이가 존재할 것으로 예상된다.

Part 2. Sector Review : 속도 차이가 있을 뿐 방향은 회복

멀티패밀리는 2025년에도 투자자들의 최선호 섹터로 가장 큰 거래 비중을 차지할 것으로 예상된다. 신규 공급량은 피크아웃했고, 견조한 배후 시장을 바탕으로 흡수율이 신규 공급을 상회하면서 임대 성장으로 이어질 것이다. 산업(물류) 섹터는 2025년 중 임대 시장 변곡점을 맞이할 것으로 기대한다. 다만, 관세 정책으로 인한 서부 해안 지역의 물동량 감소는 경계해야 할 잠재적 위험 요인이다. 반면, 선벨트 내륙 지역은 온쇼어링의 수혜를 입을 것으로 전망한다.

리테일 섹터는 이커머스 확대에 따른 구조조정이 마무리되고 있는 국면이다. 광역 상권을 담당하는 초대형 A급 쇼핑몰과 식료품점을 앵커 테넌트로 둔 쇼핑센터를 중심으로 투자가 증가할 것으로 기대한다. 안정화된 임대 시장과 낮아진 가격 레벨은 운영수익을 추구하는 투자자들의 포트폴리오 거래를 촉진할 것이다. 오피스는 팬데믹 이후 구조적인 변화를 겪었다. 가장 큰 폭의 가격 조정과 임대 펀더멘털 훼손을 경험했으나, 축소된 임대 수요가 향하는 자산을 중심으로 안정적인 성과가 기대한다.

Part 3. Issue : 부실 지속과 정점

2025년에도 부실 관련 지표는 지속적으로 증가할 것으로 예상되지만, 투자 심리는 개선되는 시기로 판단된다. 과거와 달리, 이번 상업용 부동산 위기로 인한 부실은 골은 깊지 않지만 꼬리가 긴 형태로 진행될 것이다. 2024년 은행들은 상업용 부동산에 대한 대출을 본격적으로 강화했지만, 투자자들은 CMBS 등을 통해 재평가된 자산을 담보로 한 대출 투자를 활발하게 진행했고, 이러한 트렌드는 당분간 지속될 것이다.

대출 만기 연장과 금리 하락 기대에 따른 단기채 차환으로 인해 2025년 만기 도래하는 자산은 여전히 많고, 이로 인해 지표 악화는 추가적으로 진행될 가능성이 높다. 다만, 이는 자산/섹터/지역 별 펀더멘털 차별화 관점에서 해석해야 할 필요가 있다. 반대로 우량 자산 및 일부 섹터에 대한 투자와 거래량은 오히려 늘어날 것이기 때문이다.

다만, 금리 변동성이 크고 예상보다 하락 폭이 제한적인 상황이 지속된다면, 임대 단에서 이슈가 있는 자산들을 중심으로 디플트가 이어질 수 있어 금리 흐름에 대한 경계는 필요하다.

Part 1.

Overview :

바닥을 지난 2024년

Part 1. Overview : 바닥을 지난 2024년

2024년 반등과 하락세 둔화 확인

2024년
전환점이 될 해

미국 상업용 부동산은 일부 섹터의 수요 훼손과 인플레이션으로 인한 금리 인상/상승으로 큰 어려움을 겪었다.

팬데믹이 공간 소비자의 생활양식을 바꿔버리면서 임대 펀더멘털의 불균형이 나타났고, 이러한 공간 수요 변화에 적응 하기도 전에 나타난 금융 환경의 변화는 상업용 부동산 시장에 대한 우려를 위기 수준까지 높이기도 했다.

실제로 22년과 23년에는 오피스 섹터를 중심으로 부실 자산이 급격하게 증가했고, 투자금 뿐 아니라 대출의 부실화 까지 나타나면서 일부에서는 지난 위기를 떠올리면서 이번에는 상업용 부동산이 시스템 위기를 만드는 것이 아닌지 하는 우려까지 나타났다. RCA CPPI 전국 Index는 2022년 -2.2%, 2023년 -5.9% 하락했다.

그러나, 예상보다 견조한 경기와 완만하게 하락하는 금리는 상업용 부동산 시장의 긴장을 완화시켰으며, 여전히 전반적으로는 침체에 빠져 있으나, 일부 섹터의 회복과 하락세 둔화가 확인되는 해였다. 동일한 Index로 2024년 -0.5%하락을 기록했고, 월간으로 살펴보면 하반기 이후 보합 수준의 전월비를 기록했고, 2024년 11~12월은 전월비 +0.15%, +0.36% 수준의 상승률을 기록했다.

긴 시계열로 본다면 2024년 본격적인 회복을 준비하는 전환점이 되는 해로 기록될 것으로 기대된다.

섹터별 날씨는
조금 다름

다만, 섹터 별 양상은 조금 다른 것으로 나타났다.

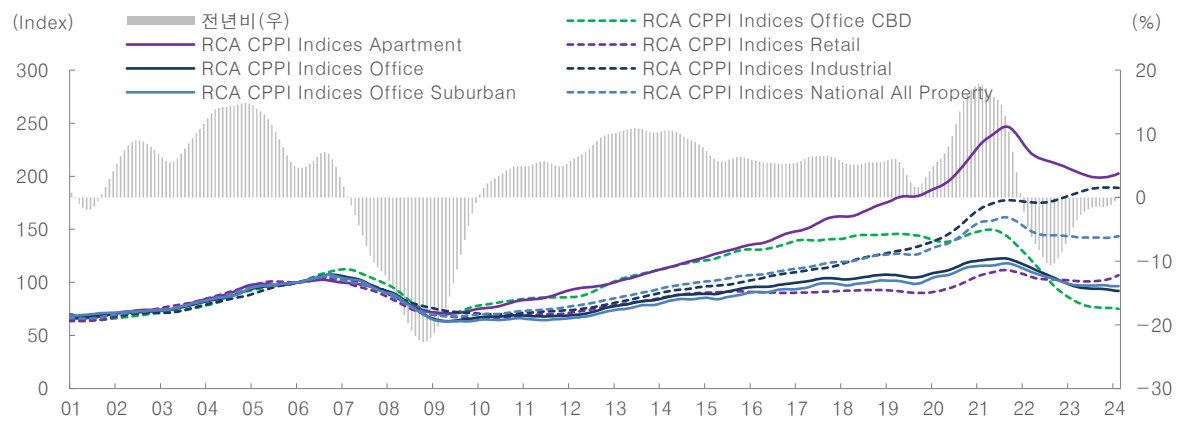
아파트 섹터는 2024년 -3.3% Index 하락을 기록하면서 2023년 (-9.98%) 대비 하락폭을 축소했고, 리테일 섹터는 2024년 +2.5% 상승을 기록하면서 -5.15% 하락한 2023년 대비 완전한 회복세에 진입했다.

오피스는 -4.9% 하락을 기록했는데 2023년 -15.9%를 기록한 것 대비 해서는 하락폭을 크게 축소했다. 다만, CBD 오피스는 2024년 -8.57%를 기록했고, 교외 오피스는 -2.14%를 기록 했다. CBD 오피스와 교외 오피스 모두 2023년 대비 하락폭을 축소하긴 했으나, 하락세를 이어나갔다.

반면, 산업(물류) 섹터는 2023년(+3.2%) 대비 상승폭을 확대하면서 +5.08%의 Index 상승을 기록했다. 섹터 별 공급 수준과 금리 인상 전 기저 가격레벨 그리고 임대 펀더멘털의 변화에 따라서 Index 성과 차이가 나타나고 있고, 이는 섹터 뿐 아니라 지역별로도 차별화가 나타나는 시기다.

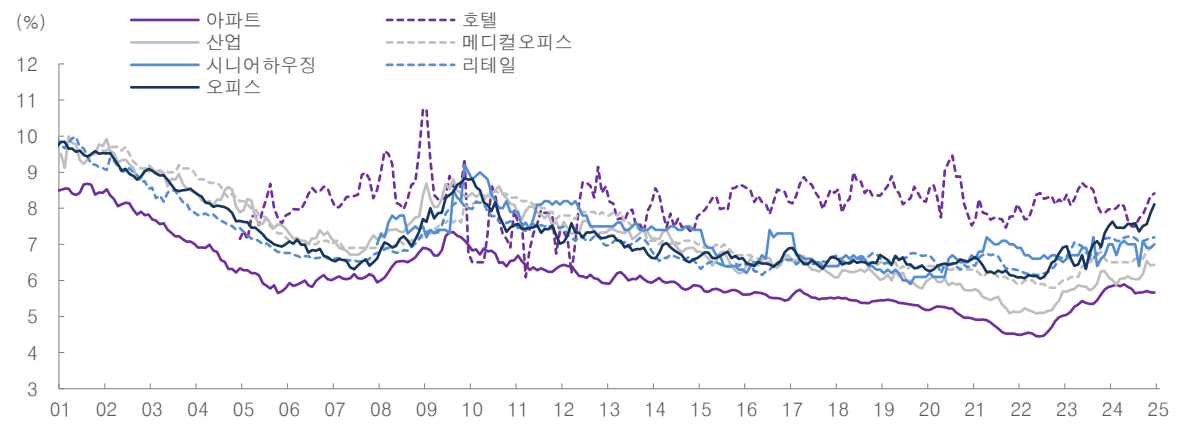
2024년은 시장 전반적으로 변곡적으로 기록 되는 동시에 섹터/지역별 차별화가 시작되는 해라고 볼 수 있겠다.

그림 1. RCA US CPPI Index 추이



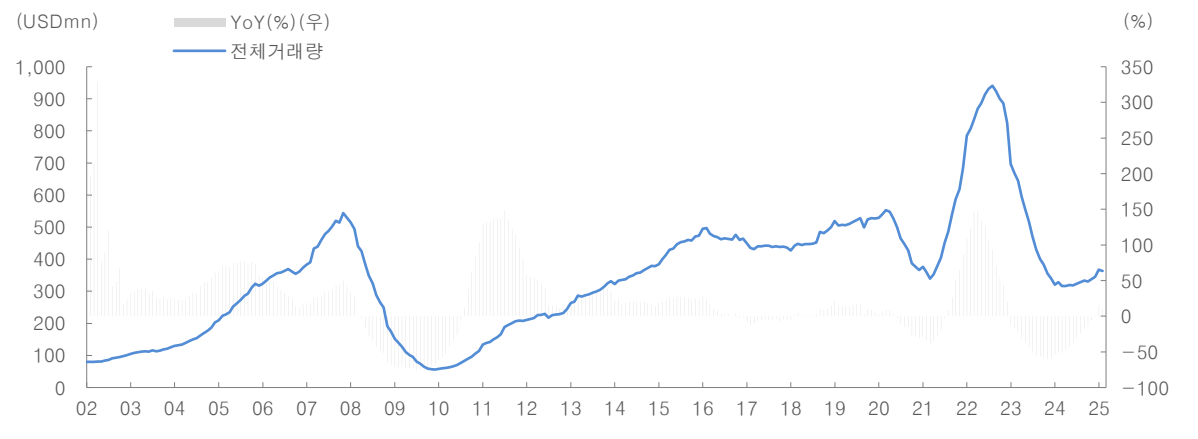
주 : 전년비는 National All Property Index 기준
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 2. 미국 섹터별 Cap Rate 추이



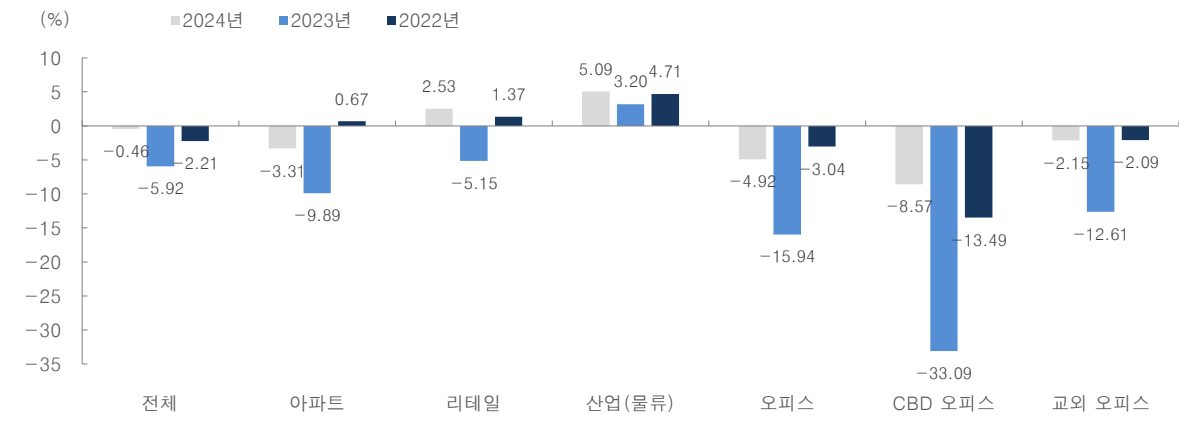
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국 상업용 부동산 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 4. 미국 상업용 부동산 연도별 Index 성과 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

금융환경 : 개선되나 속도는 느리다

변동성 높은 금리환경
금리 하락 체감 수준은
크지 않아

미국의 기준금리는 100bp 인하되었으나 시장금리 상황은 예상보다 개선 속도가 느리다. 금리인상 사이클이 종료되고 다시 인하 사이클이 본격적으로 시작 되고 나서도 고점과 저점이 2023년과 2024년과 2025년 1분기의 차이가 크지 않은 수준이다.

미국 국채 10년물 시장금리는 4% 후반 내외를 2023년에도 2024년에도 위협했고, 최근에도 다시 5% 가까운 수준까지 상승했다. 반면 하단 또한 3% 중반 내외 까지 내려오면서 변동성이 높은 상황이다. 회사채 금리 또한 23년 이후 변동성은 있으나, 일정 레인지 안에 있는 모습이다.

미국 주택 모기지 금리 또한 23년 4분기에 프레디맥 기준 30년 고정금리 기준으로 8%를 상회한 이후 안정화 되었으나, 하단이 여전히 6% 수준이고, 여전히 6% 후반대를 유지하고 있다.

금리의 고점 대비 개선은 되었으나, 금리 하락의 속도는 느린상황이다.

은행대출 증가세 둔화,
CMBS 연체율 상승
그러나 발행량은 증가

대출환경은 금리 고점 시기 대비 개선 되었고, 23-24년에 바닥을 지났다는 판단이다.

지표는 혼재되어 있다. 미국 은행의 대출을 살펴보면 부동산 외 대출의 경우 전년비 증가폭이 커지고 있는 반면 부동산 대출은 증가율이 지속적으로 둔화 되고 있다.

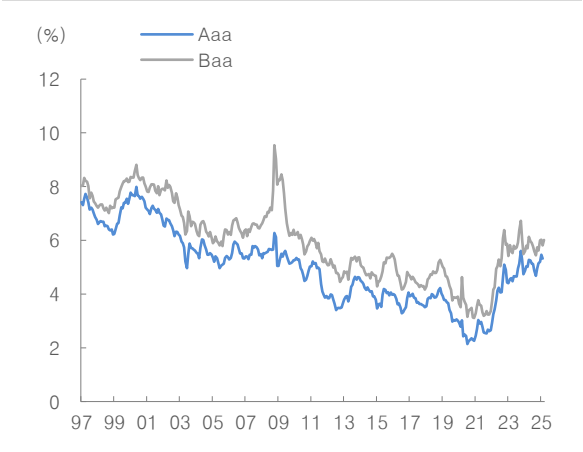
반면, 상업용 부동산 대출 상황을 살펴보면 지역은행 비중이 급격하게 2024년에 감소하였고, 그 자리를 CMBS가 채우고 있다. 반면, CMBS의 연체율은 지속적으로 증가하고 있다. 부동산 대출 부실화에 따른 대출 강화가 지역은행을 중심으로 2024년부터 본격적으로 나타났으나, 개선된 대출 투자 심리 및 Equity 투자 회피로 CMBS 발행량이 크게 증가했다. 반면, 기 발행된 CMBS의 연체 및 부실은 지속적으로 나타나면서 지표가 혼재되어 나타나고 있다는 판단이다.

그림 5. 미국 10년물 금리 추이



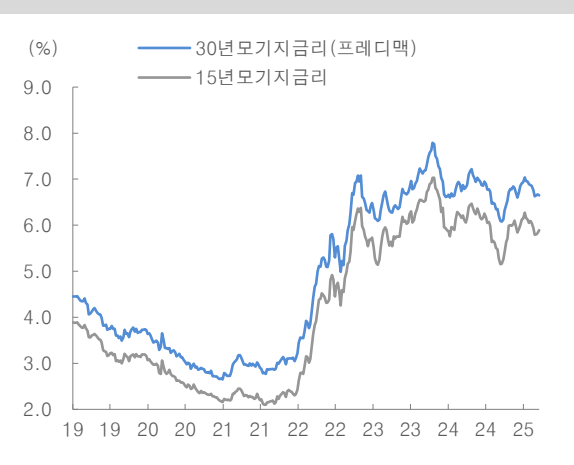
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 미국 회사채 등급별 금리추이



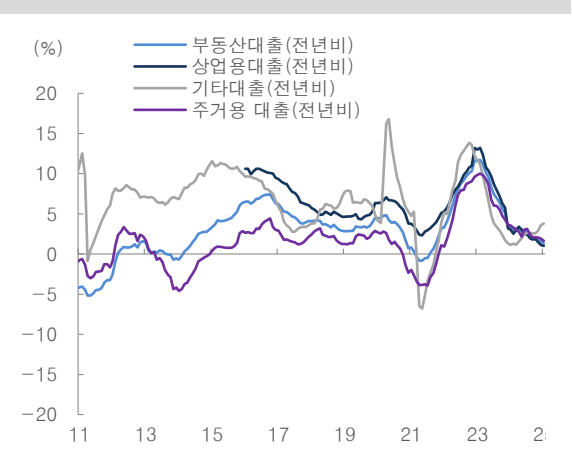
자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 7.미국 주택 모기지 금리 추이



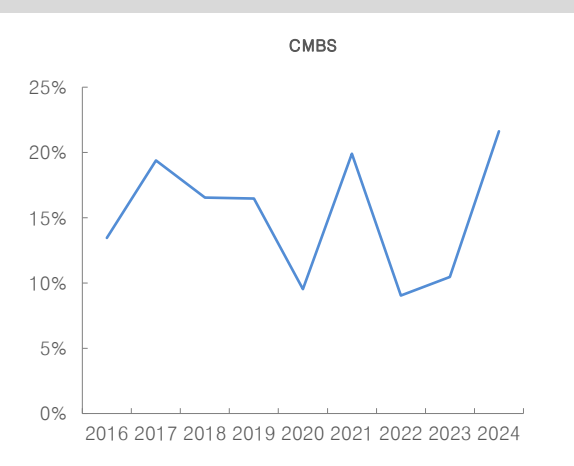
자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 8. 미국 은행 부동산 대출 추이



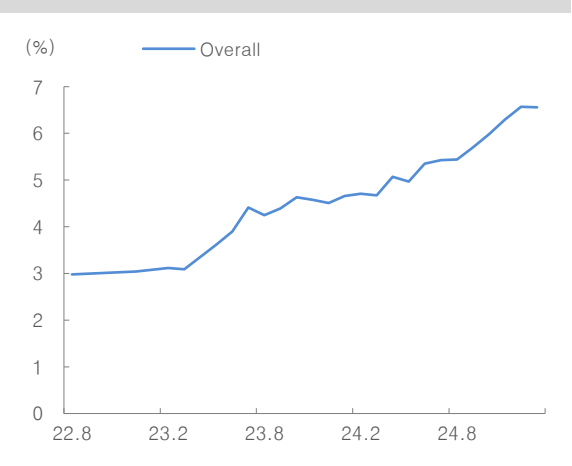
자료: FRED, 대신증권 Research Center

그림 9. 지역은행 빈자리 채우는 대출 비중



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 10. CMBS 연체율 추이



자료: Trepp, 대신증권 Research Center

금리만큼
중요한 것은
가격

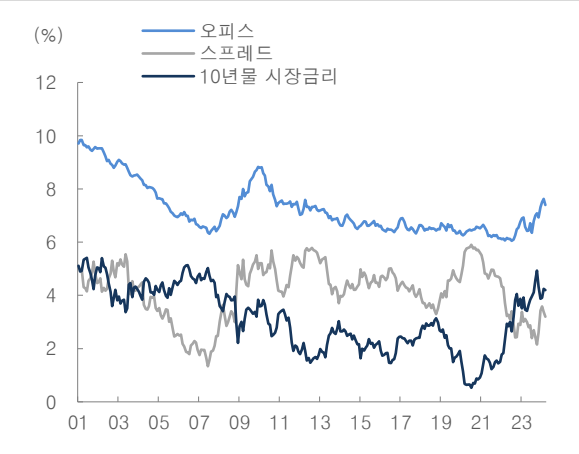
금리는 상업용 부동산 시장의 투자수익률을 좌우하는 핵심변수이긴 하나, 금리만큼이나 중요한 것이 가격레벨이다.

가격 조정이 거의 전 섹터에 있었고, 금리 변동도 컸고 자산 부실 이슈가 투자 및 대출 시장 전반을 흔들었던 부동산 자산은 더욱 그렇다.

스프레드는 대부분 최근 1~2년 전 대비 해서는 부담이 완화 되었으나 여전히 스프레드는 낮은 상황이다. 다만, 5~7년간 상식적인 수준의 금리 하락을 가정한다면 해볼만한 상황이기도 하다.

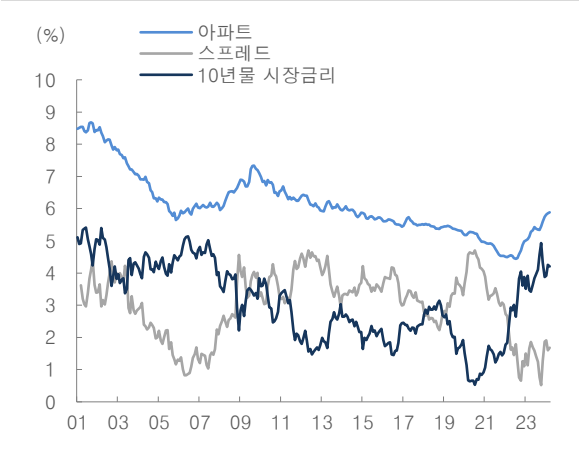
실제로 스프레드의 변동성은 높으나 거래량 회복이 나타나는 것은 개별 섹터/자산의 임대 펀더멘털에 따라 선별적인 투자가 시작 되었기 때문이다.

그림 11. 미국 오피스 CapRate 및 스프레드 추이



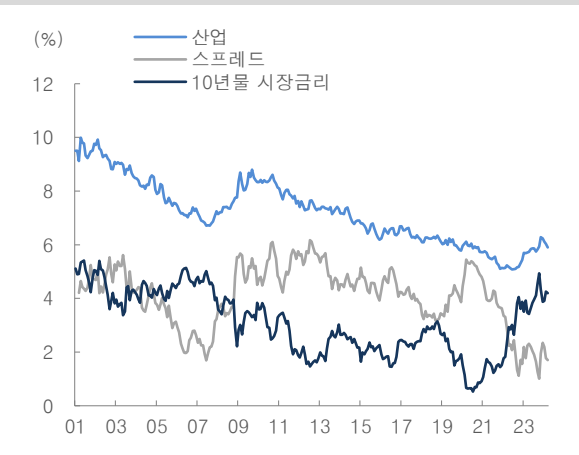
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 12. 미국 멀티패밀리 CapRate 및 스프레드 추이



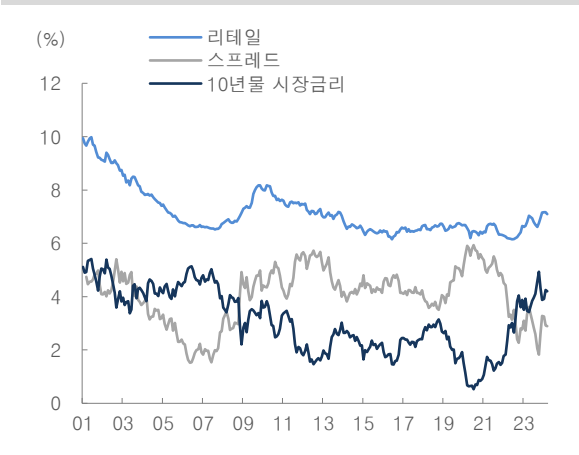
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 13. 미국 산업(물류) CapRate 및 스프레드 추이



자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 14. 미국 리테일 CapRate 및 스프레드 추이



자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Part 2.

Sector Review :

속도차이가 있을 뿐
방향은 회복

Part 2. Sector Review :

섹터마다 부침은 있으나, 방향은 회복

속도차이와 같은 방향

2025년은 2024년에 이어 회복을 지속할 것으로 기대된다.

다만, 섹터에 따라 바닥을 다지는 섹터와 완전한 회복세에 진입하는 차별화가 나타날 것으로 예상된다. 모멘텀 관점에서 섹터를 바라 본다면 전 섹터 모두 2024년 대비 2025년이 더 나은 흐름이 나타날 것으로 예상된다.

오피스는 낮아진 가격레벨이 산업(물류) 섹터와 멀티패밀리리는 견조한 수요와 공급과잉 해소가 리테일은 구조조정 끝에 살아남은 자산들만이 누릴 수 있는 임대 수요가 지속되면서 투자시장에도 훈풍이 나타날 수 있다.

여전히 소비의 시대

인플레이션과 금리 상승 이후 나타난 글로벌 부동산 시장의 핵심 키워드는 ‘소비’다.

수십여년간 나타난 금리 하락세에 올라타 매각 차익을 누릴 수 있었던 ‘투자’의 시대에서 ‘소비’의 시대로 패러다임이 바뀐 추세는 지속 될 것으로 보인다.

소비의 시대에서는 적당한 자산을 트레이딩 하여 매각 차익을 내서는 안전 자산 대비 초과 수익률을 충분히 낼 수 없는 만큼, 임차인의 공간 소비 니즈를 해석할 수 있는 눈이나 자산을 통해 초과 임대수익을 낼 수 있는 오퍼레이팅 역량이 중요한 시대다.

저금리 시기 트레이딩 위주 딜을 했던 운용사는 어려움을 겪겠지만, 데이터센터, 시니어 하우징 등 오퍼레이터들의 약진은 지속 될 것으로 예상된다. 이러한 관점에서는 미국 시장은 대안을 찾기 좋은 시장이다.

또한, 자본환원율의 압축이 초과성과를 갖고 오기 보다는 임대 펀더멘털의 모멘텀이 자산가치를 증가시키는 국면인 만큼 섹터/지역 별 차별화가 나타날 수 밖에 없고, 심지어 자산의 미시입지 및 상부구조물 특성에 따라서도 성과 차이가 커질 것으로 예상된다.

2025년의 리스크와 기회

올해는 미국 정부의 관세 관련 정책 변동성과 이로 인한 금융/경기 환경의 변화는 예의 주시할 필요가 있다.

트럼프 정부의 온쇼어링 정책은 장기적으로 부동산 펀더멘털에 우호적으로 작용할 가능성이 높으나 경기 둔화는 리테일 및 멀티패밀리의 회복을 지연시킬 가능성이 있고, 인플레이션과 금리 상승은 시장 전반에 대한 위협이 되겠지만, 오피스와 멀티패밀리의 투자 시장에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

관세 관련 정책이 미국 투자를 증가 시키고 금융환경과 경기를 크게 위협하지 않는 수준으로 지나간다면 부동산 전반의 수요를 증가시키는 결과로 이어질 것으로 기대된다.

오피스 : 부실의 주역 그러나 회복의 시그널은 보인다.

임대 發, 금리 發
악재 가격에 반영 된
시점

미국 오피스 섹터는 최근 몇 년간 나타난 상업용 부동산 부실의 핵심섹터다. 금리 인상/상승으로 상업용 부동산 부실 뿐 아니라 그 이전부터 재택근무로 인한 수요 구조 변화로 금리發이 아닌 임대發 이슈로 부실이 발생했기 때문이다. 다만, 임대 이슈가 시작 된 지 벌써 만 5년이 지났고, 금리 이슈가 발생한지 3년 가까운 시간이 흐른 만큼 악재가 가격에 상당히 반영된 시점이라 판단한다.

Cap Rate는
상승 중

미국 오피스의 전국 Cap Rate는 7.68% 수준이며, CBD 오피스는 8.01%, 교외 오피스는 7.44% 수준이다(RCA 분기 데이터 기준). 월간 거래 평균 Cap Rate로는 24년 12월 말 기준으로 CBD 오피스는 7.1%이고, 교외 오피스는 7.3% 수준을 기록했다.

팬데믹 이전 5%대의 CBD 전국 Cap Rate를 고려하면, 가격 레벨의 조정 또한 상당히 나타났다. 임대 펀더멘털의 훼손과 금리 상승으로 인한 가격레벨의 조정이 동시에 나타난 결과다.

여전히 늘어나는 공실
속도는 둔화

공실률은 여전히 높아지고 있으나, 속도는 둔화 되고 있다.

4Q24 미국 오피스 공실률은 13.9% 수준이며, CBD 오피스 공실률은 20.5%, 교외 오피스 공실률은 11.9%다. 4분기까지도 임대율이 높아지고 있으나, 속도는 둔화되고 있다. 신규 임대면적이 증가세에 있으나, 여전히 감평이 나타나고 있고 비중은 크지 않으나 신규 공급이 있어, 공실률은 높아지고 있다. 25년중에 피크아웃이 예상된다.

