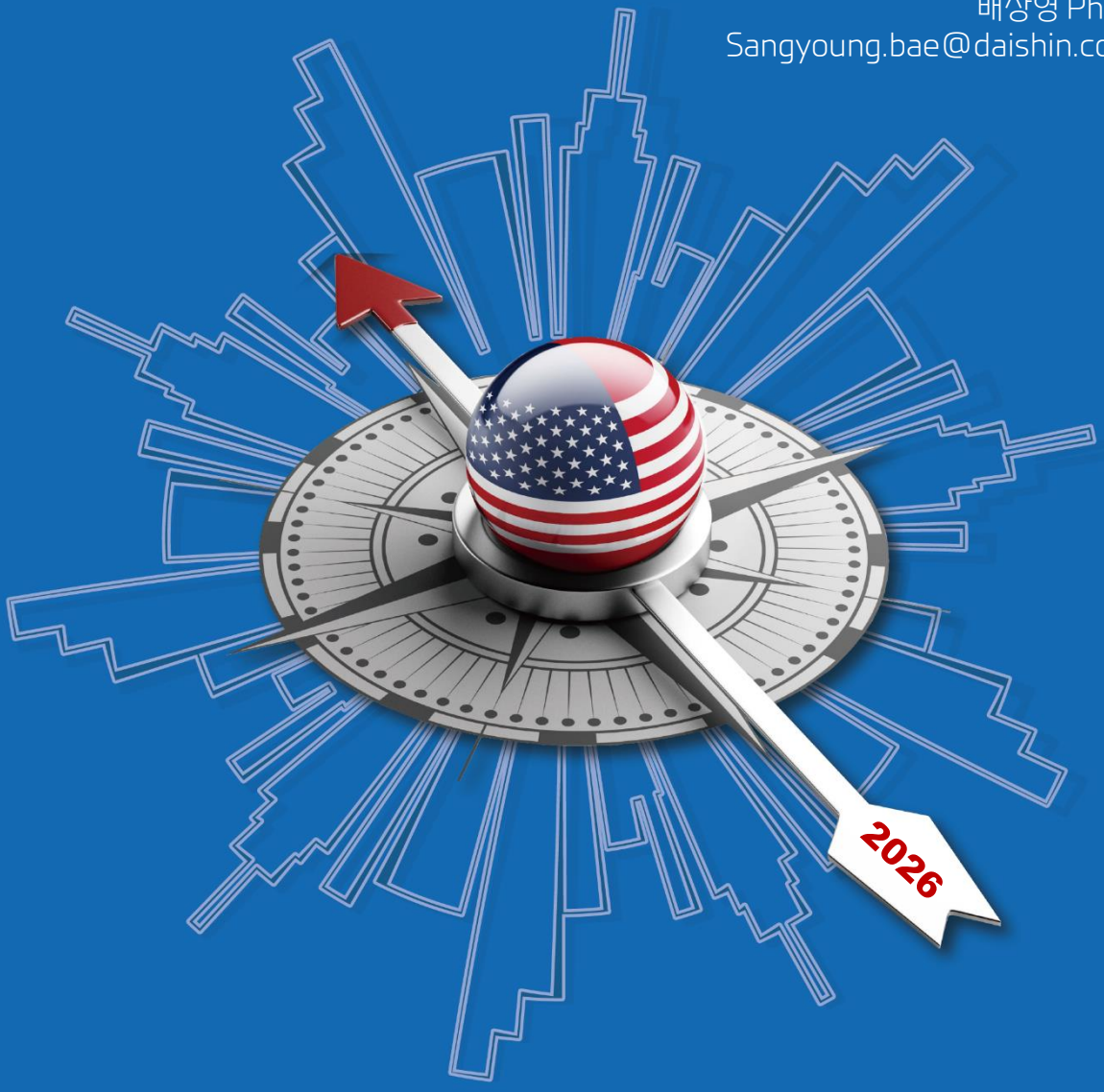
[2026 미국 부동산]

강건하게 상승 할 주택, 뚜렷하게 회복 할 상업용

부동산팀 I 2025.12

배상영 Ph.D.
Sangyoung.bae@daishin.com



Daishin 증권

Contents

Part 1. 미국 주택시장 : 공급부족이 만드는 강건한 방향성 05

Part 2. 미국 상업용 시장 : 여전한 부실과 뚜렷한 회복 25

Appendix. 미국 부동산 차트/표/그림 53

Summary

"2026년은 인플레이션 환경이 부동산 시장 전반에 긍정적인 영향을 미치는 해 "

'부동산은 인플레이션 헤지 자산' 이라는 말이 무색하게, 이번 인플레이션 구간에서 부동산은 큰 가치 하락을 겪었고, 관련 대출의 부실화까지 이슈가 되었다. 이에 더해 팬데믹 이후의 라이프 스타일 변화는 자산/지역간의 수요 재조정/감소로 이어지며 임대 시장도 어려움을 겪었다.

그러나, 이제는 (1) 재고 시장 구조 조정, (2) 임대 수요 회복, (3) 높아진 비용으로 인한 공급 임계점 상승과 신규 공급 감소가 나타나면서 인플레이션 환경이 시장 전반에 긍정적인 영향을 주는 강건한 회복의 시기가 되었다.

"미국 주택시장 : 공급부족이 만드는 강건한 방향성 "

미국 주택시장은 2026년 추가 금리 인하로 주담대 금리가 6% 내외로 낮아지고, 시장활성화를 위한 다양한 정책 카드가 가세하면서 구매력 및 재고 여건이 개선 될 것으로 기대된다. 2026년 전국 주택가격은 연간 3%대 중반 수준의 상승을 기대하며, 거래량 또한 신규/재고 모두 25년대비 10% 수준의 증가를 예상한다. 또한, 내년 상반기 이후 경기 회복세와 여전히 부족한 공급을 고려할 때 26년보다 27년 상승률이 더 높을 것으로 기대한다.

미국 주택 시장 이슈로는 (1)불확에 첫 집 사고 환갑에 집파는 미국, (2) Lock-in Effect로 인한 미국의 고민에서 고금리 환경에 대해서 다루고, (3)연방정부와 뉴욕시, (4) 임대료 통제의 영향에서 미국의 주택 정책에 대한 내용을 담았다.

"미국 상업용 시장 : 여전한 부실과 뚜렷한 회복"

미국 상업용 부동산 시장은 2026년은 뚜렷한 회복세를 이어나 갈 것으로 기대한다. 다만, 여전히 높은 부실 지표, 대출 연체율을 기록할 것으로 예상한다.

섹터 별로는 오피스 섹터는 25년에 이어 26년에도 반등이 지속될 것으로 기대하며 최악의 임대지표 속에서 K 자 회복 흐름을 기대한다. 멀티 패밀리 섹터는 25년 하반기~26년 상반기 공급 사이클 잔여물량을 소화해내며 임대지표 반등을 예상한다. 경기둔화로 반등 속도는 둔화 될 수 있으나, 27년부터 본격적인 회복을 기대한다.

또한, 미국 상업용 부동산 시장의 이슈로는 가격레벨의 적정성, 부실 자산 및 대출 연체 리스크, 오피스에서는 전일 출근, 물류 시장에서의 BTS(Build To Suit) 사업과 지역/테넌트/자산 수요 변화에 대한 내용을 담았다.

Part 1. 미국 주택시장

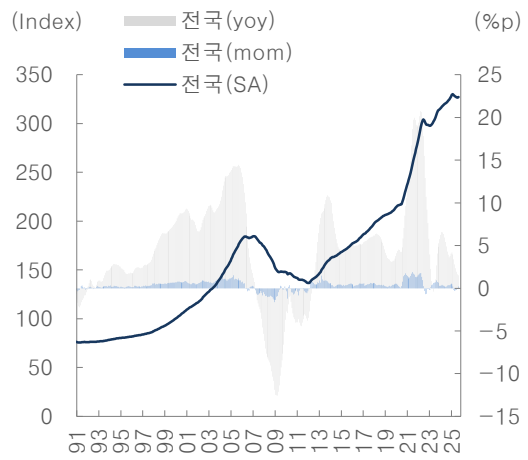
공급부족이 만드는 강건한 방향성

[주택시장] 기나긴 고금리에 관세 불확실성 더해져 다시 주춤한 시장

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

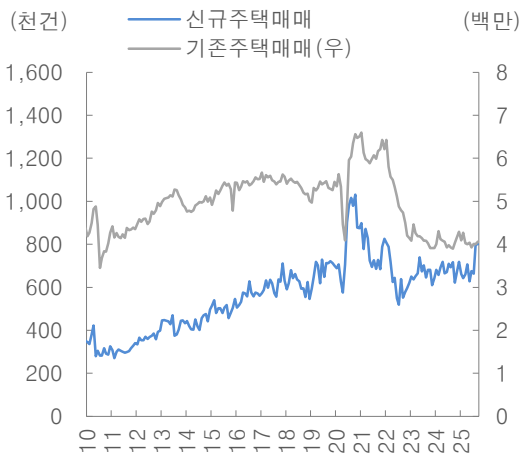
- 미국 주택시장은 25년 약보합세 기록(계절조정치 8월 기준), 연간으로 1% 수준의 보합세 기대
- 금리 인상이후 견조한 모습 보였으나, 관세정책 발표 이후 매크로 불확실성 확대로 조정구간 기록
- 신규주택과 기존주택 매매량 회복세가 더딘 상황, 고금리와 경기 불확실성, 높아진 공급 비용이 원인
- 25년은 6~7% 수준의 금리레벨 유지하였으나, 26년에는 6% 내외의 금리 레벨 기대
- 26년 거래량 및 신규 공급 10% 내외의 증가 기대되며, 가격 또한 3% 중반 수준의 상승률 기대
- 누적된 공급 부족 상황 고려할 때 5~6% 수준의 금리 환경에서도 점진적 상승 가능하다 판단

미국 주택시장 가격 Index 추이



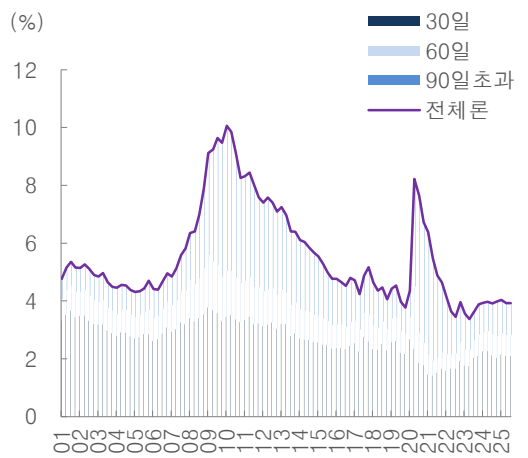
자료 : S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 매매량 추이



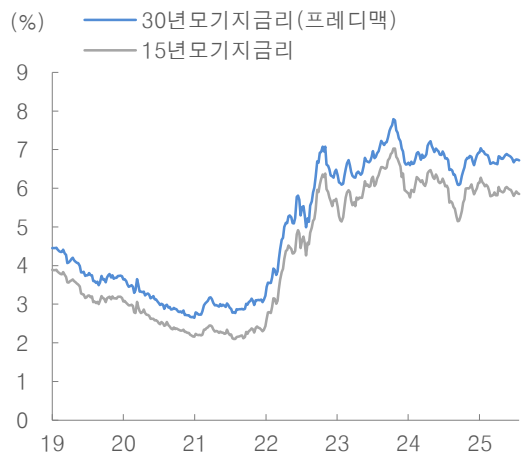
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

모기지 연체율 추이



자료: MBA, 대신증권 Research Center

미국 모기지 금리 추이

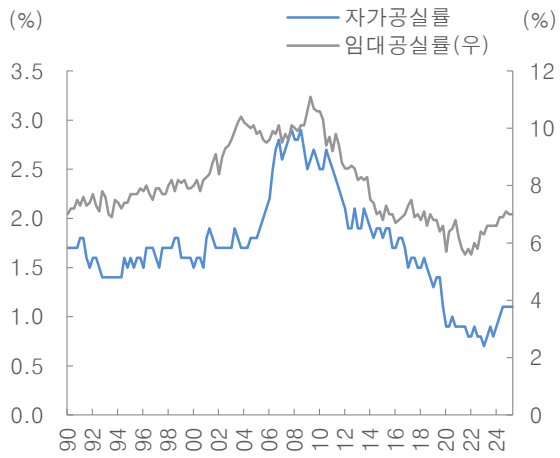


자료: Freddie Mac, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주택 재고 추이

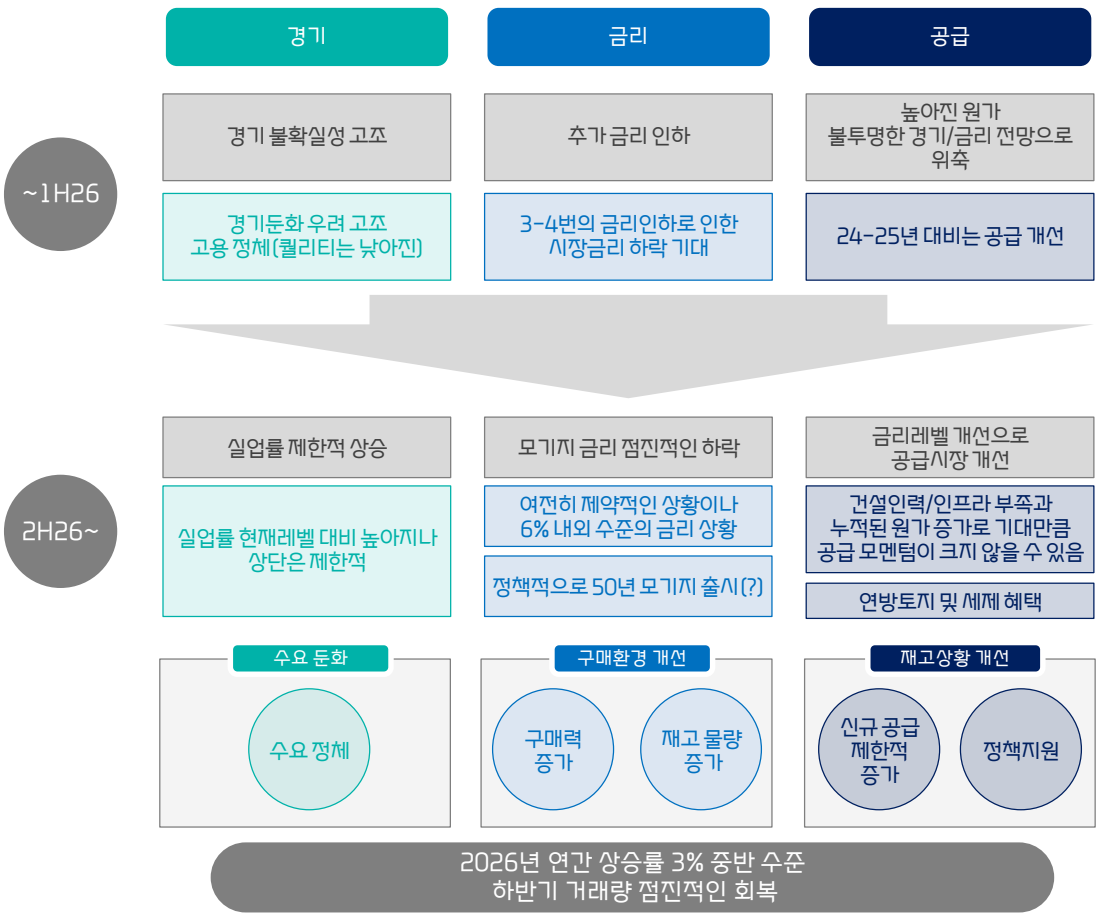
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

주택 공실률 추이



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

미국 주택 시장 주요 팩터와 영향도



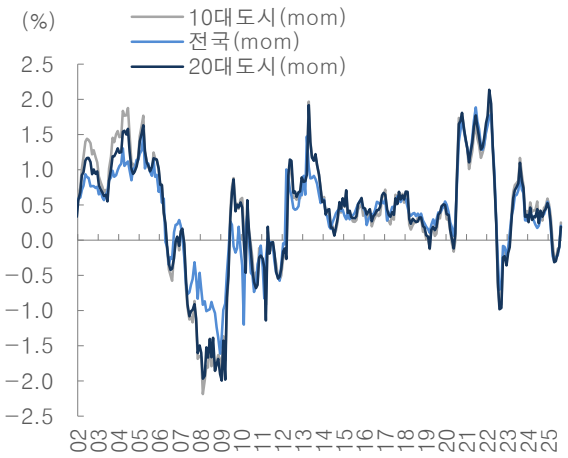
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[가격] 25년 5개월간의 조정의 트리거는 관세정책으로 인한 불확실성

지난 조정기가 고금리에 대한 적응이었다면, 이번 조정국면의 트리거는 불확실성

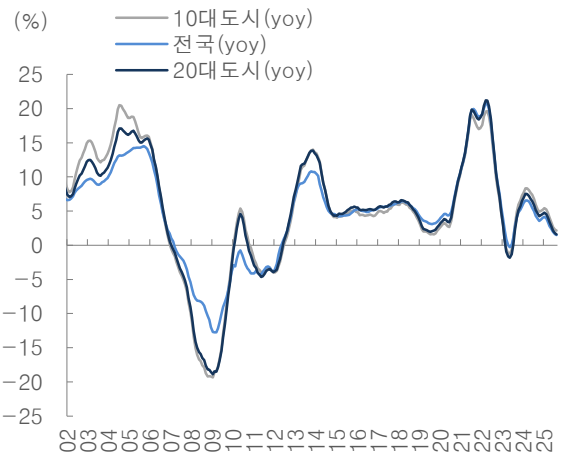
- 미국 주택 시장은 25년 8월까지 전국 -0.21%, 10대 도시 +0.31%, 20대도시 -0.16%를 기록하면서, 10대 도시의 상대 강세가 나타나는 일반적인 장세(cf.펜데믹 시기).
- 관세정책이 발표 된 3월 이후 5개월 연속 하락 이후 8월 전월비 반등(+0.205%), 반등 지속 된다면, 전국기준 연간 1% 수준의 상승률 기록 기대
- 22년 7월~23년 1월까지 고금리 적응 시기였다면, 25년 3월부터 7월까지 5개월간의 전월비 하락은 '고금리 지속', 그럼에도 지속적으로 상승해 '높은 주택가격 ' 이라는 기저에 관세정책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

미국 주택시장 전월비 추이



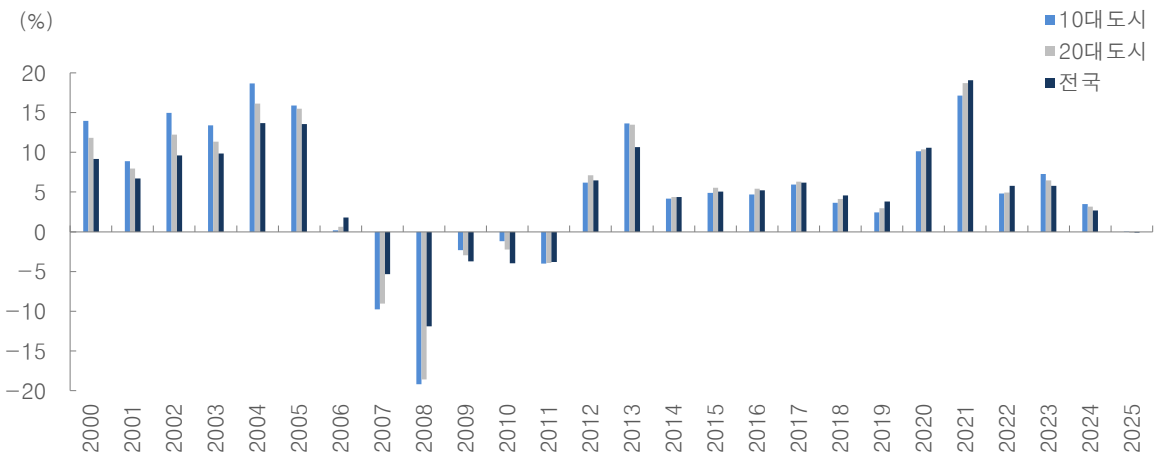
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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

[공급] 재고시장보다 더 어려운 공급 사이드

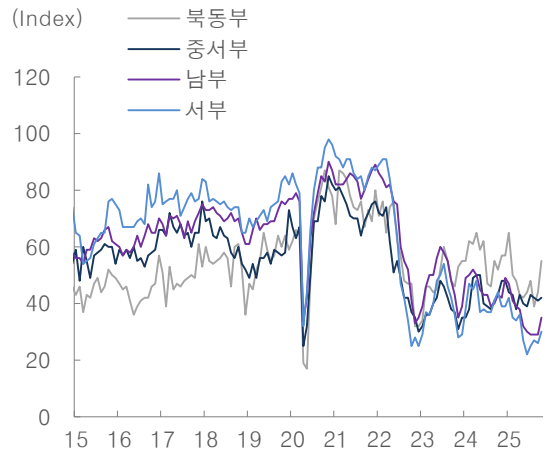
25년도 낮은 공급자 심리, 그러나 26년에는 회복 기대

- 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
- 26년 공급 증가하나 누적된 공급 부족은 여전할 것으로 전망되며, 27년까지 장기적인 공급 증가 예상

NAHB Index 추이

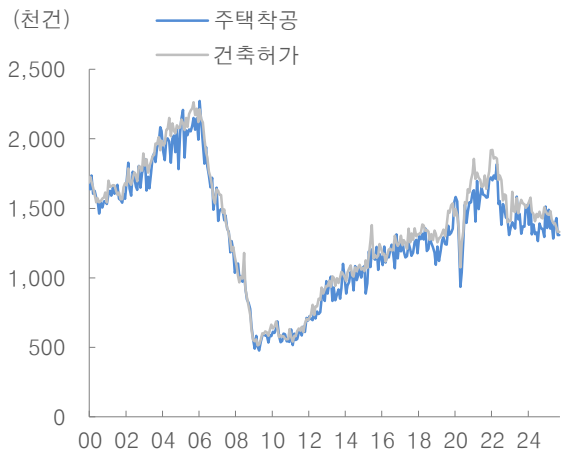
자료: NAHB, 대신증권 Research Center

NAHB 지역별 Index 추이



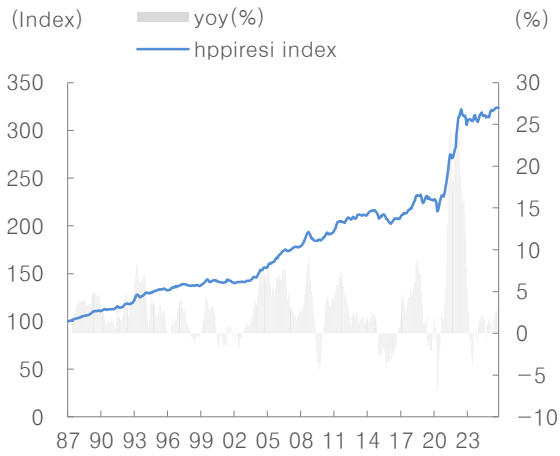
자료: NAHB, 대신증권 Research Center

미국 주택 착공, 인허가 추이



자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

주택공급 PPI 추이



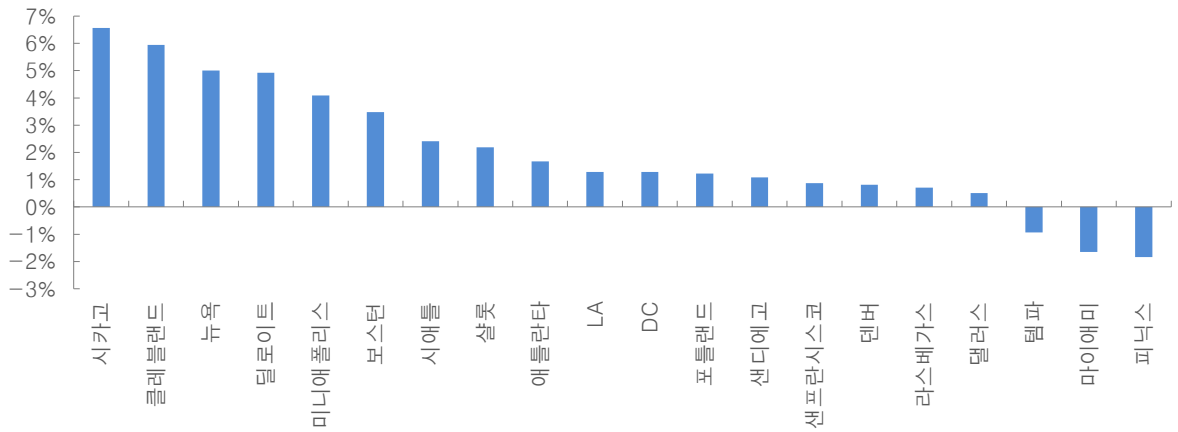
자료: US Census Bureau, 대신증권 Research Center

