글로벌 리츠

선별적 접근이 필요한 시점

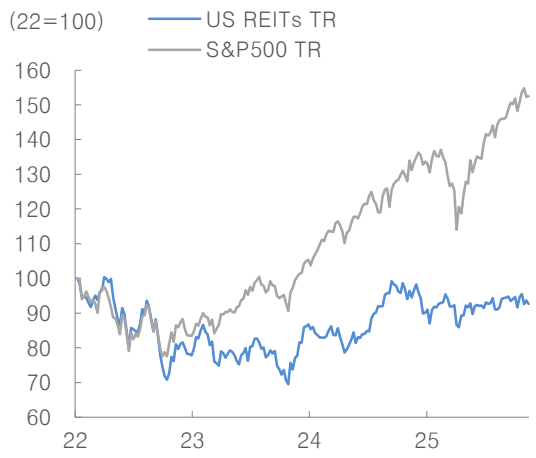
▪ 김다은 daeun.kim@daishin.com

[미국] 2025 Review – 고금리 환경 속 상대적 저평가 지속

낮은 밸류에이션으로 향후 금리인하 리레이팅 잠재력 확대

- 2025년, 미국 리츠는 금리인하 기대가 유지 됐음에도 10년 채권 금리가 4% 수준에서 고착되며 주식 시장 대비 언더퍼폼(11월 말 기준, S&P 500 TR +12.0% vs 미국 리츠 -1.1%)
- 25년 3분기 기준, S&P 500 PER 및 미국 리츠 P/FFO 배수 차이를 나타내는 밸류에이션 스프레드는 7.8배까지 확대된 상황으로 금리 불확실성과 기술 성장주 중심 랠리가 겹치며 격차가 확대
- 글로벌 금융위기 이후 최저 수준의 밸류에이션은 향후 금리인하 국면에서 강한 리레이팅 여지를 제공 → 금리인하 사이클 유효함에 따라 2026년 상반기 상승경로 진입 예상

미국 리츠 및 S&P 500 상대 수익률

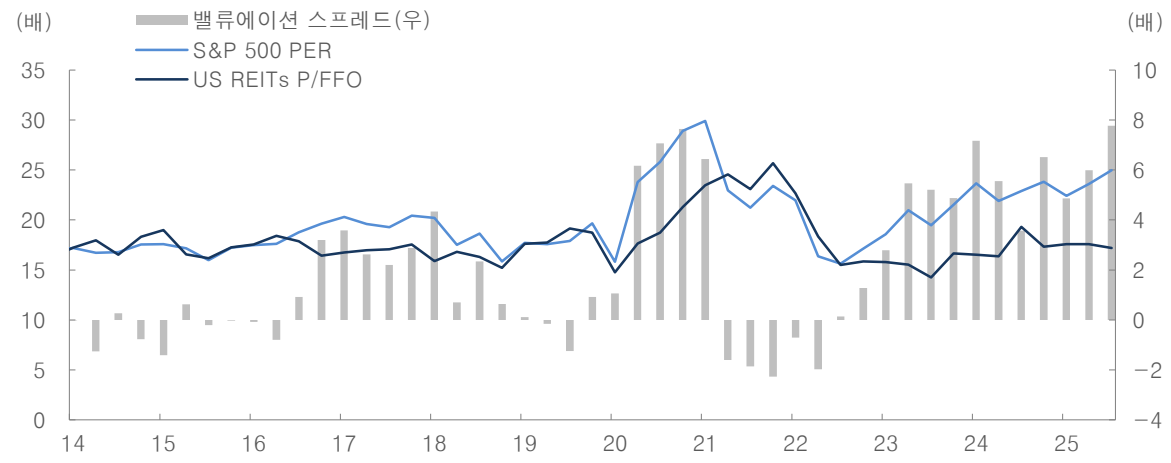


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 리츠 및 10년 채권 상대 수익률

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 리츠 P/FFO 및 S&P 500 PER 비교



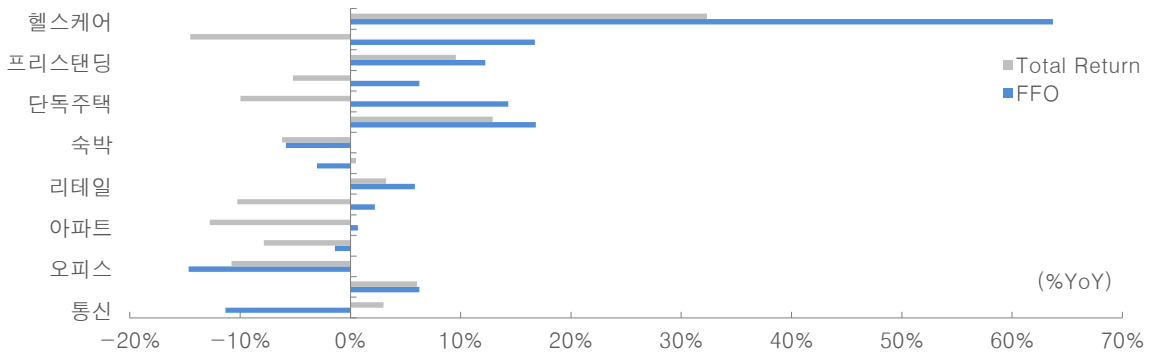
주: 2025년 3분기 기준
자료: Refinitiv, Nareit, 대신증권 Research Center

[미국] 2026 전망 – 섹터별 투자의견

실적 성장성이 뚜렷한 섹터 중심의 선별적인 접근 필요

- 2025년, 미국 리츠 전반적으로 비용통제 & 공급제한이라는 긍정적 배경 공유하며 양호한 실적 개선세 나타났으나, 실적 성장성이 가시화되는 섹터 중심으로 차별화된 성과 흐름
- 금리인하 속도와 강도에 따른 불확실성 존재→ 실적 모멘텀이 주가에 반영될 여지가 있는 섹터 중심의 관심확대 필요 (TR과 FFO 방향성 비교)
- 중장기 수요 모멘텀 우수한 데이터센터, 시니어 하우징, 물류 섹터 최선호 + 향후 주택 시장 금리인하 수혜주로 모기지, 셀프 스토리지 섹터 추천

미국 리츠 섹터별 TR 및 FFO 증가율



주: 섹터별 TR은 2025년 11월 중순까지 누적, FFO는 2025년 3분기 누적 기준
자료: Nareit, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 리츠 섹터별 전망

종목	선호도	투자포인트
데이터센터	★★★ (중장기 성장성)	- AI 워크로드 급증으로 데이터센터 전력 및 부지 확보 경쟁 심화 → 임대료 리프라이싱 구조적으로 지속 - 엔터프라이즈 클라우드 수요 증가 추세 → 네트워크 확장성에 유리한 데이터센터 리츠 강점 부각
헬스케어 (시니어 하우징)		- 가파른 수요성장세(임대율 89%) + 공급부족(재고증가율 0.7%) = 높은 임대 성장률 (4.3%) - 리츠에서 채택하고 있는 SHOP운영구조 높은 수익개선세 → 임대료인상에 따른 직접적 수혜 확대
산업(물류)		- 관세이슈로 둔화되었던 신규임대 반등 + 공급물량 Peak out = 수급안정 및 턴어라운드 구간 진입 - 대형 제조업체 중심의 BTS 자산개발 수요 증가 및 선임대 비율 상승으로 공실우려 완화
모기지	★★★ (금리인하 수혜)	- 장단기 금리차 확대로 NIM 마진 확대 + MBS 스프레드 축소에 따른 장부가치 상승 기대 - 금리인하폭 확대에 따른 조기상환 리스크 존재 but 모기지금리 5% 중반대까지는 리파이낸싱 수요 제한적
셀프 스토리지		- 모기지 금리 5% 중반 이하 진입 시, 주택거래량 증가로 이사 및 보관수요 확대에 따른 수혜 기대 - 코로나 착공물량 집중으로 공급과잉 국면이나 26년부터 본격적인 공급 부담 완화구간에 진입
주거	★★☆	- 고금리 영향으로 매매시장 둔화 & 주택가격 상승 → 경제적 이유로 매매 포기 후 임차전환수요 증가 - 금리인하 초기에는 임대시장 공급물량 소화에 긍정적 but 주택거래 활성화 시, 임차인 이탈 가능성 존재
리테일	★★☆	- 코로나 이후, 부실 점포 정리 + 대형리츠 중심의 다수 인수합병 진행으로 타이트한 수급환경 효과 - 고소득 계급 위주의 프리미엄 소비 증가 → A-Class 쇼핑몰 중심의 임대지표 개선세 뚜렷 (임대율 96%)
인프라	★★☆	- 5G 투자 성숙기에 접어들어 속도는 둔화 되었으나 Capacity관련 투자는 꾸준히 증가하는 추세 - 미국 통신업계 내 스펙트럼 및 사업통합 진행 확산으로 통신사 빅3 의존도 심화 → 가격교섭력 리스크 존재
오피스	★☆☆	- 여전히 20%대 높은 공실률(60%대 출근율 + 신규수요 정체)과 재임대 스프레드 마이너스로 FFO 감소세 - 일부 프라임 자산을 제외하면 임대·자산가치·부채 측면 모두에서 구조적 역풍이 계속되는 분위기
숙박/리조트	★☆☆	- RevPAR 상승률이 3~5%로 둔화 + 경기 민감도가 높아 단기 수요 변동성 확대 구간. - 비즈니스 수요 회복세는 긍정적이나 지속적인 인건비 4~6% 상승으로 마진 압박 지속

