부동산

26년에도 이어지는 회복세

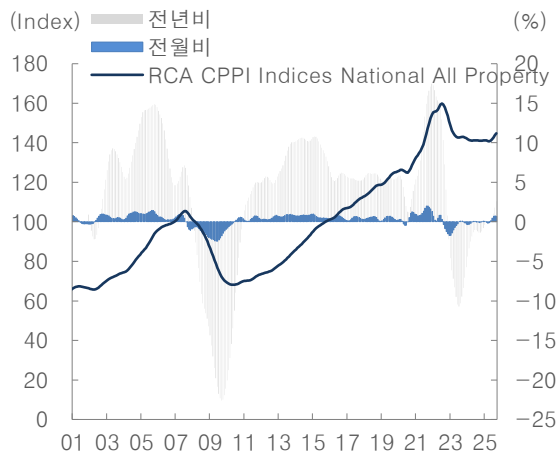
▪ 배상영 Ph.D. Sangyoung.bae@daishin.com

[미국] 섹터별로 사이클 차이는 있으나, 26년 회복세 지속 기대

25년 기대를 하회한 주택시장, 회복세 강건했던 상업용 부동산

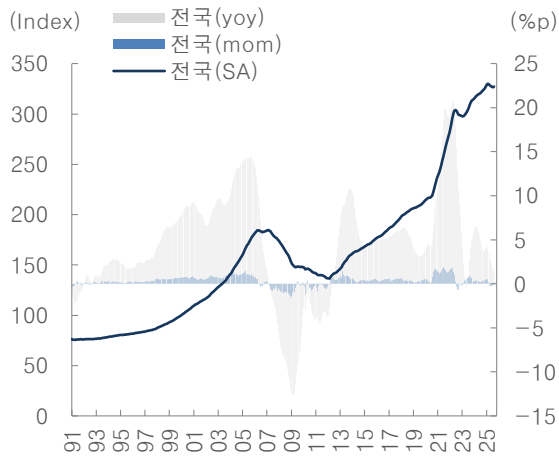
- 미국 상업용 부동산은 9월 Index 기준으로 연초 대비 +2.51% 기록하며 회복세, 매크로 변동성과 기대보다 느린 금리 인하로 인하여 연초 우려 있었으나 강보합세 기록
- 주택 시장은 8월 Index 기준으로 전국(계절조정치)으로 -0.2% 수준이며, 10대 도시는 +0.3%, 20대 도시는 -0.2% 보합세 기록, 다만 계절조정치(-0.2%)와 명목치(+2.1%)의 차이가 이례적인 상황으로 팬데믹 이후 계절성이 사라진 부분과 계절성 영향이 동시에 작용했다는 판단
- 상업용은 아파트(-1.45%)를 제외한 섹터가 상승했고, 특히 오피스 섹터가 +8.12% 상승하며 강한 회복세를 기록, 리테일 및 물류도 강건한 수익률 기록

미국 상업용 부동산 가격 Index 추이



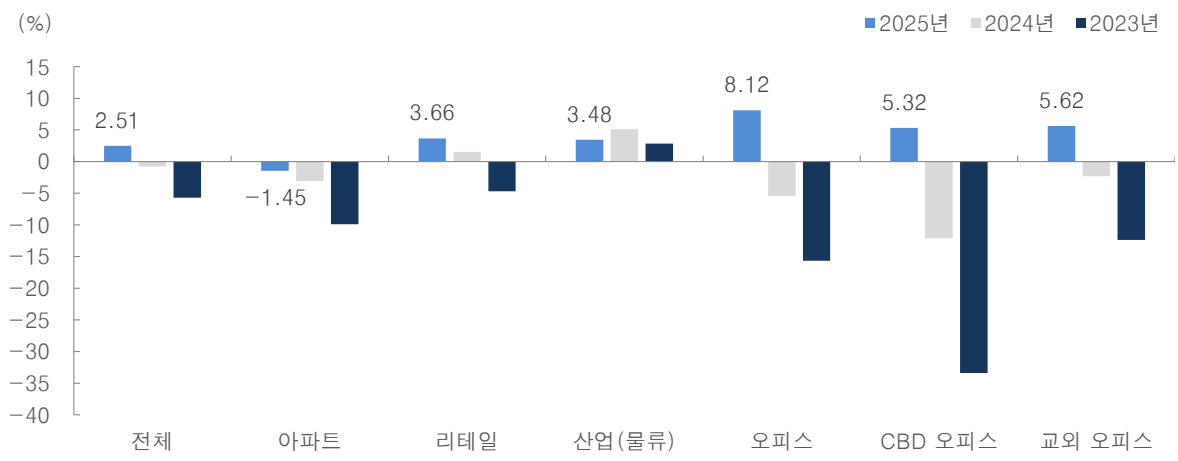
자료 : RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 시장 가격 Index 추이



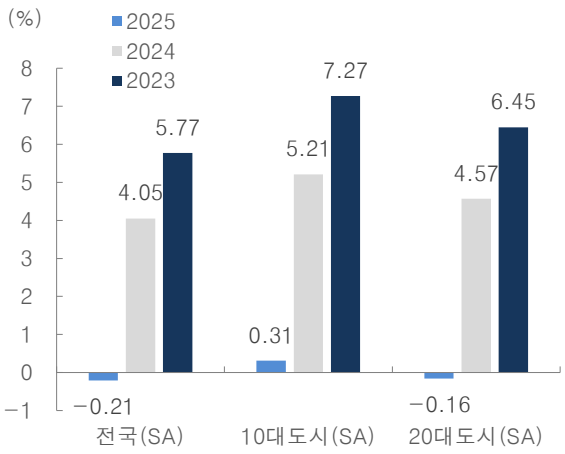
자료 : S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 부동산 자산 Index 기준 연간수익률



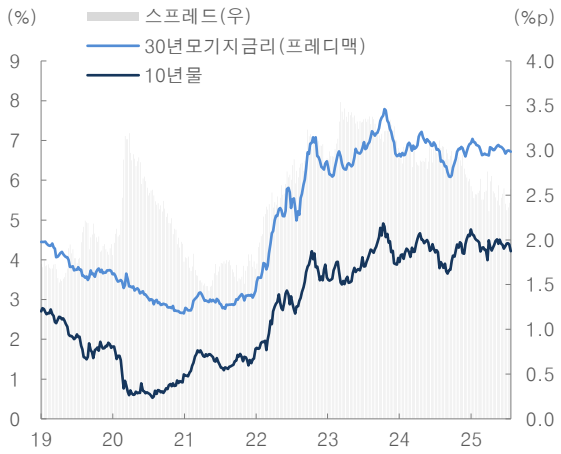
자료 : RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 연간 상승률



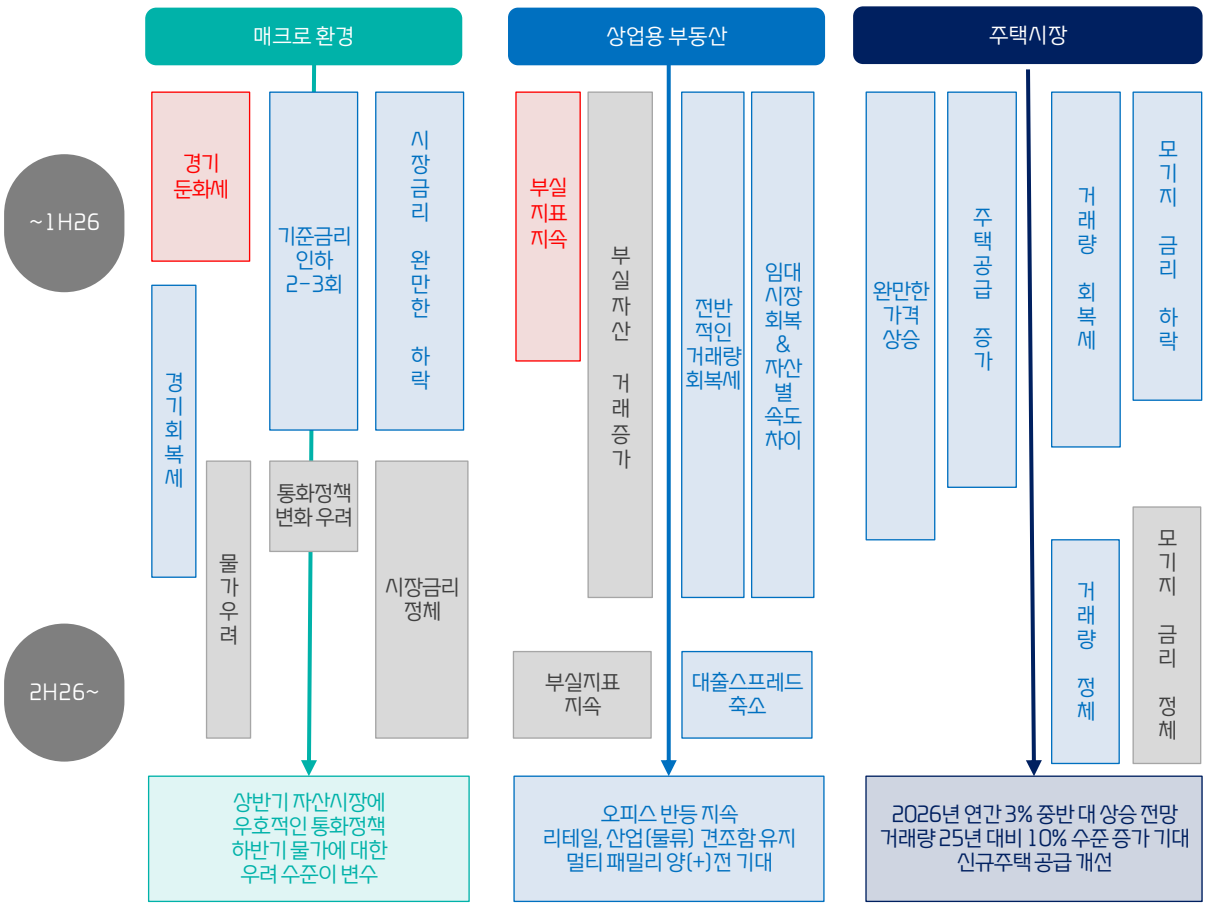
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 모기지 및 미국채 10년물 시장금리 추이



