

대체투자팀

이경자 팀장
kyungja.lee@samsung.com

홍주미 Research Associate
jumi14.hong@samsung.com



리서치센터 리포트
바로가기

부동산

글로벌 상업용 부동산 점검: 대출 시장 재긴축 기조

- 금리 부담으로 미국과 유럽의 CRE 대출 시장은 다시 긴축으로 전환
- 미국 대비 보수적인 유럽에서 먼저 부동산 대출 약정 위반 사례 증가
- 위험관리와 회수에 집중할 시기, 역설적으로 신규 대출 투자자에게는 기회

WHAT'S THE STORY?

상업용 부동산, 고금리의 후유증: 2022년 금리 인상과 오피스 수요의 구조적 하락으로 가치 하락을 겪은 글로벌 상업용 부동산(CRE)시장은 2024년 금리 하락으로 리스크가 완화되는 듯했으나 최근 CRE 대출 시장은 다시 긴축 기조. LTV 상승으로 Covenant breach(약정 위반), Cash trap 발동, Cash sweep 실행 등으로 차주의 현금 흐름이 통제되는 사례 증가. 이는 전통적으로 미국 대비 대출시장이 보수적인 유럽에서 먼저 나타나고 있음

더욱 보수적으로 전환하는 유럽 대주: 유럽 대출시장이 보수적인 이유는 비은행 대출 발달이 더뎠다. CRE 대출에서 은행 비중이 84%로 미국의 40% 대비 크게 높은데다, 각국이 분절된 시장 구조이기 때문. 금리 인상 가능성이 높아진 3월부터 유럽 대주들은 대출 조건을 보수적으로 전환하기 시작해 기준 LTV 하향, ICR(이자보상배율)/DSCR(부채상환비율) 요건을 강화. 영국의 2026년 1분기 기준 ICR 1배 미만 대출 비중이 13%로 2016년의 1% 대비 크게 상승하는 등 2022년 이후 금리 상승으로 이미 ICR이 하락한 상황이라는 점이 우려 요인

미국 CRE, 다시 막힌 출구: 미국이 유럽 대비 덜 긴축적으로 보이는 이유는 전통 은행 외에도 사모대출, 보험사, CMBS 등 비은행 대주가 두텁게 형성돼 있기 때문. 따라서 우량 자산의 대출은 원활해지고 있으나 비우량 자산의 어려움은 가중되고 있음이 중요. 2024년 금리 하락 기대로 대부분의 자산은 대출 만기 연장을 택하며 시간을 벌었으나 고금리 장기화, 연체율 증가, 저금리 시기 대출의 리파이낸싱에 어려움으로 추가 연장은 어려워지고 후행적으로 재무약정 미충족 사례 증가. 대주가 허용 LTV를 상향하더라도 고금리로 대출 가능액은 DSCR에서 제한되는 상황. 스트레스가 가장 투명하고 빠르게 드러나는 시장인 CMBS의 지표는 악화. Trepp 기준 1월 오피스 CMBS의 연체율은 12.3%로 사상 최고치를 기록한 바 있음. 이에 따라 CMBS 발행도 트로피 자산의 리파이낸싱 위주로만 이뤄지는 추세

위험관리와 회수에 집중, 신규 대출 투자자에게는 기회: 기존의 부동산 투자자는 위험관리와 회수(exit)에 집중해야 할 시기. LTV를 재점검하고 대주와 선제적 소통을 통해 원활한 리파이낸싱 및 대출 조건의 변경에 대비. 역설적으로 현재의 CRE 대출 시장은 신규 부동산 사모대출 투자자에게는 기회를 제공. 대주에게 더 유리한 조건으로 재구성되고 있기 때문