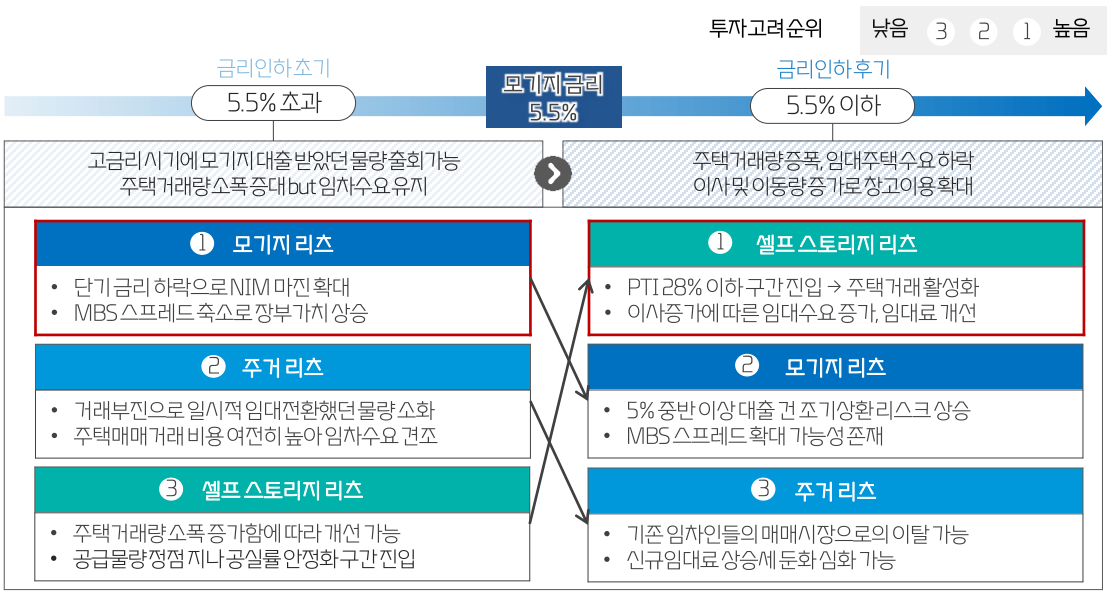
자료: 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 금리 레벨에 따른 REITs 섹터 로테이션 전략

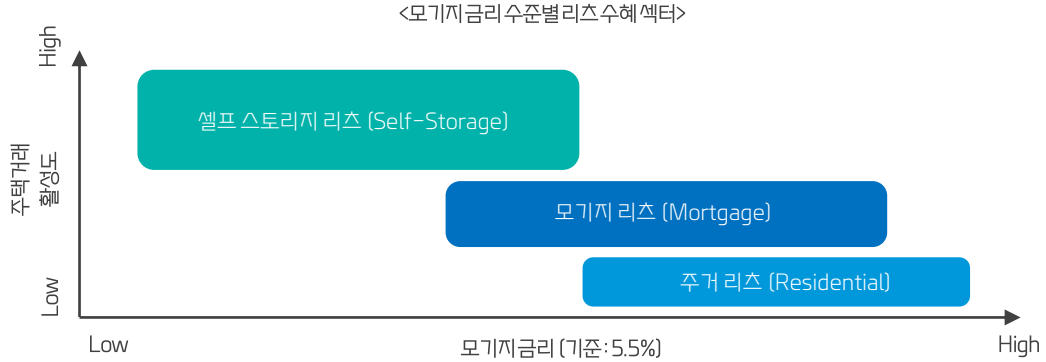
투자 전략 Summary

- 금리인하 사이클 진입 시 모기지 금리 하락과 함께 주택 거래 회복 및 구매여력 개선 기대되며, 거래 촉진의 임계선은 모기지 금리 5.5%로 판단
- 모기지 금리 5.5%를 기준으로 설정하되, 상·하단에 따라 REITs 하위섹터 간 상대 매력도 차별화→ 관련 리츠는 모기지, 셀프 스토리지, 주거 리츠
- 1) 모기지 금리 5.5% 초과 (금리인하 초기): 고금리 대출분 일부 출회로 완만한 주택거래 개선 → ① 단기 조달비 하락과 MBS 스프레드 축소에 따른 모기지 리츠 수익성 개선, ② 높은 주택거래 매매비용이 지속됨에 따라 주거 리츠 임차수요는 견조할 것, ③ 이동 수요 제한으로 셀프 스토리지 리츠는 영향 제한
- 2) 모기지 금리 5.5% 이하 (금리인하 후기): 주택 거래량 본격적으로 증가하면서 이사 및 이동량 증가 → ① 창고 보관수요 증가에 따른 셀프 스토리지 리츠 수혜 확대, ② 조기상환 및 MBS 스프레드 재확대 리스크로 모기지 리츠 모멘텀 둔화 가능, ③ 임차인들의 매매전환으로 주거 리츠 상대 매력 저하

미국 금리인하 시기별 리츠 투자 전략



<모기지 금리 수준별 리츠 수혜 섹터>



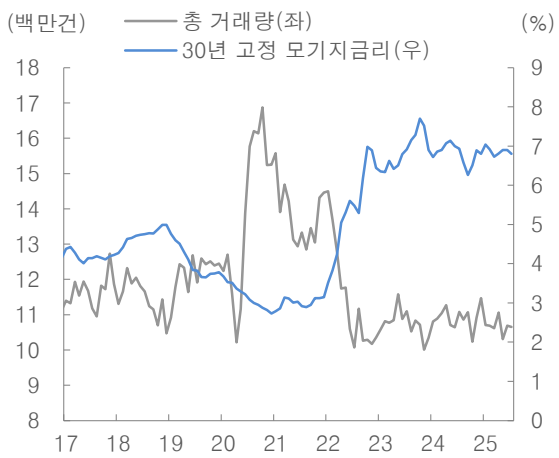
자료: 대신증권 Research Center

[미국] 미국 주택시장 – ① 가격

거래절벽 심화로 주택 가격 하방 경직

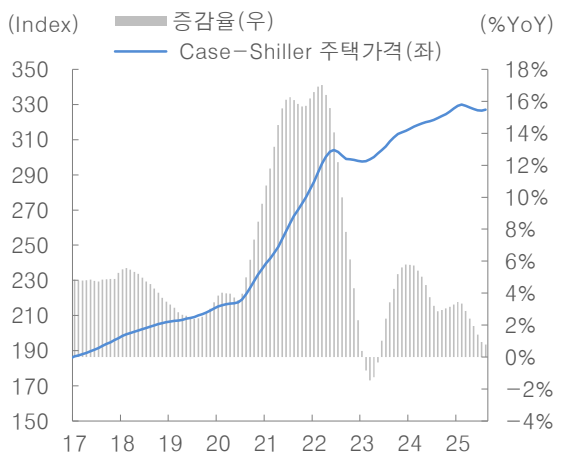
- 미국 주택 거래시장은 2022년 하반기부터 모기지금리 급격하게 상승하며 유동성이 위축
- 고소득층 중심의 제한적 매매만 이뤄짐에 따라 주택 가격은 오르는 '거래절벽 역설' 현상이 전개됨 → Case Shiller 주택가격지수의 우상향 추세, 다만 높아진 가격 부담으로 YoY 상승률은 둔화
- 2024년 하반기부터 신규 주택이 기존 주택보다 낮은 가격을 형성하는 역전 현상이 확인되고 있음 → 기존 주택 거래시장 침체 속에서 매매 수요가 신규 주택으로 이동했고, 건설사는 재고 소진을 위해 분양 혜택을 확대하며 공격적 가격 할인 마케팅 도입

미국 주택 거래량 및 모기지 금리



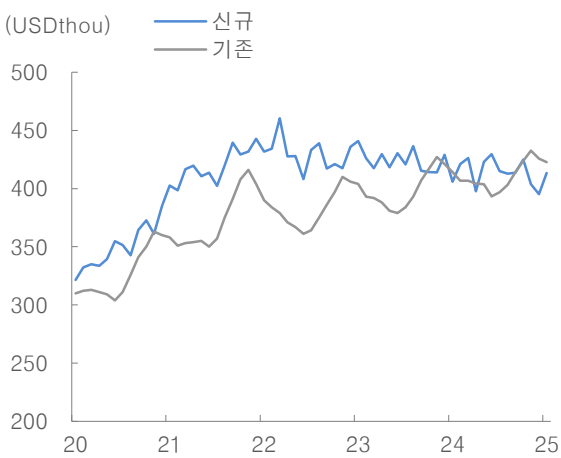
주: 총 거래량은 기존 및 신규주택 매매량 합산
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

Case-Shiller 주택가격 지수



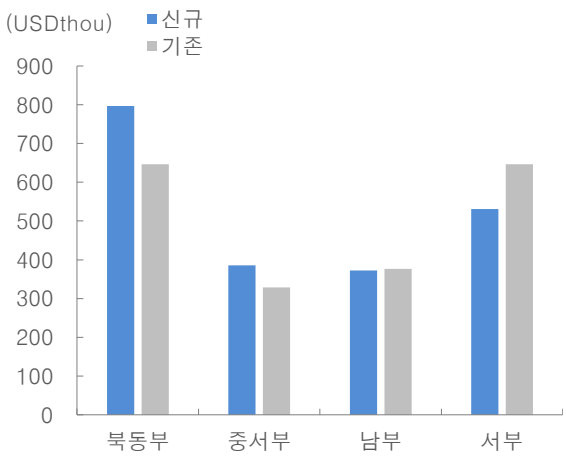
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 기존 vs 신규 가격 추이



주: 중간값 기준
자료: FRED, NAR, 대신증권 Research Center

미국 주택 지역별 가격 추이



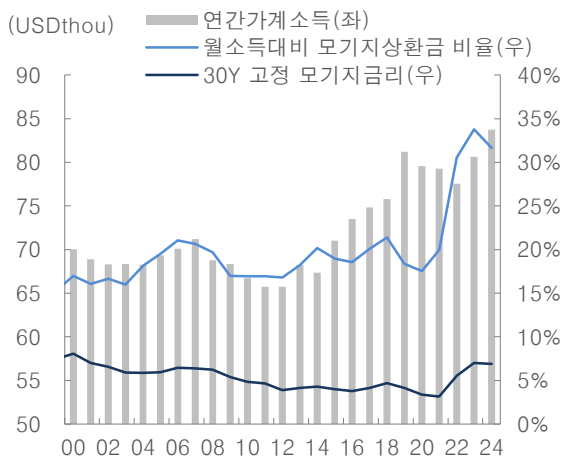
자료: NAHB, 대신증권 Research Center

[미국] 미국 주택시장 – ② 수요

부담스러워진 집값, 경제적 선택지로 부상한 임차

- 팬데믹 이후 주택가격과 금리가 동반 상승하며 월소득 대비 모기지 상환비중이 2021년 약 20%에서 2023년 35%로 급등 → 현재도 30% 대를 상회
- 모기지 대출 신청지수는 2022년 이후 하락 전환해 과거 1,200 수준에서 200 내외로 축소 → 간헐적 반등에도 저점권 정체가 이어지며 수요 위축 신호
- 주택 구입에 필요한 연소득은 2022년부터 금리 인상과 함께 전년 동기 대비 40% 이상 크게 증가함 → 반면, 임차에 필요한 연소득은 상승폭이 제한되고 2023년 이후, 연평균 증감률이 마이너스로 전환되며 매매 대비 임차의 경제성 우위 부각