자료: Freddie Mac, Bloomberg, 대신증권 Research Center

2026년 미국 부동산 시장 흐름 예상



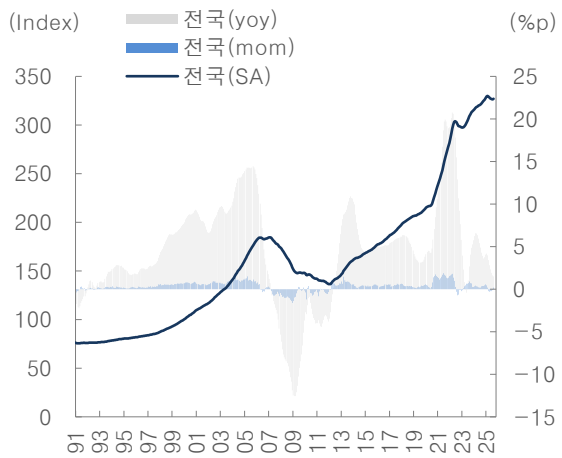
자료: 대신증권 Research Center

[주택시장] 기나긴 고금리에 관세 불확실성 더해져 다시 주춤한 시장

가격 정체, 거래 감소, 연체-재고 상황은 강건한 수준이나 과거보다는 약화

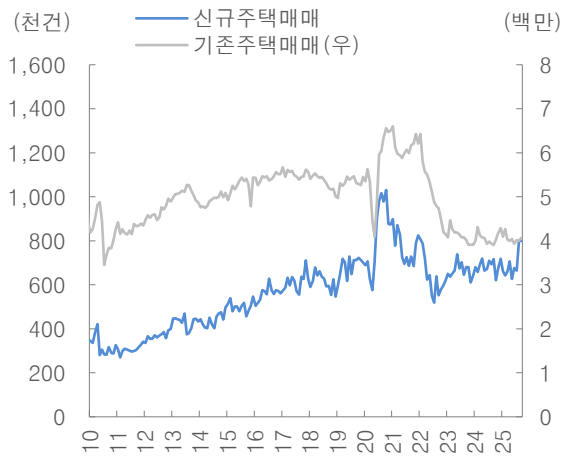
- 미국 주택시장은 25년 약보합세 기록(계절조정치 8월 기준), 연간으로 1% 수준의 보합세 기대
- 금리 인상이후 견조한 모습 보였으나, 관세정책 발표 이후 매크로 불확실성 확대로 조정구간 기록
- 신규주택과 기존주택 매매량 회복세가 더딘 상황, 고금리와 경기 불확실성, 높아진 공급 비용이 원인
- 모기지 연체율 여전히 낮은 수준이며(3.93%), 보편적인 Conventional Loan의 경우 2.59%로, 저점(2.29%)대비 소폭 증가
- 25년은 6~7% 수준의 금리레벨 유지하였으나, 26년에는 6% 내외의 금리 레벨 기대

미국 주택시장 가격 Index 추이



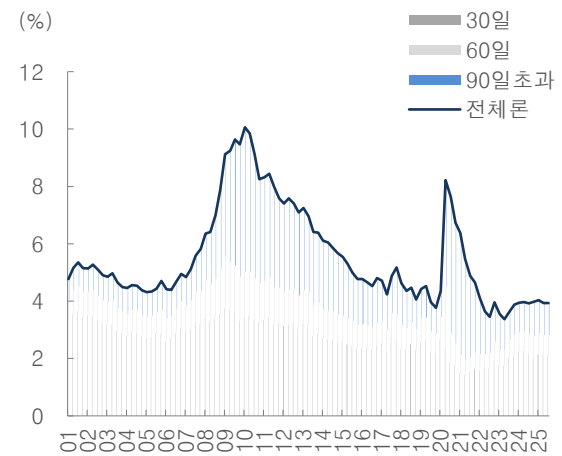
자료 : S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 매매량 추이



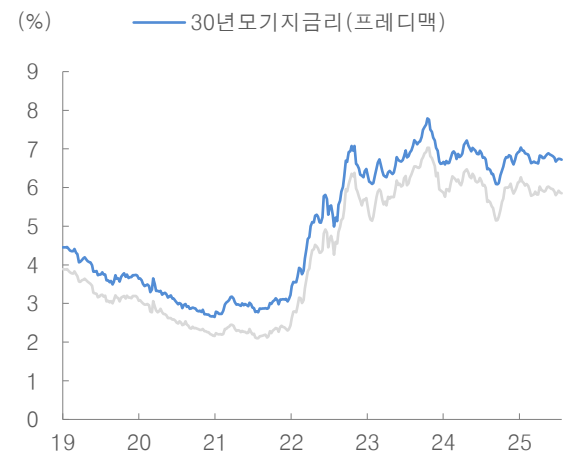
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

모기지 연체율 추이



자료: MBA, 대신증권 Research Center

미국 모기지 금리 추이

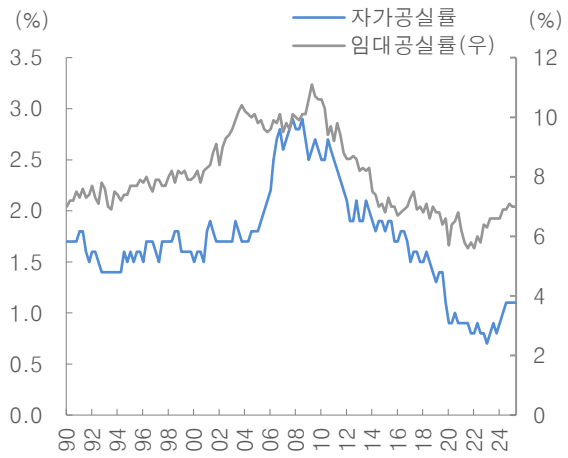


자료: Freddie Mac, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 재고 추이

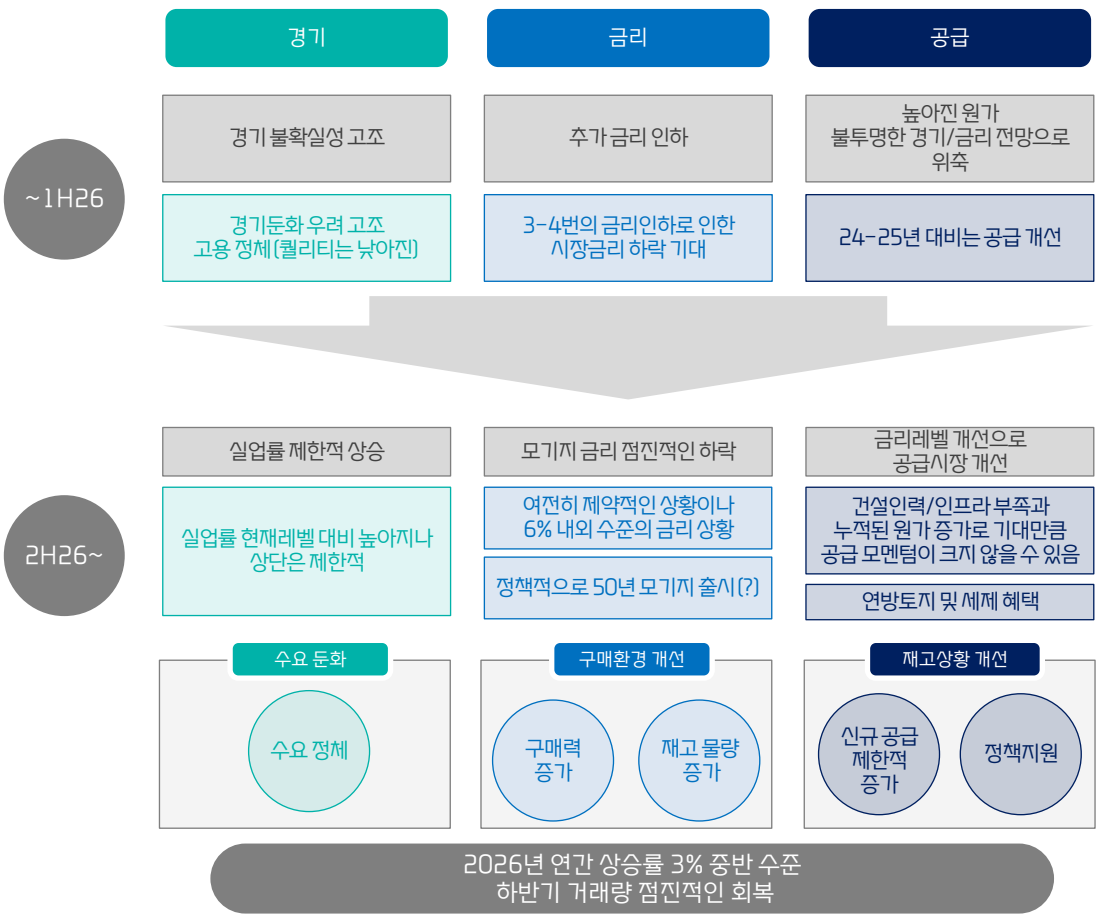
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

주택 공실률 추이



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

미국 주택 시장 주요 팩터와 영향도



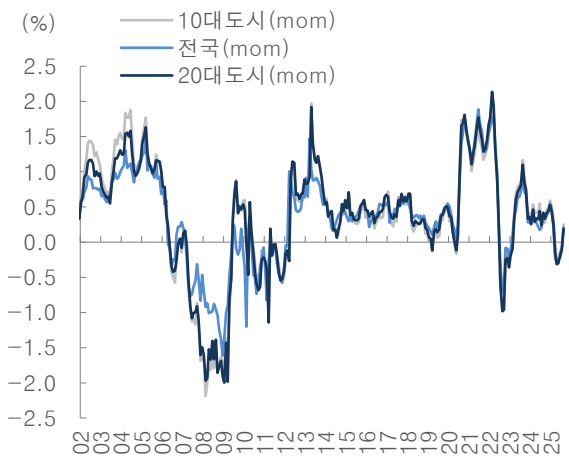
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[주택가격] 25년 5개월간의 조정의 트리거는 관세정책

지난 조정기가 고금리에 대한 적응이었다면, 이번 조정국면의 트리거는 매크로 불확실성

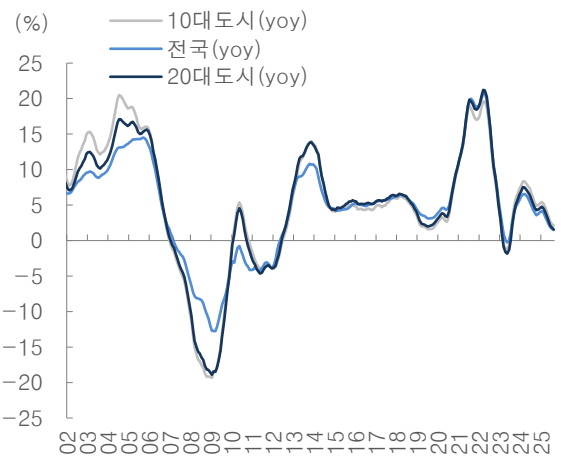
- 미국 주택 시장은 25년 8월까지 전국 -0.21%, 10대 도시 +0.31%, 20대도시 -0.16%를 기록하면서, 10대 도시의 상대 강세가 나타나는 일반적인 장세(cf. 팬데믹 시기)
- 관세정책이 발표 된 3월 이후 5개월 연속 하락 이후 8월 전월비 반등(+0.205%), 반등이 지속 된다면, 전국기준 연간 1% 수준의 상승률 기록 기대
- 22년 7월~23년 1월까지 고금리 적응 시기였다면, 25년 3월부터 7월까지 5개월간의 전월비 하락은 '고금리 지속', 그럼에도 지속적으로 상승해 '높은 주택가격 ' 이라는 기저에 관세정책 발표로 인한 불확실성이 트리거로 작용

