

# SECTOR UPDATE

2026.6

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원  
kyungja.lee@samsung.com



대체투자

2026년 하반기 전망

글로벌 부동산: 부실 정리의 시간

삼성증권

## 부실 정리의 시간

팬데믹과 고금리로 무너졌던 글로벌 부동산 시장은 2024년 금리 하락으로 반등했습니다. 그러나 예상보다 높은 금리가 어지고 고레버리지의 후유증이 잔존하는데다, 구조적인 수요 전환으로 회복 속도는 느립니다. 금리 하락을 기대하고 다수의 대주가 만기 연장 등 유예 전략을 사용해 단기 시장 충격은 줄였으나 결과적으로 시장 정상화는 지연되었습니다.

부실 집중도가 높은 미국 오피스 시장의 공실은 2025년 고점 후 하락세이나 일부 gateway 도시에 국한된 현상입니다. 뉴욕과 샌프란시스코가 대표적이며, 수요 동인은 출근율 회복에서 시로 인한 고용 증가로 급속히 전환했습니다. 이외 다수의 시장은 공급과잉 후유증과 싸우고 있으며 한층 보수적으로 전환한 대주와 협상해야 합니다. 임대시장이 개선되고 있음에도 CMBS 연체율, 압류 등 지표 악화의 이유는 만기 도래 대출 금리가 현재 금리 대비 150bp 이상 낮고, 기존 LTV는 높기 때문입니다. 현재 부실 표면화의 근원은 임차인 이탈이 아닌, 리파이낸싱 리스크이며 2022년 이전과 다른 점입니다. 그간 생존이 중요했던 대주들은 이제 본격적인 부실 해결에 나설 것입니다.

주거 부동산은 밀레니얼 및 Z세대 인구 증가가 수요 동인입니다. 연 200~400만호의 주택이 부족한 현실 속에서 단독주택(싱글패밀리)의 수요 기반은 견고합니다. 후기 베이비부머가 80대에 진입하며 시니어 하우징 역시 고성장이 장기화되고 있습니다. 단, 주거용 부동산은 임대료 인상이 쉽지 않아 비용 효율성을 높일 수 있는 대형 펀드나 사업자가 유리합니다.

New economy 섹터는 금리 변수를 이길 수요 증가로 유망 자산군으로 판단합니다. 물류센터는 공급과잉과 관세정책의 후유증을 극복하고 2026년, 수급 균형에 도달할 전망입니다. 리쇼어링 및 데이터센터의 성장으로 제조 물류 및 비축 수요가 증가하고 있습니다. 데이터센터는 슈퍼사이클에 진입해, 빠른 속도로 대출 및 자본시장의 자금을 흡입하고 있습니다. 전력, 부지, 노동력, 공급망 확보 여부가 주요 변수가 됨에 따라 개발 주체의 검증된 실행력이 투자에 주요소입니다.

유럽은 2024년 금리인하로 미국보다 빠른 회복을 보였으나 2026년 6월, 금리 인상 가능성을 반영해 시장금리가 상승하고 있습니다. 유럽 CRE 대출구조는 미국보다 보수적이었지만 최근 더욱 대출조건을 강화하고 있음에 대비해야 합니다. 유럽 특유의 엄격한 환경규제도 밸류에이션 하락 요인입니다.

진통을 거쳐, 궁극적으로 바닥 확인의 시기에 근접하고 있다고 판단합니다. 동시에 글로벌 부동산 접근 방식은 근본적 전환이 예상됩니다. Capital gain 추구에서 NAV 할인을 축소 및 배당이 접근 방식이 되고 있습니다. 이에 따라 LP구성도 기존의 보험사, 연기금 등 전형적 기관 투자자에서 사모펀드, 디벨로퍼, 실수요(Owner user)로 전환할 전망입니다. 또한 환경 급변기에는 NPL성 거래 및 기회주의 전략의 활용도가 높아집니다. 리파이낸싱 규모가 증가함에 따라 대주에게 더 유리해지는 조건의 대출 투자 기회에 주목합니다.

# EXECUTIVE SUMMARY

## 미국 오피스

- 2025년부터 오피스 공급이 역대 최저로 하락하며 공실은 고점 확인, 맨해튼과 샌프란시스코 등 주요 시장에서 공실 하락세
- 오피스 수요 동인은 출근율 회복에서 SI 연관산업 고용으로 전환, 최근 강한 임대차 활동이 나타나는 도시는 모두 SI 산업 영향력이 큰 곳
- 저금리에 실행된 대출 만기 집중, 2024년 대주들의 만기 연장 및 유예 전략으로 임대료는 유입되어도 리파이낸싱 리스크가 부실 요인
- 대주들이 부실 해결에 나서기 시작하며 하반기 용도 전환, NPL성 거래, 기회주의 전략 증가 예상. 밸류에이션 하락과 저점 확인의 기회

## 미국 주거용 부동산

- 밀레니얼 및 Z세대 인구가 본격 증가하는 시기로 이들이 새로운 주거 수요 형성, 반면 주택 부족분은 200~400만호에 달함
- 멀티패밀리 역시 SI 영향권에 있어, 샌프란시스코는 최대의 반전을 보이고 있으며 거래량 회복. 그러나 임대료 인상 제한은 약점
- 싱글패밀리는 기관의 단독주택 소유 제한 행정명령이 리스크이나 개발(BTR)은 예외 조치, 개발을 통한 임대사업 활성화 예상
- 고려 요소는 운영 효율성. 주거 섹터의 임대료 인상률이 제한적이고 인건비 비중이 높아 역량 있는 Opco 보유 및 규모의 경제 효과가 중요

## New Economy

- 물류센터는 공급 전망이 지속적으로 하향 조정되고 있으며 2023년부터 과거 평균 대비 40% 이상 착공 감소, 2026년 수급 균형점
- 물류센터는 SI 산업 영향과 함께 리소어링 정책 효과로 해안보다 내륙 물류, 판매보다 제조 물류, 비축 물류 수요 증가
- 데이터센터는 슈퍼 사이클. 2024년부터 착공 물량은 4배 이상 증가, 임대료 인상률은 연평균 두 자리수 성장 중
- 전력 및 부지 확보 여부가 투자 검토에 가장 중요한 변수, 대출시장에서는 하이퍼스케일러 임차인을 보유한 데이터센터 CMBS 수요 증가

## 유럽

- 유럽은 2025년 기준금리 인하로 거래시장 반등을 보였으나 6월 금리 인상을 앞두고 위축, 미국과 같은 혁신산업이 부재함도 약점
- 런던은 SI산업 영향으로 임대 활동은 6년 내 최고치이나 장기금리 상승폭이 가장 크게 확대되는 등 금리 압력이 리스크
- 파리는 임대료 부담 상승과 DEET(에너지 효율 규제) 등으로 부진한 거래 시장 전망, 영국 및 독일 대비 낮은 고용 성장
- 프랑크푸르트의 2025년 임대 활동은 2018년 이후 최대치 기록, 은행 중심의 대주 구성으로 낮은 부실률

## 결론

- ① 금리 압력이 높아짐에 따라 극적인 시장 반전 기대보다 부실 자산의 정리에 초점을 맞춰야 하는 시기
- ② 자본이 SI 산업에 쏠리며 전통 부동산에 기관 자금 유입 감소, 사모펀드/디벨로퍼/실수요(Owner user) 목적 거래로 LP 구성 변화 예상
- ③ 부동산 접근 전략은 Capital gain보다 배당 및 NAV 할인율 축소의 전략으로 전환 예상. 낮은 LTV 등 대출 구조의 중요성이 커질 것
- ④ New economy 섹터 외에도 만기의 벽(maturity wall)을 앞두고 대출 투자자에게 더욱 유리해지는 대출 전략에 관심을 가질 필요

자료: 삼성증권

# REPORT

## CONTENTS

---

### 01 미국 오피스 시장: 출구 전략 모색 05p

- 1) 공실: 2025년 고점
- 2) 수요: 출근율 회복에서 AI 산업 고용으로
- 3) Maturity wall: 2025년은 생존, 2026년은 해결이 과제
- 4) 대출시장: 임대료는 수취해도 리파이낸싱 리스크
- 5) 구조조정 시기

### 03 New economy: AI가 미친 영향 32p

- 1) 산업용(물류센터): 2026년 전환점, 여기도 AI가...
- 2) 데이터센터: 전력이 곧 권력

### 02 미국 주거용 부동산 시장: 운영 효율성이 변수 24p

- 1) 수요: Z세대(Gen Z)가 온다
- 2) 멀티패밀리(아파트): NOI 상승 제한적
- 3) 싱글패밀리: 주택 부족분 200~400만호
- 4) 시니어하우징: 후기 베이비부머가 온다

### 04 유럽 부동산: 보수적으로 전환하는 대출 시장 41p

- 1) 금리 인상이 눈앞에
- 2) 런던: 강한 임대 모멘텀, 그러나 장기 금리 급등
- 3) 프랑크푸르트: 낮은 부실률
- 4) 파리: 저조한 임대 활동에 DEET(환경규제) 리스크

PART  
01

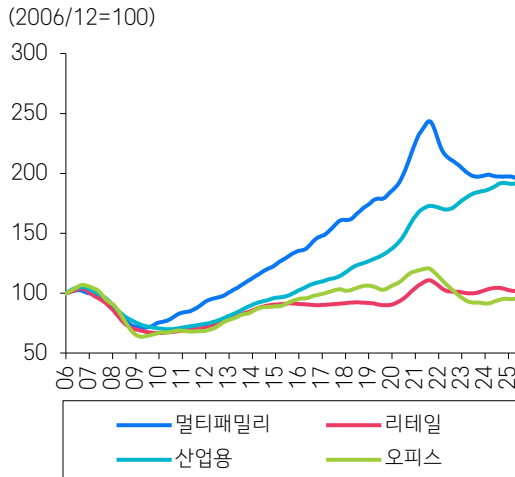
## 미국 오피스 시장: 출구 전략 모색

# 리뷰

## 가격: 부족한 반등

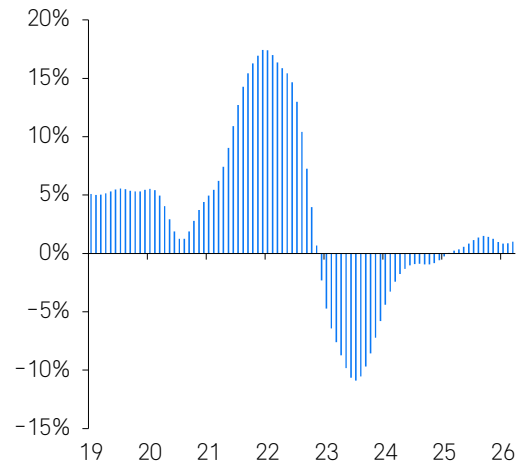
- 미국 상업용 부동산은 2025년부터 가격 반등에 성공했으나 높은 금리, 리파이낸싱 리스크, 관세정책 등 불확실성으로 회복 속도가 느림
- CPPI(상업용 부동산 가격) 지수는 2026년 5월 기준 전년 말 대비 4.1% 상승
  - 멀티패밀리 0%, 물류센터 4.6%, 리테일 3.4%, 오피스가 7.1%의 상승폭 기록. 급락했던 오피스의 반등이 가장 큼
- 2022년 7월 고점 대비 전체 지수는 8.0% 하락한 상태, 멀티패밀리 18.7%, 오피스 18.6% 하락
- Cap rate 재조정 과정을 거쳐 오피스는 7%대로 여전히 높은 요구 수익률. 산업용(물류센터)은 가격 상승세 유지 중이나 2026년 들어 상승폭 둔화

미국 상업용 부동산 지수(CPPI) 상승률



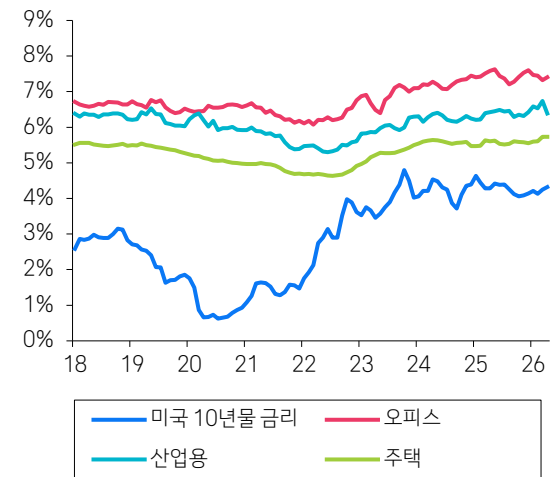
자료: MSCIRCA, 삼성증권

미국 상업용 부동산 지수 YoY 상승률



자료: MSCIRCA, 삼성증권

미국 상업용 섹터별 Cap rate



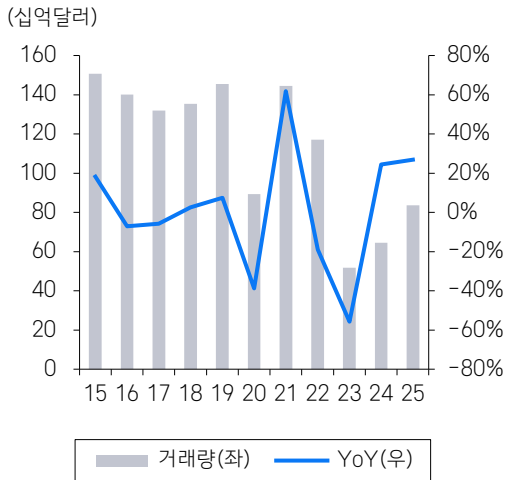
자료: MSCIRCA, 삼성증권

## 리뷰

# 거래 시장: 금리 상승 압력

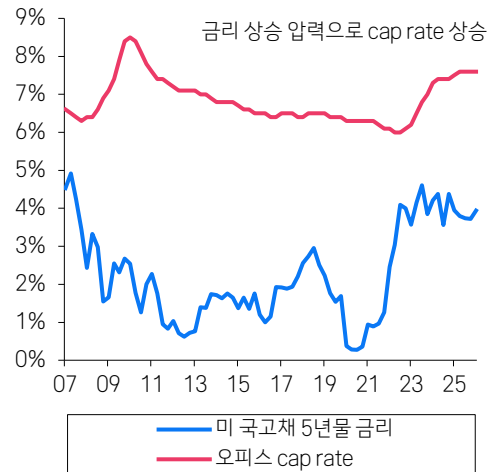
- 2024년, 오피스 복귀 지침과 가격 급락 매력으로 강력한 거래 및 가격 회복을 보였으나 2025년 들어 반등폭 축소
- 2025년 말 기준 오피스 Cap rate 스프레드는 4년 만에 상승세가 멎어 2022년 대비 300bp 확대된 상태
- 거래액 반등폭이 가장 큰 섹터는 오피스이나 전체 거래액에서 비중은 구조적 축소세(팬데믹 이전 30% → 2025년 14.8%)
- 산업용(물류센터)은 꾸준히 20%대를 차지, 시니어하우징, 데이터센터 등 고성장 섹터 거래 비중은 2015년 8.8%에서 2025년 15.9%로 상승

### 미 오피스 거래액



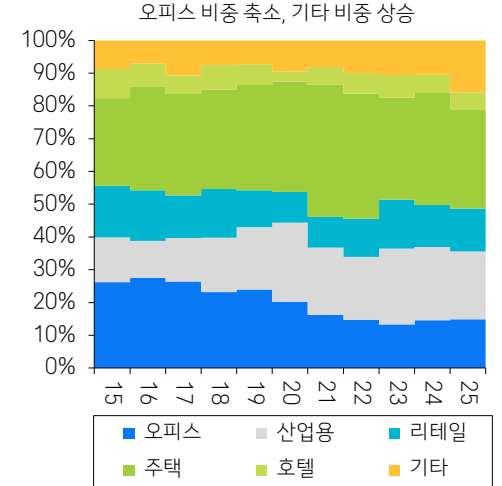
자료: MSCIRCA, 삼성증권

### 북미 오피스 Cap rate



자료: MSCIRCA, Bloomberg, 삼성증권

### 섹터별 거래액 비중

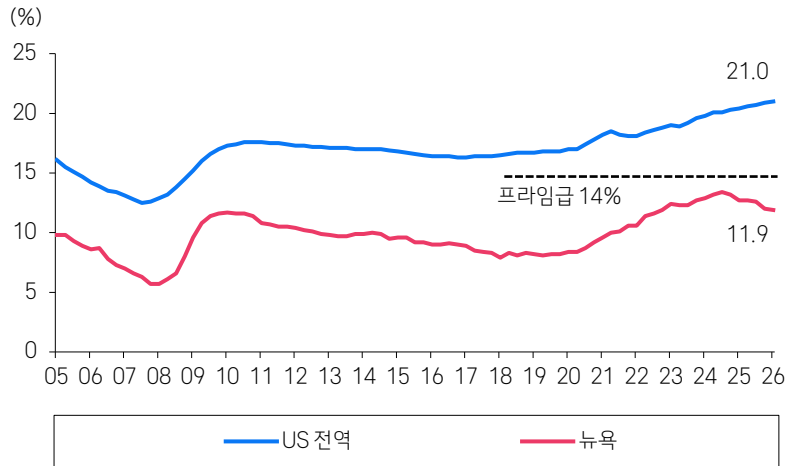


자료: MSCI, 삼성증권

# 공실: 2025년 고점

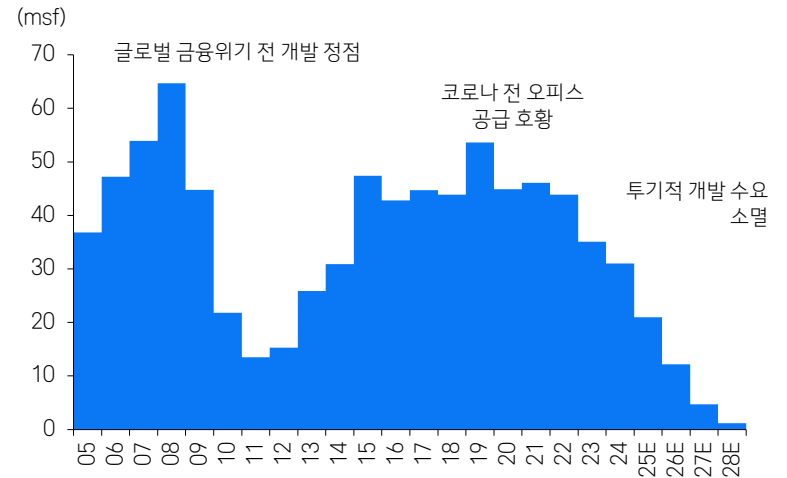
- 2025년 오피스 공급은 13년 만의 최저, 파이프라인 급감으로 향후 공급 감소 지속될 것. 노후자산 멸실 및 주거 전환으로 공급 제거 동시 진행
- 공실률은 선벨트 중심으로 높은 수준 지속 중이나 2025년을 고점으로 2026년 1분기, 전년 말 대비 소폭 하락한 것으로 추정
- 투기적 개발은 소멸, 프라임 오피스 공급 감소로 프라임과 비프라임 자산간 격차 확대. 프라임 오피스의 공실률은 13.6%로 하락세 뚜렷
- 최근 공실률 하락이 빠른 상위 시장은 맨해튼, 샌프란시스코, 시애틀 등 SI 산업 영향으로 고용 확대가 뚜렷한 지역