미국 가구 연간소득 및 모기지 상환금 비중

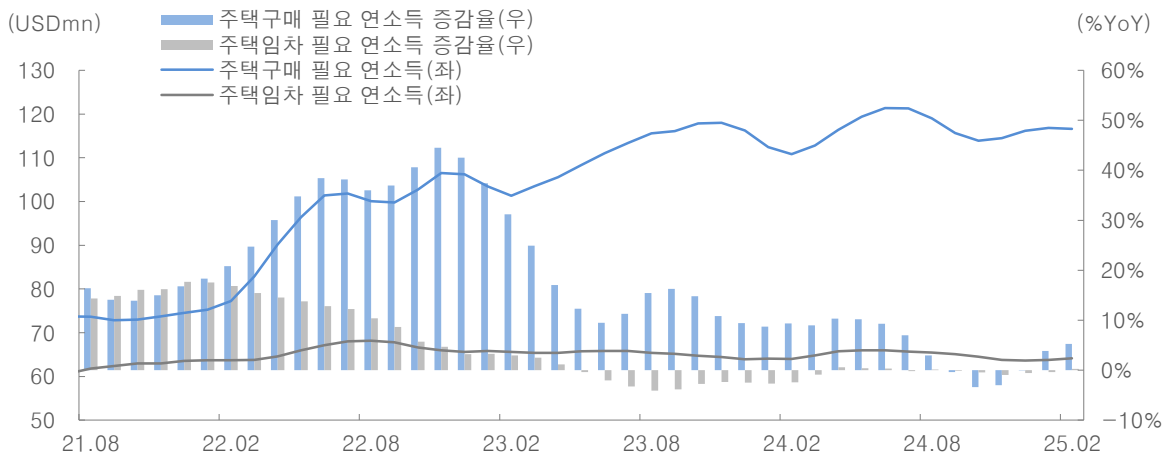


자료: FRED, U.S. Census Bureau, Bankrate, 대신증권 Research Center

미국 모기지대출 신청 지수

주: 모기지 신청 지수는 신규주택 구입 및 재융자 신청을 모두 반영
자료: MBA, 대신증권 Research Center

미국 주택 구입 vs 임차 필요소득 금액



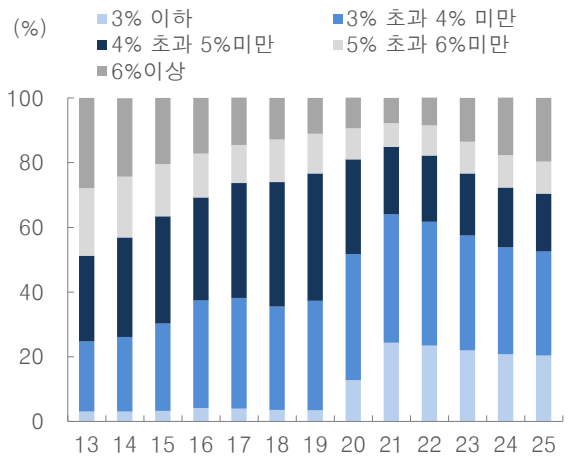
자료: Redfin, 대신증권 Research Center

[미국] 미국 주택시장 – ③ 공급

고금리로 매물 잠김 (Lock-in Effect) 효과

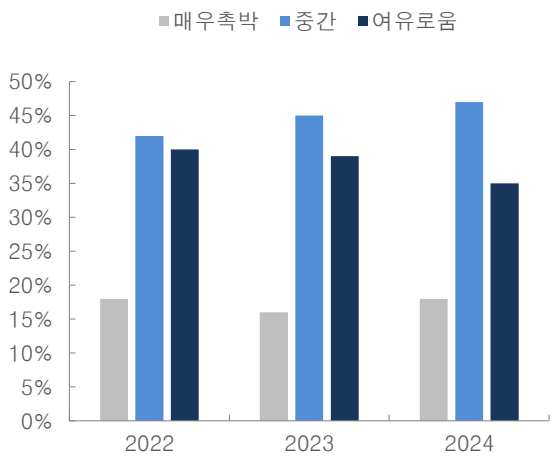
- 주택 매물 잠김 현상의 주요 원인은 기존 주택 보유자의 차입금리가 현재 신규 대출금리보다 현저히 낮아 매매 후 재대출을 선택할 유인이 약하기 때문
- 2025년 상반기 기준, 기존 미국 모기지 잔액의 70.4%가 금리 5% 미만이며 이 중에서도 20.4% 는 3% 미만의 초저금리 수준을 유지 → 현재 모기지 금리 6%대와의 격차가 리파이낸싱 유인 약화로 직결
- 또한, 2022년 금리 급등으로 자금조달비와 원가 부담이 높아지며 착공 건수 둔화 및 건축허가 감소세 → 금리인하와 수요 정상화 확인 전까지 공급 사이클 재확장 시기는 지연될 것으로 전망

미국 기존 모기지 잔액의 평균 적용금리



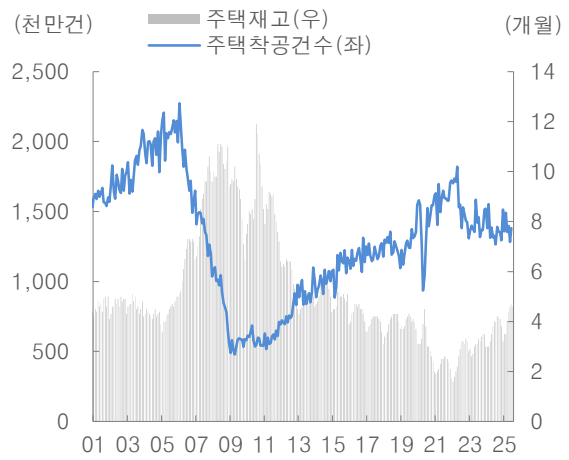
자료: Federal Housing Administration, 대신증권 Research Center

미국 주택 판매자의 매도 결정 숙고 기간



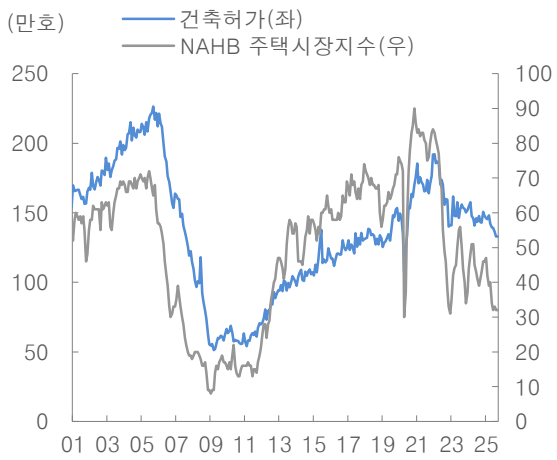
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

미국 주택 재고 수 및 주택착공건수



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 건축허가 수 및 NAHB 주택시장지수



자료: U.S. Census Bureau, NAHB, 대신증권 Research Center

[미국] 주택거래 회복의 모기지 임계 금리 분석

주택 거래를 자극하는 모기지 금리 레벨은 5% 중반

- 주택 거래시장이 다시 활성화 될 수 있는 모기지 임계 금리를 산출하기 위해 은행심사기준인 PTI 28% 상한 가구 월소득 대비 주거비용으로 역산
- 중위소득, 중위 주택가격, 30년 고정금리, 다운페이먼트 20% 등 일반적인 주택 담보 대출 여건 가정 시, 모기지 금리 5% 중반대에서 PTI 가 28 대로 진입 → 현재 모기지 금리가 6% 초반이므로 약 80~100 bps 추가 모기지 금리 하락이 필요한 상황
- 순수 차입비용 외에도 사적 모기지 보험 (PMI), 주택 관리 비용 (HOA Fees) 등을 감안하면 실질 모기지 금리 임계치는 5% 중반 이하 구간으로 판단 → 모기지 금리의 5 중반 진입 여부가 거래 회복의 핵심 변수일 것으로 예상

미국 모기지 금리 범위별 PTI 민감도 분석

P&I (Principal & Interest) : 대출 원리금

$$월 P\&I = L \times \frac{r(1+r)^n}{(1+r)^n-1}$$ (L=대출원금, r=연이율/12, n= 상환개월)

PITI (Principal, Interest, Taxes, Insurance) : 전체 주거비용

$$월 PITI = P\&I + \frac{재산세율 \times 주택가격}{12} + \frac{연주택보험료}{12}$$

PTI (Payment to Income) : 소득대비 주거비용 비율

$$PTI = \frac{PITI}{월\ 총소득} \times 100(\%)$$

〈주요 가정 및 모기지 금리구간별 PTI 시나리오〉

주요가정			
주택 가격 (중간값)	$415,200	선납금 비율	20%
상환기간	30년 (360개월)	월 주택보험료	$214
재산세율	0.86%	소득 (가족단위, 중간값)	$104,200

* 가정값은 미국 전체 평균 수치이며, 보험료는 주택가격에 비례한 담보한도액 기준으로 추정

모기지 금리(%)	P&I($/월)	재산세($/월)	주택보험($/월)	PITI($/월)	PTI(%)
6.5	2,099	298	214	2,611	30.1%
6.0	1,991	298	214	2,503	28.8%
5.5%	**1,886**	**298**	**214**	**2,398**	**27.6%**
5.0	1,783	298	214	2,295	26.4%
4.5	1,683	298	214	2,195	25.3%

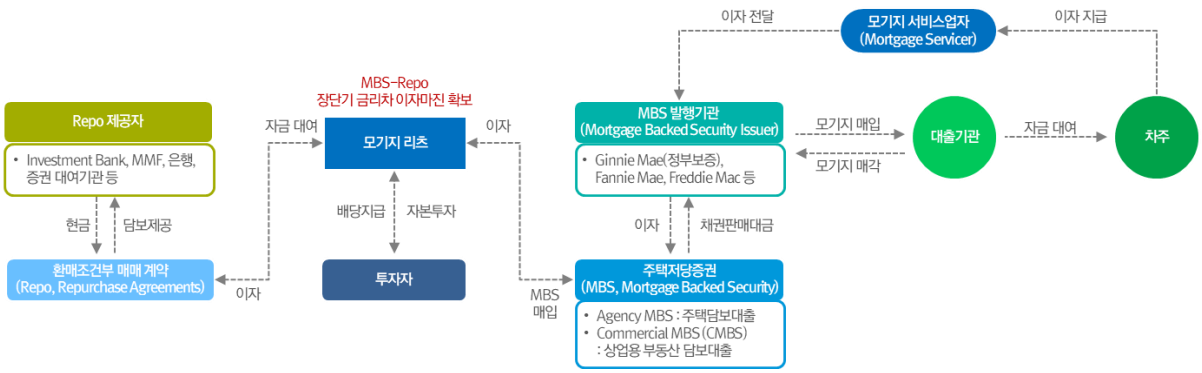
주: 사적 모기지 보험(PMI, Private Mortgage Insurance), 주택 관리 비용(HOA Fees, Homeowners Association Fees) 등은 제외
자료: 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 금리 5.5% 초과 → 모기지 리츠 (Mortgage REITs)