[지역] 타이트한 북동부와 중서부

지난 조정기가 고금리에 대한 적응이었다면, 이번 조정국면의 트리거는 불확실성

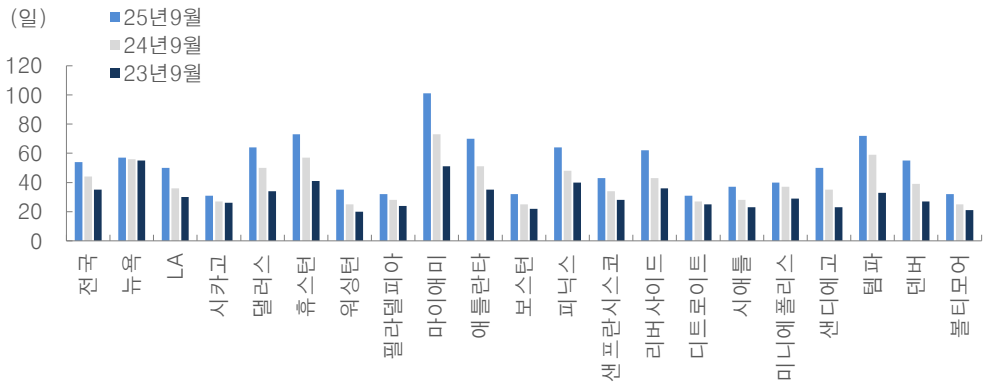
- 북동부 및 중서부 지역의 상대강세, 남부 및 서부는 약세 기록
- 북동부는 팬데믹 시기 인구 정체/유출 등으로 어려움이 있었으나, 그 덕에 신규 주택건설 부진 등이 나타났고, 도시권 일자리 회복 및 해외 이민자 유입 재개 등으로 수요가 견조하며, 특히, 뉴욕 등 대도시는 주택 노후화 및 개발 제한 등의 영향.
- 2026년에도 북동부 지역은 물가 상승률 이상의 수익률 기록 기대되나, 뉴욕시의 경우 새로운 시장의 정책 방향성을 살펴볼 필요는 있음
- 중서부 지역 또한 상대적으로 견조한 시장. 시카고, 디트로이트 등 강세 기록. 장기 신규주택 건설 부진으로 인하여 수요 대비 공급이 적은 상황. 지역의 성장세가 높지는 않으나 고금리-인플레이션 후 자연스러운 수요 드리븐 성장 사이클 진입 판단되며 26년에도 지속.
- 남부 지역의 경우 보합세. 펜데믹 시기 높은 상승률을 기록한 템파, 마이애미, 애틀란타, 댈러스 등이 하락하거나 약세 기록, 텍사스를 중심으로 남부지역 주택 공급이 가장 활발하여 재고증가 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 도시 중 가장 큰 하락세를 기록하였으며, 라스베가스, 샌프란시스코, LA 등 서부 주요 지역 모두 물가상승률을 하회하는 수준의 시장 기록
- 2026년에도 서부지역의 상대적인 약세 지속 전망 되며, 테크 고용 증가나 상당한 수준의 모기지 금리 하락이 시장회복에 전제라 판단

미국 10대 도시와 20대 주택가격 Index 연간 상승률



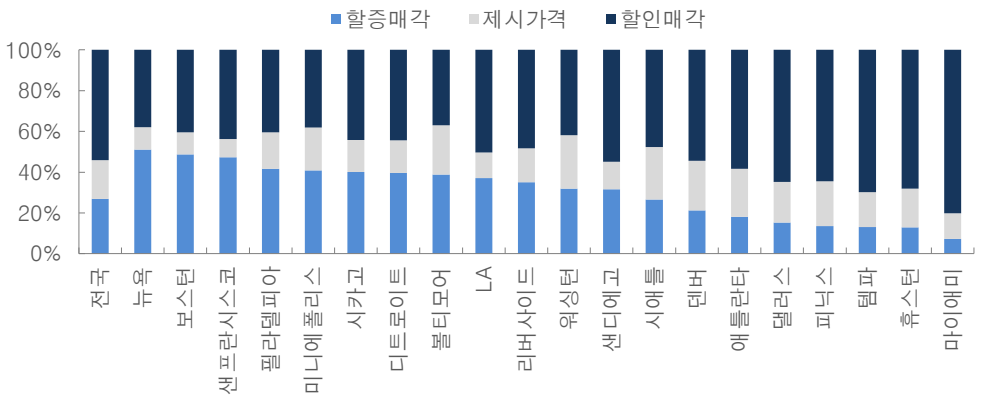
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

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



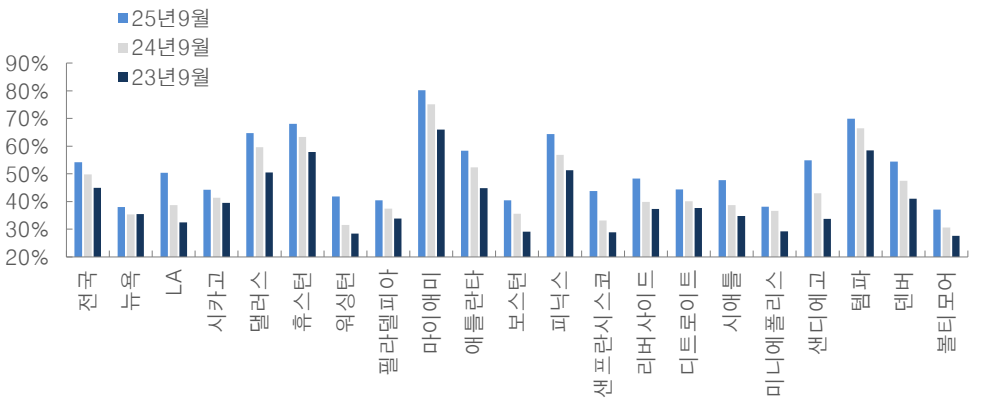
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

미국 도시 별 할증/할인매각 비율



자료: Zillow, 대신증권 Research Center

전국 개별 도시 별 할인매각 비율



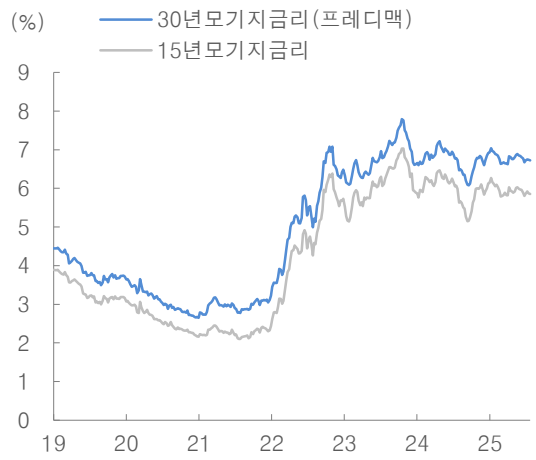
자료: Zillow, 대신증권 Research Center

이슈 1 : 고금리 지속의 영향 : 불혹에 첫 집 사고 환갑에 집 파는 미국

2022년 부터 급등한 금리, 이미 3년이 넘은 고금리 시기

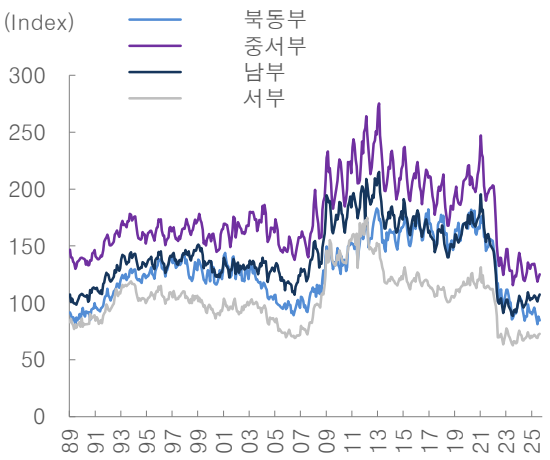
- 25년 모기지 금리 6.3~6.9% 수준, 22년 4분기 이후 5%대도 보기 힘든 고금리
- 높아진 주택 가격을 기저로 금리 상승하면서 주택가격 부담은 높아진 상황
- 특히, 기저 시기가 펜데믹으로 높아진 주택 가격 대비 주택구입 부담이 낮아진 상황에서 금융위기 이후 가장 높은 수준의 금리로 구매자 부담 높아진 상황
- 중위가구 소득이 중간가격 주택의 적격소득을 하회하기 시작하였고, 이는 지난 십여 년간 중간가격 주택의 적격소득이 중위 가구소득을 크게 하회했던 시기와 대비

미국 모기지 금리 추이



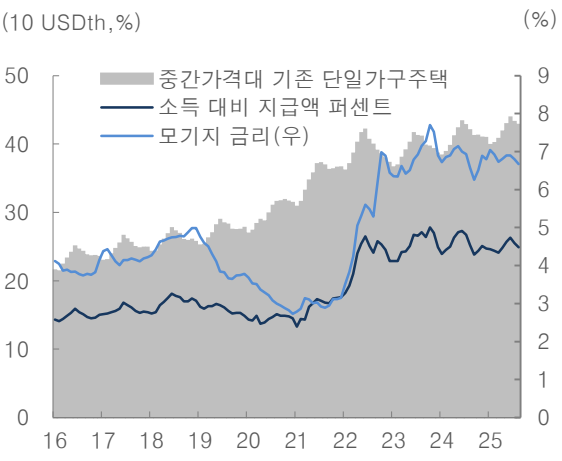
자료: Freddie Mac, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 지역별 주택가격 부담지수



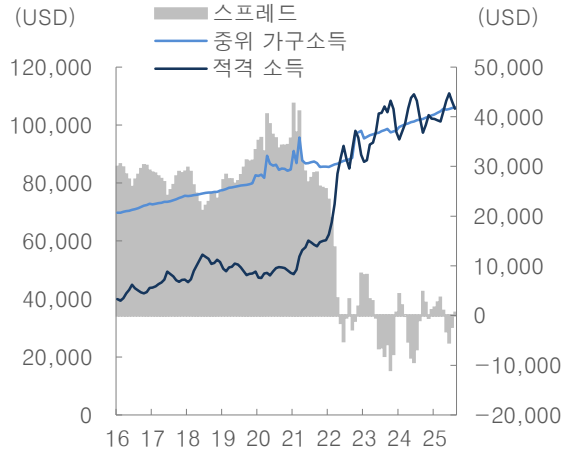
자료: NAR, 대신증권 Research Center

미국 중간가격 및 소득대비 지급액 추이



자료: NAR, 대신증권 Research Center

중위가구소득 및 주택 중간가격 적격 소득 추이

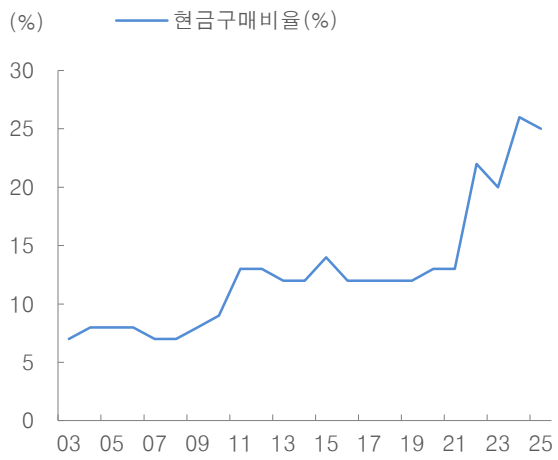


자료: NAR, 대신증권 Research Center

집 사기 어려워진 미국

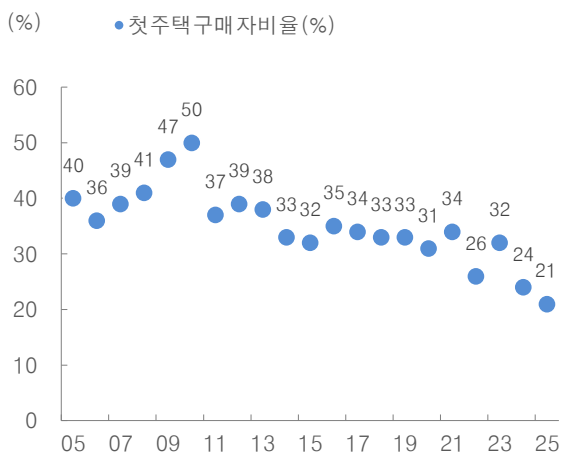
- 2005년 40% 2010년 50%에 달하던 첫 주택 구매자 비율은 21% 로 감소
- 현금 구매 비율은 모기지 금리 하락으로 소폭 감소하긴 했으나, 여전히 20% 대를 상회하고 이는 2000년대 초반 5-10% 대 금융위기 이후 10-12%대를 크게 상회하는 수준, 다만 메가 트렌드는 양극화, 수명증가 등으로 높아지고 있는 추세
- 불혹의 나이(40살)에 첫 집 사고 환갑에 집을 파는 것이 일상화 된 것이 현재의 미국 주택시장

미국 주택 현금구매 비율 추이



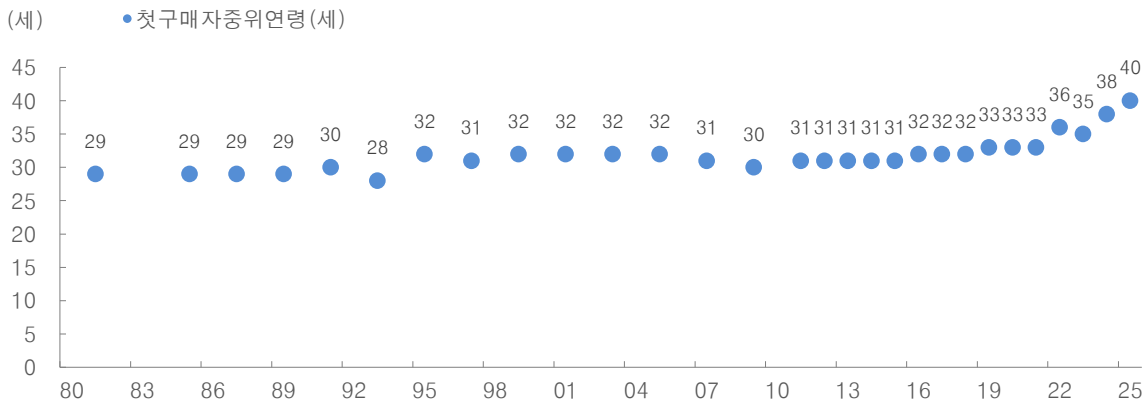
자료 : NAR, 대신증권 Research Center

첫 주택 구매자 비율 추이



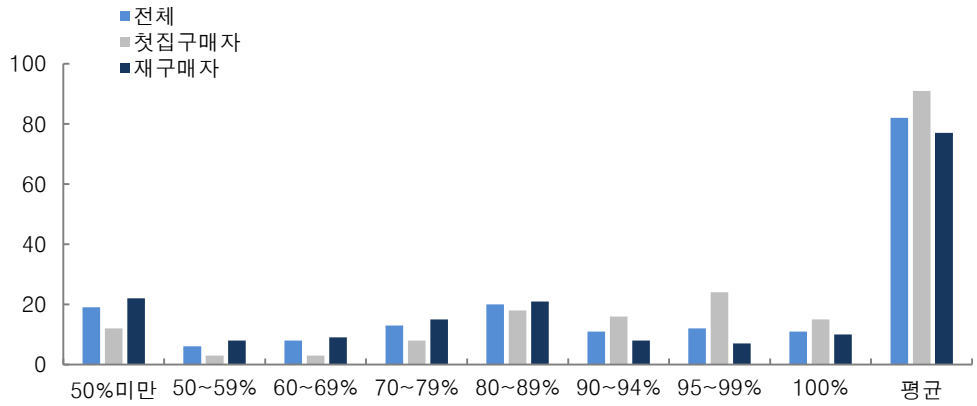
자료: NAR, 대신증권 Research Center

이제 미국 생애 첫 주택 구매자 중위 연령은 불혹



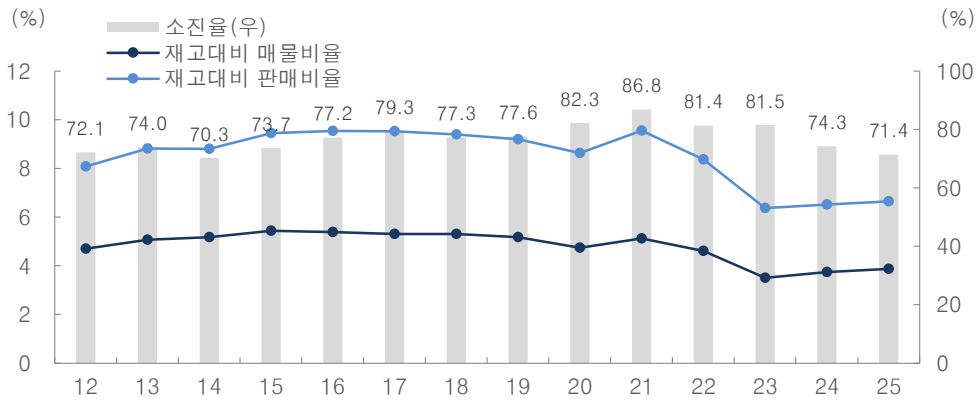
자료 : NAR, 대신증권 Research Center

LTV는 어느정도 일까?



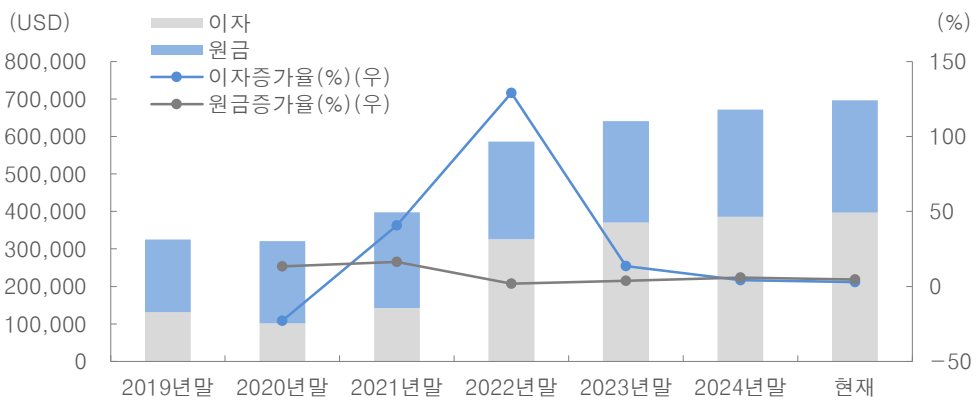
자료 : NAR, 대신증권 Research Center

미국 주택 매물 및 재고주택 회전율 및 매물 소진율



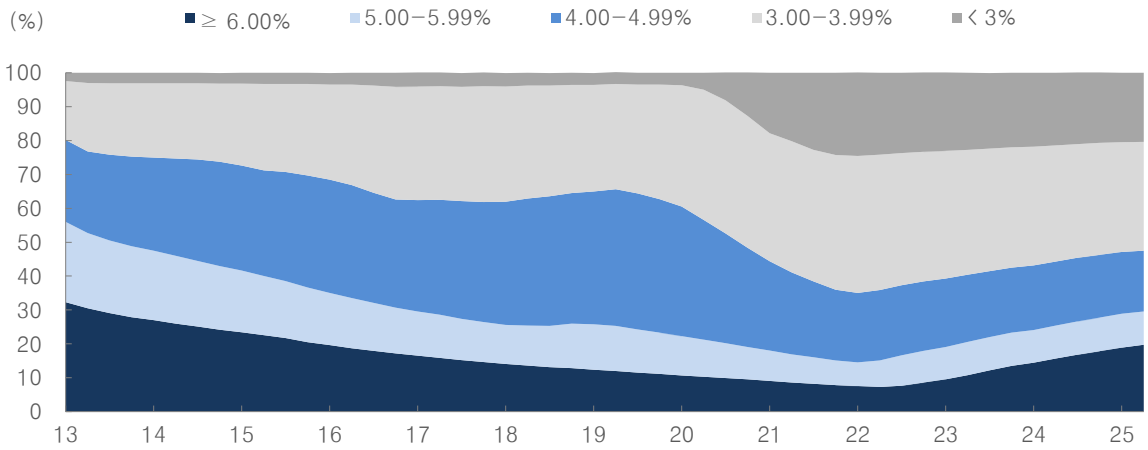
자료 : Redfin, 대신증권 Research Center

금리의 영향과 가격의 영향



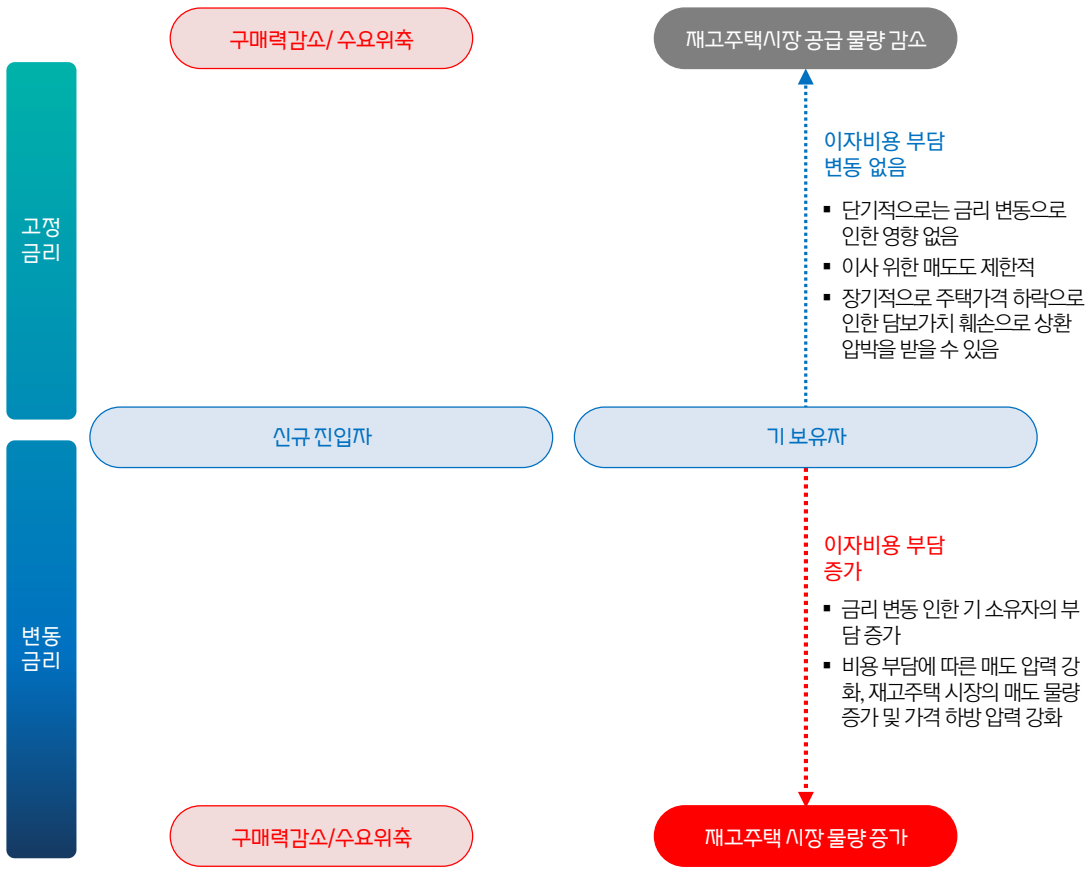
자료 : 대신증권 Research Center

모기지 금리 레벨 별 비율 추이



자료: FHFA, ,Redfin, 대신증권 Research Center

모기지 구조에 따른 금리의 영향, 미국 시장은 견조할 수 있으나 신규 진입자에게는 힘든 구조



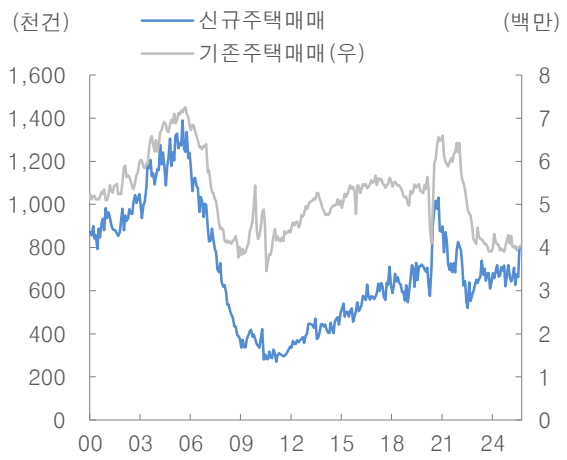
자료: 대신증권 Research Center

이슈 2 : 고금리로 인한 'Lock-in Effect' : 미국의 고민

2022년 부터 급등한 금리, 이미 3년이 넘은 고금리 시기

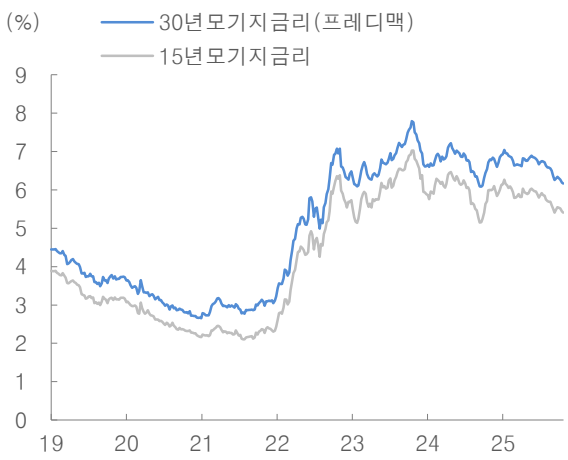
- 미국 주택 시장에서의 'Lock-in Effect'는 "초저금리 모기지 가진 집주인이, 6-7% 대의 새로운 모기지를 활용해 새로운 집을 매입해야 해서 기존 집을 팔지 않고 그대로 버티는 현상" 을 말함
- FHFA(연방주택금융청)에 따르면 기존 모기지 금리 갭이 1%p 커질 때마다 집을 팔 확률이 18.1% 감소하는 것으로 나타나 3% 초반 수준의 보유자의 매도 의사는 60% 가까이 감소
- Fed의 연구는 21~22년 이동 감소의 44%가 모기지 금리의 락인 효과로 발생했다고 분석했으며, 필라델피아 연준은 락인 정도가 금리 1%p 갭 마다 이동성 7-8%의 감소로 이어진다고 분석
- 이는 주택 매매량 및 건설산업 뿐 아니라, 가구, 리모델링, 이사 등 관련 산업 전반에 영향을 주는 것으로 생각되며, 이는 지역/노동 시장의 이동성 저하 및 사회 전반적인 자원의 효율적인 배분을 저해하는 요인으로도 작용 (Julia Fonseca & Lu Liu, Mortgage Lock-In, Mobility, and Labor Reallocation. The Journal of FINANCE, 2024)
- 이러한 락인 효과로 인하여 포터블 모기지(Portable mortgages) 및 Assumable loan에 대한 논의가 미국에서 진행되고 있음
- 캐나다/영국과 같은 포터블 모기지에 대해 FHFA가 연구에 들어가긴 했으나, 도입까지는 상당기간 소요 예상되는 상황

