Daishin
2024년 경제 및 금융시장 전망

부동산/리츠

실물시장의 소음 속에 리츠의 조용한 회복

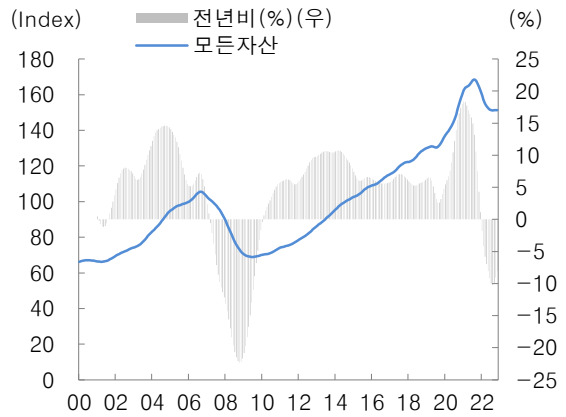
▪ 배상영 Ph.D. Sangyoung.bae@daishin.com

2024년 핵심 팩터는 금리에서 경기로 천천히 이동

변동성 높았던 23년도 리츠와 부동산

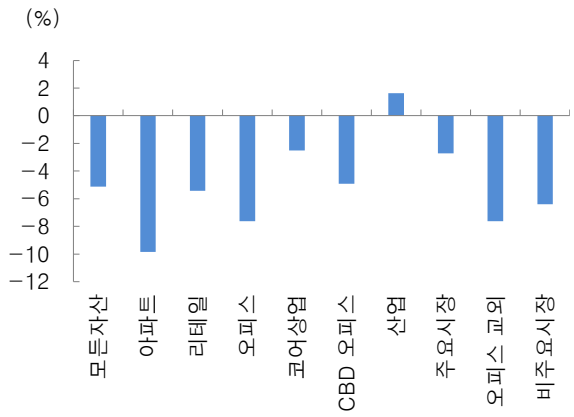
- 23년 하반기 금리 급등으로 크게 조정 받았던 리츠는 금리 속락과 함께 최근 반등하여 연초 대비 보합 수준의 성과를 기록
- 금리 상승과 대출강화로 실물 시장의 투자감소 및 자산 가치 조정도 나타남
- 변동성 높은 매크로 환경 속에서 2024년에도 리츠의 주가 변동성이 높을 것으로 예상되나 연간으로 보면 회복이 기대되는 구간이며, 실물시장은 고금리 장기화/금리 하락의 속도와 각도에 따라 부실 자산의 타 섹터의 전이가 결정 될 것으로 예상

미국 상업용 부동산 Index



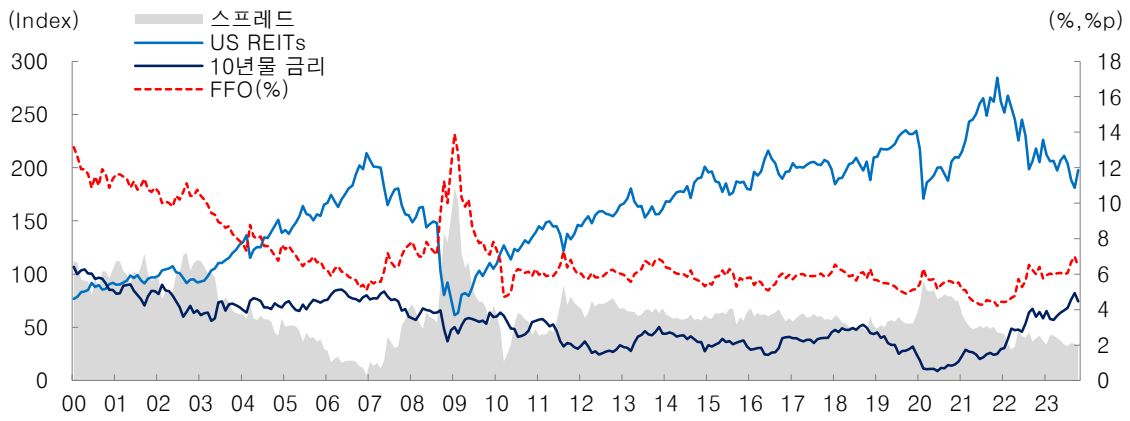
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터별 YTD Index 변화율



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 리츠 주가/주가레벨 및 시장 금리 추이

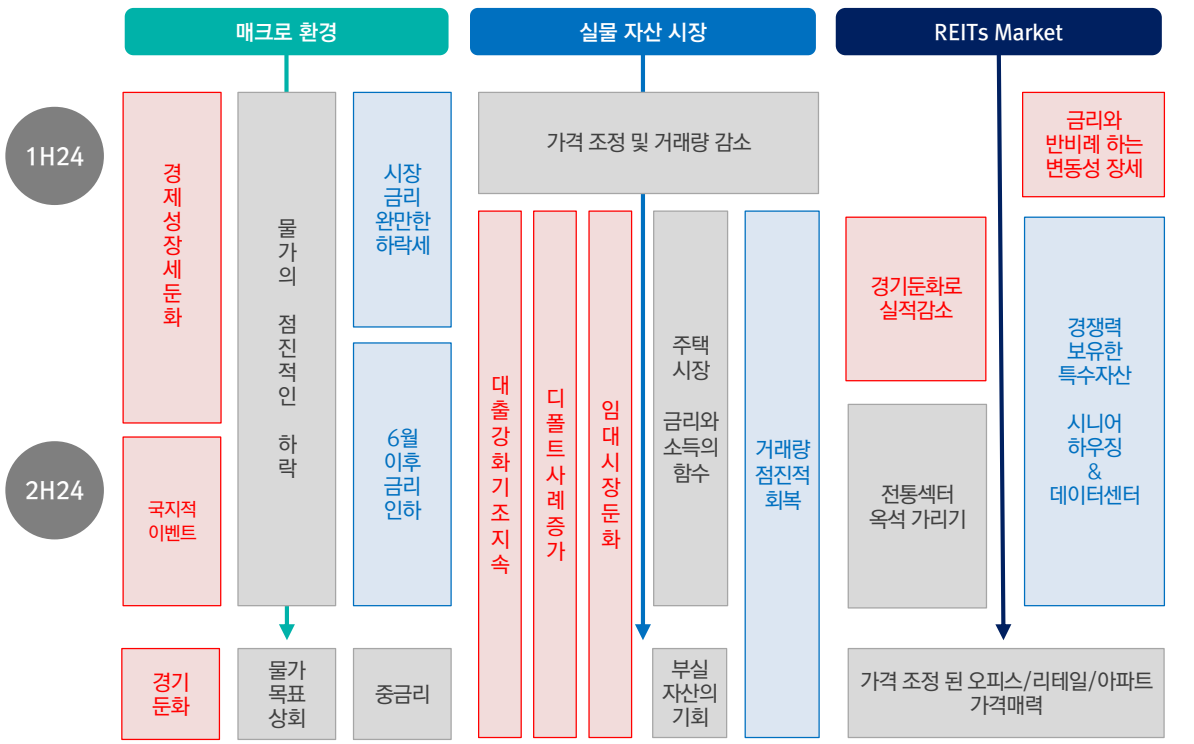


자료 : NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리 하락과 경기 둔화 속에서 나타날 차별화

- 24년도 하반기 금리 인하와 경기 둔화는 이자비용 감소와 임대시장 둔화로 이어지면서 호재와 악재가 상쇄될 것으로 예상되며, 고용 시장 둔화는 주택 매도 물량을 늘리면서 주택 재고시장의 정상화로 이어질 것으로 예상됨
- 24년도는 물가의 완만한 하락속에서 변동성이 있겠으나, 시장 금리는 연간으로 보면 하락세가 나타날 것으로 예상되며, 경기 둔화 속에서 국지적인 이벤트가 나타날 수 있는 매크로 환경이라 판단. 실물 시장의 가격 조정과 감소된 거래량이 지속 될 것으로 보이며, 가격 조정 속에서 거래량이 점진적으로 회복 될 것으로 기대
- 대출 강화 기조가 지속 되고, 섹터 별 이자 비용 차별화가 나타나면서 비우량 섹터의 부실화는 지속 될 것으로 예상되며, 오피스 섹터의 임대 상황과 아파트 섹터의 가격-이자 금리 레벨 부담 수준에 따라 부실의 크기가 결정될 것. 따라서, 경쟁력을 보유한 특수자산(시니어 하우징, 데이터 센터 등)과 24년도 가격 조정으로 가격 매력이 있는 리테일, 오피스 섹터 등에서 기회가 있을 것으로 기대

2024년 미국 부동산/리츠 시장 흐름 예상



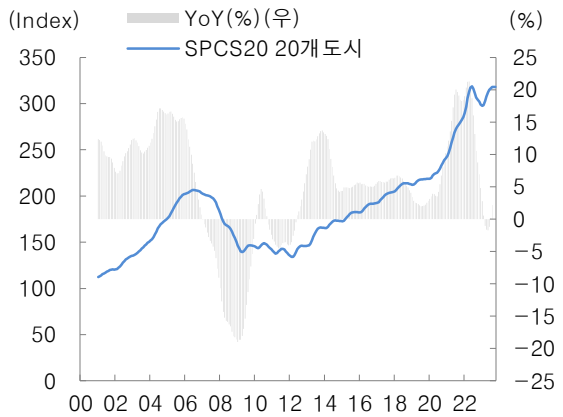
자료 : 대신증권 Research Center

[주택시장] 고금리에 거래량 급감, 가격은 반등 : 향후 변수는 고용

구매력만 낮아진 것이 아니라 고정금리로 매도의향도 낮아져

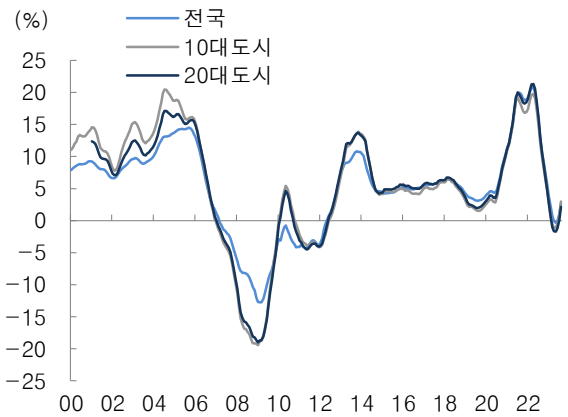
- 고금리 상황에서 거래량 감소하며 가격이 반등한 배경은 고정금리. 기 보유자들은 장기 저금리 모기지 부채로 인하여, 자산 매도의향이 감소. 신규주택 매매량 대비 기존주택 매매량 감소폭이 큼
- 경기 둔화에 대한 우려와 마진 하락(금융 비용 및 원가 상승)으로 신규 공급이 증가할 여력이 크지 않고, 재고 시장에서 매물 감소가 지속되는 대치 상황에서 향후 변수는 가격 소득의 증감(고용 상황)이 될 것
- 미국 모기지 금리가 7%를 상회한 이후 하락세이나 여전히 높은 레벨