1) 투자환경의 개선 – ① 장단기 스프레드 확대, ② 금리 변동성 축소

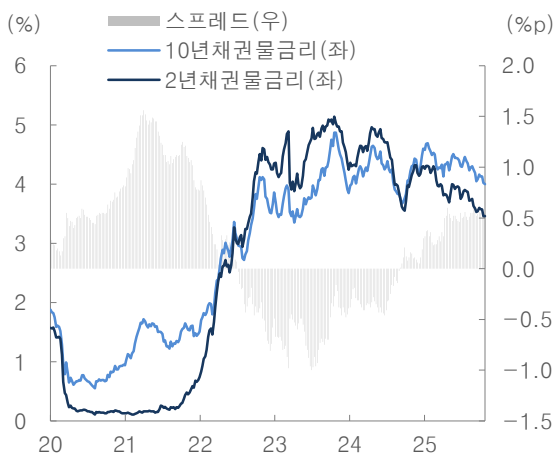
- 모기지 리츠의 사업 모델은 단기 변동금리 대출을 통해 자금을 조달하고 이를 활용해 MBS와 같은 장기 고정금리 자산에 투자하는 방식
- 모기지 리츠는 장단기 금리차가 가파를수록 (Steepening) 차입 대비 운용수익률 마진이 개선되어 수익성이 확대되는 구조를 보유
- 2025년 11월 기준, 미국 10년-2년 국채 금리차가 0.5%p 이상 확대 → 순이자마진 회복의 기반이 될 수 있으며 모기지 리츠 수익성 개선의 긍정적 신호

Agency MBS 모기지 리츠 투자 구조



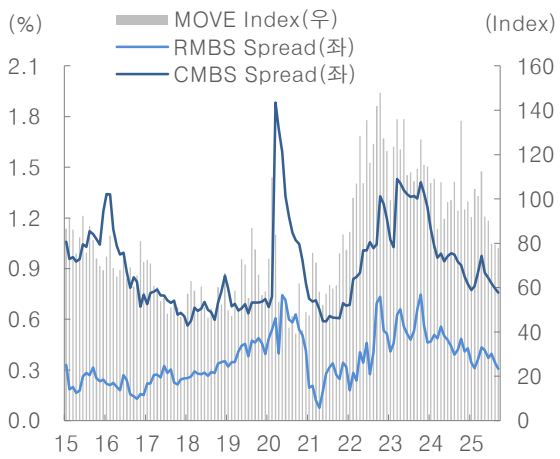
주: 일반적으로 MBS 수취 금리는 고정, Repo 지급 이자는 변동금리를 채택
자료: 대신증권 Research Center

미국 국채 장단기 금리차 추이



자료: FRED, 대신증권 Research Center

MBS 스프레드 및 MOVE 지수 추이



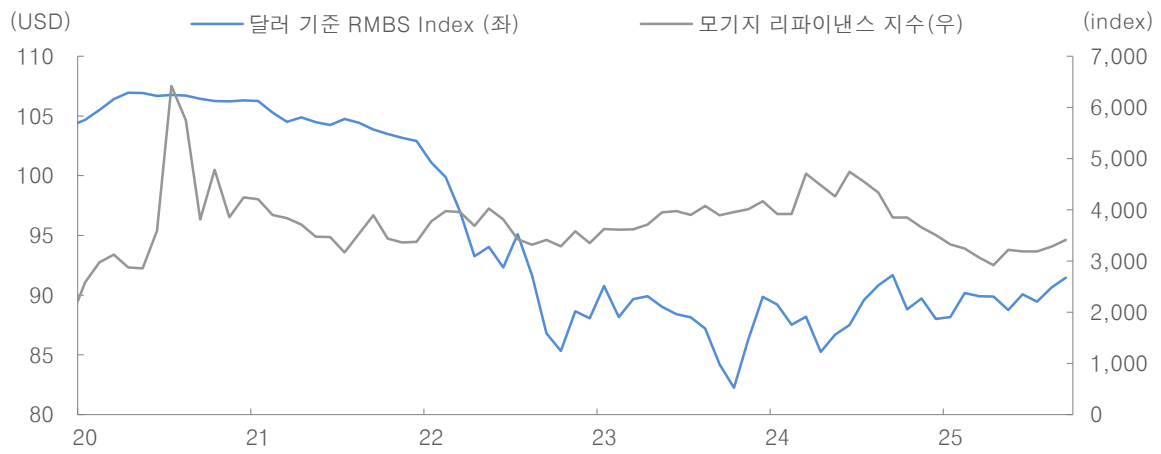
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 금리 5.5% 초과 → 모기지 리츠 (Mortgage REITs)

2) 완화된 조기상환 리스크 (음의 컨벡시티)

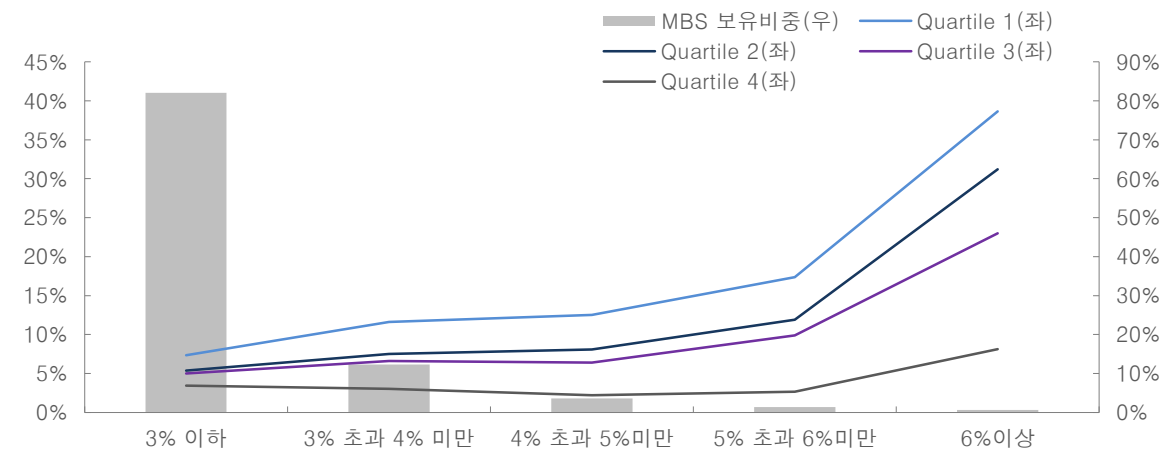
- MBS는 금리 하락 시 듀레이션이 짧아지는 '음의 컨벡시티' 특성을 지니지만, 현재 대부분의 RMBS가 액면가 100 이하 할인 상태에서 거래돼 조기상환 유인이 낮아지면서 금리민감도가 크게 감소한 상황
- 또한, 저금리 MBS 쿠폰 비중이 높아지면서 CPR 기준 상환 속도 둔화되고 있으며, 가장 빠른 그룹조차 쿠폰 6% 미만에서는 조기 상환률이 50% 미달
- 따라서 금리가 급락하지 않는 한 음의 컨벡시티가 투자자 수익에 미치는 영향은 제한적 → 자산 듀레이션 안정성과 예측 가능성을 높이는 요인으로 작용

RMBS 달러지수 및 모기지 리파이낸스 추이



주: U.S Mortgage Refinance Index – 전체 리파이낸스 활동량(거래규모) 측정
자료: Bloomberg, MBS, 대신증권 Research Center

MBS 쿠폰금리 구간별 비중 및 조기상환 비율



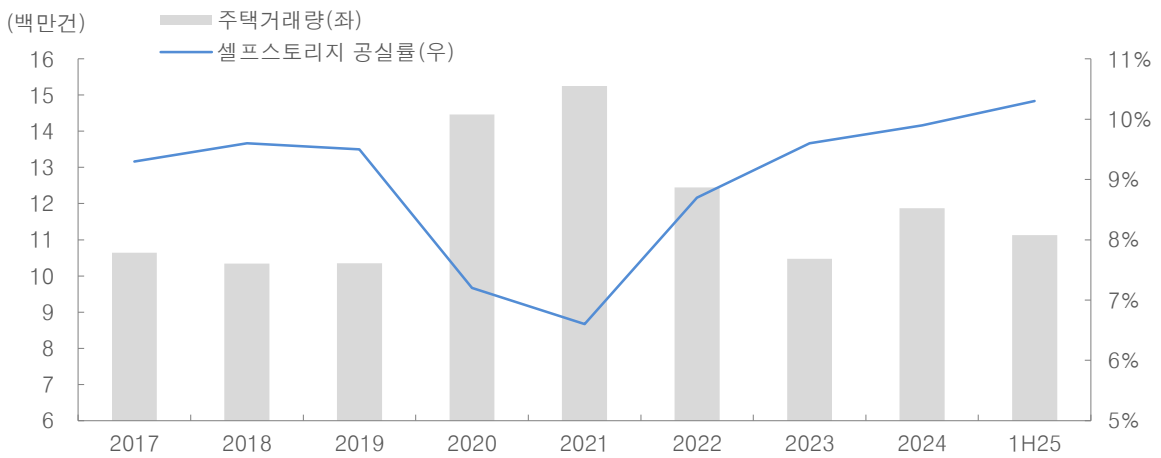
주1: MBS 쿠폰금리 구간별 비중은 연준 보유비중으로 작성
주2: Quartile=동일 쿠폰 내 TBA 풀을 CPR 기준 4등분(Q1=가장 빠름, Q4=가장 느림).
자료: FHFA, Ginnie Mae, 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 금리 5.5% 이하 → 셀프 스토리지 리츠(Self storage REITs)