미국 주택시장 전월비 추이



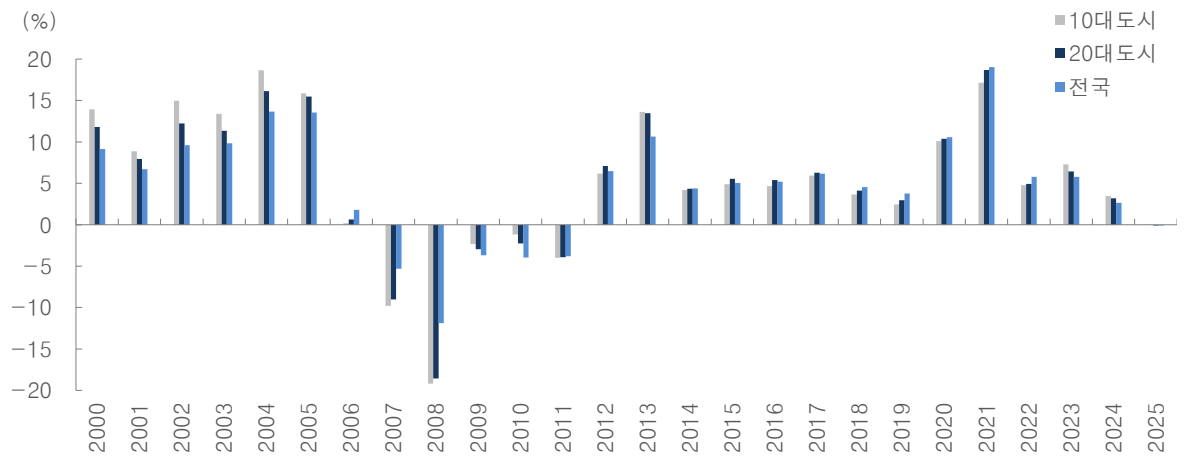
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 전년비 추이



자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 10대 도시와 20대 주택가격 Index 연간 상승률



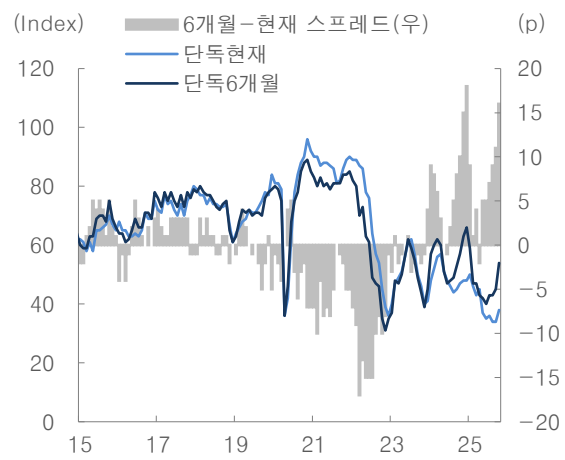
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[주택공급] 재고시장보다 더 어려운 공급 사이드

25년도 낮은 공급자 심리, 그러나 최근 들어 26년 개선 기대감 높아져

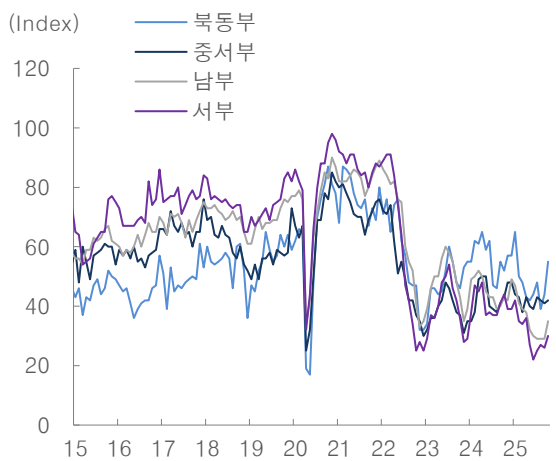
- 주택 공급업자의 시장 심리는 여전히 낮은 수준. 금리 인상 초기 Index가 84에서 31까지 하락했는데, 최근 반등하여 37 기록. 다만, 최근 들어 공급자 Index 6개월 전망이 현재 전망 대비 16 point 높아지면서 시장 개선 기대감이 높아진 상황
- 금리 인상 이후 지역별로는 여전히 북동부가 상대우위를 기록하고 있으며, 이러한 추세는 당분간 지속될 것으로 전망
- 금리 뿐 아니라 물가 상승으로 주택 공급 PPI가 급등 이후에도 꾸준히 증가세로 공급 개선이 내년에 다소 나타난다 하더라도 타이트한 재고 시장 상황이 지속 될 것으로 예상

NAHB Index 추이



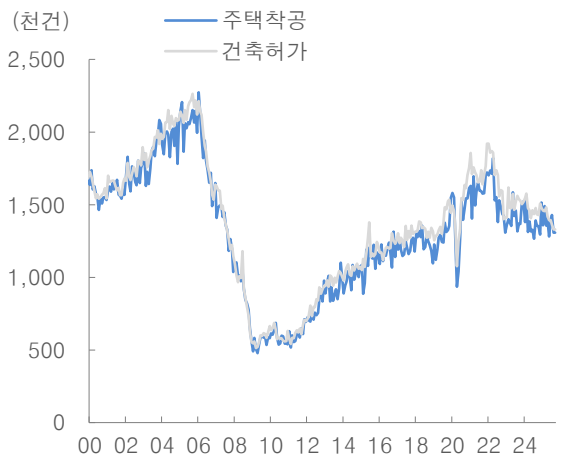
자료: NAHB, 대신증권 Research Center

NAHB 지역별 Index 추이



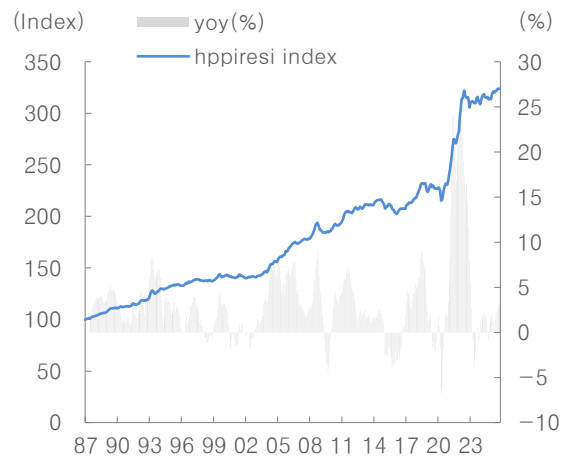
자료: NAHB, 대신증권 Research Center

미국 주택 착공, 인허가 추이



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

주택공급 PPI 추이



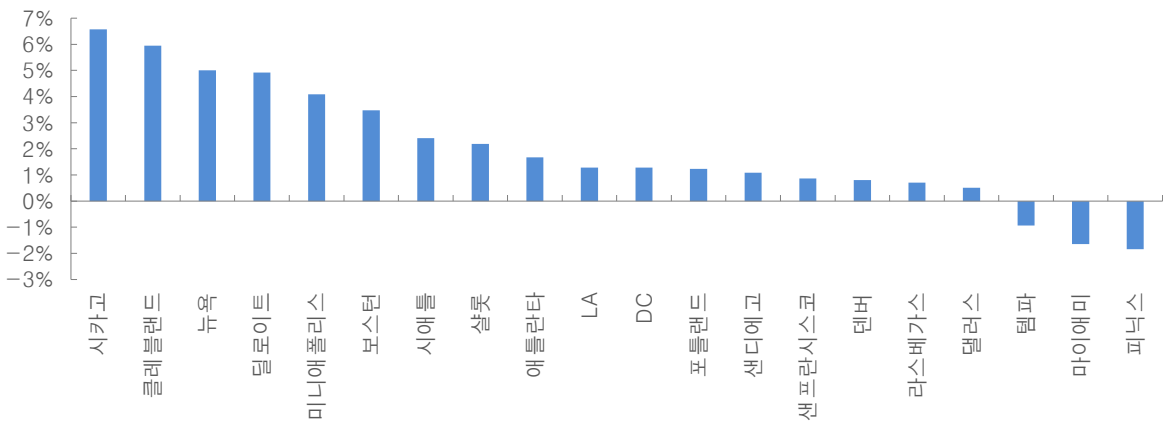
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

[지역] 타이트한 북동부와 중서부

돌아온 시카고, 돌아온 뉴욕

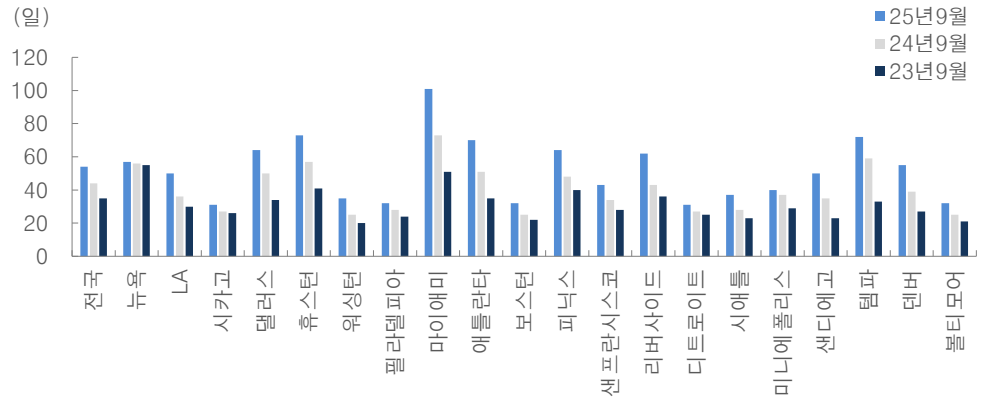
- 북동부 및 중서부 지역의 상대 강세, 남부 및 서부는 약세 기록
- 북동부는 팬데믹 시기 인구 정체/유출 등으로 어려움이 있었으나, 그 덕에 신규 주택건설 부진 등이 나타났고, 도시권 일자리 회복 및 해외 이민자 유입 재개 등으로 수요가 견조하며, 특히, 뉴욕 등 대도시는 주택 노후화 및 개발 제한 등의 영향.
- 2026년에도 물가 이상의 수익률 기록 기대되나, 뉴욕시의 경우 새로운 시장의 정책 방향성을 살펴볼 필요는 있음
- 중서부 지역 또한 상대적으로 견조한 시장. 시카고, 디트로이트 등 강세 기록. 장기 신규주택 건설 부진으로 인하여 수요 대비 공급이 적은 상황. 지역의 인구/경제 성장세가 높지는 않으나 고금리-인플레이션 후 자연스러운 수요주도 성장 사이클 진입
- 남부 지역의 경우 보합세. 펜데믹 시기 높은 상승률을 기록한 탬파, 마이애미, 애틀란타, 댈러스 등이 하락하거나 약세 기록, 텍사스를 중심으로 남부지역 주택 공급이 가장 활발하여 재고 증가 매물 적체
- 다만, 지속적으로 인구/기업이 유입되는 지역인만큼 장기 성장성은 높을 것으로 기대되며, 이러한 장기 전망과 상대적으로 낮은 주택가격은 투자자 및 거주 목적의 매수자 진입을 용이하게 할 것으로 판단
- 서부 지역은 약세 기록, 서부 지역 주택 중위가격은 61.9만 달러 수준으로 전국 최고 수준. 피닉스는 20대 도시중 가장 큰 하락세를 기록하였으며, 라스베가스, 샌프란시스코, LA 등 서부 주요 지역 모두 물가상승률을 하회하는 수준의 시장 기록
- 2026년에도 상대적인 약세 지속 전망 되며, 테크 산업 고용 증가나 상당한 수준의 모기지 금리 하락이 시장회복의 전제라 판단