미국 주택 거래량 추이



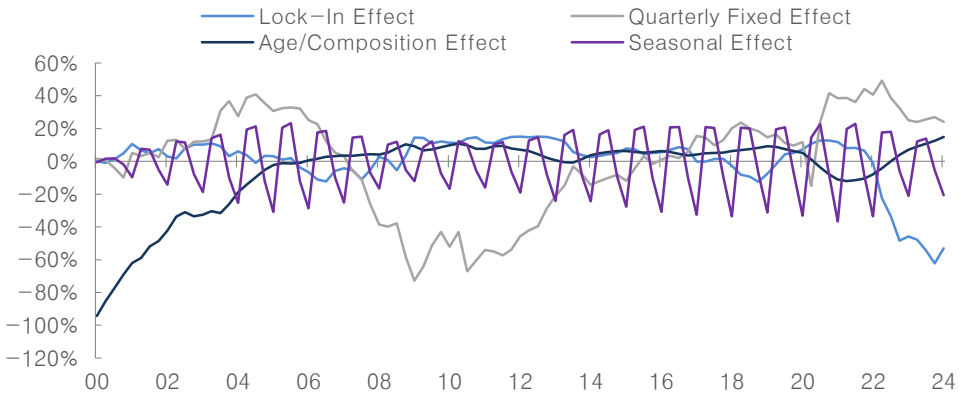
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 모기지 금리 추이



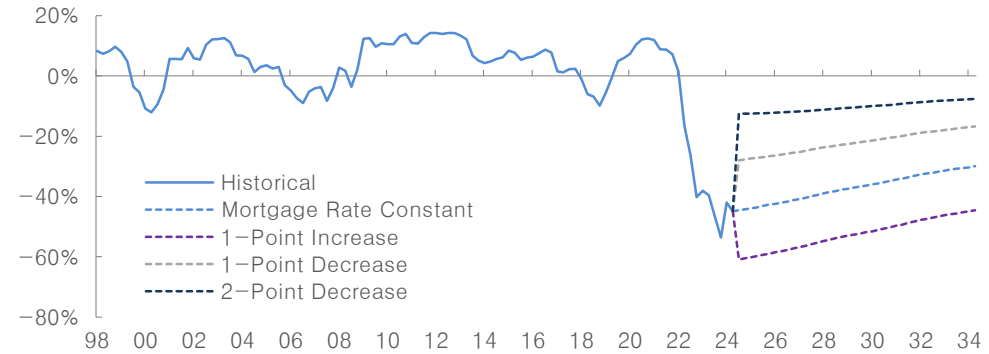
자료 : Fredie Mac, 대신증권 Research Center

주택 판매 증감에 있어 락인 효과의 영향도



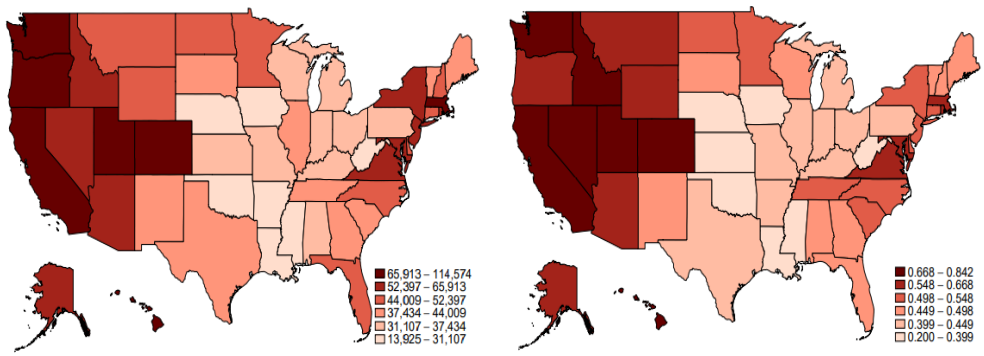
자료 : FHFA, 대신증권 Research Center

금리 변화에 따른 주택 거래량 감소분 추이 전망



자료 : FHFA, 대신증권 Research Center

미국 주별 락인 효과의 경제적 가치 및 연간 소득 대비 비율



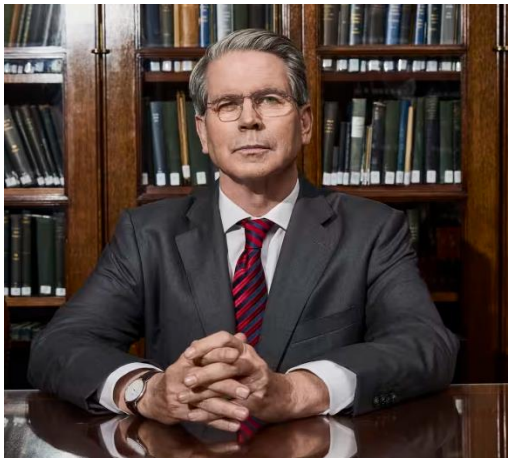
자료 : The Journal of FINANCE, 대신증권 Research Center

이슈 3 : 정책, 연방정부와 뉴욕시

25년 9월 스콧 베선트, "국가 주택 비상사태를 선언할 수도 있다 "

- 스콧 베선트 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 베선트

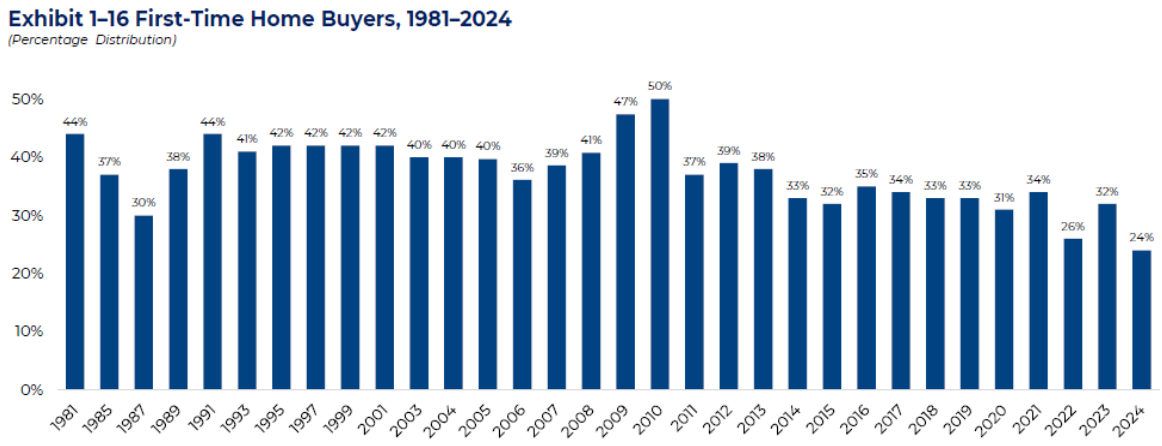


자료: Google, 대신증권 Research Center

조란 맘다니, 뉴욕 시장 당선자

자료: Google, 대신증권 Research Center

첫집 구매 비율 24%에 불과 역사상 최저 수준



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2026년 중간 선거와 연동되는 정책이 될 수 있다는 판단

- 2024년 대선과정에서의 여론조사를 보면 미국인의 69%가 미국 주택 가격에 대해 "매우 우려 " 한다는 의견(Newsweek), 실제로 미국 내 주택 공급 부족 규모는 400~ 450만호에 달한다는 분석이 있으며, 이를 극복하려면 7년이 걸릴 것으로 예상
- 2026년 중간 선거 공약에서 '저렴한 주택 가격' 을 중요한 요소로 다루고자 하며, 베선트 또한 언론과의 인터뷰를 통해 앞으로 주택관련 정책이 나올 것이라 언급
- 실질적인 정책은 구매자의 비용을 낮추는 것, 연방주택금융청(FHFA)의 지원으로 모기지 론 관련 비용들을 줄이는 것은 시범 프로그램 진행중(감정평가 현대화 등). 금리 인하에 대한 압박과 모기지 기간 연장 또한 고려하는 것으로 보임. 대선 당시 모기지 금리를 3% 수준까지 낮추겠다고 하였으며, 최근 나타난 모기지 상환기간 연장은 50년(현재 30년)
- 공급정책으로 주택 건설을 위해 연방 정부의 토지를 개방하여 주택 부족 문제를 해결하려고 하며, '하나의 크고 아름다운 법안(One, Big, Beautiful Bill)'에 포함시키려고 했으나 실패. 제한적인 규모로 새로 법제화를 시도 할 수 있음. 대선 당시에도 이러한 공약이 있었고 이를 위한 TF를 구성했지만 현재까지 눈에 띄는 사안은 없음
- 사무실의 주택 전환 또한 하나의 방법이며, 건축 관련 규제 간소화 및 관세 검토 등 고려사항
- 공급자의 공급비용을 낮추는 다양한 정책의 효과는 주택 시장 전반에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보이나, 모기지 기간을 연장하는 것은 단기적으로 구매력을 끌어올리면서 주택가격에 정(+)의 영향을 크게 줄 수 있으며, 가계 부채 부담을 높일 수 있음

50년 모기지의 효과 : 모기지 금리 -1.17%p를 낮추거나 주택가격이 -12.1% 낮아진 효과

	주택가격	LTV	금리	월상환액	원금, 이자 비율
30y	420,000 USD	70%	6%	1,763 USD	46 : 54
50y	420,000 USD	70%	6%	1,548 USD (-215 USD)	32 : 68
30y	420,000 USD	70%	4.83% (-1.17%p)	1,548 USD	53 : 47
30y	369,000 USD (-51,000 USD)	70%	6%	1,548 USD	46 : 54

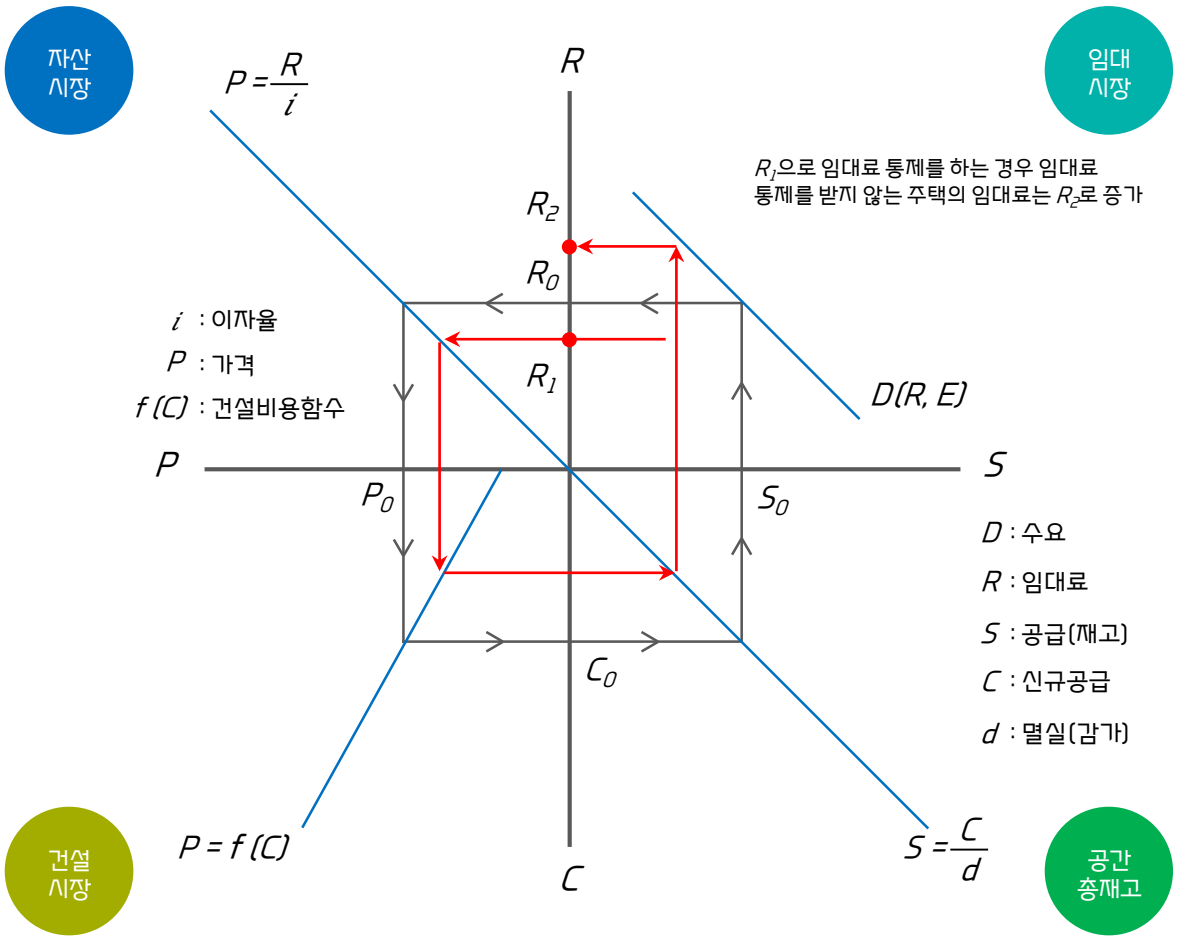
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

이슈 4 : 임대료 통제의 영향은?

조란 맘다니의 뉴욕시 임대료 안정화 정책과 임대료 통제의 영향

- 당장 적용은 아니지만, 뉴욕시 임대료 가이드라인 위원회 통과시 적용 가능
- 현 시장인 에릭 애덤스가 위원회 임명 가능성 있어, 2027년까지 맘다니 정책 지연 가능
- 뉴욕시 임대 안정화 주택 대부분은 1974년 이전에 준공 건물, 1974년에 제정된 긴급 세입자 보호법에 따라 지자체가 임대 안정화 시행 할 수 있도록 세입자 퇴거 보호 제공
- 올해 6월 위원회는 1년 임대 계약에 따른 임대료 인상을 3%, 2년 임대 계약에 따른 임대료 인상을 4.5%로 승인
- 뉴욕 임대료 가이드라인 위원회는 9명의 위원으로 구성되며 2명은 임대인 대표가 2명은 세입자 대표가 나머지 5명은 주민을 대표하고 각각 2년, 3년, 4년 임기. 현 시장인 에릭 애덤스가 사임 전 위원회 임명을 시사했고, 이런 경우 5명을 임명하게 되며, 맘다니 시장 체제로 위원회 구성되는 것은 2027년

주택시장에 임대료 통제가 미치는 영향

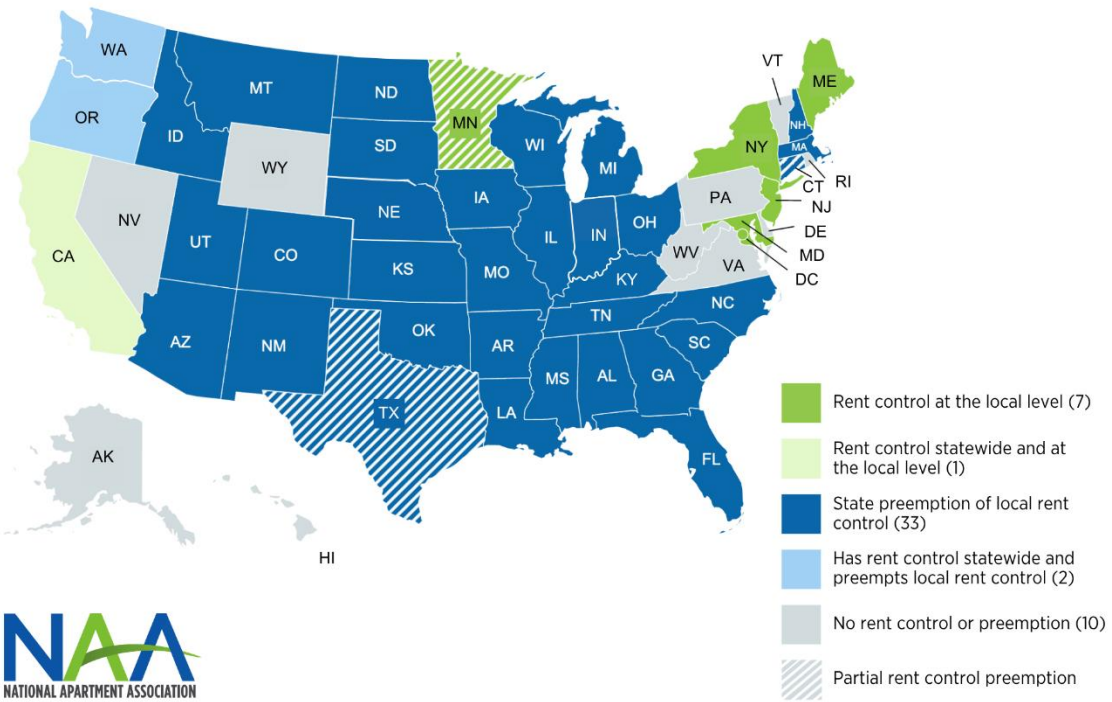


자료: 대신증권 Research Center

주별로 상당한 차이 존재, 임대료 통제를 금지하는 주부터 강력한 통제를 하는 주/도시까지

- 당장 적용은 아니지만, 뉴욕시 임대료 가이드라인 위원회 동의시 적용 가능, 현 시장인 에릭 애덤스가 위원회 임명 가능성 있어, 2027년까지 맘다니 정책 지연 가능
- 뉴욕시 임대 안정화 주택 대부분은 1974년 이전에 준공 건물, 1974년에 제정된 긴급 세입자 보호법에 따라 지자체가 임대 안정화 시행 할 수 있도록 세입자 퇴거 보호 제공, 올해 6월 위원회는 1년 임대 계약에 따른 임대료 인상을 3%, 2년 임대 계약에 따른 임대료 인상을 4.5%로 승인
- 뉴욕 임대료 가이드라인 위원회는 9명의 위원으로 구성되며 2명은 임대인 대표가 2명은 세입자를 대표, 5명은 주민을 대표(각각 2년, 3년, 4년 임기). 현 시장인 에릭 애덤스가 사임 전 위원회 임명을 시사했고, 이런 경우 5명을 임명하게 되며, 맘다니 시장 체제로 위원회 구성되는 것은 2027년
- 미국 내 30여개 주(텍사스, 플로리다, 애리조나, 콜로라도, 조지아 등 선벨트 지역 대부분 포함)는 임대료 통제를 금지하는 주법을 갖고 있으나, 2024년 기준 300여개의 시/카운티에서는 임대료 규제를 운영하는 것으로 나타남
- 캘리포니아주, 오리건주, 워싱턴주는 주 단위에서의 임대료 상한제를 도입하였으며 뉴욕시, 올버니, 뉴저지 90여개 소도시/타운 등에서 임대료 규제가 있음

미국 주별 임대료 통제 현황



자료: National Apartment Association, 대신증권 Research Center

미국 내 임대료 통제 관련 규제와 최근 20여년 간의 분석 결과

- 미국 내 임대료 규제 관련한 제도는 크게 (1) 소득원 차별 금지 규정(Source-of-income laws), (2) 퇴거 규제(Eviction laws), (3) 입주자 스크리닝 규제 등이 존재
- 소득원 차별 금지법은 바우처/사회보장연금/아동교육비/장애연금 등 비전통적 소득원에 의존해 임차인이 임대료를 지불한다는 이유만으로 임차신청을 거절할 수 없는 것이 요지. 저소득 임차인의 주거 접근성 확대와 소득 유형에 따른 차별 금지를 목표로 함
- 운영자 관점에서 행정 절차, 서류작업, 승인 지연 등으로 추가 비용이 발생하며, 지역 PHA의 개별 규정이나 지방정부의 개별 조례가 추가 되면서 규제 준수 부담과 비용이 커질 수 있음
- 퇴거 규제는 '정당한 사유(just cause)' 또는 '합당한 사유(good cause)' 퇴거법 하에서만 퇴거가 가능함. 일반적인 정당한 사유는 임대료 미납,계약 위반,범죄행위, 심각한 소음/피해/파손, 다른 입주자의 안전/거주 방해, 건물주의 자산 철거/개보수/임대시장 철수 등이 해당
- 뉴욕시나 시스코, 워싱턴 DC 등에서 퇴거 절차에서의 무료 변호인 제공을 도입하기도 하여, 운영자 관점에서는 절차 지연 및 법률 비용 증가, 공실 기간 확대 및 미수 임대료 증가 등의 비용 요인을 발생시킴
- 입주자 스크리닝 규제는 임대인이 임차 신청자를 평가할 때 관련 정보의 활용 여부를 제한 하는 것으로, 도입 목적은 과거 경제적 어려움을 겪었던 계층에게 주거 접근성을 넓히고 구조적 장벽을 완화하려는 것으로 볼 수 있음
- 운영자 입장에서는 임대료 연체 가능성이 높아지고, 자산의 테넌트 퀄리티 컨트롤이 어려워 지면서 자산 관리/운용 비용이 증가하는 효과가 있음

National Multifamily Housing Council의 임대료 통제 분석 결과

규제 유형	CoStar 기준 (USD/년·유닛)	ACS 기준 (USD/년·유닛)
소득원 규제	1,104	876
퇴거 규제	1,224	1,092
스크리닝 규제	708	252

자료 : NMHC, 대신증권 Research Center

소득분위별 임대료 상승률

소득 분위	소득원규제	퇴거규제	스크리닝 규제	비고
1분위 (최저 25%)	+5.7%	+7.4%		
2분위 (26-50%)	+5.4%	+6.0%		
3분위 (51-75%)	+4.0%	+4.3%		
4분위 (상위 25%)	통계적으로 유의하지 않음	+4.1%		

자료 : NMHC, 대신증권 Research Center

건물 유형별 임대료 상승률

소득 분위	소득원규제	퇴거규제	스크리닝 규제	비고
단독주택 임대 (SFR)	+5.4%	+5.5%	유의한 변화 없음	
2-4유닛	+6.8%	+8.4%	+2.0%	
5-49유닛	+5.7%	+6.4%	유의한 변화 없음	
50유닛 이상	유의한 변화 없음	+4.3%	유의한 변화 없음	

자료 : NMHC, 대신증권 Research Center

Part 2. 미국 상업용 시장

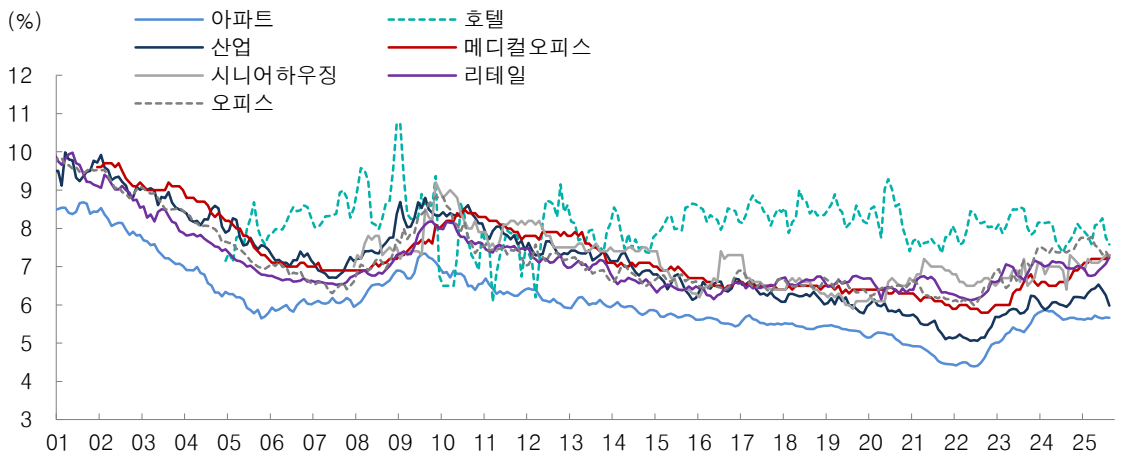
여전한 부실과 뚜렷한 회복

[상업용] 회복세 지속, 가격 레벨도 금리 반영

25년 거래/가격 레벨 모두 회복세

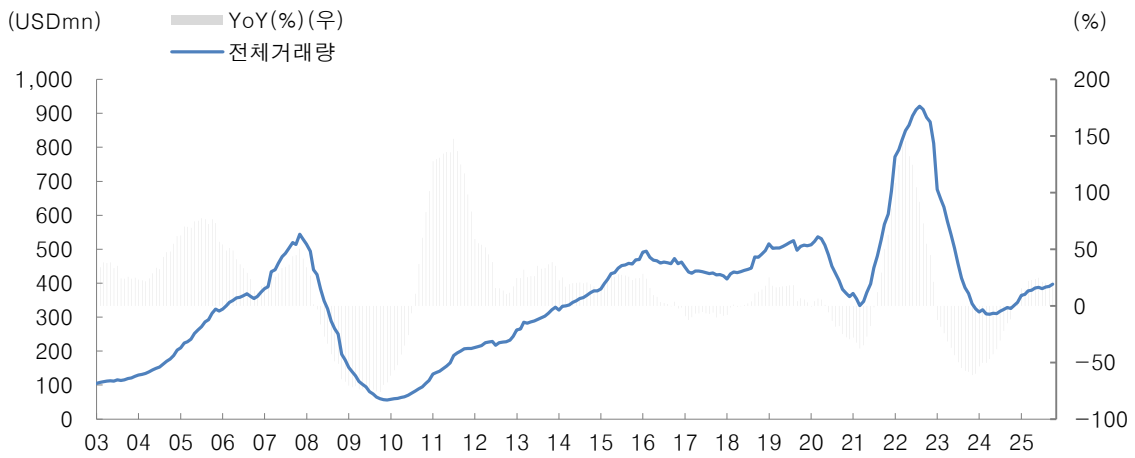
- 9월 월간 거래 기준 임의치 기준으로 9월 미국 섹터별 Cap Rate는 아파트 5.66%(24년 말 5.63%), 산업(물류) 5.98%(24년 말 6.21%), 리테일 7.24%(24년 말 7.02%), 오피스 7.22%(24년말 7.75%), 호텔 7.58%(24년 말 8.12%)를 기록,
- 리테일과 아파트는 소폭 상승했으나, 대부분 소폭 하락
- 거래량은 올해 들어 전년비 20% 내외의 증가율을 기록, 다만, 호텔, 메디컬 오피스 등 일부 섹터는 감소하였고, 시니어 하우징, 오피스 등의 거래량 상승폭이 크게 나타남