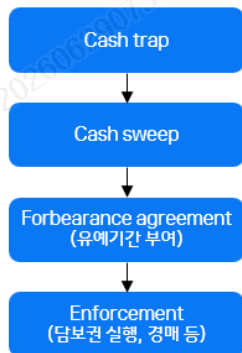
대출 약정 위반 시 절차

일반적으로 CRE 대출에서 LTV가 약정 임계치를 초과하거나 DSCR/ICR이 트리거 레벨 아래로 하락하면 정도에 따라 Cash trap 및 cash sweep이 작동한다. Cash trap이 발동되면 임대수익 전액이 이자 납부 후 대주가 지정한 별도 계좌에 묶인다. 차주는 에퀴티 투자자에게 배당 지급을 중단해야 함은 물론, 운영비 이외 지출도 대주의 승인 없이는 불가능해진다. 이때 대주와의 재협상 과정에서 equity injection을 요구 받게 되고 자본 확충으로 재무 약정 위반을 해소해야 한다.

사실상 cash trap은 EOD(기한이익상실) 직전 단계로 cash trap의 트리거는 다양하다. 자산가치 재감정 시 LTV 상승, DSCR 및 ICR 하락(임대수익 감소 혹은 금리 상승) 등이며 유럽은 임대수입이 유입되어도 ICR이 기준치를 하회하면 cash trap이 발동한다. 또한 주요 임차인이 퇴거 후 임대료가 여전히 납부되고 있더라도 발동되며 실제 공실과 무관하게 시장 공실을 적용해 발동되기도 한다. 투자자 입장에서 상세한 대출 약정 및 변동 요인을 파악하지 못할 경우 예상치 못한 cash trap에 맞닥뜨릴 수 있다.

Cash sweep은 cash trap 상태가 지속되거나 추가 조건 위반 시 실행되며 유보된 현금을 대주가 대출금 상황에 강제 투입한다. 차주의 현금흐름이 사실상 완전히 통제되는 단계다. Cash trap에 차주 영향은 배당 중단 및 유동성 제약에 그치지만 cash sweep에서는 대출 조기 상환 압력을 받게 된다. 그런데 이러한 LTV 및 DSCR 조건 위반은 공실이 발생하거나 임대수익 미수취와 같은 요인에서 야기되는 것이 아닌, 자산가치 하락에 의한 경우가 많다. 자산가치 하락은 다양한 요인이 있지만 금리 요인도 크게 작용한다. 즉, 지금과 같이 고금리가 지속되고 금리 인상이 시작된 유럽의 부동산 시장에서는 큰 환경적 변화이다.

대출 약정 위반 시 자산의 경로



자료: 삼성증권

LTV 변화 경로

항목	2021년 취득 시	2026년
자산가치	1억 달러	0.7억 달러 (30% 하락 가정)
대출금액	6,500만달러 (LTV 65% 가정)	6,500만달러 (동일)
실질 LTV	65%	93% (재무약정 위반)
DSCR (변동금리 대출)	1.35배 (이자율 3%)	0.85배 (이자율 6%대)