미국 20대 도시 주택시장 Index



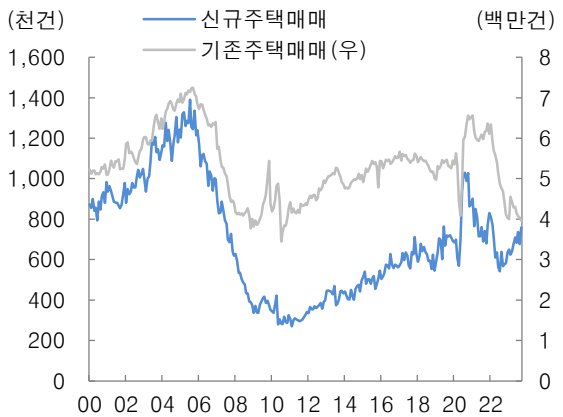
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 전년비 추이



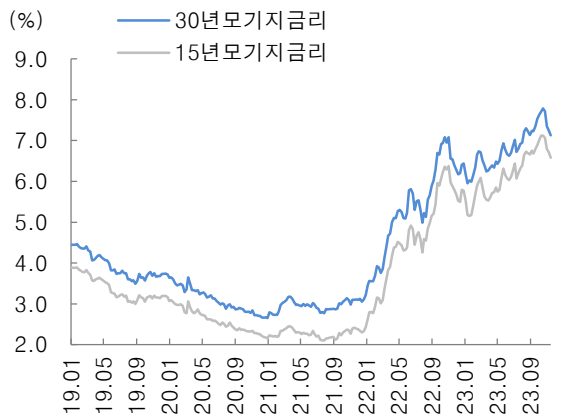
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 매매량 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 모기지 금리 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

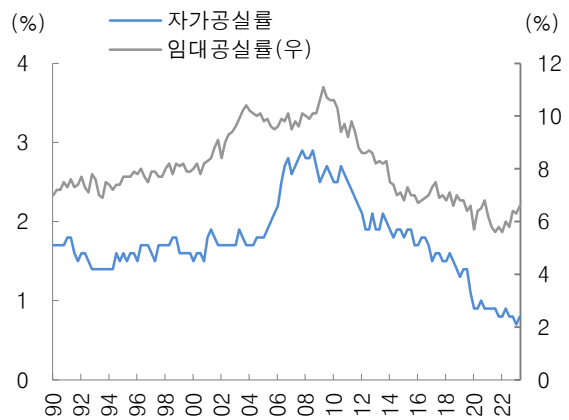
재고-공급 상황이 과거 인플레이션 시기와 유사한 그림이라 판단

- 주택 재고량은 최근 들어 상승세. 재고주택의 경우 평균 3.6개월(22년 1월 1.6개월 최저치) 수준이며, 매매용 주택의 경우 1.15개월(22년 1월 0.85개월). 모기지 금리 상승으로 구매력 하락, 재고 시장의 매물감소, 신규 주택 공급 감소가 만나면서 낮은 재고량 지속
- 자가 공실률은 역사상 최저치 수준이며, 임대 공실률은 6.6%로 4Q21, 2Q22 5.6% 대비 소폭 상승
- 주택 모기지 연체율은 22년 4분기 3.96%로 소폭 반등 했으나, 23년 3분기 3.62%로 여전히 낮은 수준(팬데믹 이전 최저치는 3.77%)이며, Convention Loan 연체율은 23년 1분기 2.29%를 기록한 이후 2분기 연속 상승해 23년 3분기 2.52% 기록(팬데믹 이전 최저치 2.99%)

미국 주택 재고량 추이

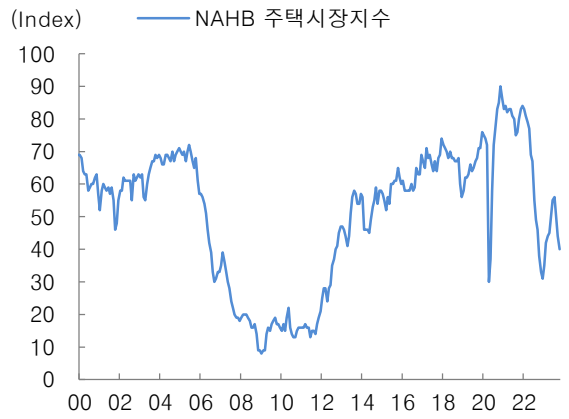
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 공실률 추이



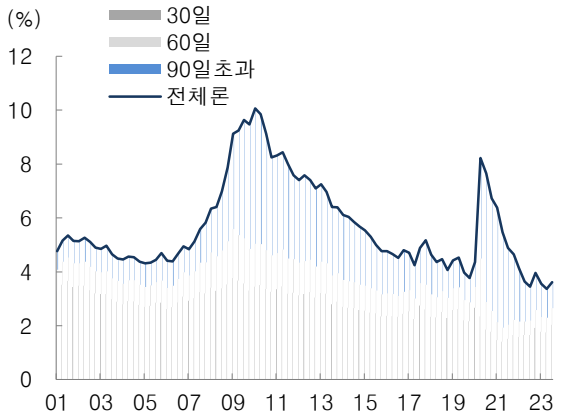
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

NAHB Index 추이



자료: NAHB, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 모기지 연체율 추이



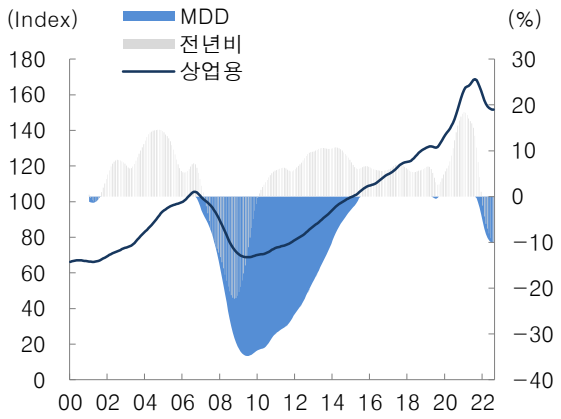
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산] 전반적인 하락세, 위기 섹터 존재하나 시장 차원에서는 침체

임대 상황이 불안한 오피스, 가격 레벨이 불안한 멀티패밀리

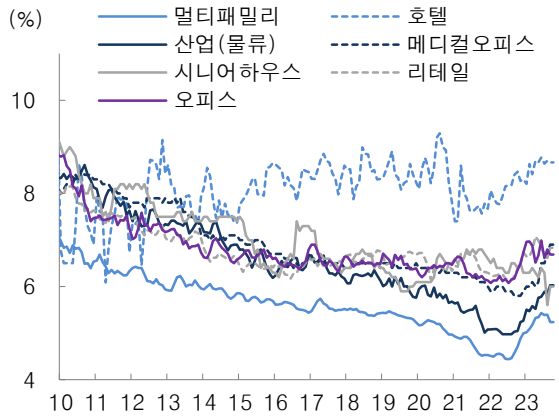
- 미국 상업용 부동산 Index는 23년 7월 기준 -10.1% 하락했고, MDD(Max Draw Down) 또한 -10.1%. 금융위기 시기 MDD는 -34.8%
- Cap Rate는 금리 상승으로 전반적인 상승세, 팬데믹 시기 수혜 섹터의 Cap Rate 상승이 두드러짐
- 임대 시장 악화는 CBD 오피스 시장에 집중. 공실률이 18%를 상회하며 GFC 시기 보다 악화
- 상업용 부동산의 거래량도 급감. 23년 10월 기준 12개월 누적 거래량은 전년 동기 대비 -62.4% 감소했으며, 섹터별로는 멀티패밀리 -61.5%, 오피스 -54.1%, 호텔 -53.4%, 산업(물류) -51.3%, 리테일 -17.5% 감소

미국 상업용 부동산 Index



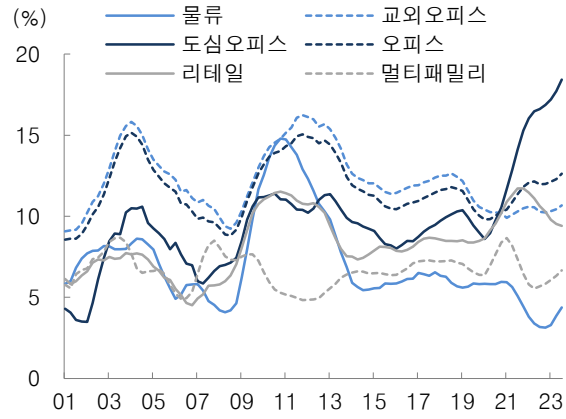
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터 별 Cap Rate