미국 섹터별 거래기반 Cap Rate 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 거래량 추이

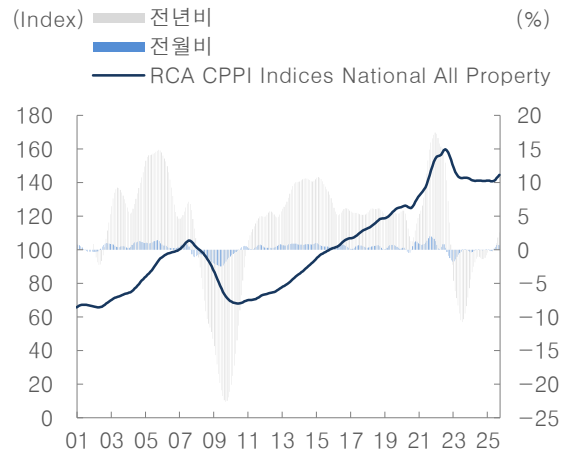


주 : 4대 섹터 및 시니어하우징, 호텔, 메디컬 오피스 포함
자료: RCA, 대신증권 Research Center

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

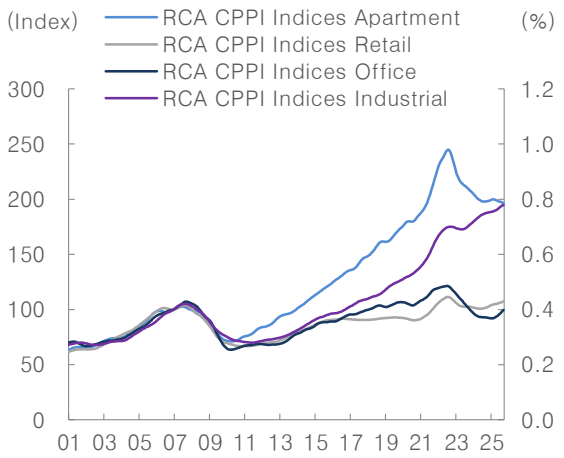
- Index 기준으로 미국 상업용 부동산 가격은 22년 8월 부터 하락추세를 기록하였으나, 25년 6월 양(+) 전하였으며, 최근 12개월을 살펴보더라도, 매크로 불확실성으로 25년 2~5월 제외하면 전월비 플러스(+)를 기록, 2025년 연초 대비 +2.51%
- 2025년 섹터별 Index 상승률은 오피스 +8.12%(CBD +5.31, 교외 +5.62%), 리테일 +3.66%, 산업(물류) +3.49%, 아파트 -1.45% 기록
- 연간 상승률을 살펴볼 때 25년에는 산업(물류) 섹터가 기존 전망 대비 빠른 회복세를 기록하였고,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

미국 상업용 부동산 Index



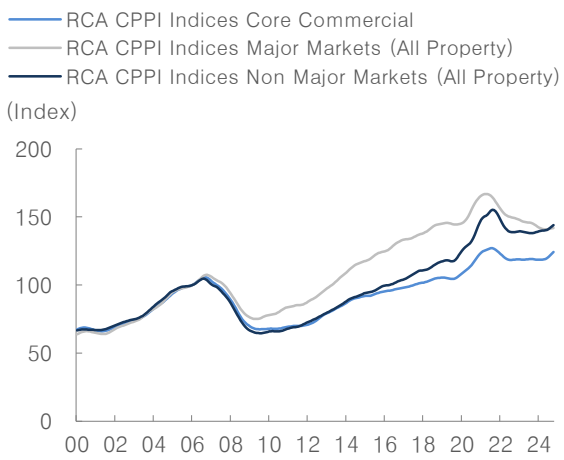
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터별 Index



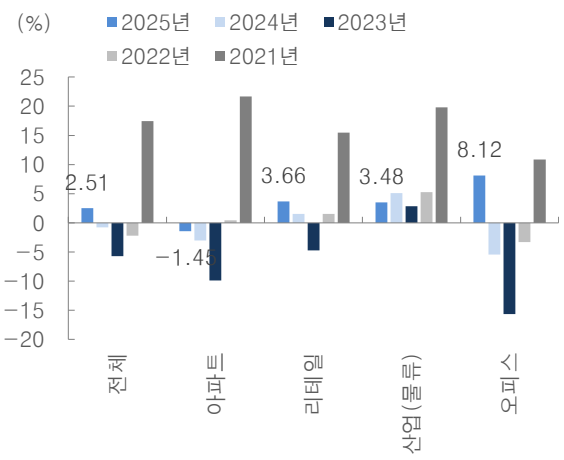
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 입지별 Index



자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터별 연간 Index 상승률



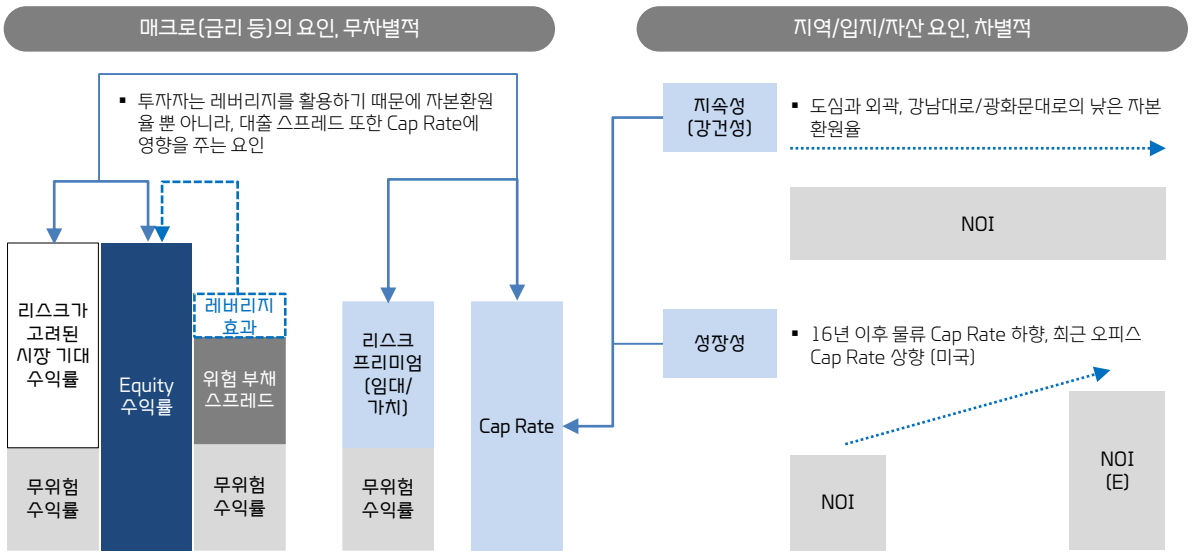
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용] 섹터 별 Cap Rate 적정 수준인가?

금리와 임대시장의 방향성을 고려한 Cap Rate 방향성 탐문

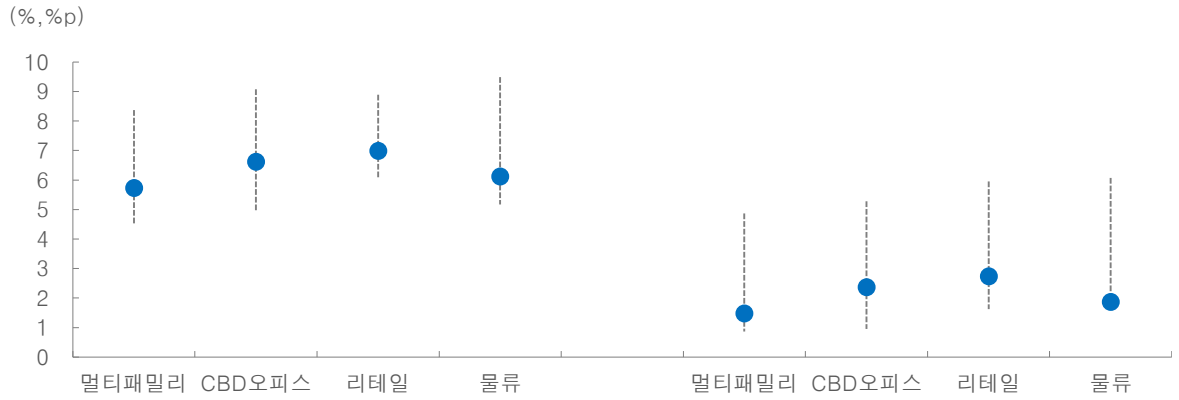
- 가격레벨은 NOI와 함께 투자 후 수익률을 결정 짓는 핵심요인, 현 시점에서 NOI가 추가적으로 낮아지는 투자 대상은 제한적이라 판단(임대 만기로 인한 NOI 훼손 자산들은 시장에 여전히 존재하나, 그런 류의 자산은 투자 대상에서 배제하거나, 그런 시나리오를 염두한 투자 고려 필요). 가격레벨의 결정요인은 다음문단의 후술과 아래 표와 같음
- 자본환원율(Capitalization Rate)은 장단기 국채 이자율(무위험수익률), 주가 수익률, 자기자본 스프레드, 부채 스프레드와 같은 거시경제 변수와 연관이 있으며(Ambrose & Nourse, 1993, Jud & Winkler, 1995), 지역적 입지 요소 등의 지역변수의 영향을 받으며 오피스의 경우 전국적 자본시장 요소보다는 지역적 오피스시장 요소의 역할이 크다는 분석도 있음(Sivitanidou & Sivitanides, 1999)
- CapRate는 일반적으로 금리와 비례하며, 임대료 성장성에 반비례하는 경향이 있고, 임대료 성장성을 대체하는 변수로 공실률을 활용(공실률이 낮은 상황에서 향후 NOI 성장성이 높을 것으로 기대되고 반대로 공실률이 높은 경우 향후 시장 임대료 하락으로 현재 공실률이 없는 자산이라 하더라도 임대 재계약시 NOI 감소가 예상되기 때문)
- 또한 Cap Rate의 경우 무위험 수익률+스프레드로 볼 수 있는데, 스프레드의 경우 미국 시장의 경우 무위험 수익률이 높아질 경우 스프레드가 감소하고 무위험수익률이 높아질 경우 스프레드가 증가하는 경향이 존재. 이는 부동산 자산의 유동성의 한계(거래비용, 과정, 비규격화 등)로 인하여 시장 금리 변화를 시시각각 반영하지 못하고, 장기 보유로 인하여 향후 5년에서 7년 간의 금리 전망을 반영하기 때문으로 사료됨
- 물류, CBD 오피스, 리테일 섹터는 공실률 하락이 멀티 패밀리는 금리 하락이 Cap Rate 압축에 기여

자본환원율의 결정 메커니즘



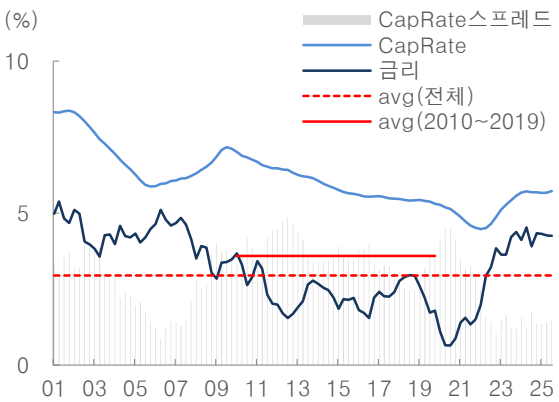
자료: 임재만(2002), 대신증권 Research Center

섹터 별 Cap Rate(좌) 및 Cap Rate 스프레드(우) 2000년 이후 레인지 및 현재



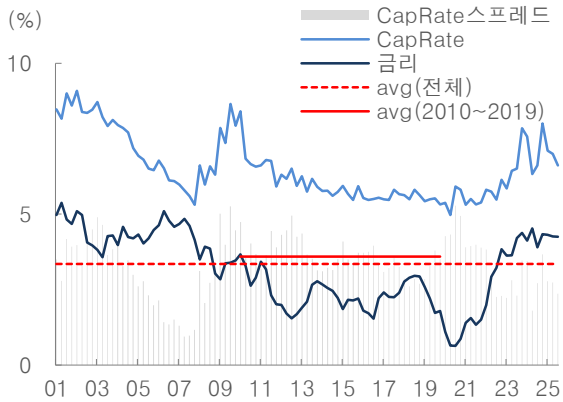
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티 패밀리 Cap Rate 스프레드와 임대율



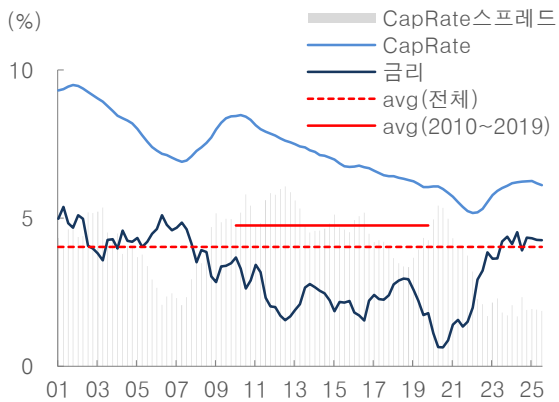
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 Cap Rate 스프레드와 임대율



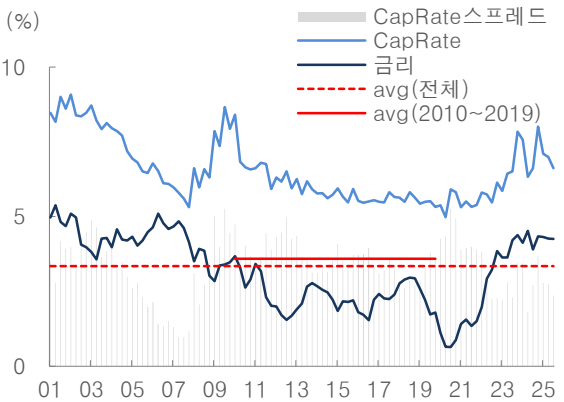
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

물류 Cap Rate 스프레드와 임대율



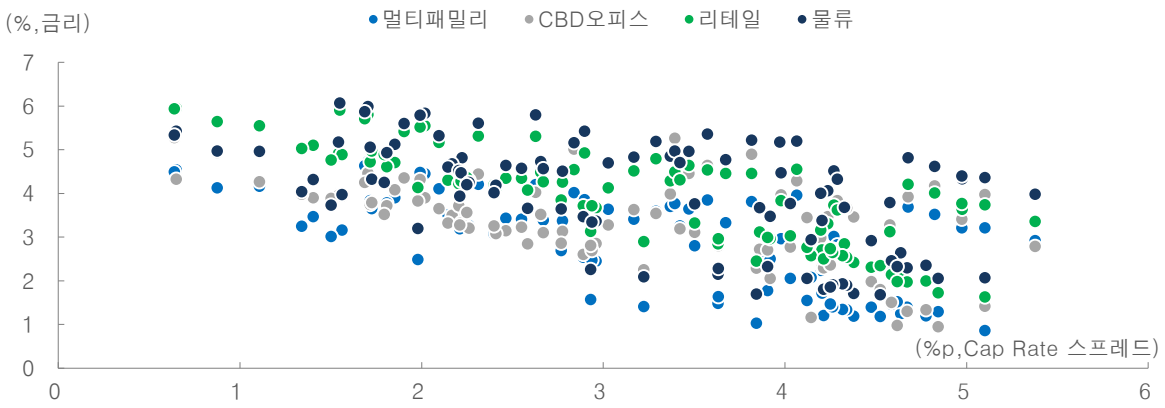
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

리테일 Cap Rate 스프레드와 임대율



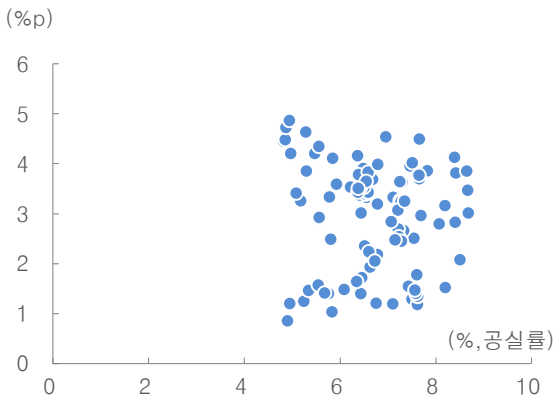
자료: RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

Cap Rate 스프레드와 금리



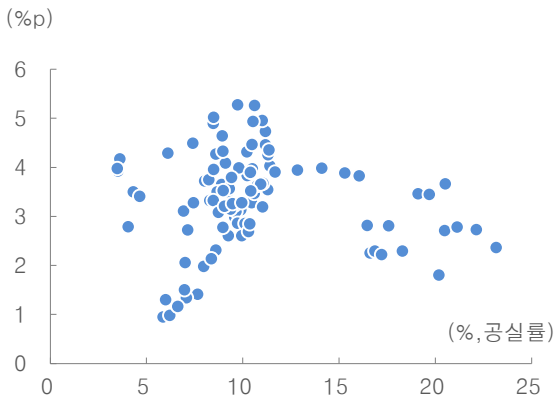
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티 패밀리 Cap Rate 스프레드와 임대율



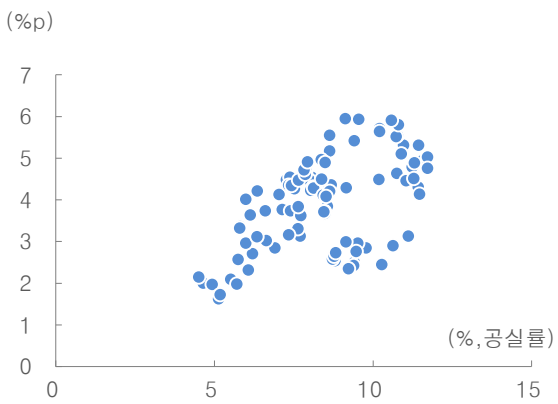
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 Cap Rate 스프레드와 임대율



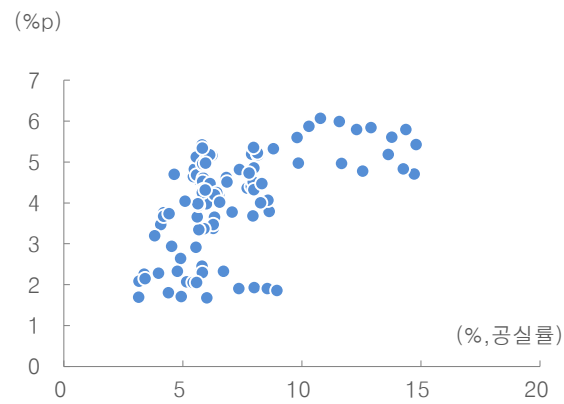
자료: RCA, 대신증권 Research Center

물류 Cap Rate 스프레드와 임대율



자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 Cap Rate 스프레드와 임대율



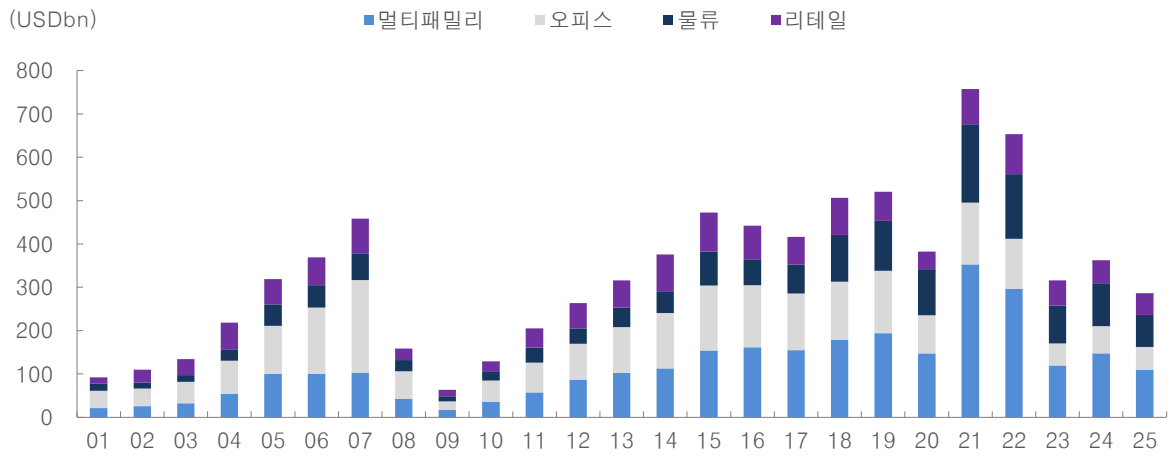
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용] 섹터 별 거래량과 거래 비중 추이

거래량은 만약 연말효과가 나타난다면… 20년 수준도 기대 가능, 오피스 비중 소폭 증가

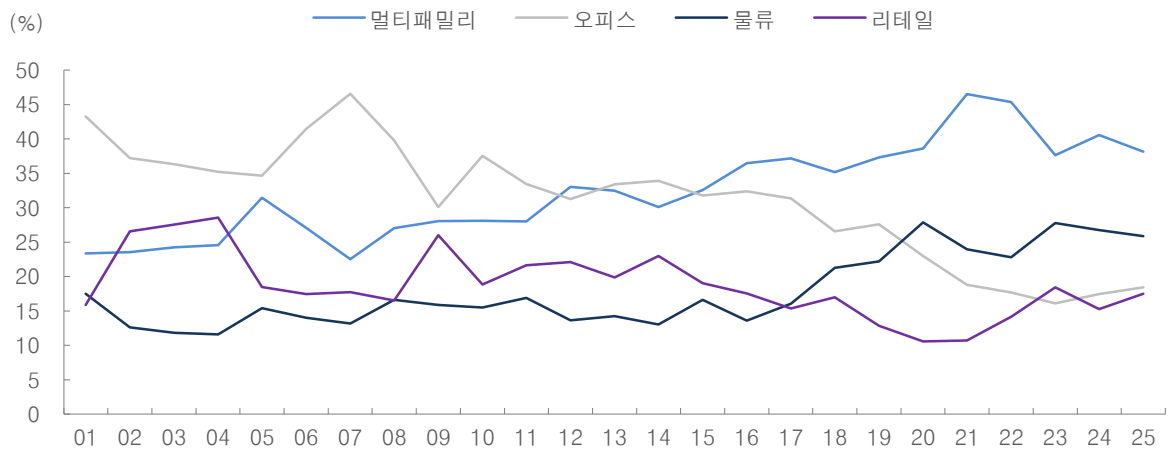
- 거래량은 전반적으로 증가세, 4대 섹터 기준 3,390억 달러로 24년(2,878억 달러), 23년(2,739억달러) 대비 증가한 수치
- 미국 4대 섹터 거래 비중으로 오피스는 22년 1분기 이후 처음으로 18% 수준으로 회복, 여전히 낮은 수준이나 23년 3분기 이후 꾸준히 비중확대
- 26년 거래량은 25년 대비 15~20% 수준의 증가 기대

미국 상업용 부동산 4대 섹터 거래대금 추이



주 : 25년 거래량은 3분기 누적
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 섹터별 거래 비중 추이