미국 오피스 공실률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 오피스 공급량 전망치



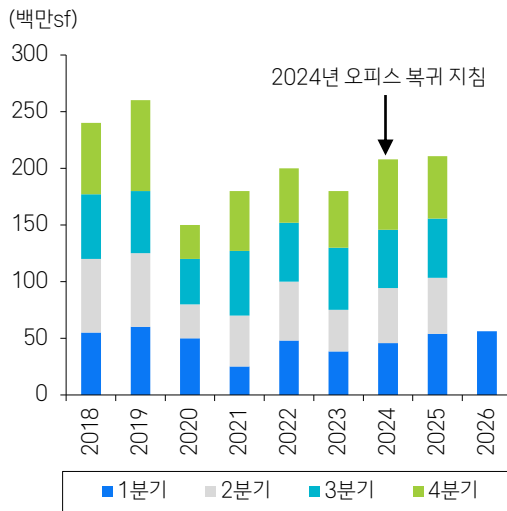
자료: CoStar Group, 삼성증권

## Fundamental check

# 수요: 출근을 회복에서 SI산업 고용으로

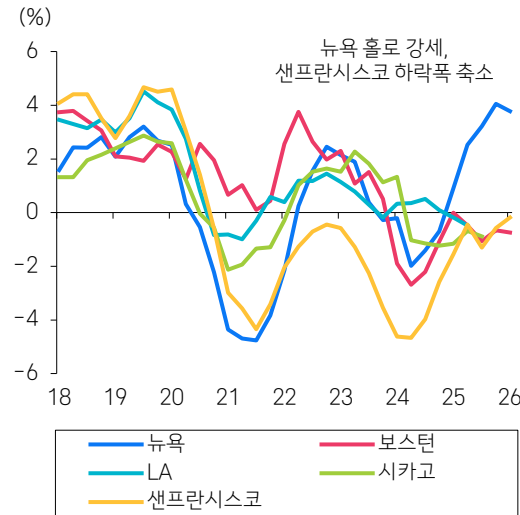
- 오피스 복귀 지침과 가격 매력으로 일부 Gateway 도시의 순흡수면적은 2026년 1분기 기준, 8개 분기 연속 상승세 기록
- 맨해튼, 마이애미 등의 도시는 팬데믹 이전 대비 오피스 출근율이 80% 수준으로 상승. 도시별 회복의 임계점은 80%대로 판단됨
- 그간 수요 동인은 대부분 고용 증가보다 사무실 복귀 압력에 의한 것이었기에 2025년 하반기부터 임대차 활동은 다소 둔화
- 2026년 들어 맨해튼, 샌프란시스코, 마이애미 등에서 강력한 임대차 활동이 나타남. 이들 지역의 공통점은 SI 산업 영향력에 따른 고용 증가
  - 맨해튼은 SI 산업 발전 영향으로 FIRE(금융, 보험, 부동산) 성장, 샌프란시스코/달라스/마이애미는 SI 산업 발달

### 미 전역 오피스 임대차 활동 실적



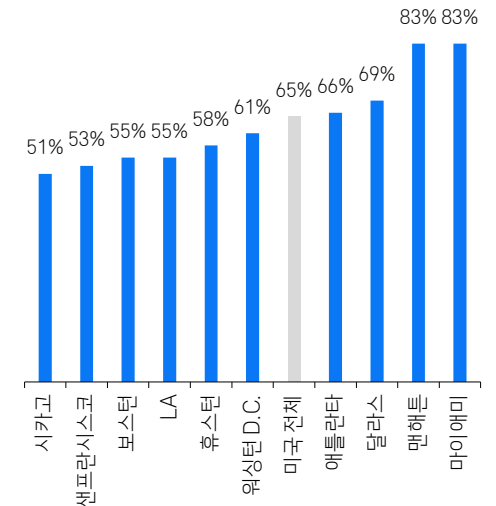
자료: JLL, CBRE

### 주요 도시별 임대료 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

### 지역별 오피스 방문율(2025년 기준)



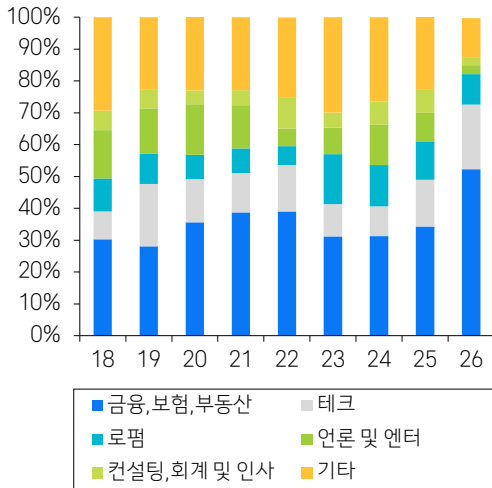
참고: 2020년 1월 대비 수치; 프라임급 오피스 대상  
자료: Savills, 삼성증권

## 지역별 분석

# 맨해튼: FIRE(금융, 보험, 부동산) 임차인 복귀

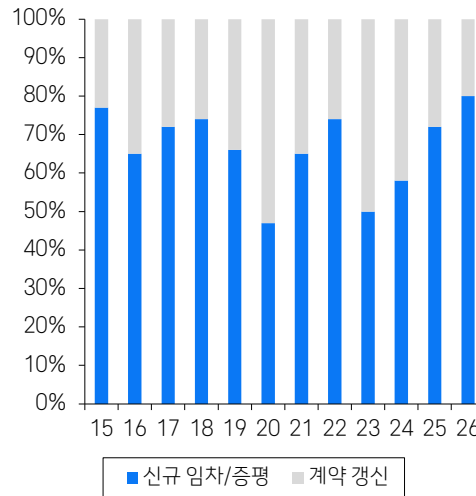
- 맨해튼은 가장 강한 회복을 보이는 오피스 시장. 1분기 기준 공실률은 11.2%(CBRE)로 역대 최저 수준. 프라임급은 2.9%로 사실상 만실
- 임대차 활동은 전역에서 가장 활발하며 평균 임대료도 6년 만에 최고 속도로 상승
- FIRE(금융, 보험, 부동산) 업종의 임대 활동 비중은 52%로 상승, 금융업은 가장 비싼 공간을 임차하며 시로 금융 산업 확장, 대형 임차인 복귀
- 다음으로는 테크 업종 임대 활동 비중이 높으며 2019년 이후 최대 수준
- 임대 계약 갱신 비중이 하락하고 신규 임차 및 확장(증평) 비중 급증. FIRE 업종이 이를 주도하며 테크 및 로펌도 주요 수요로 작용, 모두 AI 산업 영향

뉴욕 오피스의 임차인 구성



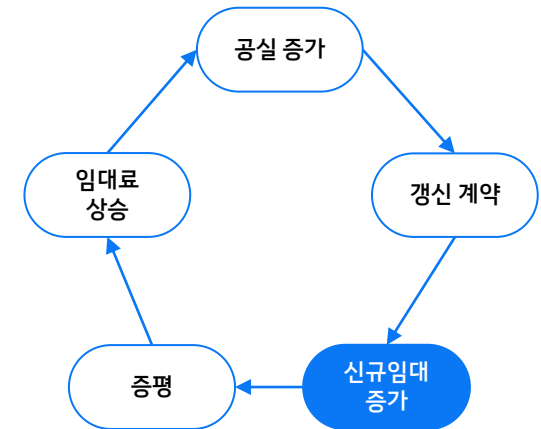
자료: Avison Young

뉴욕 오피스 임대차 활동 구분



자료: Avison Young

맨해튼 오피스 시장 사이클



자료: 삼성증권

## 지역별 분석

# 맨해튼: 트로피에셋 부족, 밸류어드성 거래

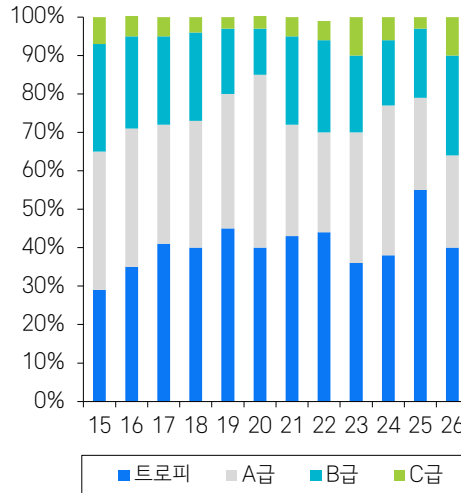
### 2024년부터 주요 오피스 거래 사례

전략 구분	자산	위치	매수자	목적 및 현황
용도 전환	1740 Broadway	Midtown Manhattan	Yellowstone Real Estate	Blackstone 디폴트 후 CMBS 특별관리 편입, Yellowstone이 70% 할인 취득 후 주거전환. 이후 2024년 deed-in-lieu로 재매각
밸류어드	Two Park Avenue	Midtown	Haddad Brands	오너유저 매입. 어메니티 개선으로 일부 임대, 2024 최대 거래
용도 전환	180 Water Street	Lower Manhattan	Vanbarton Group	B급 오피스 저가 매입 후 주거 전환
용도 전환	Pfizer Building 219-235 (50%)	Midtown East	Metro Loft	주거 전환 개발, Midtown 최초 대형 전환 사례
밸류어드	366 Madison Avenue	Midtown(Grand Central 인근)	Sioni Group	57% 할인 매입 후 밸류어드 전략 추진
밸류어드	Broadway Scholastic Building	Soho(오피스, 리테일 복합)	Empire State Realty Trust	어메니티/공용공간 추가로 밸류어드(공실 해소). 리츠의 B급 자산 개선 전략

자료: 언론 보도, 삼성증권

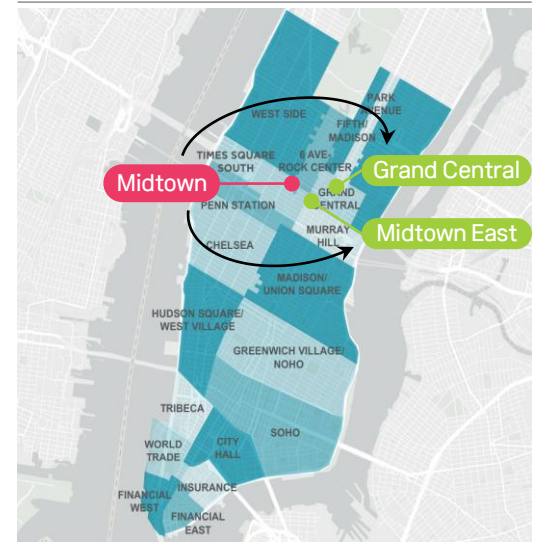
- 맨해튼 내 핵심인 파크 애비뉴, 미드타운에서 강력한 임대료 상승. 수요 강세는 이를 넘어 Midtown East, Grand Central 등 주변 A급 자산으로 확산
- 트로피에셋 공급 부족으로 최근 B, C급 자산 여러 개를 묶어 밸류어드하는 전략 확산
- 뉴욕 오피스의 거래에서 등급별 비중에서 트로피 자산 비중 감소, B, C급 증가. 트로피 자산이 빠르게 임대 소진된 결과

### 뉴욕 오피스의 자산 등급별 거래 비중



자료: RCA

### 맨해튼 지도



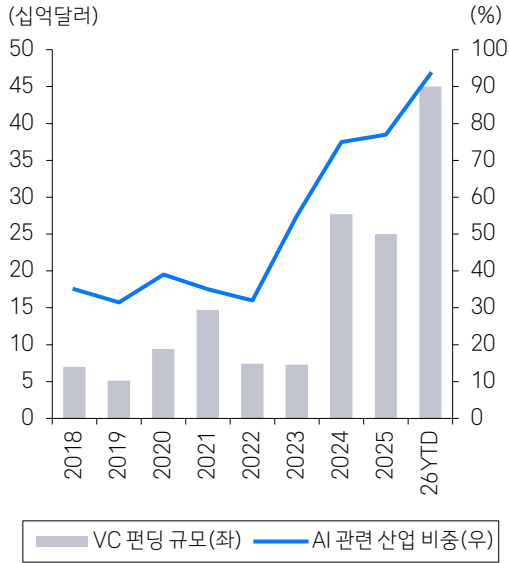
자료: CBRE, 삼성증권

## 지역별 분석

# 샌프란시스코: AI 기업의 공간 확장

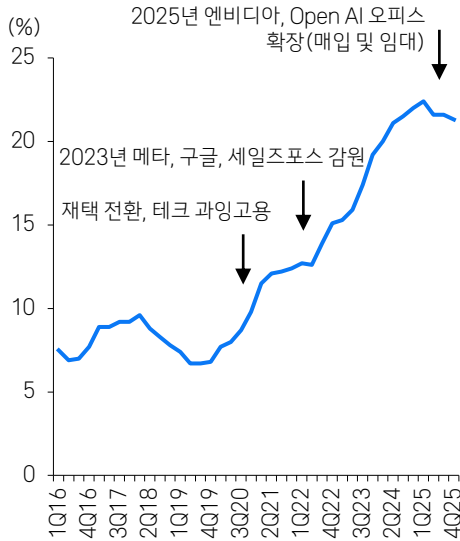
- 샌프란시스코는 팬데믹 당시 타격이 가장 컸던 도시. 2025년 1분기 공실률 30.6%로 전국 최고였으나 하반기부터 AI 산업 고용 확대로 하락세
- 1분기, 실리콘밸리 VC 펀딩의 94.2%가 AI 연관산업에 집중. 총 VC 투자액은 452억 달러로 최대 수준이며 이미 2025년 총액을 79.2% 상회
- 임대료는 SF당 64달러로 전국 2위 프리미엄. 공급 과잉 해소에는 시간이 필요하나 AI 스타트업과 빅테크 확장이 촉매, 반면 일반기업 수요는 저조
- 실리콘밸리 권역은 산타클라라, 산마테오, 프린몬트/뉴욕 일부로 구성. 산타클라라는 가장 빠르게 회복 중인 서브마켓으로 AI/반도체 기업 수요 집중

### 샌프란시스코 VC 펀딩에서 AI 산업 비중



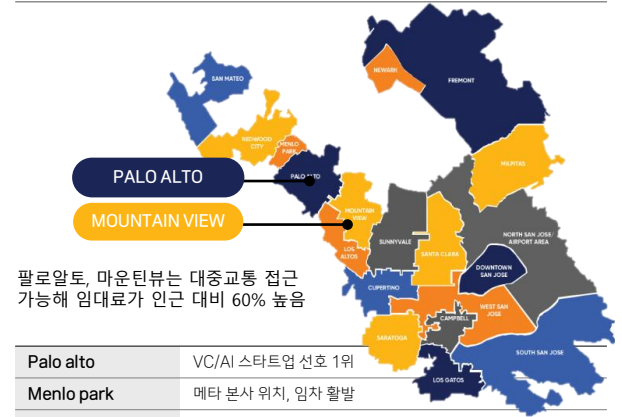
참고: 2026년은 1분기 기준  
자료: Avison Young

### 샌프란시스코 오피스 공실률



자료: RCA

### 실리콘밸리 오피스 권역



Palo alto	VC/AI 스타트업 선호 1위
Menlo park	메타 본사 위치, 임차 활발
Mountain View	구글 본사, OpenAI 본사 위치, AI 수요 핵심
Sunnyvale	애플 캠퍼스 인근
Cupertino	Apple park, 가장 낮은 공실, 자사 개발 중심
Santa Clara	사상 최저 공실, AI전력 저렴한 R&D 특화
San Jose CBD	노후자산으로 부진, 재개발 중
Fremont/Newark	부실 자산 집중

자료: Savills, 삼성증권

## 지역별 분석

# 샌프란시스코: Owner-user(실수요) 거래

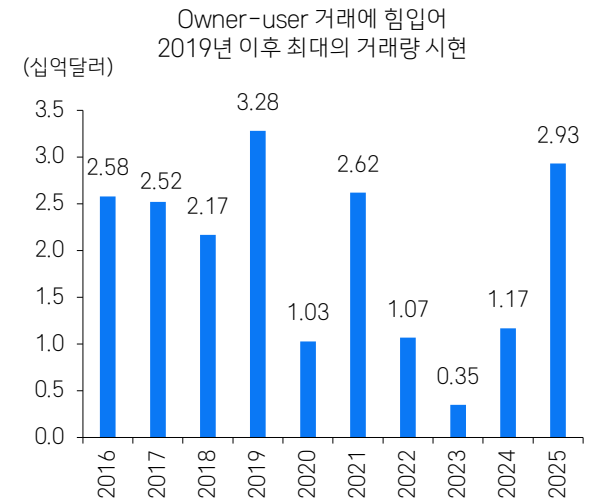
- 오피스 공급 파이프라인은 사실상 전무. 1분기 신규 공급 역시 전무. 점차 공실 하락과 임대료 회복 예상
- 2025년 미 전역 내 최대 오피스 거래 시장 중 하나였으며 2019년 이후 처음으로 가격 반등
- 2024년부터 엔비디아가 자사 오피스로 활용하기 위해 프리미엄에 오피스 매입이 이어지는 등 AI 관련 기업의 Owner-user 거래 중심의 시장
- Cap rate는 편차, A급은 5.5~6.5%, 부분 공실의 A급은 6.7~7.5%, B급은 7.5~8.5%, C급은 9.5% 이상, Owner-user 거래는 가격 프리미엄

### 샌프란시스코 오피스 거래사례

거래일	매물	위치	매수인	거래가 (억달러)	연면적 (SF)	단가 (달러/SF)	비고
2024.5	Nvidia 본사 7개 동	산타클라라	Nvidia	3.7	626,200	598	2017년 대비 36% 프리미엄
2024.9	Microsoft 캠퍼스	마운틴뷰	Microsoft	3.5	-	-	자사 캠퍼스 매입
2025.1	San Tomas 4개동	산타클라라	Nvidia	3.4	500,000	678	임차 건물 매입
2025.5	Walsh Ave 10개동	산타클라라	Nvidia	1.2	251,000	490	연구단지, 재개발 예정
2025.6	10100 N.Tantau, Stevens Cr	쿠퍼티노	Apple	0.2	270,000	619	10년 임차 후 매입
2025.6	Campus at Scott 3개동	산타클라라	Ellis/Baupost	0.2	460,000	450	기관 투자자 입찰
2026.3	4500 N 1 <sup>st</sup> st		Google	0.1	80,881	312	매도자 Gemdale

자료: JLL, CBRE

### 샌프란시스코 오피스 거래액

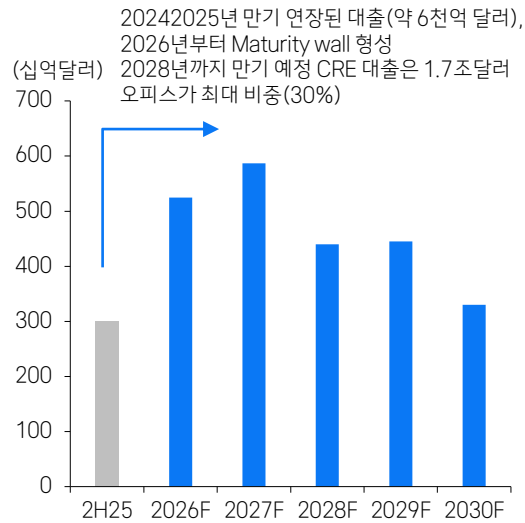


자료: Savills, 삼성증권

# Maturity wall : 2025년은 생존, 2026년은 해결이 과제

- AI 산업 영향을 체감하는 일부 Gateway 도시에서 회복이 나타났으나 대부분의 시장은 부실 해결이 시급
- 저금리에 실행된 대출 만기 집중으로 리파이낸싱 리스크. 현재 2022년 실행 대출 비중이 최대로 당시 대출 금리 3.9% → 현재 6%대
- 현재 CRE 대출 잔액의 평균 금리는 4.7%로 리파이낸싱 시 130bp 이상의 금리 상승을 겪어야 함. 대주들은 부실 대출 구조조정에 나서기 시작
- 2024년 대주들은 금리 인하를 기대, 만기를 연장하는 유예 전략(Extend & Pretend) 선택. 1) Loan extension(대출 만기 연장), 2) Fresh equity(차주의 추가 자본 투입), 3) Cash flow seep(현금흐름 통제, 배당 미지급 등). 이는 단기 시장 붕괴를 막았으나 시장 정상화를 지연시킴
- 장기 고금리가 유지되고 오피스 시장에 예전과 같은 자본 유입이 어려워지며 부실채권은 1,219억달러로 2012년 이후 최고 수준