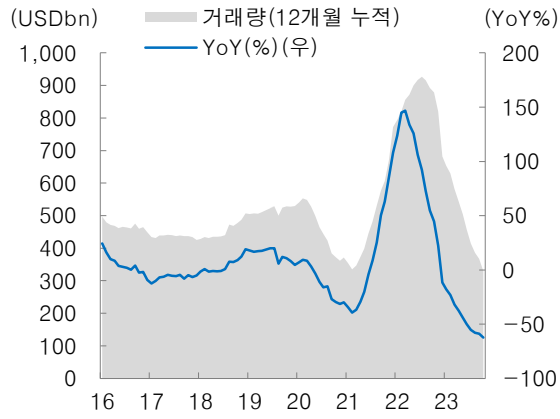
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터 별 공실률 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 거래량 추이

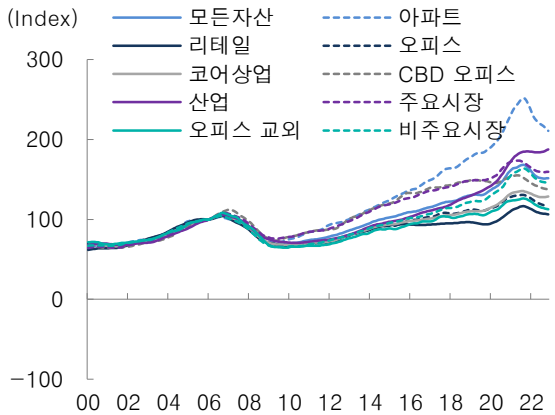


자료: RCA, 대신증권 Research Center

올해 최악의 시기 보낸 CBD 오피스, 아파트로 전이 여부 관건

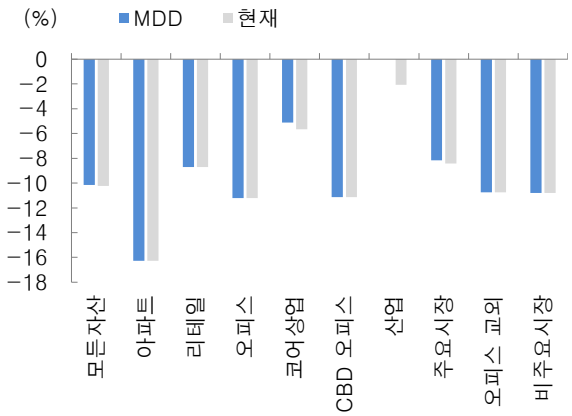
- CBD오피스의 Index 하락이 크게 나타났고, 실제 부실화 진행도 컸음. 24년도 실물 시장에서의 관건은 Cap Rate 상승으로 인한 가격 하락이 아파트 섹터에 나타나 부실화 되는가 여부
- 펀더멘털이 상대적으로 우량한 만큼 가능성은 낮으나 거래 비중이 컸던 만큼 영향이 클 것
- 23년 3분기 미국의 부실자산 거래액은 전체 거래량의 1.7% 수준이며, 금융위기 이후 부실자산 거래 비중 최고치는 19.7%(2010년 4분기)를 기록한 것을 고려할 때, 24년에도 실물 시장에서 부실자산 발 부정적인 소식은 지속 될 것으로 예상

미국 상업용 부동산 Index



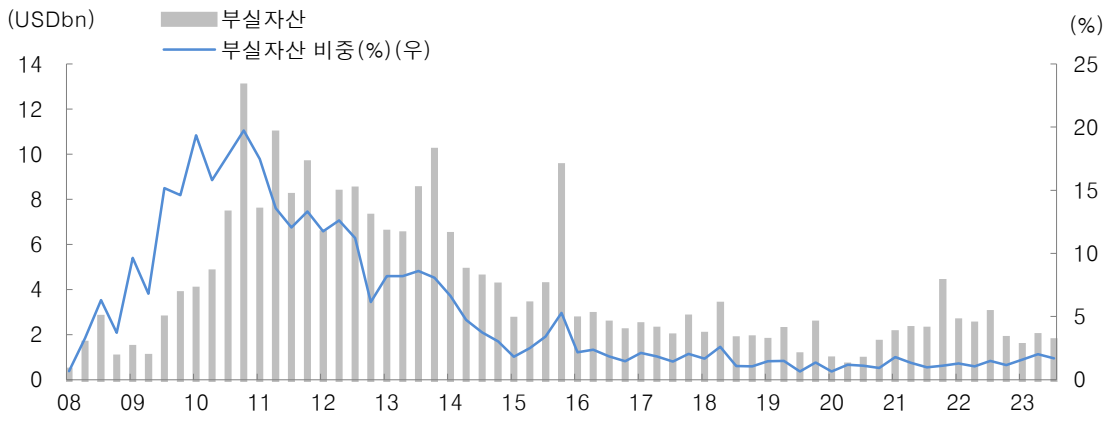
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 Index MDD



자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실 자산 거래 비중 추이



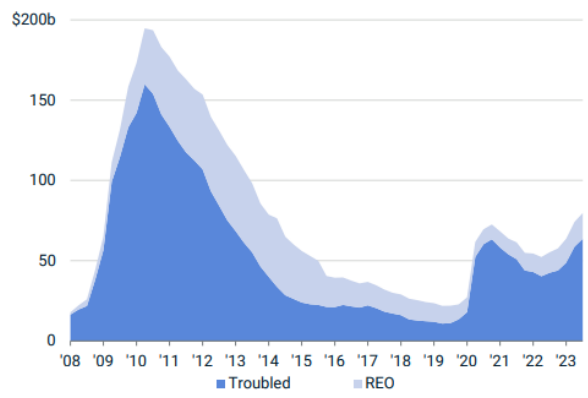
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산 부실화] 임대시장 뿐 아니라 가격레벨도 이슈

현재 부실 자산은 오피스, 아파트가 합류 할지가 관건

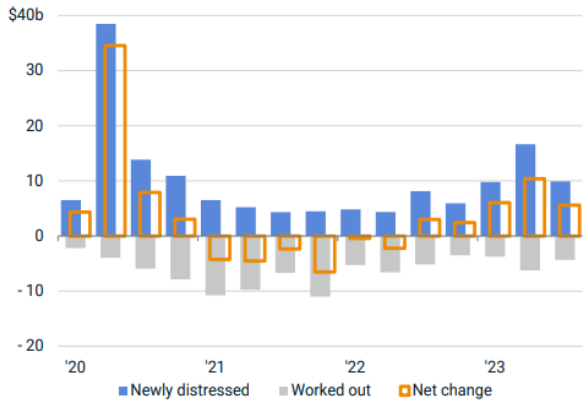
- 미국 상업용 부동산 부실 자산 잔고는 5분기 연속 증가해 4Q23 기준 797억 달러 기록해 글로벌 금융 위기 이후 최고치 기록. 3분기 99억 달러의 부실 자산 신규 유입 되었으며, 오피스 자산이 대부분
- 오피스 섹터의 부실 자산 디폴트는 24년도에도 지속 될 상수이나 고금리 장기화로 인하여 타 섹터로의 전이가 관건. 저금리 수혜와 양호한 펀더멘털로 선호 받았던 멀티패밀리 부실 여부가 24년도 관건
- 현재 잠재적 부실자산으로 간주되는 아파트 자산이 크게 늘어난 것이 우려 요인
- 자체 추산 MDD를 살펴보면, CBD오피스 뿐 아니라 아파트의 MDD 또한 금융위기 수준과 유사

부실 자산 총 규모 추이



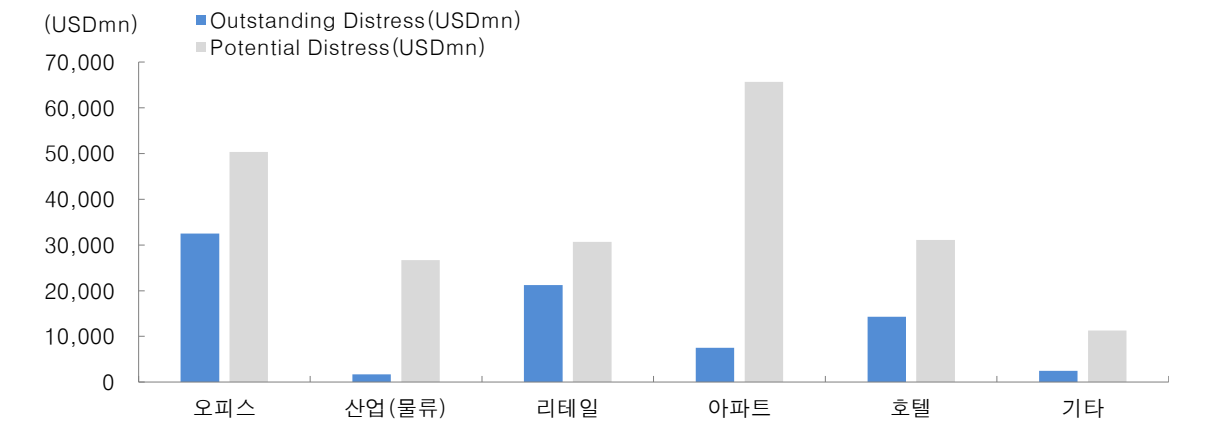
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실 자산 Flow 및 순 증감 추이



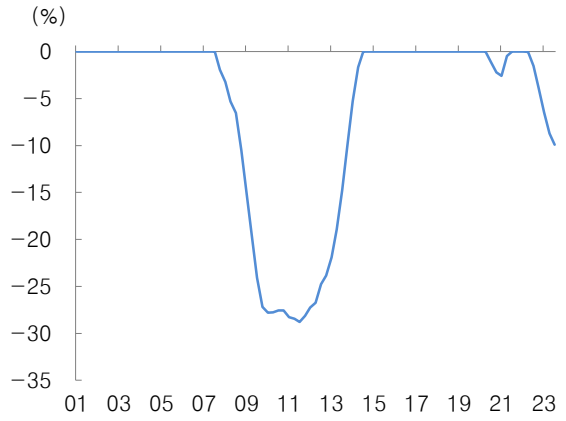
자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터 별 부실 자산과 잠재적 부실자산