거래량은 반등

2024년 오피스 거래량은 반등했다.

RCA를 기준으로 2024년 642.5억 달러를 기록했다. 이는 2023년 대비 +21.4% 증가한 것이나, 팬데믹 이전(2008-2019년) 평균 1,024억 달러 수준과 비교 해서는 여전히 적은 수준이다. 인상적인 부분은 24% 수준까지 감소했던 CBD 오피스 거래 비중이 24년 4분기 31.9%까지 증가했다는 점이다.

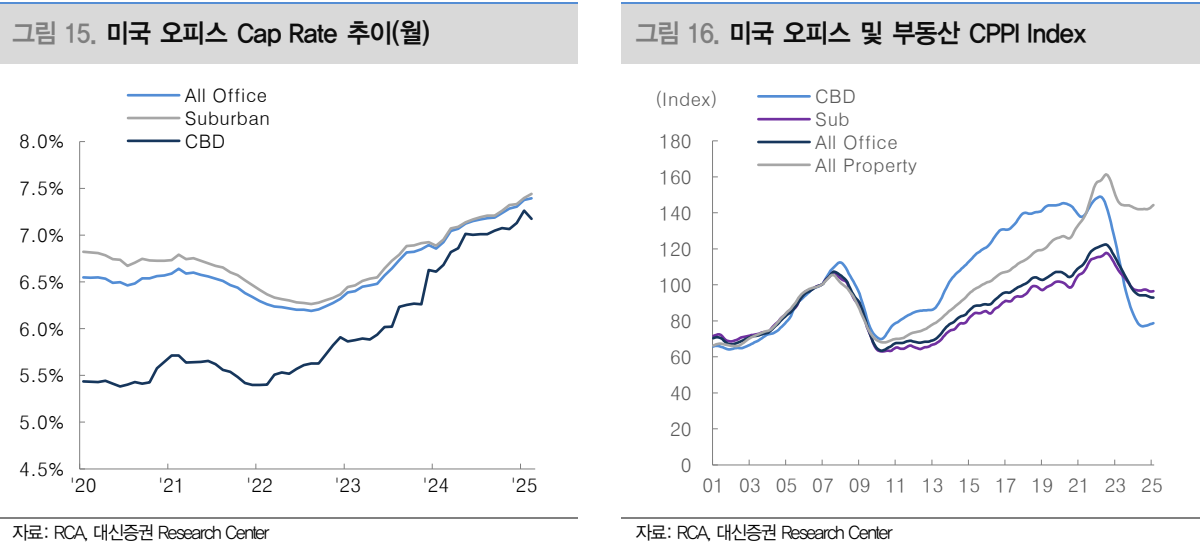
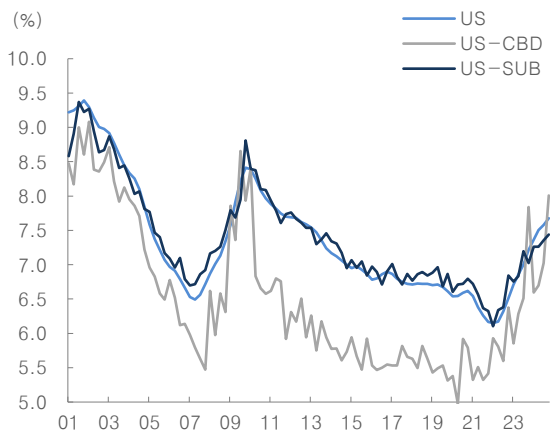
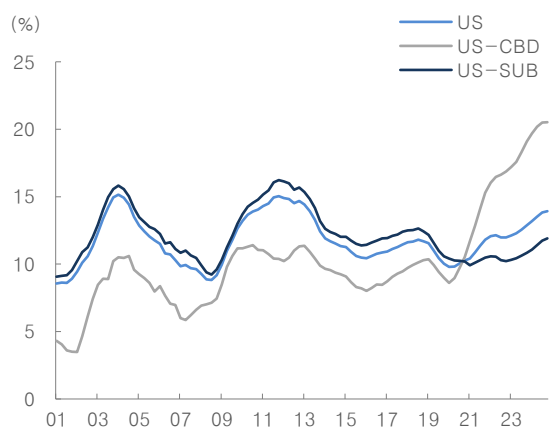


그림 17. 미국 오피스 Cap Rate 추이(분기)



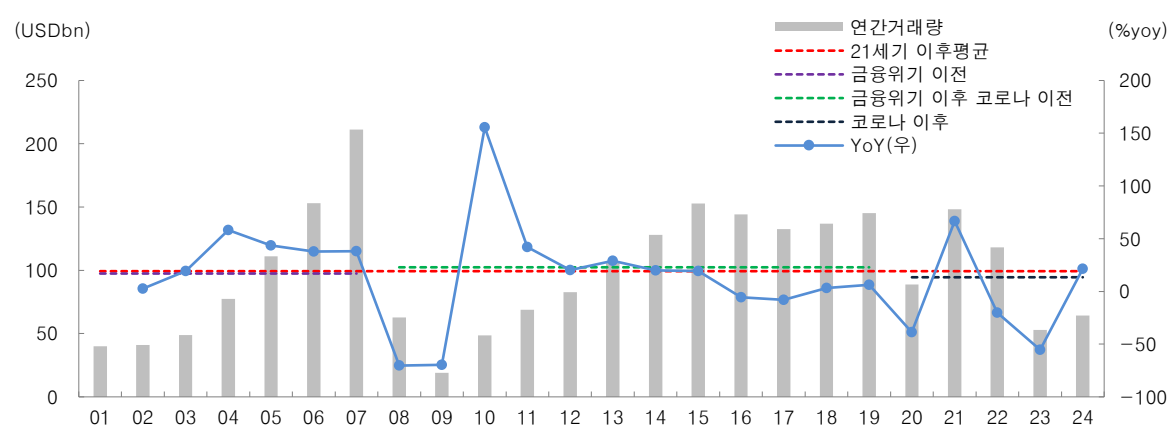
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 18. 미국 오피스 공실률 추이



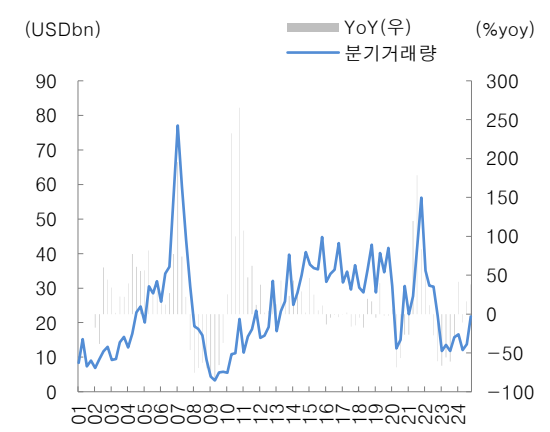
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 19. 미국 오피스 거래량 추이



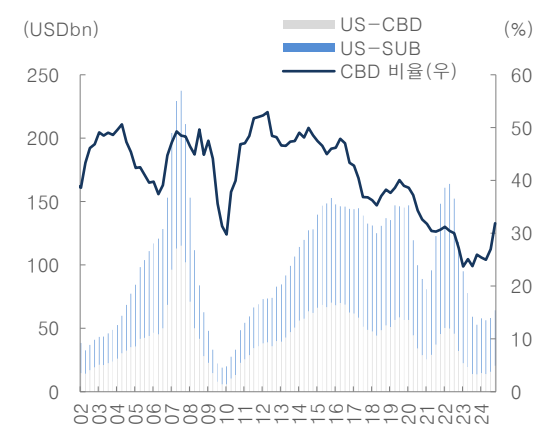
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 20. 미국 오피스 분기 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 21. 미국 CBD/교외 오피스 거래량 및 비율 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

오피스 : 수요는 돌아오나 자산별 차별화 지속, 구조적 변화는 인정해야

임대 활동은 회복세

임대활동은 꾸준히 회복세다.

JLL에 따르면 24년 4분기는 2021년 4분기 이후 처음으로 순흡수량이 양(+)전 한 시기였다. 이는 팬데믹 이후 점유율이 증가한 두 번째 분기였다. CBRE의 순흡수 또한 유사한 흐름을 보였고, 이러한 추세라면 25년도 순흡수가 연간으로 크게 증가할 것으로 기대되는 상황이었다. 그러나 2025년 초부터 순흡수는 음(-)전 했다.

그러나, 2025년 1분기 순흡수가 -810만 제곱피트가 발생했는데, 이는 연방 정부 임대계약 해지 등으로 크게 음전했다. 다만, 24년 1분기 -2천만 제곱피트 대비해서는 크게 감소했다.

구조적 변화 고려해도
수요 회복 가능성

수요가 팬데믹 이전 수준까지 회복하기는 어려울 것으로 보이나, 수요단에서의 위협적인 요인은 크지 않은 편이다. 현재 레벨 정도의 오피스 출입률이 2년 가까운 기간동안 지속 되고 있는 만큼 임대시장의 원천인 오피스 사용률의 추가적인 하락이 나타날 가능성은 크지 않다.

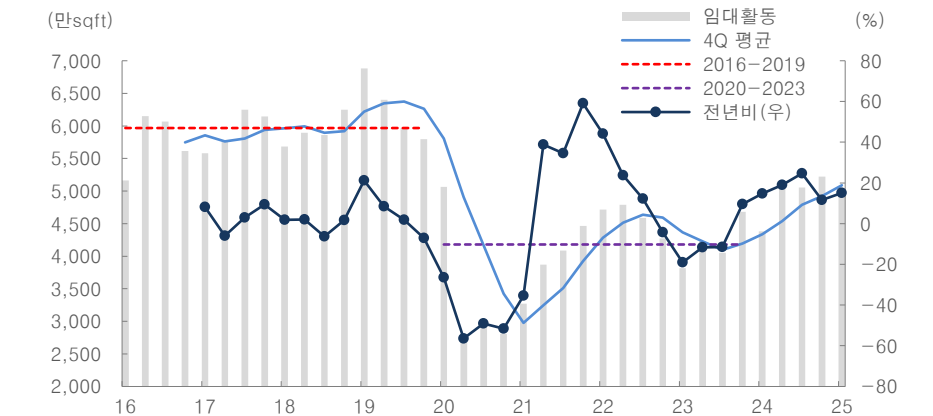
실제로 임차인의 감평기조의 피크는 지나갔다는 판단이다. CBRE의 임차인 서베이에 따르면, 24년 조사에서 향후 3년간의 임대 변화에 대한 설문에서 감평보다는 증평의사가 더 높은 것으로 나타났고, 25년부터는 감평과 증평이 상쇄되는 시기로 판단된다.

수요는 양극화

반면, 오피스 시장의 양극화가 커질 것으로 예상된다.

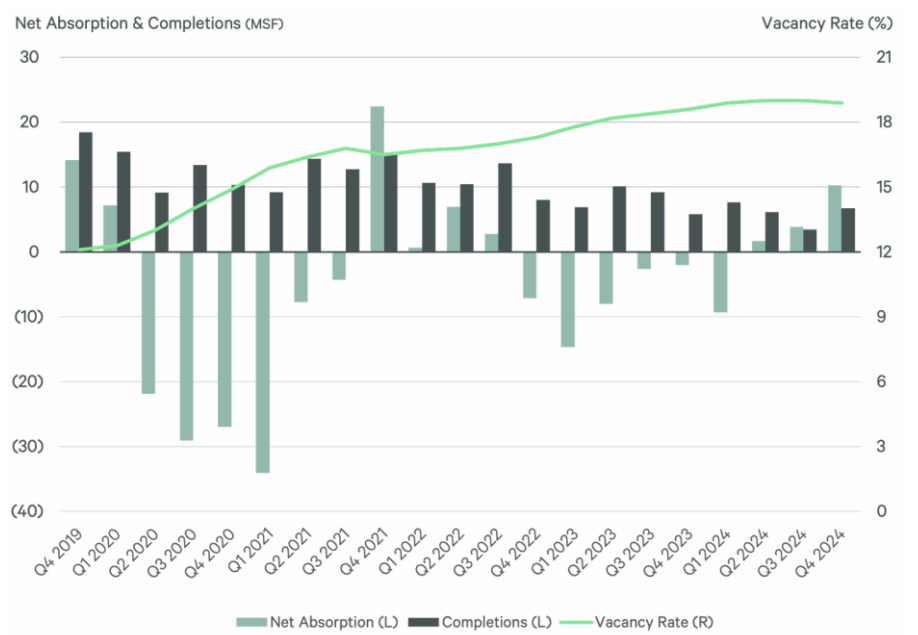
CBRE는 1.74억 평방피트 규모가 전대공간으로 할인된 가격에 임대 시장에 나온것으로 추산한다. 공실레벨 또한 낮지 않은 상황이다. 양극화는 한국 부동산 시장에서도 일부 관찰되는 현상이기도 하며, 전반적인 펀더멘털 악화가 나타날 때, 투자 시장이든 공간 시장이든 나타날 수 있다(투자 시장은 가격레벨과 지불 가능한 제층 등과 연계 되어 있다). 실제로 오피스의 CapRate 범위가 커졌고 이는 임대 펀더멘털에 의해 좌우 될 가능성이 크다.

그림 22. 오피스 임대 활동 추이



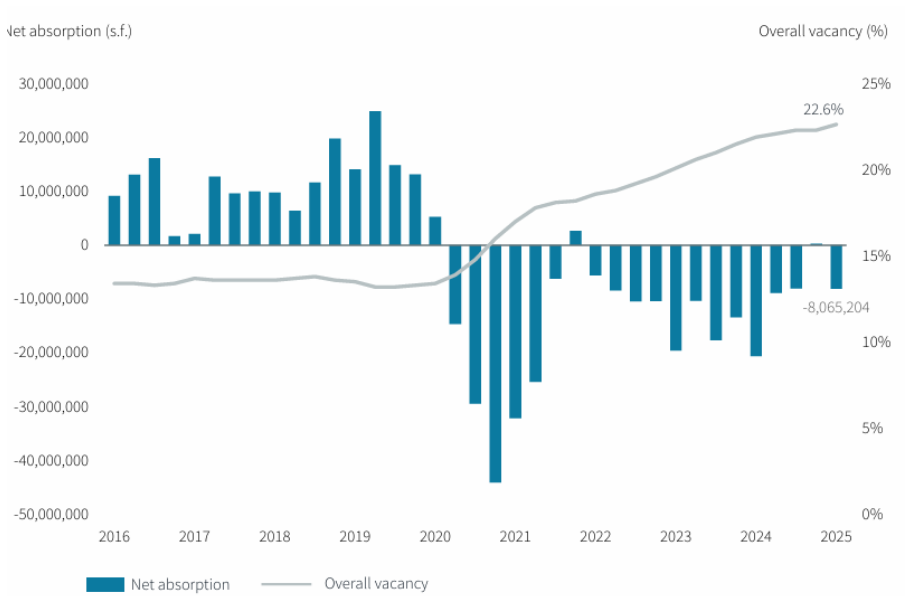
자료:CBRE, 대신증권 Research Center

그림 23. 오피스 순흡수 및 공실률 추이(CBRE)



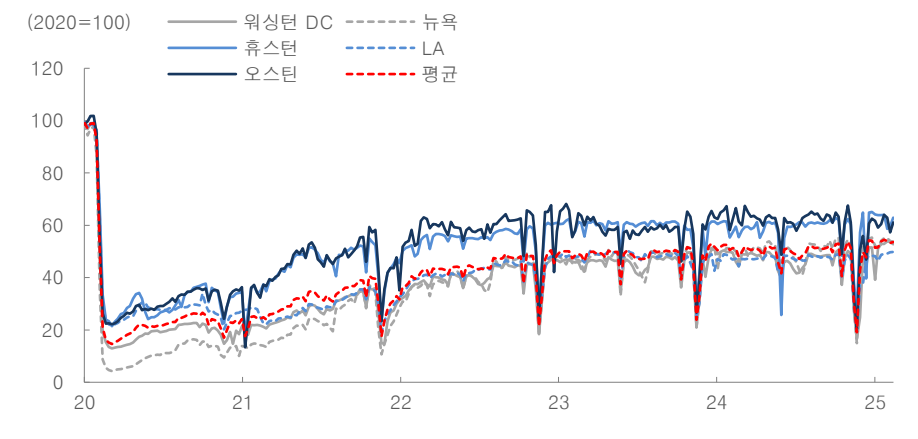
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 24. 오피스 순흡수 및 공실률 추이(JLL)



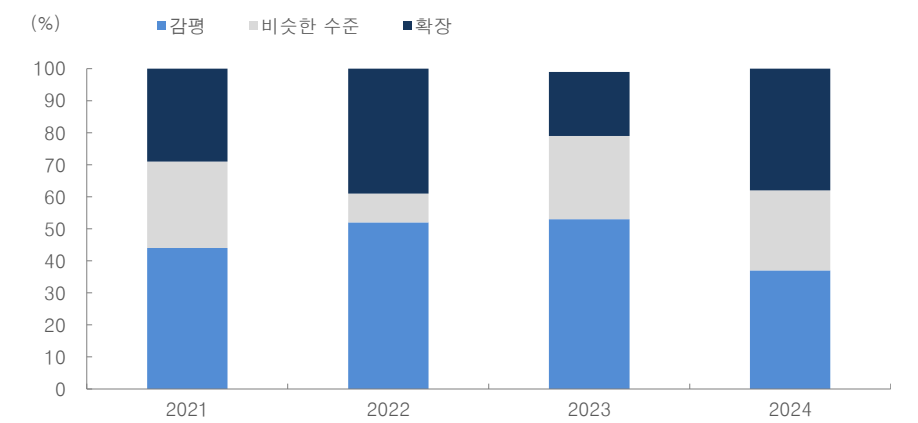
자료: JLL, 대신증권 Research Center

그림 25. 미국 오피스 출입률 추이, 예전으로 돌아갈 수는 없으나 하방 경직성 확인



자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 26. 향후 3년간 예상 포트폴리오 규모 변화



주 : 조사시기 2024년 5월
자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

그림 27. 미국 섹터별 Cap Rate 상한 하한 차이, 오피스 양극화를 시사



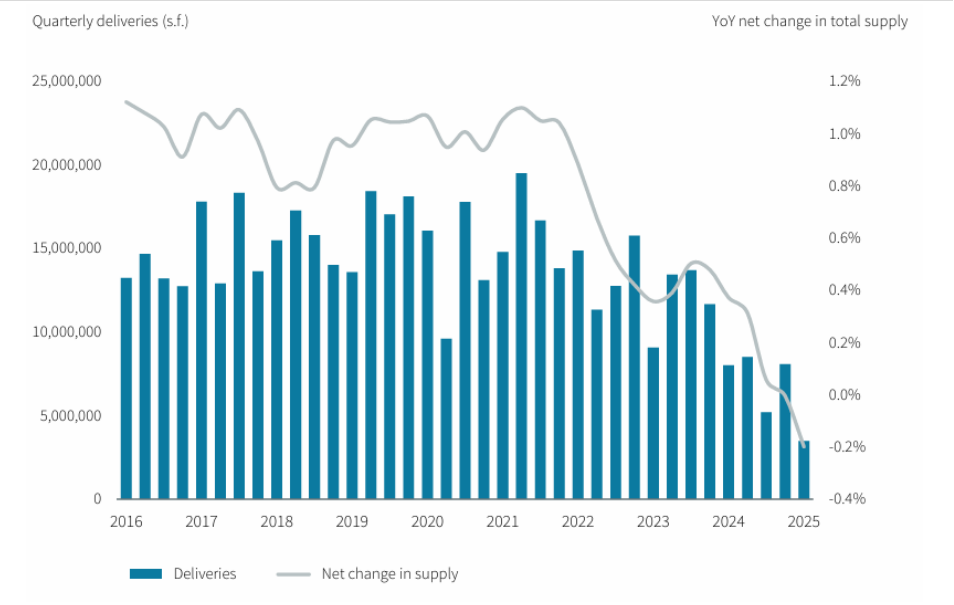
자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

오피스 : 공급 감소를 넘어 일부 시장에서 재고 감소 기대

공급감소는
당연한 수순

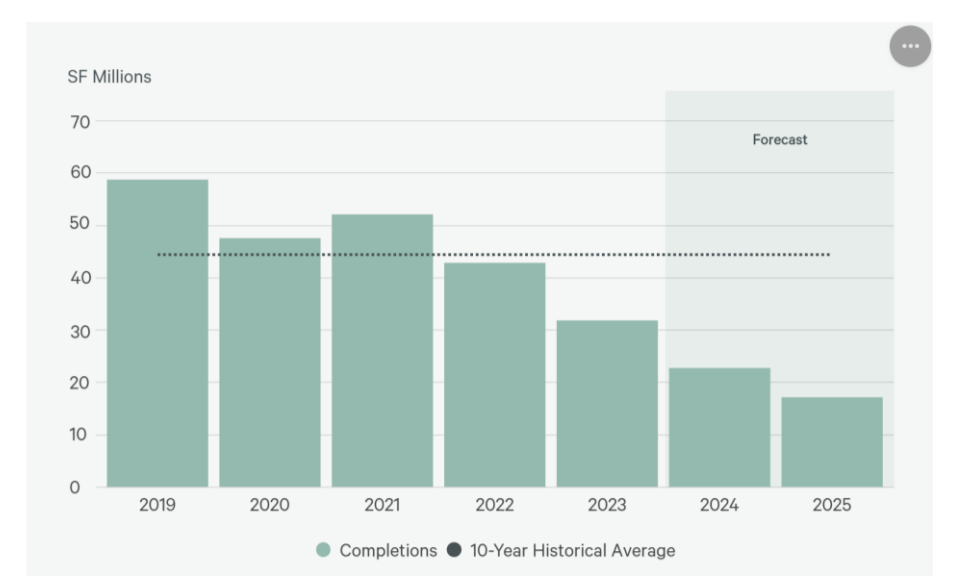
오피스 공급은 감소세다. 어떻게 보면 공급감소는 자연스러운 현상이다. 최근 10여년을 통틀어 가장 낮은 수준의 공급이 유지되고 있으며, 이러한 현상은 당분간 지속 될 것으로 예상된다. 문제는 오피스 임대시장 상황이 공급감소만으로는 회복에 상당기간이 소요될 것이라는 점이며, 다행인점은 컨버전을 통한 재고감소가 기대된다는 점이다

그림 28. 오피스 공급 추이(JLL)



자료 : JLL, 대신증권 Research Center

그림 29. 오피스 공급 추이(CBRE)



자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

오피스 컨버전

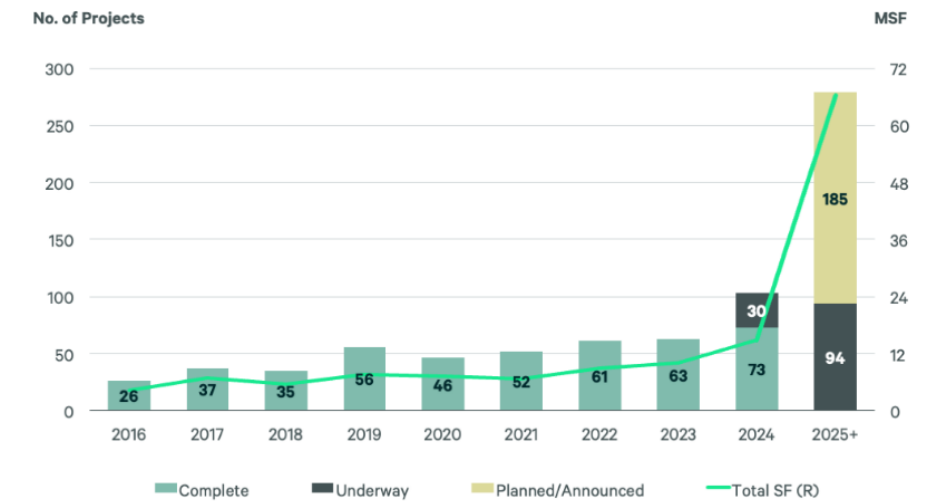
CBRE에 따르면, 오피스 컨버전은 2024년 100여 건이 진행되었다(3Q24 기준 73개 완료 연말까지 30개 완료예정으로 추정). 24년 3분기 말기준 사무실 재고량의 1.7% 수준인 7,100만 평방피트가 전환을 계획하거나 진행중이다. 전환 프로젝트가 완료 됨에도 불구하고, 신규 프로젝트가 진행되면서 진행중인 프로젝트의 수는 유지되고 있다.

진행중인 프로젝트는 멀티패밀리 74%, 호텔 8%, 생명과학 6%, 산업(물류) 4%, 기타 9%로 전환 된다.

클리블랜드
뉴욕
샌프란시스코

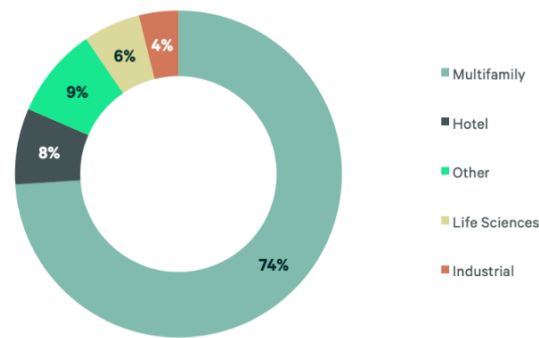
오피스에서 주거로 용도전환이 가장 활발하게 이뤄지고 있는 도시는 클리블랜드이며, 뉴욕과 샌프란시스코 또한 컨버전이 활성화 될 것으로 예상된다. 컨버전의 활발함은 오피스 펀더멘털의 약화 정도로 판단할 수도 있지만, 거꾸로 회복의 속도와 다른 섹터의 펀더멘털의 건조함을 측정하는 지표로도 활용가능하다.

그림 30. 미국 섹터별 Cap Rate 상한 하한 차이, 오피스 양극화를 시사



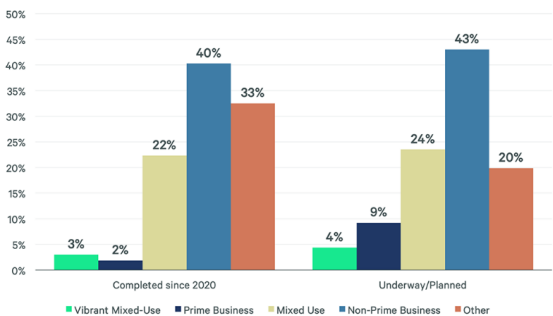
자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

그림 31. 오피스 전환 현황



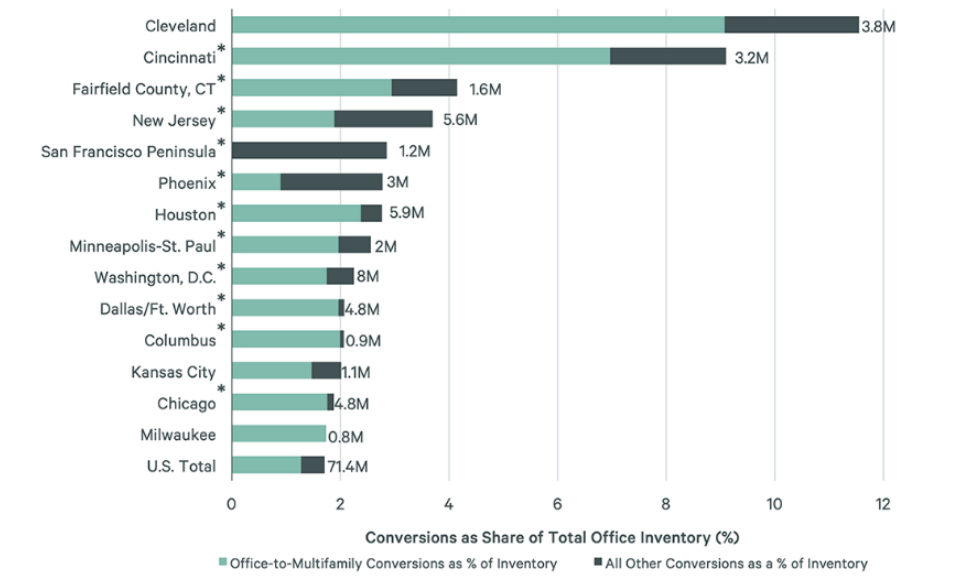
자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

그림 32. 미국 오피스 전환 완공(좌) 진행중(우)



자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

그림 33. 오피스 전환 프로젝트



자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

Pearl House
160 Water Street

Pearl House(160 Water Street, Financial District, Manhattan)는 최근 진행된 오피스 컨버전 프로젝트다. 젠슬러(Gensler)가 설계하고 밴 바튼 그룹 (Vanbarton Group)이 개발한 이 프로젝트는 24층 건물의 난간 위에 3개 층을 증축하고, 525,000제곱피트(약 52,500제곱미터) 규모의 오피스 공간을 개조하여 스튜디오부터 투룸까지 다양한 구조의 588개 임대 유닛과 다양한 편의시설로 전환된다. 개조 공사의 일환으로 커튼월은 재시공되고, 개폐식 창문, 스펀드럴, 멀리언이 설치되어 새로운 외관을 보완했다.

90 John Street

90 John Street Financial District, Manhattan 는 1932년 린턴 & 리셀, 스프링스틴 & 골드해머가 설계하여 준공된 자산으로, 2008년에 리모델링을 거쳐 새롭게 단장한 로비, 24시간 건물 출입, 현장 관리 시스템, 건물 내 주차장, 그리고 플랫폼 스트리트에 위치한 화물 출입구를 갖추고 기타 편의시설로는 도어맨, 건물 내 세탁 시설, 옥상 데크, 그리고 피트니스 센터를 보유하고 있는 오피스 자산이었다.