1) 주택 거래량과 높은 연관성을 보이는 셀프 스토리지 시장

- 미국 셀프 스토리지 시장은 주택 거래량과 높은 상관성을 보유 → 팬데믹 시기에 거래 급증 시 공실률이 8% 이하로 떨어졌고, 2022년 금리 상승 이후 거래가 둔화되자 공실률도 동반 상승하는 흐름이 확인됨
- 셀프 스토리지 생산성 지표 (PPI)와 SSNOI 성장률은 2023년 고점 이후 안정 구간에 진입한 모습으로 가파른 둔화 구간을 지나 조정이 마무리되며 최근에는 완만한 반등 조짐이 나타나는 단계
- 향후 주택 거래량 반등과 셀프 스토리지 공실률 개선이 맞물릴 경우, 셀프 스토리지 리츠의 수익성 회복 가능성 또한 점차 높아질 것으로 기대

미국 주택 거래량 및 셀프 스토리지 공실률 추이



자료: NAR, LeClaire-Schlosser Group, 대신증권 Research Center

셀프 스토리지 PPI 및 SSNOI Growth 추이

자료: FRED, Nareit, 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 금리 5.5% 이하 → 셀프 스토리지 리츠(Self storage REITs)

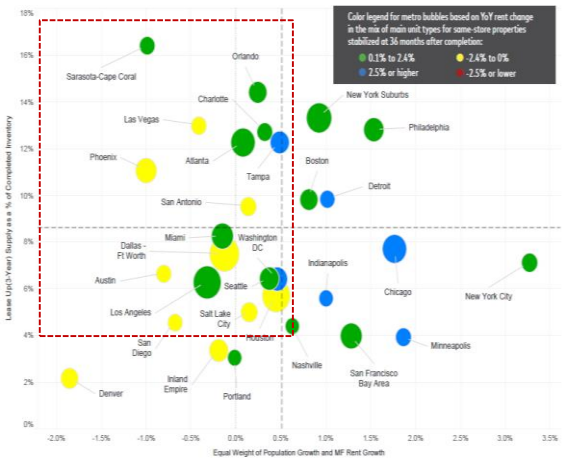
2) 안정화 되는 수급

- 코로나 시기 외곽 이주·재택근무 확산으로 셀프 스토리지 수요가 구조적 성장했지만, 2023년부터는 고금리 영향과 팬데믹 착공 물량의 완공이 맞물리며 시장은 단기 조정 국면에 진입
- 다만, 신규 착공은 이미 정점을 지나면서 공급 부담 완화세가 확인되고 있으며, 2025년부터 수급 개선과 순흡수 회복 흐름이 점진적으로 나타나고 있음 → 선벨트는 공급 집중으로 임대 약세 압력이 있는 반면, 중서부·서부는 안정세 유지 중
- 리츠들은 단기 계약임대료(street rent) 할인과 계약임대료 인상(ECRI)을 병행해 임대단가를 방어 중 → Public Storage 기준, 신규-계약렌트 간 스프레드가 사상 최대로 확대되며 향후 렌트가 회복 기대

미국 셀프 스토리지 공급지표

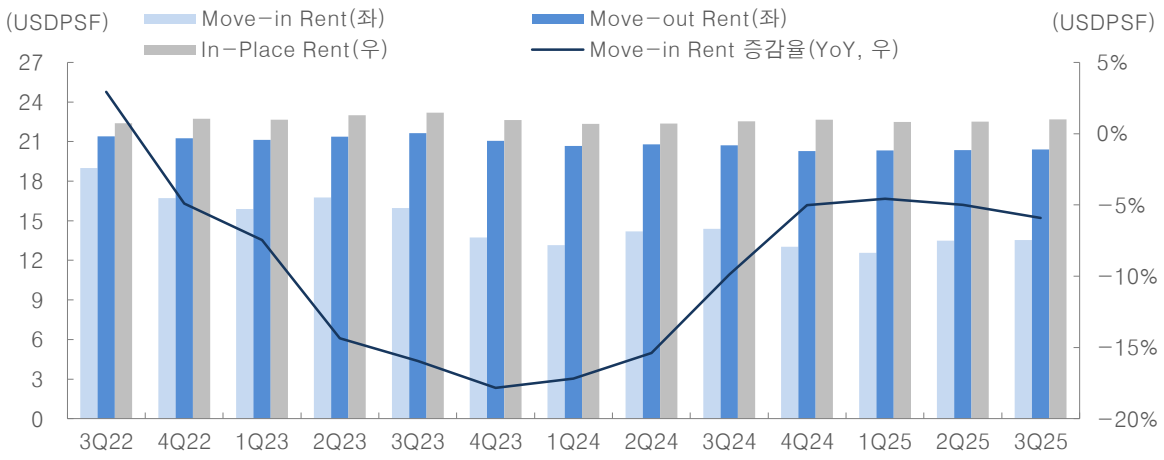
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

도시별 셀프 스토리지 신규공급 및 인구증가



자료: YardiMatrix, 대신증권 Research Center

Public Storage 임대지표



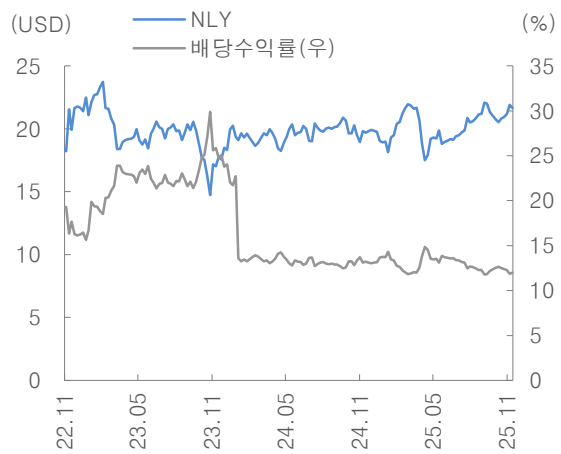
자료: Public Storage, 대신증권 Research Center

[미국] 모기지 리츠 추천종목 : 애널리 캐피탈 (NLY)

대표적인 Agency MBS 모기지 리츠

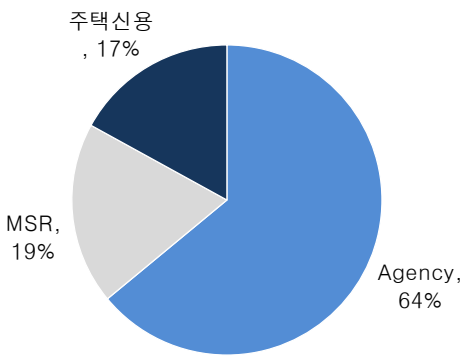
- 1997년 설립된 애널리 캐피탈은 총자산 약 820억 달러를 운용하는 미국 최대 규모의 모기지 리츠로, 에이전시 MBS(64%), MSR(19%), 주택신용(17%) 등으로 구성된 분산 포트폴리오를 보유
- MBS 자산군을 쿠폰 구간별로 세분화하여 고품질 비중을 전략적으로 높이고 있으며, 쿠폰금리가 높은 MBS일수록 High Quality 자산 비중이 80% 이상으로 높아 리스크를 통제
- MBS 스프레드 축소 시 자산가치(NAV) 상승 여력 크며, 자본이득 및 배당안정성도 함께 확보되는 구조 예를 들어, MBS 스프레드가 25bps 축소되면 NAV는 +9.7%까지 상승할 수 있는 구조

주가 및 배당수익률



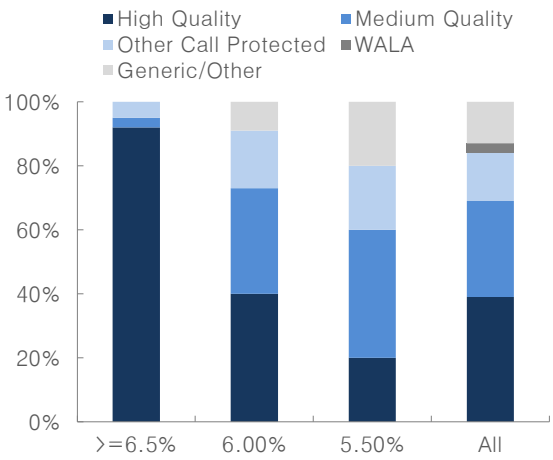
자료 : Quantiwise, 대신증권 Research Center

포트폴리오 구성



자료: Annaly Capital, 대신증권 Research Center

MBS 쿠폰별 포트폴리오 퀄리티



자료: Annaly Capital, 대신증권 Research Center

금리 및 MBS 스프레드 민감도 시나리오

Interest Rate Change (bps)	시장가치	NAV
-75	-0.2%	-1.7%
-50	-	-0.3%
-25	-	+0.2%
+25	-0.1%	-0.9%
+50	-0.3%	-2.4%
+75	-0.6%	-4.4%
MBS Spread Shock (bps)	**시장가치**	**NAV**
-25	+1.3%	+9.7%
-15	+0.8%	+5.8%
-5	+0.3%	+1.9%
+5	-0.3%	-1.9%
+15	-0.8%	-5.7%
+25	-1.3%	-9.5%

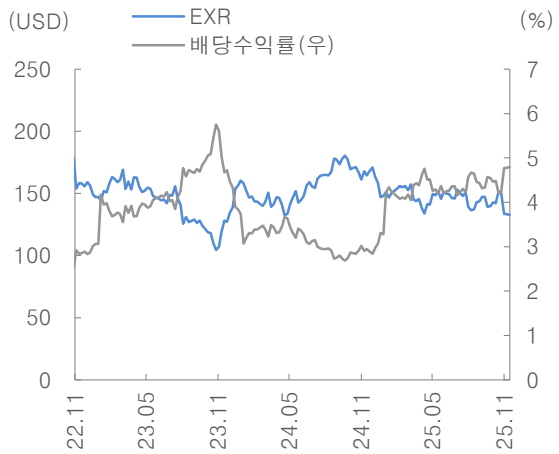
자료: Annaly Capital, 대신증권 Research Center

[미국] 셀프 스토리지 리츠 추천종목 : 엑스트라 스페이스 스토리지 (EXR)

점포 수 1위로 도약한 신흥 선두주자

- 1977년 설립된 엑스트라 스페이스 스토리지는 미국 전역에 총 4천개 이상 점포를 보유하고 있는 셀프 스토리지 리츠로 점포 수 기준 업계 1위
- 2023년 7월 127억 달러 규모로 진행된 Life Storage 인수를 통해 산업 내 경쟁력 기반을 재편
- 2025년 상반기, 신규임대료 증가율이 YoY 기준 플러스로 전환되며 실질적인 임대 회복세 확인
- 제3자 관리서비스, 브릿지론 등 비임대 기반 서비스 매출비중이 약 15%이며 수익 항목들의 YoY 성장률이 반등하는 모습