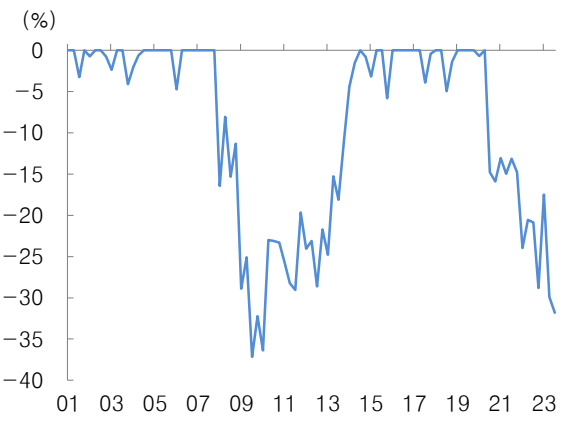
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 오피스 추정 가치 MDD



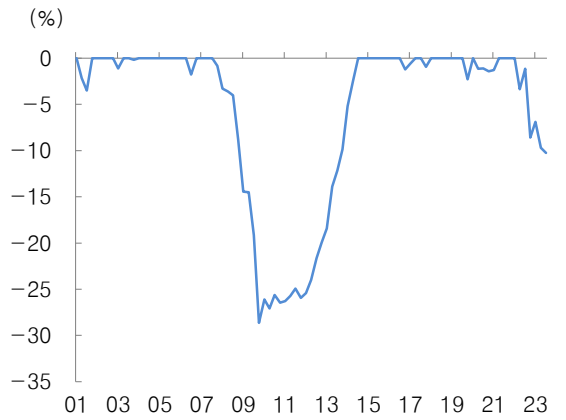
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 CBD 오피스 추정 가치 MDD



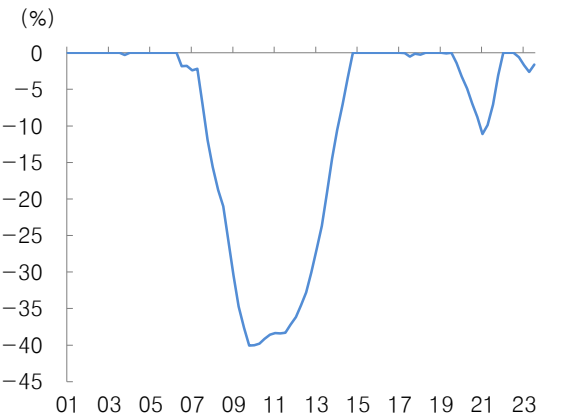
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 교외 오피스 추정 가치 MDD



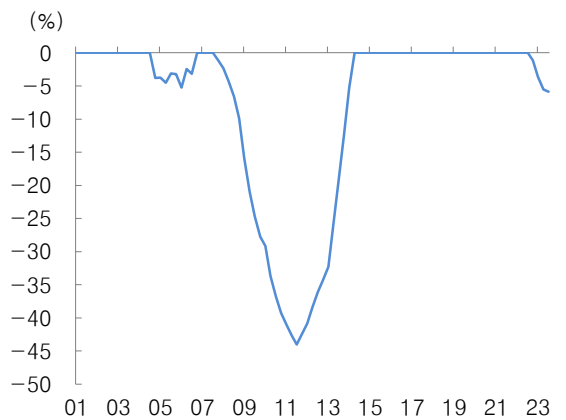
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 리테일 추정 가치 MDD



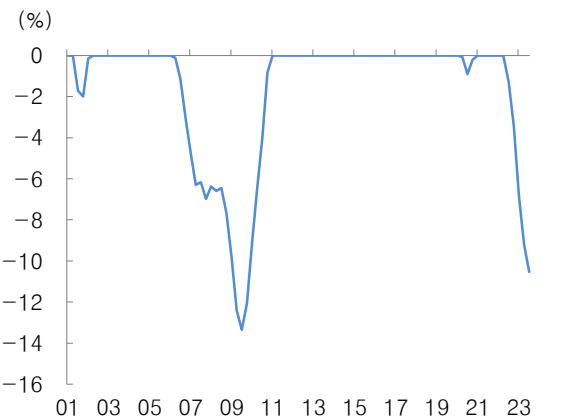
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 산업(물류) 추정 가치 MDD



자료 RCA,: 대신증권 Research Center

미국 멀티패밀리 추정 가치 MDD



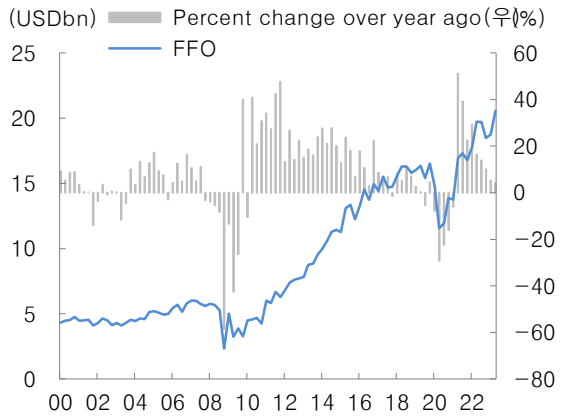
자료 : RCA, 대신증권 Research Center

[리츠 실적] : 23년도 실적은 섹터 별 차별화

물가를 고려한다면 매출 성장세 높다 보기 어려운 상황

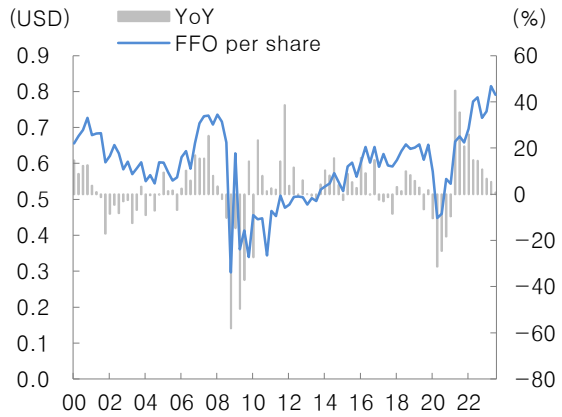
- 3Q23 미국 리츠의 FFO는 전년동기 대비 +4.2% 증가. 21년도 2분기 이후 추세적으로 증가세가 둔화. 주당 FFO는 전년 동기 대비 -2.3% 감소
- 헬스케어(+9.75%), 산업(물류)(+8.4%)의 SSNOI는 높으나 주택(+4.27%), 리테일(+3.83%) 섹터는 물가상승률을 헤지하는 수준이며, 오피스(+1.58%) 자산은 비용증가를 커버하기 어려운 수준의 NOI 상승세
- 임대 점유율은 전반적으로 견조한 편이나 오피스는 88.32%를 기록하면서 지속적으로 하락세(최저치는 금융위기 이후 87.8%)

FFO 추이



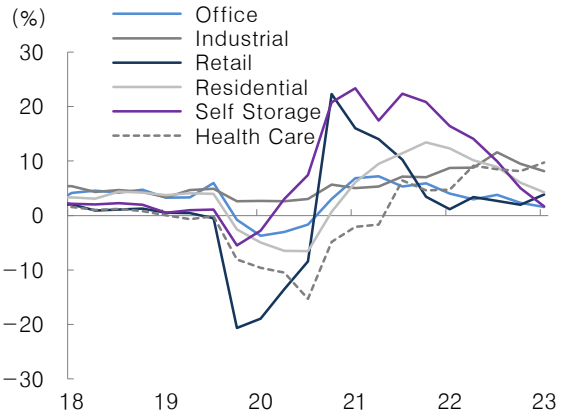
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

주당 FFO 추이



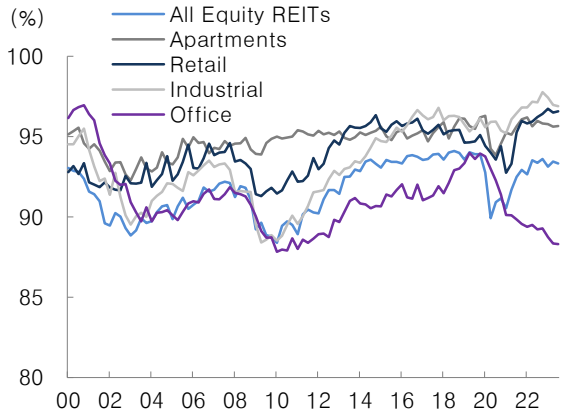
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