이 건물은 미국 최대 규모의 비상장 부동산 그룹 중 하나인 모이니안 그룹(Moinian Group)이 보유 운영하고 있는데 뉴욕 오피스 자산의 용도전환에 적극적이다. 이 프로젝트는 뉴욕시의 ‘Office Conversion Accelerator’ 프로그램의 일환으로 진행되었다. 총 29층 221세대로 전환 되었다.

용도전환
1.38억 스퀘어피트
758개 자산

2016년 이후, 미국 전체 오피스중 71.9백만 스퀘어피트의 오피스가 컨버전이 되었다. 평균적인 준공연도는 1959년이었으며 평균 연면적은 15만 스퀘어피트 수준이었고 총 479개의 오피스가 전환되고 있다. 도심과 교외의 비중은 반반정도 분포한다.

그리고 현재 계획 건설 단계에 있는 오피스 컨버전 물량은 66.3백만 스퀘어피트 수준이며, 이 자산들의 평균 준공연도는 1963년이고 평균 연면적은 23.7만 스퀘어피트 수준이며 자산수는 279개 수준이다.

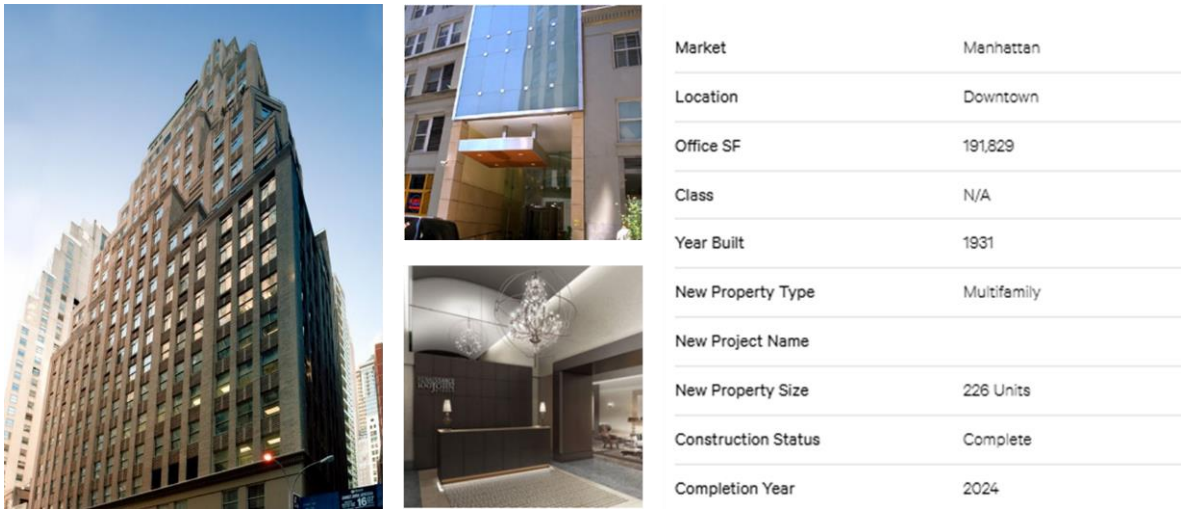
그림 34. 맨하탄의 오피스의 주거 전환 프로젝트 160 Water Street



Market	Manhattan
Location	Downtown
Office SF	481,969
Class	N/A
Year Built	1972
New Property Type	Multifamily
New Project Name	
New Property Size	588 Units
Construction Status	Complete
Completion Year	2024

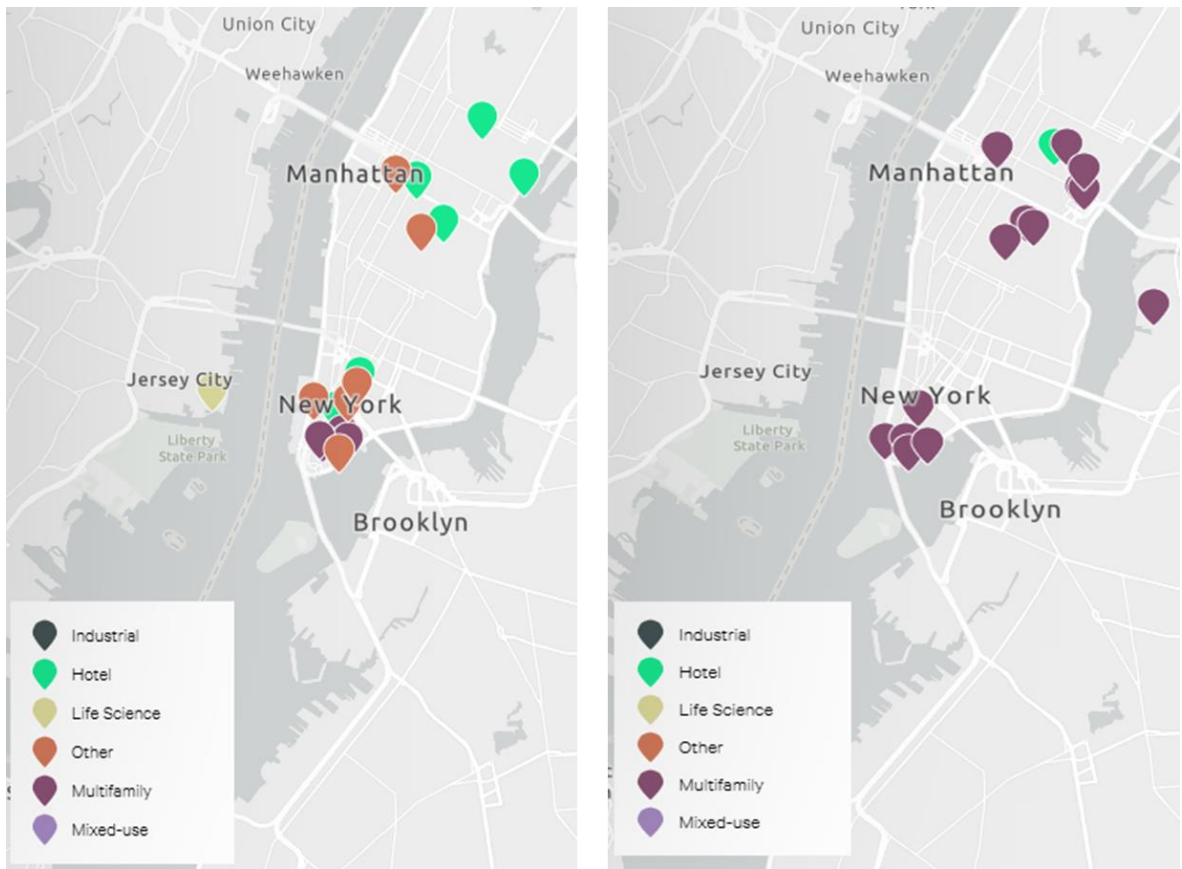
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 35. 맨하탄의 오피스의 주거 전환 프로젝트 90 John Street



자료: RCA, 대신증권 Research Center

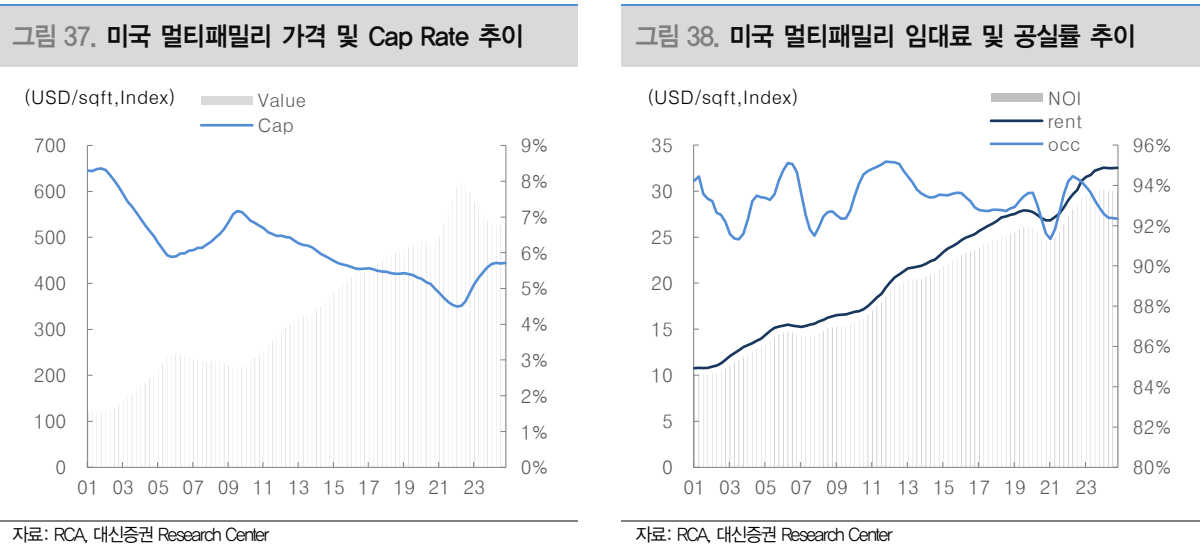
그림 36. 맨하탄의 오피스의 전환 프로젝트(좌:완공자산, 우: 공사중인자산)



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 : 끝나가는 공급사이클 여전히 견조한 수요

최근 2년 잠시 흔들	멀티패밀리는 지난 10여년간 미국 상업용부동산 시장에서 가장 선호받는 섹터이자 향후에도 당분간은 높은 선호도를 지속 될 것으로 기대되는 섹터다. 2021-2022년 강력한 임대 펀더멘털을 보인 이후 2023년 이후 대규모 신규 공급과 금융환경 변화로 시장은 조정국면에 진입했다.
Cap Rate 안정화	RCA에 따르면 미국 전국 멀티패밀리 CapRate는 5.72%로 23년 말 대비 소폭(+12bp) 증가 했으나, Cap Rate의 상승폭은 크지 않은 것으로 나타났다. 금리 레벨이 유지만 된다면, 가격레벨의 추가적인 하락은 나타나지 않을 것으로 생각된다. 현재의 가격레벨은 2015~2016년 수준이다. 금리 상승에 따른 가격레벨 조정은 마무리 되어가고 있다는 판단이다. 현재 수준의 시장금리 레벨이 유지된다면, 가격레벨의 급격한 조정이 있을 가능성은 높지 않다. 24년 멀티패밀리의 CapRate는 소폭 상승했지만, 상대적으로 안정적인 흐름을 유지했고, 25년 중에 CapRate 고점을 기록한 이후 변환점을 만들 가능성이 높다.
임대 안정화	집계사마다 차이는 나나 RCA에 따르면 멀티패밀리 공실률은 2분기부터 정체 되고 있다. 2Q24 7.61%, 3Q24 7.63%, 4Q24 7.65%로 정체되고 있다. CBRE의 집계로는 공실률이 4.9%로 2Q24를 고점으로 공실률이 하락한 것으로 나타났다. 전국 평균임대료는 보험(YoY +0.4%) 수준이었다(RCA). CBRE의 집계로도 월 임대료가 전년비 +0.5% 상승했다.



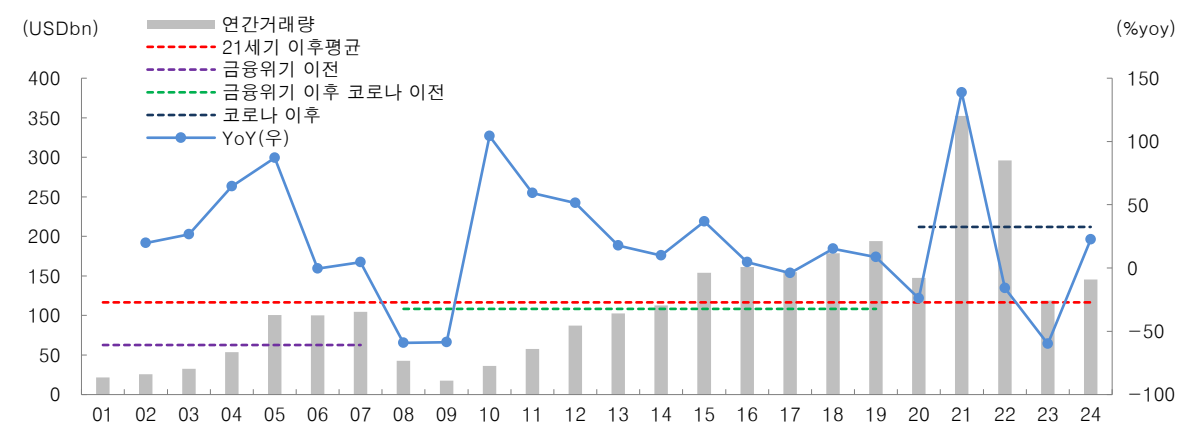
거래량 회복세

거래량은 회복세다.거래량은 23년 큰 폭(약 -60% 수준)으로 감소 했으나 24년에는 전년비 +22.5% 증가한 1,453억 달러를 기록했다. 2019년 거래량은 1,940억 달러였고, 2020년에는 1,475억 달러였다. 거래량 최대치인 2021년에는 3,521억달러를 기록했다.

4대섹터내 거래비중은 39.6%를 기록했다. 2023년 36.7%까지 감소했던 비중이 회복 된 셈이다. 2021년에는 45.6%까지 증가했다. 23년 감소세에는 우량 리테일에 대한 투자 비중이 증가했기 때문으로 해석된다.

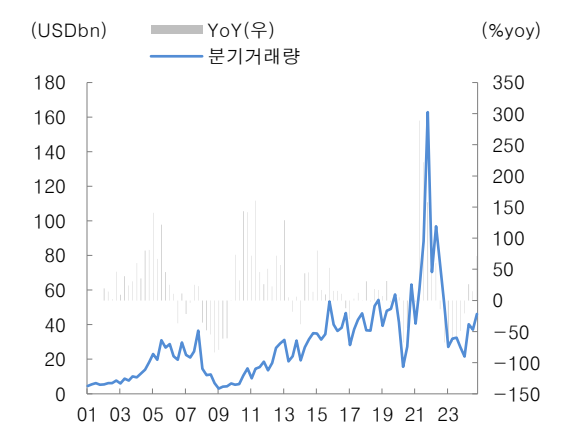
지역별 거래량은 LA, 뉴욕, 델러스 순으로 나타났다. 2024년 거래에서 가장 눈에 띄는 지역은 LA지역이다.

그림 39. 미국 멀티 패밀리 거래량 추이



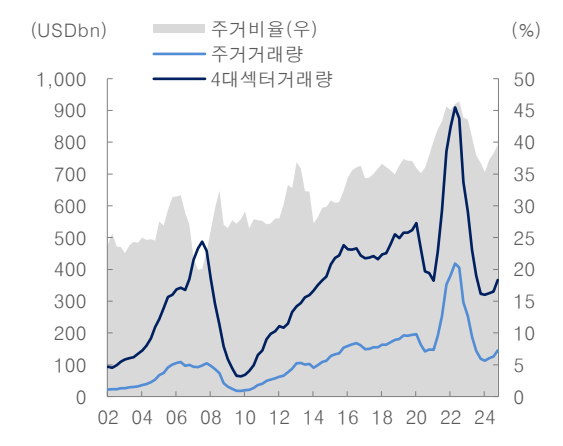
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 40. 미국 멀티 패밀리 분기 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 41. 미국 멀티 패밀리 거래량 및 비중 추이



주 : 12개월 누적 거래량 기준(4대 섹터 : 주거, 오피스, 산업(물류), 리테일)
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 : 이제는 공급 감소 사이클

2024년 순흡수가
신규공급을 상회

CBRE에 따르면 2024년 미국 멀티패밀리 시장은 3년만에 신규공급을 상회하는 순흡수가 나타났다.

공급이 적었던 것도 아니다. 2024년 멀티패밀 공급은 45만 유닛으로 이는 십여년만에 최고치다. 팬데믹 시기 멀티패밀리 호황으로 공급이 지속되면서 2022년과 2023년에도 역대급 공급이 나타났는데 순흡수량이 이에 미치지 못하면서 공실률이 증가했다.

그러나, 2024년에는 최근 10여년간 2021년(61.7만 실)에 이어 두 번째로 높은 52.1만 실의 순흡수가 나타나면서 신규공급을 상회했다.

가장 강한 공급사이클
지나는 2025년

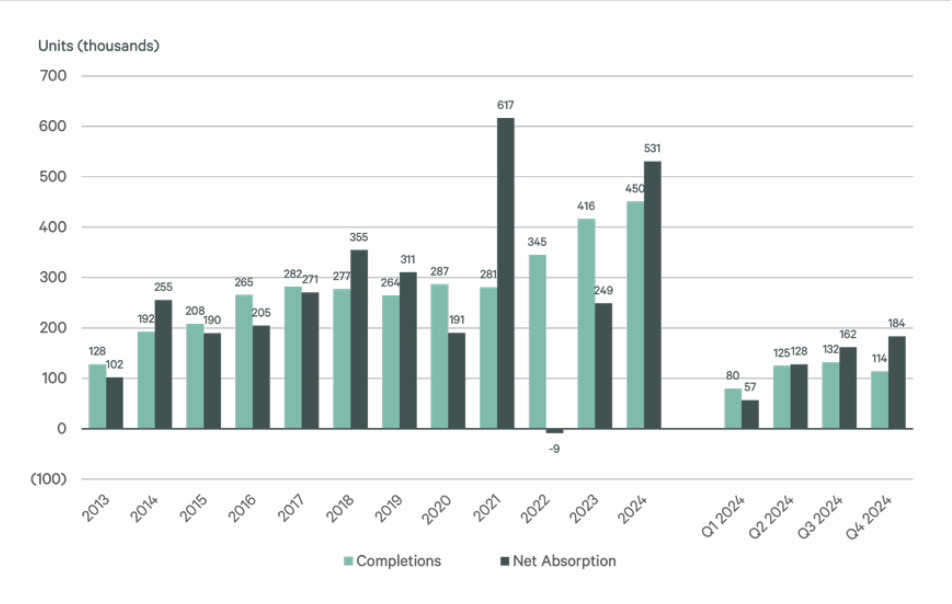
최근 미국의 멀티패밀리 공급은 지난 오십여년 동안 가장 큰 공급사이클이었다고 볼 수도 있겠다. 이러한 신규 공급의 대부분인 선벨트 지역과 마운틴 지역에 집중 되었고, 일부 지역의 경우 3년만에 재고가 20% 이상 증가 했다.

다만, 이러한 공급과잉 지역 중 일부 지역은 공급 정점이 지나갔고, 일부 지표들의 회복으로 이어지고 있다. 2025년에는 이러한 회복세가 확장될 것으로 기대된다.

CBRE는 공급 파이프라인이 가장 큰 16개 시장을 집계했는데 이미 10개 지역이 공급 정점에 도달한 상태에서 2025년을 맞이했다. 샬럿, 포트로더데일, 피닉스, 롤리, 리버사이드, 샌안토니오와 같은 지역은 2025년에 공급 정점에 있을 것으로 예상된다.

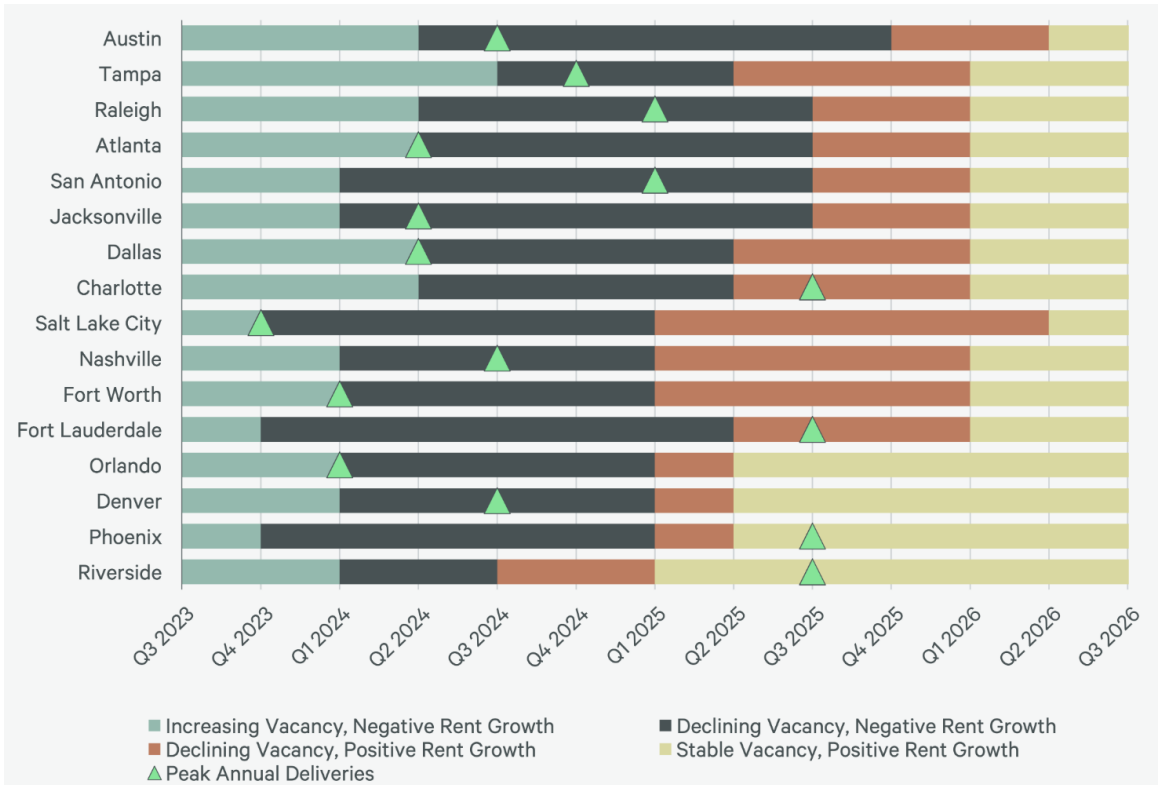
매크로 환경상 현재 상황에서 2026-2027년에 공급이 더 증가할 것으로 보기는 어렵다.

그림 42. 멀티 패밀리 공급 및 순흡수



자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

그림 43. 멀티 패밀리 공급과잉으로 임대 펀더멘털 악화 및 시장의 안정화 전망



자료 : CBRE, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 : 투자자들의 마음속에 있는 최선호 섹터 멀티패밀리

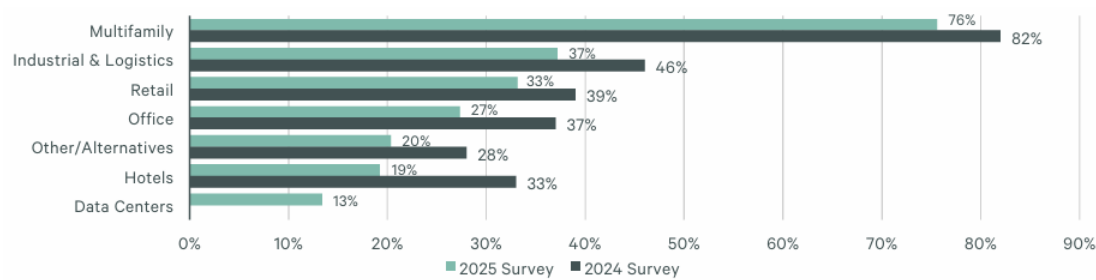
최선호 섹터 유지 멀티패밀리는 지난 10년간 미국 상업용 부동산 시장의 주연이었다 해도 과언이 아니다.

투자자들의 선호도는 계속 되고 있다. 2025년 CBRE 투자자 서베이에 따르면 76%의 투자자들이 멀티패밀리에 투자중이라고 밝혀, 작년 조사(82%) 대비 소폭 감소하였으나, 2 위 섹터인 산업(물류)섹터 37%를 압도 했다.

투자 예정 섹터 서베이도 비슷한 흐름이다. 2025년 멀티패밀리에 투자 예정인 투자자는 72%로 전년대비(75%) 소폭 감소했으나, 여전히 압도적으로 높은 지지를 받고 있는 섹터다.

견조한 배후시장 흐름 멀티패밀리 투자에 대한 높은 선호는 배후시장인 주택시장의 견조함에 있다 할 수 있겠다. 멀티패밀리 뿐 아니라 확장적인 의미의 레지덴셜(시니어하우징, 기숙사, 코리빙 등)의 임대료는 주택시장의 영향을 받을 수 밖에 없다. 미국 주택시장은 여전히 6%중후반에 달하는 모기지 금리에도 불구하고 23년 2월 이후 꾸준히 전월비 상승을 기록하고 있다(금리 인상에 전월비 하락을 기록한 시기는 7개월에 불과).

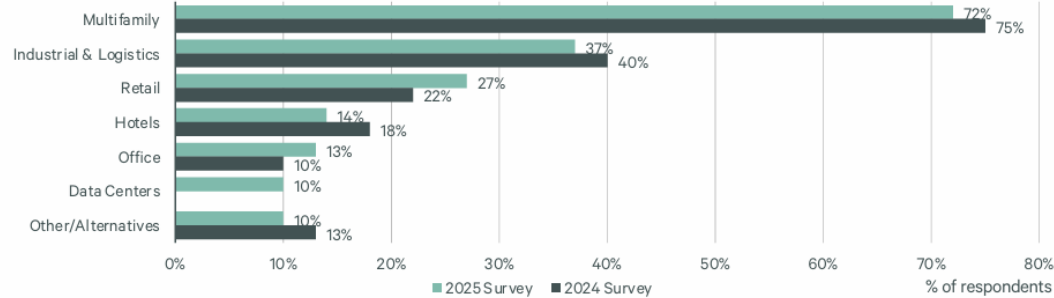
그림 44. 미국 투자자 서베이, 현재 투자중인 섹터



*Others include self-storage, multi-sector, life science and single-family rentals. Data Centers were included in Other/Alternatives category in 2024 survey.

자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 45. 미국 투자자 서베이, 2025 투자 예정 섹터



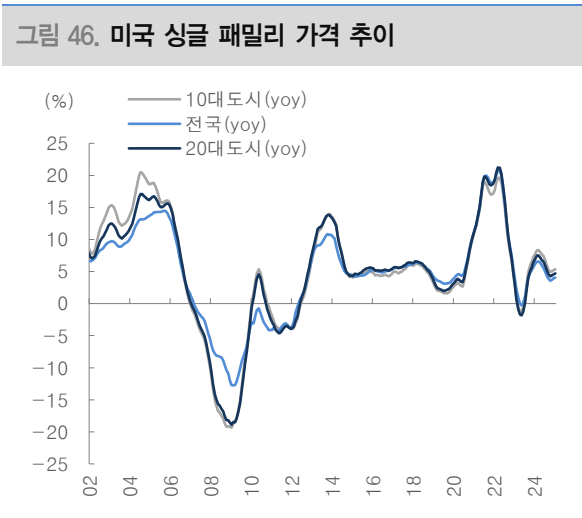
*Others include self-storage, multi-sector, life science and single-family rentals. Data Centers were included in Other/Alternatives category in 2024 survey.

자료: CBRE, 대신증권 Research Center

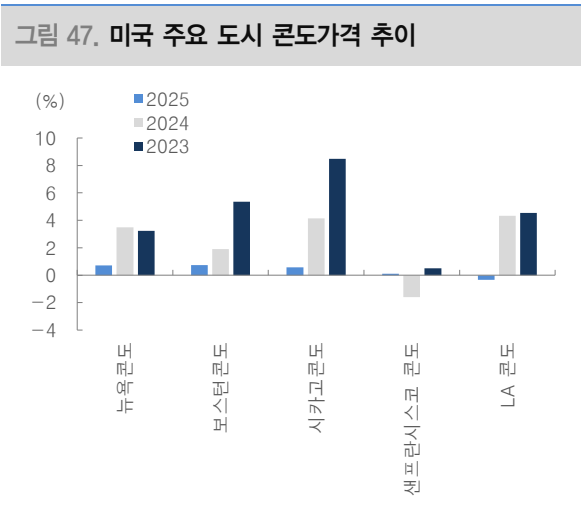
멀티패밀리 수요는
금리와 주택가격과
임대료의 함수

CBRE에 따르면, 2024년 3분기 기준 신규 주택담보대출 평균 상환액이 아파트 평균 임대료보다 35% 높다. 주택 가격, 금리, 임대료 상승률 전망을 고려할 때 향후 몇 년간 주택 구매 프리미엄이 낮아질 것으로 예상되나, 임대 수요는 유지 될 것으로 기대된다.

금리가 하락하고, 주택 가격 상승률이 저조하며, 임대료 상승률이 가속화됨에 따라 모든 시장의 구매 비용 프리미엄은 향후 5년 동안 감소할 것이며, 오스틴과 로스앤젤레스는 전국에서 구매 비용 프리미엄이 가장 높은 도시로, 두 도시 모두 평균 임대료의 2.5배가 넘는다. 향후 5년 동안 프리미엄은 감소하겠지만, 구매 비용은 임대 비용의 두 배 이상 일 것이며, 피닉스, 솔트레이크시티, 내슈빌과 같은 고성장 시장은 향후 5년간 가장 큰 프리미엄 하락을 경험할 것으로 예상된다. 이는 평균 이상의 임대 수요와 다세대 주택 건설 감소로 인해 임대료 상승이 가속화될 것이기 때문이다.