주가 및 배당수익률



자료 : Quantiwise, 대신증권 Research Center

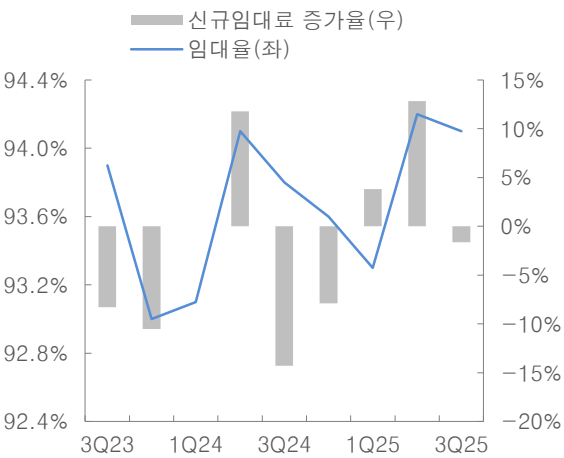
Life Storage 인수 내역

항목	내용
발표일	2023.04 (2023.07 종결)
거래규모	127억달러 (전액 주식교환)
교환비율	LSI 1주당 EXR 0.895주
인수가격	LSI 당시 시가대비 +11%
편입 자산	점포 1.2천개, 임대면적 42MSF
시너지 전망	연간 1억달러 이상 (G&A $23m↓, 매출 $65m & 재보험 $12m↑)

	EXR	LSI	합병 후
매장 수	2,338	1,198	3,536
운영 주(State) 수	41	37	43
임대면적(MSF)	66.6	42.2	108.8
평균 점유율	95.0%	93.0%	94.2%

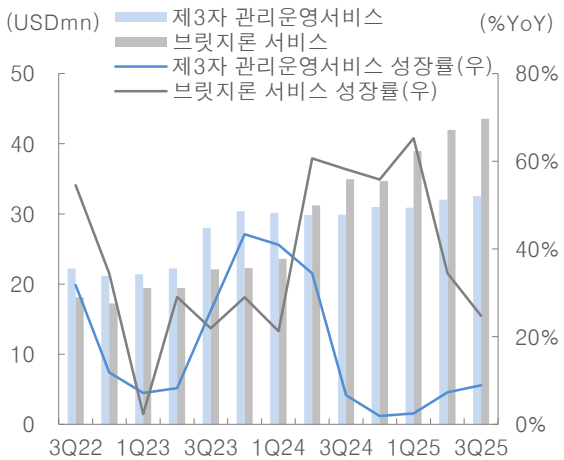
주: 동일점포 기준, 2023년 합병당시 예상치 기준
자료: Extra Space Storage, 대신증권 Research Center

신규임대료 및 임대율



자료: Extra Space Storage, 대신증권 Research Center

부가서비스 매출액



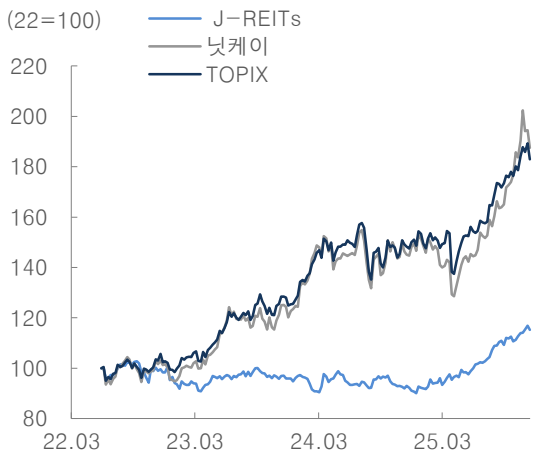
자료: Extra Space Storage, 대신증권 Research Center

[일본] 2025 Review – 볕드는 J-REITs 시장

오피스, 주거, 호텔섹터 중심의 주가 상승

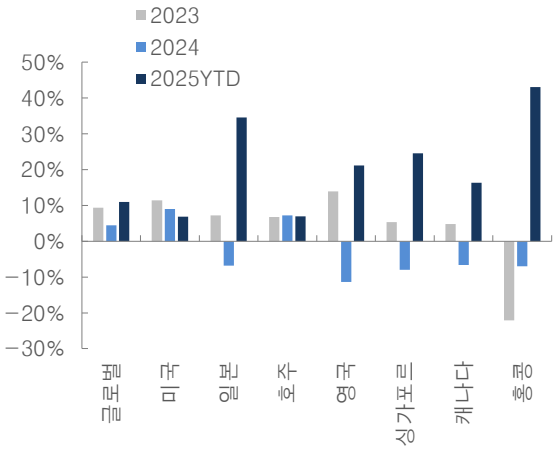
- 2025년, 일본 주식시장과 J-REITs가 동반 상승하며 양 시장 간 성과 격차가 빠르게 축소되고 있음 (11월 말 기준, TOPIX TR +23.5 % vs J-REITs TR +26.8%)
- 2025년 11월 말 기준, 호텔(+16.3%), 주거(+15.0%), 오피스(+9.3%) 섹터 중심으로 두드러진 성과 나타났으며 해당 섹터 모두 수급환경 개선에 따른 실적 성장이 나타나고 있음
- J-REITs 상승 배경으로는 1) 오피스 등 주요 섹터의 임대수익 개선, 2) 저평가 밸류에이션 매력 부각, 3) 실물부동산 회복세 등으로 해외 투자자 중심의 자금유입이 두드러짐

일본 주식 및 J-REITs 상대 수익률



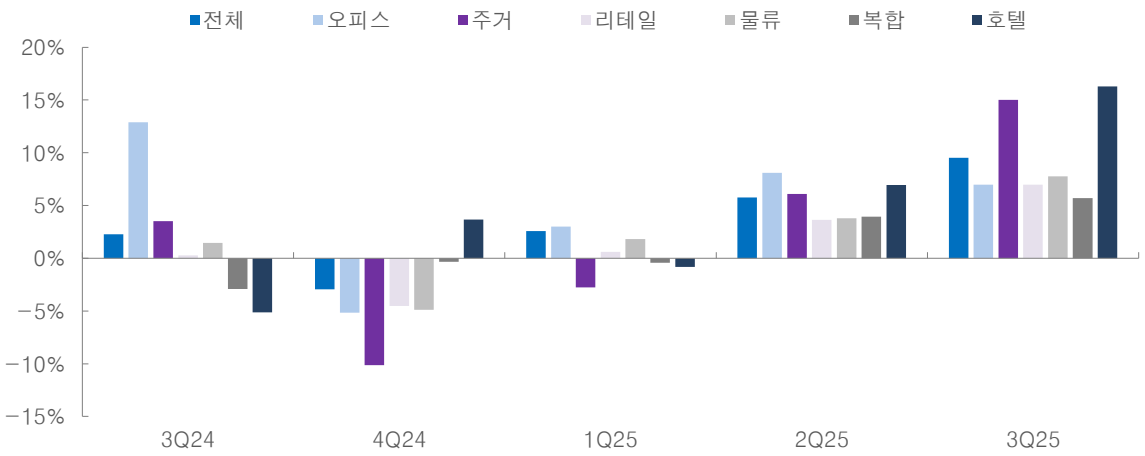
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

연도별 글로벌 리츠 수익률



주: 2025년 11월 말 기준
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

분기별 J-REITs 섹터별 수익률



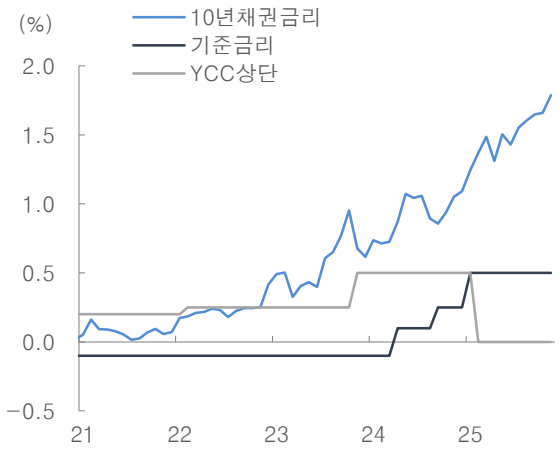
주: 2025년 9월 말 기준
자료: SMTRI J-REIT, 대신증권 Research Center

[일본] 2026 전망 - 섹터별 투자의견

Office REITs Is Back

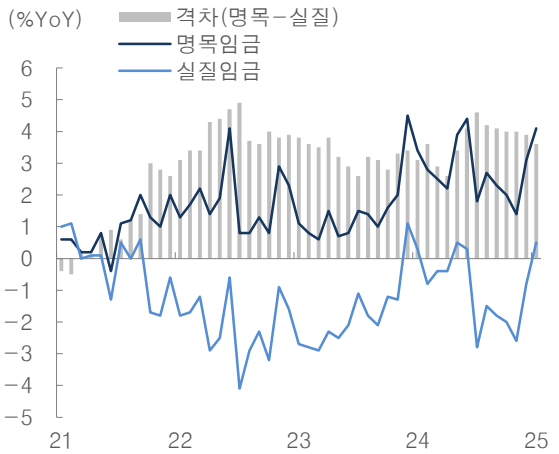
- 일본은행은 경기 회복세를 유지하기 위해 금리 인상 속도를 점진적으로 조정할 전망이며, 최근 물가 상승은 일시적 요인이 크고 실질임금 개선이 아직 제한적이어서 추가 인상에는 신중한 태도 유지
- 일본은행이 매각을 결정한 J-REITs 규모는 50억엔 → 최근 5년간 연평균J-REITs 매도 거래금액(15.4조엔) 대비 0.03%, 총 보유액(6,823억엔)의 0.7%에 불과, 투자환경에 미칠 영향력은 제한적
- 최선호 종목으로 디벨로퍼 스폰서 기반의 오피스 대형 리츠를 추천 → ① 오피스 시장 온기가 리츠 실적으로 반영되기 시작, ② 외형확대 기조가 뚜렷해지며 Top-line 성장이 기대