## CRE대출 연도별 만기 도래액



자료: MSCIRCA, 삼성증권

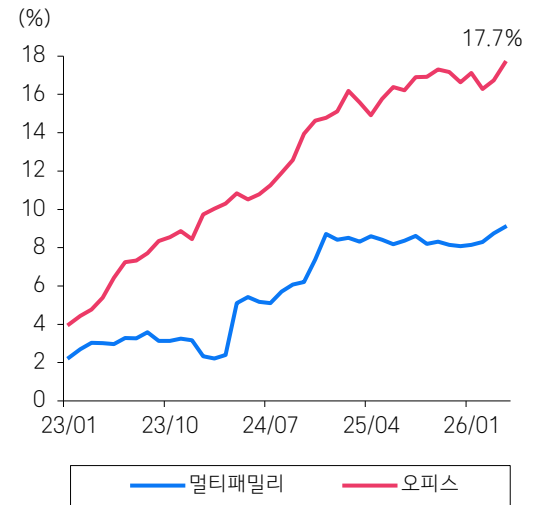
## 부실대출의 워크아웃 전략

부실 채권은 1,219억 달러  
Special servicer에 편입된 채권은 401억 달러

- 1) 합의 매각 (할인)
- 2) 대출 조건 수정 (Modification)
- 3) 경매
- 4) 단기 만기 연장

자료: 삼성증권

## CMBS에서 특별관리(Special servicing) 비율



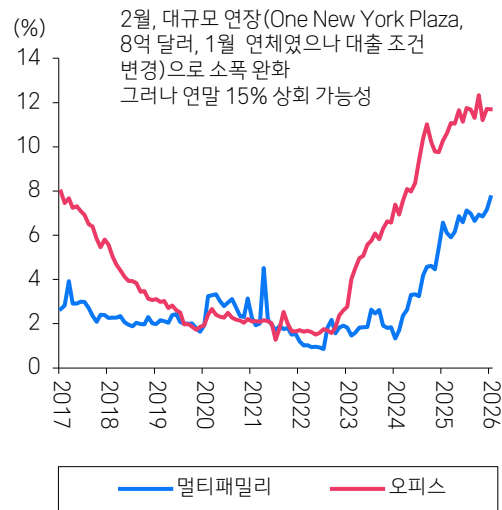
참고: Special service는 CMBS 대출이 부실 위험에 놓였을 때 전문 관리기관이 개입함을 의미  
자료: Trepp, 삼성증권

## 대출 시장

# 대출 부실은 오피스에 집중

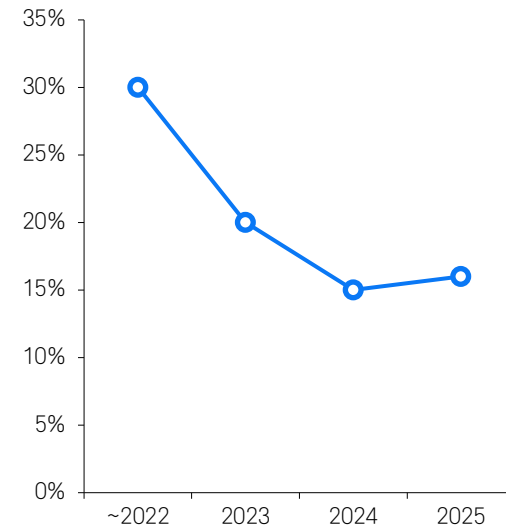
- 현재 CRE 대출 부실은 오피스와 멀티패밀리에 집중. 오피스는 이미 부실이 현실화되며 실질 디폴트 증가
- 대주들은 포트폴리오에서 오피스 비중을 축소하며 CMBS에서 오피스 비중은 크게 하락
- 멀티패밀리의 부실은 적지만 부실 잠재 규모는 큼. 선벨트 개발이 저금리 시기에 이뤄지며 리파이낸싱의 어려움, 운영비와 Caprate 상승 압력
  - 대부분 변동금리에 단기대출(3~5년) 구조, 2020~2021년 초저금리 시기 LTV 75% 이상, DSCR을 겨우 맞춰 개발했으나 이자비용 2배 증가
- CMBS 부실의 이유는 운영 부실이 아닌, 리파이낸싱 리스크. 자산의 임대료 수취는 원활하나 공격적 금융구조가 대출 부실화를 야기

### CMBS 연체율 추이



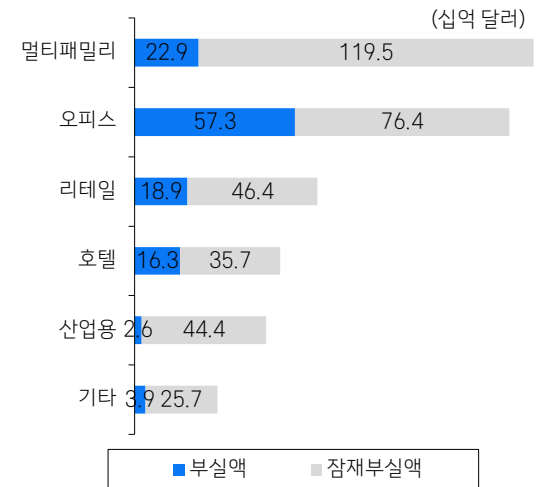
참고: 30일 이상  
자료: Trepp, 삼성증권

### Conduit CMBS 기준, 오피스 비중



자료: Trepp, 삼성증권

### 상업용 부동산 대출 부실 및 잠재부실액



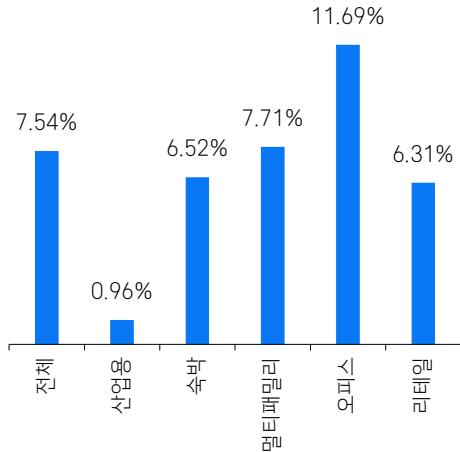
자료: MSCIRCA

# 임대료는 수취해도 리파이낸싱 리스크

- CMBS 연체율 상승을 야기한 주요 섹터는 오피스. 오피스 SASB CMBS 연체의 절반이 만기 도래 시 발생. 임대수익 미발생이 아닌 리파이낸싱 문제
- 이는 2022년 이전 부실 양상과 근본적 차이. 과거에는 공실 및 NOI 하락이 문제였다면 지금은 리파이낸싱 실패가 부실화의 결정적 요인
- CMBS 발행은 재개되었으나 기존 CMBS는 리파이낸싱 리스크 표면화 단계. 심각 연체율(60일 연체, 압류, REO 등)이 7.5%로 대부분 손상
- 리테일, 호텔은 팬데믹 후 안정화되었고 공급 축소로 낮은 위험, 산업용(물류센터)의 연체율은 0.96%로 가장 건전
- 부동산 가격이 반등해도 부채 스트레스는 6~12개월 늦게 반영되기 시작함을 고려해야 함, 2026년 하반기는 본격 구조조정의 시기가 될 것

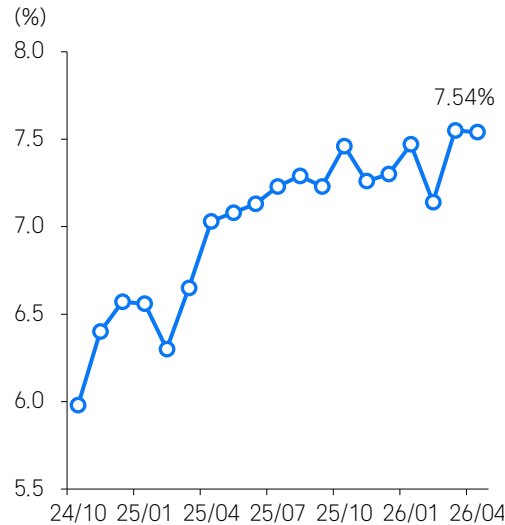
자산별 CMBS 연체율 비교

2023년, 오피스 CMBS의 35%만이 정상 상환  
65%는 연장, 수정, 디폴트



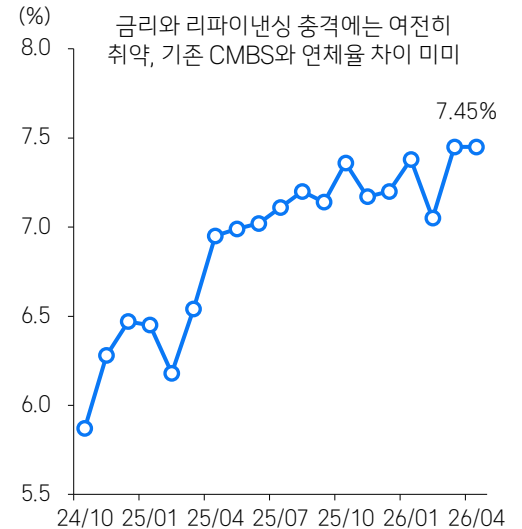
참고: 2026년 4월 말 기준  
자료: Trepp, Moody's, 삼성증권

CMBS의 30일 이상 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

CMBS 2.0의 30일 이상 연체율

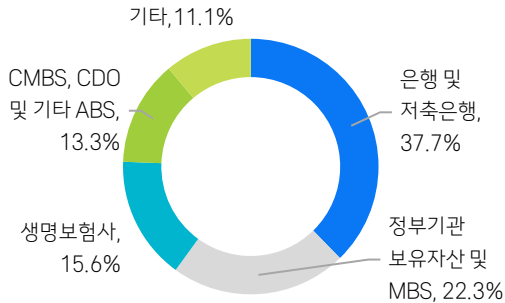


자료: Trepp, 삼성증권

## 대출 시장

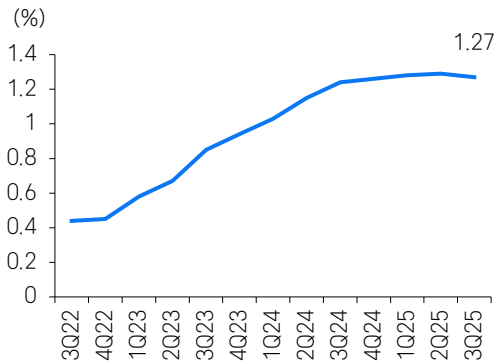
# 대주별 연체율 : 은행/보험 건전

### 미국 CRE 대출 구분



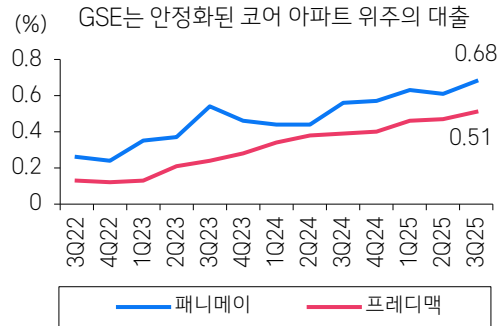
자료: FRED, 삼성증권

### 은행 및 지역은행의 CRE 대출 연체율



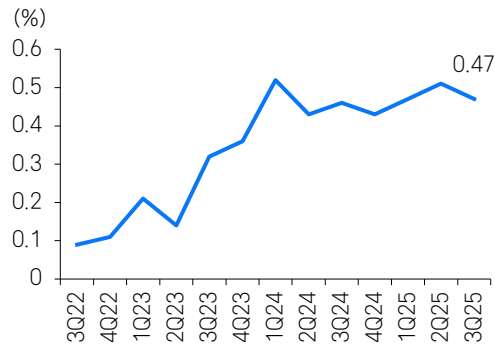
자료: Trepp, 삼성증권

### GSE의 CRE 대출 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

### 생명보험사의 CRE 대출 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

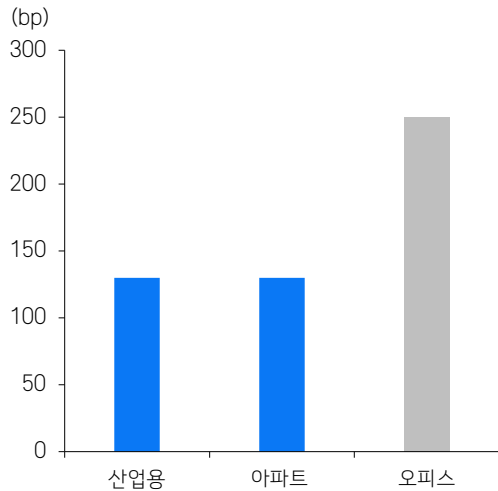
- CRE 대출의 취약 주체는 CMBS
  - 가격 조정으로 금융손실 현실화 단계
- 보험사 연체율은 정상 범위. 보수적 언더라이팅, 낮은 LTV, 우량 자산으로 방어력 높음
- 지역은행의 대출은 에퀴티가 손실 흡수 단계
- GSE는 안정화되고 낮은 레버리지의 멀티패밀리 위주, 정책 지원 성격으로 낮은 리스크
- 은행과 보험사, GSE의 연체율은 낮지만 CMBS는 2026년의 리스크로 잔존, 해소 필요
- 또한 오피스 대출 비중이 높은 지역은행은 2026년 구조조정 과정에서 대손 증가 가능성

# 대출 시장

## 사모대출 진입

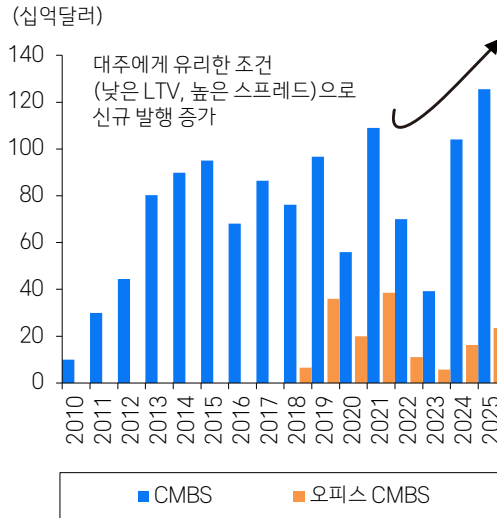
- CMBS 연체율은 2026년 정점 예상, 상당 수의 부실 자산 정리로 2027년 이후 시장 정상화 과정을 거칠 것. 이 과정에서 대출 시장의 기회 창출
- 부실 자산의 리파이낸싱은 어려워졌으나 우량 자산에 신규 CMBS 및 대출 증가. 오피스는 타 자산 대비 높은 스프레드
- CRE 대출 시장에서 사모대출의 영향력 확대. 2024년 사모대출 비중은 24%였으며 이전 평균 14%를 상회하기 시작, 중장기적으로 40% 전망
- 2026년은 우량 자산의 신규 대출과 리파이낸싱 수요로 부동산 사모대출이 크게 확대될 전망, 전통 은행의 부동산 대출 비중 억제가 지속되고 있기 때문

자산별 대출금리 스프레드



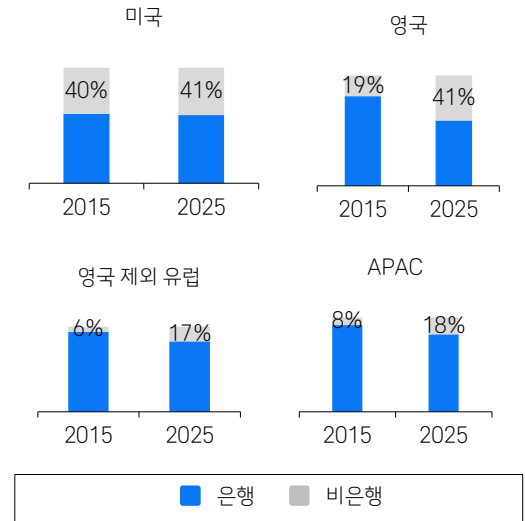
참고: 2026년 1분기 기준  
자료: MSCI RCA

CMBS 신규 발행액



자료: Trepp, 삼성증권

대출 주체별 비중 변화 - 비은행 40%대 예상



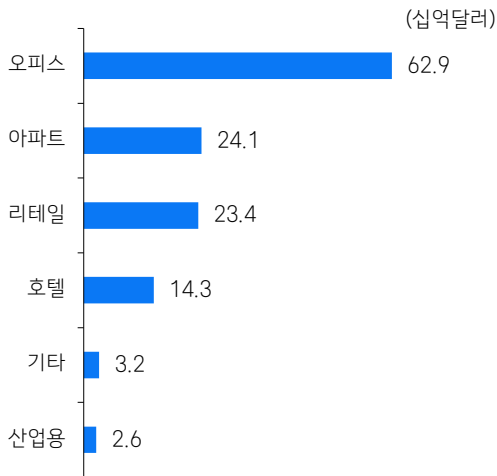
자료: DWS

## 결론

# 구조조정 시기

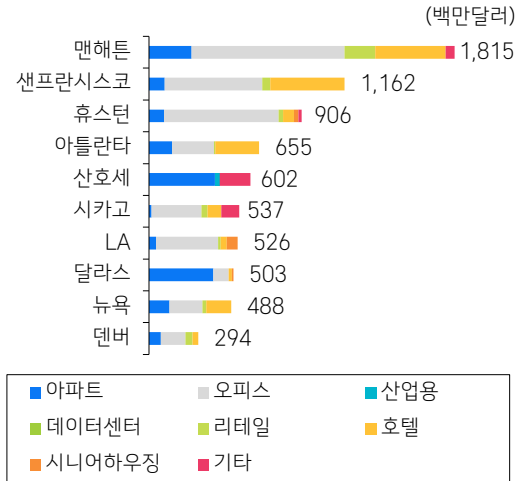
- 미국 CRE 시장에서 압류 활동 가시화. 2025년 압류건수는 2014년 이후 최고
- 해외 기관 투자자 비중이 높은 오피스에서 구조조정이 빠를 것. 2025년 부실 오피스 거래는 200건으로 2023년의 2배. 경매 파산 거래만 50억 달러
- 2026년 하반기 대규모 대출 만기 도래로 Special service 편입이 급증하고 합의 매각 및 경매 증가로 NPL성 거래 증가 전망
  - 이 과정을 통해 오피스 시장의 저점 확인 가능
- 부실 자산 상위 시장은 부동산 시장 규모가 큰 맨해튼, 샌프란시스코. 그러나 이와 비례해 상대적으로 회복력 역시 가장 빠른 시장