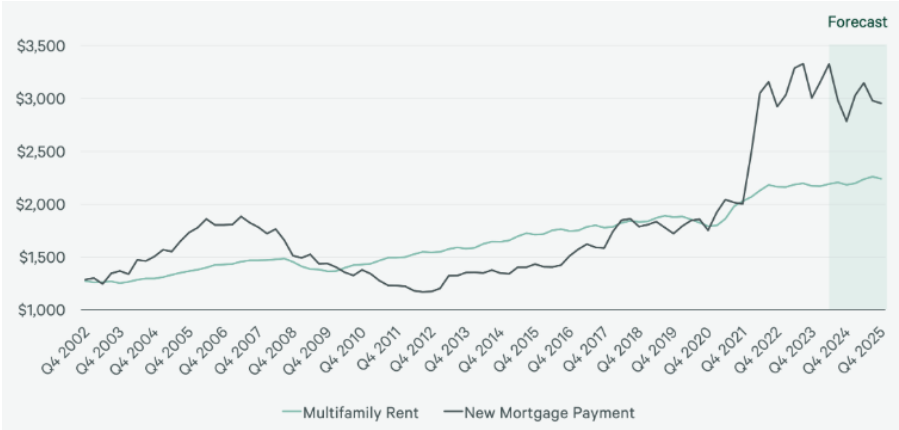


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 48. 멀티 패밀리 평균 월 임대료와 모기지 월 지불액 예측



자료:CBRE, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 : 미국도 공급 정책은 시동, 그러나 시간은 소모

트럼프의 공급책

올해 초(25.1.22) 트럼프 대통령은 주택 부담 완화 개혁을 포함한 대통령 명령에 서명했다. 주택 비용 절감과 주택 공급 확대에 중점을 두고, 미국 가정에 긴급 가격 감면을 제공하는 것이 목적이다. 국내 주택 정책 스타일로 살펴보면, 공급정책이다.

정책은 1) 규제완화, 2) 공급확대, 3) 토지 이용 효율화 촉진, 4) 민간 참여 장려 등이다. 연방 기관들이 주택 건설 비용을 불필요하게 증가시키는 규제를 파악하고 철폐하도록 하고, 행정부는 규제 간소화를 통하여, 건설 비용을 절감하고 주택공급가격을 낮추는 것으로 지향한다. 또한, 신규 주택 개발에 대한 인센티브 제공 등을 제공하고자 한다.

다만 싱글패밀리존 유지 포지션

미국의 만성적인 주택 부족 환경의 원인을 싱글 패밀리 구역(Single-family zoning)으로 지목하는 전문가들도 많은데, 이는 도심 인근 교외지역을 중심으로 광대한 싱글 패밀리 구역이 지정되어 토지의 효율적 활용이 되지 않고 소수만이 거주 가능하기 때문이다.

이에, 오바마 정부 시절부터 일부지역을 중심으로 이러한 구역 규제를 완화하려는 움직임이 있었으나 트럼프의 경우 트럼프 1기 시절 오바마의 구역 완화책인 AFFH(Affirmatively Furthering Fair Housing)를 폐지한바 있다. 오바마의 AFFH는 지방 정부가 연방보조금을 받기 위해서는 일정 요건을 갖추기를 요구했는데, 트럼프의 폐지로 인하여 구역 정책의 결정권은 다시 지방정부로 가게 되었다.

트럼프는 과거에도 “totally destroy the beautiful suburbs. Suburbia will be no longer as we know it. So they wanted to defund and abolish your police and law enforcement while at the same time destroying our great suburbs.” 라는 발언을 하며, 구역 정책을 옹호한 바 있다.

싱글 패밀리 구역 유지를 옹호하는 것은 해당 지역의 부담가능한 중저가 멀티 패밀리/콘도가 들어설 경우 해당 지역의 집값이 떨어질 수 있어, 지역 중산층 유권자 표심에 부정적이기 때문. 지방정부 차원에서 구역 완화책이 나오기 어려운 것도 이러한 맥락이다.

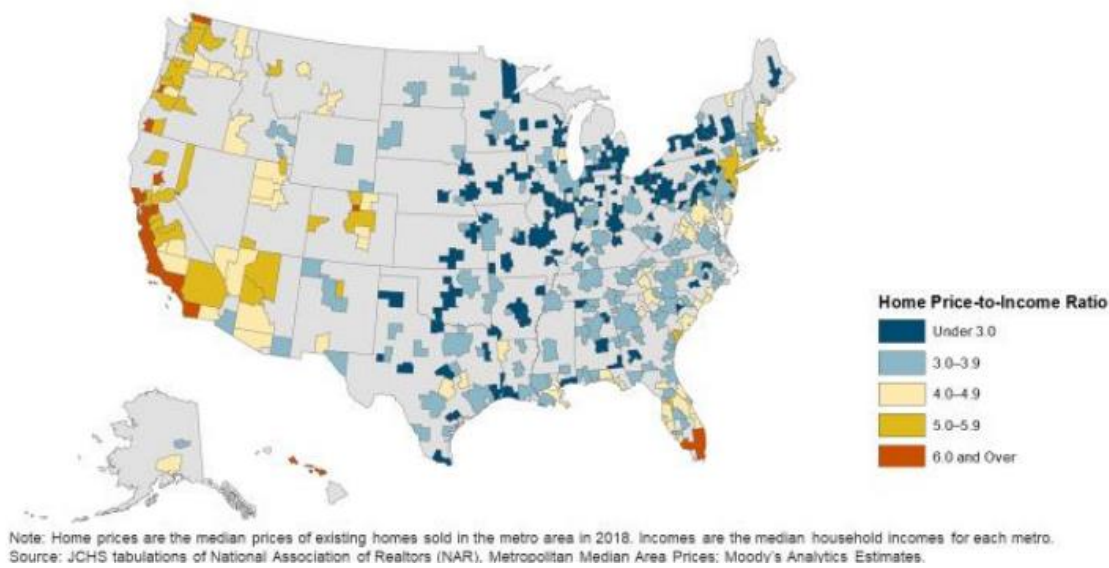
따라서, 트럼프 집권 2기에도 교외지역의 싱글 패밀리 구역은 유지 될 가능성이 높고, 현상황과 유사한 상황이 지속될 것으로 전망된다.

공급규제 완화하나 미국내 구조적 이슈 잔존

정리하면, 트럼프 정부는 소득대비 높아진 집 값 레벨 등을 고려하여 전반적인 공급 증가를 위해 규제완화 및 연방 부지 제공 등을 할 것으로 예상된다.

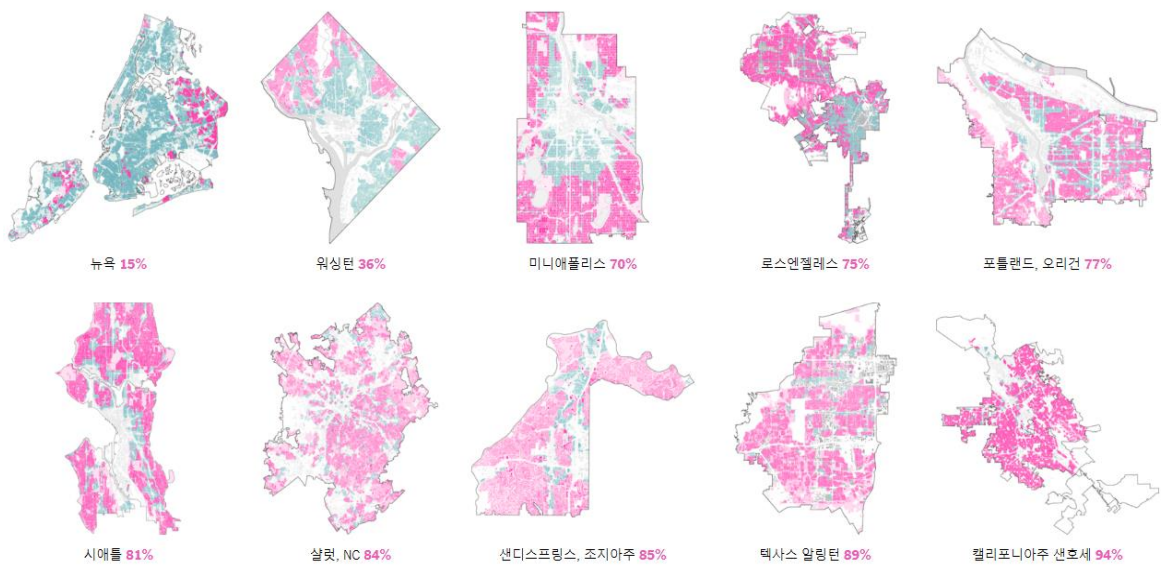
다만, 미국의 구조적인 주택 부족의 원인이라 할 수 있는 싱글패밀리 존 해제에는 소극적이고 공급정책이 시장에 영향을 미치기 까지는 상당한 시간이 걸릴 것으로 예상된다.

그림 49. 미국 지역별 소득대비 집 값 레벨



자료: HUD,NAR, Joint Center for Housing Studies of Havard University, 대신증권

그림 50. 미국 주요 도시의 싱글-패밀리 구역 비율, 뉴욕과 워싱턴을 제외하면, 압도적으로 높은 상황



자료: NewyorkTimes, UrbanFootprint, 대신증권 Research Center

산업(물류) : 공실이 조금 더 늘겠지만...

이커머스의 수혜자 산업(물류) 섹터는 이커머스의 성장을 바탕으로 꾸준히 성장해온 자산이다. 성장의 원동력이 이커머스였던 팬데믹 시기에 오히려 더 높은 성장 속도를 보였다.

다만, 금리 상승과 공급증가의 영향으로 전반적인 조정이 나타났고, 지역별로 임대 펀더멘털의 차별화가 나타났다. 가격레벨 조정과 공실률 증가가 모두 나타났다. 그러나, 신규 공급은 완화 되고 있고 이러한 경향성은 향후 몇 년간 지속 될 것으로 보인다. 또한, 높아진 금리레벨에 따른 가격 조정도 어느 정도 끝났다는 판단이다.

Cap Rate 2014년까지 7%를 상회했던 전미 산업(물류) 섹터의 Cap Rate는 2015년 초부터 6%대에 진입하고, 6.02%의 CapRate로 팬데믹을 맞이하였고, 2022년 1분기 5.15%까지 Cap Rate가 하락했다. 그러나 그 이후 꾸준히 상승하면서 24년 말 6.33%까지 상승했다.

대규모 공급 사이클이 진행되고 있었으나, 구조적 수요 성장 국면에 있었고 상대적으로 안정적인 임대율을 보이고 있었던 이유로 Cap Rate 확대폭을 상대적으로 잘 방어했다.

면적 당 가격은 회복세다. 2023년 전년대비 -2.87%까지 하락을 보였던 거래가격이 2024년 4분기 전년대비 +4.09%까지 상승했다. 팬데믹 시기 가장 높은 상승률은 2022년 1분기 전년대비 +22% 상승률을 기록했다.

공실증가, 임대료증가 거래량 감소 공실률은 증가하고, 임대료는 높아지고 있다. 이러한 현상은 임대펀더멘털 악화로 임대료 조정이 나타나고 공실이 증가하고 있는 것이 아니라, 신규 공급으로 인하여 사용가능한 재고가 증가했다는 관점에서 살펴보는 것이 좋을 것으로 생각된다. 2024년에도 전년대비 임대료 증가율이 4분기 전체가 7%를 상회했다. 2024년 거래량은 오히려 2023년 대비 감소했다.

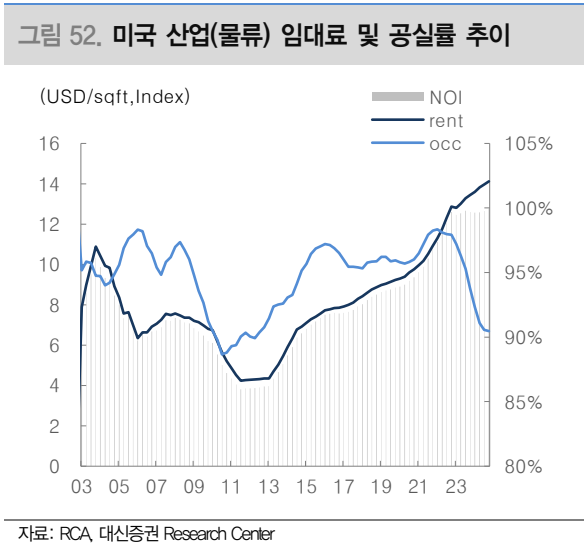
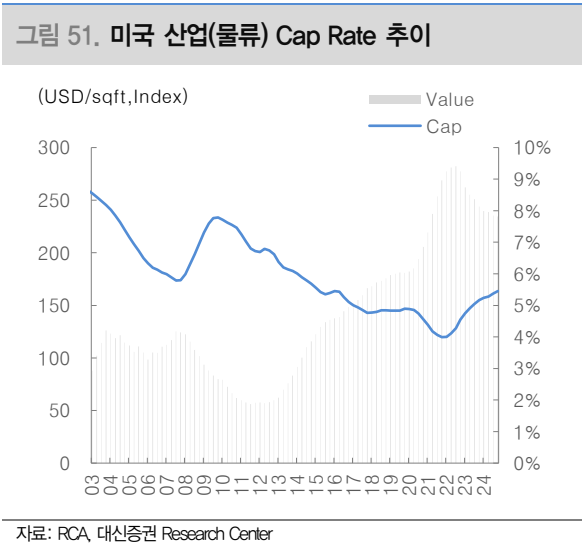
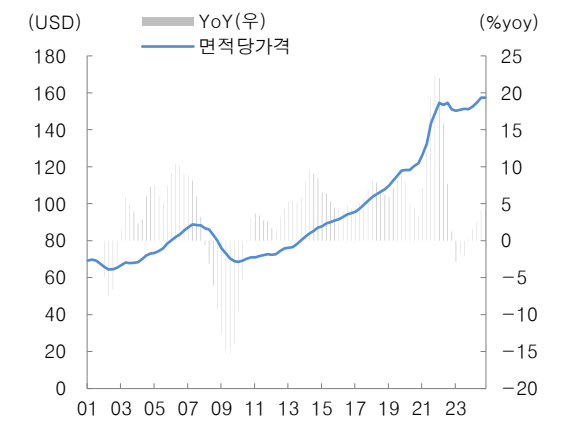
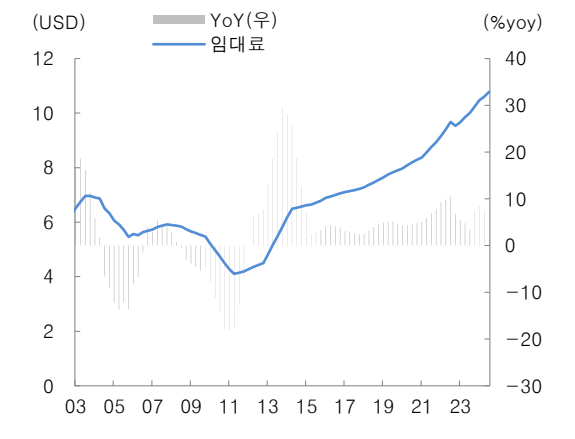


그림 53. 미국 산업(물류) 면적당 가격 추이



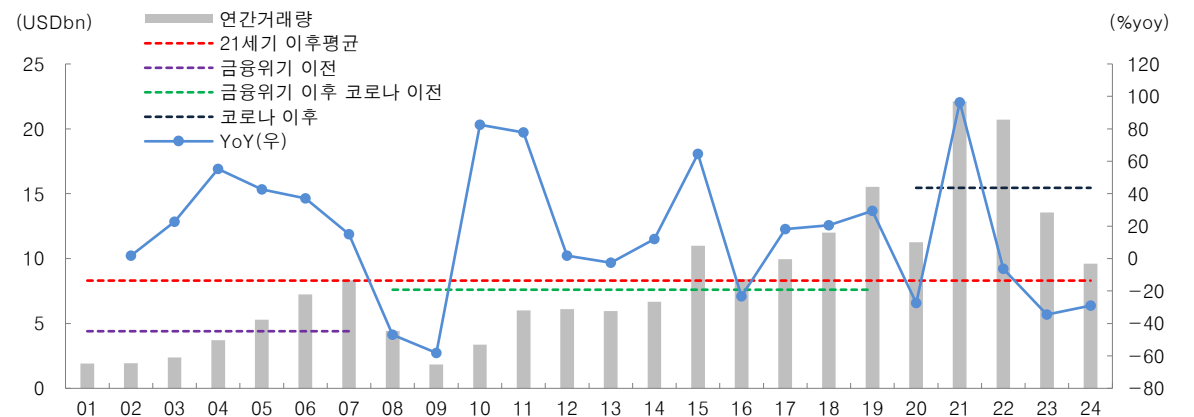
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 54. 미국 산업(물류) 임대료 추이



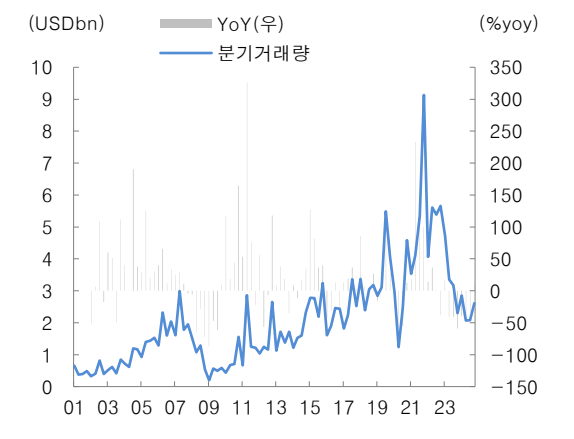
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 55. 미국 산업(물류) 거래량 추이



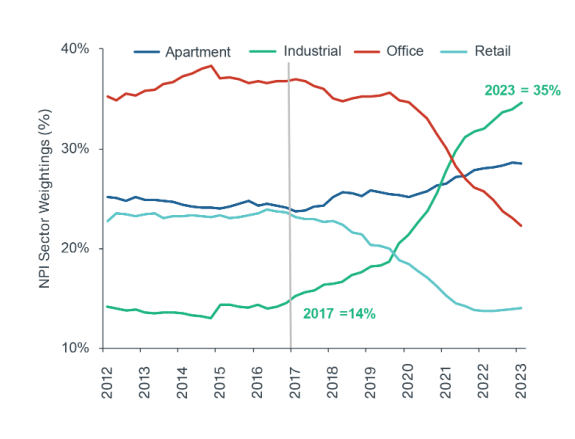
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 56. 미국 산업(물류) 분기 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 57. 미국 기관투자자 섹터별 투자 비중



자료: RCA, 대신증권 Research Center

산업(물류) : 지속되는 이커머스의 성장과 새로운 수요의 등장

공급 사이클 일단락

미국 물류 자산은 2015년 이후 가파르게 증가하였고, 2020년 이후 연간 완공 면적이 폭증했다. 이러한 흐름이 팬데믹 기간에 더 강화되어 2021년과 2022년에 피크를 기록했다. 이러한 대규모 개발과 공급은 장기간 누적된 물류센터 수요를 해소하는데 기여하면서, 시장의 공실률 압박을 완화했을 뿐아니라 공실률을 증가시켰다.

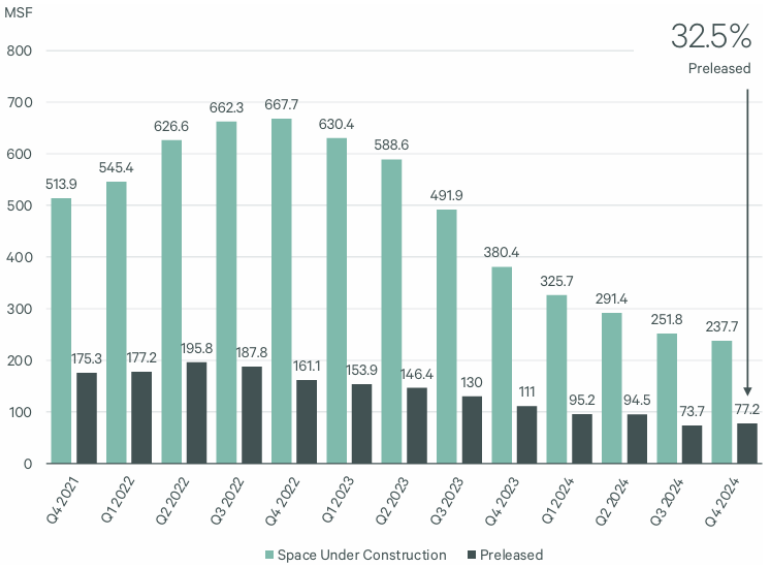
이에 따라 개발 파이프 라인도 급감했다.

지난 10년간 공급 사이클은 ①2015-2019년 완만한 증가, ②2020-2022년 폭발적 공급 확대, ③2023년 이후 둔화로 나타났고 향후 공급이 소화 되면서 2026년 이후 착공이 다시 반등할 수 있는 시점이다.

2030년까지의
공급부족

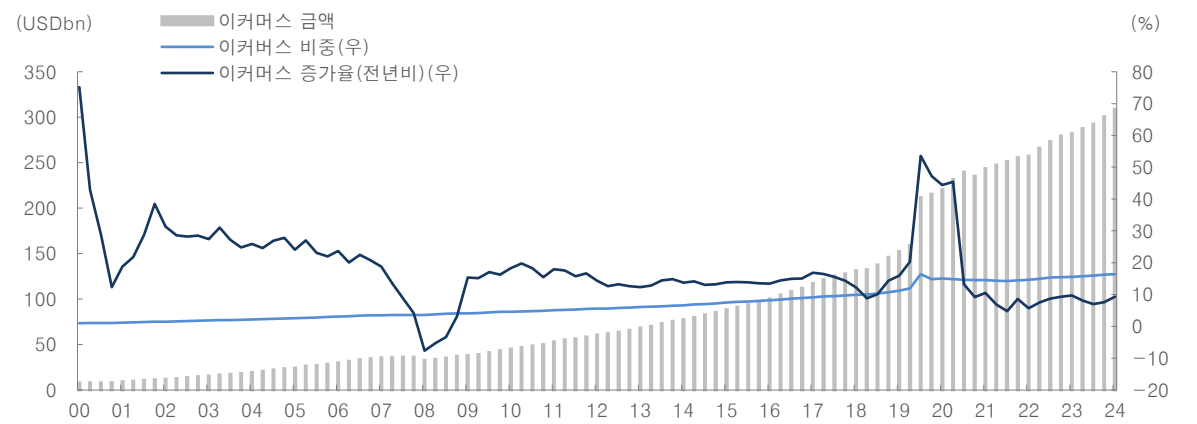
팬데믹 이후 나타나는 제조업의 온쇼어링(onshoring)으로 인하여 산업 전반에 걸쳐 1조 달러의 투자가 발표되었다. 미국 내 제조시설의 증가는 새로운 임대 및 공간 수요를 증가시킬 것으로 기대된다.

그림 58. 미국 산업(물류) 섹터의 공급 예정 자산



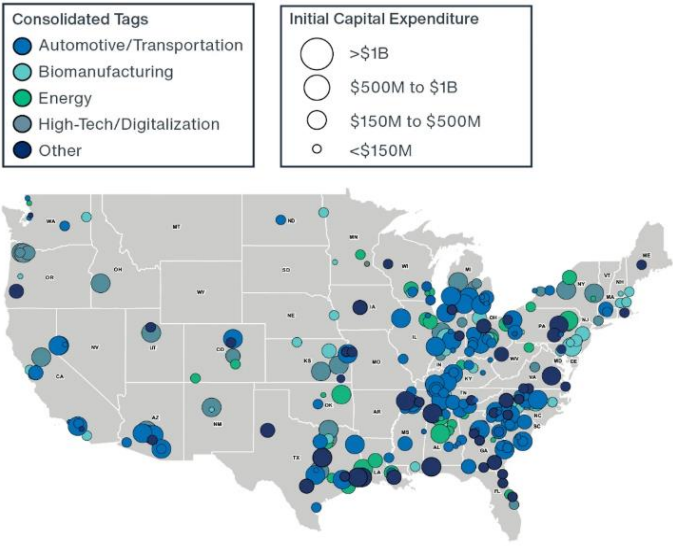
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 59. 미국 이커머스 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 60. 미국 제조업 투자



자료: Clarion Partners, Newmark Research, Newmark Global Strategy & Consulting, 대신증권 Research Center

산업(물류) : 여전히 높은 선호도

여전히 선호되는 물류 미국 투자자 서베에서 2025년 투자 예정 자산을 살펴보면, 물류 섹터는 멀티패밀리 대비 낮으나, 37%의 지지를 받으며 차 선호 섹터를 유지했다.

자산별 차이를 살펴보면, 우량입지 우량 자산에 대한 선호도가 가장 높은 것으로 나타났고, 입지와 건축연한 중에서는 우량입지를 선호하는 것으로 나타났다.

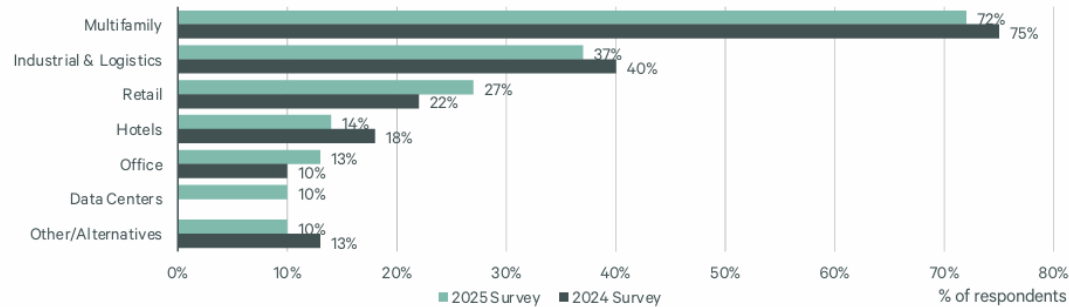
높아지는 공실률과 양극화 2023~2024년동안 임대활동이 2021~2022년 수준에는 미치지 못했으나, 팬데믹 이전 수준 보다는 높은 수준을 유지하고 있다. CBRE에 따르면 2025년에도 임대활동이 8억 평방 피트에 달하면서 안정화가 될 것으로 기대된다.

임대 펀더멘털은 여전히 유효하나 자산측면에서 살펴보면 차별화 양상은 나타난다. 이 유는 임대 펀더멘털이 강한 동시에 여전히 신규 공급량 또한 많기 때문이다.

CBRE에 따르면, 2000년 이전에 건설된 건물은 2024년에 1억 평방피트(약 1억 8천만 제곱미터) 이상의 흡수율을 기록한 반면, 2022년 이후 완공된 건물은 2억 평방피트(약 2억 8천만 제곱미터) 이상의 흡수율을 기록했다. 이러한 추세는 2025년에도 지속될 것으로 보인다.

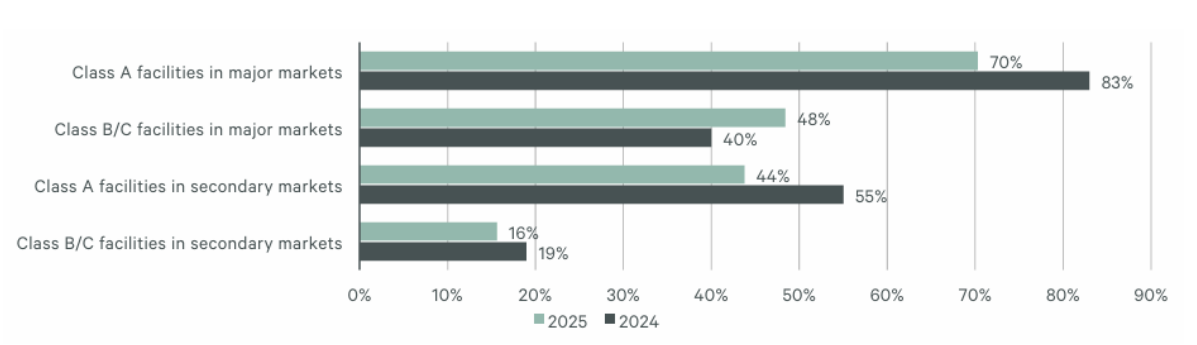
건축연한이 높은 자산은 2026년 이후 신규 공급이 감소하는 시기까지 버티거나, 추가 자본투자를 하거나 자산 매각을 고려할 것으로 예상된다(구매자는 오래된 시설을 직접 사용할 SI성 매수가 아닐까 싶다).

그림 61. 미국 투자자 서베이, 2025 투자 예정 섹터



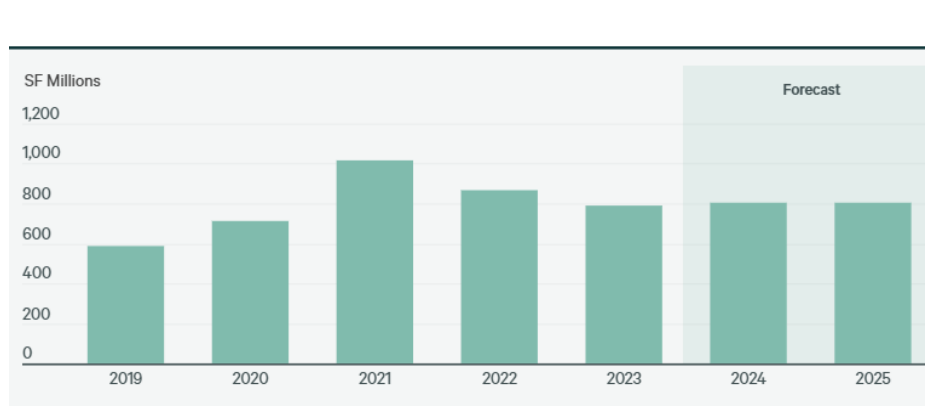
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 62. 미국 투자자 서베이, 물류센터 자산 특성별 투자 선호도



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

그림 63. 미국 연간 임대 전망



자료: Clarion Partners, Newmark Research, Newmark Global Strategy & Consulting, 대신증권 Research Center

산업(물류) : 관세정책의 영향은?