일본 기준금리 및 10년 국채 금리



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

일본 명목 및 실질임금 상승률



주: 2025년 7월 기준
자료: 일본 후생노동성, 대신증권 Research Center

일본 리츠 섹터별 투자의견

종목	선호도	투자포인트
오피스	★★★	- 2023년 하반기부터 도쿄 주요5구 중심 뚜렷한 회복세 (공실률 2% 진입, 평당임대료 21개월 연속 상승) - 디벨로퍼 오피스 리츠 중심으로 유상증자, 자산편입 등 외형확대 기조가 뚜렷해지며 Top-line 성장 기대
주거	★★☆	- 맨션 임대시장 안정적 성장 중 1) 10년간 95% 이상 임대율 유지, 2) 소형 맨션 임대료 성장속도 상승 - LTV 비율이 상대적으로 높은 섹터로서 금리인상 속도조절에 따른 Cap rate 및 할인율 개선효과 증대
물류	★★☆	- 공급과잉 이슈가 2025년부터 완화되는 국면으로 신규공급도 도쿄권 감소, 오사카권 피크 이후 조정 예상 - 2024년부터 해외 글로벌 기관들의 물류센터 대형 인수 재개 증가하며 가격 바닥 신호가 강화되는 구간
호텔	★★☆	- 2024년 호텔 수요 강세가 이어지며 RevPAR, ADR, 관광객 수 모두 사상 최고권 (인바운드 3.7천만명) - 인건비 및 운영비 상승으로 마진부담이 존재하고 경기 민감도가 높아 변동성 리스크 존재
리테일	★☆☆	- 인바운드·내수 소비 회복으로 도심·관광 상권 중심 임대수익 회복세, 공급이 적어 장기 공실 리스크는 낮음 - 구조적 성장 스토리는 제한적이고 자본 유입도 제한적인 상황으로 상대적 성장 업사이드 크지 않음

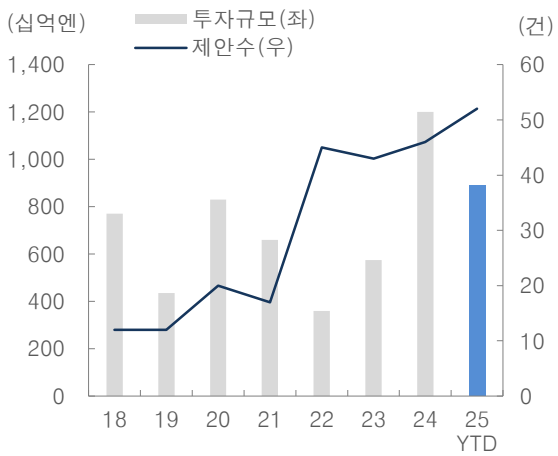
자료: 대신증권 Research Center

[일본] J-REITs 투자환경 - ① 공급

행동주의 펀드 영향력 확대로 자사주 매입 증가

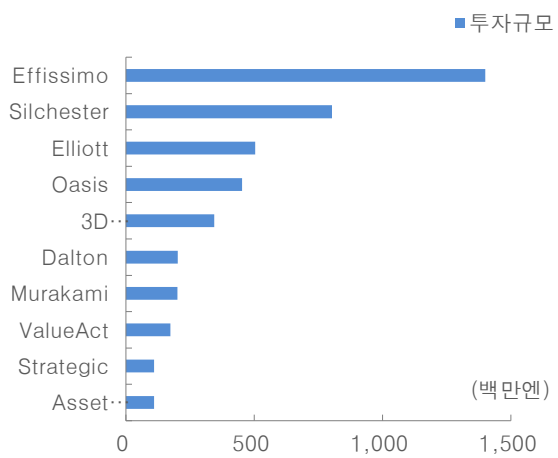
- 최근 행동주의 펀드 확대로 J-REITs의 자사주 매입이 급증하며 주가 하방을 지지하고 있음
- 2024년 기준, 행동주의 펀드의 일본 주식 투자 규모는 1.2조 엔으로 사상 최고치를 기록했으며, 2025년 상반기에는 이미 8.9천억 엔을 집행해 전년치를 넘어설 것으로 전망
- J-REITs는 행동주의 펀드의 압박과 시장 요구에 대응하여 2024년에 총 21건, 투자규모는 1천억엔을 상회하는 역대 최대 자사주 매입을 공시 → P/NAV 할인 축소와 주가 안정성 강화에 기여

행동주의 투자자 일본주식 투자규모 및 제안



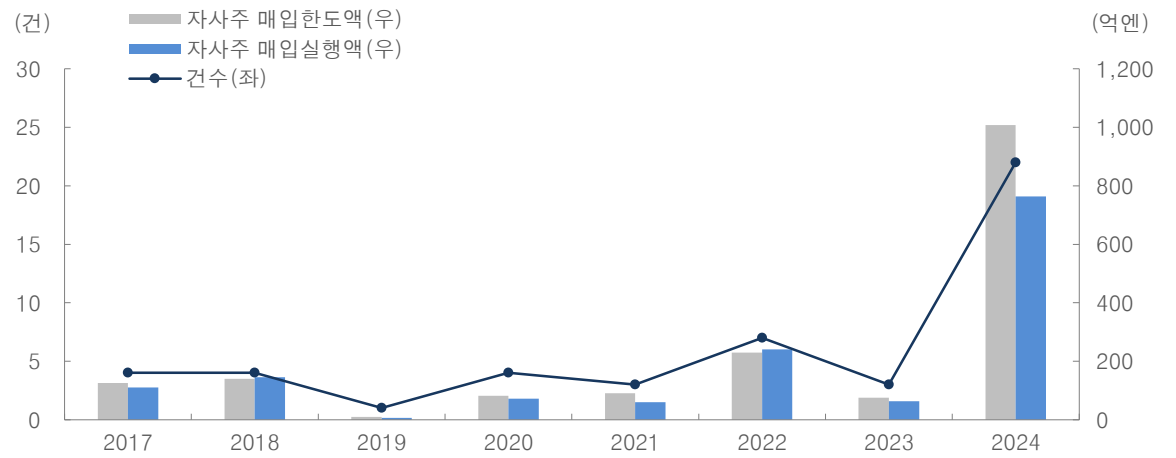
주: 2025년 상반기 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 투자 행동주의 투자자 Top 10



주: 2024년 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

연도별 J-REITs 자사주 매입 추이



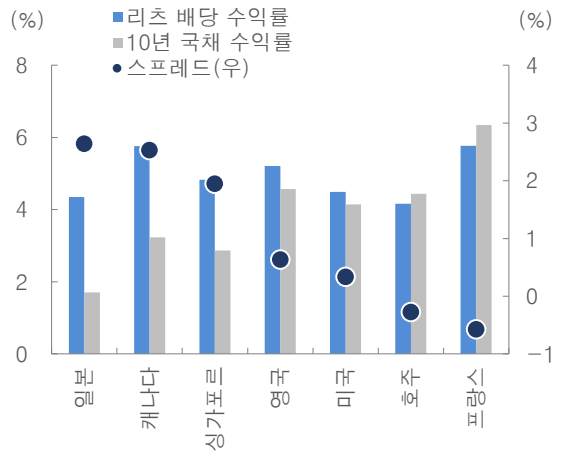
자료: ARES, 대신증권 Research Center

[일본] J-REITs 투자환경 - ② 수요

매력적인 투자처로 해외 투자자 유입 지속 전망

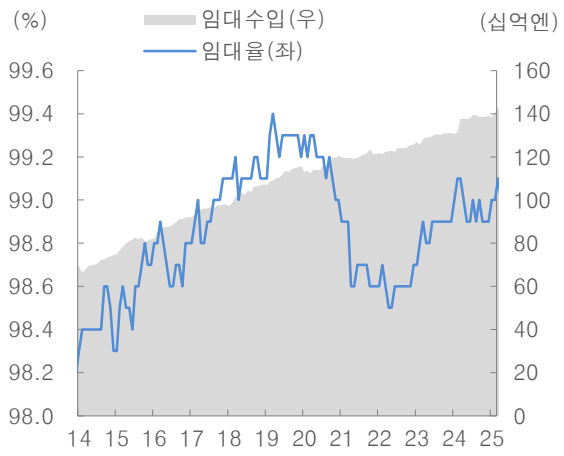
- 일본 리츠는 배당수익률은 낮지만, 10년 국채 대비 약 3%p의 스프레드로 주요국 대비 높은 수익률 → 오피스 중심으로 임대료 회복세가 확산되며, 전반적인 NOI 개선 기대도 함께 커지고 있음.
- 2024년 상업용 거래는 457억 달러로 사상 최대치, 2025년 상반기 누적 거래도 197억 달러로 양호 → 절반 이상이 오피스이며, 해외 투자자 비중도 팬데믹 전 수준인 34%에 근접해 신뢰 회복을 반영
- 금리 인상 기대와 달러 약세가 맞물릴 경우, 엔화 강세 전환 가능성 높음→ FTSE EPRA Nareit Japan Index는 달러·엔화 수익률 간 괴리가 크게 유지되고 있어 환율 흐름에 따라 추가 수익 개선 여지가 있음

국가별 리츠 및 10년채권 수익률 스프레드



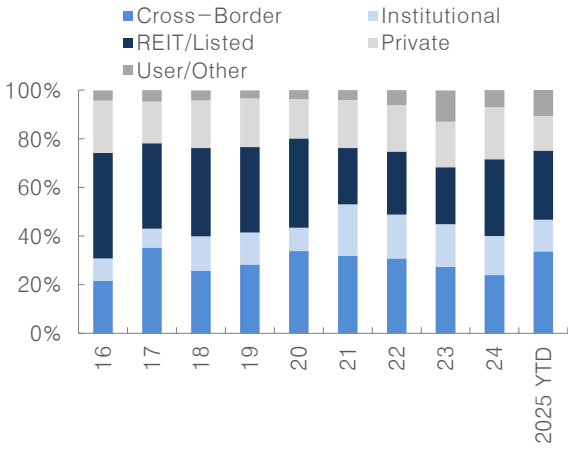
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

J-REITs 임대율 및 임대수입



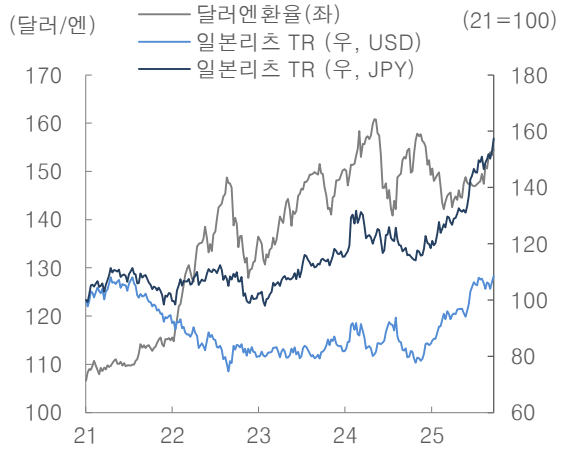
주: 2025년 5월 기준
자료: ARES, CEIC, 대신증권 Research Center