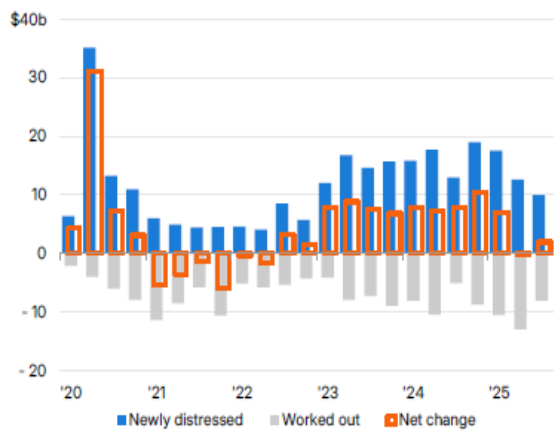
주 : 12개월 누적 기준으로 산정
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용] 상업용 자산 부실 및 대출 현황

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

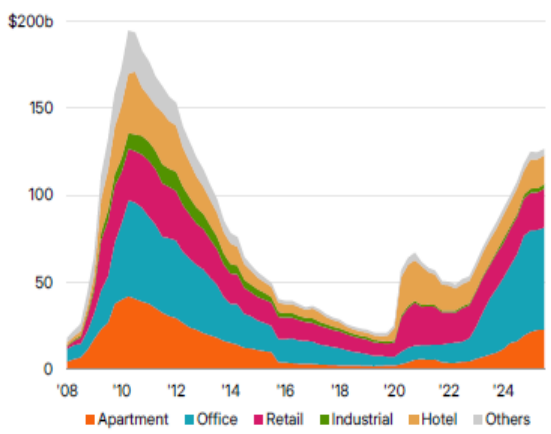
- 25년 3분기 부실자산 총 규모는 1,266억달러로 전년비 191억 달러 증가, 2분기 부실자산이 감소하였으나, 3분기 다시 증가(+19억달러), 증가폭은 최근 3년 평균을 크게 하회
- 오피스의 부실자산 규모가 가장 크나, 전년비 부실자산 증가세는 아파트(+60.7%), 또한 잠재적 부실자산도 전년비 크게 증가(+52.7%), 잠재적 부실 자산 규모는 절대적으로도 아파트가 가장 큼
- CMBS 연체율은 전체 7.46%, 오피스 11.76%, 리테일 6.89%, 멀티 패밀리 7.12%, 호텔 6.07% 수준으로, 리테일, 호텔,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

부실자산 유입/유출



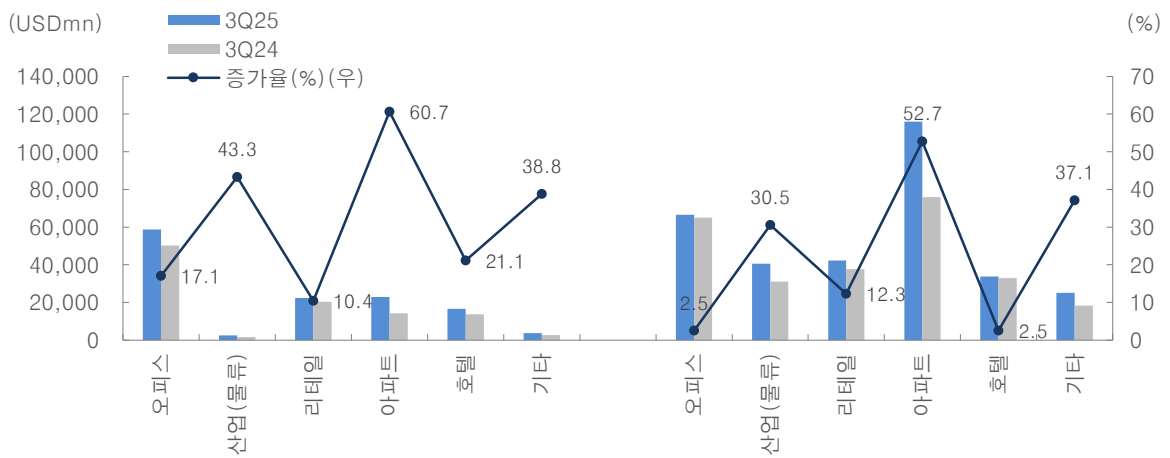
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 추이



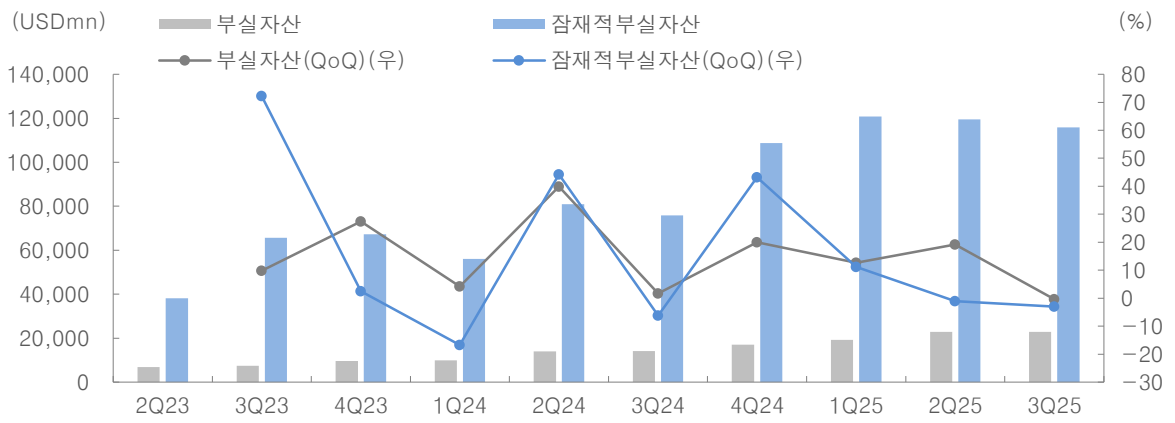
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산(왼쪽)과 잠재적 부실자산(오른쪽) 규모 및 전년대비 증가율



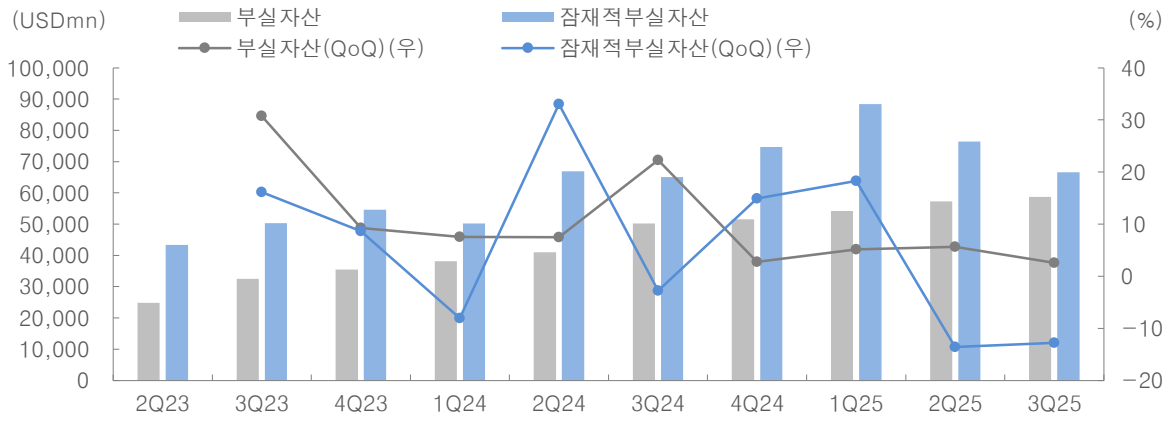
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 및 잠재적 부실자산 추이(멀티패밀리)



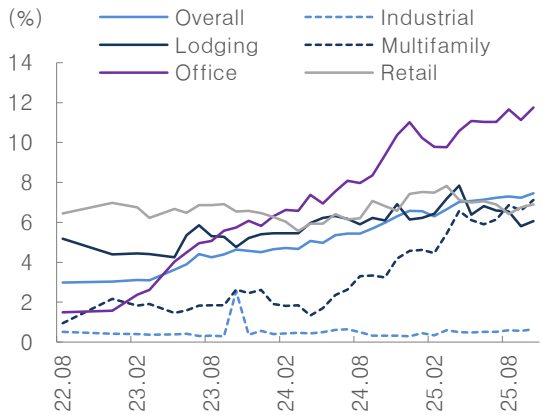
자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 및 잠재적 부실자산 추이(오피스)



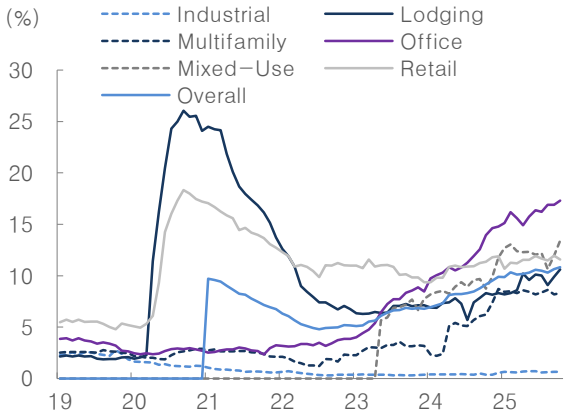
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CMBS 연체율 추이



자료: Trepp, 대신증권 Research Center

CMBS 스페셜 서비스 비율



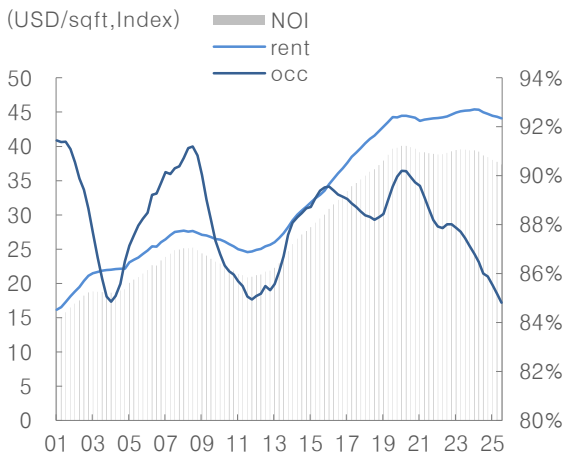
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

[상업용 : 오피스] 투자 지표 회복세, 내용은 K자 회복

CBD 오피스 투자 회복세 지속, 임대 지표 악화 정점이라 판단

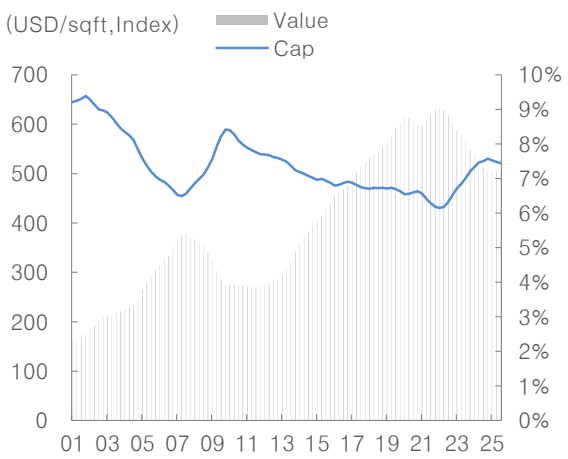
- 25년 오피스 거래량은 3분기 말 기준으로 528억 달러로 23년 연간 거래량(509억 달러)을 크게 상회한 수준이며, 24년 동기 대비 20% 이상 증가한 수치
- CBD 오피스 공실률은 23.15%를 기록하면서 사상 최고치 갱신하였으나, 지표상 자산가치는 저점에서 정체 K자 회복 흐름 지속
- 입지/연식/ 자산별 차별화 본격화 된 해이며, 시장성 없는 CBD 자산의 경우 컨버젼 될 가능성이 높은 상황

오피스 임대추이



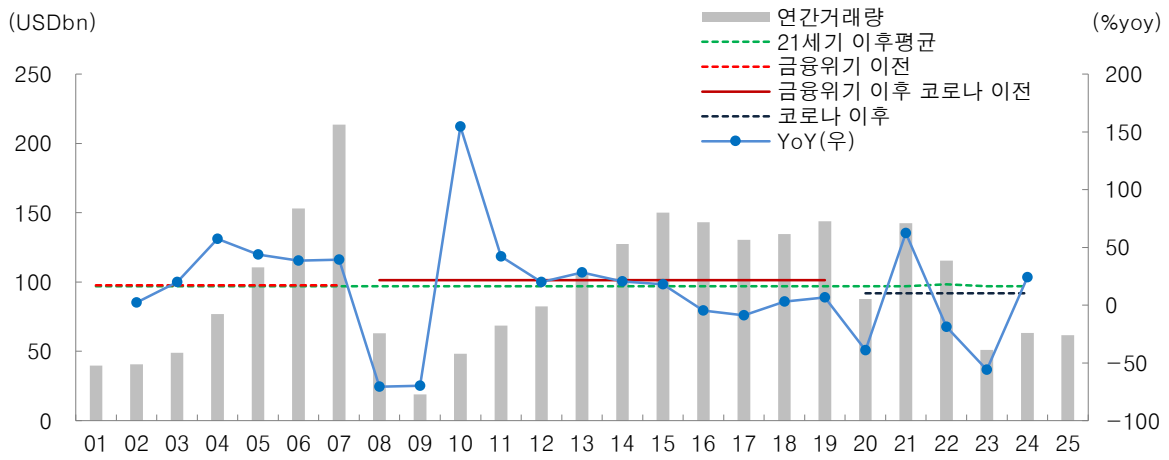
자료: RCA, 대신증권 Research Center

오피스 자산가치 및 가격레벨 추이



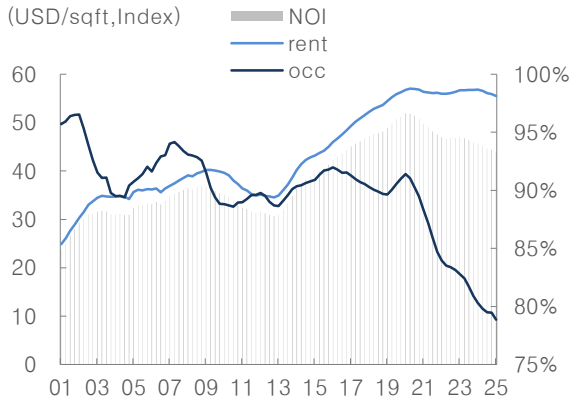
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 오피스 거래량



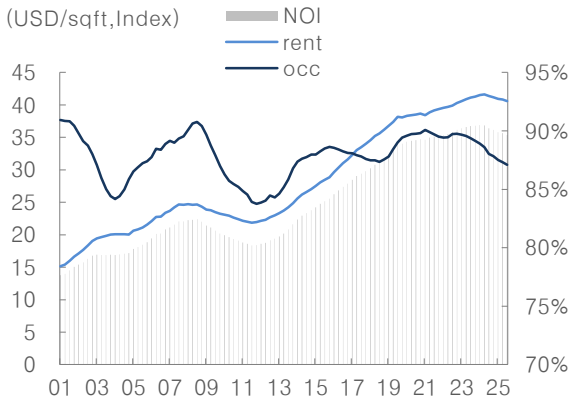
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 임대추이



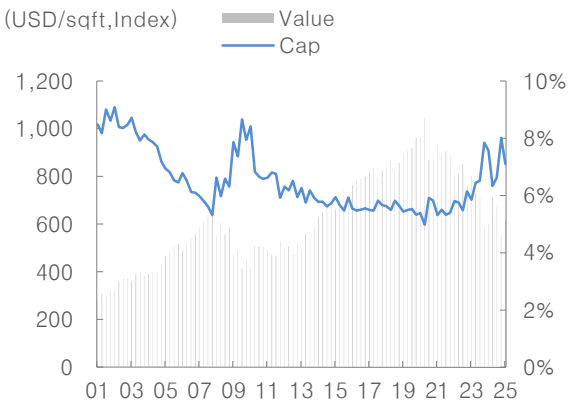
자료: RCA, 대신증권 Research Center

교외 오피스 임대추이



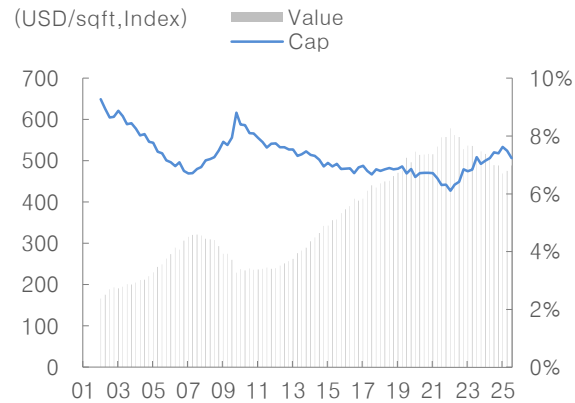
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 자산가치 및 가격레벨 추이



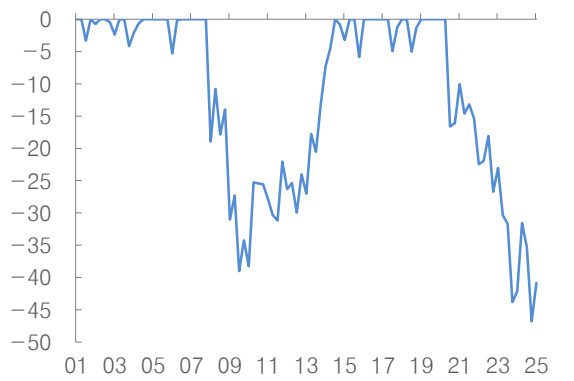
자료: RCA, 대신증권 Research Center

교외 오피스 자산가치 및 가격레벨 추이



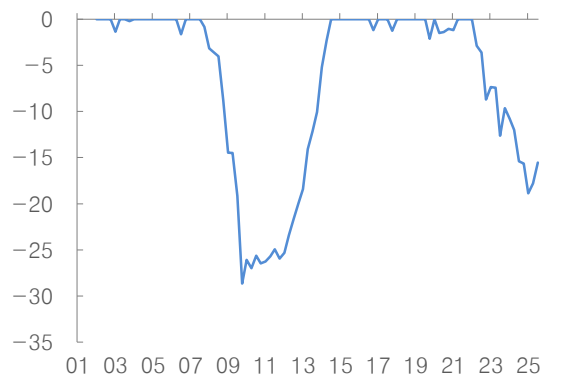
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 MDD



자료: RCA, 대신증권 Research Center

교외 오피스 MDD



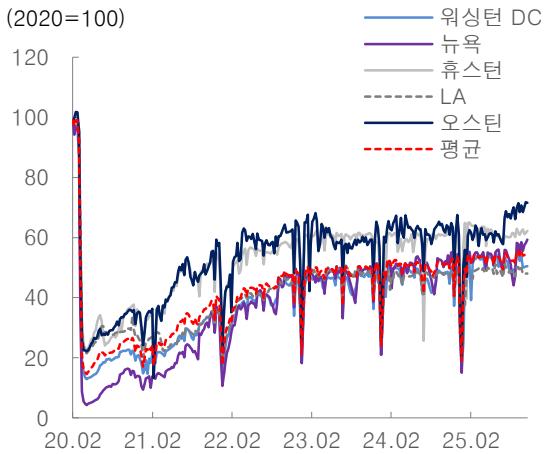
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 : 오피스] 수요의 바닥, 재고의 피크

오피스 복귀 증가가 수요 회복으로 이어지는 상황, 여전히 공실 높으나 K자 회복

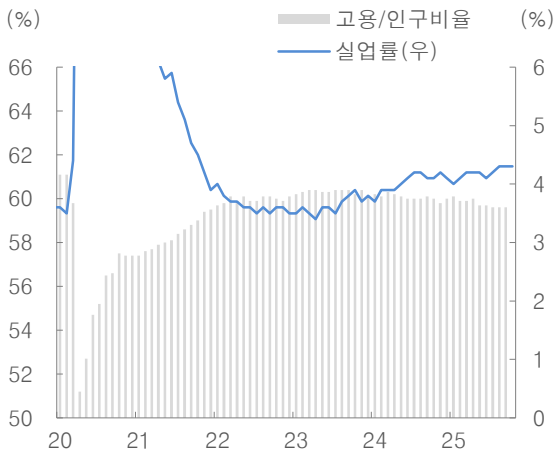
- 오피스 복귀율 정체 장기화의 영향은 자산가격에 충분히 반영된 상황이라 판단되며, 오히려 25~26년은 시장 기대 보다 수요가 증가할 것으로 예상되는 상황
- 최근 들어 오피스 복귀율이 오스틴, 뉴욕 등 일부지역에서 다시 한번 레벨업 하고 있으며, 고용 둔화는 전일 근무 촉진에 기여 기대
- 2년 전 대비 포츈100 기업의 전일 출근 비율이 크게 증가하였으며, 평균 출근일수도 2.8일에서 4.0일로 증가. 이러한 오피스 활용 증가세는 26년에도 K자 회복에 지속 될 것을 시사

오피스 복귀율 추이



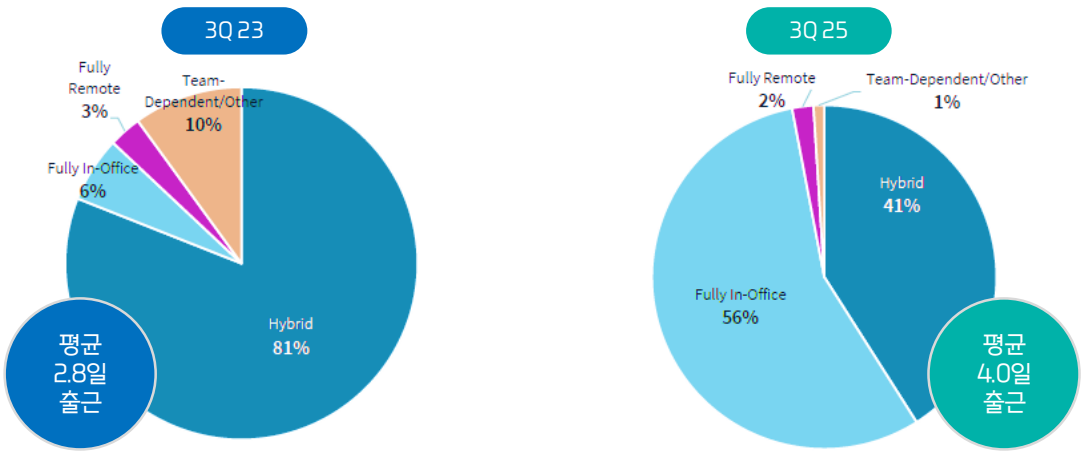
자료 : Bloomberg, 대신증권 Research Center

실업률 및 고용률 추이



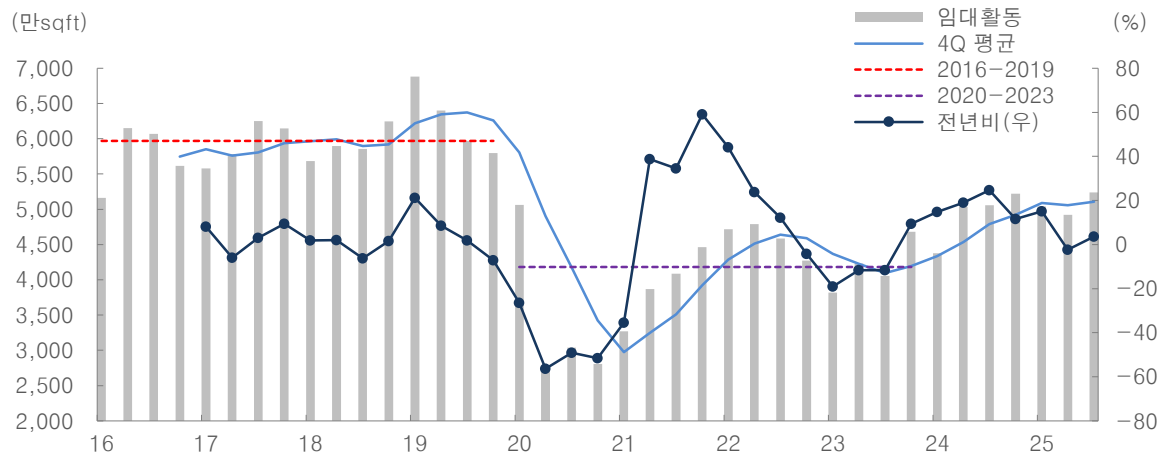
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