SSNOI추이



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

임대 점유율 추이

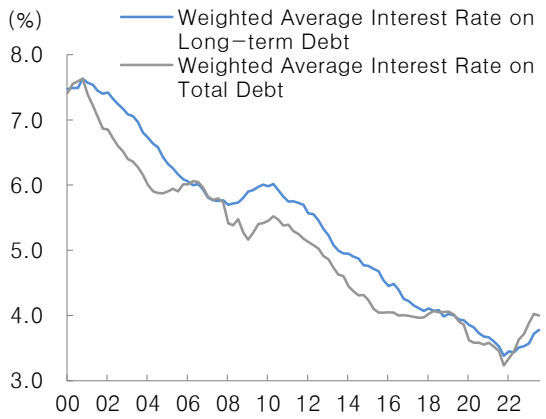


자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

금리와 이자 비용 증가세 본격화 된 23년, 24년에도 지속 될 것

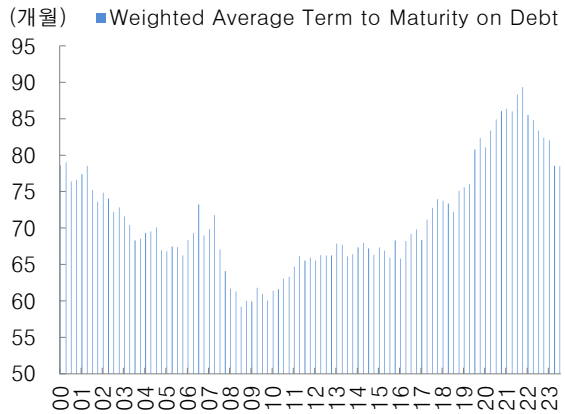
- 리츠 장기부채 금리 3.78%로 21년 말 저점(3.38%) 기록 이후 꾸준한 상승세, 그러나 전체 부채는 3Q23이 2Q23 대비 소폭 하락, 시장금리 변화에 따라 증감 있을 것
- 고정금리 비중은 높은 상황이나, 잔존만기는 감소한 78.4개월. 21년 말 89개월 대비 크게 감소하였으나 여전히 긴 편이라 판단
- 이자비용 부담은 높아지고 있으나, 글로벌 금융위기 이전 대비 양호한 편이며, 자산 대비 부채비율 또한 장부가치 기준 48.9%, 시장 가치 기준 36.2%로 우량한 편

리츠의 가중평균 금리 추이



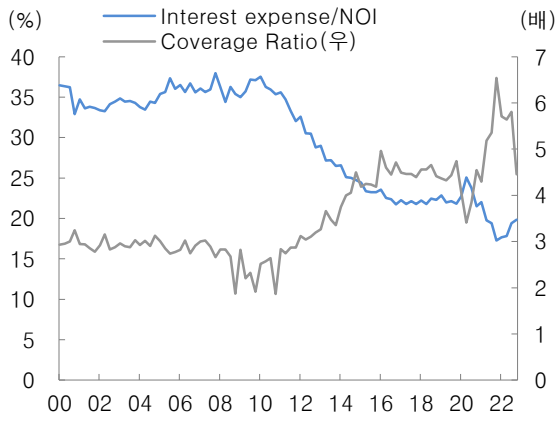
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

부채 잔존만기 추이



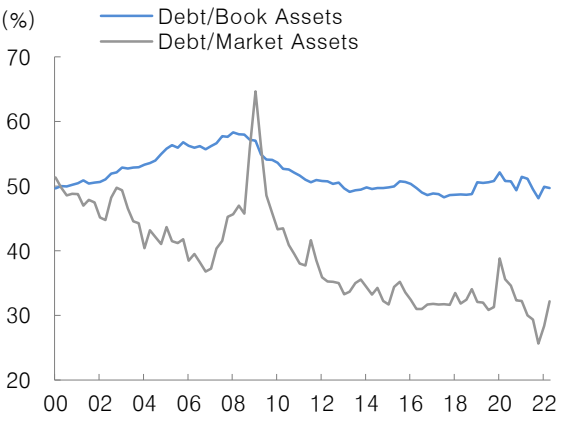
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

이자 부담 수준



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

부채비율



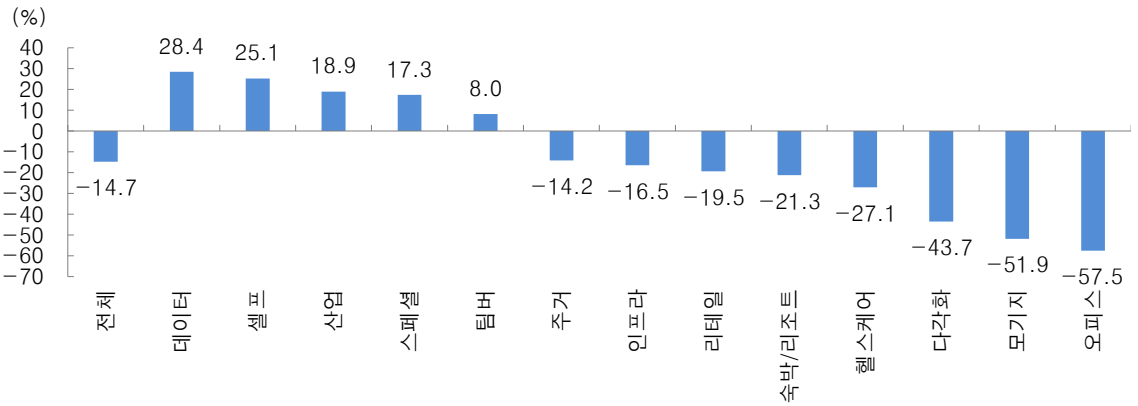
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

[리츠 주가] 23년도 리츠 보합세 속 차별화 장세

23년도 성과 보합세, Total Return -0.2%, 팬데믹 이후 주가 성과 -14.7%

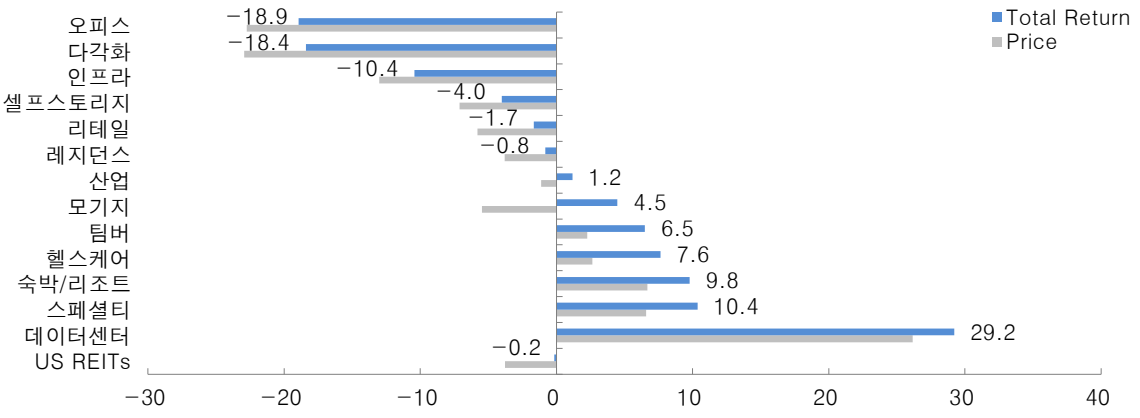
- 미국 리츠는 배당 포함 약보합세(-0.2%), 섹터별 성과를 살펴보면 데이터 센터 +29.2%, 오피스 -18.9%로 섹터 별 성과는 큰 편
- 전반적으로 운영 역량으로 매출 성장이 비용 성장을 상회 할 여력이 있는 섹터 중심으로 견조한 성과를 기록
- 팬데믹 이후 주가(Price) 성과를 살펴보면, 오피스 -57.5%, 모기지 -51.9%로 큰 하락이 나타났으며, 데이터센터 +28.4%, 셀프스토리지 +25.1%, 산업(물류) +15.9%를 기록

팬데믹 이후 주가(Price) 성과



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

2023년 연초 대비 성과

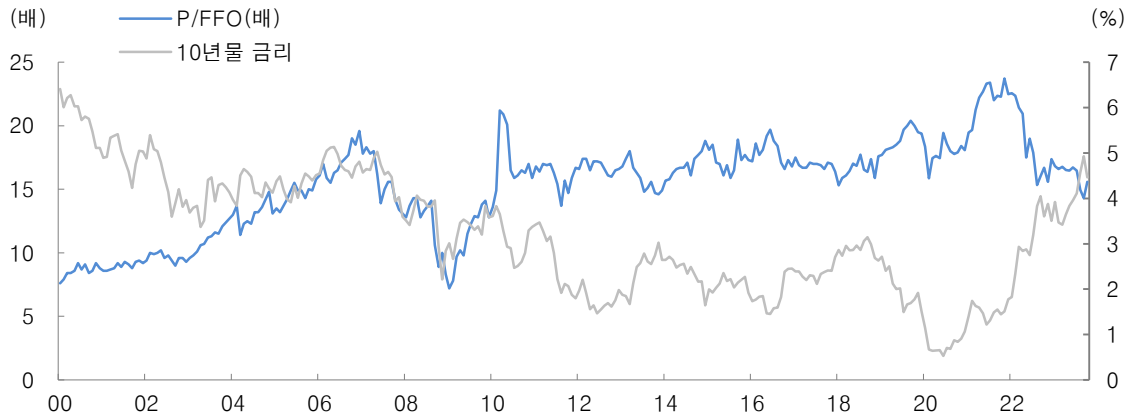


주 : 11월 24일 종가 기준
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

금리 대비 주가 레벨은? 이제는 부담 없는 구간

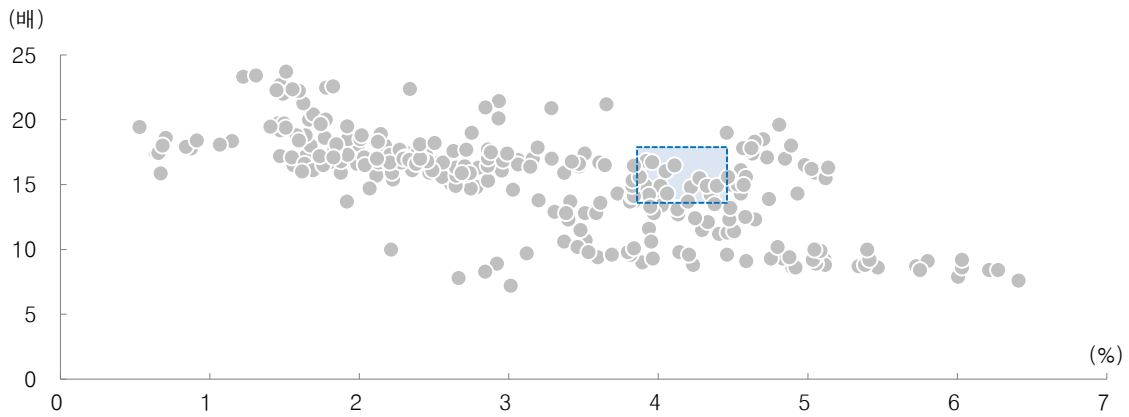
- 최근 금리 변동성이 컸던 만큼, 리츠의 주가 레벨은 시장금리와 반비례 하는 흐름을 보임
- 누적된 주가 조정과 시장 금리 고점 기록 이후 미국 리츠의 주가레벨(P/FFO)은 14-16배 수준으로 미국채 10년물 시장금리 4~4.5% 레벨을 기대하면 진입할만한 가격레벨이라 판단
- 24년도 상반기 경기지표 둔화와 함께 나타날 실적 감소로 인한 주가 조정은 우량 섹터에 진입 기회