관세정책과 무역량

트럼프 행정부의 관세 정책은 빠르게 전개되면서, 계속해서 변화하고 있다.

최고 관세율이 90일간 유예되었지만, 대부분의 상품에 대해 10%의 단일 관세가 유지되고 있다. 이전에 발표된 철강 및 알루미늄 관세와 대부분의 중국산 상품에 대한 145% 관세를 합치면, 평균 실효 관세율은 100년 만에 최고치다. 물론 이 수준의 관세율이 그대로 적용될 가능성은 낮지만 과거 대비 높아진 관세로 장기적으로도 무역량이 감소할 가능성이 있다.

무역량 감소에 민감한 도시는?

NAIOP에 따르면, 항구 시장의 산업(물류) 공간 수요에 무역량이 미치는 영향을 살펴보면, 볼티모어, 휴스턴, 뉴욕, 사바나 항구 인근에 있는 물류 자산 점유율이 운송 컨테이너 양 감소에 민감한 것으로 나타났다.

팬데믹 초기에는 무역이 잠시 중단되었지만, 무역량 증가로 인해 항구 시장의 산업 공간 흡수가 장기적으로 증가했다. 최근 확장된 항구에 인접한 소규모 시장은 산업용 공간에 대한 수요가 상대적으로 가장 강하게 증가했지만, 로스앤젤레스-롱비치 항구 단지는 총 무역량에서 가장 큰 폭의 증가를 보이며 지역 산업용 부동산에 대한 강력한 수요를 뒷받침했다.

모든 시장에서 항만 물동량(무역량)의 증가는 물류자산 수요 증가로 연결된다. 그러나 자산의 특성 별로 영향은 다르다. 로스앤젤레스는 규모가 크고 다각화된 시장으로, 공실률이 낮았던 역사를 가지고 있지만, 그 기울기가 비교적 완만하며 50마일 반경 내에서 가장 두드러집니다. 휴스턴에서는 전반적인 상관관계가 더 가파르지만, 광역 도시권이 넓게 분포되어 있어 무역 영향은 더 넓은 항만 반경에서 가장 뚜렷하게 나타난다.

사바나는 항구와 연관된 소규모 시장인데, 이에 따라 항구 인근의 물류 자산의 항구 물동량 변화에 대한 임대율 민감도가 크다. 뉴욕 대도시권 또한, 항구 인근 산업자산이 집중되어 있어 영향을 미치고, 시애틀, 찰스턴, 마이애미 버지니아는 지역별 차이가 크지 않은 것으로 나타났다.

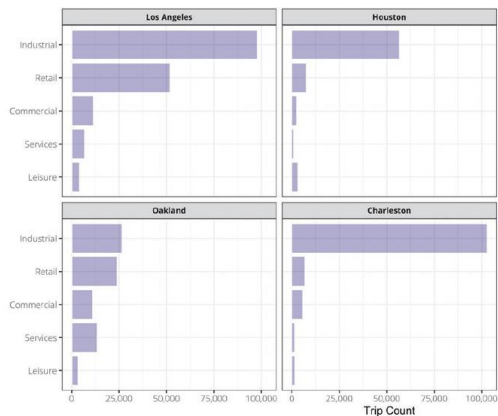
이러한 분석은 지역 항구 물동량의 도착자산(물류자산, 리테일 자산), 철도 및 트럭이동 여부, 기존 자산들의 거리 분포 및 재고, 주내 소화를 등을 기반으로 분석되었다.

관세영향 고려한다면

관세영향을 고려한다면, LA, 마이애미, 버지니아 지역이 상대적으로 견조한 흐름을 보일 것으로 예상되며, 관세영향으로 물동량 감소가 나타났을 경우 임대 영향이 큰 사바나항 인근 지역 및 뉴욕항 인근지역, 휴스턴 외곽지역의 임대 영향이 크게 나타날 것으로 예상된다.

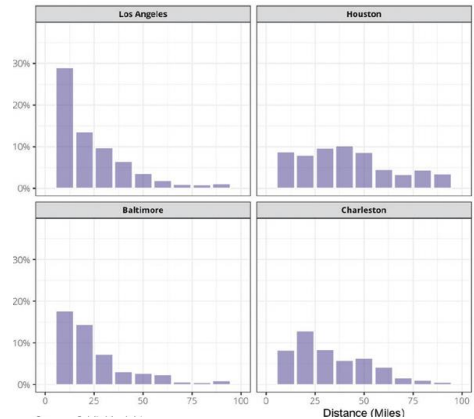
관세 부과 본격화 이후 물동량이 감소하는 경우 임대 펀더멘털이 훼손되면서 자산가치 하락이 크게 나타날 지역으로, 운용에 있어서는 우량 테넌트와의 장기 계약(낮은 임대료로)이 리스크를 헷지 하는 것도 방법이 될 수 있겠다.

그림 64. 미국 항구 물동량 도착지(자산별)



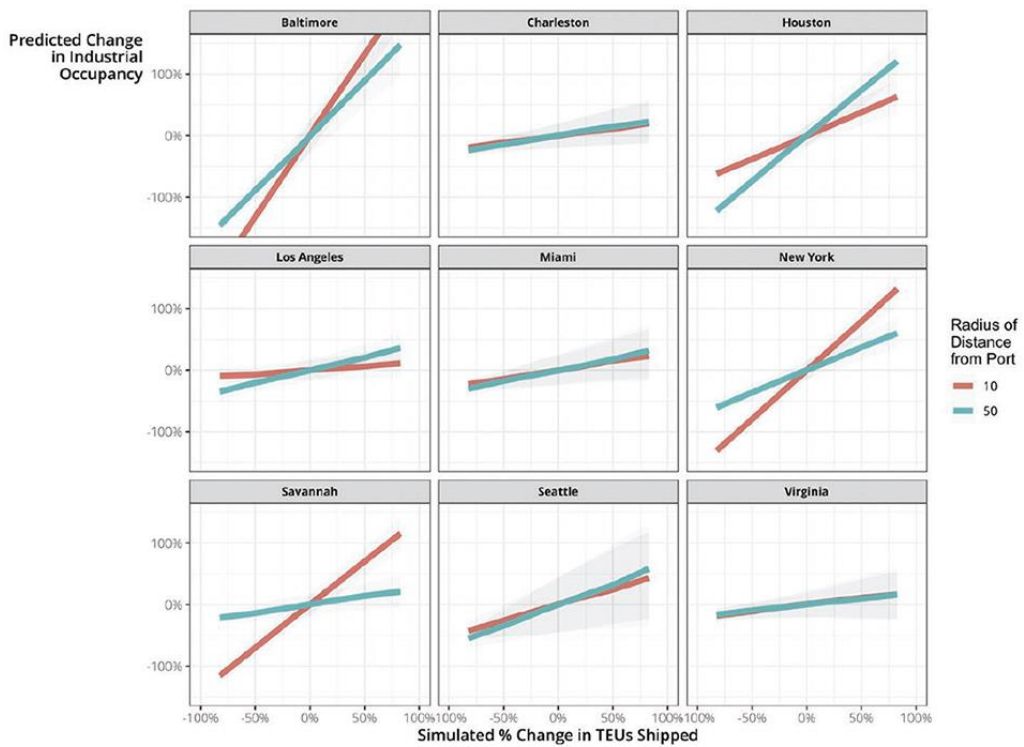
자료: NAIOP, Orbital Insight, 대신증권 Research Center

그림 65. 미국 항구 물동량 도착거리



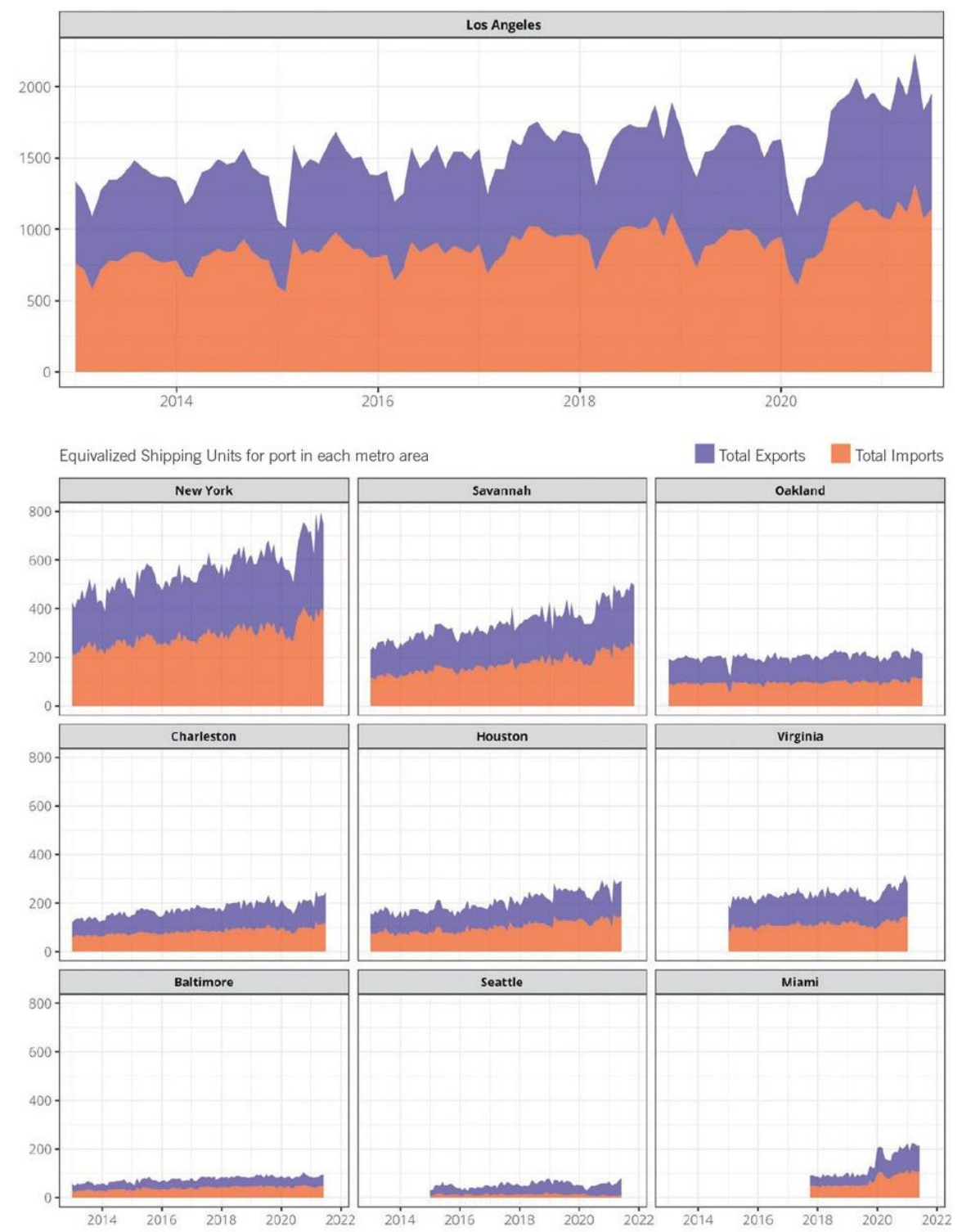
자료: NAIOP, Orbital Insight, 대신증권 Research Center

그림 66. 미국 도시별 입지별 항구 물동량과 임대점유율 간의 관계



자료: NAIOP, Orbital Insight, 대신증권 Research Center

그림 67. 미국 주요 항구 별 항구 물동량 추이



주 : LA항은 롱비치항 포함
자료 : NAIOP, 대신증권 Research Center

리테일 : 강해진 펀더멘털

구조적 쇠퇴기 겪었던
리테일
팬데믹 이후 회복

리테일 섹터는 금융위기이후 2010년대 중반까지 회복세를 유지하였으나, 전자상거래 급증으로 2010년대 중후반 대형 리테일 유통업체들이 임대료를 줄이거나 철수했다. 2017~2019년 사이 *“리테일 아포칼립스”*라 불릴 정도로 Toys “R” Us, Sears, J.C.Penney, Payless 등 대형 체인들이 파산하거나 대규모 점포 축소를 단행했고, 특히 2018년에는 Sears 약 200개, J.C.Penney 150개, Gymboree 800개 매장이 문을 닫는 등 업태 전환이 두드러졌다.

다만, 그 시기동안 확장을 이어간 소매업종들은 전자 상거래 영향이 적은 할인마트나, 음식점과 같은 서비스업종들이 주요 테넌트가 되었고, 이들은 이커머스 성장에도 상대적으로 견조한 흐름을 보였다. 팬데믹 시기에 리테일의 양극화는 심화 되었다. 필수 소매점의 매출은 증가한 반면, 패션 및 잡화 등 비필수 소매점들은 장기간 영업을 하지 못했다.

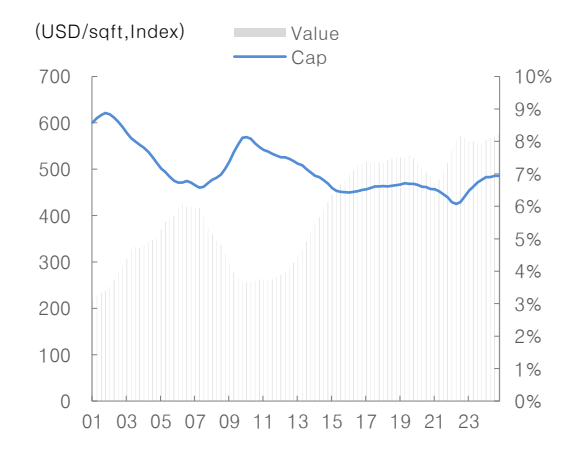
2021년 이후 오프라인 리테일은 반등에 성공했다. 2021년 미국에서는 1995년 이후 처음으로 신규 개점한 매장 수가 폐점 수를 넘어서는 전환점이 찾아왔다.

부담없는 가격레벨
견조한 임대펀더멘털

리테일 섹터의 전국 Cap Rate는 24년말 기준 6.69% 수준으로 저점대 대비 100bp도 오르지 않았다. 상당기간 구조적 쇠퇴기를 겪었던탓에 Cap Rate 압축이 크게 나타나지 않았던 점도 있으나, 구조적 쇠퇴기, 팬데믹으로 인한 임대/자산 펀더멘털 악화 이후 리오프닝에 이르러서 임대 펀더멘털 회복이 강하게 나타났기 때문이다.

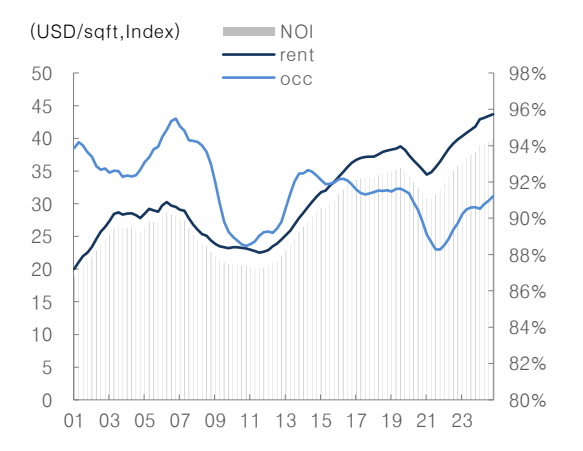
임대시장 또한 견조한 편이다. 공실률은 8.8% 수준으로 팬데믹 이전 8.49% 보다 소폭 높으나, 팬데믹 시기 고점인, 11.72% 대비 완화되었고, 임대료 또한 24년에만 4.4%상승했다.

그림 68. 미국 리테일 가격 및 Cap Rate 추이



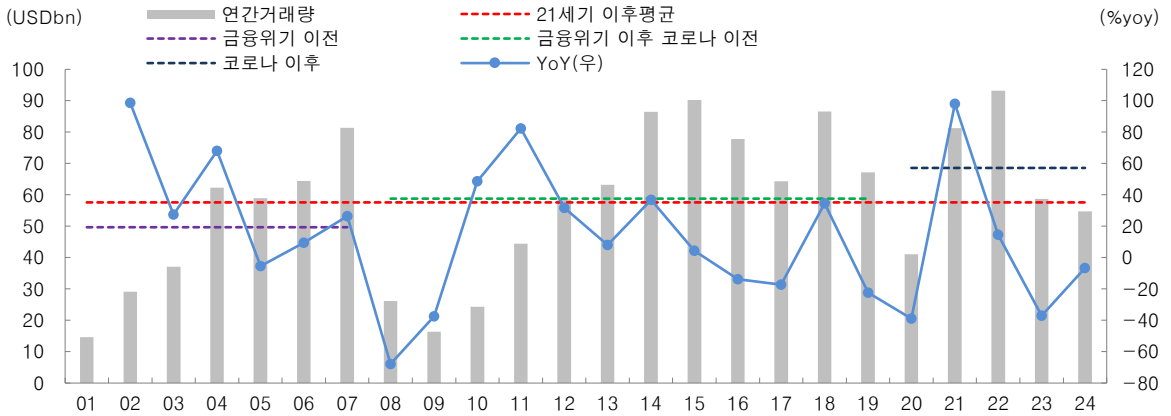
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 69. 미국 리테일 임대료 및 공실률 추이



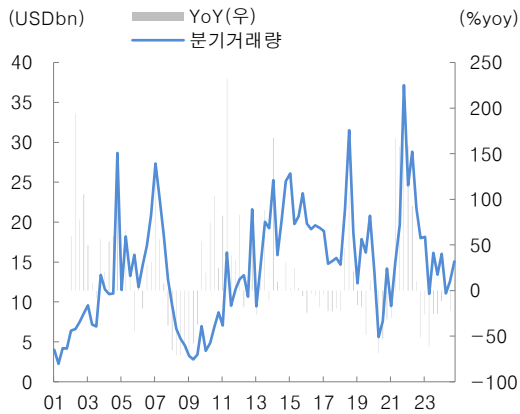
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 70. 미국 리테일 거래량 추이



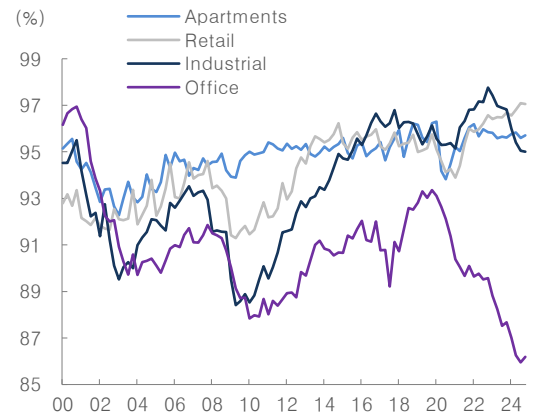
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 71. 미국 리테일 분기 거래량 추이



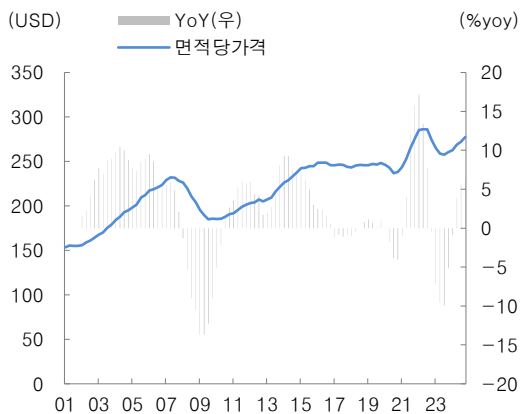
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 72. 미국 상장리츠 리테일 섹터 임대점유율



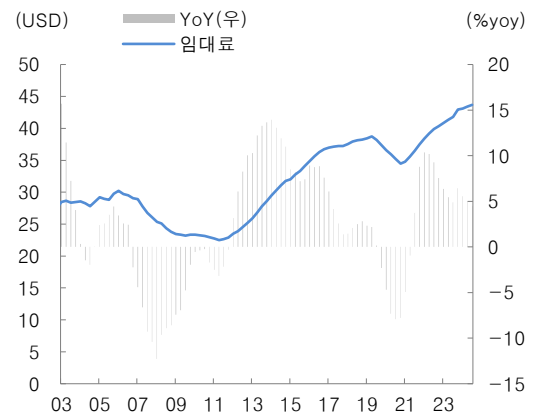
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

그림 73. 미국 리테일 면적당 가격 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 74. 미국 리테일 임대료 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 : 자산별 선호도 차이

충분히 공급된
미국 리테일
그러나
교차하는 회복모멘텀

모건스탠리에 따르면 팬데믹 이후 처음으로 신규 오픈 매장이 폐점보다 많았던 시기가 바로 팬데믹 이후 리오프닝 시기다. 반면, 금융위기 전후 이후 둔화 되기 시작한 리테일 시장의 둔화는 지속되고 있다. 리오프닝으로 인한 모멘텀과 구조적인 둔화시기가 교차하고 있는 셈이다.

데이터 제공업체 MSCI Real Assets에 따르면 미국은 현재 1인당 소매 부동산 면적이 약 22제곱피트(약 6.8제곱미터)에 달하며, 모건스탠리는 23제곱피트(약 2.3제곱미터)로 다른 어떤 나라보다 많으며, 프랑스와 영국의 1인당 면적의 두 배 이상, 중국의 거의 8배에 달하는 규모를 추정한다. 두 가지 모멘텀이 교차하고 있는 시점에서 섹터 전반에 대한 높은 선호의 뷰를 보이긴 어려운 것은 마찬가지다.

리테일 자산 특성상 테넌트 혹은 운영자가 중요하고, 성장 모멘텀과 둔화 모멘텀이 교차하는 시기에서 자산의 이러한 특성의 중요도는 더 높아졌다고 볼 수 있겠다.

리테일 타 섹터보다
테넌트가 중요

유형별로 보면, 필수 업종 앵커가 있는 우량 자산(CVS 등 드럭스토어, 식료품점 앵커 센터 등)은 상대적으로 낮은 Cap Rate로 거래되며, 하위 등급 쇼핑몰 등은 더 높은 Cap Rate로 평가되고 있다.

실제로, 전국의 중저가 쇼핑몰(B, C급 몰) 중 상당수는 지난 15년간 경쟁력 상실로 폐점 또는 비소매용도 전환이 진행되었는데, 일례로 2010년대에 약 300개 이상의 U.S. 쇼핑몰이 문을 닫았고, 이러한 부지는 물류창고, 오피스, 심지어 주거 개발지로 재개발되었다. 반면, A급 몰만은 럭셔리 및 체험 콘텐츠를 강화하여 테넌트 점유율 90%대를 회복했고, 이러한 자산들은 여전히 일부 투자자들의 선호를 받고 있다. 실제로 여전히 B, C급 쇼핑몰은 어려움을 겪고있으나, Brookfield, Simon Property Group, Macerich Co.와 같은 고급 A급 쇼핑몰 운영자들의 자산은 팬데믹 이전을 상회하는 점유율을 기록하고 있다.

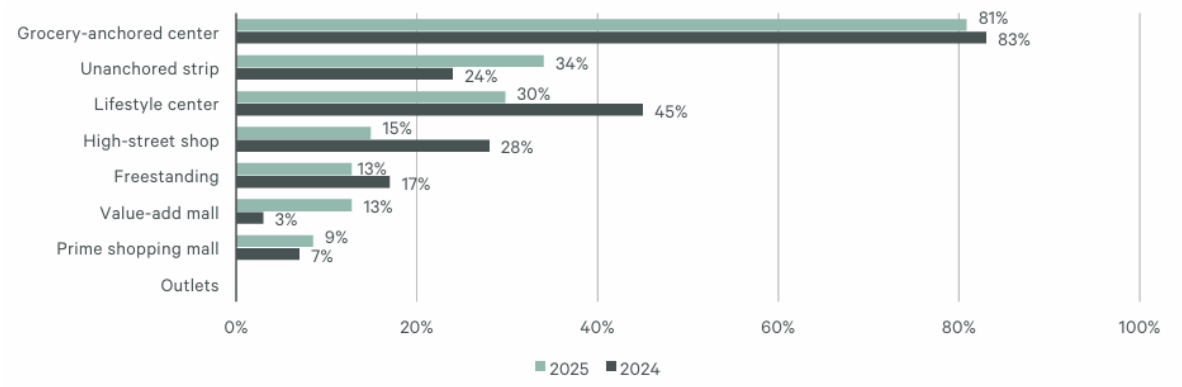
투자자들의 선호도
이를 반영

리테일 섹터에 대한 투자자들의 선호도를 살펴보면 이러한 흐름을 반영한다.

식료품점이 앵커 테넌트로 있는 자산에 대한 투자 의향은 81%에 달한다. 전년도 83% 대비 소폭 감소한 수치이나 상당히 높은 수치다. 리테일에 대한 투자 선호도가 긴 시계 시계 살펴볼 때 낮아진 것은 맞으나 섹터 내에서의 세부 섹터를 살펴보면 일부 섹터에 한해서는 상당하다고 볼 수 있다.

앵커리지가 없는 스트립 자산에 대한 투자 의향은 34%로 전년 대비 10%p 상승했다. 스트립 자산 전반에 대한 선호도 상승이라 해석할 수 있다. 다만, 타 섹터들에 대해서는 선호도가 높아지고 있다 하더라도 여전히 낮은 수준이다. 몰의 경우 프라임 쇼핑몰은 투자자의향이 높아졌으나, 여전히 9% 수준이고 가격 조정이 상당히 나타났을 것으로 생각되는 밸류에드 몰의 경우에도 13% 수준이다.

그림 75. 미국 투자자 서베이, 리테일 섹터 선호도



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

참고 : 리테일 세부 섹터

쇼핑몰에서
근린주구형 쇼핑센터
프리스탠딩으로 변화

리테일 부동산 투자시장과 임대시장 모두에서 자산 유형별 선호도가 2010년대 후반 크게 재편되었다. 과거 쇼핑몰(Mall)이 소매 부동산의 대표주자였다면, 최근에는 근린형 쇼핑센터와 프리스탠딩이 주요 자산이 되고 있는 흐름이다.

NAR(National Association of Realtors)에 따르면, 2021년 기준 거래된 리테일 자산의 65%가 넷리스(Net lease) 등 일반 리테일 자산이었고, 근린/커뮤니티센터가 20%, 스트립센터 5.7%, 파워센터 4.5%, 쇼핑몰은 4.2%에 불과했다. 투자자들이 개별 테넌트 크레딧이 우수하고 관리가 용이한 단독 매장이거나, 생활필수 업종이 있는 오픈에어 센터에 더 집중했음을 보여준다.

쇼핑몰

쇼핑몰은 백화점이나 대형 전문점을 주력 앵커(Anchor)로 삼고 다수의 중소형 매장을 실내에 배치한 대규모 복합 쇼핑센터다. 한국의 백화점이나 쇼핑몰을 생각하면 되나, 한국의 쇼핑몰 대비 규모가 크다.

일반적으로 실내 보행로를 따라 양측에 상점들이 늘어선 있고, 에스컬레이터와 푸드코트, 공용 휴게공간 등의 편의시설을 갖춘다. 1970-90년대 미국 교외에 대거 개발되어 소매유통의 중심지로 군림했으나, 최근 수십 년간 경쟁 심화와 소비 트렌드 변화로 부침을 겪었다. 대형 몰은 통상 임대면적 80만~200만 sqft 규모로, 2~3개의 백화점 앵커와 수백 개의 테넌트로 구성된다.

쇼핑몰은 풍부한 상품 구색과 기후와 무관한 쾌적한 쇼핑환경이 장점이지만, 관리비 부담과 경직된 테넌트 믹스가 단점으로 지적됩니다. 2010년대 이후 A급 초대형 몰은 관광 및 럭셔리 수요로 견조한 반면, 구식 B/C급 몰은 잦은 공실과 임차 구조조정으로 어려움을 겪고 있다. 최근 추세는 몰 내에 엔터테인먼트, 음식, 서비스 업종 비중을 늘리고, 빈 백화점 자리에 대형 체육시설, 오피스, 의료시설 등을 들여와 용도 다변화를 시도하고 있다.

스트립센터

스트립센터는 도로변에 상가 건물이 일렬로 배치되고 전면에 주차장이 있는 소규모 오픈에어 쇼핑센터다. 흔히 네이버후드 센터(Neighborhood Center)라고도 불리며, 규모는 수만 sqft 내외로 비교적 작다. 스트립센터는 마트, 약국, 은행, 음식점 등 근린 생활편의 업종이 입점하여, 주변 지역 주민들의 일상적인 쇼핑 수요를 타깃으로 하며, 모든 점포가 도로와 면한 주차장에서 바로 출입 가능하여 접근성이 뛰어나고 관리가 용이하다.

건물 형태는 단층 또는 저층 연쇄 배치가 일반적이며, 실외 통로를 따라 점포 출입구가 나온다. 스트립센터의 장점은 낮은 관리비와 임대료로 중소 사업자에게 적합하고, 단점은 규모의 한계로 넓은 상품 구색을 제공하기 어렵다는 점이다. 2010년대부터 스트립센터는 투자자들에게 꾸준히 인기였는데, 특히 주민 필수시설(약국, 세탁소, 미용실 등)이 있는 센터는 공실률이 매우 낮고 안정적이기 때문이다. 팬데믹 시기에도 드라이브스루 음식점이나 약국이 포함된 스트립센터는 비교적 선방해 팬데믹 시기에도 몰 대비 견조한 임대시장을 기록했다.