포츈 100기업 전일 출근이 2년사이에 크게 증가



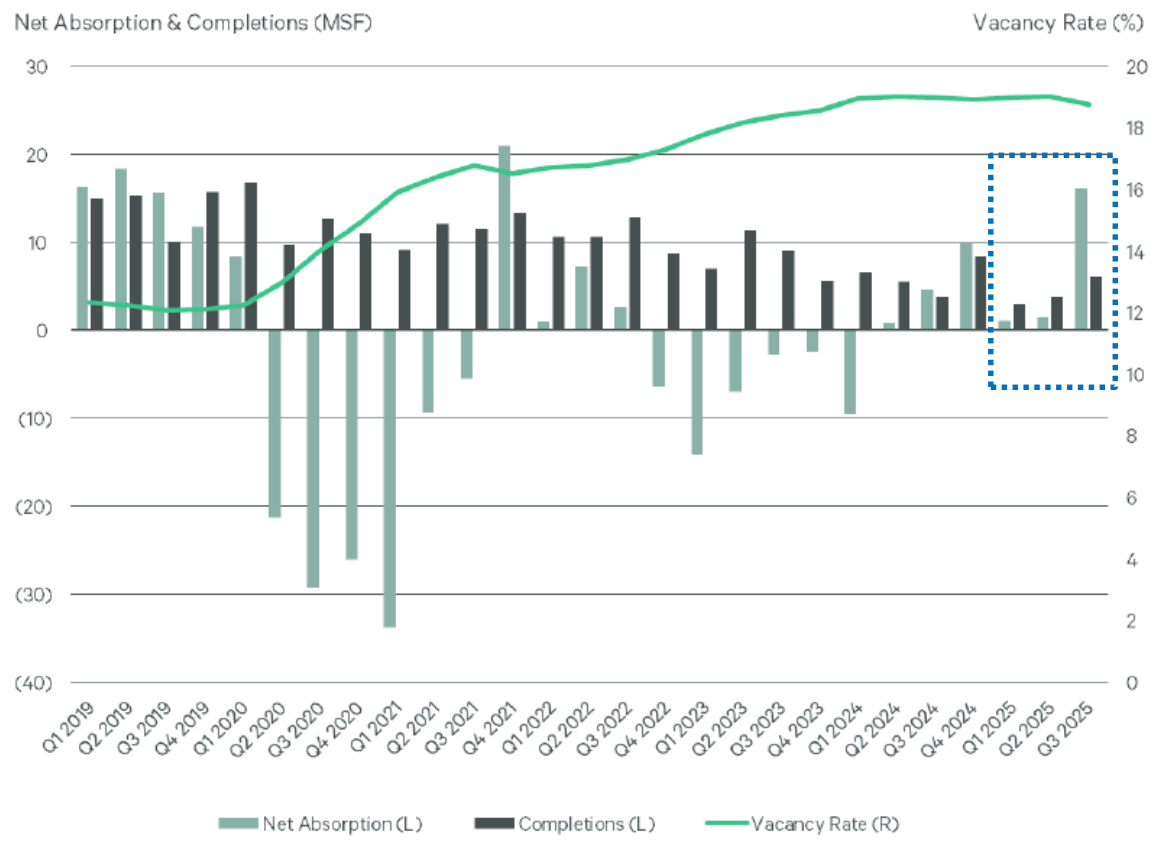
자료: JLL, 대신증권 Research Center

오피스 임대 활동 추이



자료: JLL, 대신증권 Research Center

3분기 크게 늘어난 순흡수와 지속되는 공급 감소로 임대 현황 개선, CBRE 기준 공실률은 19.1%



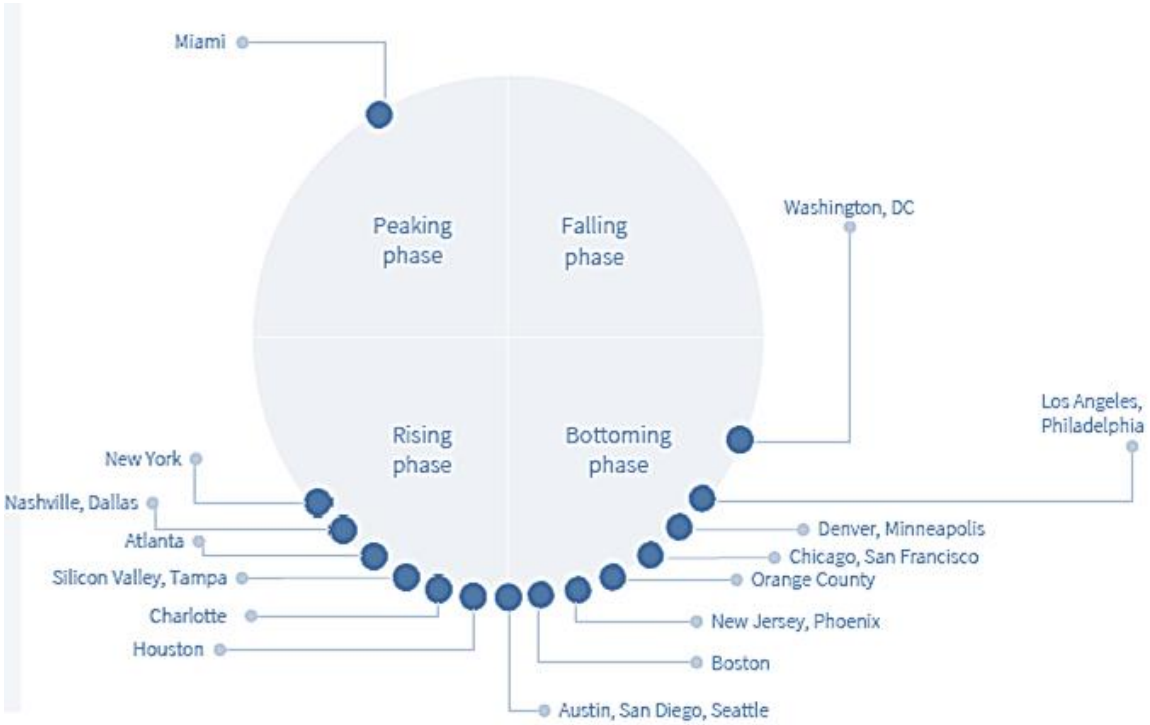
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

[상업용 : 오피스] 뉴욕 회복 주도, 선벨트 안정화, CBD 거래 회복세

K자이지만, 어쩌면 익숙한 그림

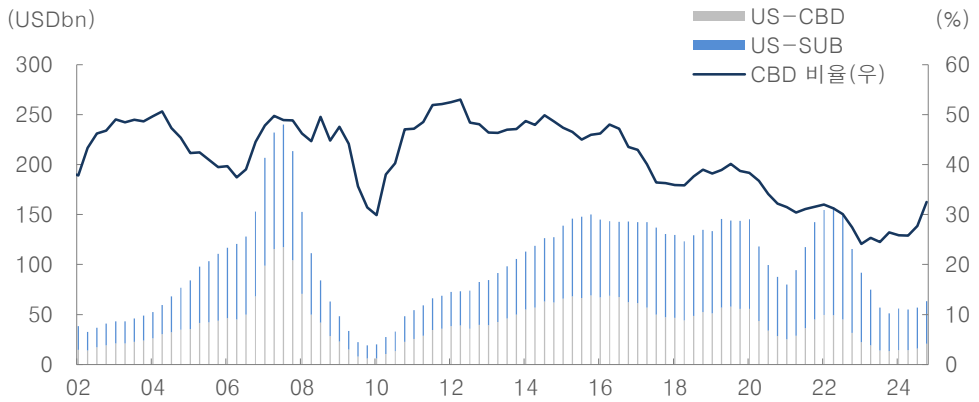
- 텍사스, 플로리다, 노스캐롤라이나, 내슈빌, 애틀랜타 등 선벨트 시장은 오피스 점유 안정화를 주도하고 있는 상황이며, 게이트웨이 시장의 임대활동은 전년비 +15% 증가
- 뉴욕은 연간 누적(YTD) 약 1,000만 s.f.의 순흡수를 기록하며 가장 빠른 회복세(JLL)
- 임대 면적 확장, 신규 공급 제한 상황에서 오피스 임대 시장은 임대인에게 유리한 방향으로 전환되고 있으며, 이러한 흐름은 장기간 지속 될 것으로 기대
- 추가적인 임대 모멘텀이 붙는다면 회복 속도에 탄력이 붙을 것으로 기대하나 그렇지 않는다 하더라도 흐름은 이어갈 것으로 전망

미국 오피스 임대 사이클 위치



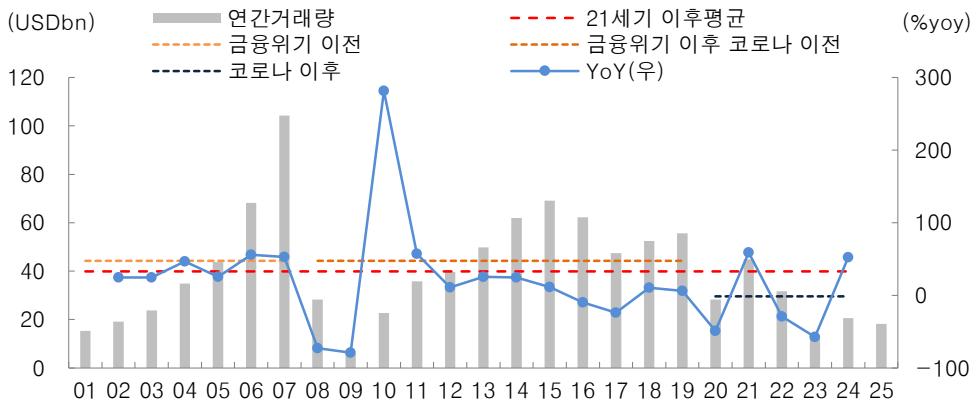
자료: JLL, 대신증권 Research Center

CBD/교외 오피스 거래량 및 비율 추이



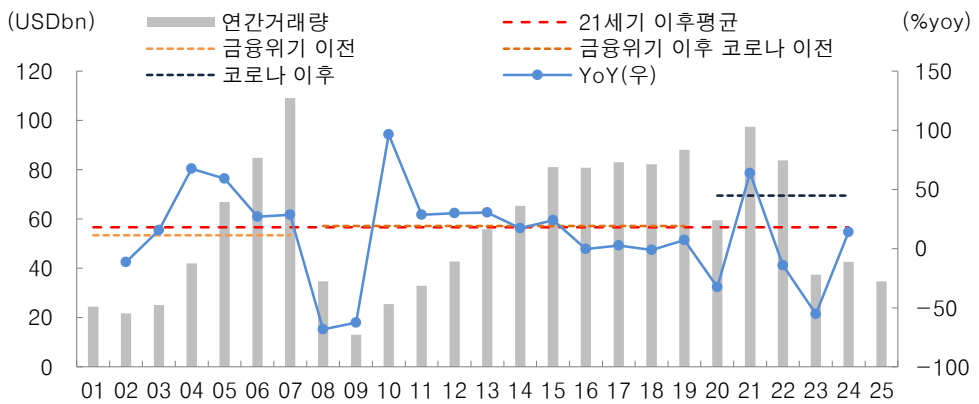
자료 : RCA, 대신증권 Research Center

미국 CBD 오피스 거래량 추이



자료 : RCA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 교외오피스 거래량 추이



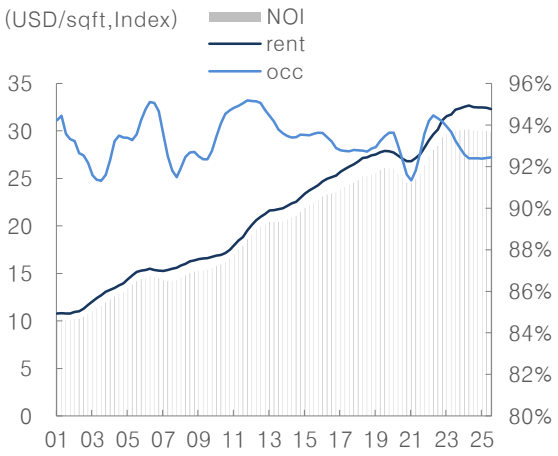
자료 : RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 : 멀티 패밀리] 투자시장 회복세 시작, 낮아진 눈높이

공실 안정화 추세 26년에도 지속 될 것으로 기대, 눈높이 낮아지면서

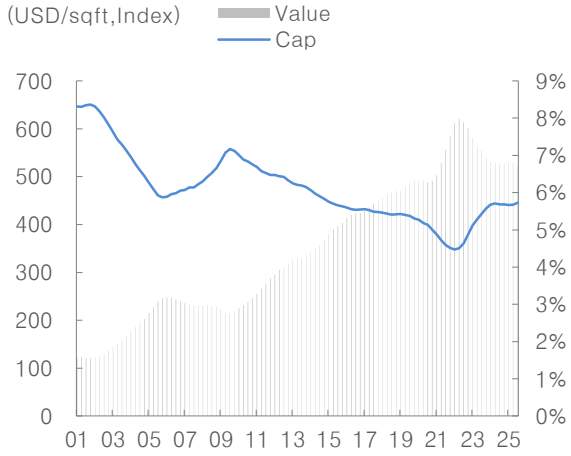
- 공실률 증가하고 있으나, 이는 공급 영향으로 NOI는 정체, 공급 사이클 막바지 이후 25년 하반기 및 26년 상반기에 임대상황 반등 전망, 다만 매크로 영향으로 상승 속도는 둔화
- 다만, 압도적인 투자 선호도로 가장 높은 비중은 지속 될 것으로 기대
- 콘도 가격도 샌프란시스코와 같이 지역이슈가 있는 지역을 제외하면 견조한 흐름을 보이고 있으며, 시카고, 보스턴과 같은 레거시 지역의 상승률이 돋보임
- 투자 선호도 높아 26년 임대 바닥, 27년 임대 성장 고려한 투자 수요 지속 될 것으로 기대

멀티 패밀리 임대추이



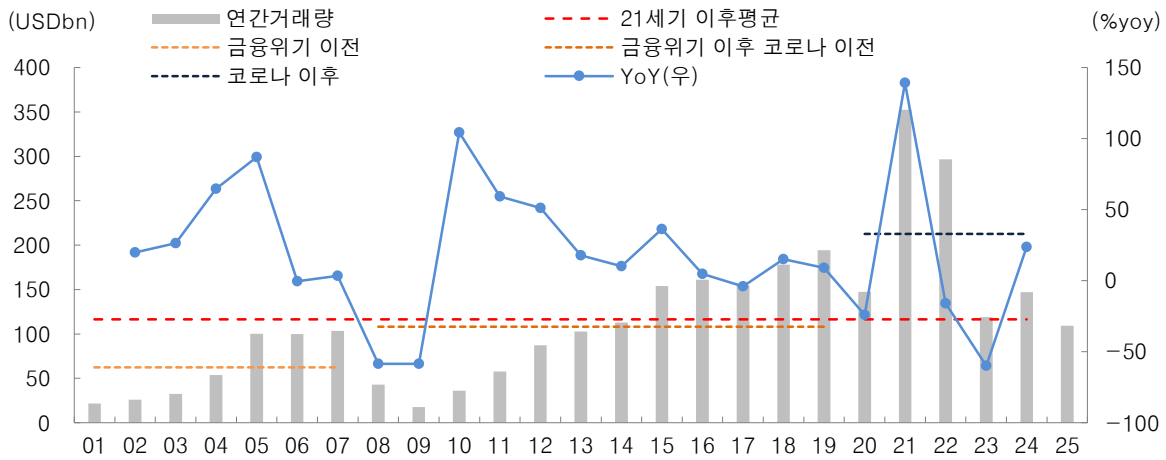
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티 패밀리 자산가치 및 가격레벨 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 거래량 추이



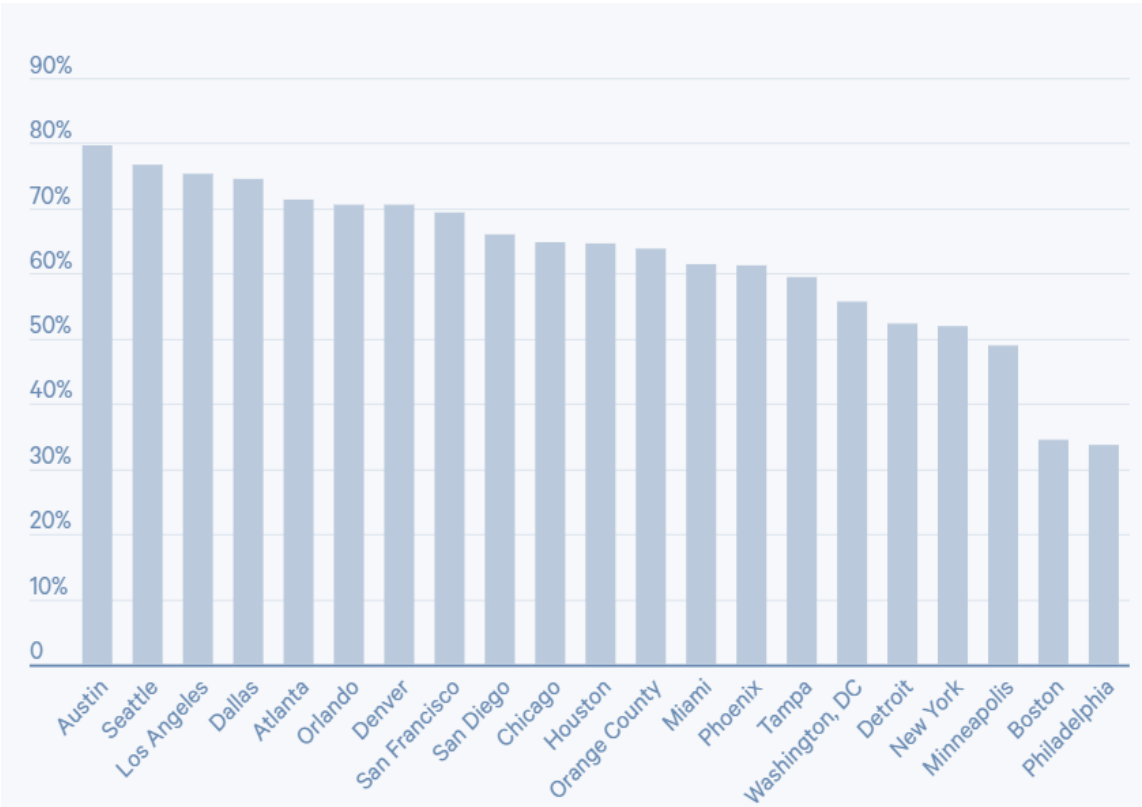
자료: RCA, 대신증권 Research Center

코어 자산 안정화, 밸류애드의 기대치는 소폭 하락

Quarter	Average Annual Rent Growth Underwriting First 3 Years (%)		Unlevered IRR Target (%)		Going-in Cap Rate (%)		Exit Cap Rate (%)		Spread between going-in and exit cap rates (bps)	
	Core	Value-Add	Core	Value-Add	Core	Value-Add	Core	Value-Add	Core	Value-Add
Q3 2024	2.5	3.0	7.75	9.69	4.90	5.16	5.05	5.41	15	25
Q4 2024	2.7	3.0	7.73	9.67	4.88	5.21	5.03	5.37	15	16
Q1 2025	2.7	3.1	7.67	9.59	4.81	5.28	5.00	5.39	19	11
Q2 2025	2.8	3.3	7.70	9.58	4.75	5.20	4.96	5.38	21	18
Q3 2025	2.8	3.2	7.70	9.49	4.73	5.23	4.95	5.38	22	15

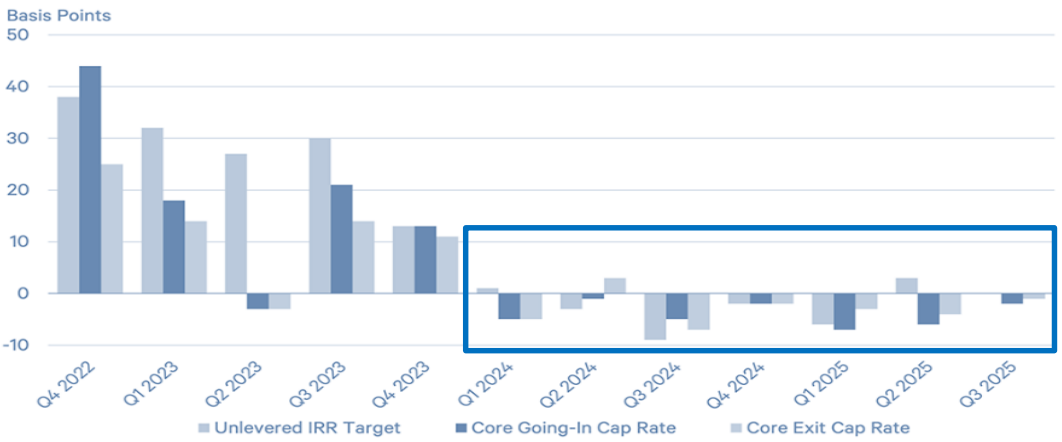
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

연간 다세대 주택 임대료와 고용 증가 간의 상관 관계(1991-2025)



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

낮아진 눈높이, 낮아진 Going-in/Exit Cap Rate



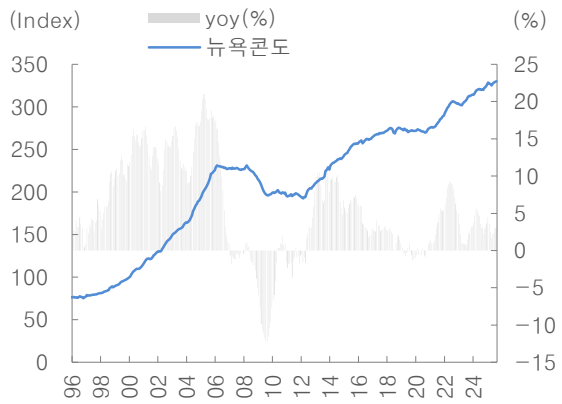
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

2025년 3분기 시장 별 멀티 패밀리 자산 인수 가정 서베이

Market	Average Annual Rent Growth Underwriting First 3 Years (%)		Unlevered IRR Target (%)		Going-in Cap Rate (%)		Exit Cap Rate (%)	
	Core	Value-Add	Core	Value-Add	Core	Value-Add	Core	Value-Add
Atlanta	1.0 - 3.0	2.0 - 4.0	7.50 - 9.00	9.00 - 11.00	4.50 - 5.25	5.00 - 5.50	4.75 - 5.25	5.00 - 5.75
Austin	3.0	3.5	6.25 - 7.00	8.00 - 10.00	4.00 - 4.75	4.00 - 4.75	4.50 - 5.00	4.75 - 5.25
Boston	3.0	3.5	7.00	8.00	4.25 - 4.50	4.50 - 4.75	4.50 - 4.75	4.75 - 5.00
Charlotte	2.7	3.0	8.50	9.25	4.75	5.25	5.00	5.50
Chicago	3.5	3.5	7.50 - 8.00	8.00 - 8.50	5.25 - 5.50	5.25 - 5.65	5.00 - 5.25	5.25 - 5.50
Dallas	2.0	3.0	7.50 - 9.00	10.30	4.00 - 5.00	5.06	4.75 - 5.25	5.55
Denver	2.0	1.5	8.50 - 9.50	11.00	5.00 - 5.25	5.75 - 6.50	5.00 - 5.25	5.75 - 6.25
Houston	3.0	3.0	8.00 - 9.00	10.00 - 12.00	4.50 - 5.00	4.75 - 6.00	5.00 - 5.25	5.25 - 6.50
Indianapolis	3.0	3.0	7.50 - 8.00	9.50 - 10.00	5.25 - 5.75	6.00 - 6.50	5.75	6.50
Los Angeles	3.0	2.75 - 3.00	8.00	13.50	4.25 - 4.50	5.00 - 5.50	4.75	5.25 - 5.50
Miami	3.0	3.0	7.50 - 8.50	8.50 - 9.00	4.50 - 4.80	4.95 - 5.25	4.75 - 5.00	5.00 - 5.25
Nashville	2.0	3.0	7.00 - 8.00	9.00 - 11.00	4.25 - 4.75	5.00 - 5.75	4.75 - 5.25	5.00 - 5.50
New York	3.3	3.5 - 5.0	7.00 - 7.50	8.50 - 10.00	4.75 - 5.00	4.50 - 5.75	4.75 - 5.00	4.75 - 5.00
Philadelphia	3.0	3.0	7.00 - 8.50	8.25 - 9.50	5.00 - 5.50	4.75 - 6.00	5.25 - 5.50	5.50 - 6.00
Phoenix	0.0 - 5.0	0.0 - 4.0	7.00 - 8.00	7.50 - 10.00	4.25 - 4.75	5.00 - 5.75	4.50 - 5.00	5.00 - 5.75
San Francisco	2.0 - 3.0	2.0 - 3.0	7.00 - 8.00	0.00	4.50 - 5.00	4.75 - 5.25	4.75 - 5.25	4.90 - 5.40
Seattle	4.5	4.5	7.00 - 7.50	10.00	4.25	5.00	4.50	5.15
Tampa	3.0	3.0 - 4.0	8.00	10.00	5.00	6.00 - 6.50	5.25	6.00 - 6.50
Washington, D.C.	3.0	3.0	6.00 - 6.75	8.00 - 8.50	4.75 - 5.25	5.00 - 5.50	5.00 - 5.25	5.25 - 5.75
Average	**2.8**	**3.2**	**7.70**	**9.49**	**4.73**	**5.23**	**4.95**	**5.38**