미국 20대 도시 주택가격 Index 25년 연간 상승률



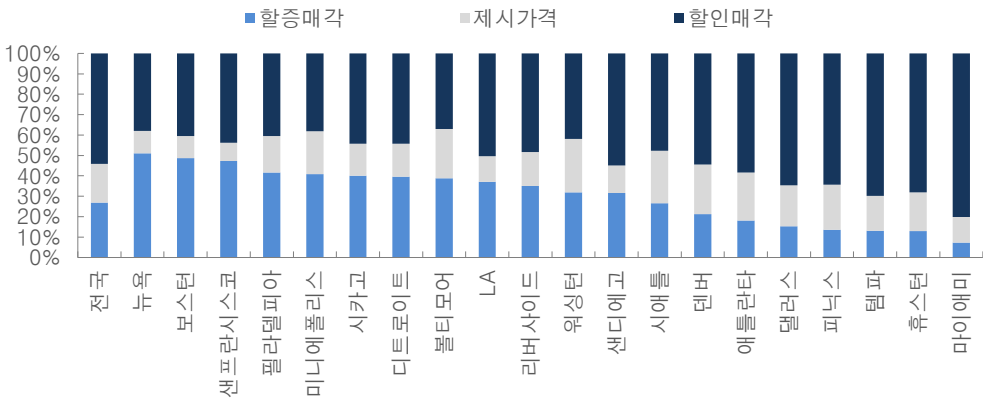
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 Pending까지 소요되는 일수, 뉴욕 지난 2년과 비슷한 수준의 수급상황이라 판단



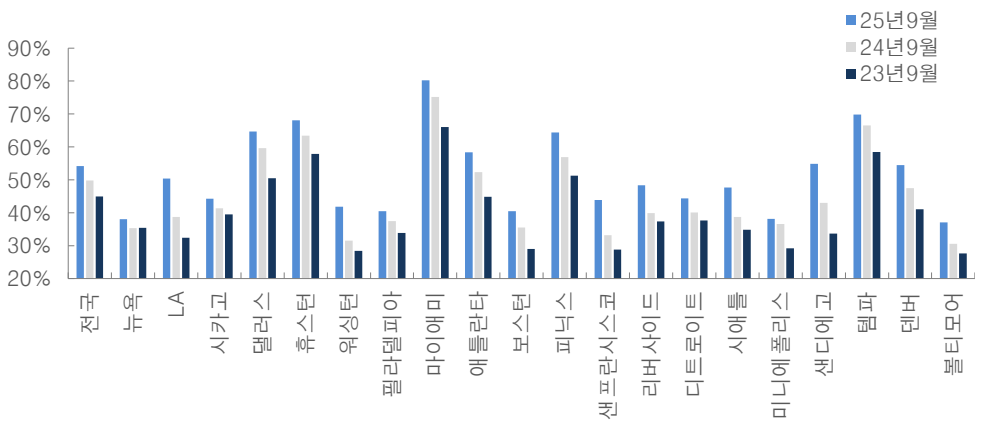
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

미국 도시 별 할증/할인매각 비율



자료: Zillow, 대신증권 Research Center

전국 개별 도시 별 할인매각 비율 추이



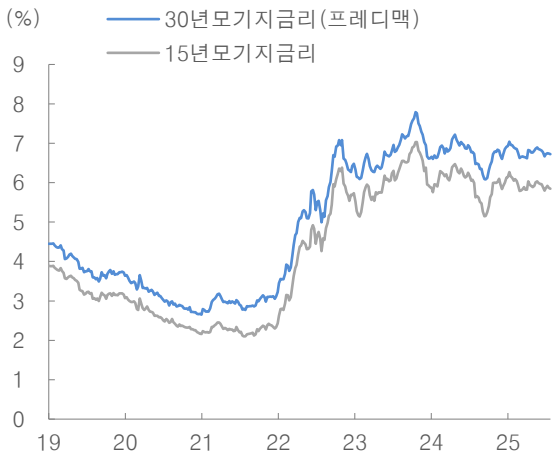
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

[주택시장 이슈 1] 고금리 지속의 영향

2022년 부터 급등한 금리, 이미 3년이 넘은 고금리 시기

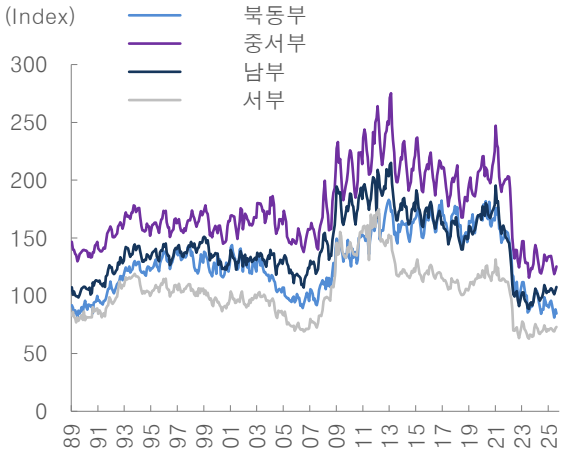
- 25년 모기지 금리 6.3~6.9% 수준, 22년 4분기 이후 5%대 보기 힘든 고금리
- 높아진 주택 가격을 기저로 금리 상승하면서 주택가격 부담은 높아진 상황
- 특히, 기저 시기가 펜데믹으로 높아진 주택 가격 대비 주택구입 부담이 낮아진 상황에서 금융위기 이후 가장 높은 수준의 금리로 구매자 부담 높아진 상황
- 중위가구 소득이 중간가격 주택의 적격소득을 하회하기 시작하였고, 이는 지난 십여 년 간 중간가격 주택의 적격소득이 중위 가구소득을 크게 하회했던 시기와 대비

미국 모기지 금리 추이



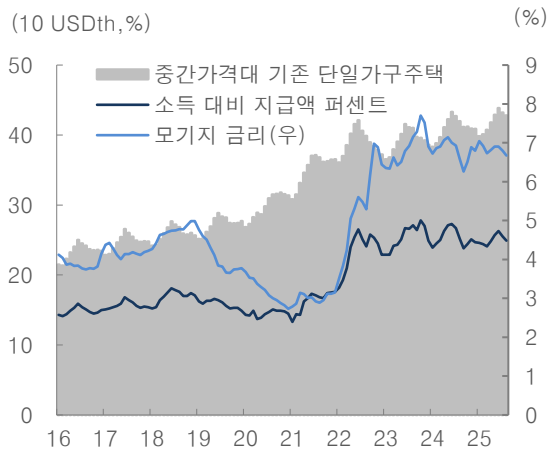
자료: Freddie Mac, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 지역별 주택가격 부담지수



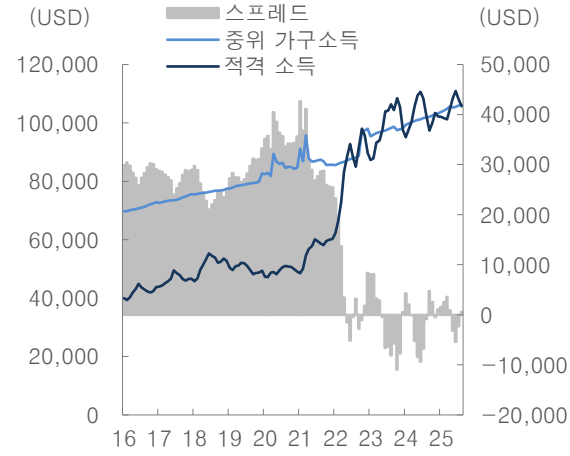
자료: NAR, 대신증권 Research Center

중간가격



자료: NAR, 대신증권 Research Center

중위가구소득 및 주택 중간가격 적격 소득 추이



자료: NAR, 대신증권 Research Center

[주택시장 이슈 2] : 정책, 연방정부와 뉴욕시

연방정부의 주택 비상사태 선언과 조란 맘다니의 임대료 통제

- 스콧 베센트 재무부 장관은 주택 비상사태 선언을 할 수 있다고 언급, 비상사태 선언 시 지역 건축 조례 표준화, 주택 마감비용 경감, 건축 자재에 대한 관세 면제 등의 조치 검토, 국가 긴급사태 법(NEA,1976)에 따라 의회의 승인/입법 없이 연방 토지 개발, 재정 지출, 규제 유예 등을 단행 할 수 있음
- 당장 영향이 있을 수 있는 정책은 모기지 50년 상환 상품 출시로 구매력 증가에 즉각적으로 기여
- 조란 맘다니 뉴욕 시장 당선자는 임대료 안정화 정책 시사, 다만 임대료 가이드라인 위원회 교체를 위해서는 2027년까지 소요. 임대료 동결은 이미 과거에도 두 차례 있었던 일로 새로운 일은 아님

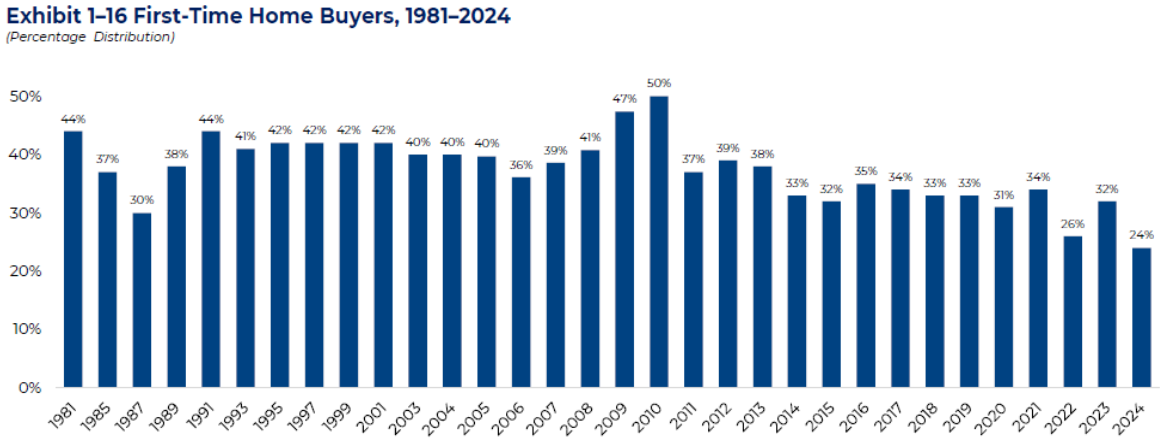
스콧 베센트, 재무부 장관

자료: Google, 대신증권 Research Center

조란 맘다니, 뉴욕 시장 당선자

자료: Google, 대신증권 Research Center

첫 집 구매 비율 24%에 불과 역사상 최저 수준



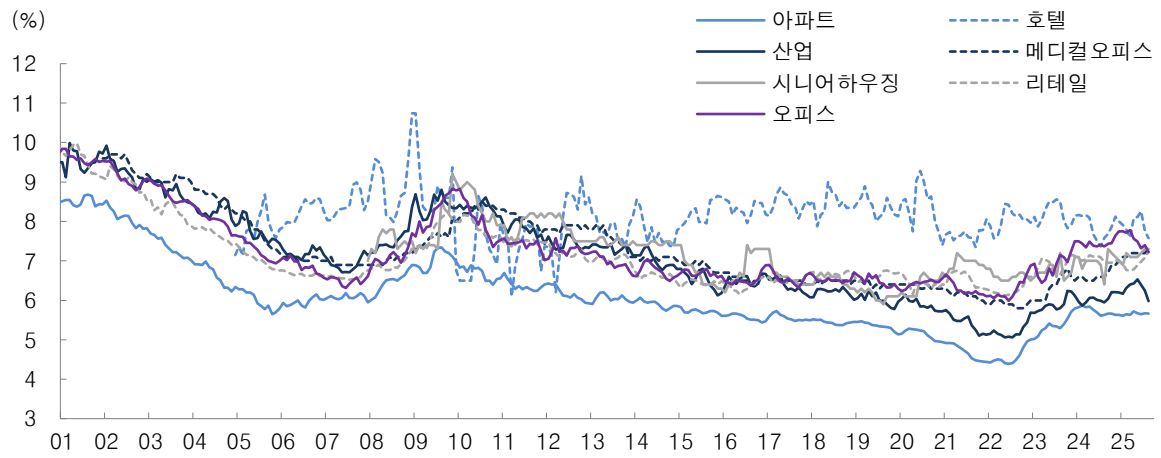
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[상업용] 회복세 지속, 가격 레벨도 금리 반영