프리스탠딩

프리스탠딩 리테일은 독립된 건물 한 채를 단일 소매 임차인이 사용하는 형태다. 흔히 싱글 테넌트 건물로도 불리며, 드럭스토어(CVS, Walgreens)나 패스트푸드 드라이브스루(McDonald's 등), 은행 지점 등이 대표적인 테넌트다. 한국으로 보면, 맥도날드나 스타벅스와 같은 드라이브 스루 매장과 수도권 외곽이나 광역시 외곽에 위치한 의류브랜드 탑텐이나 다이소 단일 매장을 군집화 한 형태라 보면 된다.

대개 교차로 모퉁이나 교외 주요 도로변에 위치하며, 자체 주차장을 보유한다. 프리스탠딩 매장은 임차인의 브랜드 건물 형태를 띠는 경우가 많아, 멀리서 봐도 인지되기 쉽습니다. 임대차 계약이 장기(보통 10~20년)이고 트리플넷인 경우가 많아, 투자자에게 안정적인 인컴 자산으로 인기가 높다.

2010년대 CVS/pharmacy나 7-Eleven 같은 기업들은 수천 곳의 프리스탠딩 점포를 출점하며 시장을 넓혔다. 이러한 단일임차 자산은 부동산 펀드와 1031 교환 투자자들의 선호도가 높아 매매시장 거래량의 상당 부분을 차지한다.

다만 단일 임차인에 수익 의존도가 높아 해당 테넌트가 철수하면 공실 리스크가 크므로, 입지와 임차기업의 신용도가 특히 중요하다. 최근 CVS와 Walgreens의 일부 폐점 움직임에도 불구하고, 좋은 입지의 프리스탠딩 자산은 다른 테넌트로 빠르게 재임대되거나 스타벅스 같은 테넌트가 새로 들어서는 등 꾸준한 수요를 보이고 있다.

파워센터

파워센터는 복수의 대형 앵커 매장들(보통 3~5개)이 모여 있는 대규모 오픈에어 쇼핑센터입니다. 각 앵커는 보통 대형 할인점, 가전매장, 가구점, 전문 소매점(예: Target, Home Depot, Best Buy, Dick's Sporting Goods) 등 Big-box 리테일러들로 구성되며, 소형 매장 비중은 적은 편이다. 파워센터는 250,000~600,000 sqft 규모로 넓은 부지에 자리하며, 앵커들 각각이 독립 건물처럼 배치되고 공용 주차장이 광활하다.

브랜드 파워가 강한 대형 테넌트들이 고객을 광역에서 끌어모으는 것이 특징으로, 1990년대부터 교외에 급증해 지역 쇼핑몰을 대체할 정도로 인기를 누렸으나, 2010년대 들어 일부 앵커사의 도산(예: Toys "R" Us 등)으로 타격을 받았고, 현재는 타깃형 쇼핑지로 자리잡았다.

아울렛몰

아울렛 몰(팩토리 아울렛 센터)은 제조업체나 유통브랜드가 재고 소진 및 할인판매를 위해 운영하는 아울렛 매장들로 구성된 쇼핑센터다. 1980년대 이후 미국 전역에 퍼진 아울렛 센터는 1990년대에 피전 포지(Pigeon Forge)와 같이 소도시 경제를 지탱할 정도로 번창했다. 아울렛 몰의 특징은 주말 및 휴가철에 쇼핑객이 몰리는 피크 트래픽이 뚜렷하고, 평일 한산한 시간엔 관광버스나 단체손님을 유치하는 전략을 쓴다.

신규 개발은 드물지만, Simon Property 등의 대형사가 운영하는 기존 아울렛들은 리노베이션과 테넌트 교체를 통해 여전히 높은 임차율을 유지하고 있다. 다만 전자상거래 시대에 아울렛의 역할(재고 할인판매)이 변화하면서, 일부 브랜드는 아울렛 매장 대신 온라인 클리어런스를 강화하는 추세여서 향후 아울렛 업태도 변화 압박이 있다.

그림 76. 미국 스트립 센터 자산 예시



자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 77. 미국 프리스탠딩 자산 예시



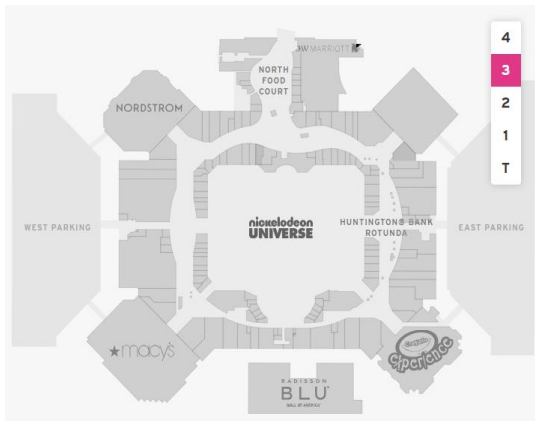
자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 78. 미국 파워센터 자산 예시



자료: Google, 대신증권 Research Center

그림 79. 미국 대형 쇼핑몰 자산 예시(평면도)



자료: Mall of America, 대신증권 Research Center

2025년 미국 상업용 부동산 섹터 뷰 정리

회복 방향성

필자는 2025년은 미국 상업용 부동산 회복의 과정이라 기대한다.

시장금리 하락은 기대했던만큼 나타나지 않고, 예상하지 못한 수준의 트럼프의 관세정책으로 매크로 불확실성은 높은 상황이다. 이러한 불확실성은 상업용 부동산 시장의 투자와 임대를 결정짓는 금리와 경기 변동성을 높이고 있다.

반면, 상업용 부동산 부실의 핵심이었던 오피스 수요 감소 속도는 둔화되었고, 고금리, 고물가 시기를 거치면서 전반적인 신규 공급 계획이 감소한지도 벌써 3년 가까이 진행되었다.

부동산 시장 밖의 주요변수들의 불확실성은 여전하나 내부 요인들은 회복의 방향성을 점점 뚜렷하게 보이고 있다는 판단이다.

오피스

오피스 시장은 최근 몇 년간 나타난 상업용 부동산 부실의 핵심 섹터다.

그만큼 투자/임대 시장의 침체가 나타났다. 공실률 상승, 투자 시장 침체, 가격 조정등이 순차적으로 지난 5년간 순차적으로 나타났고, 장기전망이 불투명한 가운데 공급감소 공간조정이 나타나면서, 공실률 상승 둔화, 임대활동의 회복, 저가 거래 증가 등이 나타나기 시작했다.

필자는 오피스 투자를 재개할 시기라 판단한다. 다만, 구조적이기보다는 제한된 수요 회복 상황에서 공간소비 양극화에 순응하는 선별적인 투자가 필요하다고 판단한다. 지역 시장 내에서 선호를 받는 우량 자산에 대한 투자는 향후 나타날 공급 감소, 컨버전에 따른 재고 감소로 적절한 운영수익을 거둘 수 있는 투자가 될 수 있다고 판단한다.

또한, 재택근무 보편화로 인한 공간 수요 감소 상황은 오히려 경기 둔화 상황에서도 임대 시장의 둔화 수준이 지난 경기 둔화시기 대비 견조한 수준을 유지할 것으로 기대한다. 다만, 가격레벨 보다는 임대 펀더멘털을 투자의 핵심 판단 기준으로 세우는 것이 적절하다고 판단한다.

멀티패밀리

멀티패밀리는 금융위기 이후 상업용 부동산 시장의 메인 섹터이다. 견조한 주택시장을 배후시장으로 하여 이러한 선호도는 지속될 것으로 기대된다. 최근 나타난 일부 지역의 공급과잉과 공실률 증가는 우량 섹터가 감당해 내야할 부분이기도 하다.

2024년 미국 멀티패밀리 시장은 3년만에 신규공급을 상회하는 순흡수가 나타났다. 고물가, 고금리로 인한 신규 착공이 제한되어 있는 가운데 견조한 경기로 인한 임대수요는 공급 과잉 사이클을 이겨냈고, 2025년에는 본격적으로 공실률이 감소하고 일부시장에서는 임대료 상승을 가속 시키는 해가 될 가능성이 높다.

다만, 멀티패밀리 섹터가 유의할 점은 경기 둔화다. 실업률 상승이 동반되는 경기 둔화는 임대 시장의 회복 속도를 늦추는 역할을 할 가능성이 있어 이에 대한 트래킹은 필요하다.

산업(물류)	산업(물류) 섹터는 공급과잉으로 인한 공실 증가의 영향이 2026년에는 마무리 될 것으로 보이고, 미국의 이커머스 성장세는 여전하다는 점이 구조적인 성장이 여전히 유효함을 보여준다. 다만, 관세 정책으로 인하여 향후 자산의 위치별, 테넌트별 차별화는 나타날 수 있다. 물동량 감소는 서부 해안지역의 임대 펀더멘털에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 요인이며, 선벨트 내륙지역의 온쇼어링은 새로운 시장을 만들어낼 것으로 기대된다. 멀티패밀리와 함께 기관투자자들의 코어투자는 지속 될 것으로 예상된다.
리테일	리테일은 이커머스 성장으로 입지가 좁아졌으나, 십여년간 진행된 구조적인 하락세를 마무리하는 모양새다. 업황에 대한 부정적인 인식으로 기저 Cap Rate가 크게 압축되지 않았고, 임대시장은 강건해졌다. 다만, 지난 리테일 호황기와 세부섹터는 달라졌다. 쇼핑물과 같은 대형 자산 중심에서 식료품이 앵커 테넌트로 있는 프리스탠딩이나 파워센터와 같은 근린 상업시설 중심으로 회복세가 강해졌다. 쇼핑물은 양극화가 나타나면서 B, C급 자산은 큰 어려움을 겪고 구조조정이 나타났으나 이에 대한 반작용으로 A급 쇼핑물은 앵커링 자산들과 함께 유동인구를 만들어내면서 견조한 임대상황을 유지하고 있다. 높은 일드 매력과 리테일 업황에 대한 바닥 확인은 거래량을 증가로 이어질 것으로 기대된다.
2025년 공수전환 필요	2025년은 상업용 부동산 회복이 본격화 되는 해다. 관세정책과 이로인한 경기와 금리 변동성은 여전히 경계할 외부요인이나, 부동산 시장 내부의 임대, 공급, 가격레벨은 진입하기 좋은 시기가 되었다는 판단이다. 따라서, 미국 부동산에 대한 공수전환이 필요한 시점이며, 구조적으로 안정적인 전망이 가능한 멀티패밀리, 산업(물류) 섹터에 대한 투자와 함께 선별적인 지역에 한해 오피스 자산에 대한 기회추구형 투자와 필수 소매시설 중심의 리테일 섹터에 대한 일드 투자도 유효한 시점이다.

Part 3.

Issue :

부실의 지속과 정점

Part 3. Issue : 부실의 지속과 정점

미국 은행의 부동산 대출 증가율 둔화된 2024년

대출 강화 본격화 된
2024년

금리상승과 상업용 부동산 부실 이슈가 매크로 이벤트로 나타나면서, 일부 지역은행이 디폴트를 선언하기도 했다. 미국 뿐 아니라 국내에도 부동산 자금조달이 어려움을 겪었다. 그럼에도 불구하고, 2023년에는 부동산 대출 성장이 2017년 수준으로 나타나면서 예상보다 은행단의 부동산 대출 강화기조가 약했다. 필자는 이로 인하여 오히려 2024년에는 본격적인 은행단의 대출강화와 이로 인한 대출 시장의 공백을 공략하는 대출투자 활성화를 전망했다.

실제로 2024년 미국 상업용 부동산 대출시장은 은행의 대출은 둔화되었고, CMBS의 존재감이 커진 해였다.

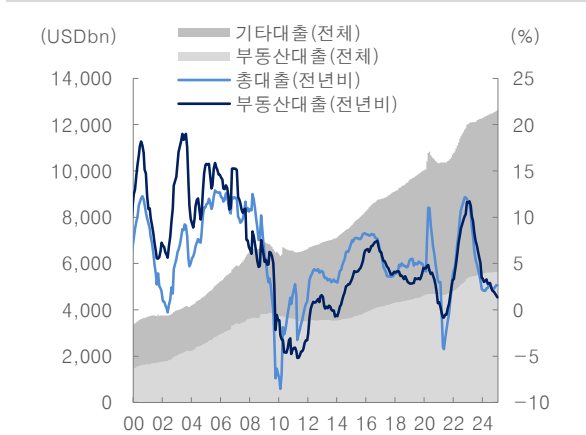
미국은행의 부동산대출
약 5.52조 달러

2024년 12월 말 기준으로 미국 은행들의 부동산 대출은 약 5.62조 달러 수준이다. 23년 말 대비 +1.58% 증가한 수치로 23년 +3.45%, 22년 11.65%, 2019년 +4.52%와 비교해 보면 둔화되고 있다 볼 수 있겠다. 은행들의 부동산 대출을 섹터별로 살펴본다면, 전체 대출의 46.4%가 주택담보 대출이며, 상업용 부동산 대출은 전체 대출의 53.6%다. 상업용부동산 대출은 건설대출, 농장대출, 멀티 패밀리, 순상업용으로 나눌 수 있는데 순상업용이 32.1%, 멀티패밀리가 10.5%, 건설 대출이 8.8%, 농장 대출이 2.1% 다.

상업용 대출강화
현실화

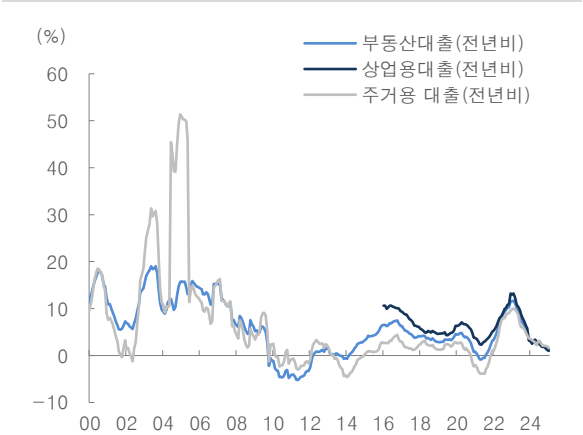
둔화의 속도는 상업용이 주거용 대비 더 빠르다. 상업용 대출원 23년도 +3.3% 수준의 대출성장이 있었는데 24년에는 +1.27%로 둔화 되었고, 주거용은 +3.63%에서 1.94%로 둔화 되었다. 건설 대출은 역성장 했다. 반면 은행권의 전체 대출 증가세는 +2.68% 성장해 부동산 대출 대비 증가폭이 컸다.

그림 80. 미국 은행 대출 증가율



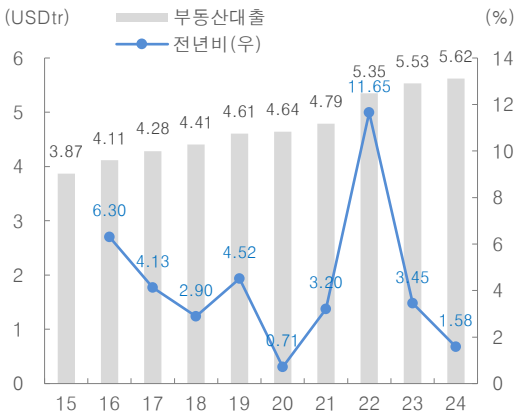
주 : 기타 대출은 부동산 외 대출을 모두 의미함
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 81. 미국 부동산 대출 증가율 추이



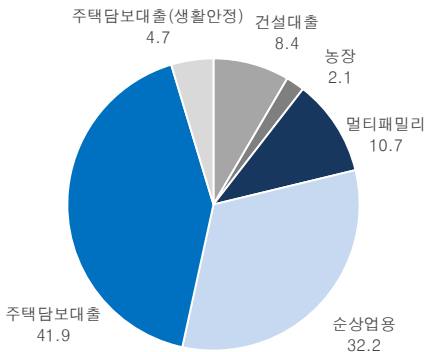
주 : 기타 대출은 부동산 외 대출을 모두 의미하며, 상업용 부동산 대출은 시계열의 한계로 16년 이후 만을 표기
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 82. 미국 은행 부동산 대출 연간 추이



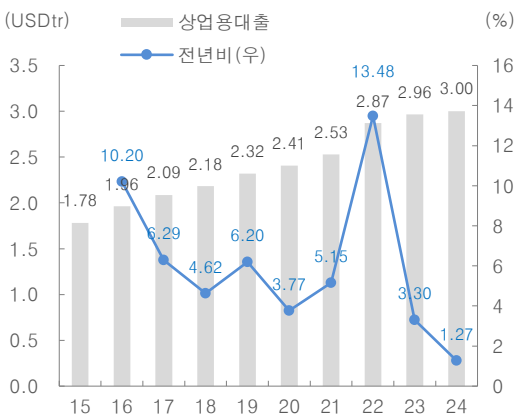
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 83. 미국 부동산 대출 종류별 비중



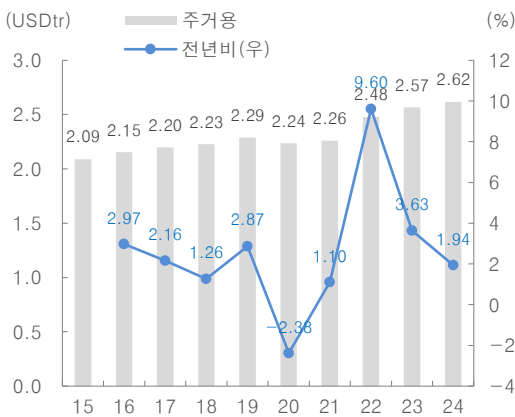
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 84. 미국 상업용 부동산 대출 연간 추이



자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 85. 미국 주거용 부동산 대출 연간 추이



자료: FRB, 대신증권 Research Center

표1. 미국 은행 부동산 대출 상세

(단위: USDtr)

	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
전체 대출	13.85	14.26	14.88	15.05	15.66	18.30	20.38	20.70	20.96	21.16
부동산 대출	3.87	4.11	4.28	4.41	4.61	4.64	4.79	5.35	5.53	5.62
비중(%)	27.96	28.86	28.80	29.29	29.43	25.37	23.50	25.83	26.39	26.56
YoY(%)		6.30	4.13	2.90	4.52	0.71	3.20	11.65	3.45	1.58
상업용 부동산	1.78	1.96	2.09	2.18	2.32	2.41	2.53	2.87	2.96	3.00
비중(%)	12.86	13.76	14.02	14.50	14.80	13.15	12.41	13.86	14.14	14.19
YoY(%)		10.20	6.29	4.62	6.20	3.77	5.15	13.48	3.30	1.27
건설	0.26	0.30	0.32	0.34	0.35	0.38	0.39	0.45	0.49	0.48
농장	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.12
멀티패밀리	0.27	0.31	0.33	0.36	0.40	0.42	0.44	0.57	0.58	0.60
순상업용	1.16	1.26	1.33	1.38	1.47	1.51	1.59	1.74	1.78	1.81
주거용 부동산	2.09	2.15	2.20	2.23	2.29	2.24	2.26	2.48	2.57	2.62
비중(%)	15.09	15.09	14.78	14.79	14.63	12.22	11.09	11.97	12.25	12.37
YoY(%)		2.97	2.16	1.26	2.87	-2.38	1.10	9.60	3.63	1.94

자료: FRB, 대신증권 Research&Strategy 본부

은행 규모별 차이, 다만 2024년 연간 증가율 둔화 뚜렷

중소형 은행
대출 증가 지속

2024년 부동산 대출 성장 속도가 둔화 되었으나, 최근 은행 대출 트렌드와 마찬가지로 은행 규모별로 차이는 있었다.

미국 대형은행의 부동산 대출은 2.46조 달러로 전년비 -0.7% 감소했다(24년 12월 기준, 대형은행의 대출 성장은 +1.7% 성장). 중소형 은행의 부동산 대출은 3.04조 달러로 전년비 +3.4% 성장했다(24년 12월 기준 중소형은행의 대출 성장은 +2.9% 성장).

대형은행의 부동산 대출 성장세는 전체 대출 대비 낮았을 뿐 아니라 역성장했는데, 중소형은행의 경우 전체 대출 성장 대비 부동산 대출의 성장세가 더 높았다. 필자는 23년에 본격화 되지않은 대출강화가 24년에 이르러서 본격화 되었다고 볼 수 있겠다.

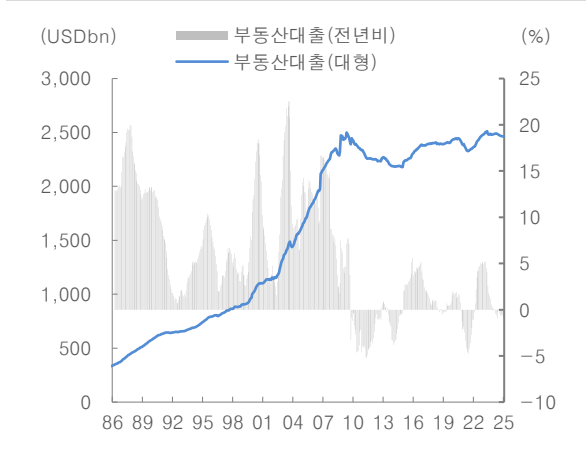
중소형 중심으로
성장한 부동산 대출

글로벌 금융위기 이후 미국의 대형은행의 부동산 대출은 정체되었던 반면, 미국 내 중소형은행의 부동산 대출은 급격히 증가했다. 2010년 말 기준으로 미국의 대형은행의 부동산 대출은 약 2.3조 달러였는데 현재(23년 2월)도 2.41조 달러 수준이다.

반면, 미국 중소형은행의 부동산 대출은 2010년 1.28조 달러에서 2016년 15.9조 달러 2019년 2.17조 달러, 21년 2.42조 달러로 급격하게 증가했다. 1980년대만 하더라도 미국 부동산 대출에서 중소은행이 차지하는 비중은 20%수준에 불과 했다. 그러나 1990년대 중후반부터 비중이 증가해 1998년에는 30%를 상회했고, 이후에도 꾸준히 증가하면서, 2006년에는 37%를 상회하는 수준이 되었다. 글로벌 금융위기 이후 부동산 대출에서 중소형은행이 차지하는 비중은 비슷한 수준을 유지 하다 2012년부터 증가하면서 2015년에는 미국 부동산 대출의 40%를 2018년에는 45%를 상회했고, 2021년에는 미국 부동산 대출의 50%가 중소형은행을 통해 이뤄졌다. (이상, 2023년 3월 발간한 '미국 은행 규모별 부동산 대출 비중 분석' 자료 에서 인용)

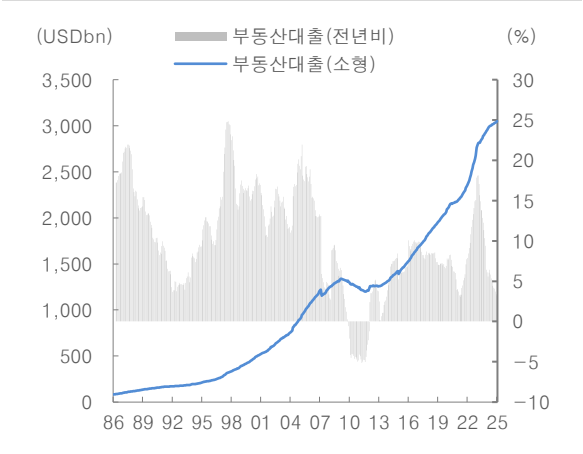
이러한 대출 트렌드로 인하여 이번 상업용 부동산 대출 부실 사태는 시스템 위기로 이어 지기 어려웠다는 판단이다.

그림 86. 미국 대형은행 부동산 대출 추이



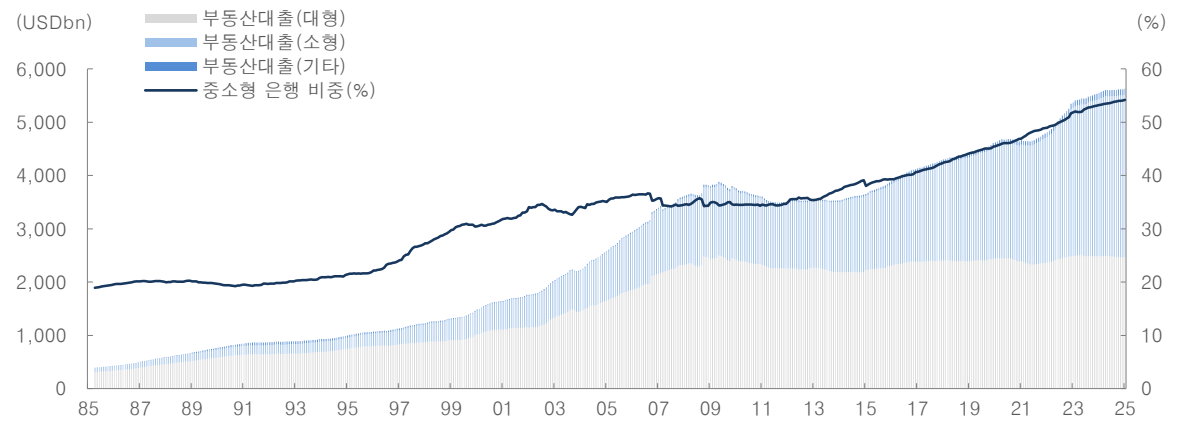
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 87. 미국 중소형 은행 부동산 대출 추이



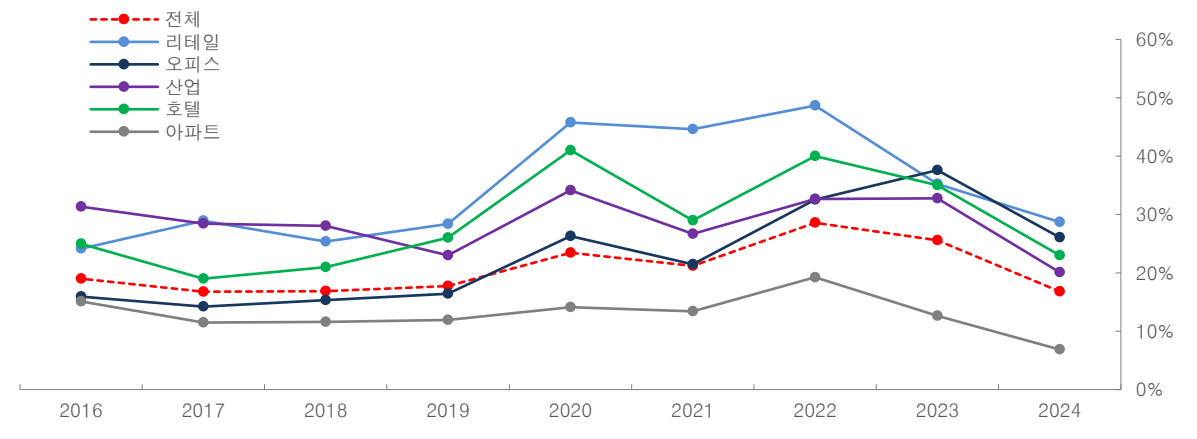
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 88. 미국 부동산 대출 대주 별 추이 및 중소은행 비중 추이



자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 89. 미국 부동산 섹터 별 지역은행 대출 비중 추이



주 : 지역은행의 의미는 전국영업은행이 아님을 의미

자료: RCA, 대신증권 Research Center

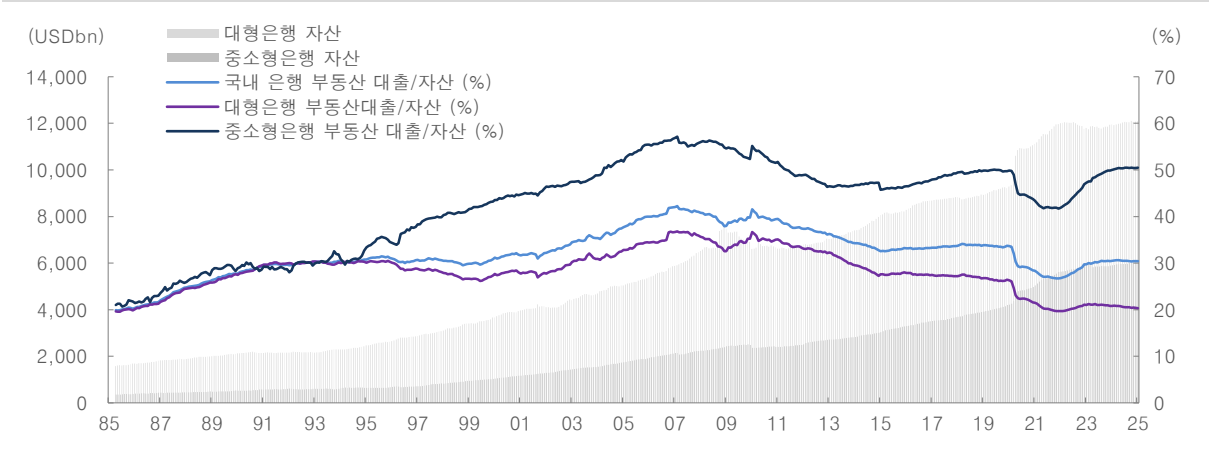
전체 자산대비
고려하면
부동산 대출 비중 커

은행의 부동산 대출 시장에서 중소형은행의 점유율만 높은 것이 아니라, 중소형은행의 자산에서 부동산 대출이 차지하는 비중이 큰 것도 부동산 자산 부실화가 지속적으로 지역은행의 위기나 이슈와 이어지는 것으로 생각된다.

미국 은행 자산 대비 부동산 대출 비중은 30.4% 수준이며, 대형은행의 부동산 대출은 전체 자산 대비 20.4% 수준이다. 그러나 중소형은행의 부동산 대출은 전체 자산 대비 50%를 상회한다.