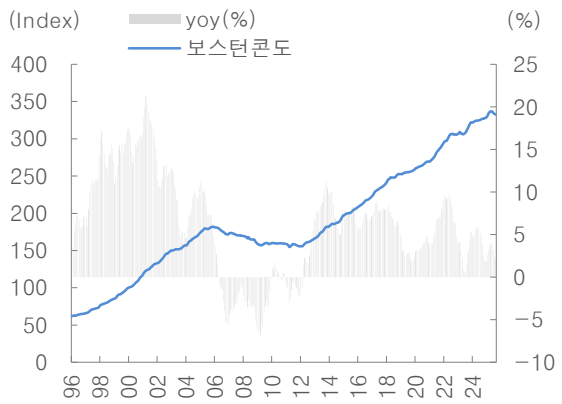
자료: CBRE, 대신증권 Rsearch Center

뉴욕 콘도 가격 추이



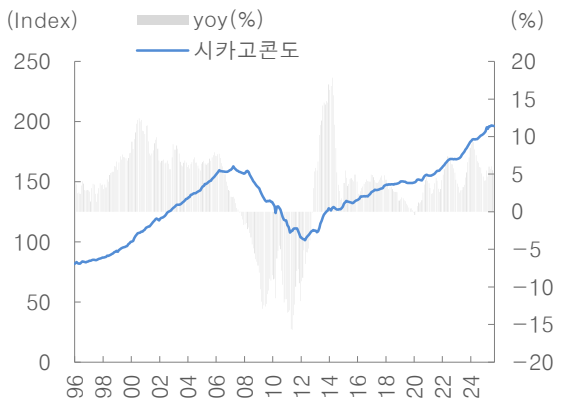
자료: S&P, 대신증권 Research Center

보스턴 콘도가격 추이



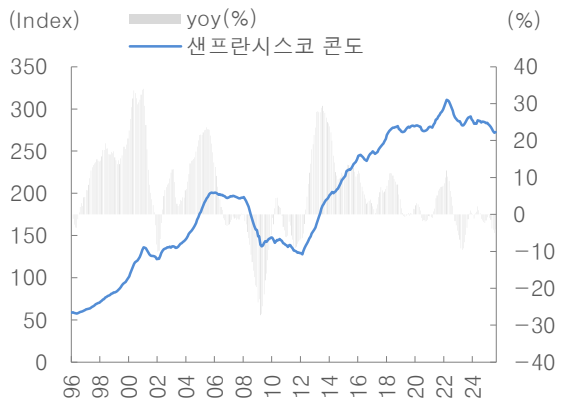
자료: S&P, 대신증권 Research Center

시카고 콘도 가격 추이



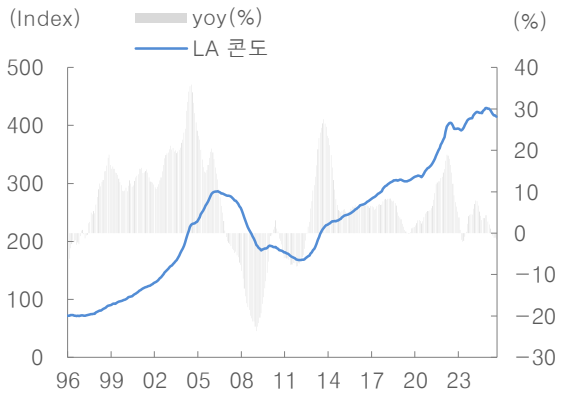
자료: S&P, 대신증권 Research Center

샌프란시스코 콘도 가격 추이



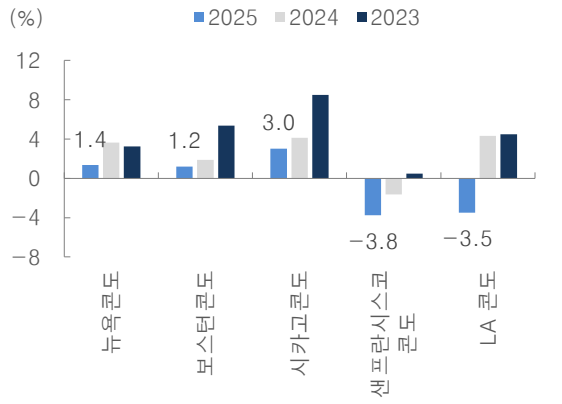
자료: S&P, 대신증권 Research Center

LA 콘도가격 추이



자료: S&P, 대신증권 Research Center

도시별 콘도가격 연간 상승률



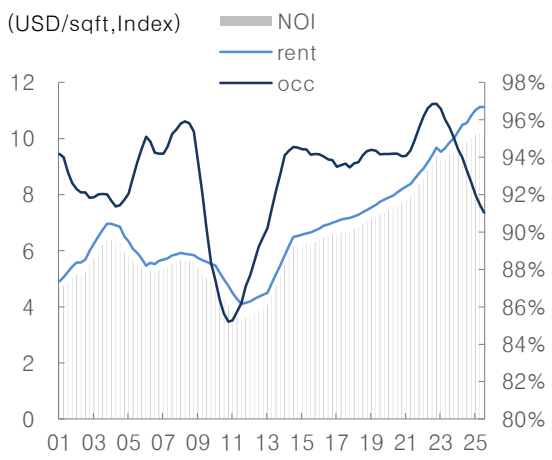
자료: S&P, 대신증권 Research Center

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

이미 높아진 공실, 건강한 수요, 급감한 신규 공급

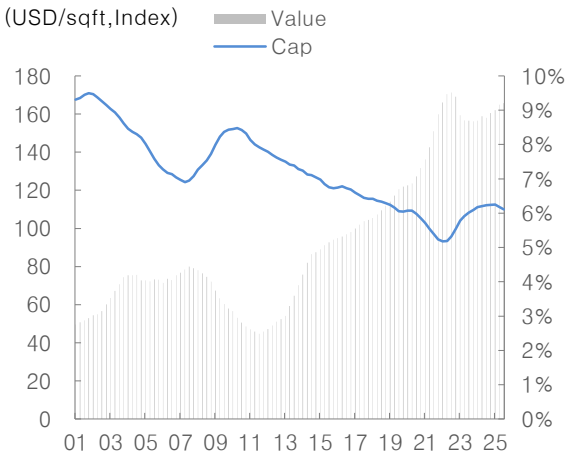
- 산업(물류)섹터는 공급 사이클 지속으로 임대율 하락을 겪고 있는 가운데, 고금리 장기화로 Cap Rate 상승 또한 동반으로 나타나고 있음
- 임대 시장 바닥은 2026년으로 전망 시각은 유지, 이에 더해 이번 하락기 동안 순흡수가 음(-)전하지 않았고, 낙관적인 임대 성장을 바탕으로 한 공급이 공실 증가의 원인인 만큼 공급감소로 인하여 추가적인 임대 악화 상황은 나타나지 않을 것으로 전망
- 3PL, 제조업-리쇼어링 기반 수요 증가가 기대되며, 토지단에서는 데이터센터, 인프라, 리쇼어링 제조업과 경쟁이 나타나 향후 수요-공급에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

산업(물류) 임대추이



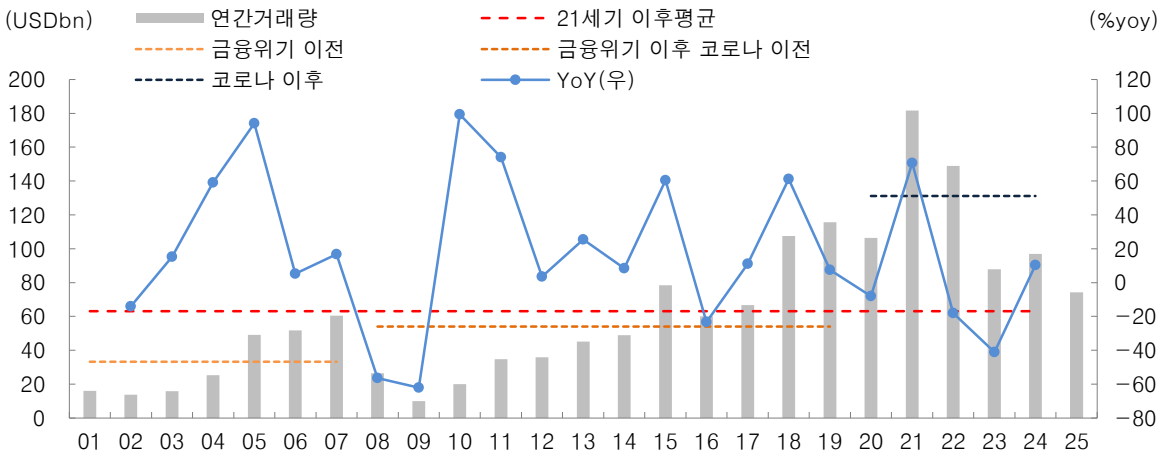
자료: RCA, 대신증권 Research Center

산업(물류) 자산가치 및 가격레벨 추이



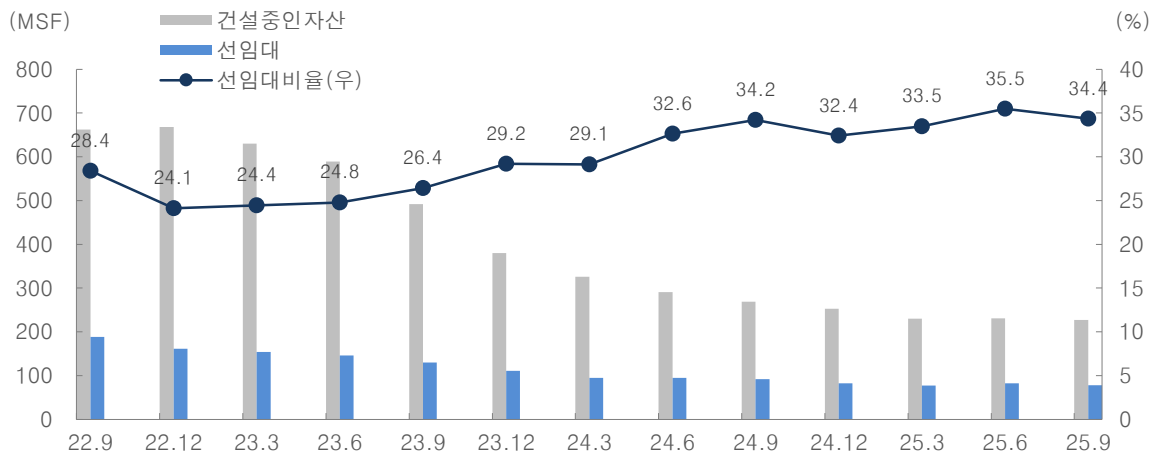
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 산업(물류) 자산 거래 추이



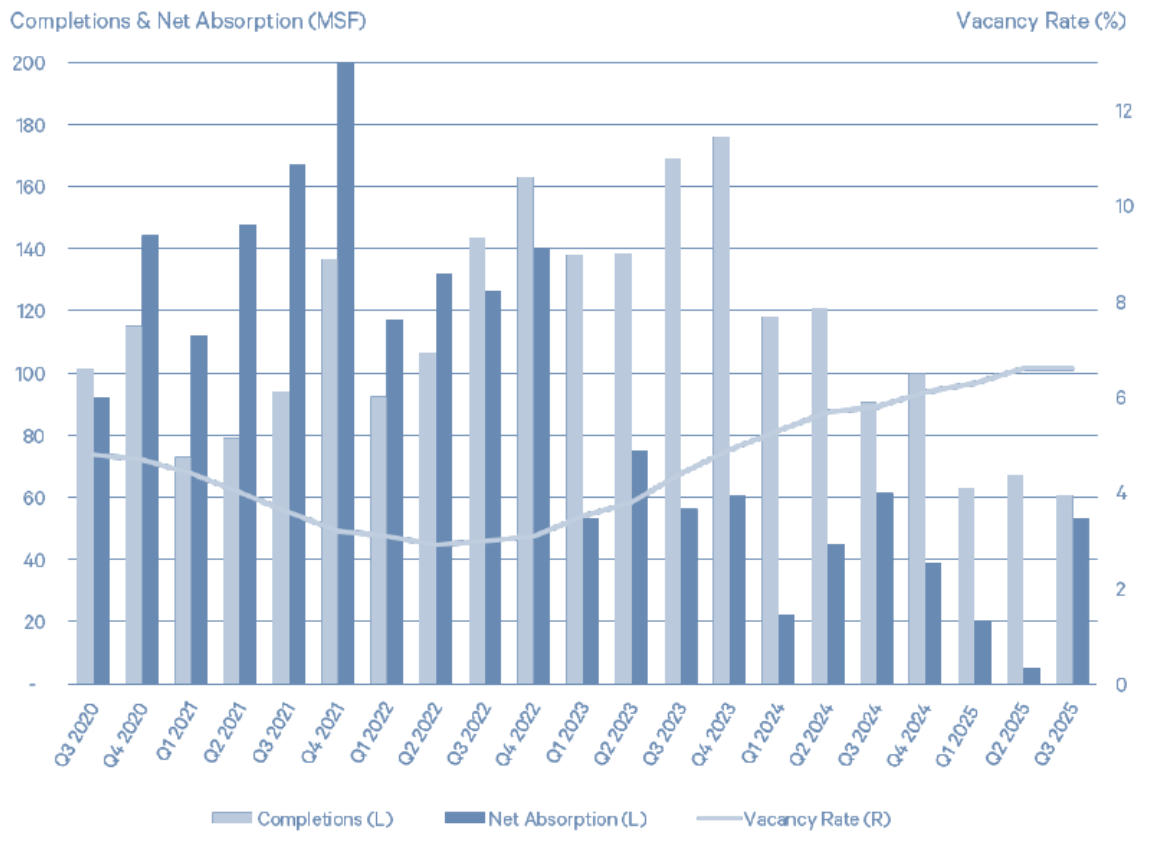
자료: RCA, 대신증권 Research Center

최근 1년간 선임대 비율은 높아지고 있음



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

임대 회복 속도가 강화 되지는 않고 있는 흐름, 공급 감소가 더 눈에 띄는 상황



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

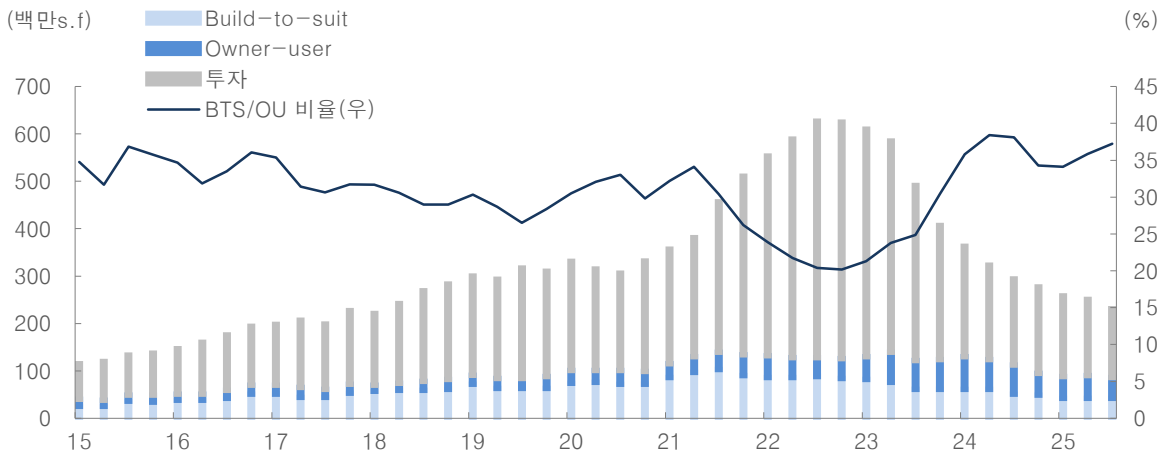
[상업용 : 산업/물류] BTS, 물류 자산의 새로운 트렌드

물류 시장의 투자/임대 패러다임 변화

- 투자 시장에서 FI의 빈공간을 침투한 것은 End-User의 니즈를 반영한 BTS(Build To Suit)와 직접개발, 특히 금리 상승이후 순 FI 대비 BTS/직접개발 비율이 35%를 상회
- 두 자산 모두 선임대가 전제되어 있어 개발 위험성이 낮음
- BTS 자산은 기존 물류 핵심 허브 지역보다는 내륙 유통 허브에 집중되어 있고, 이 지역의 제조시설 기반을 갖고 있는 고객들이 생산/유통 기능을 동시에 수용할 수 있는 시설들을 BTS 개발 및 직접개발
- FI 측면에서도 BTS 자산은 테넌트의 신용도만 담보 되어 있다면, 상당한 CAPEX 투자가 되어 있고 테넌트의 제조시설 등과 가까운 경우가 많아 수익률 할인을 한다 하더라도 리스크가 낮아 펀드레이징이 어렵지 않은 장점이 있음, 이는 장기 렌트 교외 오피스와 비슷한 맥락
- 다만, 2026년 상반기까지는 투자수요에 의한 공급으로 임대료 상승 억제 전망

End-User가 중요해지는 시장, BTS 및 직접 개발 증가비율 증가

구분	일반 물류센터 (Legacy)	차세대 물류센터 (Modern Tech)	비고
층고 (Height)	28~32 ft	40~100 ft	수직 공간 활용 극대화
바닥 (Floor)	일반 콘크리트	초평탄 (Super-flat)	로봇 주행 필수 조건
전력 (Power)	2,000 Amps	4,000~8,000 Amps	전기트럭 충전 및 자동화 설비
독(Dock) 비율	1개 / 10,000 sf	1개 / 5,000 sf	회전율 극대화 (Cross-docking)
주차장	승용차 중심	트레일러/EV 중심	운송 효율성 강조



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

왜 BTS(Build To Suit)인가?

- 기존의 창고(Warehouse)의 경우 전력 확보가 되어 있지 않은 경우가 많고, 최근에는 4,000Amps 이상의 충분한 전력을 확보한 부지의 가치가 데이터센터와의 전력경쟁 심화로 급등,
- 전력이 중요해진 이유는 자동화가 원인인데 AGV/AMR 로봇 구동을 위한 평탄한 바닥과 40피트 이상의 층고가 필수적임
- 이러한 물류센터는 단순한 창고라기 보다는 기업 입장에서는 상당한 시설 투자가 상당히 이뤄진 첨단 시설에 가까움, 이에 더해 콜드체인, 전기차 배터리 등 특수설비 필요한 임차인이 증가하면서 설계단계에서 부터 참여하는 BTS 선호도가 높아짐

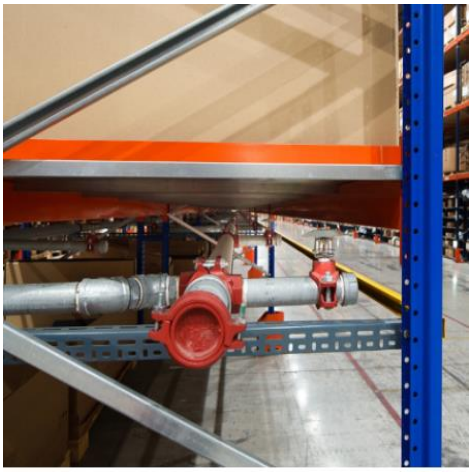
루이지애나 슈리브포트에 위치한 차세대 아마존 물류센터의 Sparrow 시스템

자료: Amazon, 대신증권 Research Center

루이지애나 슈리브포트에 위치한 차세대 아마존 물류센터의 자율주행 로봇 Proteus

자료: Amazon, 대신증권 Research Center

배터리 보관 창고(좌) 보관 창고 랙의 스프링쿨러(우)



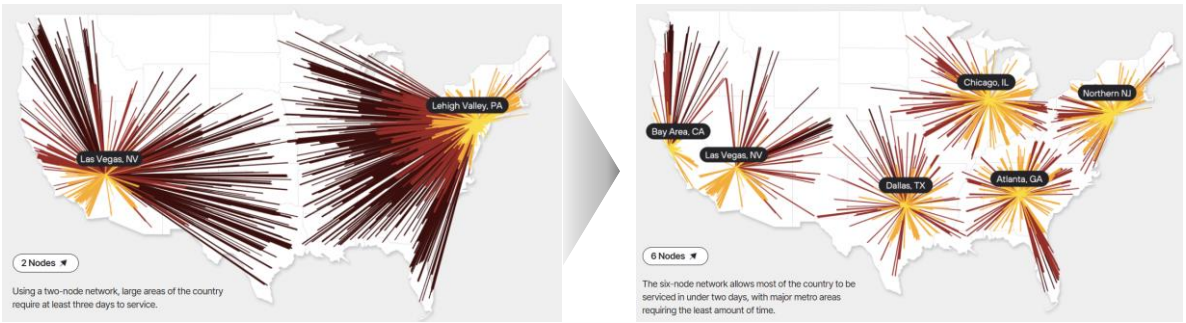
자료: Google, 대신증권 Research Center

[상업용 : 산업/물류] 중소형 임대 수요

물류 시장의 투자/임대 패러다임 변화

- CBRE에 따르면, 100k~300k sqft 구간 임대가 전년 대비 +20.9%로 증가율 1위를 기록한 반면, 70만 sqft 이상 초대형은 거의 안 늘었고, 120만 sqft 이상은 감소
- 3PL, 리테일, 제조, F&B 등 대부분 업종의 표준 크기가 이정도 수준이며, 과거처럼 초대형 허브보다는 중형 거점을 여러 개 두는 구조로 변화
- 아마존의 경우에도 펜데믹 이후 미국을 8개권역으로 구분하여 독립적인 권역구조를 형성
- 또한, 초대형의 경우 자칫 동선 비효율과 같은 상황이 발생할 수 있으나, 미드 사이즈는 운용효율이 높음

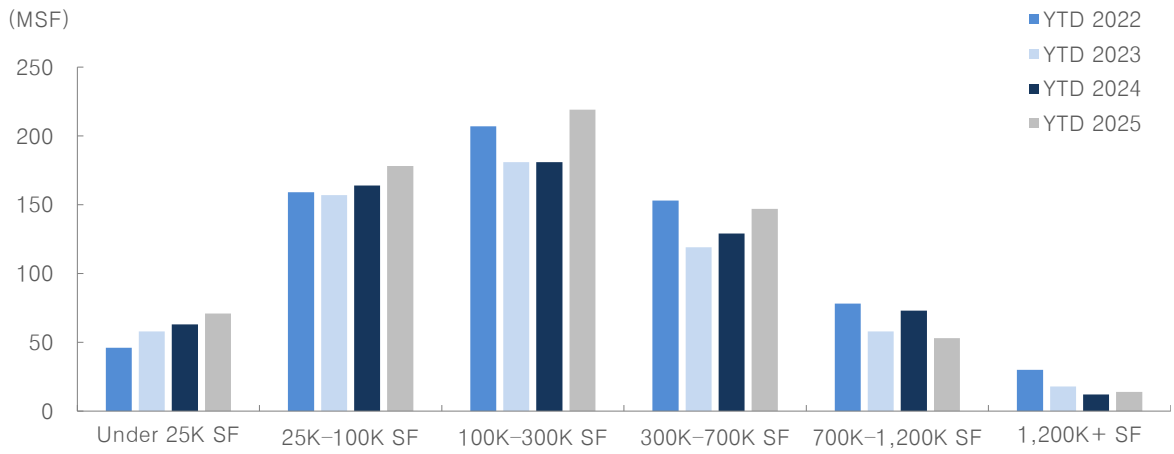
물류 체계 변화와 물류 센터 공간 수요 변화



[전국 핵심 노드 변화로 100k~200k sqft 규모의 물류센터 수요 증가]

자료: Link Logistics, 대신증권 Research Center

미국 물류 규모별 연간 임대 면적 추이



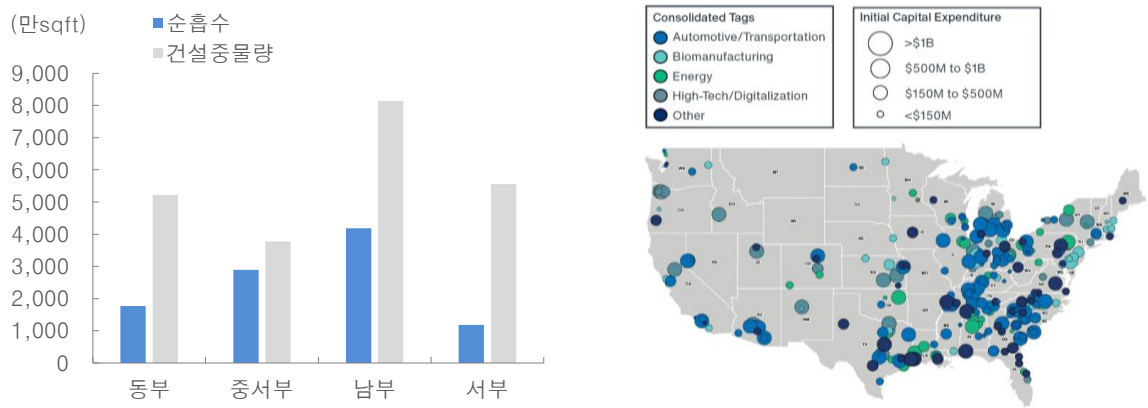
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

[상업용 : 산업/물류] 지역은 남부, 업종은 제조업과 3PL

경기불확실성과 미국 내 리쇼어링 효과

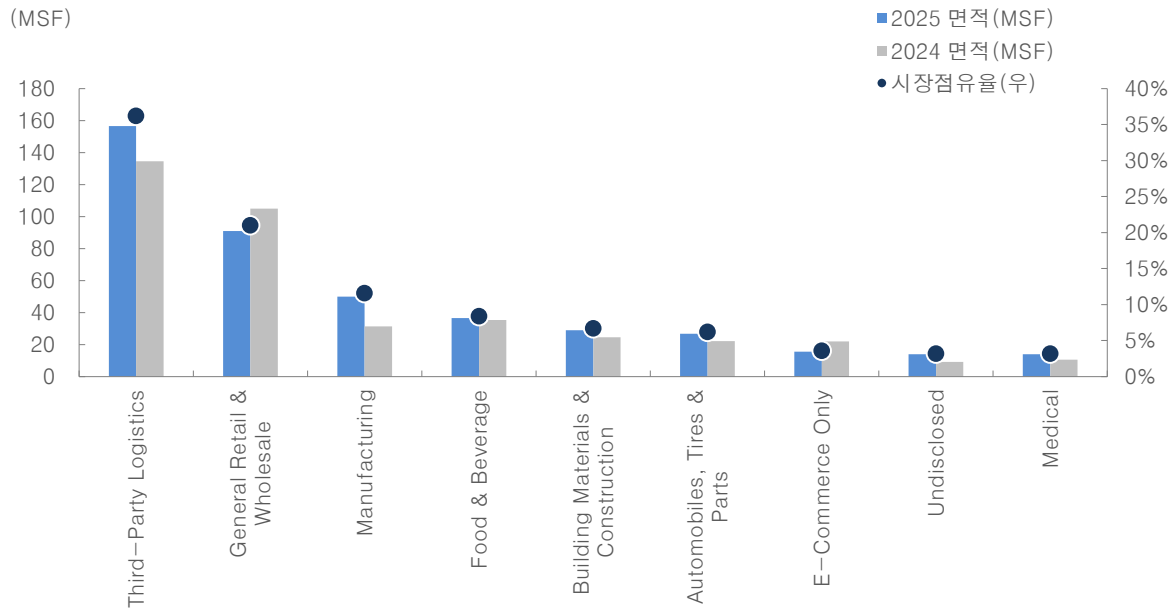
- 남부의 공급은 많으나 수요도 많은 상황, 경기/공급망 불확실성 속에서 유통/풀필먼트를 아웃소싱 하려는 추세가 커지면서 3PL 수요 증가
- 또한, 제조업의 물류 공간 수요가 크게 증가한 흐름
- 리쇼어링-관세전쟁으로 서부보다 남부의 성장성이 더 높을 것이라는 기존 뷰는 유지