25년 거래/가격 레벨 모두 회복세

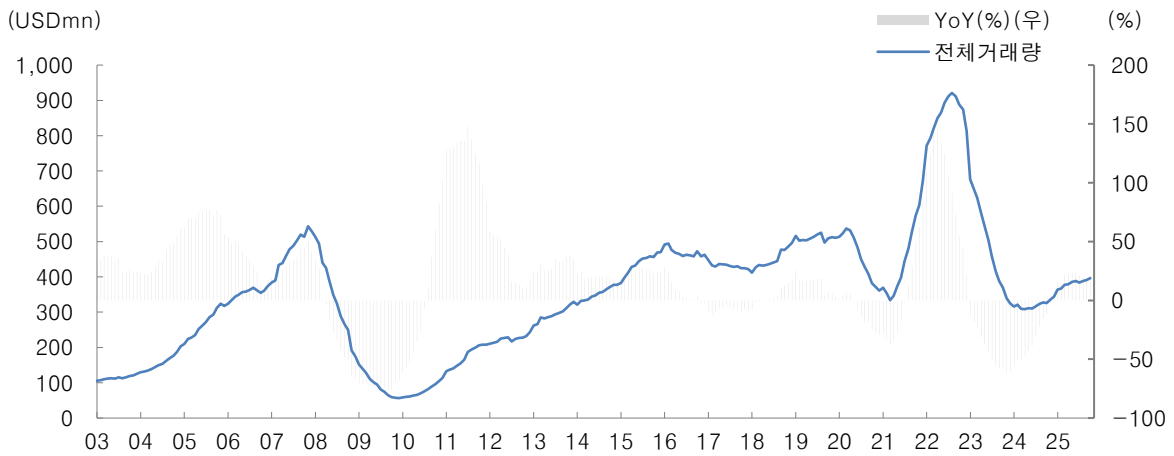
- 9월 월간 거래 기반 속보치 기준으로 9월 미국 섹터별 Cap Rate는 아파트 5.66%(24년 말 5.63%), 산업(물류) 5.98%(24년 말 6.21%), 리테일 7.24%(24년 말 7.02%), 오피스 7.22%(24년말 7.75%), 호텔 7.58%(24년 말 8.12%)를 기록,
- 리테일과 아파트는 소폭 상승했으나, 대부분 소폭 하락
- 거래량은 올해 들어 전년비 20% 내외의 증가율을 기록, 다만, 호텔, 메디컬 오피스 등 일부 섹터는 감소하였고, 시니어 하우징, 오피스 등의 거래량 상승이 크게 나타남

미국 섹터별 거래기반 Cap Rate 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 거래량 추이

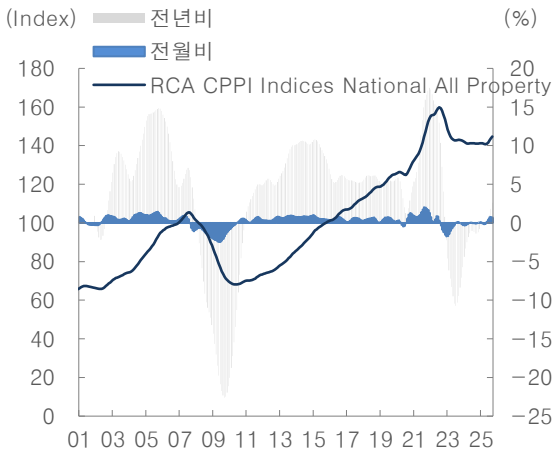


자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터 별 국면 차이는 존재, 가장 어려웠던 오피스는 본격적인 회복세 진입

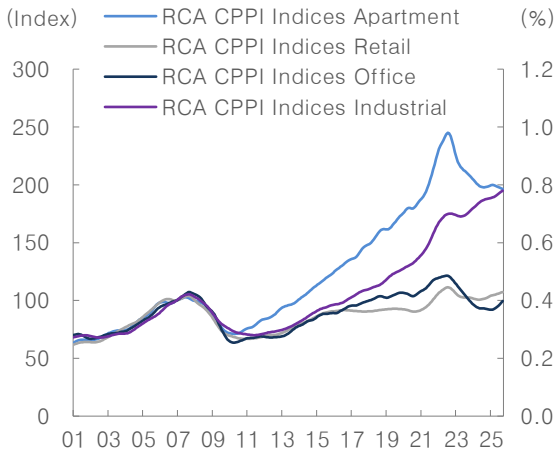
- Index 기준으로 미국 상업용 부동산 가격은 22년 8월 부터 하락추세를 기록하였으나, 25년 6월 양(+) 전하였으며, 최근 12개월을 살펴보더라도, 매크로 불확실성으로 25년 2~5월 제외하면 전월비 플러스(+)를 기록, 2025년 연초 대비 +2.51%
- 2025년 섹터별 Index 상승률은 오피스 +8.12%(CBD +5.31, 교외 +5.62%), 리테일 +3.66%, 산업(물류) +3.49%, 아파트 -1.45% 기록
- 연간 상승률을 살펴볼 때 25년에는 산업(물류) 섹터가 기존 전망 대비 빠른 회복세를 기록하였고, 아파트의 하락세가 예상보다 장기화

미국 상업용 부동산 Index



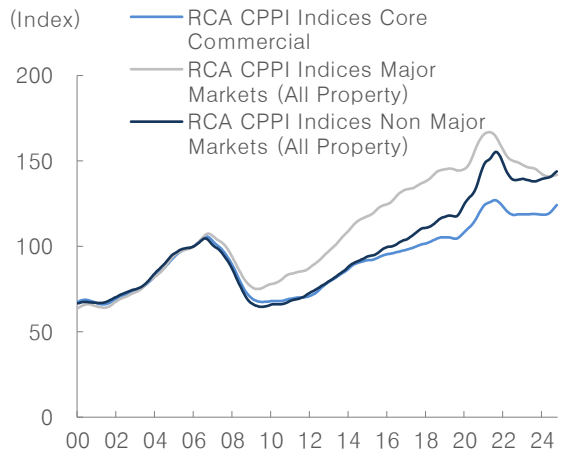
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터별 Index



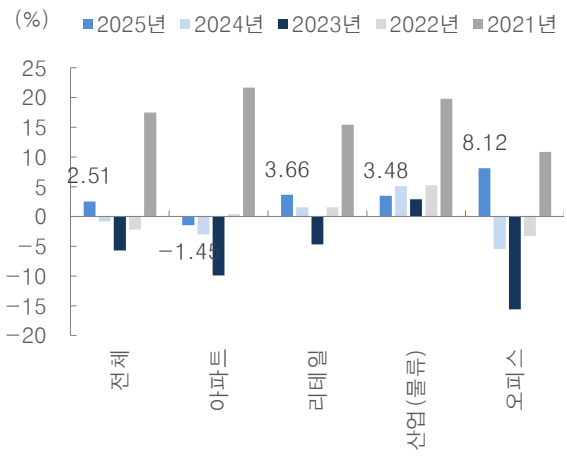
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 입지별 Index



자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터별 연간 Index 상승률



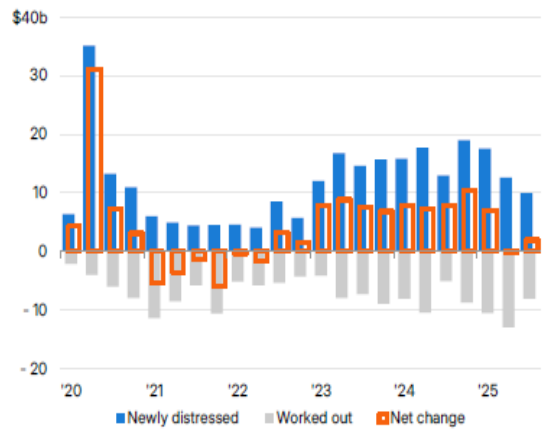
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 대출] 상업용 자산 부실 및 대출 현황

25년은 부실도 대출도 계속 된 해 : 증가 폭은 감소 다만 아파트는 잠재적 위험

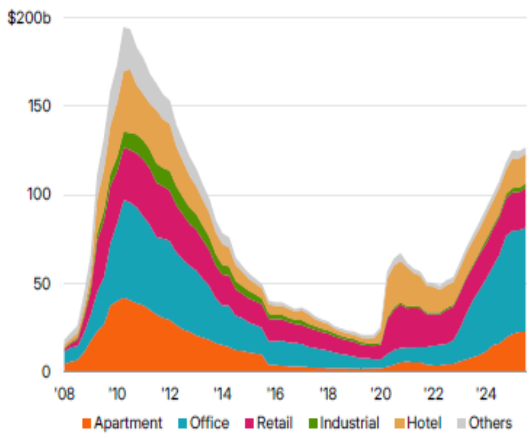
- 25년 3분기 부실자산 총 규모는 1,266억달러로 전년비 191억 달러 증가, 2분기 부실자산이 감소하였으나, 3분기 다시 증가(+19억달러), 증가폭은 최근 3년 평균을 크게 하회
- 오피스의 부실자산 규모가 가장 크나, 전년비 부실자산 증가세는 아파트(+60.7%)가 큼, 또한 잠재적 부실자산도 전년비 크게 증가(+52.7%), 잠재적 부실 자산 규모는 절대적으로도 아파트가 가장 큼
- CMBS 연체율은 전체 7.46%, 오피스 11.76%, 리테일 6.89%, 멀티 패밀리 7.12%, 호텔 6.07% 수준으로, 리테일, 호텔, 산업(물류) 섹터 안정화 속에서 멀티 패밀리와 오피스가 연체율 상승 견인