### 자산별 부실자산 금액



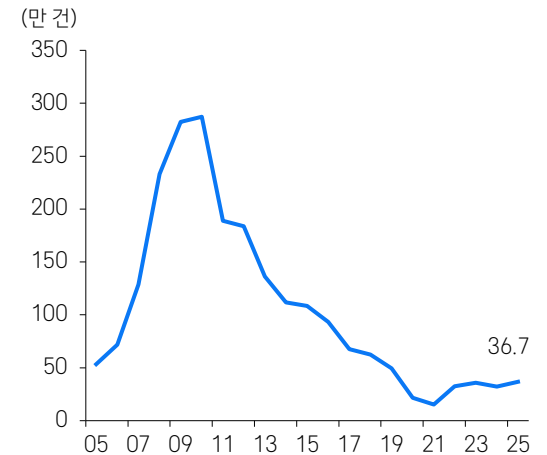
참고: 2025년말 기준  
자료: MSCIRCA, 삼성증권

### 부실자산 상위 시장



자료: MSCIRCA, 삼성증권

### 압류 건수



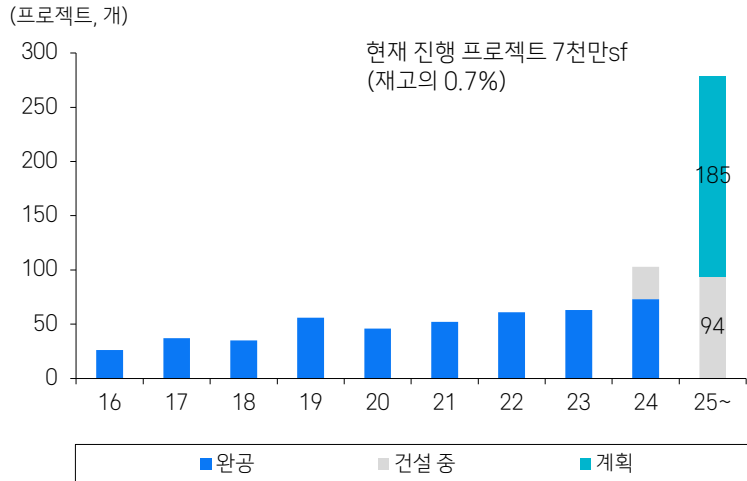
자료: ATTOM

## 결론

# 출구전략 ① Conversion(용도 전환)

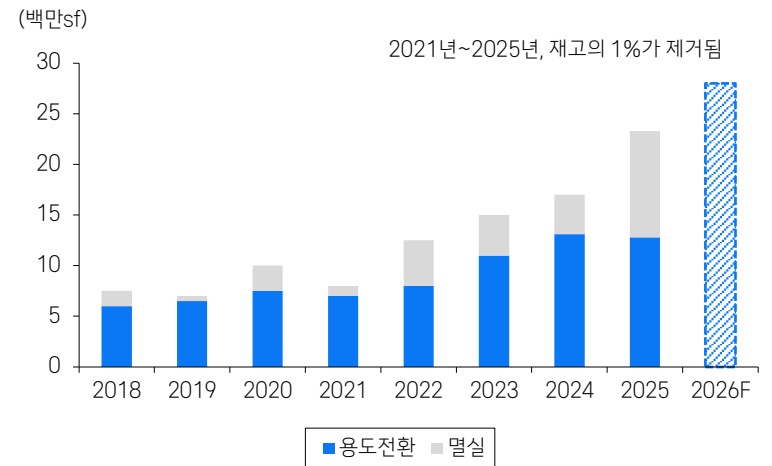
- 오피스 멸실 지속. 2021~2025년, 미 오피스 재고의 1%가 용도전환, 재개발, 자연 멸실 등으로 제거됨
- 오피스의 주거 전환 가속. 주택 공급 확대 정책과 맞물려 인허가 규제 완화. 2025년 말 기준 94건이 용도전환 개발 중이며 185건 계획된 상태
- 그러나 전기/배관/구조 보강 비용으로 경제성 확보가 어려운 경우가 많음. 전환을 위해서는 층고, 바닥 면적, 창문 배치 조건을 충족해야 함
- 2026년 오피스 시장은 NPL 증가로 컨버전이 더욱 활발해질 전망. 이 시기를 지나며 부실 정리, 가격 재조정 예상

## 오피스 컨버전 프로젝트 개수



참고: 미국 오피스 재고는 100억sf로 추정 (Costar기준)  
자료: CBRE

## 미국 오피스 멸실 추이



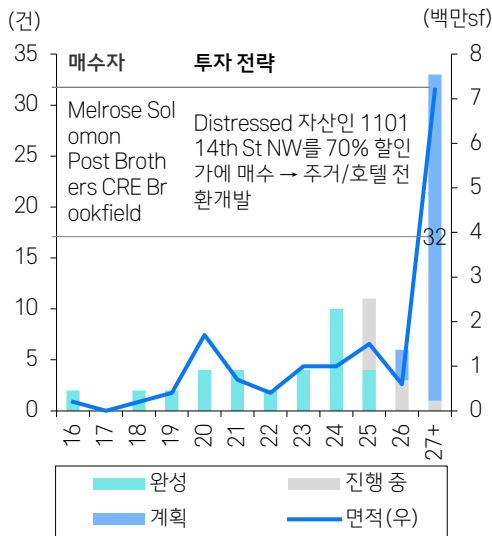
자료: CBRE

## 결론

# 출구전략 ① Conversion(용도 전환)

- 대도시에서 오피스의 주거 전환이 정책 인센티브와 맞물려 추진, 일부는 데이터센터로 전환 중이나 전력 확보가 난제로 쉽지 않음
- 워싱턴 D.C.는 용도 전환이 가장 활발한 도시, 시 정부의 Office to anything 프로그램은 세금 감면 인센티브 등으로 전환 프로젝트를 촉진
- 다음으로는 뉴욕, 댈러스, 시카고, LA 등에서 용도 전환 활발
- 부실자산을 할인 매입해 주거 및 호텔로 전환함으로써 개발 차익을 누리는 전략은 부실자산 구조조정에서 가장 선호되는 전략

### D.C.의 오피스 전환 프로젝트 추이



자료: MSCIRCA, 삼성증권

### D.C. 시정부의 오피스 용도전환 시 인센티브

#### Office to Anything (Central Washington Activation Projects Temporary Tax Abatement)

<b>인센티브 (세금 감면 구조)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 용도 전환 시, 최대 15년 재산세 동결(property tax freeze) 혜택 → 기존 연도 세금 평가액과 전환 후 세금 평가액 차이만큼 감면</li> <li>• 프로그램 세금 감면 한도 (cap): 27년 5백만달러, 28년 6백만달러, 29년 8백만달러, 이후 매년 4%씩 증가</li> </ul>
<b>주요 조건</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 위치: 중앙 워싱턴 계획구역 (Central Washington Planning Area) 또는 해당 구역에서 1,750피트 이상 확장 지역</li> <li>• 건물 규모 최소 50,000sf</li> <li>• 사무실 용도 (Certificate of Occupancy)를 가진 건물 - 오피스로 사용되거나 현재 공실인 경우, 가장 최근 용도가 오피스였던 건물</li> <li>• 신청 시점에 구체화 용도전환 계획이 있어야 함</li> </ul>

자료: DMPED (Deputy Mayor for Planning and Economic Development), 삼성증권

### 뉴욕 전환개발 사례 - 압류 후 전환 개발



- 위치: 맨해튼 1 Whitehall Street
- 내용: Metro Loft와 Quantum Pacific Group은 LoanCore Capital로부터 1 Whitehall Street 오피스 건물을 1억 달러에 매입해 주거 전환 프로젝트 추진 중

자료: 언론 보도, 삼성증권

# 출구전략 ② NPL 거래, PE의 진출

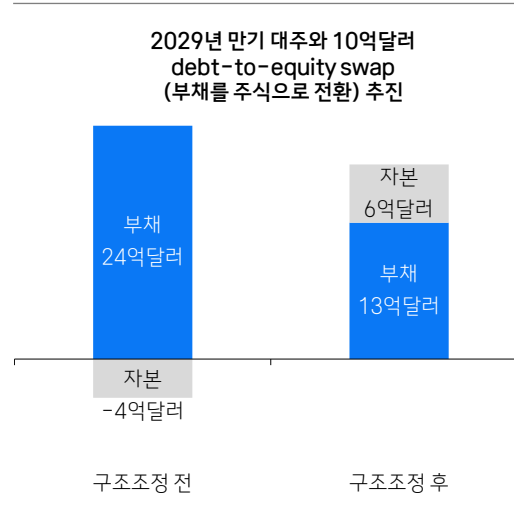
- 오피스의 경매/파산관련 거래는 2025년부터 본격 증가해 2026년 들어 강화되는 추세
- 대형 PE(Carlyle, Apollo, Blackstone 등)와 전문 부실채권 펀드가 주요 매수자로 나서 부실 부동산 전용 펀드 조성 중
- 전문 서비스인 Midland loan services, Mount street 등은 할인 포트폴리오 매입에 활발한 참여
- 2025년 10월, 오피스 리츠인 Office properties income trust는 24억 달러의 부채를 안고 리츠 최초로 Chapter 11 신청(124개 빌딩 보유)
  - 만기의 벽 후유증을 나타낸 대표 사례로 이와 유사한 사례가 증가할 것
- 2026년 하반기 부실 자산 처분이 증가하며 밸류에이션 하락이 야기되겠지만 시장 저점 확인의 계기. 대형 PE는 여기서 기회를 찾을 것

### 부실 자산의 출구 전략

부실 자산 유형	원금대비 비중 (%)	대상 투자자	출구 전략
이행 중이나 스트레스 대출	70~80	사모대출 펀드	리파이낸싱, 안정화 후 매각
불이행 A급 담보 대출	50~70	Opportunistic 펀드	재임대 또는 주거 전환
불이행 B,C급 대출	40~60	부실채권 전문 펀드	자산 재구성, 철거
극부실·외곽 오피스 대출	20~40	Opportunistic 펀드, 디벨로퍼	철거, 재개발
은행 벌크 포트폴리오 매각	65~75	전문 서비스 (Midland loan services, Mount street)	포트폴리오 워크아웃

자료: 삼성증권

### Office properties income trust 구조조정 사례



자료: OPIT, 삼성증권

### PE의 부실 부동산 전용 펀드 조성

펀드명	운용사	규모 (달러)	설립 연도
BSREP (Brookfield Strategic Real Estate Partners) V	브룩필드	160억	2025
AREOF (Ares US Opportunistic Real Estate Fund) IV	아레스	33억	2024
ROX (KKR Opportunistic Real Estate Credit Fund) II	KKR	8.5억	2025

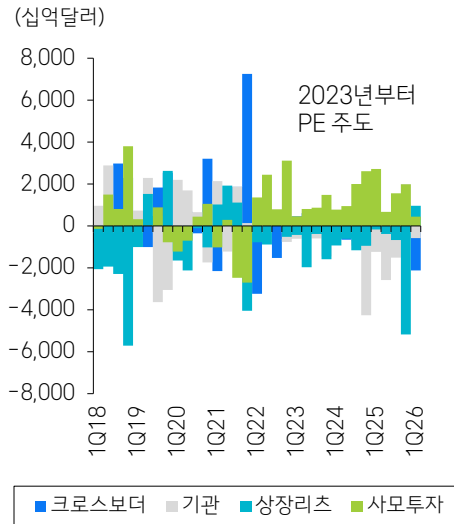
자료: 각사, 삼성증권

## 투자자 동향

# LP 구성과 투자 전략의 변화

- 과거 미국 오피스 시장의 주요 투자자는 크로스보더(해외 기관) 자금, 보험사, 연기금 등 전형적인 기관 투자자
- 일부 회복에도 전통 LP의 자금 유입 감소. 사모펀드/디벨로퍼/실수요(Owner user) 목적의 거래로 전환. 전쟁 리스크로 중동계 자금 유입도 특징적
- AI 산업에 자본 쏠림이 심화되며 부동산에는 선별적 자금 유입 예상. 오피스 투자자는 Capital gain보다 배당 및 NAV할인을 축소로 전환할 전망
- 에쿼티 투자는 높은 리스크 및 리턴을 고려해 코어자산 전략보다 용도전환 등을 목표로 한 밸류어드 전략 중심으로 제한적 활성화 전망
- 대출 전략은 고금리 시기 압박이 심해진 오피스를 좋은 담보 위주로 선별해 구조화하는 방식으로 진화 예상

### 미국 오피스 시장 자금 유출입



자료: MSCIRCA, 삼성증권

### 2025년 이후 주요 매수 주체 거래 사례

	자산	매수자	특징	매입 배경
중동계 국부펀드	625 Madison Avenue	사우디 PIF	지배지분 취득	비전2030 글로벌 포트폴리오 다변화 목적, 리노베이션 후 하이브리드 근무 대응 설계 적용
	Manhattan West 단지 지분	카타르 QIA	브룩필드와 공동 투자	QIA의 맨해튼 부동산확대 목적
	One Vanderbilt Avenue 지분	모리빌딩(일본)	SL그린에게 매입	뉴욕 트로피에셋 투자
PE	RXR 오피스 포트폴리오	Barings	대출 디폴트 후 특별관리인 경매 낙찰, 로비 신축, 어메니티 등 리노베이션	밸류어드로 임대 경쟁력 회복
	1740 Broadway 대출	Yellowstone Real Estate (기회주의 투자사)	2억달러에 대출채권 취득 후 LP와 협상해 주거로 전환, deed-in-lieu로 1.9억 달러에 재매각	용도 전환으로 빠른 엑시트목적
실수요	NYC 연기금 포트폴리오	Blackstone (세컨더리 펀드)	연기금 포트폴리오를 일괄 매각, PE 세컨더리 역대 최대 거래	Blackstone의 세컨더리 자산 확대
	Two Park Avenue	Haddad Brands (패션 유통 기업)	모건스탠리로부터 매입	임차 대신 소유 전략
	Amazon Lord & Taylor Building	Amazon	2020년 위워크로부터 저가 취득	임차 대신 소유 전략
	Park Avenue Tower	SL Green(리츠)	2026년 1분기 취득 완료	프라이م 포트폴리오 강화

자료: 언론 보도, 삼성증권

PART  
02

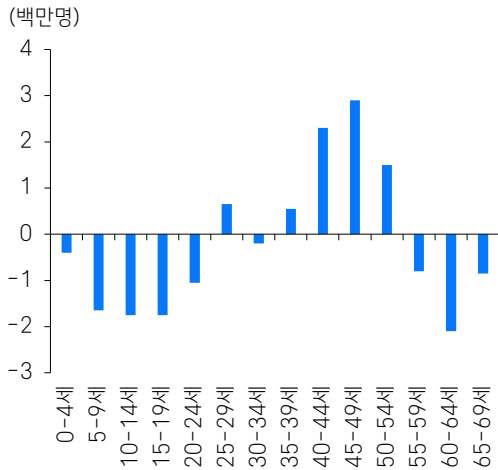
## 미국 주거용 부동산 시장: 운영 효율성이 변수

## 주거용

# 수요: Z세대(Gen Z)가 온다

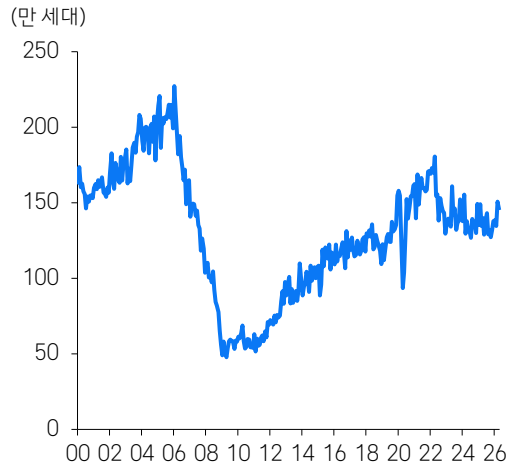
- 인구구조는 주거용 부동산의 수요에 가장 중요한 변수, 미국의 인구는 1) Z세대가 새로운 주거 수요 형성기 진입, 2) 후기 베이비부머의 80대 진입의 특징
- 3.4억 명의 미국 인구가 매년 141만 가구를 형성하는 반면 주택 착공건수는 약 130만건에 불과
  - 2025년 기준 누적적 주택 부족분은 400만가구, 임대가구 2,240만으로 사상 최고. 2021~2024년 순임대 가구 증가는 대부분 이민(10년 전 대비 3배)
- 신규 임차 가구 형성의 주요 동력은 밀레니얼과 Z세대(25~40세). 그러나 구매력 약화로 생애 최초 주택 구매자의 평균 연령은 40세로 증가(5년 전 33세)
- 주거비 부담 가구(소득의 30% 이상을 주거비로 지출) 또한 2,270만 가구로 사상 최고치임에 따라 장기적으로 임대주택 수요는 꾸준할 전망

### 2025~2034년 세대별 인구 증분



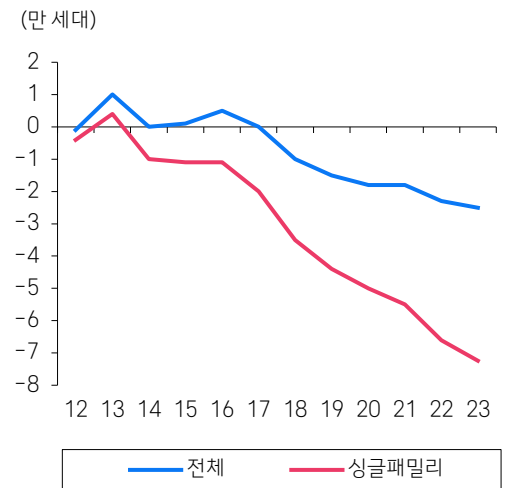
자료: Census (미국 통계청), 삼성증권

### 미국 주택 착공 건수(자가 매입용)



자료: Census (미국 통계청), 삼성증권

### 미국 누적 주택 부족분

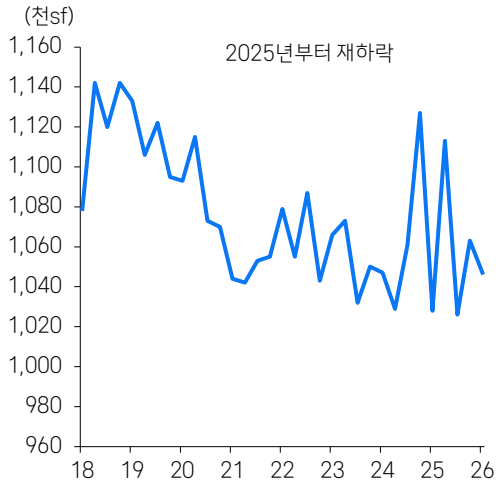


자료: Census (미국 통계청) Urban Institute

# 멀티패밀리(아파트): 수급 분석

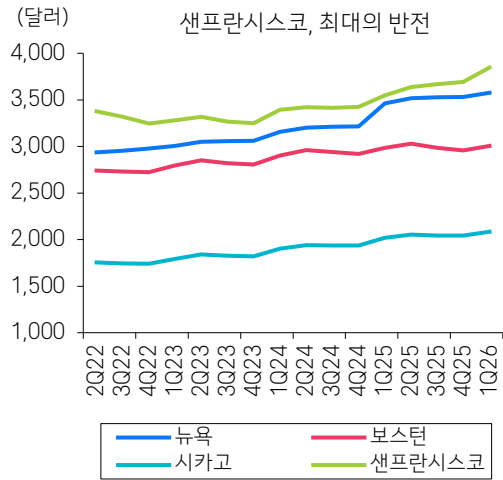
- 멀티패밀리의 착공량은 공급 과잉의 후유증이 점차 해소되는 단계. 2024~2025년 착공이 일시 증가했으나 코로나19로 인한 공사 지연 영향
- 뉴욕, 보스턴, 시카고 등 재고 증가율이 연 1~2%에 불과한 일부 상위 시장은 공급 부족 표면화, 2025년부터 순흡수면적이 공급 상회하기 시작
- 멀티패밀리도 AI 영향권. 2025년 들어 샌프란시스코는 최대의 반전을 보인 도시, AI 연관 산업 고용으로 오피스 회복과 함께 멀티패밀리도 회복
- 리스크는 트럼프 행정부의 강경한 이민자 정책, 2025년 이민자는 2024년 대비 75% 감소, 멀티패밀리 수요 약세 요인이 될 수 있음