주가 레벨과 10년물 추이



자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주가 레벨과 10년물 분포도



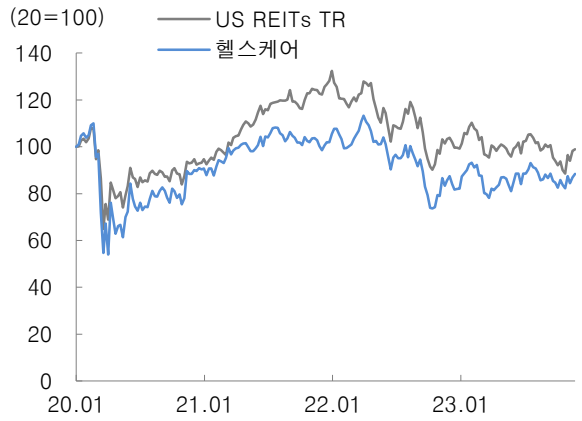
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

대안으로 떠오르는 특수자산, 시니어 하우징

팬데믹/저금리 시기 부정적인 영향만 받았던 시니어 하우징 순항 중

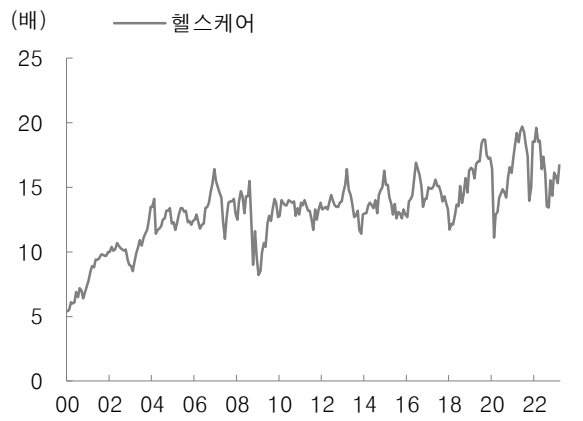
- 전염병의 창궐이라는 특수한 시기로 인하여 임대 펀더멘털에 부정적인 영향을 받았던 헬스케어 섹터는 최근 들어 견조한 흐름
- 수요가 회복 되면서 빠른 속도로 NOI 성장을 시현하고 있고, 최근 리츠 전체의 NOI 상승률이 둔화되는 가운데에도 임대 매출 성장세 지속
- 반면, 저금리 시기에 임대 수요 감소에 대한 우려로 가격 레벨의 리레이팅이 없었던 만큼, 금리 상승 구간에서 디레이팅도 나타나지 않고 있어 임대/자산 단에서 우려가 없는 상황

헬스케어 섹터 주가(TR) 추이



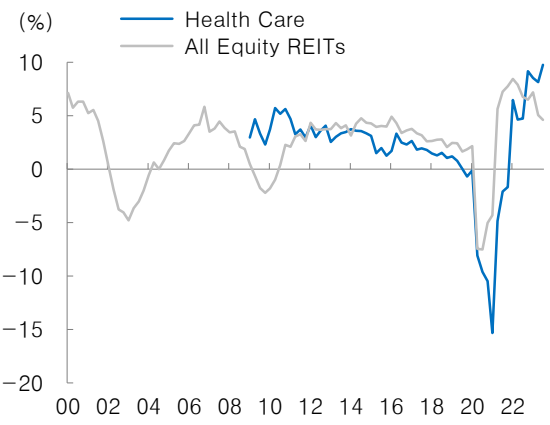
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

헬스케어 섹터 멀티플 추이



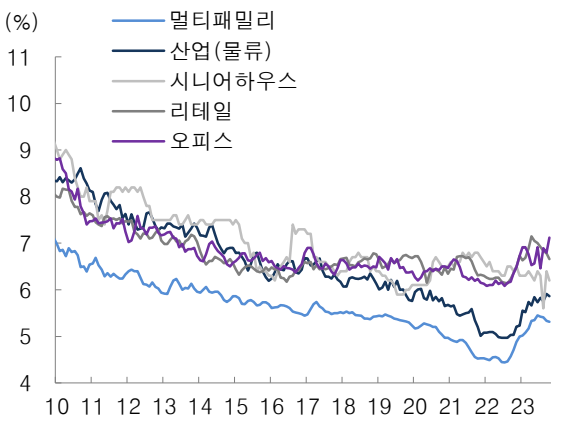
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

헬스케어 SSNOI추이



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

시니어 하우징 Cap Rate 추이



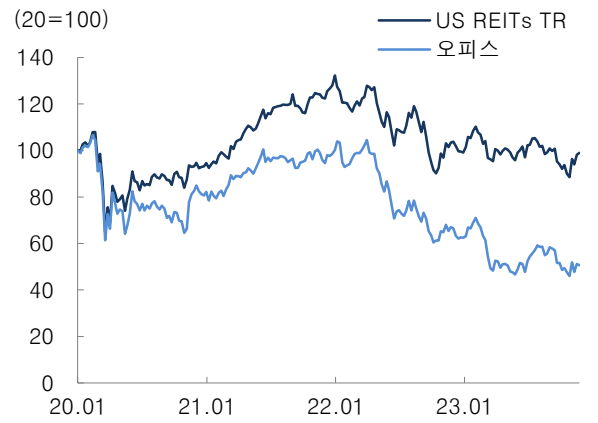
자료: RCA, 대신증권 Research Center

경기-금리 함수에 따라 성과 달라질 전통 섹터

고금리가 부담인가? 임대 펀더멘털 둔화가 부담인가?

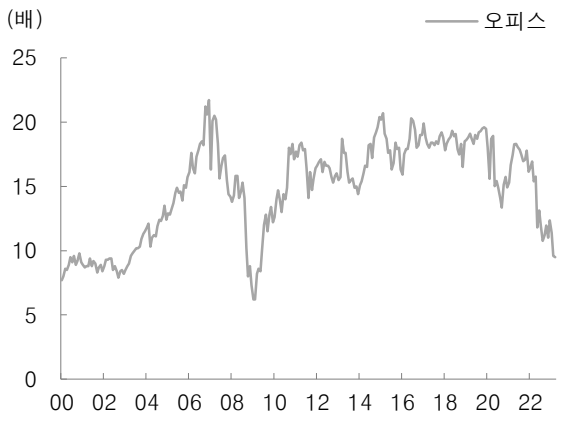
- 오피스 섹터의 경우 NOI 감소에 대한 전망이 주가/실물자산에 반영된 레벨. 향후 경기 둔화가 침체나 위기 수준까지 이어지지 않는다면 가격 레벨의 방어는 가능하고, 오히려 금리 하락 수혜 기대. 다만, 실물 시장은 디폴트 자산을 위주로 가격 레벨이 국지적으로 더 낮아 질 수는 있을 것으로 전망
- 주거 자산의 경우 가격 레벨이 어느 정도 해소 된 구간이나, 금리/경기 하강 속도가 완만하게 나타나며 길어질 경우 경기 회복으로 인한 NOI 상승을 기대할 수 있는 시기까지 기간 조정을 거칠 것으로 전망. 셀프 스토리지나 산업(물류)섹터와 같이 임대 펀더멘털 우량한 자산은 유사한 흐름 보일 것

오피스 리츠 주가 추이



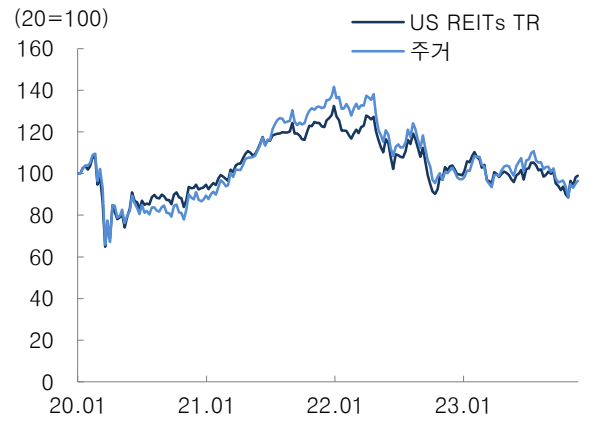
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

오피스 리츠 멀티플 추이



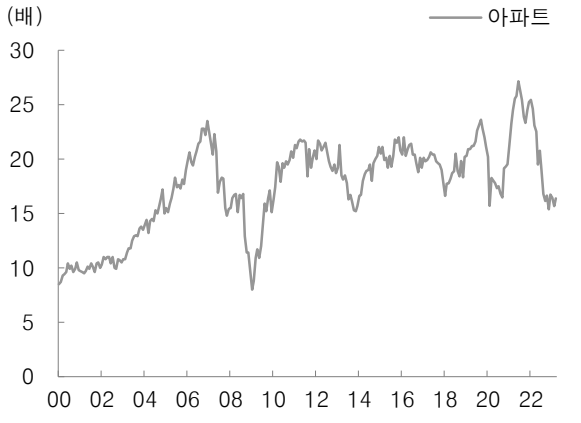
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주거 리츠 주가 추이