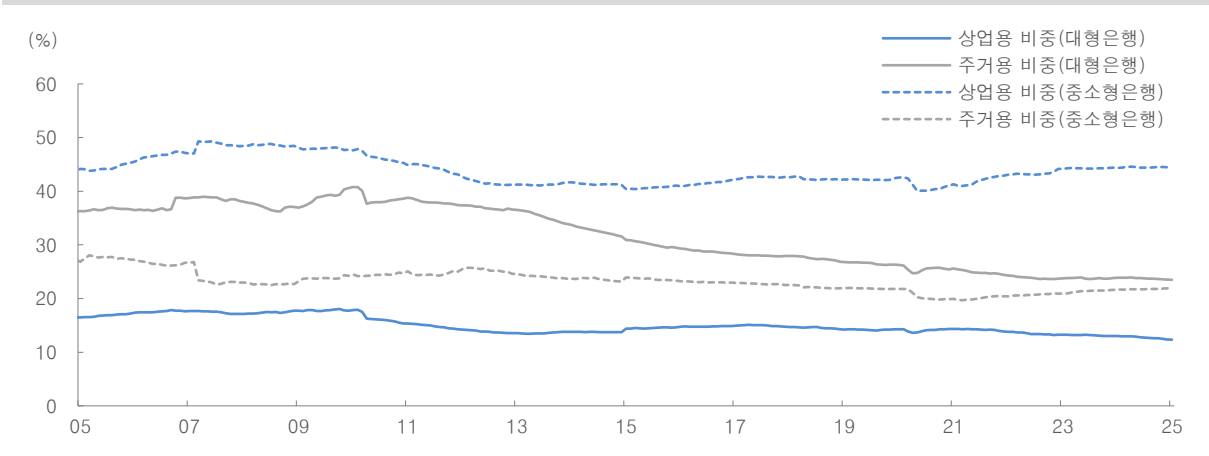
팬데믹 이전인 2019년 말 미국 은행의 자산대비 부동산 대출 비중은 33.7% 수준이었으며, 대형은행의 경우 26.4%, 중소형은행의 경우 49.8% 수준이었다.

그림 90. 미국 부동산 대출 은행별 자산 및 자산대비 부동산 대출 비중 추이



자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 91. 미국 부동산 섹터 별 지역은행 대출 비중 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터 별로 살펴보면...

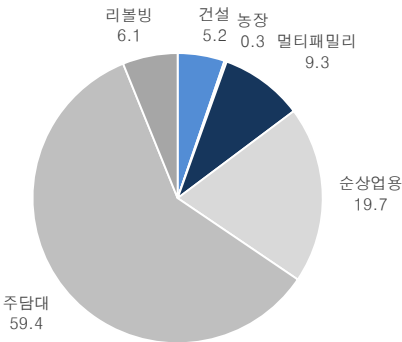
중소형 은행 대출
주거용보다는 상업용

부동산 대출을 섹터 별로 살펴보면, 대형은행과 중소형은행의 대출 비중이 다르게 나타나는데, 대형은행은 부동산 대출이 자산대비 적을 뿐 아니라 주거용 부동산에 집중되어 있다.

대형은행의 경우 주택담보대출이 전체 부동산 대출의 59.4%이며, 중소형 은행의 경우 29.4%다. 대형은행의 경우 멀티패밀리를 제외한 상업용 대출이 19.7%인 반면, 중소형은행의 경우 40.9%로 나타났다.

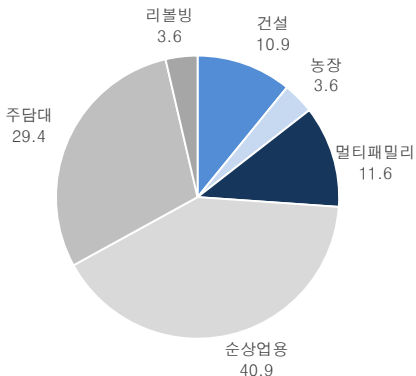
미국 은행의 부동산 대출 중 55.2%가 중소형은행이며, 비주거용 부동산대출(70.6%)비중이 높고 심화되고 있다. 그 중에서 건설(71.9%), 농장(94.4%), 순상업용(71.9%) 비중이 높게 나타났다.

그림 92. 미국 대형은행 부동산 대출 비중



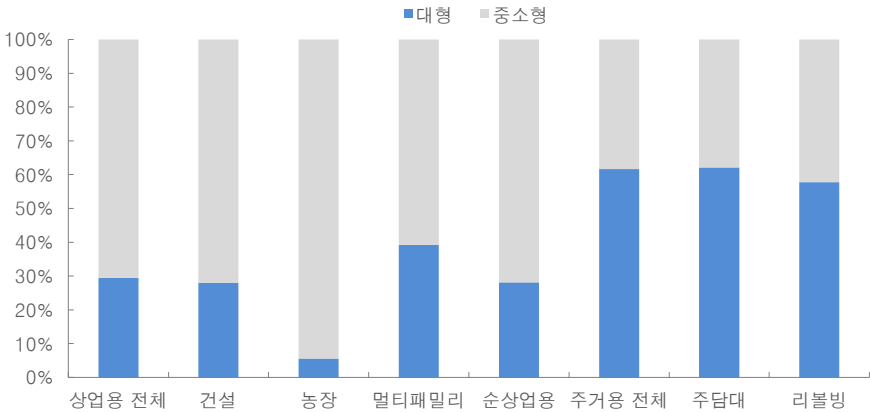
주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 93. 미국 중소형 은행 부동산 대출 비중



주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 94. 미국 부동산 대출 별 은행 규모별 비중



주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용이며, 주거리볼빙은 주택담보에 포함
자료: FRB, 대신증권 Research Center

23년말 대비 +1.58% 증가한 부동산 대출, 대형은행 역성장

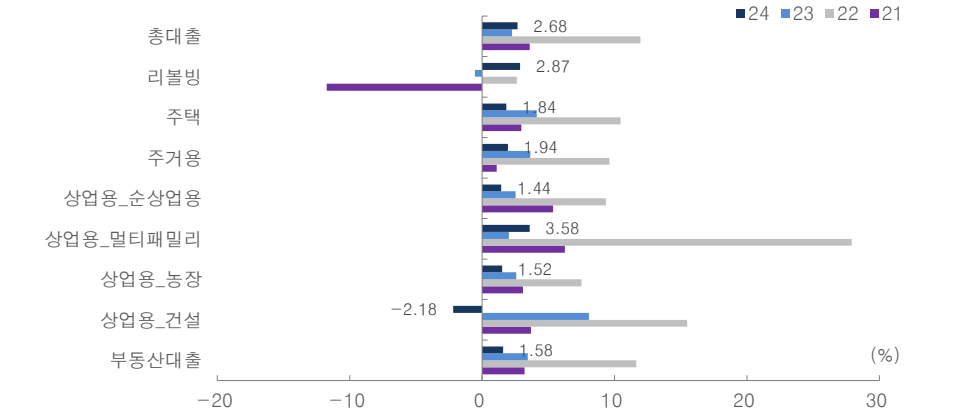
대형은행 역성장
중소형은행
대출증가세 둔화

그렇다면 미국의 부동산 대출은 늘었을까?

미국은행의 부동산 대출은 23년말 대비 1.58% 증가했고, 22년말 대비 3.45% 증가했다. 섹터 별로 살펴보면, 주택담보대출이 1.84% 증가했고, 상업용이 1.44% 증가했고, 건설 부분의 대출은 -2.18% 역성장했다.

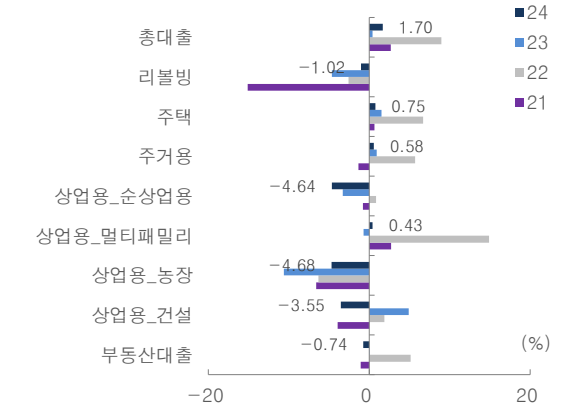
대형은행의 경우대출 규모가 역성장(-0.74%)했고, 주택담보대출은 정체 수준(+0.75%)을 유지했고, 상업용은 -4.68% 감소했다. 반면, 중소형은행의 대출 증가는 +2.91% 성장했고, 주택담보대출은 +3.67%, 상업용은 +3.89% 증가했다.

그림 95. 미국 전체 은행 섹터 별 대출 증감



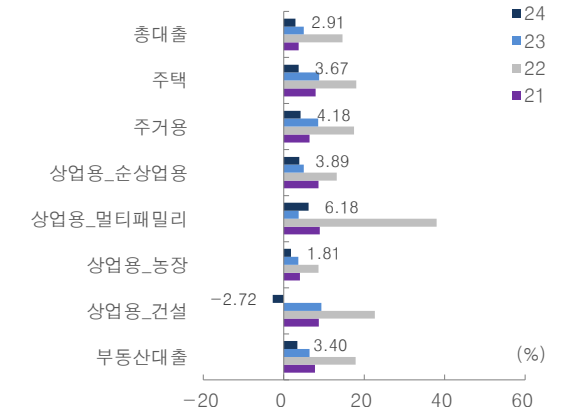
주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용이며, 주거리볼빙은 주택담보에 포함
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 96. 미국 대형 은행 섹터 별 대출 증감



주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용이며, 주거리볼빙은 주택담보에 포함
자료: FRB, 대신증권 Research Center

그림 97. 미국 중소형 은행 부동산 대출 비중



주 : 순상업용은 건설, 농장, 멀티 패밀리 합이 상업용이며, 주거리볼빙은 주택담보에 포함
자료: FRB, 대신증권 Research Center

2024년 둔화된 은행 대출의 빈자리는 누가?

존재감 드러낸
CMBS
주춤하는 지역은행

부동산의 대주가 은행만 있는 것은 아니다. 상업용 부동산 사이드에서 살펴보면, 상업용 부동산 대주의 1/3수준이(2015-2019년 32%, 2020-2022년 37%) 미국 내 은행이며, CMBS, 투자자 드리븐, 사모, 정부보증, 보험사, 해외 은행이 나머지를 차지한다.

최근 추이를 살펴보면, 2023년까지 26%에 달하던 지역은행 대출 비중이 2024년에는 17%까지 감소했고, 팬데믹시기(20-22년) 24% 대비해도 크게 감소했다. 2024년 대출비중은 정부기관 24%, CMBS 22%, 지역은행 17% 순이다.

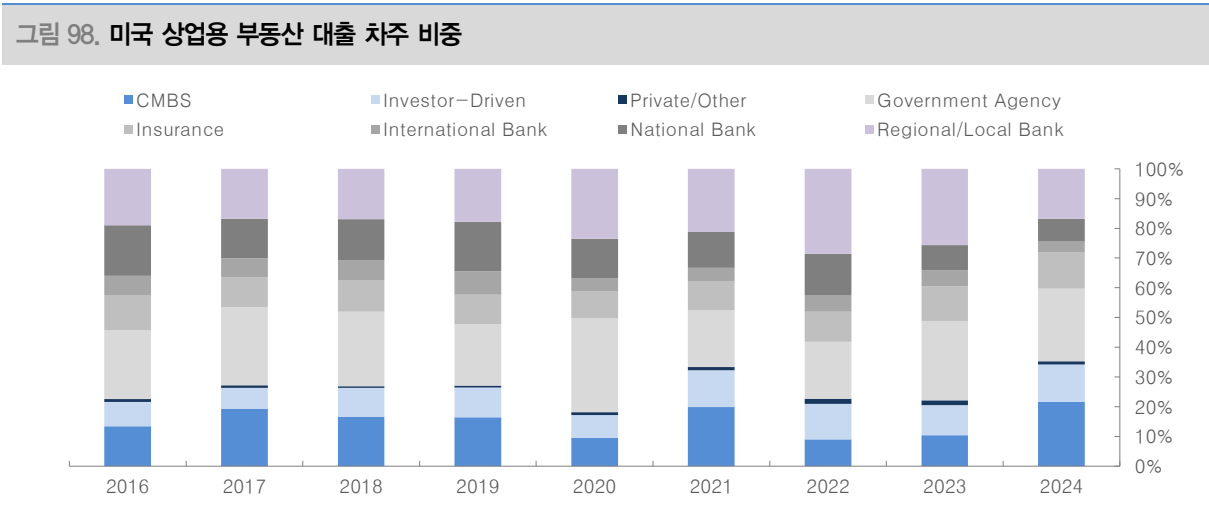
정부기관의 대출은 상업용 부동산 내 멀티 패밀리 섹터에 집중 되어 있는데 이는 주거 부동산의 공공성으로 인하여 정부기관이 대출 보증을 해 주는 경우가 있기 때문이다. 이는 일반인이 주택을 매입할 때도 가능하나, 투자용 주거 부동산에도 해당 된다. 국내에도 공공지원 민간임대 주택 등에 대해서 비슷한 사례가 있다.

금리 피크아웃
대출 투자를 일으키다

은행 대출의 둔화가 부동산 부실에 따른 대출강화의 결과라면, CMBS 비중 증가는 금리 고점 인식의 결과로 판단된다.

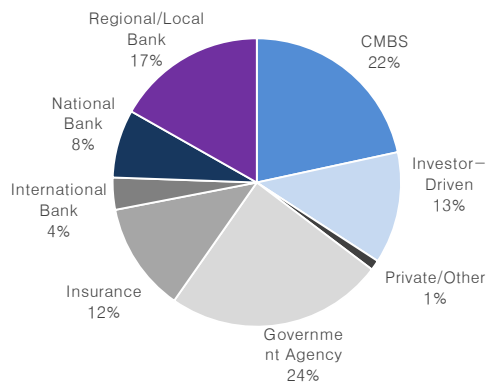
2022~2023년에 급등했던 금리가 2024년에는 피크아웃이라는 인식이 확산되면서, 은행과 같은 보수적인 대출기관들보다 대출투자자들이 빠르게 대출투자에 진입한 것으로 생각된다. 반면, 전통적인 지분투자를 본격적으로 재개할 만큼 시장상황이 개선되었다고 판단하지는 않은 것으로 보인다.

또한, 가격 조정된 부실 자산들의 매매와 단기채로 차환한 자산들의 리파이낸싱 수요가 급증한 것 또한 원인으로 판단된다.



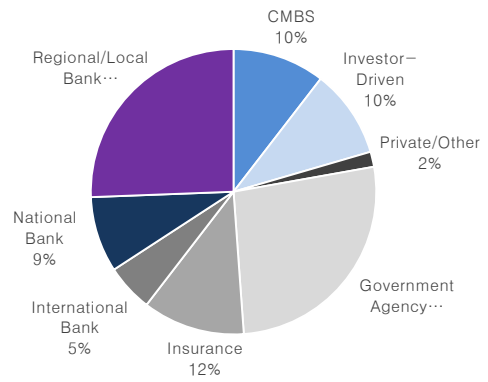
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 99. 2024 년 상업용 부동산 대출 차주 비중



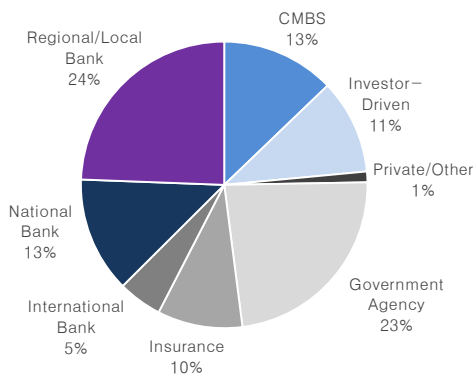
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 100. 2023 년 상업용 부동산 대출 차주 비중



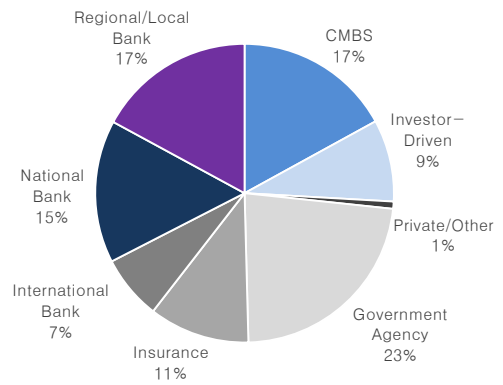
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 101. 2020-22 년 상업용 부동산 대출 차주 비중



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 102. 2015-19 년 상업용 부동산 대출 차주 비중



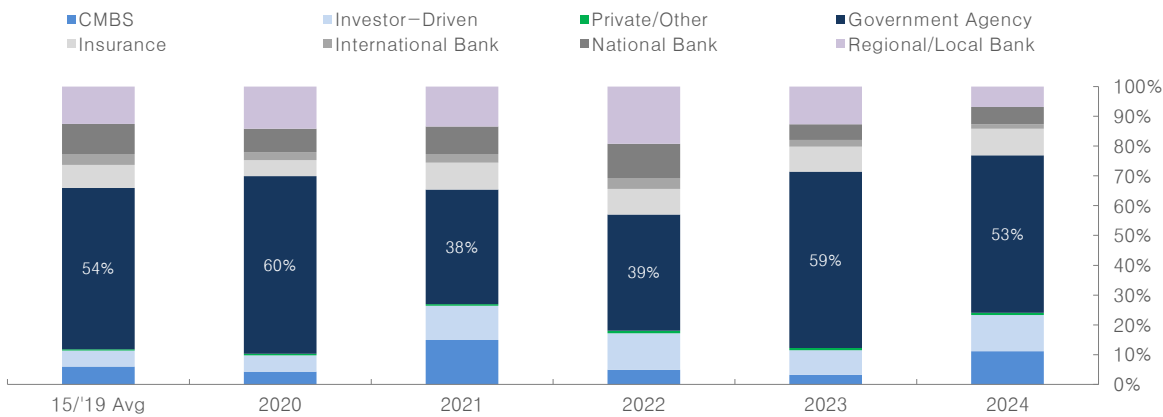
자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터별 대주 비중 특징

멀티패밀리는 Government Agency(52.9%) 비중 압도적이며, 민간 비중이 상대적으로 낮은 편이다. 2021~2022년 높아진 유동성으로 인하여 거래가 증가한 시기를 제외하고는 50%를 상회하는 수준을 유지했다(당시 FHFA의 대출 할당 및 규제 강화).

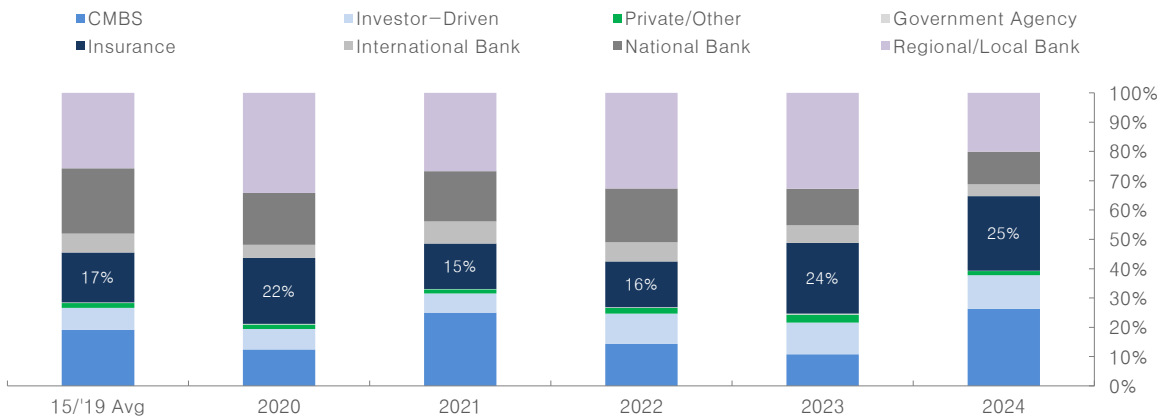
산업섹터의 경우 장기임대-장기부채 구조를 띄는 경우가 많고 이로 인하여 보험사의 수요가 높은 편이다. 오피스 자산은 팬데믹 이후 임대 펀더멘털 변화가 크게 나타난 섹터 중 하나인데, 집계된 시기 중 CMSB 비중이 가장 높은 수준(31%)을 기록했다. 섹터의 펀더멘털 변화가 오피스 대출에 대한 컨셉을 변화시킨것으로 보인다. 리테일 자산은 자산 특성상 지역은행 대출 비중이 높은 편인데, 지역은행의 대출 강화가 나타나면서, 2024년에는 다시금 CMBS 비중이 29%를 기록했다.

그림 103. 미국 아파트 대주 별 대출 비중 추이



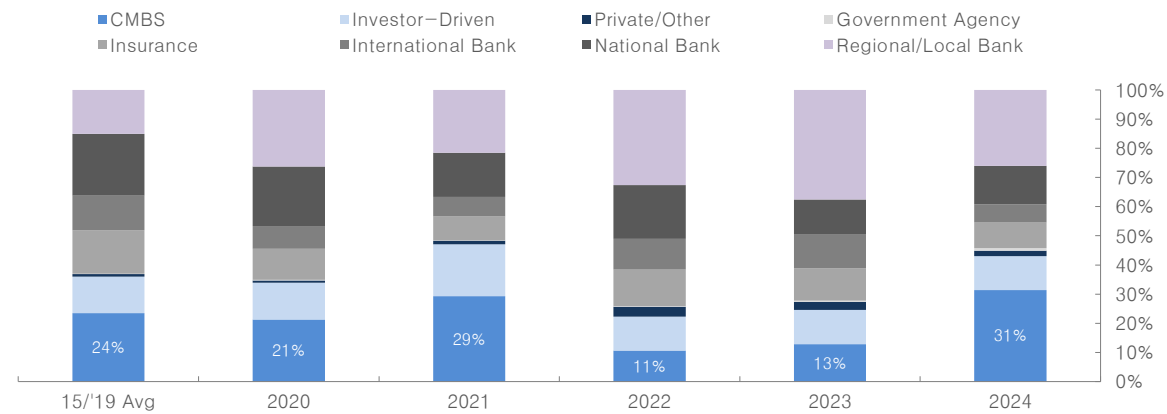
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 104. 미국 산업용 대주 별 대출 비중 추이



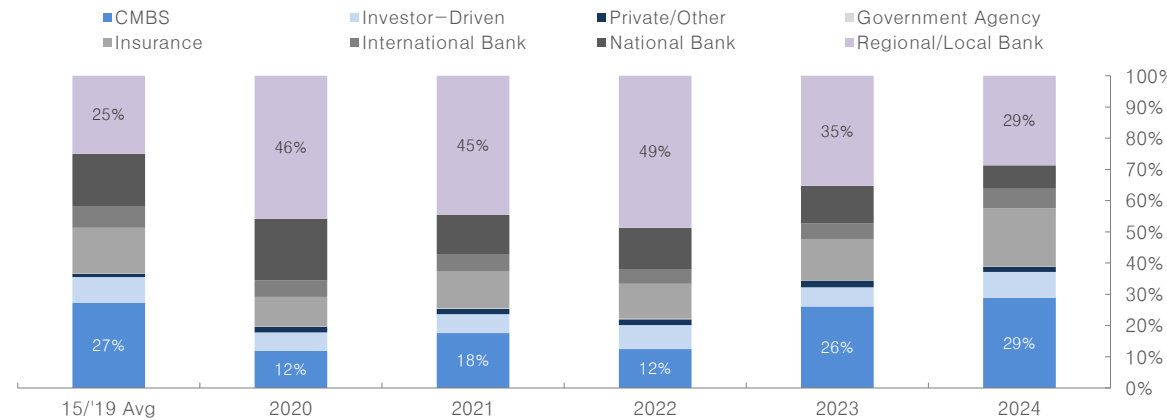
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 105. 미국 오피스 부동산 대출 차주 비중



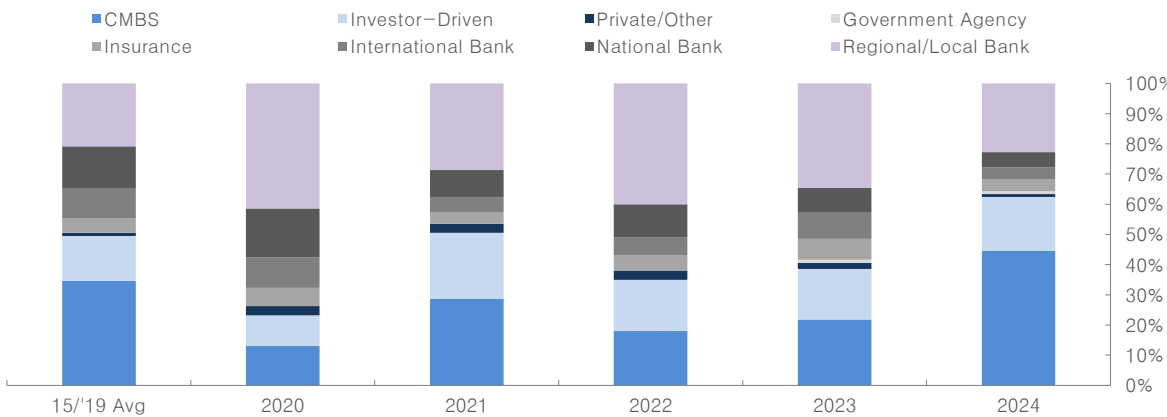
자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 106. 미국 리테일 부동산 대출 차주 비중



자료: RCA, 대신증권 Research Center

그림 107. 미국 호텔 부동산 대출 차주 비중



자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실의 현재 : 여전히 진행 중, 지표는 좀 더 악화 될 수 있음

꾸준히 높아지는
부실 지표

부실지표는 지속적으로 상승중이다.

25년 2월 부로 CMBS 연체율은 6.3% 수준이다. 오피스 연체율은 24년 12월 11%를 상회했고, 25년 2월은 9.78% 수준으로 소폭 낮아졌다. 추세적인 변화일지 지켜볼 필요가 있다. 25년 2월 리테일 섹터는 7.49%, 호텔 섹터는 6.43%, 멀티패밀리는 4.46% 수준이며, 산업(물류) 섹터는 0.34%로 낮은 수준이다.

스페셜 서비스 비율은 25년 2월 10.32%로 10%를 돌파했다. 오피스 16.19%, 복합자산 13.04%, 리테일 11.26%로 전반적으로 증가세다. 연체율이 한두달 하락한다 하더라도 추세적인 하락으로 판단할 수 없는 이유다. 부실자산 거래가 본격화 되지 않았는데, 지난 위기와 달리 장기적으로 꾸준히 거래 될 가능성이 높다.