부실자산 유입/유출



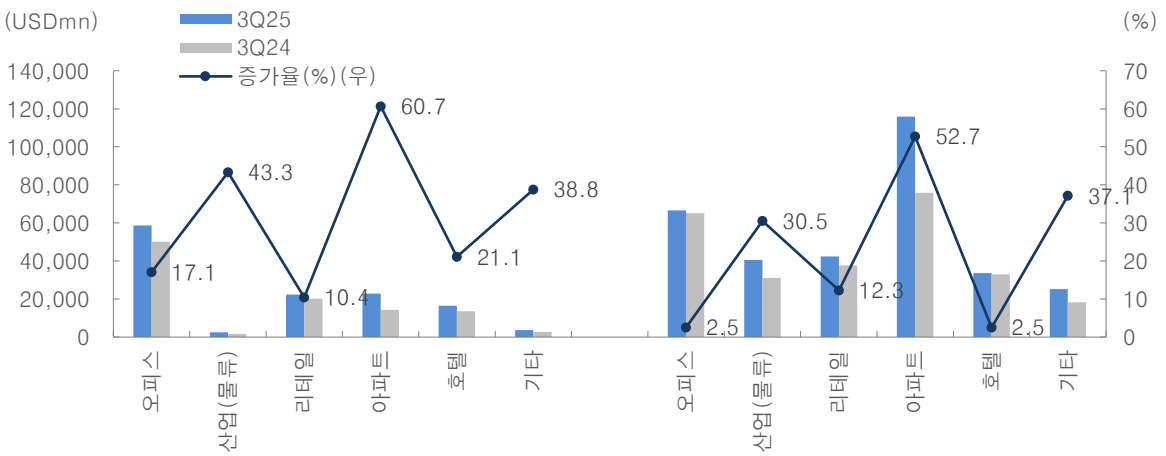
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 추이



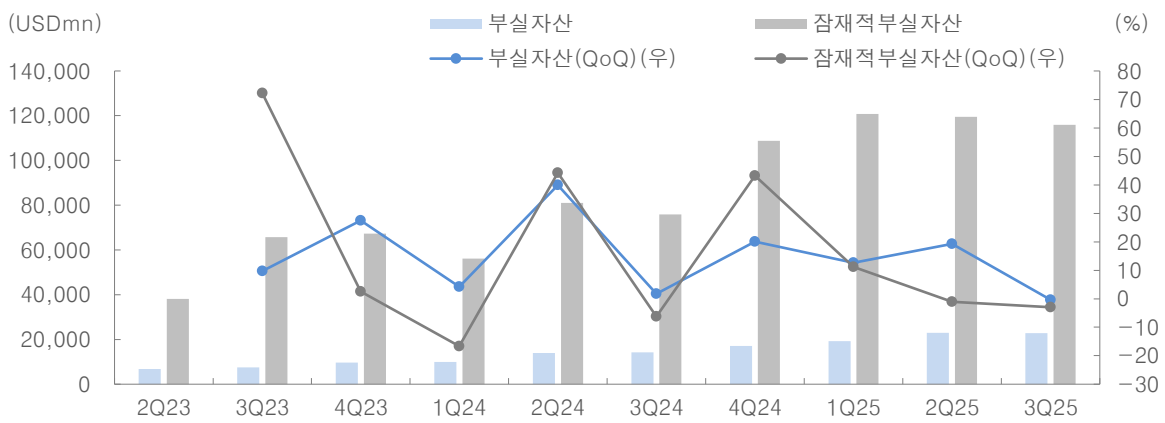
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산(왼쪽)과 잠재적 부실자산(오른쪽) 규모 및 전년대비 증가율



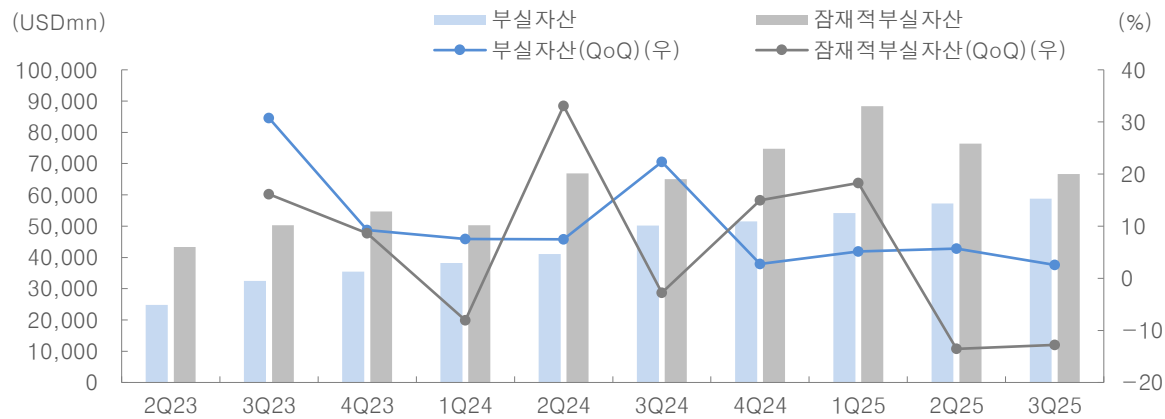
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 및 잠재적 부실자산 추이(멀티패밀리)



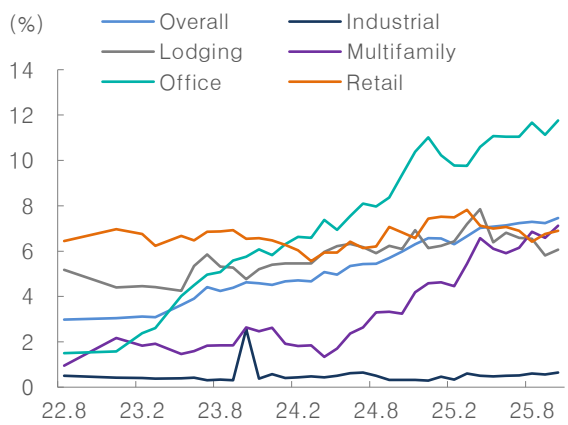
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 및 잠재적 부실자산 추이(오피스)



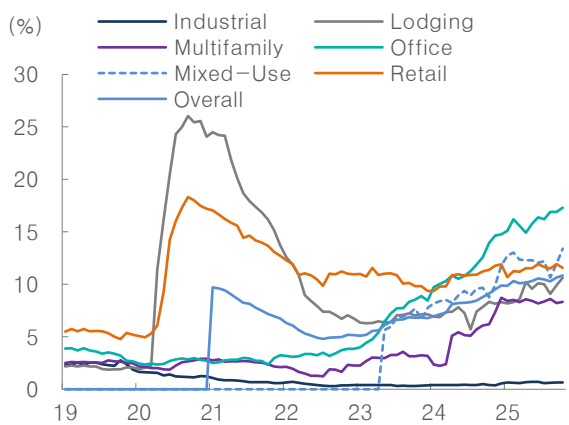
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CMBS 연체율 추이



자료: Trepp, 대신증권 Research Center

CMBS 스페셜 서비스 비율



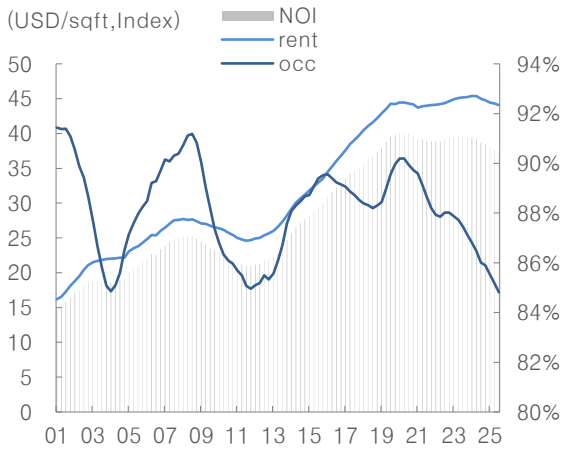
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

[상업용 : 오피스] 투자 지표 회복세, 내용은 K자 회복

CBD 오피스 투자 회복세 지속, 임대 지표 악화 정점이라 판단

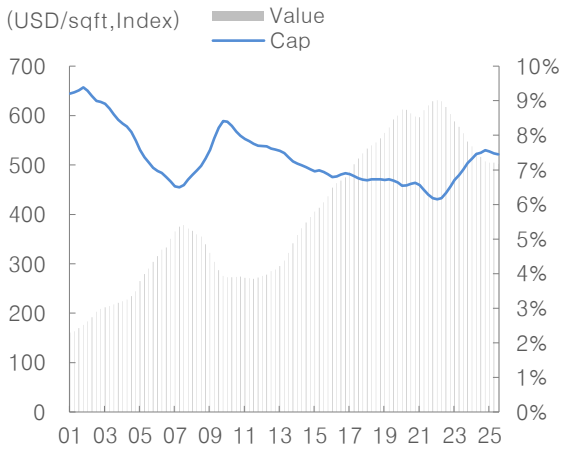
- 25년 오피스 거래량은 3분기 말 기준으로 528억 달러로 23년 연간 거래량(509억 달러)을 크게 상회한 수준이며, 24년 동기 대비 20% 이상 증가한 수치
- CBD 오피스 공실률은 23.15%를 기록하면서 사상 최고치 경신하였으나, 지표상 자산가치는 저점에서 정체 K자 회복 흐름 지속
- 입지/연식/ 자산별 차별화 본격화 된 해이며, 시장성 없는 CBD 자산의 경우 컨버전 될 가능성이 높은 상황

오피스 임대추이



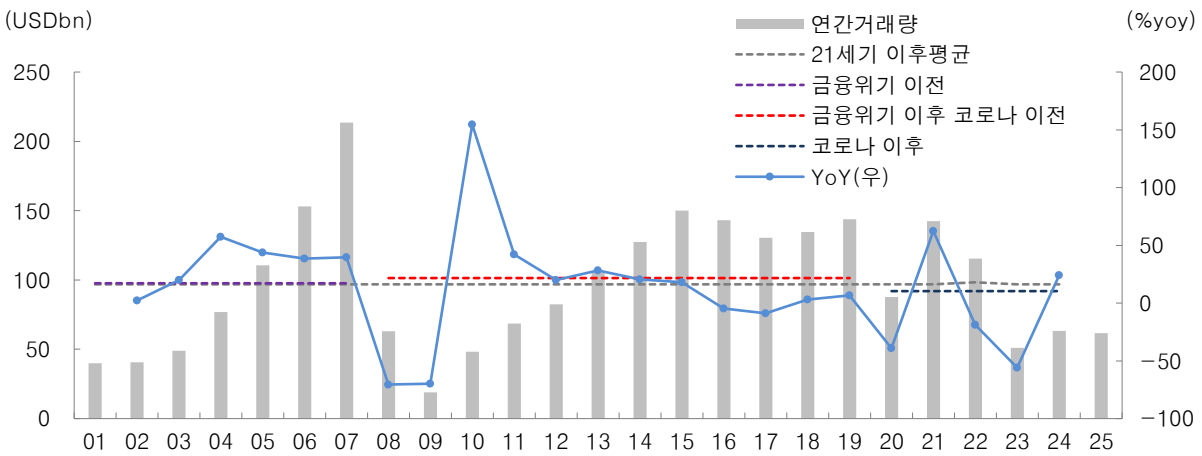
자료: RCA, 대신증권 Research Center

오피스 자산가치 및 가격레벨 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 오피스 거래량



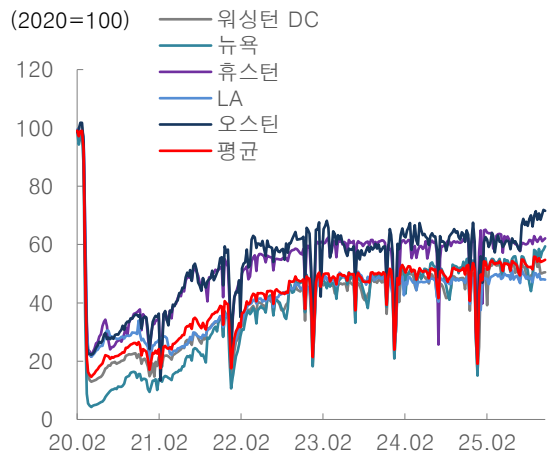
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 : 오피스] 수요의 바닥, 재고의 피크