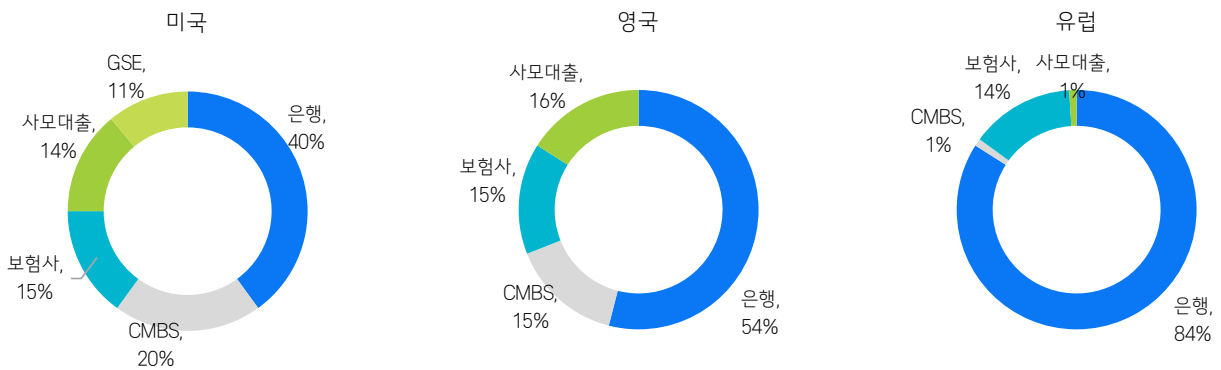
자료: 삼성증권

유럽은 대출 긴축이, 미국은 자산의 펀더멘털 약화가 리스크

CRE 대출 시장에서 미국은 사모대출, 보험사, CMBS 등 비은행 대출이 광범위하게 발달돼 있다. 이는 극단적 시장 경색을 막아주는 요인이자 부실의 이연이 이뤄질 수 있는 구조이기도 하다. 2024년 금리 하락 기대감이 커지며 2023년 SVB 사태로 표면화된 CRE 리스크는 완화되는 듯했다. 그러나 예상보다 고금리가 장기화되고 오피스의 구조적 수요 하락 등으로 펀더멘털 회복기로 진입하지 못했다. 일부 A급 자산은 수요 및 가치 회복이 나타나고 있으나 이하 자산은 만기 연장이 거듭되며 펀더멘털이 더욱 취약해질 수 있다.

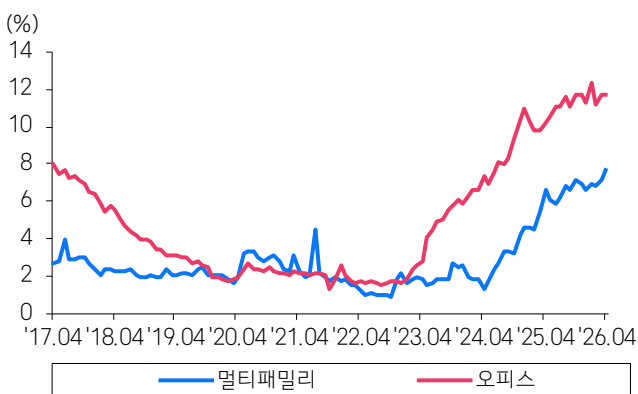
이러한 변화는 투자자별로 다른 대응을 요구한다. 기존 투자자는 리스크 관리가 필요하고, 신규 대출 투자자에게는 좋은 진입 기회를 제공할 수 있다. LTV나 ICR 등 대출 약정 조건이 대주에게 유리한 조건으로 재편되고 있기 때문이다.

CRE 대주 구분 (2025년 말 기준)



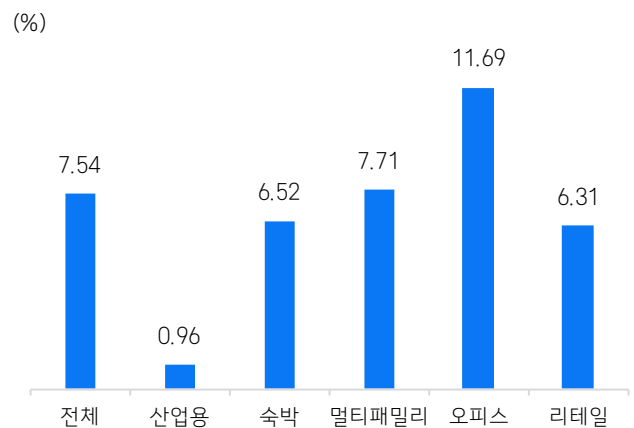
자료: Generali

미국 CMBS 연체율



참고: 30일 이상 연체율 기준
자료: Trepp

미국 자산별 CBMS 연체율



참고: 30일 이상 연체율 기준, 2026년 4월 기준
자료: Trepp

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

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



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