미국 멀티패밀리 착공면적



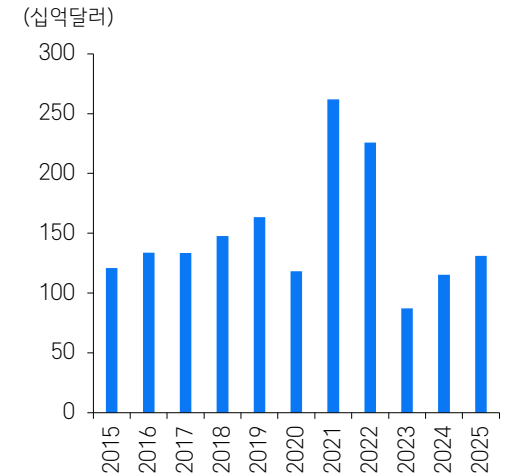
자료: Bloomberg, 삼성증권

멀티패밀리 지역별 평균 연간 임대료 추이



자료: Cushman&Wakefield

멀티패밀리 거래량



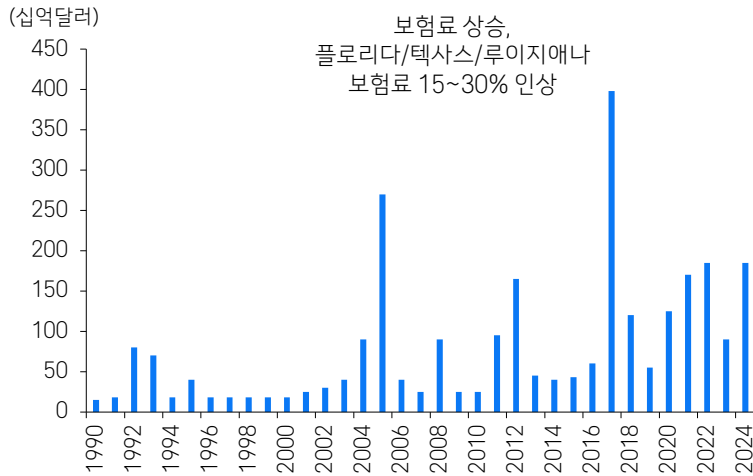
자료: Bloomberg, MSCI RCA, 삼성증권

## 주거용

# 멀티패밀리: NOI 상승 제한적

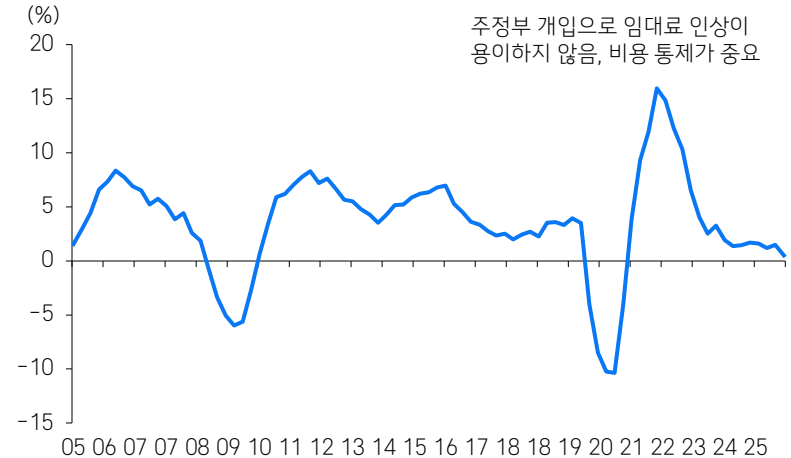
- 멀티패밀리 공실은 2025년 들어 8%대로 안정화 추세이나 임대료 인상에 제한, 캘리포니아, 오리건 등 130개 지역에서 임대료 통제 조치 시행 혹은 검토
- 이는 보험료(재난리스크), 관리비, 금리와 함께 NOI 상승을 제한하는 요인이자 일부 멀티패밀리의 대출 부실화 요인으로 작용
- 2025년까지 임대료 성장률은 거의 없었으며 2026년 1% 미만 예상. 2027년부터 공급 조절 효과로 서서히 상승해 향후 연평균 1~2% 내외 예상
- 지역별 편차. 오피스와 마찬가지로 SI 산업 영향이 커 고용이 증가하는 지역은 회복 주도할 것. 선벨트 지역은 공급 과잉 여파가 2027년까지 지속 전망

### 재난 이벤트 증가



자료: NOAA National centers for Environmental information, 삼성증권

### 아파트(멀티패밀리) 리츠의 연간 NOI 상승률

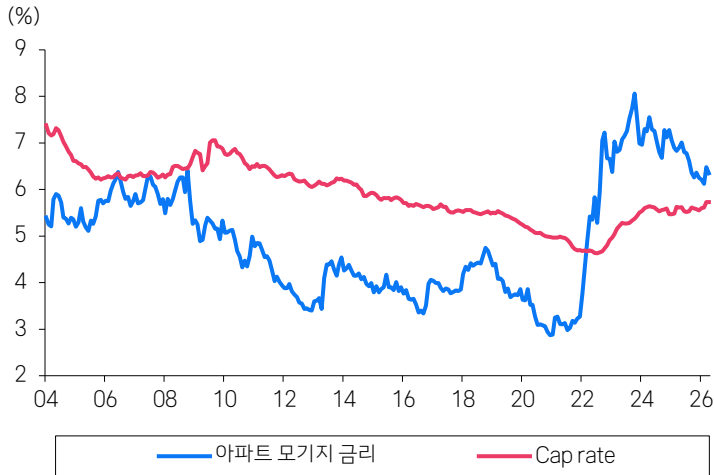


참고: Same Store NOI 기준  
자료: NAREIT, 삼성증권

## 멀티패밀리: 대출 시장 점검

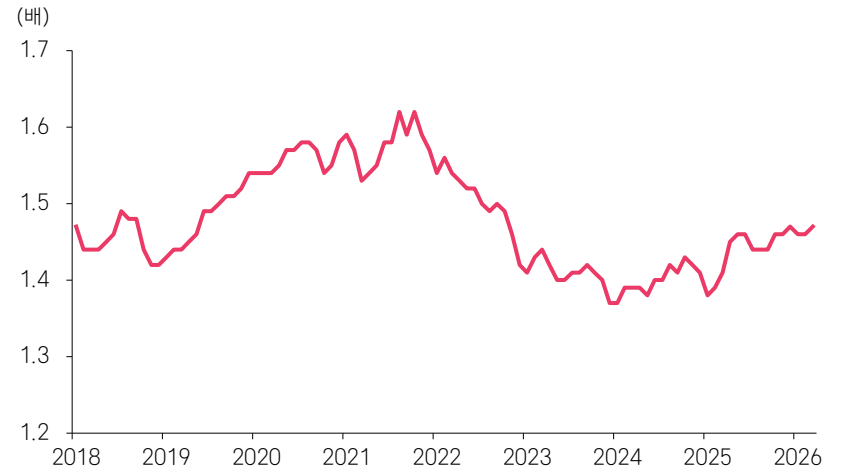
- 멀티패밀리는 금리 변수가 큰 자산군, 2022년 금리 상승으로 멀티패밀리의 이자부담 2배 이상 증가
- DSCR은 2024년부터 소폭 개선세이나 여전히 1.5 이하로 2021년 대비 취약
- 임대료 인상 여력이 낮은 자산군인만큼 이자비용, 인건비, 수선비, 보험료 등의 절감 역량이 필수
- 싱글패밀리 대비 비용 요인이 높은 멀티패밀리(높은 turnover, 관리비, 보험료, 재산세 등)는 금리 안정 이전까지 유의미한 회복은 어려울 전망

아파트 Cap rate와 모기지 금리



자료: Bloomberg, MSCIRCA, 삼성증권

저조한 DSCR (아파트 리츠 기준)



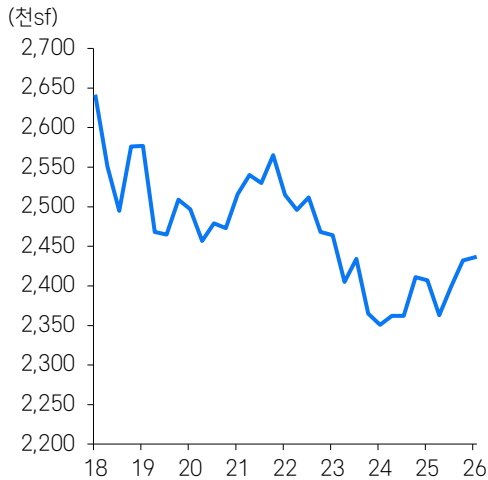
자료: NAREIT, 삼성증권

## 주거용

# 싱글패밀리 임대(SFR): 주택 부족분 200~400만호

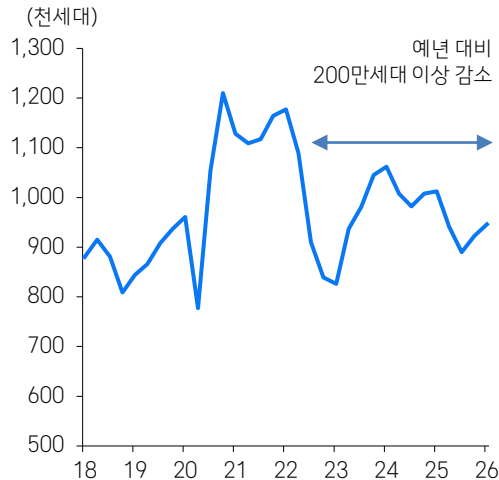
- 단독주택 임대(SFR) 및 BTR(Build-to-rent)은 주거용 부동산 중 가장 펀더멘털이 우수. 인비테이션 홈즈는 미 주택 부족분은 200~400만호로 추산
- 가족단위 임차인이 교외의 우수 학군 지역과 넓은 주거 공간을 찾아 향후 Z세대가 새로운 수요층이 될 것, 이들은 향후 5년간 1백만명 증가
- 멀티패밀리 대비 단독주택은 임차인의 지속성이 강하며 장기 거주 비율이 높음. 멀티패밀리의 평균 거주 기간은 1~2년, 단독주택은 3~5년 이상
- 임대료 성장률은 정체이나 낮은 Turnover는 비용 절감 요인. 공실 시 리모델링, 마케팅비, 중개 수수료 부담이 높아 단독주택은 높은 NOI 안정성을 보임
- SFR 수요 급증으로 기관 대주도 자금 공급에 적극적. CMBS에서 2025년, SFR 포트폴리오 대출 비중이 늘어나고 있으며 보험사와 은행 중심

### 싱글패밀리 착공면적



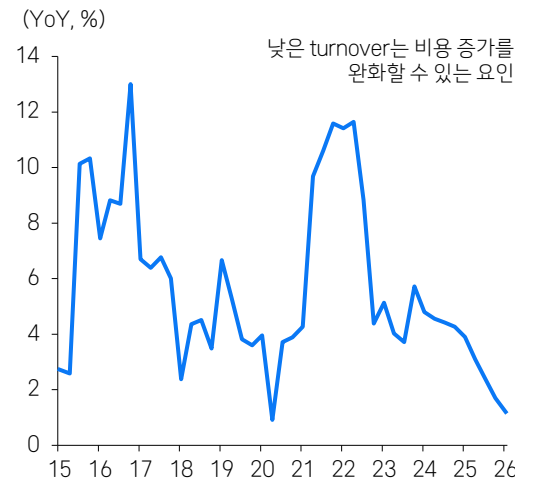
자료: Bloomberg, 삼성증권

### 싱글패밀리 착공 세대



자료: Bloomberg, 삼성증권

### 싱글패밀리 리츠의 NOI 성장률

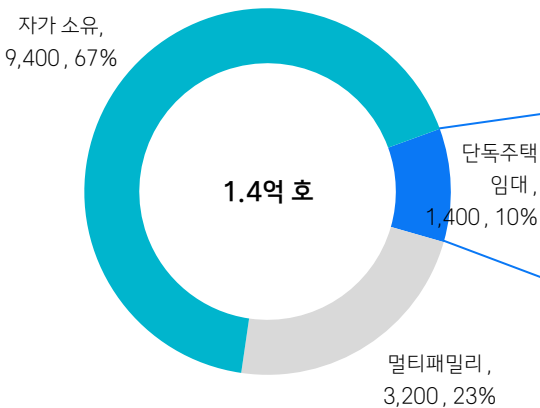


자료: NAREIT, 삼성증권

# 싱글패밀리(SFR): 기관 소유 제한, 개발로 전환

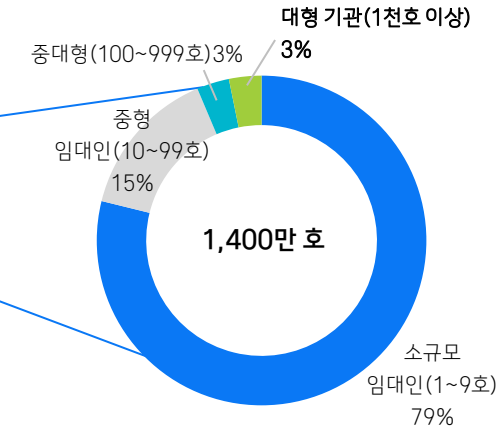
- 트럼프 행정부는 기관투자자의 단독주택 매입이 집값 상승의 요인 중 하나로 인식, 기관의 싱글패밀리 소유 제한 규제 논의. 취득 규제, 보유세 강화 등
  - 1월 20일, 트럼프 대통령은 행정명령 EO 14376 'Stopping Wall Street from Competing with Main Street Homebuyers' 서명
- 기관이 대량 매입했다는 인식과 달리 실제 미국 싱글패밀리 재고에서 기관 투자자의 매입 비중은 낮음. 예외적으로 선벨트 지역은 높은 기관 비중
- 이미 기관은 EO 발효 이전부터 고금리와 가격 부담으로 SFR 신규 매입 축소세였음. 인비테이션 홈즈의 경우 2025년 신규 취득한 0.2만호 모두 BTR 방식
  - BTR 예외 조항이 포함돼 있어, 향후 기관은 BTR 개발 전략으로 전환 예상
- 그럼에도 주요 수요층인 Z세대의 주택 구매력 약화로 SFR 시장은 견고한 펀더멘털 유지 예상

미국 전체 주택 구분



자료: InvitationHomes

임대주택 구분: 기관의 SFR 보유 비중 3%로 미미



자료: InvitationHomes

행정명령 '월스트리트로부터 주택 구매자 보호'

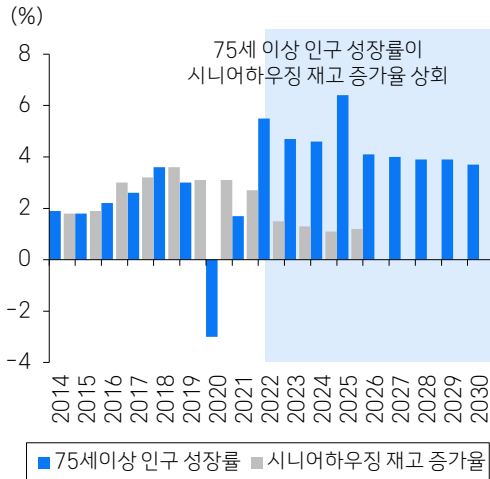
항목	내용
행정명령	EO 14376 — Stopping Wall Street from Competing with Main Street Homebuyers
규제 내용	연방 기관, 패니매, 프레디맥이 '대형 기관 투자자'의 단독주택 매입을 지원·보증·보험·유동화하는 행위 금지
직접 금지 범위	연방 지원 활용한 신규 SFR 매입 제한 (기존 포트폴리오 강제 매각 없음)
BTR 예외	'계획·허가·금융·건설이 임대 커뮤니티로 이루어진' BTR 명시적 예외
대형 기관 투자자 정의	30일 내 재무부 장관이 정의 제출 (백악관 제안: 100호 이상 보유자)
반독점 심사	DOJ·FTC — 대형 기관의 SFR 매입 반독점 검토, 공실·임대료 조율 행위 집중 심사
HUD 공시 의무	연방 주거지원 SFR 운용사는 소유구조, 기관 투자자 연관성 공시 의무화

참고: 2026년 하반기 DOJ, FTC 반독점 심사, 2027년 이후 입법 최종 완성, 혹은 위헌 소송  
 자료: 삼성증권

# 시니어하우징: 후기 베이비부머가 온다

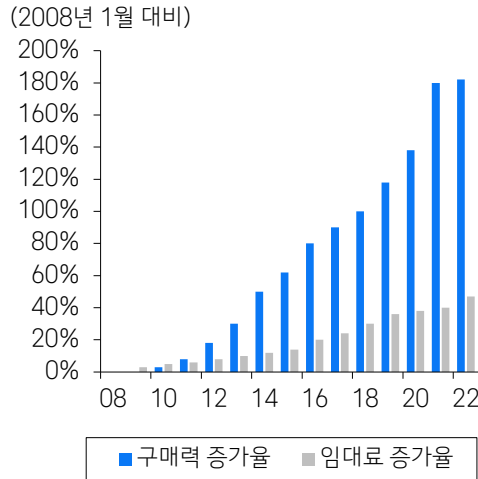
- 주거 섹터 내 시니어 하우징의 수요 초과 현상 장기화. 인구 구조(베이비부머가 75세 이상 연령 진입)와 공급 불균형에서 투자 기회 풍부
- 75세 이상 인구는 2030년까지 400만명 이상, 연평균 4%씩 증가하는 반면 시니어하우징 공급 증가율은 연평균 1% 미만, 2006년 이후 최저치
- 임대료 상승에도 불구하고, 시니어 하우징 임대료를 감당할 수 있는 시니어 하우징 비율은 역사적으로 높은 수준, 소득과 가계자산 증가 영향
- 2012년부터 단독주택에도 기관 투자자가 진입하며 플랫폼 중심의 대형 사업자와 개인(Mom&pop) 사업자로 분화. 임대료 성장 둔화, 비용 증가 환경에서 규모의 경제를 보유한 대형 사업자 우위가 두드러질 것
- 시니어하우징의 성장성은 분명하나 투자 기회에 제약, 또한 Opco(운영사)의 중요도가 높다는 점을 고려해 주로 리츠가 유력한 시니어 하우징 투자 방식

시니어하우징 공급 수요 불균형



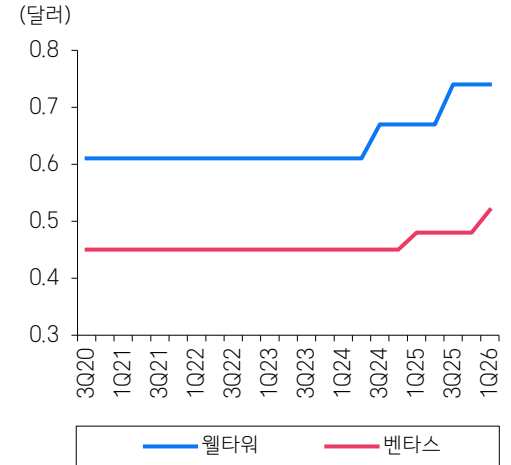
자료: NIC, 삼성증권

시니어의 구매력과 시니어 하우징 임대료 증가율



자료: Organization For Economic Co-operation and Development: Our World in Data

대표 헬스케어리츠인 2개사의 DPS 인상 시작



자료: 각사, Bloomberg, 삼성증권

PART

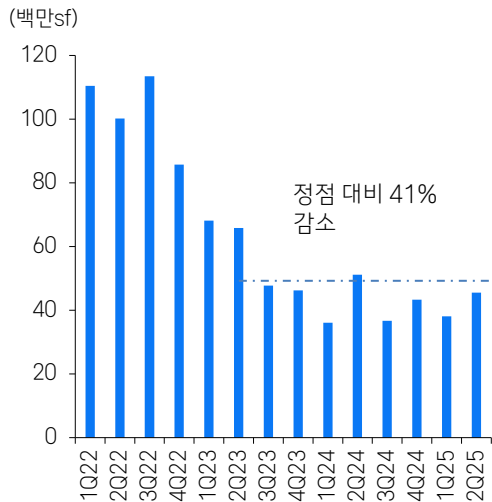
03

## New economy 섹터: AI가 미친 영향

# 산업용(물류센터): 2026년 전환점

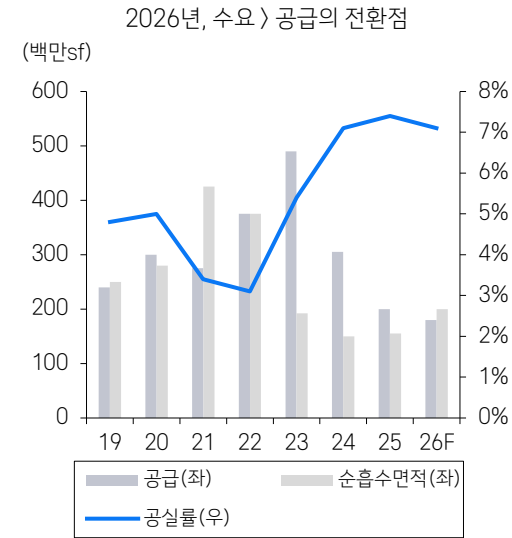
- 물류센터는 유의미한 공급 감소를 보이는 자산군, 2027년까지 공급 전망이 하향 조정 중
- 오피스 가격 급락 속에서도 물류센터는 견고한 모습, 2026년 들어 가격 반등폭은 축소되었으나 임대차 시장 안정으로 시차를 두고 재상승 전망
- 2025년부터 공급 감소가 현실화됨에 따라 2026년, 5년 만에 공급이 순흡수면적을 하회할 전망, 공실 하락의 분기점
- 미국 물류센터 시장을 대변하는 프로로지스, 2025년 하반기부터 임대율 반등 나타나