추가적인 감평 모멘텀이 제한적인 가운데, 재고 감소 시그널은 뚜렷

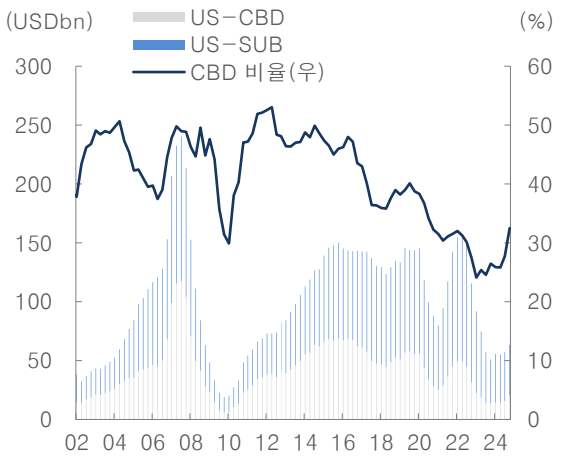
- 오피스 복귀율 정체 장기화의 영향은 자산가격에 충분히 반영된 상황이라 판단되며, 오히려 25~26년은 시장 기대 보다 수요가 증가할 것으로 예상되는 상황
- 또한, 최근 들어 오피스 출입률 반등 및 재택 비중 감소가 확인되면서 수요에 긍정적
- 실제로 CBD 거래 비중이 반등했고, 임대활동 또한 증가추세에 있는 상황
- 신규 공급 제한 된 상황에서 컨버전 프로젝트 증가, 출근 반등은 오피스 회복세가 지속 될 것을 시사

오피스 복귀율 추이



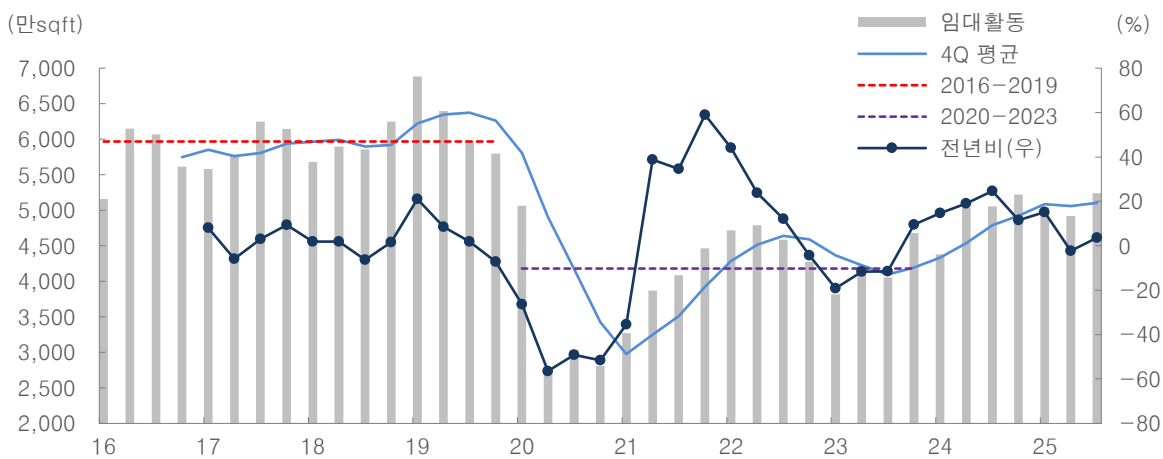
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

CBD/교외 오피스 거래량 및 비율 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

오피스 임대 활동 추이



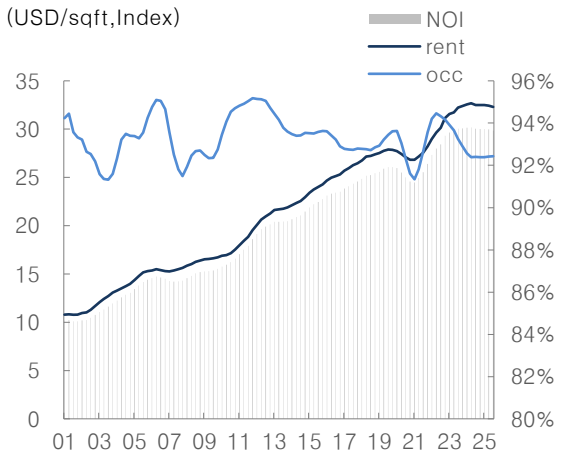
자료: JLL, 대신증권 Research Center

[상업용 : 멀티 패밀리] 투자시장 회복세 시작, 낮아진 눈높이

공실 안정화 기대, 공급과잉 소화할 2026년, 거래량은 추세적으로 회복 기대

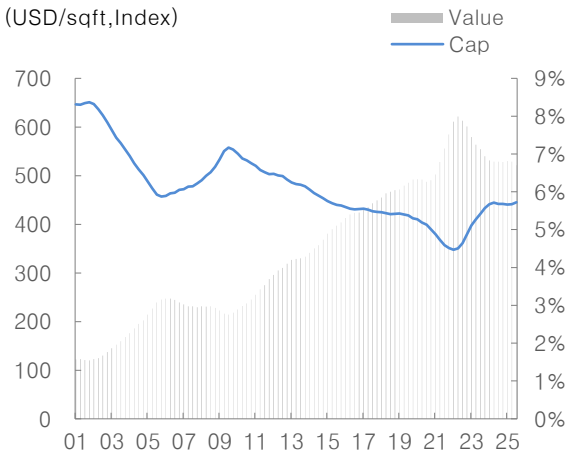
- 공실률 증가하고 있으나, 이는 공급 영향으로 NOI는 정체, 공급 사이클 막바지 이후 25년 하반기 및 26년 상반기에 임대상황 반등 전망, 다만 매크로 영향으로 상승 속도는 둔화
- 투자시장은 점진적으로 25년보다 26년, 26년보다 27년 증가할 것으로 기대
- 다만, 압도적인 투자 선호도로 가장 높은 비중은 지속 될 것으로 기대
- 콘도 가격도 샌프란시스코와 같이 지역이슈가 있는 지역을 제외하면 견조한 흐름을 보이고 있으며, 시카고, 보스턴과 같은 레거시 지역의 상승률이 돋보임

멀티 패밀리 임대추이



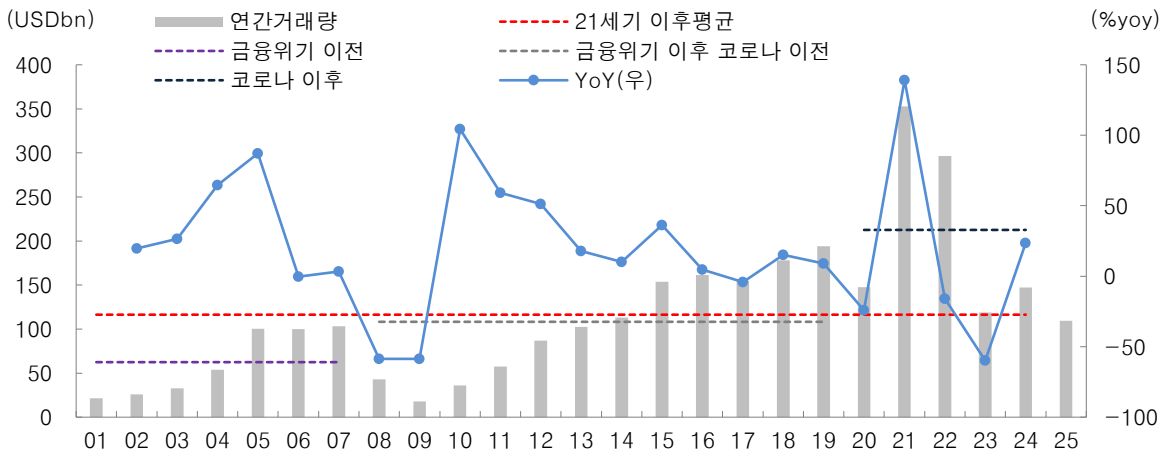
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티 패밀리 자산가치 및 가격레벨 추이



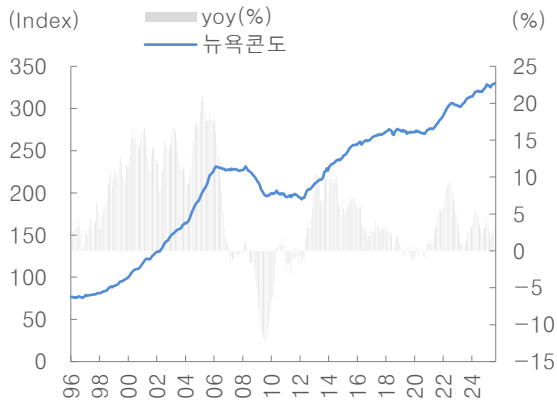
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 거래량 추이