남부 공급도 많지만 수요도 많다, 원인은 제조업 리쇼어링



자료: CBRE, 대신증권 Research Center

미국 신규 임대차 산업별 2025/2024 비교



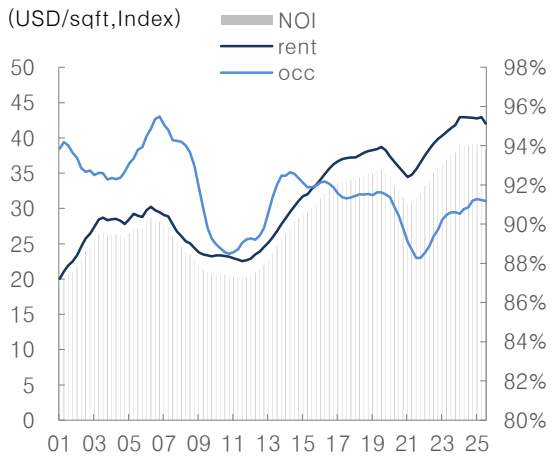
자료: CBRE, 대신증권 Research Center

[상업용 : 리테일] 강해진 임대 펀더멘털로 갈 길 가는 리테일

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

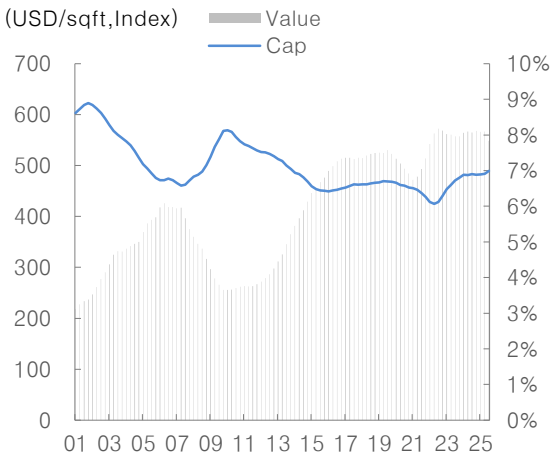
- 최근 분기 순흡수 양(+)전에도 불구하고 2025년 연간으로 순흡수 마이너스(-) 기록 가능성 높은 상황, 일부 체인점 파산으로 1,500만 제곱피트 공실 발생, 다만 공급 리스크가 없는 것이 가장 큰 호재
- 지역/상품 별로 살펴보면 전형적인 K자 회복세 다만 이커머스로 인한 전방산업의 둔화, 경기 둔화 등으로 인하여 견조함을 유지하는 시장과 그렇지 않은 시장으로 이분화
- 연간으로 1%중반대의 임대료 상승률 기대 되나 상품별 지역별로 차이는 클 것으로 예상되며, 넷리스 및 그로서리 앵커드 자산에 투자자들의 수요가 몰릴 것으로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

리테일 임대추이



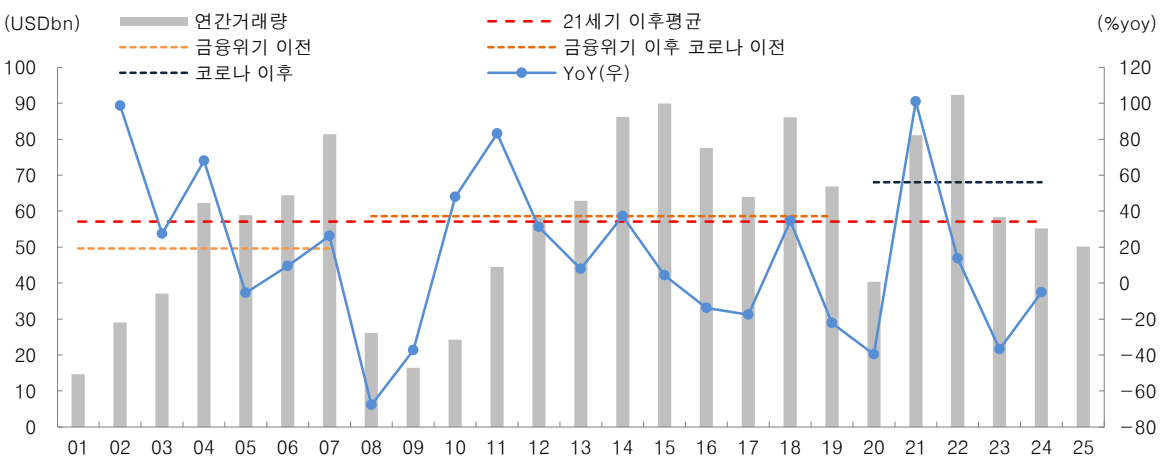
자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 자산가치 및 가격레벨 추이



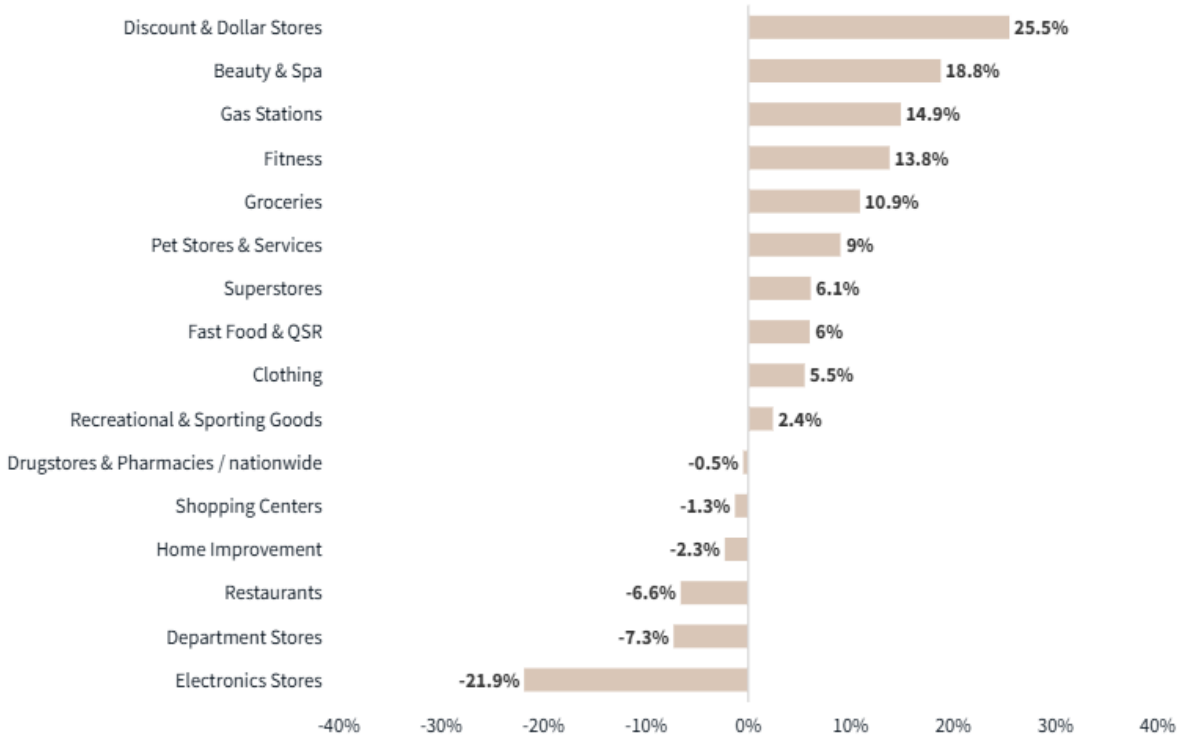
자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 연간 거래량 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

팬데믹 이전 대비 리테일 섹터 별 출입객 비교



자료: JLL, 대신증권 Research Center

Appendix. 미국 부동산

차트/표/그림

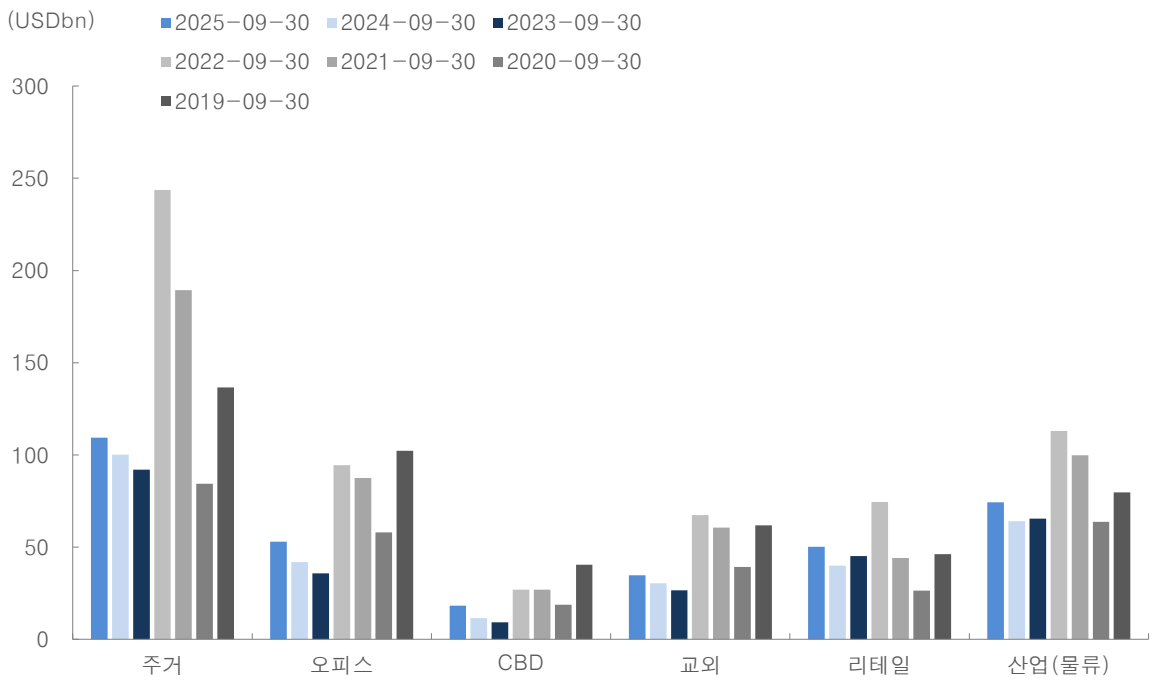
[주거용] 주별 임대료 통제 현황

미국 임대료 통제 관련 정책

- 연방법으로 임대료 인상률을 규제하는 규정은 존재하지 않으며, 주법이나 도시 지자체에서 자체적으로 규제를 하는 형식
- 주 단위로 보면 오리건, 캘리포니아, 워싱턴 등 3개주는 주 단위에서 임대료 상한제를 시행하고 있으며, 20여개 주에서는 주법으로 지방정부의 임대료 통제 조례제정을 막는 규정을 시행
- 캘리포니아의 경우 15년 이내 신축이나 소규모 개인 소유 단독주택 등은 면제되며 대부분 다세대 임대주택을 대상으로 5%+지역 CPI 또는 10% 중 더 낮은 것을 선택.
- 임대인은 연방 보호 대상자를 차별하거나 질병, 모국어, 이민 신분, 외모, 소득원, 또는 재향군인/군인 신분을 이유로 임대료를 인상해서는 안되며, 주법은 또한 세입자가 노조에 가입하거나 다른 보호 조치를 취한 후 180일 동안 보복적인 임대료 인상을 금지함. 또한, 주법은 임대인이 임대료를 인상하기 전에 최소 30일 전에 통지하도록 규정. 임대료 인상률이 10%를 초과하는 경우, 이 의무 통지 기간은 최대 90일까지 연장.
- 오리건주는 미국 최초로 주 단위 임대료 상한제를 도입했으며, 준공 후 15년 이상 주택에 대해 7%+CPI 수준으로 임대료를 통제 했으며, 고물가로 CPI가 14% 까지 높아지자 10% 상한을 도입. 임대료를 인상하려면 집주인은 최소 90일 전에 사전 통지해야 하며, . 세입자가 주 단위 임대 계약을 맺은 경우, 이 통지 기간은 7일
- 워싱턴주는 올해 5월에 임대료 상한제를 도입했고, 연간 인상 폭을 7%+CPI 또는 10% 중 낮은 값으로 제한하며, 제조/모바일 홈은 연간 5%로 제한. 단독주택 임대도 포함하는 것이 특징
- 뉴욕시는 Rent Control(구제도)와 Rent Stabilization(주류 제도) 두 가지가 있으나, 실제로는 Rent Stabilization 대상이 많은데, 추정치로는 100만 가구가 Rent Stabilization 대상. 주로 1974년 이전 준공, 6세대 이상 건물에 적용하며 세제 혜택과 교환조건으로 선택적 참여. 시의 Rent Guidelines Board가 매년 1년·2년 계약별 허용 인상률을 결정 (2025년 기준 1년 1.75~4.75%, 2년 4.75~7.75% 등)

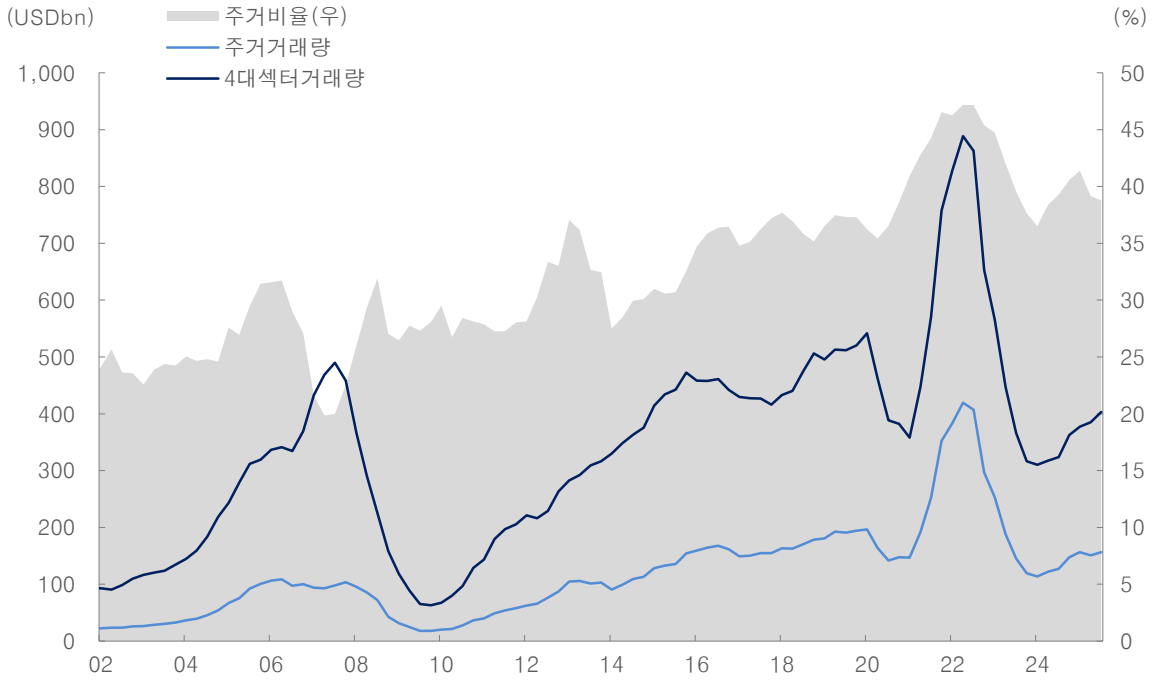
[상업용] 거래대금 추이

3분기 누적 섹터별 거래량 비교



자료: RCA, 대신증권 Research Center

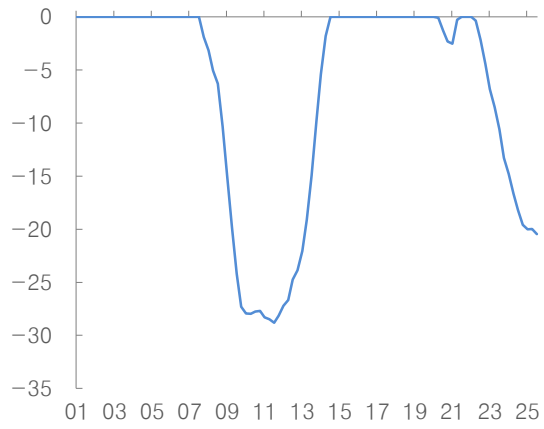
멀티 패밀리의 위상은 여전



자료: RCA, 대신증권 Research Center

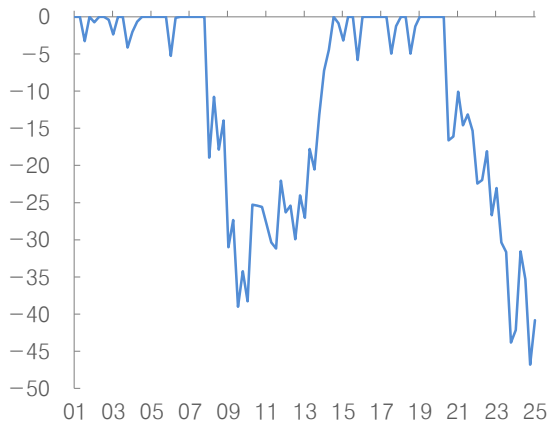
[상업용] 섹터별 MDD(Max Draw Down) 추이

오피스 MDD(Max Draw Down) 추이



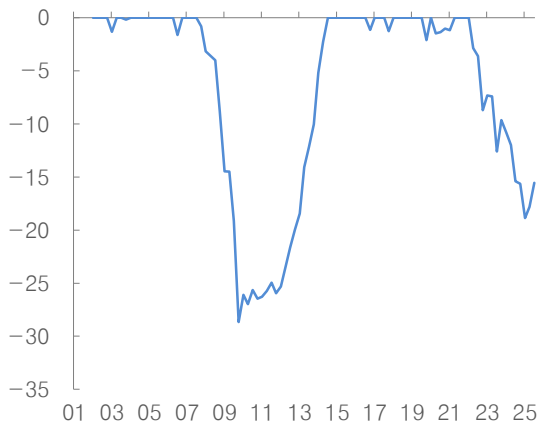
자료: RCA, 대신증권 Research Center

CBD 오피스 MDD(Max Draw Down) 추이



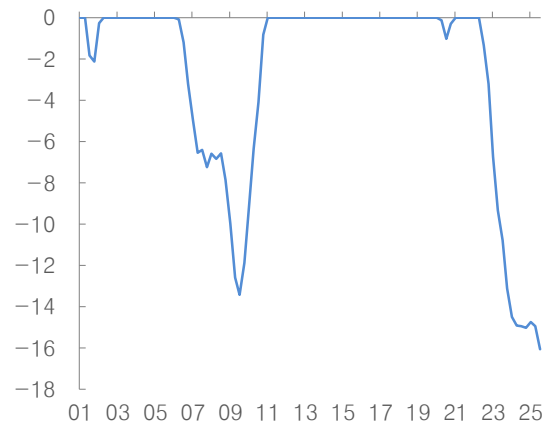
자료: RCA, 대신증권 Research Center

교외 오피스 MDD(Max Draw Down) 추이



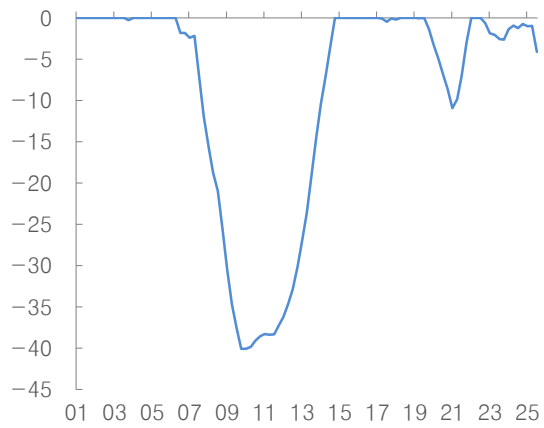
자료: RCA, 대신증권 Research Center

멀티패밀리 MDD(Max Draw Down) 추이



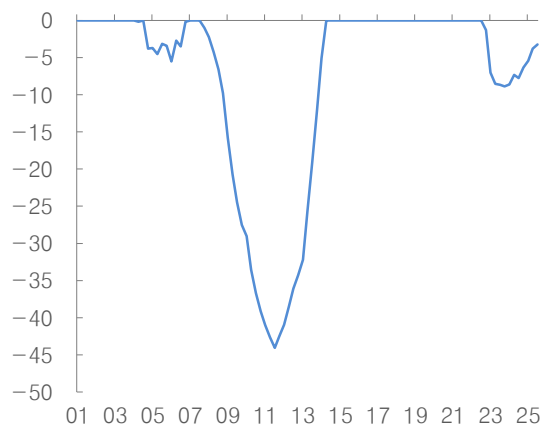
자료: RCA, 대신증권 Research Center

리테일 MDD(Max Draw Down) 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

산업(물류) MDD(Max Draw Down) 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

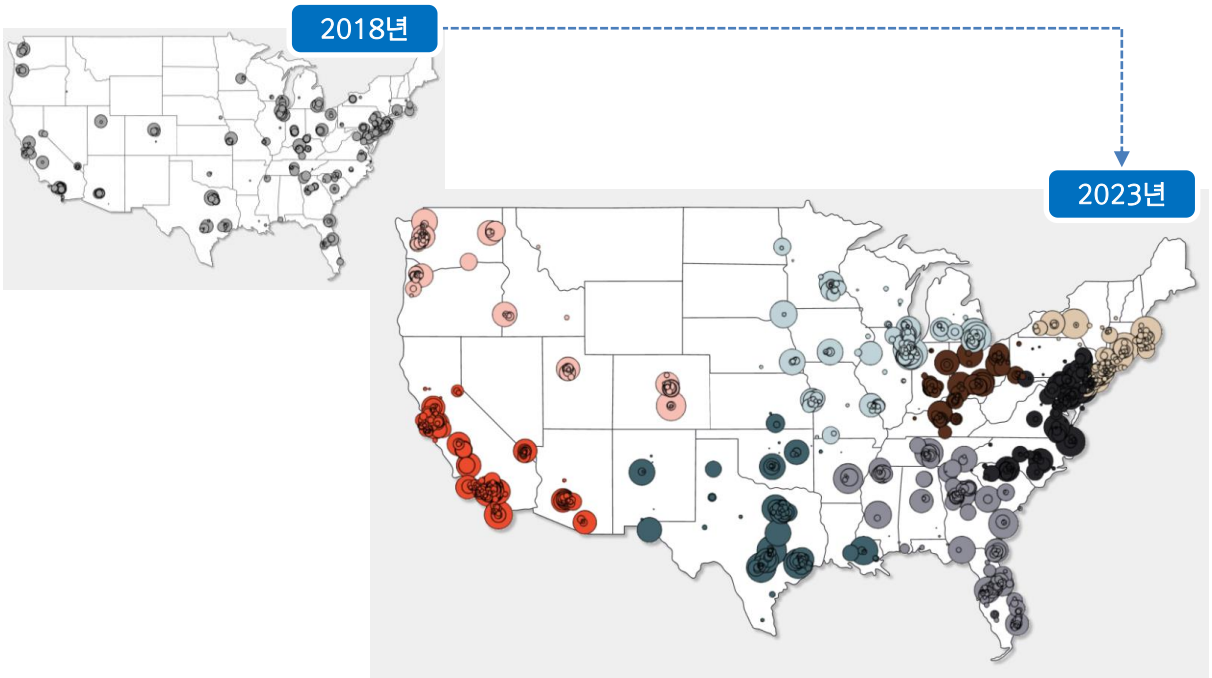
[상업용 : 물류] 아마존 물류센터 사용과 체계 변화

아마존 물류 센터 사용 자산/면적 2018년과 2023년

	Number of Facilities		Total SF, millions		Avg. Facility SF, '000s	
	2018	2024	2018	2024	2018	2024
Southwest	83	231	38	121	456	523
Northwest	31	92	15	46	490	504
Texas	37	137	20	81	541	594
Great Lakes	47	161	27	97	578	605
Midwest	35	95	22	55	627	583
Northeast	39	164	23	76	583	462
Mid-Atlantic	54	159	27	81	502	507
Southeast	52	187	22	106	432	566
Total	378	1226	195	664	515	541

자료: MWPVL, Link Logistics, 대신증권 Research Center

아마존의 전국 물류 네트워크, 7개 권역으로



자료: MWPVL, Link Logistics, 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.