일본 실물 부동산 투자자별 매수비율



주: 2025년 2분기 이전 12개월 거래 기준
자료: RCA, 대신증권 Research Center

통화별J-REITs 총 수익률 및 달러엔 추이



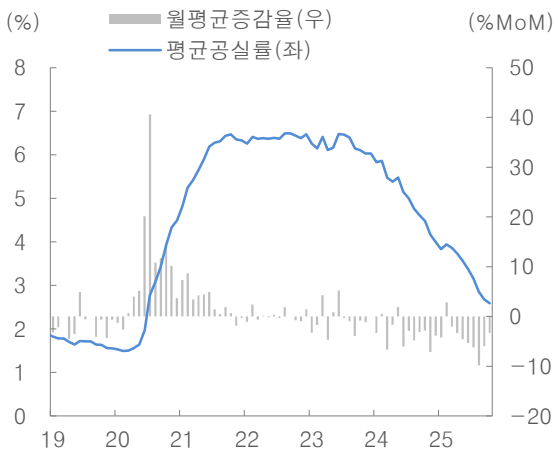
주: FTSE EPRA Nareit Japan Index USD 및 JPY
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[일본] 디벨로퍼 스폰서 오피스 리츠 – ① Internal Growth

오피스 시장 온기가 리츠 실적으로 반영되기 시작

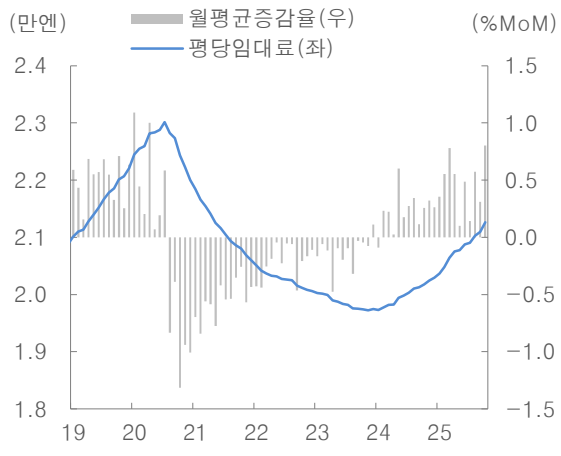
- 도쿄 오피스 실물시장은 수급 안정에 따라 회복세가 지속될 전망→ 2025년 10월 기준 공실률은 2.4%로 하락했으며 2025~2028년 공급은 과거 대비 12% 줄며 부담이 완화됨. 대형 오피스를 중심으로 회복세가 빠르고, 프라임 자산에 수요가 집중되는 양상
- 도쿄 5구 비중이 높은 오피스 리츠는 실물 회복 흐름을 실적에 반영 중 →2023년 하반기부터 반등이 시작됐고, 2024년 말 기준 주요 리츠 실적도 성장세로 전환.
- 상위 5개 리츠 자산 중 62.1%가 도쿄 5구에 있어 지역 회복 효과가 직접 연결됨. 도쿄 5구 임대료는 2024년 +7.9% 상승하며 타 지역 대비 강한 회복세 + 프라임 시장 회복과 맞물려 리츠 실적 개선 기대

도쿄 주요 5구 오피스 공실률 및 증감률



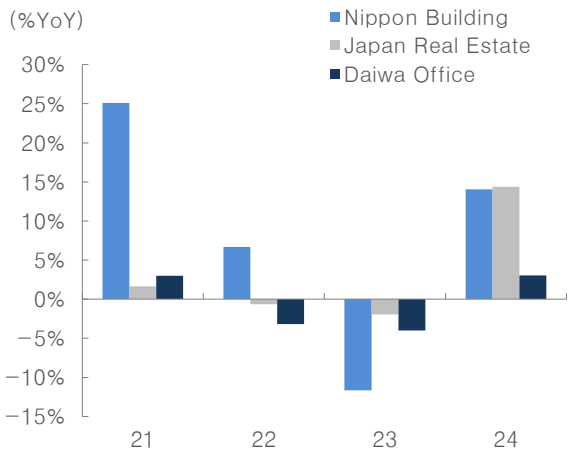
주: 도쿄 주요 5구 기준층 100평이상 오피스, 2025년 10월 기준
자료: Miki Shoji, 대신증권 Research Center

도쿄 주요 5구 오피스 평당임대료 및 증감률



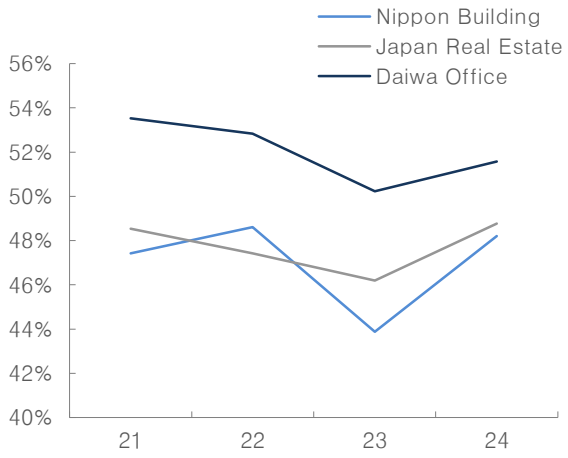
주: 2025년 10월 기준
자료: Miki Shoji, 대신증권 Research Center

오피스 리츠 주요 3사 EBITDA 성장률



자료: 각 사, 대신증권 Research Center

오피스 리츠 주요 3사 영업이익률



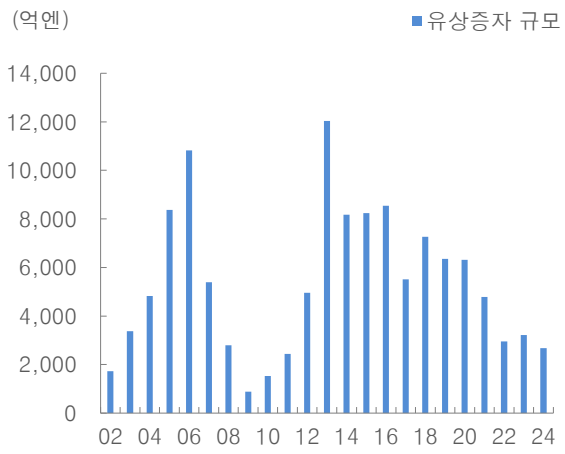
자료: 각 사, 대신증권 Research Center

[일본] 디벨로퍼 스폰서 오피스 리츠 – ② External Growth

외형확대 기조가 뚜렷해지며 Top line 성장 기대

- 오피스 리츠는 스폰서 자산 매입과 유상증자를 통해 외형 확장을 가속 중이며, 이는 Top-line 성장을 위한 핵심 전략으로 부각
- 2025년부터 대형 리츠를 중심으로 유상증자 재개가 본격화되고, 조달 자금은 오피스 매입 및 개발에 활용되며 외형 성장이 가시화되는 흐름
- 5대 디벨로퍼 평균 미실현이익률은 84.6%로 스폰서의 보유 자산의 시장가치가 장부가 대비 크게 높음 → 스폰서의 리츠향 자산매각 증가가 기대되며 자산 리사이클링 선순환 구조 강화 예상

연도별 J-REITs 유상증자 규모



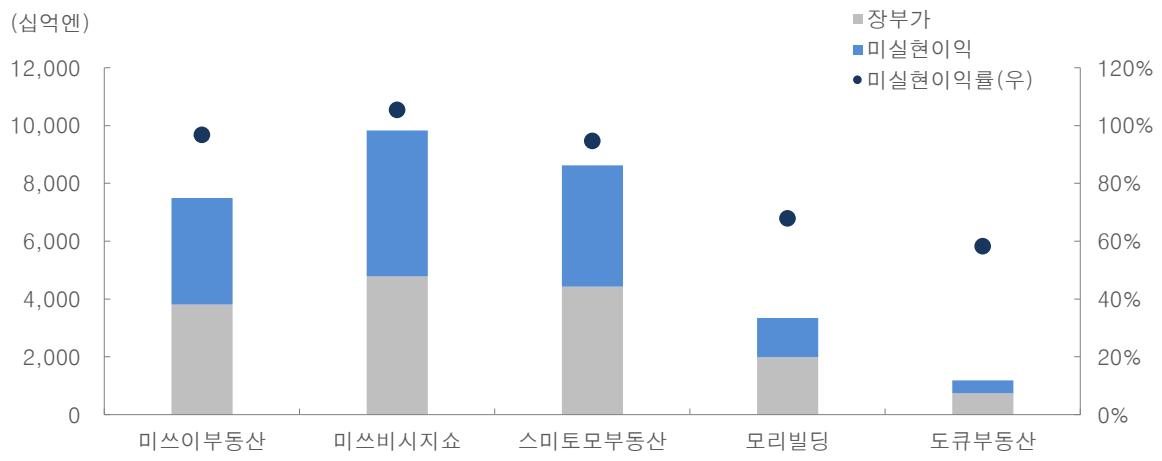
자료: ARES, 대신증권 Research Center

닛폰빌딩펀드 유상증자 상세내용

항목	내용
발표일	2025.06.19 (이사회 결의)
발행구수	신규 138,045구 + 제3자배정 최대 7,000구
발행가	128,380엔/구 (2025.06.25종가 대비 2% 할인)
자금조달액	약 1 72억엔 (제3자배정 포함 최대 180억엔)
자금사용처	프론티어 무사시-코스기 N·S동 취득 (매매가 290억엔 매입자금 충당)
P/NAV	증자 전 1.05배 내외 → 증자 후 약 1.02배
분배금 가이던스	2025/12기 2,400엔 2026/6기 2,420엔 (희석 억제, 소폭 증액)
재무지표 가이던스	증자 후 LTV 약 43.1%, 장기·고정 비율 약 85.7%

주: 2025년 6월 공시 기준
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 대형 디벨로퍼 미실현이익률



주: 2024년 말 기준
자료: 각 사, 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: 김다은)
- 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.