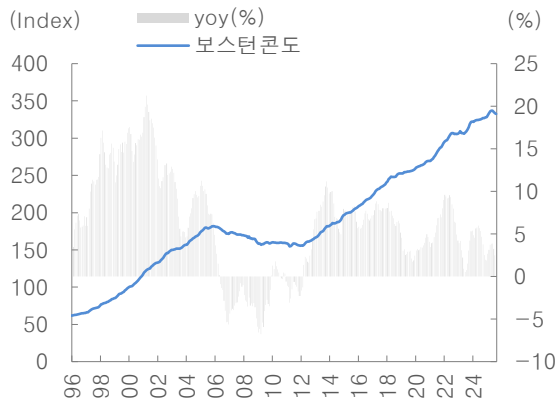
자료: RCA, 대신증권 Research Center

뉴욕 콘도가격 추이



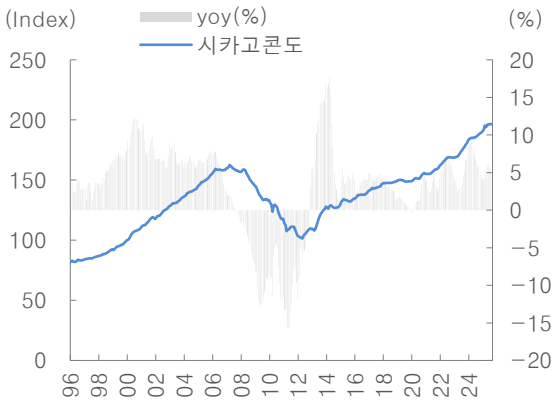
자료: S&P, 대신증권 Research Center

보스턴 콘도가격 추이



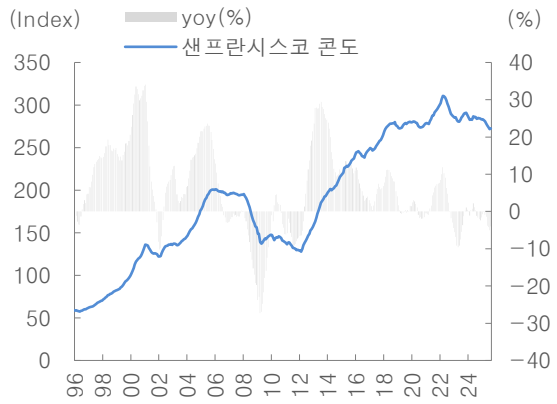
자료: S&P, 대신증권 Research Center

시카고 콘도가격 추이



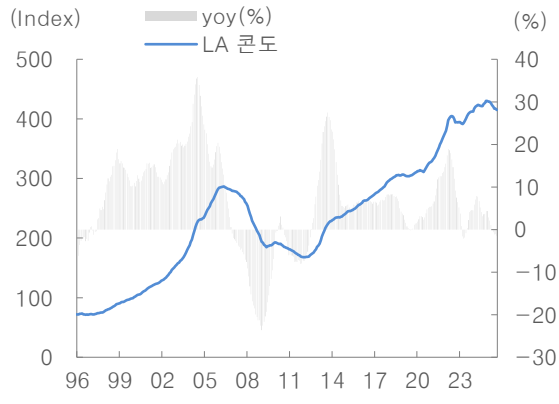
자료: S&P, 대신증권 Research Center

샌프란시스코 콘도가격 추이



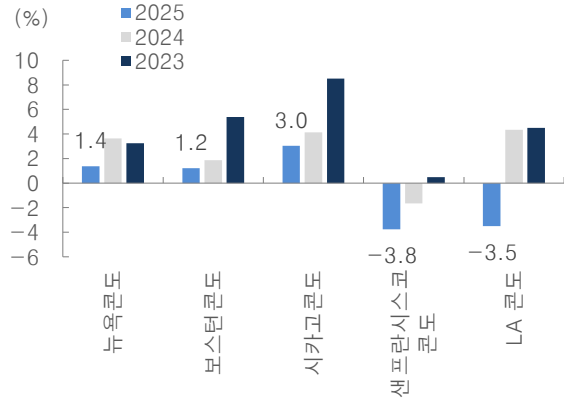
자료: S&P, 대신증권 Research Center

LA 콘도가격 추이



자료: S&P, 대신증권 Research Center

도시별 콘도가격 연간 상승률



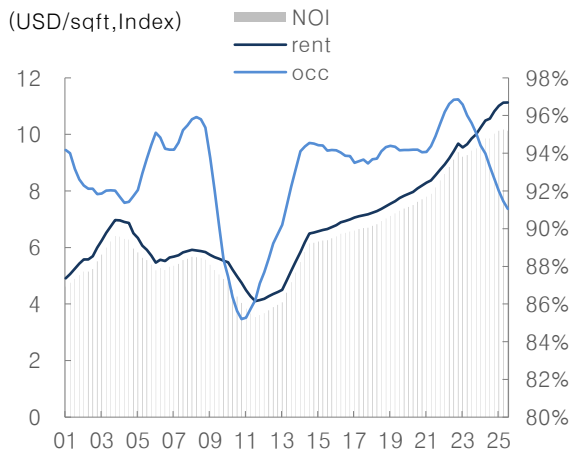
자료: S&P, 대신증권 Research Center

[상업용 : 산업/물류] 26년 거래 회복, 지표 옆 걸음, 악화는 제한적

이미 높아진 공실, 건강한 수요, 급감한 신규 공급

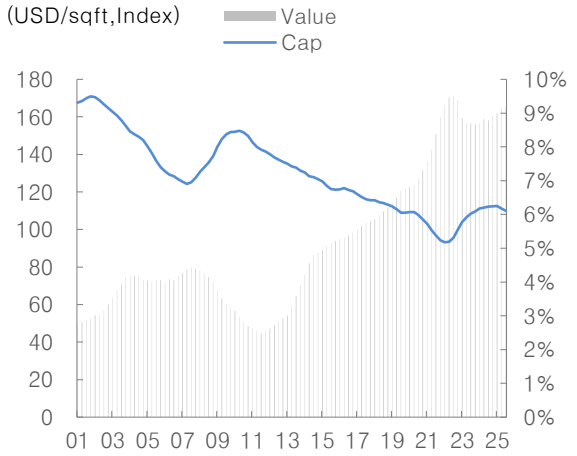
- 산업(물류)섹터는 공급 사이클 지속으로 임대율 하락을 겪고 있는 가운데, 고금리 장기화로 Cap Rate 상승 또한 동반으로 나타나고 있음
- 임대 시장 바닥은 2026년으로 전망 시각은 유지, 이에 더해 이번 하락기 동안 순흡수가 음(-)전하지 않았고, 낙관적인 임대 성장을 바탕으로 한 공급이 공실 증가의 원인. 향후 공급감소로 공실률 피크아웃 이후 투자수요도 회복할 것으로 기대
- 3PL, 제조업-리쇼어링 기반 수요 증가가 기대되며, 토지단에서는 데이터센터, 인프라, 리쇼어링 제조업과 경쟁이 나타나 향후 수요-공급에 있어 재고시장에 긍정적인 흐름으로 이어질 것

산업(물류) 임대추이



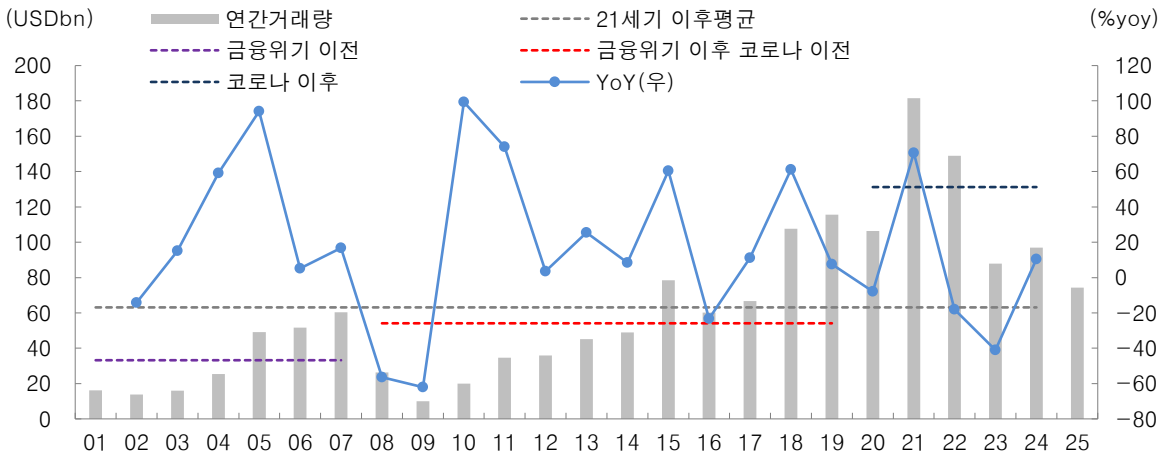
자료: RCA, 대신증권 Research Center

산업(물류) 자산가치 및 가격레벨 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 산업(물류) 자산 거래 추이



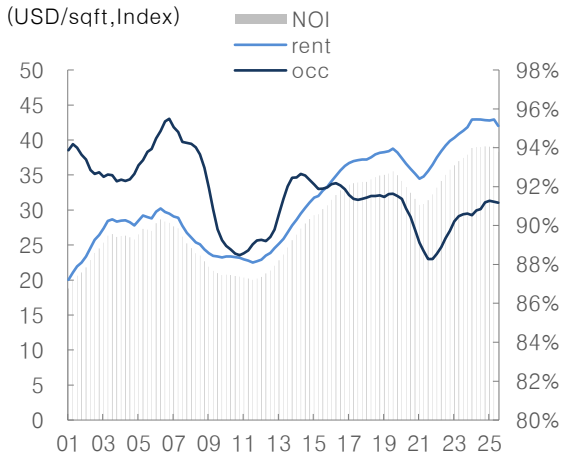
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 : 리테일] 임대 지표는 둔화, 낮은 수요와 낮은 공급

경기 둔화에도 예상보다 견조한 임대시장, 구조적인 둔화 시장 지속 속에 기회

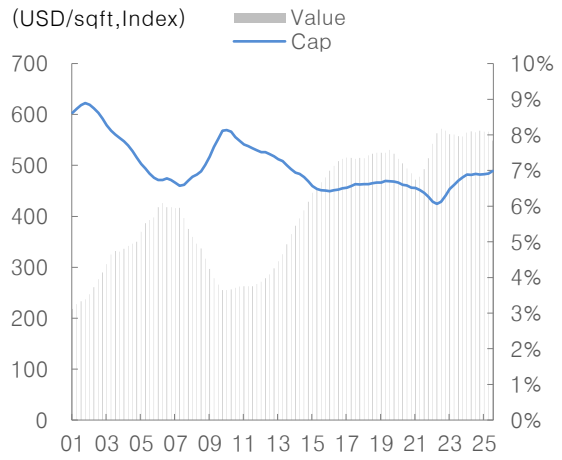
- 2025년 연간으로 순흡수 마이너스(-) 기록 가능성, 일부 체인점 파산으로 1,500만 제곱피트 공실 발생, 다만 공급 리스크가 없는 것이 가장 큰 호재
- 지역/상품 별로 살펴보면 전형적인 K자 회복세 다만 이커머스로 인한 전방산업의 둔화, 경기 둔화 등으로 인하여 견조함을 유지하는 시장과 그렇지 않은 시장으로 이분화
- 2026년 연간으로 1%중반대의 임대료 상승률 기대 되나 상품별 지역별로 차이는 클 것으로 예상되며, 넷리스 및 그로서리 앵커드 자산에 투자자들의 수요가 몰릴 것으로 전망

리테일 임대추이



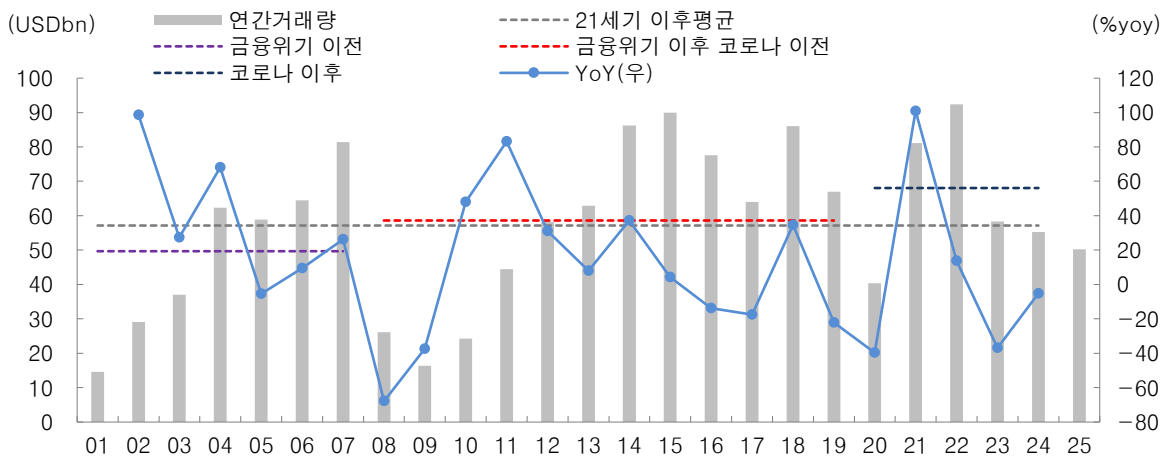
자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 자산가치 및 가격레벨 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 연간 거래량 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.