미국 물류센터 신규 착공



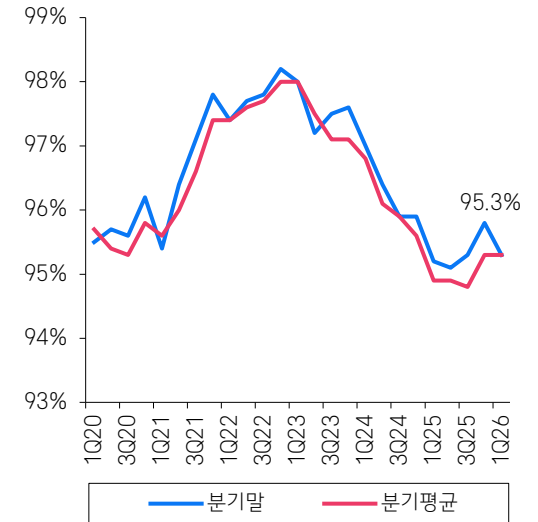
자료: CBRE

미국 물류센터 순흡수면적과 공급



자료: 프로로지스, 삼성증권

프로로지스, 2025년 하반기부터 임대율 반등

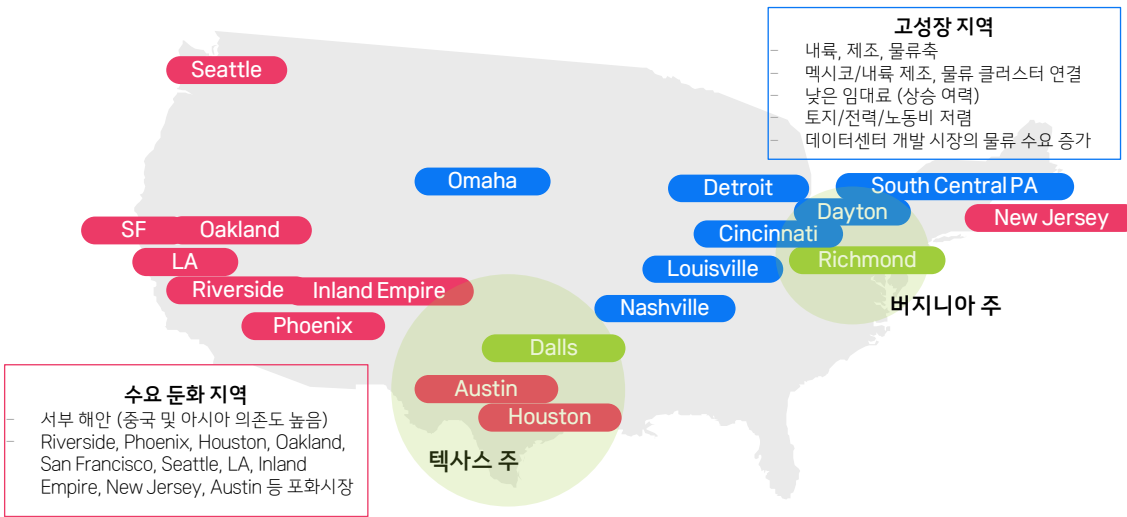


자료: 프로로지스, 삼성증권

# 물류센터: 여기도 시가...

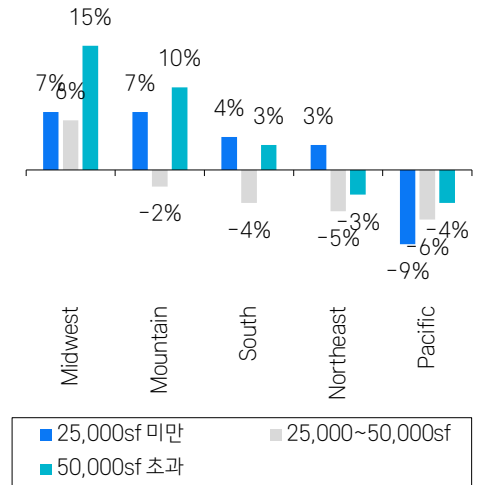
- 미국 내 물류센터 수요는 기존의 판매 물류 및 이커머스 중심에서 제조와 생산, 재고 비축 수요로 확산
- 전통적 선호 지역인 항만 부근 물류센터는 관세정책으로 인한 우려 대비 비교적 견고한 임차수요 지속. 재고 비축 수요가 증가했기 때문
- 리쇼어링과 AI 산업 발전 영향으로 데이터센터 건설 관련 자재를 비축하기 위한 데이터센터 개발지 인근에 물류 수요 증가. 텍사스가 대표적
  - 데이터센터는 준공 기한이 중요하고 공급망 병목이 나타나고 있어 충분한 재고 비축을 위한 물류센터 수요 급증
- 기업들은 BTS(맞춤형 개발) 구축 추세, 특수 제조시설 및 첨단 물류 수요 중심. 수혜 지역은 멕시코 접경, 내륙 제조축 도시. 연결성과비용 효율성 고려

## 임대료 반등 지역: 게이트웨이 지역에서 리쇼어링 및 데이터센터 개발 지역으로 관심 이동



자료: 삼성증권

## 2025년 권역별 물류센터 임대료 인상률

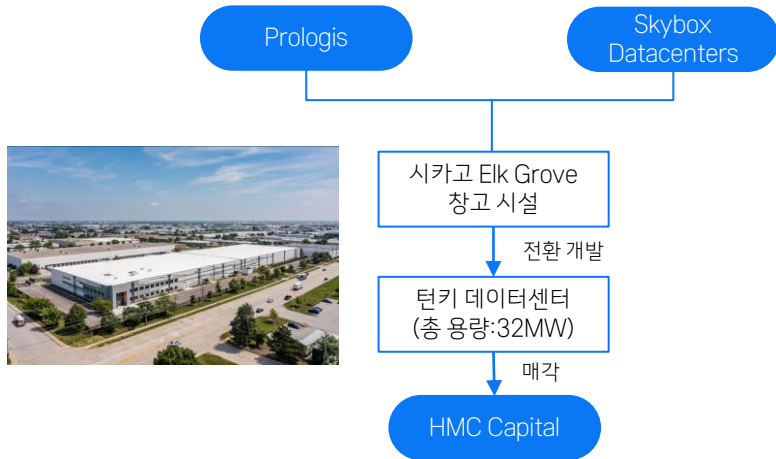


자료: CBRE

# 물류센터: 라스트마일 및 데이터센터

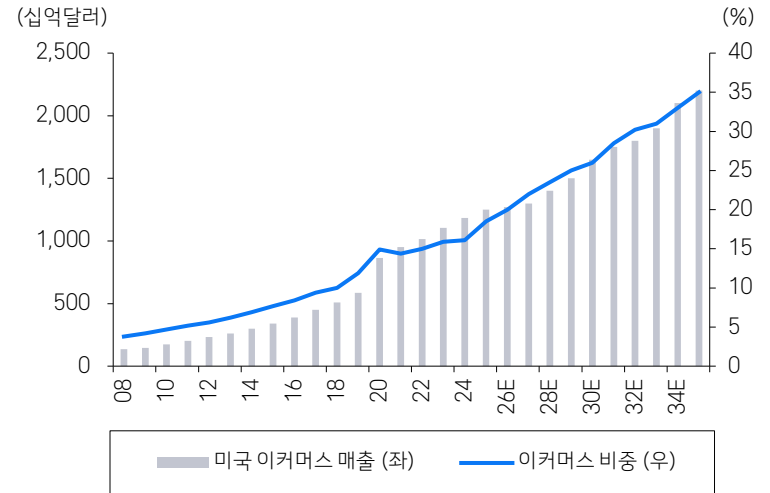
- 미 물류 수요의 15%만이 글로벌 무역과 직접적 연관. 75%는 미국 내 소비자 배송용이며 주요 대도시권 수요 기반
  - 이커머스 보급률, 현재 24% → 2030년 30%로 예상, 이는 1억 sf의 물류 수요 창출, 과도했던 이커머스 붐은 끝났어도 정상화된 높은 수요 유지
- 라스트마일 물류센터의 수요는 꾸준, 입지적 강점으로 물류센터가 아니더라도 데이터센터로 전환 개발하는 사례도 증가
- 물류센터는 Cap rate 정점 확인으로 가격 상승 여력. 저평가된 지역 중심으로 2026년 거래 증가 전망, 상대적으로 대출 부실이 낮다는 점도 긍정적

## 프로로지스의 라스트마일 물류 → 데이터센터 전환 개발 사례



자료: 프로로지스, 삼성증권

## 미국 이커머스 침투율 추이

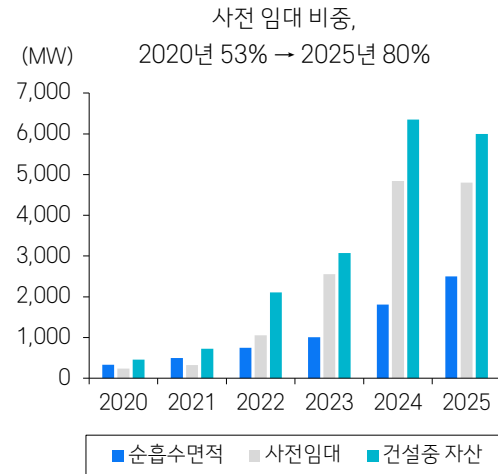


자료: FRED

# 데이터센터: 슈퍼 사이클

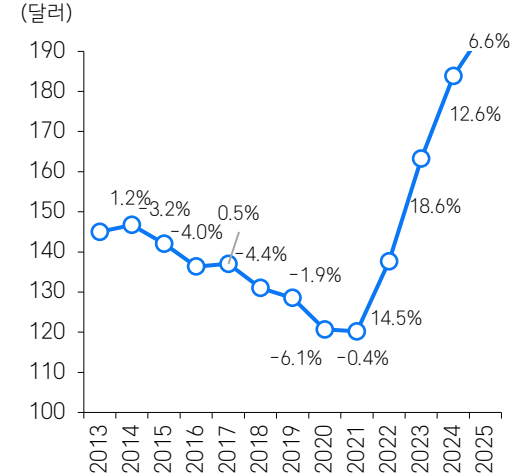
- 데이터센터는 최대의 건설 호황기. 완공 전 사전 임대 완료 사례가 증가하고 있음. 범용 코로케이션보다 AI전용 데이터센터 건설 사이클 영향
- 2025년 공실률은 1.6%로 역대 최저, 임대료 상승 야기. 250~500kw 기준 평균 임대료는 200달러/kw까지 상승 예상(2021년의 2배)
  - 극심한 수요 초과 현상. 사전 임대비율도 2020년 53%에서 2025년 80%로 상승. 하이퍼스케일러는 이제 준공 2~3년 전 선임차 확보 추세
- 미국 내 건설중인 파이프라인은 전년 대비 3GW 증가한 6.4GW. 그러나 전력 인입과 자재 부족, 공사 지연으로 파이프라인 상태 장기화 경향
- 개발원가가 상승했지만 임대료는 더욱 빨리 상승해 yield에 문제는 없으나 착공 지연이 최종 IRR 하락 요인. 전력 부족이 최대 리스크로 부상

## 북미 데이터센터의 건설 중 자산과 사전 임대



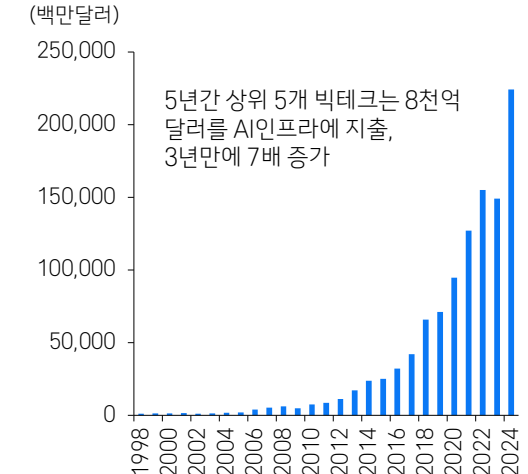
참고: 순흡수면적= 신규 임대면적-신규 공실면적  
자료: JLL

## 북미 데이터센터의 임대료 인상률(Asking price)



자료: JLL

## 빅테크 Capex

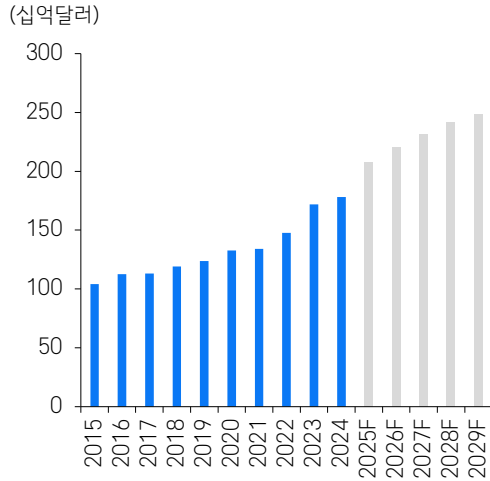


참고: 5개 빅테크 기업 대상  
자료: Bloomberg, 삼성증권

# 데이터센터: 전력이 곧 권력

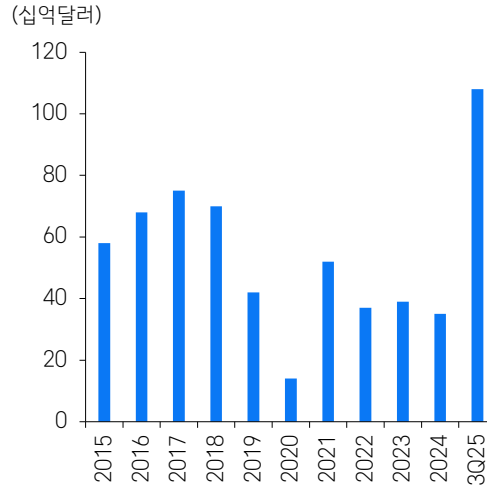
- 전력 공급망 안정성이 데이터센터의 핵심 투자 변수로 부상. 병목 순서는 1) 전력, 2) 변압기/스위치 기어, 3) 서버 GPU 순.
- CMBS 시장에서도 데이터센터는 가장 빠르게 성장하는 자산군, AWS, MS 등 IG급 임차인을 보유한 SASB 거래 급증
- Powered shell 방식 확산. 디벨로퍼가 건물과 전력 공급, 하이퍼스케일러가 서버 구축. 즉 임차인이 Capex 상당 부분 부담. 개발 주체의 개발 리스크 감소
- 투자 판단의 기준: 1) 전력 접근성(광케이블, 네트워크, 상시 전력 확보 여부), 2) 임차인: 하이퍼스케일러 장기 임차 선호
- 전력요금 저항이 심화되며 데이터센터 집적지에 유틸리티 기업의 M&A 증가, 대규모 Capex가 필요해지며 자본비용을 낮추기 위함
  - 5월 18일, 버지니아에 서비스를 제공하는 유틸리티 기업 '도미니언 에너지', 넥스트에라에너지와 합병 발표

## 유틸리티 Capex 추이



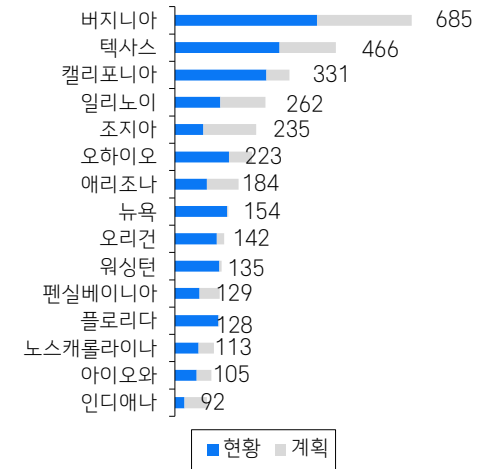
참고: 미 38개 유틸리티 상장사와 5개 비상장사의 지출 합계 기준  
 자료: EEI (Edison Electric Institute), 삼성증권

## 미국 전력, 유틸리티 M&A 거래액 트렌드



자료: Infralogic, 삼성증권

## 15개 주별 데이터센터 현황과 계획 (개)

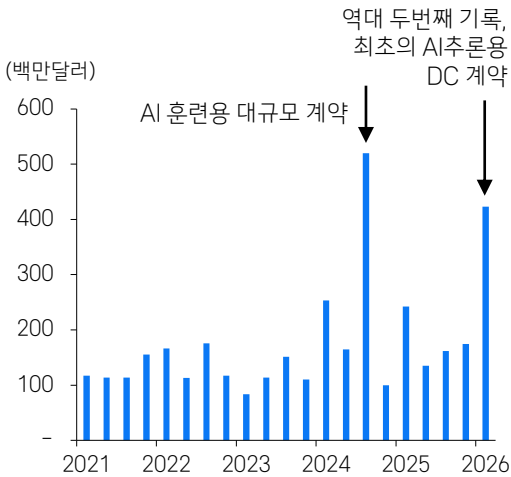


참고: 2026년 2월 19일 기준  
 자료: Datacenter map

# 데이터센터: AI추론용으로

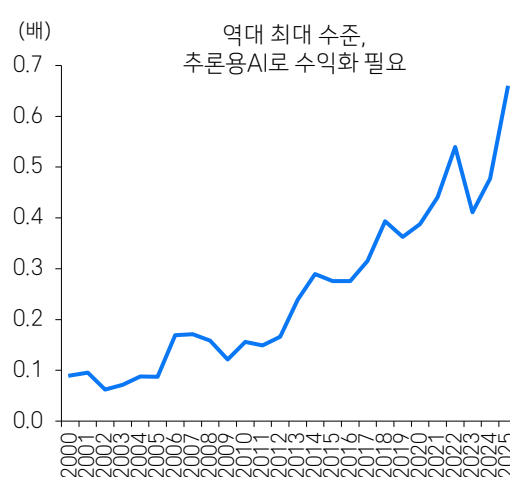
- 미국 AI데이터센터 시장은 기존의 AI훈련용에서 추론용으로 넘어가는 단계 진입
- 일레로 디지털리얼티는 1분기, 살렛에 최초의 AI추론용 하이퍼스케일 임대 계약 체결(200MW급)
- 이퀴닉스는 1분기 Liquid cooling 방식의 데이터센터 배포가 전분기 대비 50% 증가했다고 밝히며 AI워크로드 수용이 늘고 있음을 시사
- 이는 훈련용에 집중 투자하던 빅테크들이 점차 수익 창출 단계를 준비하기 시작함을 의미, 차주이자 임차인인 빅테크의 재무비율 개선에 긍정적 요소