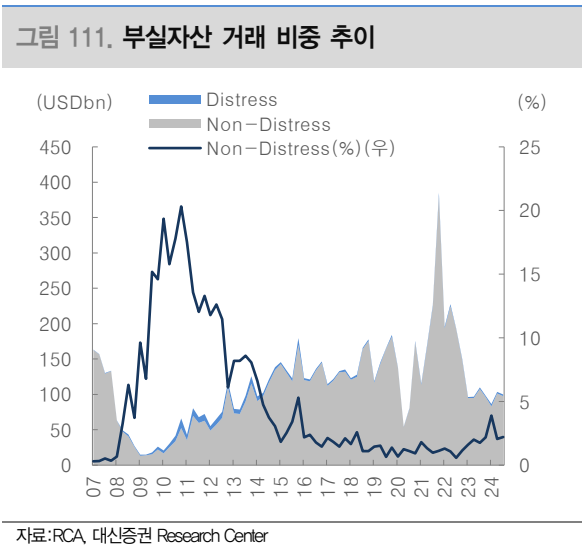
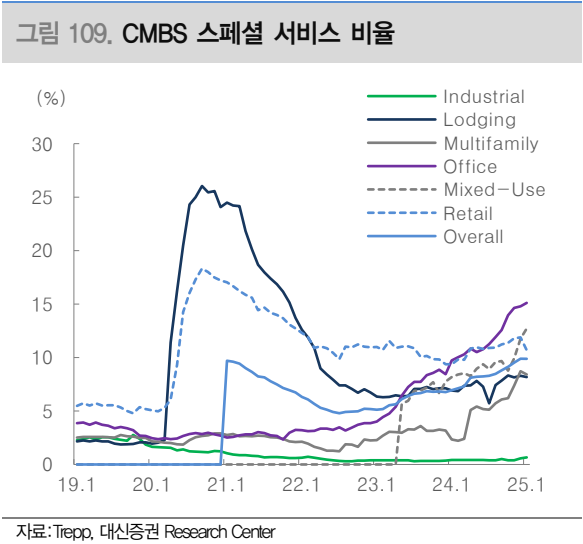
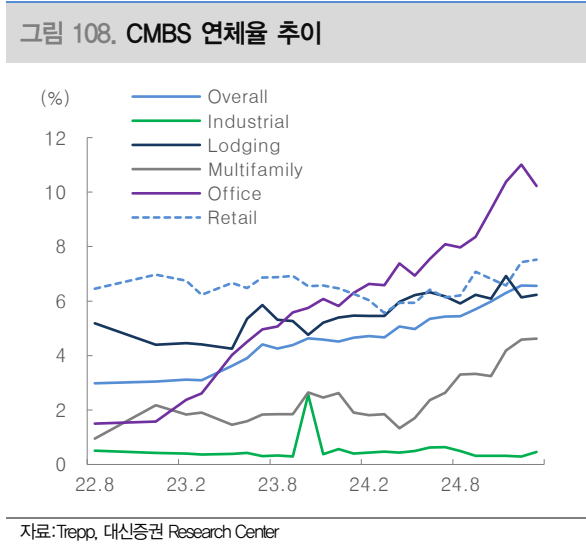
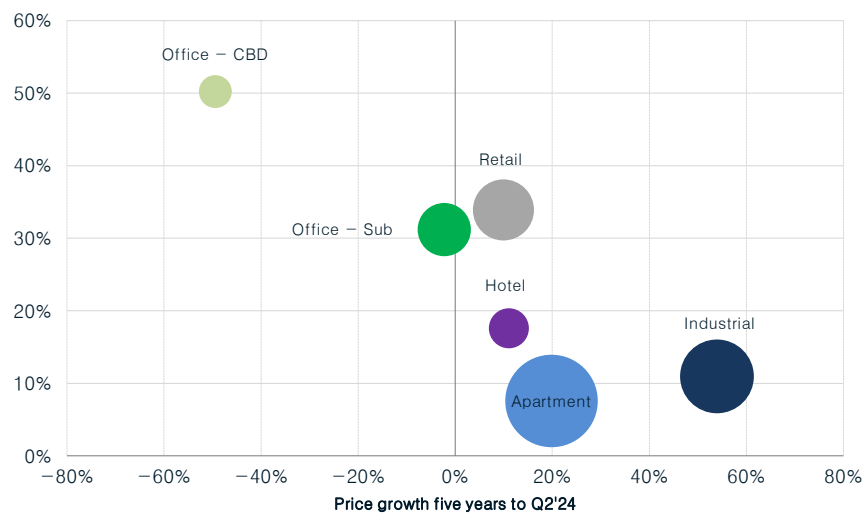
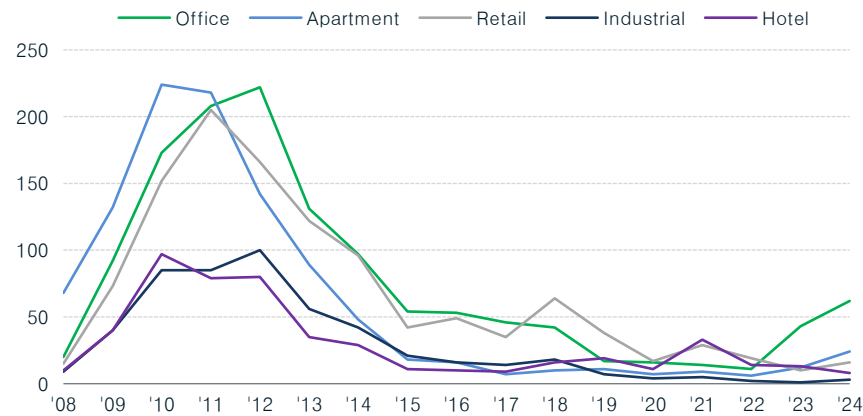


그림 112. 미국 24년 상반기 대출 손실률



자료: RCA 대신증권 Research Center

그림 113. 미국 섹터별 압류 거래 건수 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

은행단의 상업용 부동산 연체율은 안정적인 상황

대도시 골이 깊었듯
대형은행 연체율 높아

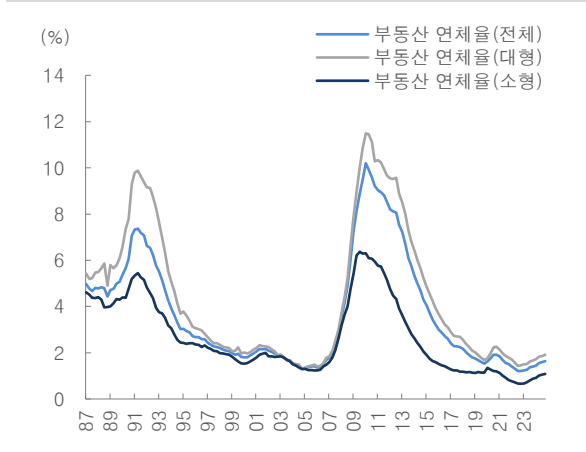
전반적인 부동산 연체율은 대형은행이 더 큰 편이다.

연준의 은행 감독 보고서에 따르면, 대형은행의 오피스 대출 연체율은 2024년 2분기에 11%로 급등한 반면, 소형은행의 CRE 대출 연체율은 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있는데, 이는 대형은행이 대도시의 대형 오피스 자산에 더 많이 노출되어 있기 때문인 것으로 나타났다.

최근 나타난 부실 이슈가 대형 오피스 위주로 있었다는 점과 대도시권의 부동산 자산의 가격 등락이 더 큰다는 점, 샌프란시스코나 뉴욕과 같은 주요 시장에 대한 대출은 대형 은행이 주로 집행한다는 점 등을 고려할 필요가 있다.

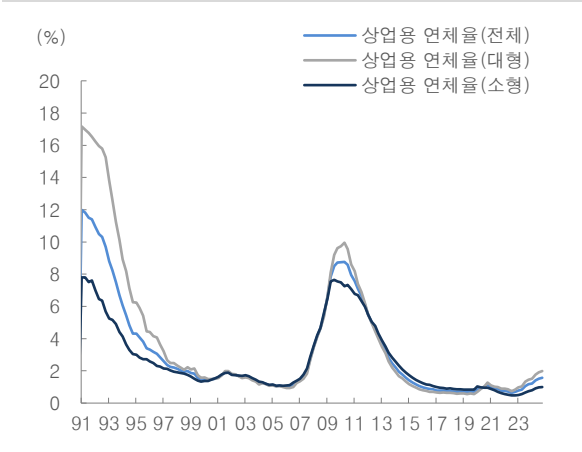
다만, 은행 전반의 부동산 대출 연체율 수준은 높아지고 있으나, 과거와 같은 시스템 위기로 전이 될 가능성은 현재로서는 낮음을 다시한번 확인할 수 있다.

그림 114. 은행 규모별 부동산 연체율 추이



자료:FRB, 대신증권 Research Center

그림 115. 은행 규모별 상업용 부동산 연체율 추이



자료:FRB, 대신증권 Research Center

남은 만기와 우려 되는 자산들

차환보다 연장의 효과

2023~2024년 동안 금리 상승과 시장 불확실성으로 인해 많은 대출이 만기 연장되었다. 2025년에 만기 예정인 대출 중 약 40%에 해당하는 3,840억 달러는 이전에 만기 연장된 대출로, 이는 일시적인 고금리 상황을 연장하는 전략의 결과다.

MSCI에 따르면, 2025년에 만기되는 대출 중 약 14%는 담보 자산 가치가 대출 잔액보다 낮은 '언더워터' 상태로, 재융자에 어려움을 겪을 것으로 예상된다. 재융자 대신 만기 연장을 선택하고 있으며, 이는 단기적인 유동성 문제를 완화할 수 있지만, 장기적으로는 시장의 불확실성을 지속시키는 요인으로 남아 있을 것이다.

따라서, 26년 상반기까지도 추세적인 부실증가는 나타날 수 있음을 시사한다.

그림 116. 미국 연도별 발행대출의 만기 도래

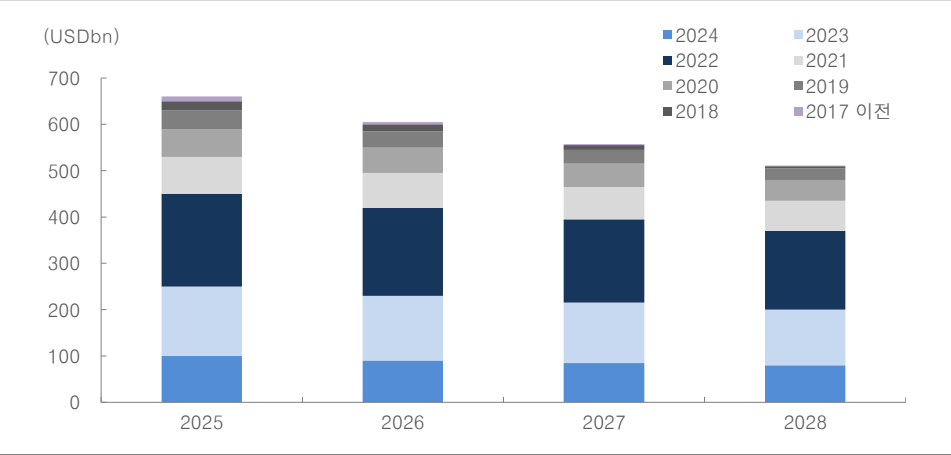


그림 117. 미국 섹터별 발행대출의 만기 도래

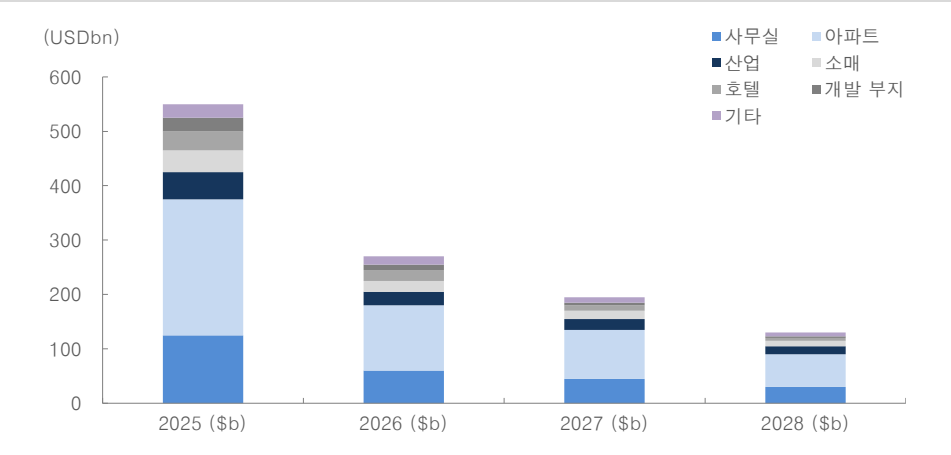


그림 118. 미국 대주 별 상업용 부동산 만기

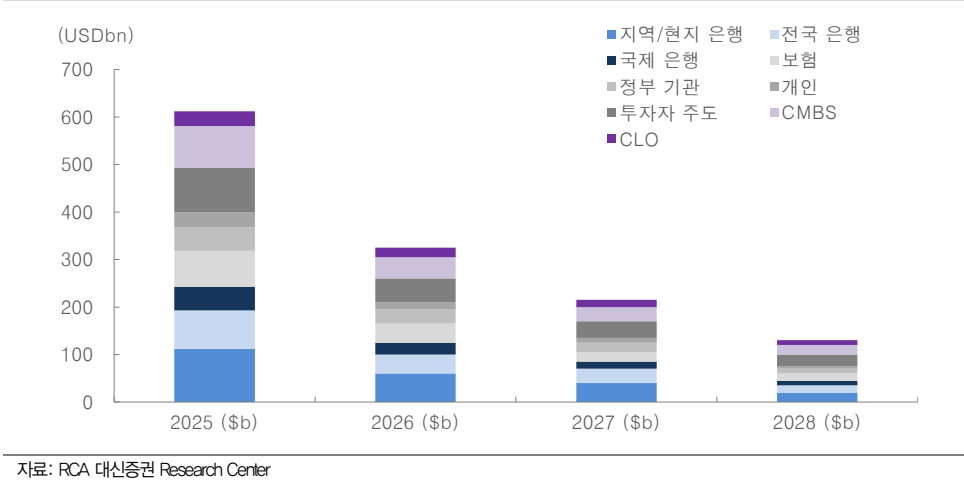


그림 119. 섹터별 부실 자산(좌) 및 부실 우려 자산(우) 규모 및 증감

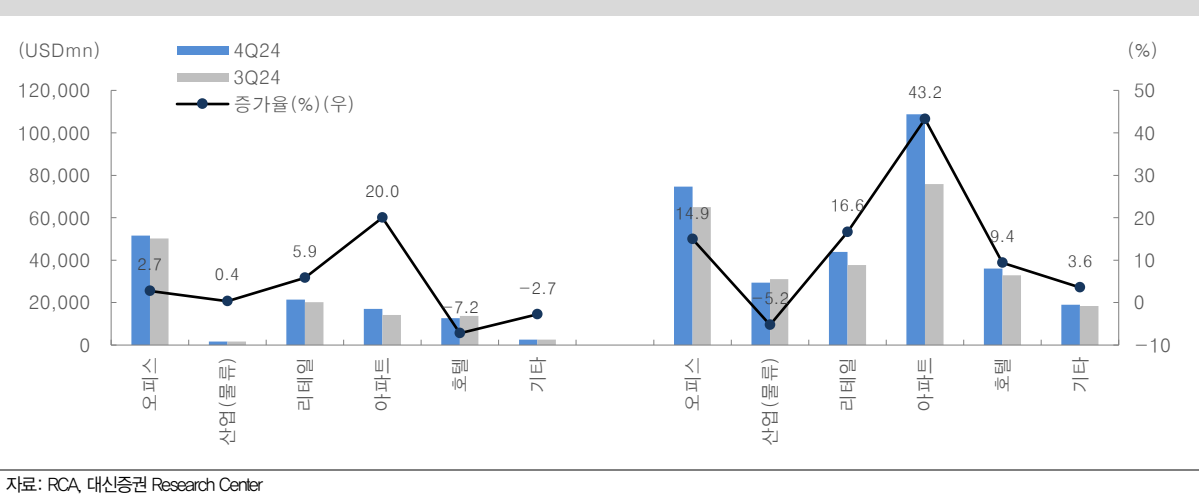


그림 120. 섹터별 부실 자산 추이

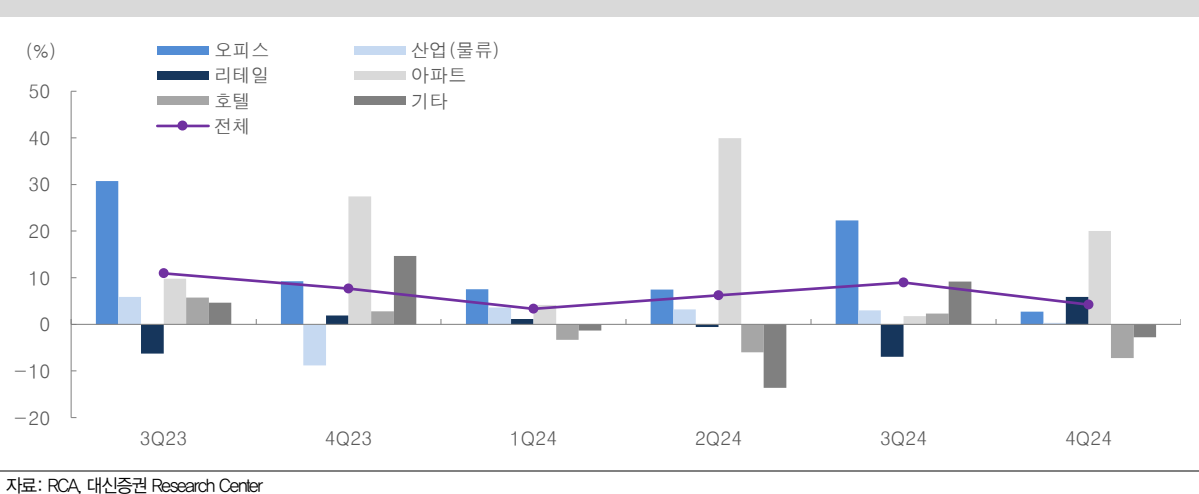
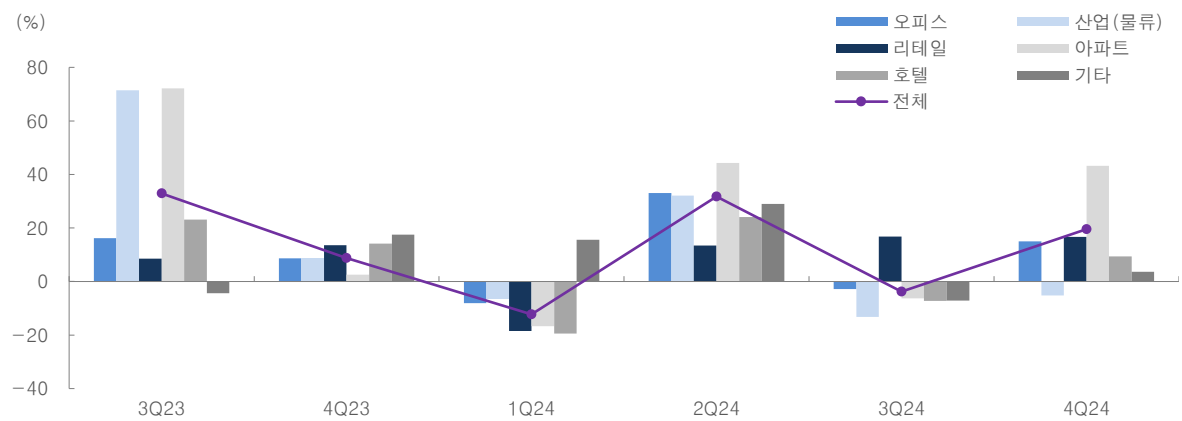


그림 121. 섹터별 잠재적 부실 자산 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

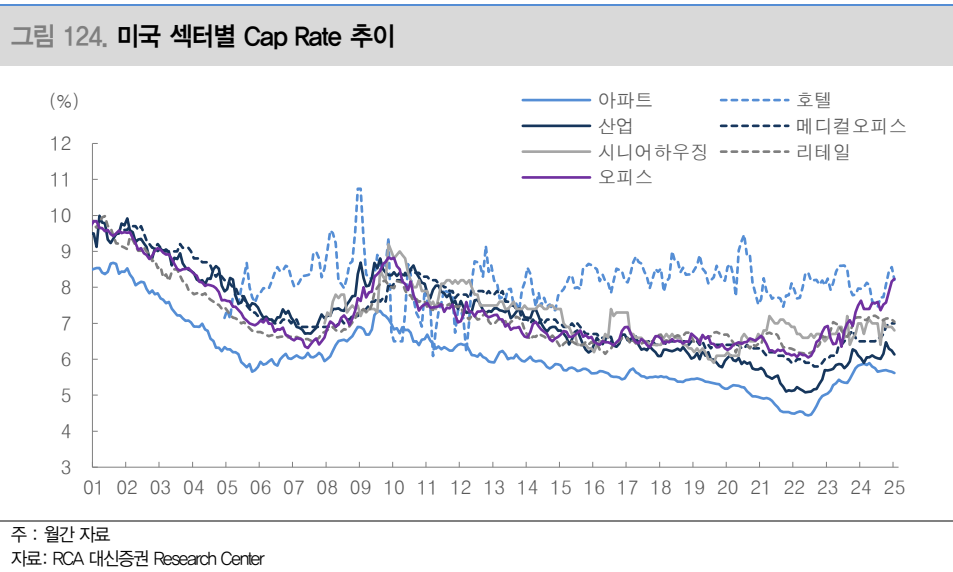
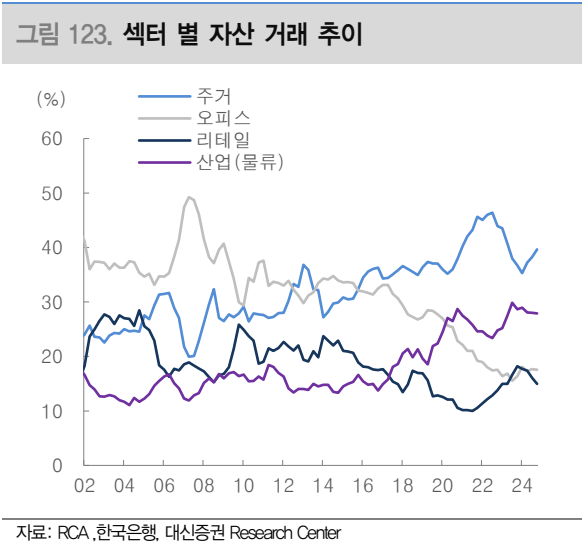
여전히 금리레벨 중요하나, 가장 위협적인 시기는 지났다는 판단

여전히 위협적인
금리레벨

금리는 여전히 변수다.

시장금리의 고점은 지나갔으나, 과거에는 예상보다 길었던 인플레이션, 현재는 관세 정책으로 인한 인플레이션의 재발 등은 금리의 변수가 될 수 있다. 현재 금리 피크아웃을 극복하기 위한 임시방편으로 재평가 후 차환 보다는 만기연장을 선택한 자산이 많다는 점은 금리레벨이 부동산 시장 전반에 반영되었다고 보기 어렵고 높은 금리레벨이 얼마나 유지되는가에 따라 금리레벨에 추가적인 영향을 줄 수 있다.

다만, 추가적인 금리 상승 가능성은 낮다는 점, Cap Rate에는 금리레벨이 어느 정도 반영되었다는 점을 고려할 때 가장 위협적인 시기는 지났다는 판단이다.



미국의 경기 변동성 높아지는 시점에서 경계는 필요

관세정책으로
불확실성 높아진 상황

관세정책과 이로 인한 매크로 불확실성이 높아진 점은 경계할 필요가 있다.

경기 둔화의 정도와 매크로 상황에 따라 차별화 양상이 나타날 수 있으나, 큰 매크로 악화가 나타난다면, 오히려 멀티패밀리와 같은 섹터에 위협이 될 가능성도 있다. 실업률이 악화되는 경로가 멀티패밀리 임대시장에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

관세정책 현실화는 산업(물류) 섹터 지역별 차별화 된 영향을 줄 가능성이 높고, 인플레이션 현실화로 인한 금리 상승은 무차별적인 영향을 주나 오피스 자산가격 조정 장기화에 기여할 가능성이 높다.

자산가격 조정이 마무리 되는 시점이나, 매크로 변동성에 따라 다시한번 추가적인 조정이 나타날 수 있음은 경계할 필요가 있다.

그림 125. 미국 섹터별 임대율 추이

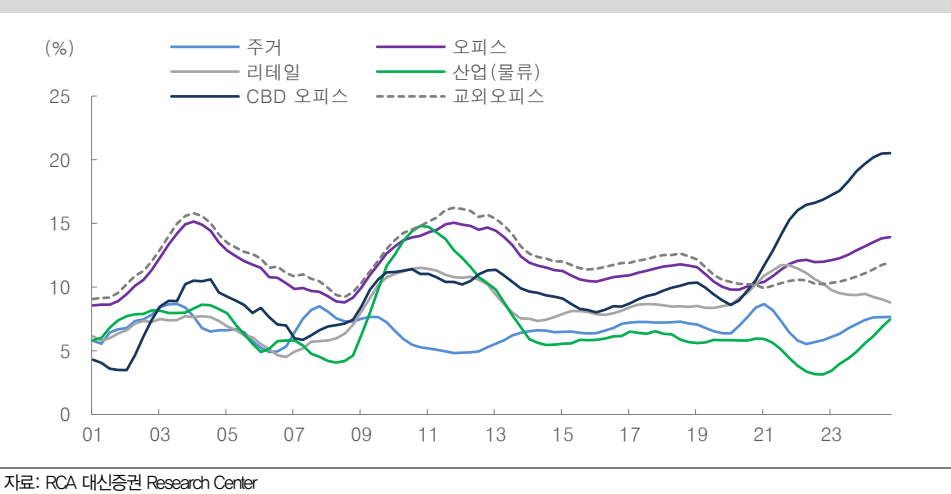


그림 126. 미국 섹터별 SSNOI 추이

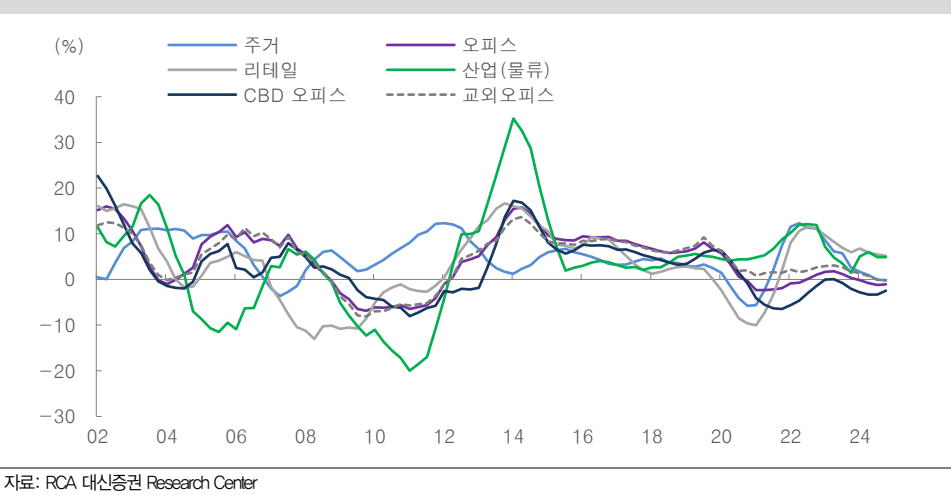
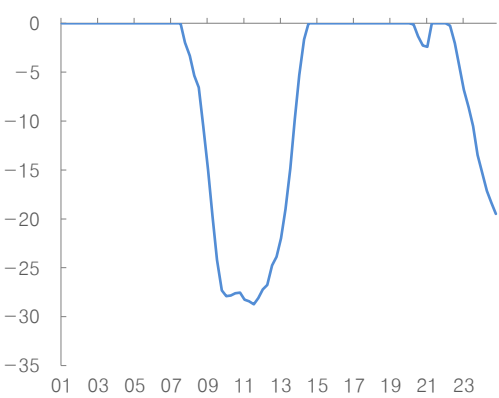
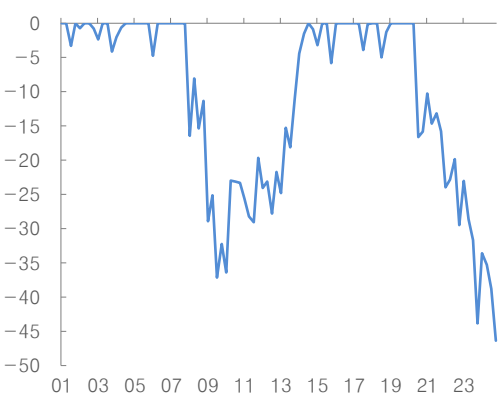


그림 127. 미국 오피스 추정가치 MDD



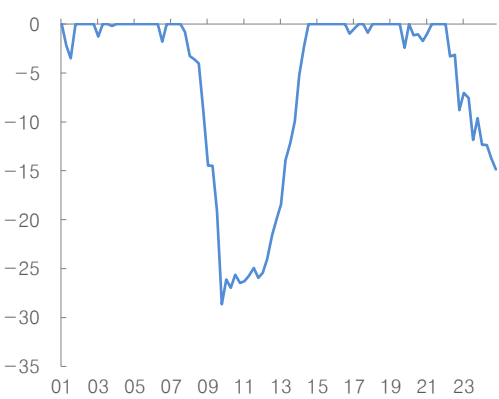
자료:RCA, 대신증권 Research Center

그림 128. 미국 CBD 오피스 추정 가치 MDD



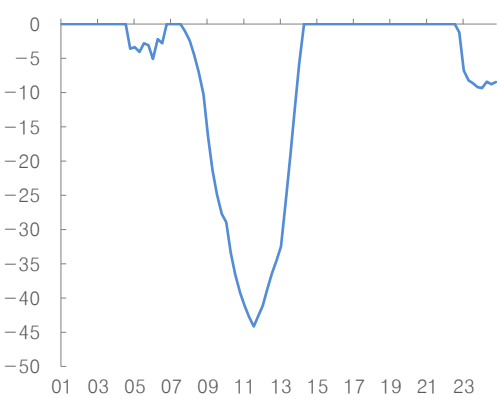
자료:RCA, 대신증권 Research Center

그림 129. 미국 교외 오피스 추정 가치 MDD



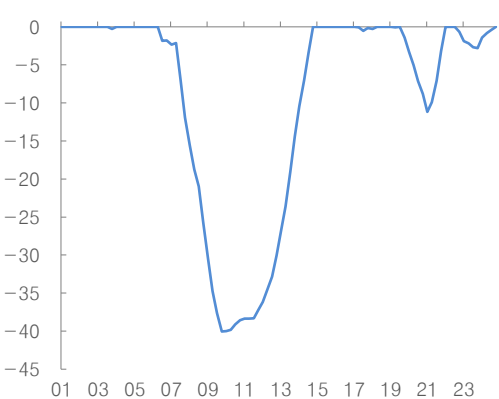
자료:RCA, 대신증권 Research Center

그림 130. 미국 산업(물류) 추정 가치 MDD



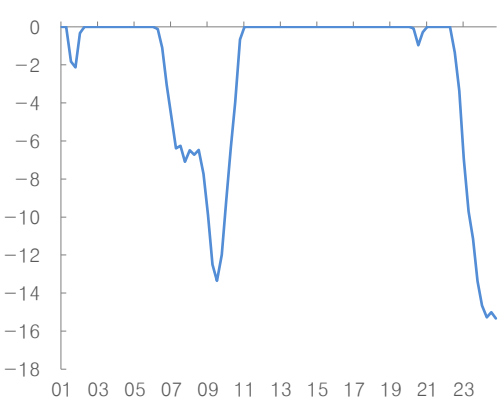
자료:RCA, 대신증권 Research Center

그림 131. 미국 리테일 추정 가치 MDD



자료:RCA, 대신증권 Research Center

그림 132. 미국 멀티 패밀리 추정 가치 MDD



자료:RCA, 대신증권 Research Center

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자 : 배상영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