자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

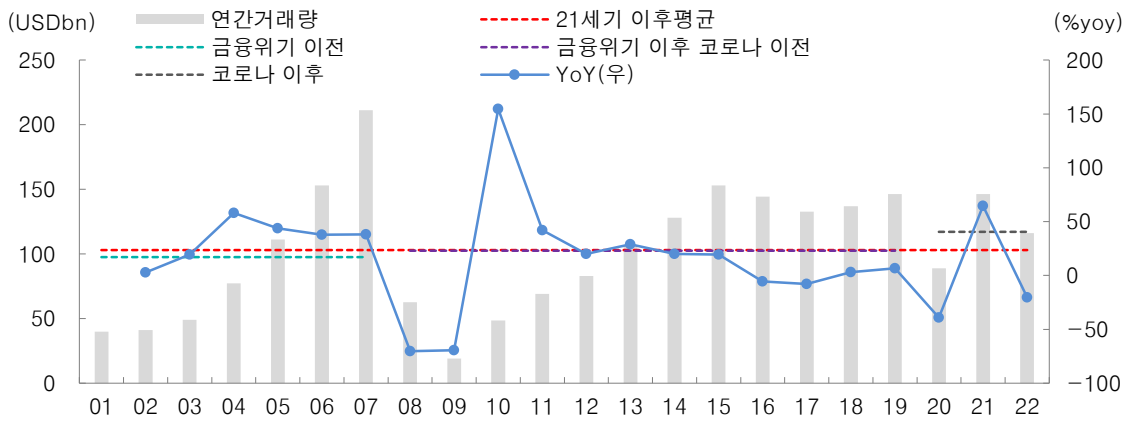
주거 리츠 멀티플 추이



자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Appendix] (1) 미국 오피스

미국 오피스 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

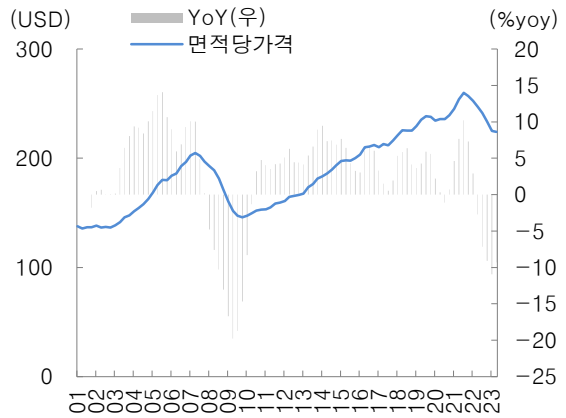
미국 오피스 시장 지역별 현황

	US	US-CBD	US-SUB	LA	NYC	SF	DC	Boston	Chicago
12개월 누적 거래량(USDmn)	57,824	13,996	43,828	4,371	8,254	3,099	3,295	3,278	1,880
전년비(%)	-61.8	-69.2	-58.6	-59.3	-63.3	-76.0	-63.2	-68.5	-60.3
매매가(USD/sqft)	224.1	189.9	195.1	327.8	332.1	380.0	246.3	308.7	159.3
전년비(%)	-9.3	-57.1	-12.8	-12.3	-4.7	-20.6	-10.2	-7.2	-11.7
매매가(USD/sqft)(4Q10)	152.1	310.4	164.6	183.7	253.3	193.5	234.0	148.4	105.1
매매가 상승률	47.3	-38.8	18.5	78.4	31.1	96.4	5.3	108.1	51.6
임대료(USD/sqft)	45.1	56.7	41.0	49.5	54.5	64.0	44.3	62.5	41.6
전년비(%)	1.68	1.16	2.62	6.36	4.41	2.40	1.17	1.45	4.01
임대료(USD/sqft)(4Q10)	25.4	37.3	22.4	26.7	37.4	30.2	34.6	31.7	22.6
임대료 상승률(%)	77.4	51.9	82.7	85.3	45.8	112.1	28.3	97.0	84.0
공실률(%)	12.6	18.4	10.7	15.0	16.7	17.7	21.7	10.5	15.4
Cap Rate (%)	6.91	6.51	7.06	6.80	5.71	5.43	6.99	5.79	6.45
Cap Rate(4Q10) (%)	7.97	6.58	8.09	7.50	6.55	7.32	6.99	7.82	8.28
Cap Rate 하락폭(bp)	105	7	103	70	83	189	0	203	183

	Dallas	Atlanta	Seattle	Miami	Houston	Philadelphia	Pheonix	San Diego
12개월 누적 거래량(USDmn)	3006.8	1955.9	536.8	1798.8	2567.8	1004.6	1405.2	851.3
전년비(%)	-56.5	-66.2	-90.3	-58.5	-13.5	-34.6	-58.0	-81.0
매매가(USD/sqft)	206.5	186.3	397.0	315.1	187.3	170.7	215.9	430.0
전년비(%)	-13.0	-10.4	-3.1	-1.9	4.3	-7.6	-11.2	5.0
매매가(USD/sqft)(4Q10)	104.1	95.7	183.4	155.0	126.7	113.0	100.9	190.8
매매가 상승률	98.4	94.6	116.5	103.3	47.8	51.0	114.0	125.4
임대료(USD/sqft)	32.7	30.7	45.6	35.0	29.8	34.0	27.0	36.8
전년비(%)	2.4	3.7	-1.6	3.6	-0.8	-3.1	0.5	8.6
임대료(USD/sqft)(4Q10)	15.8	18.6	23.7	22.7	21.1	21.6	20.6	25.0
임대료 상승률(%)	106.3	64.6	92.1	54.4	41.6	57.4	31.1	46.9
공실률(%)	13.5	14.6	12.7	15.6	18.1	1.3	18.5	17.5
Cap Rate (%)	6.0	6.0	5.1	6.7	6.8	6.1	6.2	5.0
Cap Rate(4Q10) (%)	8.0	8.2	7.4	8.1	8.4	8.0	8.3	7.7
Cap Rate 하락폭(bp)	193.5	218.5	232.8	134.2	168.1	187.5	209.0	261.4

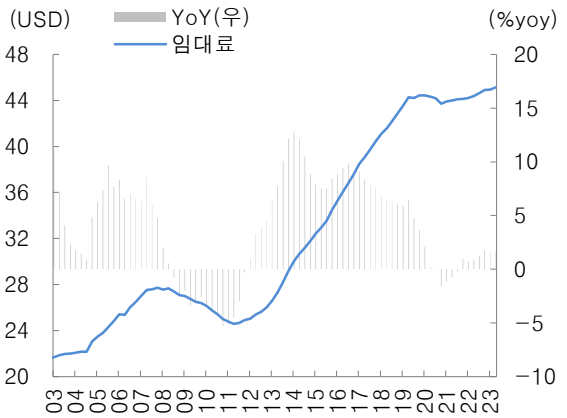
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 오피스 면적당가격



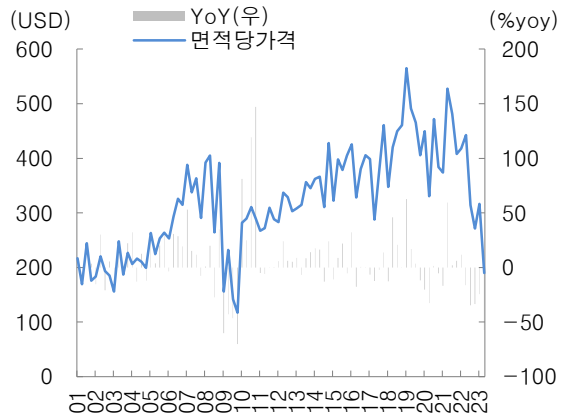
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 오피스 임대료



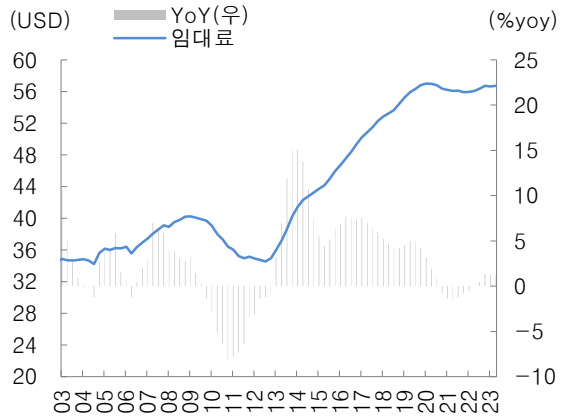
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 CBD 오피스 면적당가격



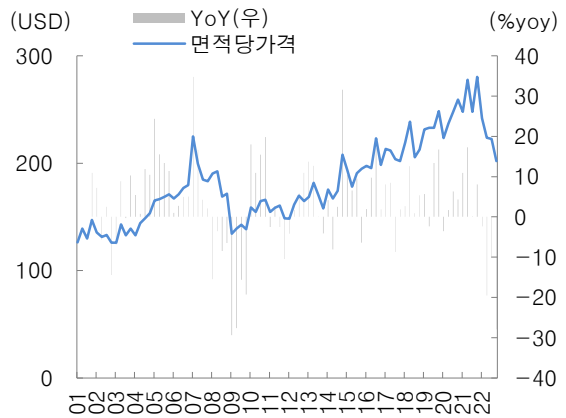
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 CBD 오피스 임대료



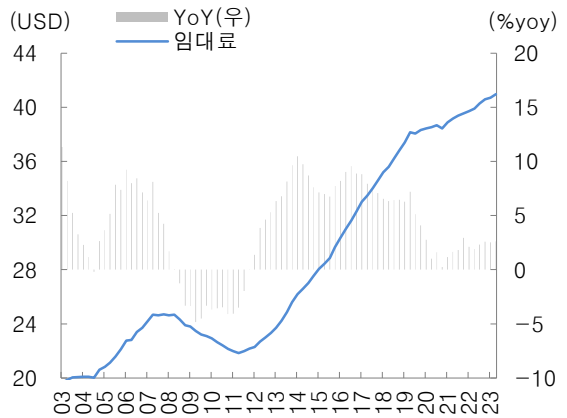
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 교외 오피스 면적당가격