디지털 리얼티의 신규 임대 계약 추이



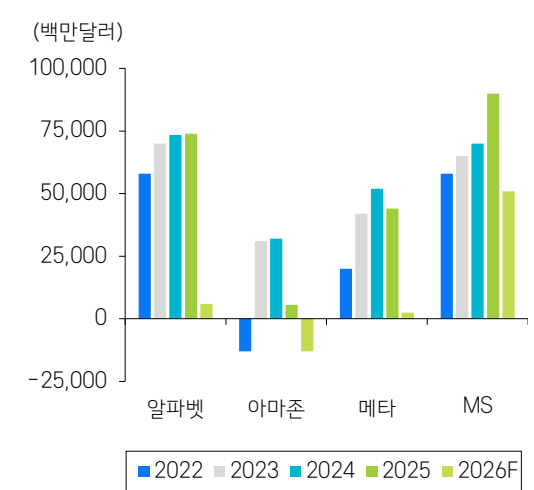
자료: 디지털 리얼티

5대 빅테크 기업의 Capex/영업현금흐름 배수



참고: 알파벳은 2025년 3분기 기준  
자료: Bloomberg, 삼성증권

빅테크 FCF-Capex



자료: 각사, Bloomberg

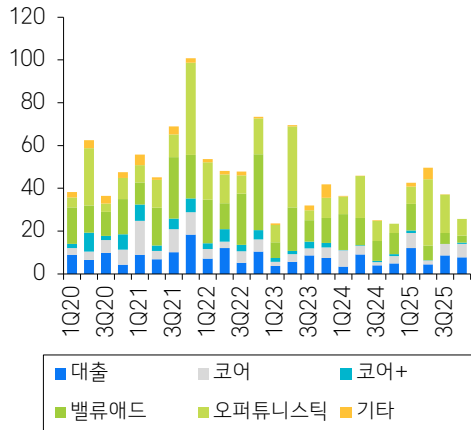
## 전망

# 투자 전략: 혼돈 속 기회, 대출 전략

- 신규 매매거래는 감소세가 지속될 전망이므로 에쿼티 투자를 통한 자산 매입보다 대출 투자로 기존 자산을 재구조화하는 전략 기회가 늘어날 전망
- 그간 대출 만기 연장 등으로 부실의 이연이 누적되었기에 하반기부터 적극적인 구조조정 및 엑시트가 이뤄질 전망
- 2026년 하반기 유망 미국 부동산 투자 전략은 대출 전략. ① 2027년까지 CRE 대출 만기 집중으로 투자 기회 확대, ② 대출 주체가 다양화되며 대주에게 비교적 유리한 조건으로 구조화 가능성
- 유망 섹터는 구조적 수요 증가, 금리 상승 압력을 이겨낼 수요를 확보한 성장 섹터 - 데이터센터, 시니어하우징, 단독주택 등

글로벌 부동산 펀드 자금조달 - 대출 및 오퍼튜니스틱

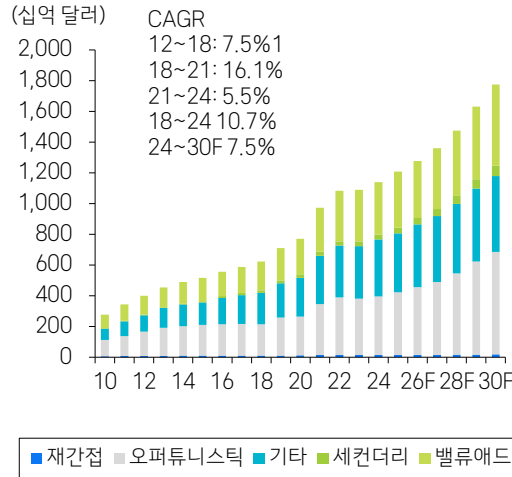
(십억달러)



자료: Preqin, 삼성증권

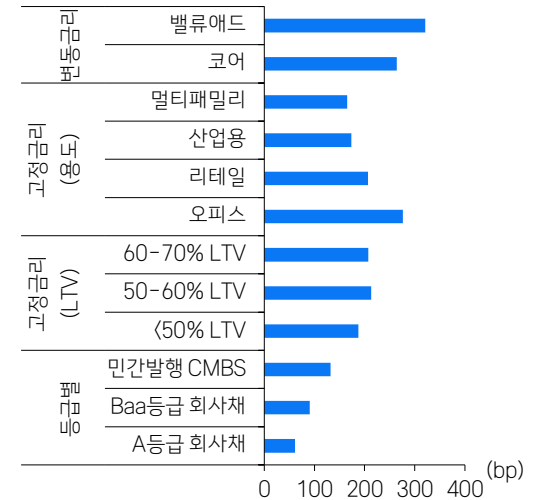
미국 부동산 사모펀드 AUM 전망

(십억 달러)



자료: Preqin, 삼성증권

부동산 대출 스프레드 비교



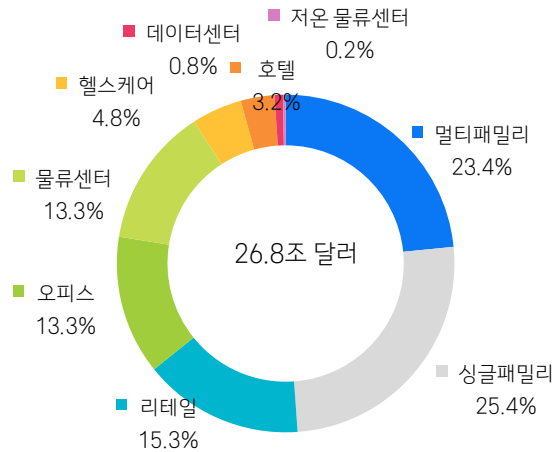
자료: Bloomberg, Cushman&Wakefield, 삼성증권

## Appendix

# 미국 CRE: 27조 달러 시장

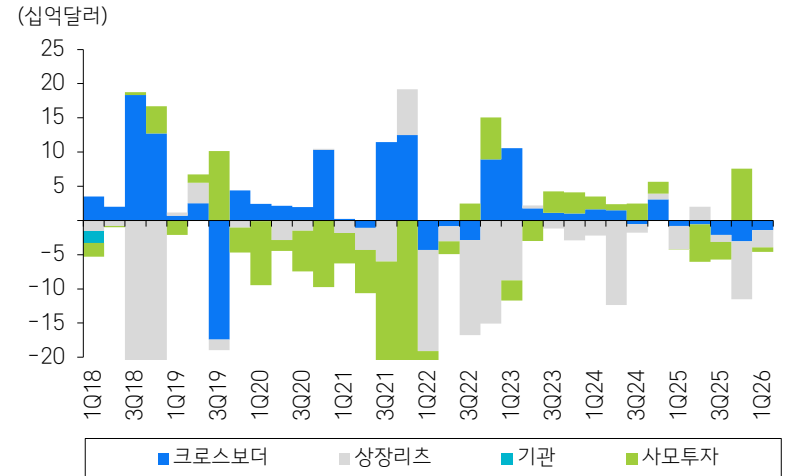
- 미국 CRE 자산시장은 총 26.8조달러로 추정, 45%는 주거용(임대주택), 55%는 비주거 상업용 부동산으로 구성
- 2023년 미국 CRE 리스크를 겪으며 부동산 시장 내 주요 자산군은 기존의 전통 오피스에서 헬스케어, 데이터센터 등 신성장 섹터로 전환 추세
- 지난 1년간 대부분의 주체에서 순유출을 기록한 가운데 사모펀드가 유입의 주요 주체

### 미국 CRE 시장 구분



참고: 2025년 기준  
자료: MSCIRCA, 삼성증권

### 투자 주체별 순유입액



자료: MSCIRCA 삼성증권

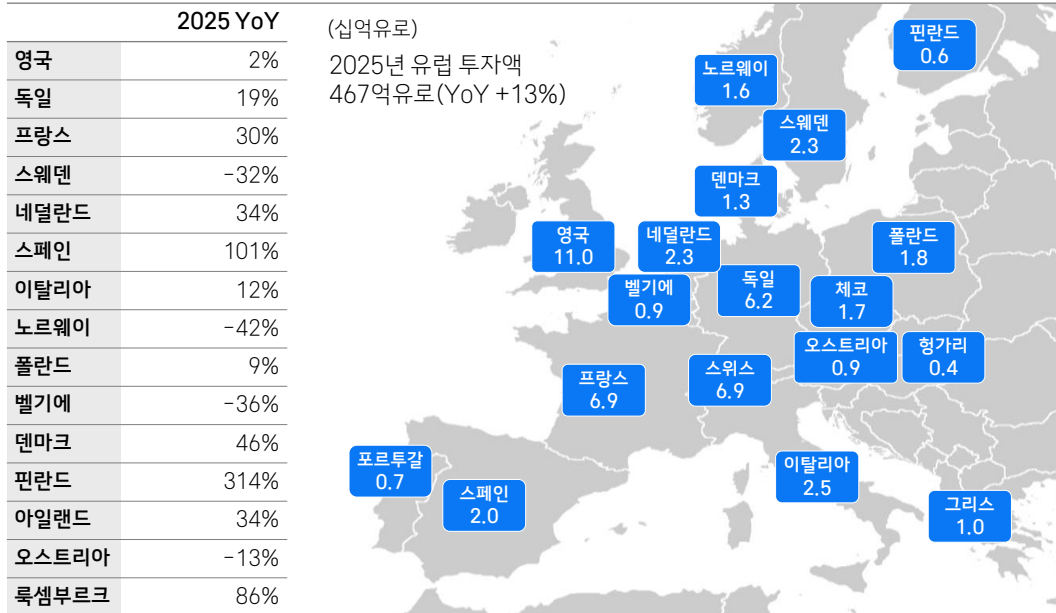
PART  
04

## 유럽 부동산: 보수적으로 전환하는 대출 시장

# 유럽 오피스 시장: 금리 인상이 눈앞에...

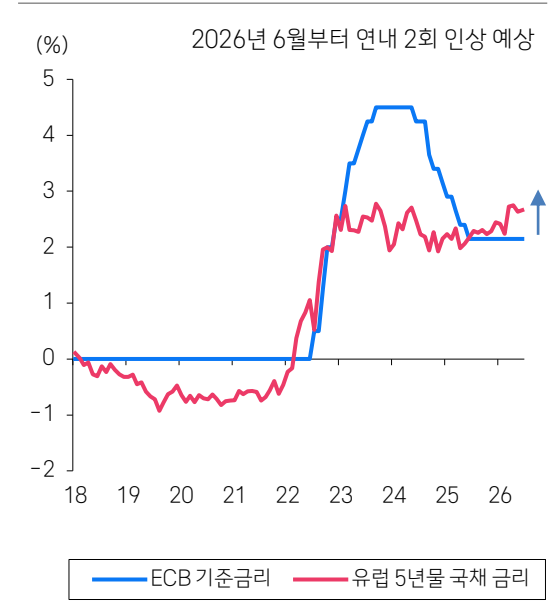
- 유럽의 오피스 시장 1위는 런던, 2위 파리, 3위 프랑크푸르트. 이들 중심으로 2025년 유럽의 오피스 거래액은 전년 대비 30% 증가
- 2024년 ECB의 4회 금리 인하로 Prime yield(5.0~5.5%)와 차입비용(4.0~4.5%)간 150bp의 스프레드로 역마진 구조에서 벗어났기 때문
- 그러나 전쟁 리스크로 6월 금리 인상을 시작으로 연내 2회 인상 예상, 유럽 오피스 시장에 변화 불가피
- 유럽 역시 AI 산업 도입이 가속화되고 있으나 그 수요는 미국 대비 제한적. 따라서 근본적인 오피스 임대 수요 회복은 더딤
- 유럽 CRE대출은 미국과 달리 80%가 은행에서 공급되며 보수적, 대출 기준 강화 추세. 리파이낸싱 시 대출 감액, 에퀴티 추가 출자에 대비할 시기

## 유럽 국가의 2025년 오피스 거래액



자료: BNP파리바은행, 삼성증권

## ECB 정책금리 전망



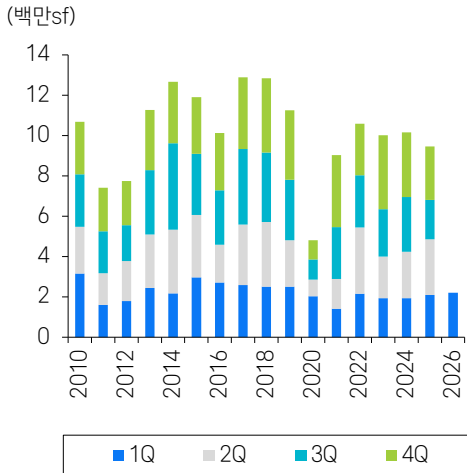
자료: European Central Bank, 삼성증권

## 주요 시장

# ① 런던: 임대 모멘텀

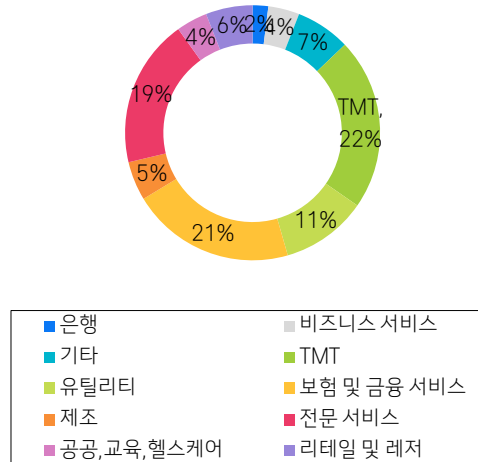
- 센트럴 런던 오피스 시장은 2025~2026년, 글로벌 오피스 시장 내에서도 강한 회복세
- 2025년 임대 계약은 1,060만 sf로 6년 내 최고치, 1분기에도 최고 수준의 임대 계약을 체결했는데 10년 평균을 57% 상회함
- A급 신축 오피스 공실률은 1.2%로 사실상 만실, 5년 내 최저. 신규 공급도 2027년 3분기 이전까지는 전무
- 2026년 1분기, 6년 만에 처음으로 TMT업종이 금융 서비스를 제치고 임차인 중 최대 비중을 차지, 이는 성장성을 시사
- TMT 중심으로 10만sf 이상 임차인은 평균 만기 4.2년 전 계약하는 추세, 이는 2022년 2.8년 대비 크게 증가한 것. 향후 공급 부족에 대응

### 오피스 신규 임대활동(Take-up)



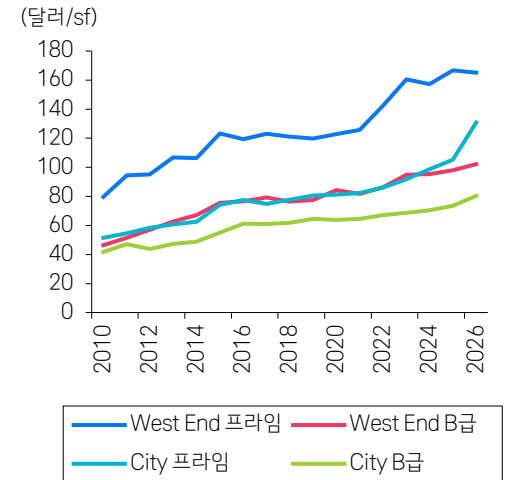
자료: Savills

### 2026년 1분기 런던 오피스의 임차인 비중



자료: Savills

### 오피스 임대료 추이



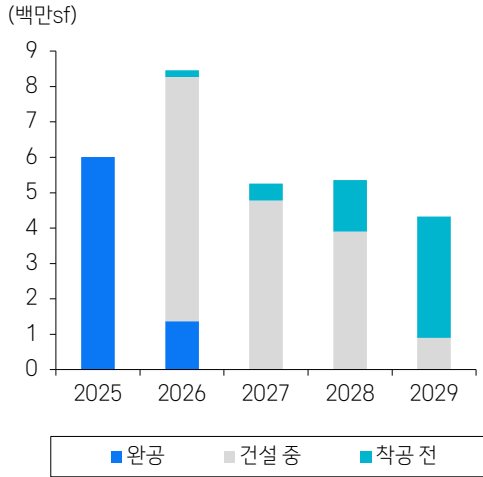
자료: Savills

## 주요 시장

# ① 런던: 장기 금리 급등

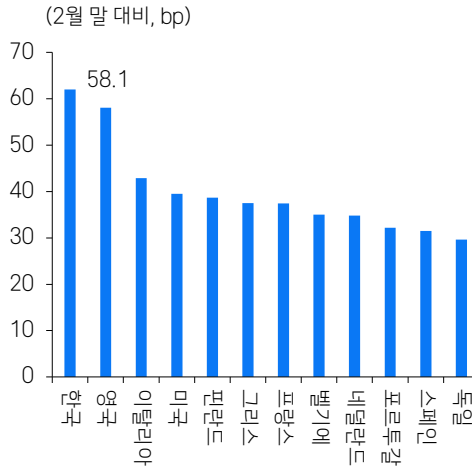
- 런던의 오피스 공실률은 7%대를 안정적으로 유지(2025년 11% 고점), 2027년부터 공급량도 점차 감소 예상
- 오피스 수급 여건은 개선세이며 미국만큼은 아니더라도 AI 관련산업 성장으로 임차 수요 개선, 2025년 CRE 신규 대출은 전년 대비 33% 증가 요인
- 그러나 2026년 들어 인플레이션과 정치 리스크(스타머 총리 퇴진 우려)로 장기 금리가 상승폭이 주요국 중 최고 수준 기록
- 2025년 오피스 거래액은 95억 파운드로 전년대비 52% 증가, 2026년 1분기도 모멘텀을 이어가고 있었으나 금리 상승으로 둔화 불가피

### 런던 오피스 공급량 전망



자료: Savills

### 10년물 금리 상승폭: 영국, 장기금리 상승 두드러짐 유럽 CRE 대출시장 요약



자료: Bloomberg, 삼성증권

지표	현황	비고
선순위 대출 LTV	50~55%	일부 55~65% 허용하나 50~55%로 보수적
리파이낸싱 LTV	40~55%	리파이낸싱 LTV는 더욱 보수적
오피스 대출 스프레드 (선순위 기준)	코어: 150~280bp 벨류에드: 250~350bp	오피스 가산금리가 물류/주거 대비 높음
DSCR 요구 수준	오피스: 1.30~1.35배	오피스는 엄격한 커버넌트 요구
비은행 (사모대출) 점유율	영국 40%, EU 16%	미국 대비 사모대출 영향력 낮음
Cash trap/ EoD 조건	각각 LTV 50%, 60% 수준	단일 테넌트, 장기 임대 계약일 경우 10년 이하 만기부터 약 2년의 기간을 임대 수익 미수취로 가정, 벨류 에이션에 반영

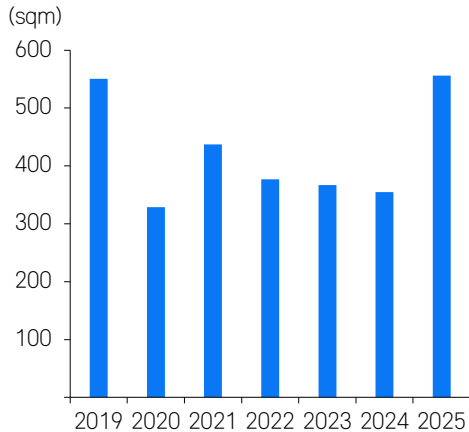
자료: 삼성증권

## 주요 시장

# ② 프랑크푸르트: 임대활동 반등

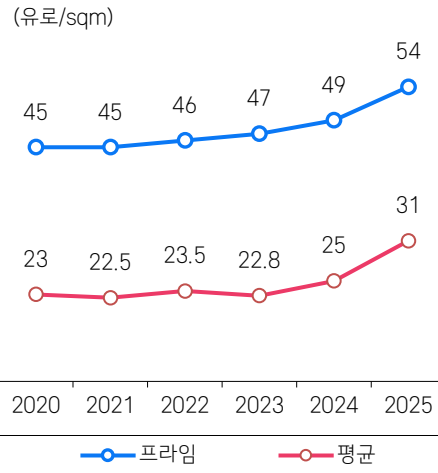
- 독일은 유럽 내 영국, 프랑스 다음으로 거래량이 큰 도시. 독일 내 상위 시장은 프랑크푸르트, 베를린 등
- 2025년 프랑크푸르트의 임대 활동은 56만㎡로 전년 대비 82% 상승, 10년 평균을 상회하는 2018년 이후 최대치
- 이는 2024년까지 신규 공급(리노베이션 포함)이 늘어난 영향
- 최근 신규 임대활동은 New economy 임차인(핀테크/스타트업 등)보다 금융, 법률 기업의 공간 재배치가 주도

### 오피스 신규 임대활동(Take-up)



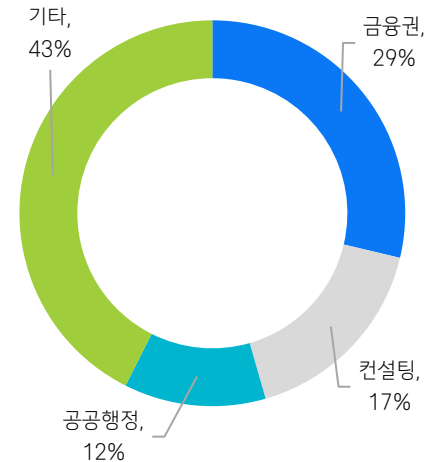
자료: CBRE

### 프라임 오피스 임대료 추이



자료: CBRE

### 2025년 임차인 구성 - 전통 산업 비중이 높음



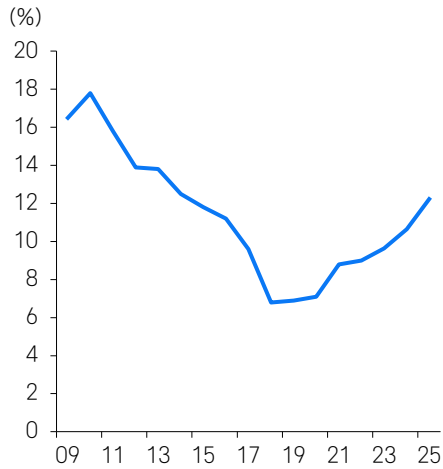
자료: CBRE

## 주요 시장

# ② 프랑크푸르트: 완만한 공급 축소

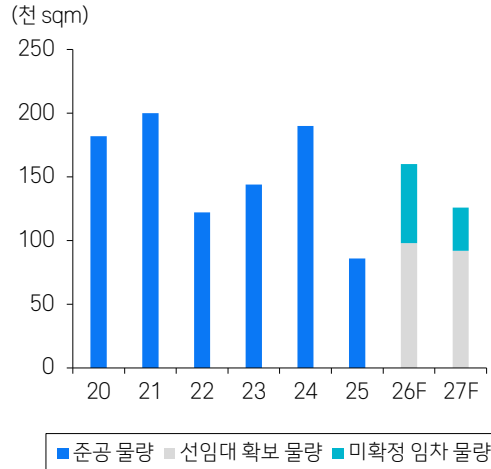
- 2025년 말 공실은 전분기 대비 소폭 상승한 12%대로 2012년 이후 최고치. 신규 완공 물량 증가, 그러나 공급 감소 시작되며 연말 10% 미만 전망
- 2025년 공급량은 10년 평균을 24% 하회하는 역대 최저, 2/3 이상은 임대 완료. 2026년 공급 물량 대부분 사전 임대 완료
- GEG(독일 건물에너지법), EU taxonomy, 노후 자산의 가치 하락을 막기 위해 리노베이션이 공급의 주류. 2027년까지 완공 예정 물량의 65% 차지
- Central business tower는 최근 시장 변화를 상징하는 임대 계약 사례. Commerzbank는 15년 그린리스 계약(Zentraler Immobilien Ausschuss가 권고하는 계약으로 에너지, 폐기물관리, ESG 인증 유지 조항) 체결, ESG 규제에 부응하는 금융권의 새로운 표준임대 계약 형태가 됨
- BREEAM, LEED, DNGB 등 인증 자산은 비인증 자산 대비 낮은 Cap rate에 거래됨. EU Taxonomy 적합성이 기관자금 유입의 전제조건이 되고 있음

### 오피스 공실률 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

### 오피스 공급 추이



자료: Colliers, 삼성증권

### 프라임 오피스 임대계약 사례

임차인	건물/서브마켓	연면적 (m2)	비고
Commerzbank	Central Business Tower (CBT, बैं킹 디스트릭트)	73,000	그린리스 계약 ESG 부응, 금융권의 새로운 임대 계약 형태가 됨
ING DiBa	HPQ Office Hafen Park Quartier (오스텐트)	32,400	오스텐트 신규 랜드마크 신축
KPMG 유럽	Park tower OpemTurm (베스트엔트)	33,400	기존 건물 리뉴얼
White&Case	Central Parx (베스트엔트)	12,000	CBD 최고 임대료 사례
Allianz global Investors	Furstenhof (뱅크 디스트릭트)	17,400	기존 건물 리뉴얼
Sanofi	Hochst 산업단지 신규 사옥	15,000	제약/바이오 기업 확장 사례

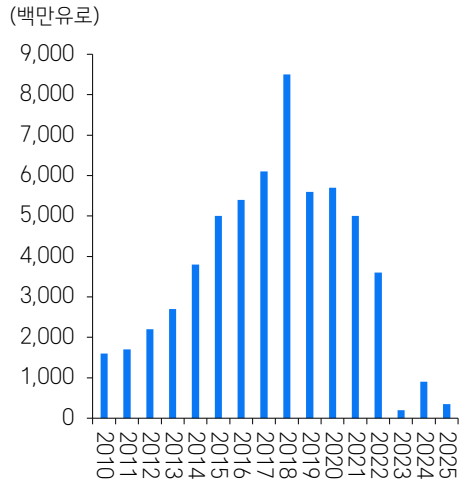
자료: Colliers, 언론 보도, 삼성증권

## 주요 시장

### ② 프랑크푸르트: 낮은 부실률

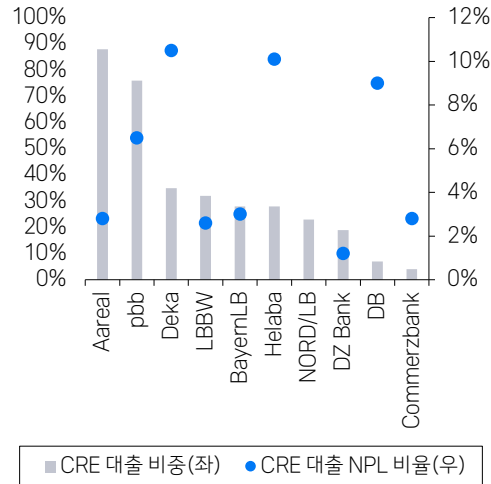
- 2025년 4분기 기준 프라임오피스의 Caprate는 CBD 4.9%, 시티프린지 5.3%, 외곽 6.5% 등 소폭 하락하며 안정
- 금리는 상승했으나 Caprate의 상승을 야기할 만한 수준은 아님. 금리 상승 사이클의 조정이 마무리된 상태로 2026년 추가적인 Cap rate 하락 전망
- 2025년 오피스 거래액은 3억 유로로 전년 대비 70% 급감, 리파이낸싱 압박이 없는 매도자들은 낮은 가격에 매도하지 않은 영향
- 은행별 편차는 있으나 주요 은행의 CRE 대출 비율은 30% 미만으로 낮은 수준. NPL 비중은 최대 10% 내외로 리스크로 평가되지 않음

프랑크푸르트 오피스 거래액



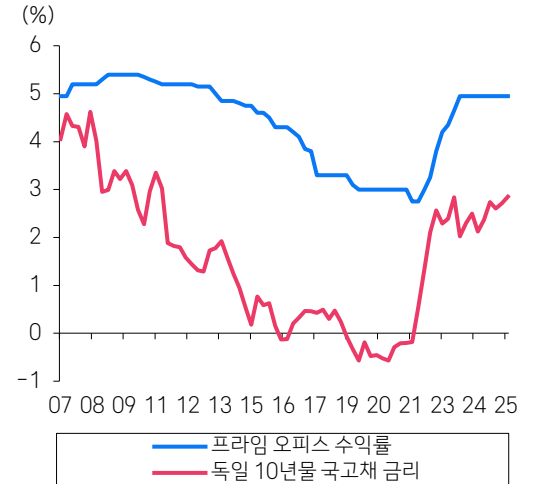
자료: Savills

은행별 CRE 대출 익스포저 및 NPL 비율



자료: Morningstar DBRS, 각사

오피스 Cap rate 추이



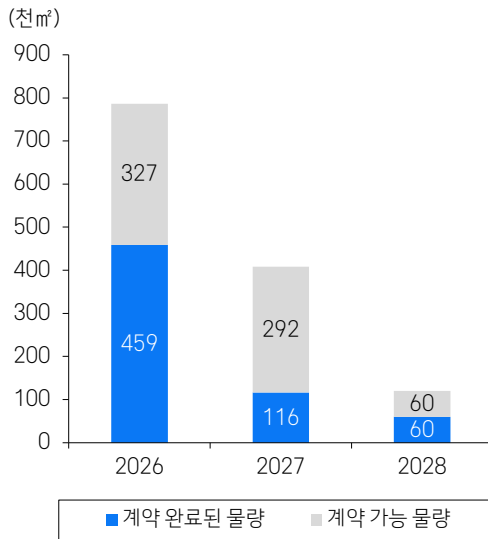
자료: Bloomberg, 삼성증권

## 주요 시장

# ③ 파리: 2027년부터 공급 축소

- 파리 및 일드프랑스(Ile-de-France)권역의 오피스 yield(Cap rate)는 런던과 함께 4.0%로 유럽 최저
- 파리 오피스 공실률은 7.2%로 소폭 상승, QCA는 4.7%로 유럽주요 도시 평균 5.4%를 하회, 라데팡스는 15.6%로 최대 공실을 보이는 지역
- 2025~2026년까지 대규모 공급이 예정돼 있으나 2027년부터 감소, 2028년 급감. 2구의 경우 역사적 건물 보존 규제로 공급 극히 제한적
- 사전 임대비율은 49%로 양호한편. 2027년까지 공급 증가 여파로 구축 임대료와 공실 상승 불가피. 반면 프라임 자산 희소성 증가로 QCA 중심의 회복
- 파리 오피스 시장의 변수는 테크/력셔리 기업 실적. 미국만큼은 아니지만 Siliconsentier(파리 2구 내) 지역에 테크기업 이전으로 임차 시장 활성화

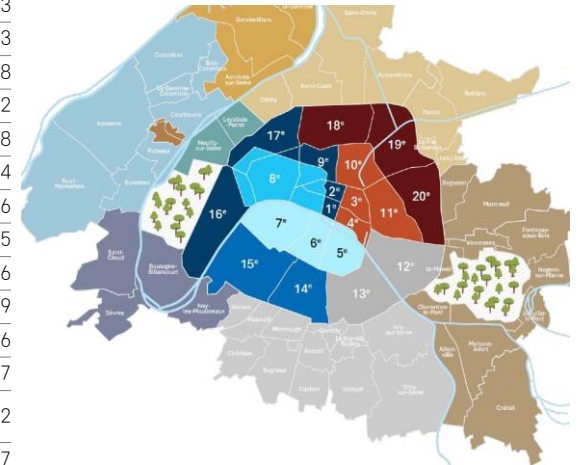
### 일드프랑스 내 5천㎡ 초과 대형 오피스 공사



자료: Cushman & Wakefield

### 파리 오피스 권역 구분

권역	프라임 (€/㎡/년)	세컨더리/중고 (€/㎡/년)	공실률 (%)
파리 QCA	1,240	860	5.3
파리 Peri-QCA	865	672	7.3
파리 3,4,10,11구	800	533	8.8
파리 5,6,7구	960	596	3.2
파리 12,13구	575	541	6.8
파리 14,15구	630	411	7.4
파리 18,19,20구	515	369	16.6
라데팡스	550	415	14.5
Neuilly-Levallois	610	454	11.6
Peri-Defense	370	297	28.9
Boucle Sud	525	349	15.6
Boucle Nord	200	170	13.7
1st Couronne Nord	390	264	25.2
1st Couronne Sud	445	290	17
1st Couronne Est	350	258	8.8

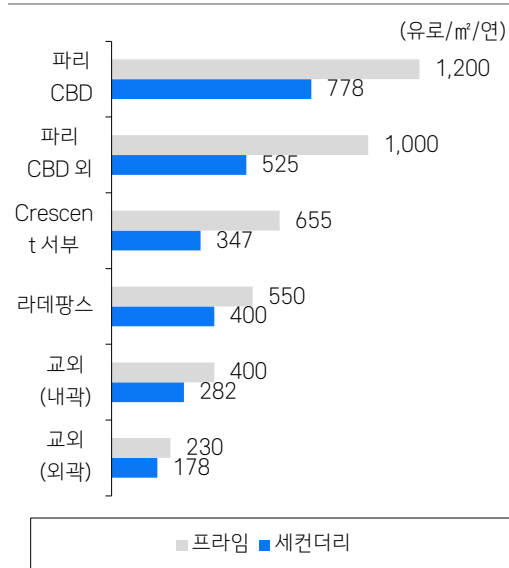


참고: 2025년 3분기말 기준, QCA(Quartier Central des Affaires)는 핵심 지역으로 8구 중심, 인근 1,2구도 포함  
 자료: Newmark, 삼성증권

### ③ 파리: 임대료 부담으로 저조한 임대 활동

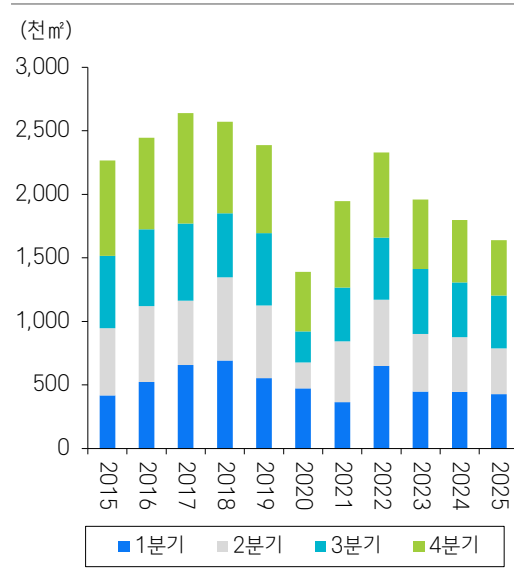
- 2025년 오피스 순흡수면적은 감소세가 이어지며 10년 평균대비 25% 낮은 수준, 2분기는 2021년 1분기 이후 최저치를 기록하기도
- 2025년 거래량은 전년 대비 37% 증가하며 회복, 대형 거래(5천㎡)는 급감한 반면 중소 거래는 견조, 불확실성으로 기업들은 보수적 공간 전략
- 2025년 연간 Take-up은 여전히 10년 평균 하회하며 2002년 이후 최저, 구조적 수요 감소. QCA 지역만 대기업 수요로 상대적 견조
- 파리 오피스 시장은 임대료 명목액(Loyer facial)보다 임대인 인센티브(렌트프리, 리모델링 비용 부담)를 반영한 실효 임대료가 중요. 최근 인센티브 확대

파리 권역별 실질 임대료



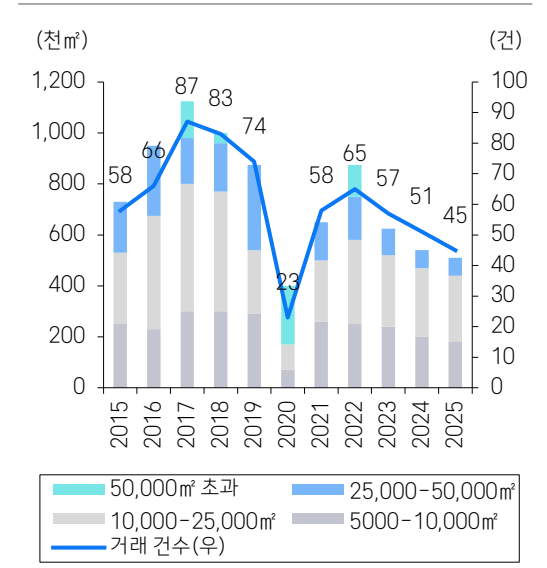
참고: HT HC: Hors Taxes, Hors Charges (세금관리비 제외) 순수 임대료, Bail 3/6/9 라는 임대 계약. 임차인은 3년마다 해지 옵션 행사 가능, 최근 6년 또는 9년 확정 계약이 프라이م 자산 위주로 증가 자료: ImmoSat

파리 오피스 순흡수면적



자료: ImmoStat

규모별 순흡수면적-중소형 거래 위주

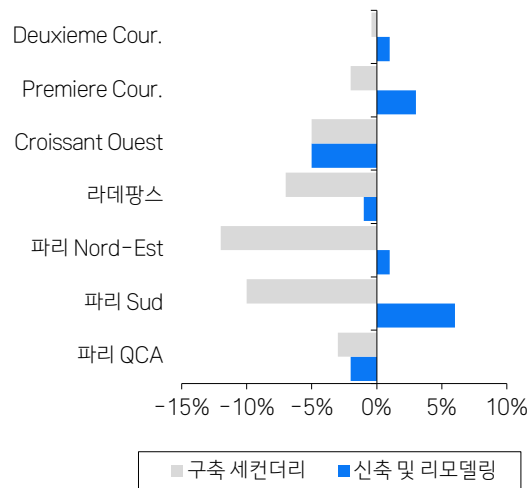


자료: Costar

### ③ 파리: DEET 규제의 리스크

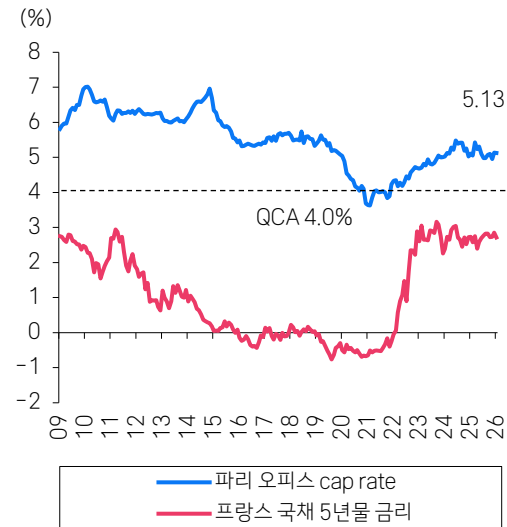
- 2025년 일드 프랑스 오피스 투자액은 전년대비 37% 성장, 금리 인하가 기여했으나 유럽 최저의 Cap rate로 향후 금리 상승 압력은 리스크
- DEET(2019년 발효된 에너지 규제, 1,000㎡ 이상 상업용 부동산의 에너지 소비 감축 의무화, 상업용 부동산의 68%가 규제 대상) 및 2025년 추가된 BACS(Building automation&control systems, 290kw이상 설비 보유 빌딩은 자동화 시스템 설치)가 핵심 리스크
- 2구는 노후 오피스가 많지만 오스만 양식 건축물이 상당수라 외단열 공사가 어렵고 리노베이션 비용이 신축보다 훨씬 큰 경우가 많음, QCA(CBD)의 구축 오피스는 좌초자산(Stranded asset) 위험, 미준수 시 이행명령과 경고 적용
- 인증 빌딩은 임대료 21% 프리미엄, 매매가 8~10% 상승효과(유럽 오피스의 75%가 에너지 비효율), 리노베이션 필수, 투자비 부담

오피스 권역별, 신축구축 임대료 YoY 증가율



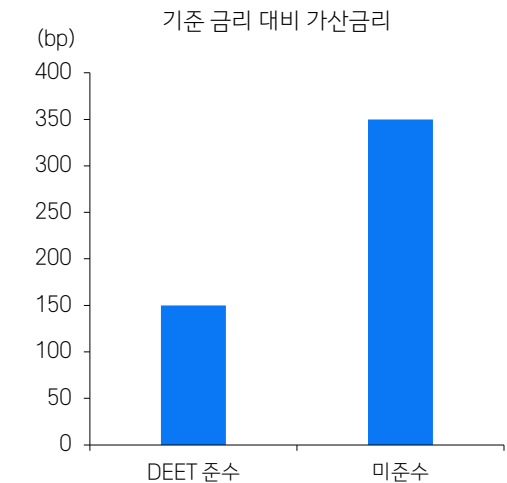
자료: CCI Paris Ile-de-France

파리 오피스 Cap rate와 5년물 금리



자료: Bloomberg, 삼성증권

DEET 준수 vs 미 준수 건물의 대출 금리



자료: RCA

# Compliance Notice

---

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.



## 삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
Powered by the S&P Global CSA