자료 : RCA, 대신증권 Research Center

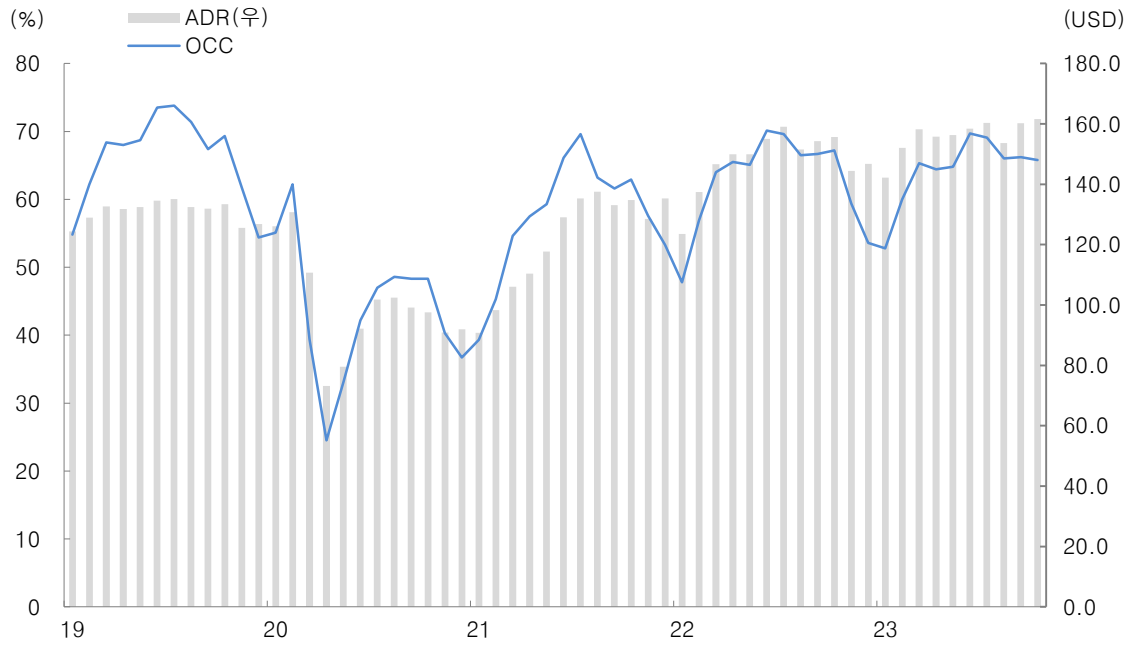
미국 교외 오피스 임대료



자료 : RCA, 대신증권 Research Center

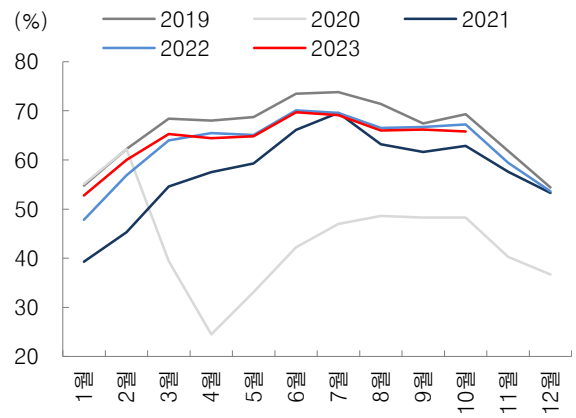
[Appendix] (2) 미국 주요 섹터

미국 호텔 실적 추이



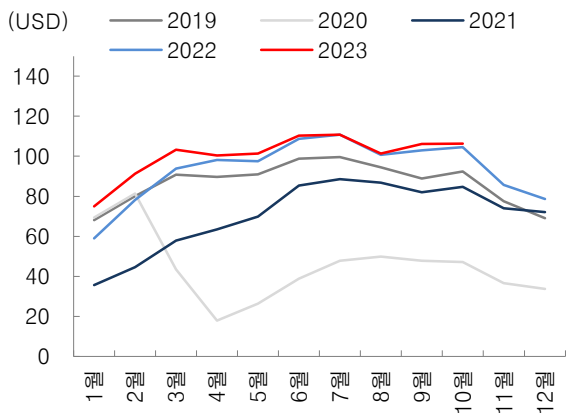
자료: STR, 대신증권 Research Center

미국 호텔 OCC 비교, 정상화



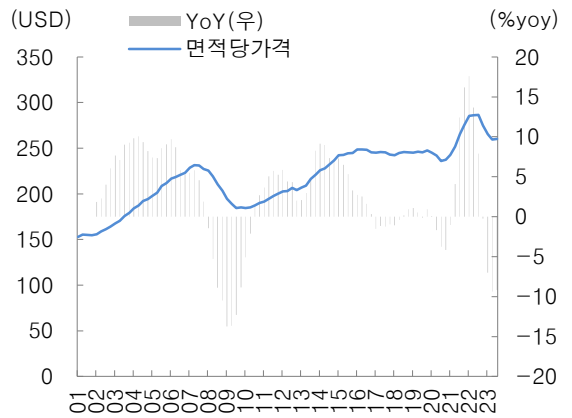
자료: STR, 대신증권 Research Center

미국 호텔 실당 매출 비교, 정상화



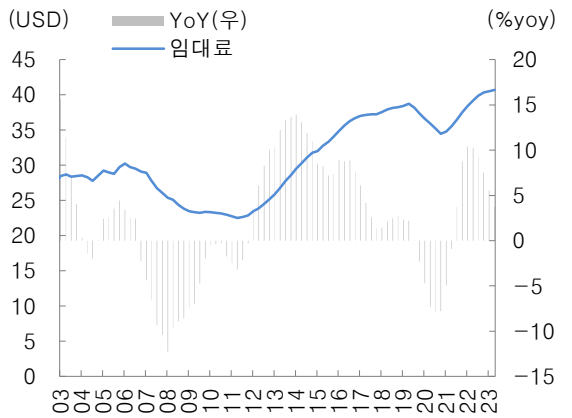
자료: STR, 대신증권 Research Center

미국 리테일 면적당 가격 추이



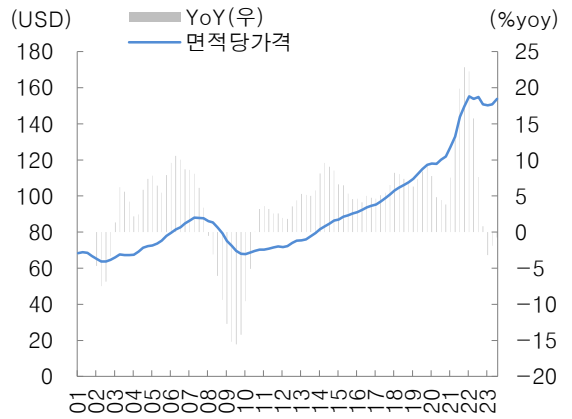
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 리테일 임대료 추이



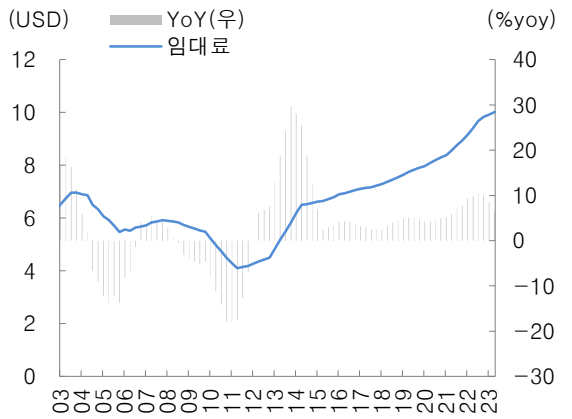
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 산업(물류) 면적당 가격 추이



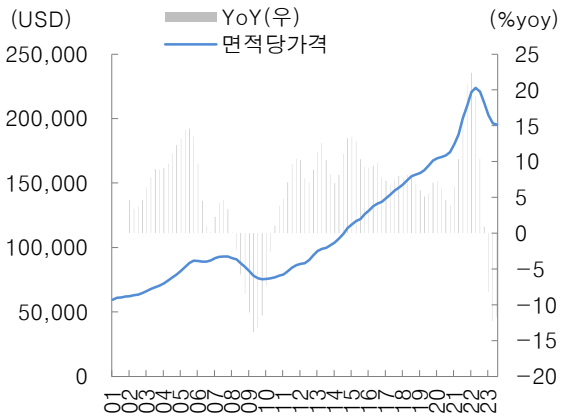
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 산업(물류) 임대료 추이



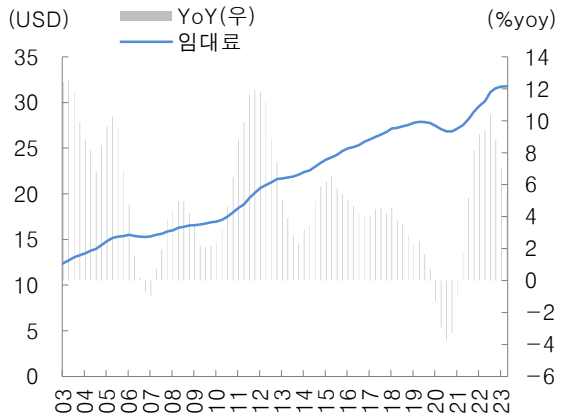
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 아파트 유닛당 가격 추이



자료 : RCA, 대신증권 Research Center

미국 아파트 임대료 추이



자료 : RCA, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 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 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.