부동산/리츠

멀지 않은 실물시장 바닥과 두 가지 리스크

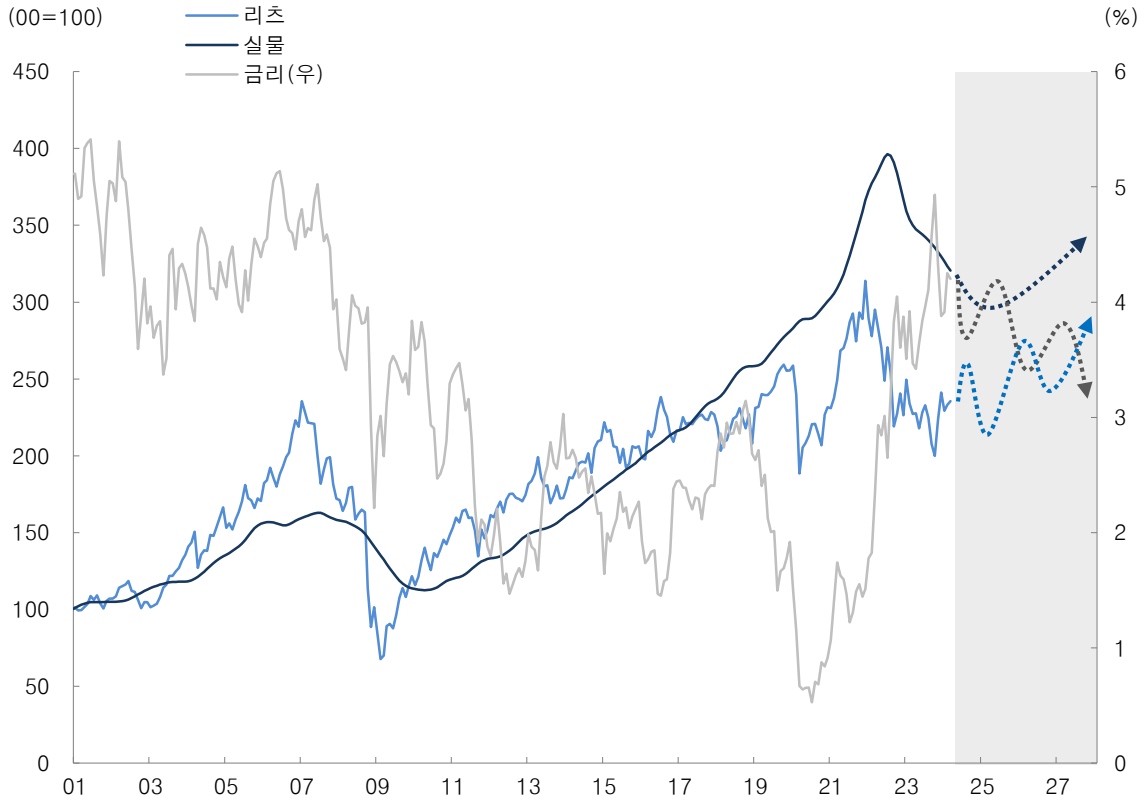
▪ 배상영 Ph.D. Sangyoung.bae@daishin.com

멀지 않은 실물시장 바닥과 리츠의 금리 연동 장세

리츠 시장은 금리 변동성에 연동되는 장세, 실물시장 하락세는 둔화

- 금리 인상 이후 리츠 시장은 금리 변동성에 따라 흔들리는 장세 지속. 24년에는 금리 인하 폭에 대한 전망이 후퇴하면서 시장금리가 상승하고 리츠 시장 조정
- 레버리지 비용 증가와 대출 강화는 실물시장에 대한 투자 감소 및 자산가치 조정으로 이어짐. 동시에 자산가치 하락은 Equity 손실 뿐 아니라, 부채 부실화로 나타났고, 특히 임대 상황이 좋지 않은 오피스를 중심으로 부실자산 증가
- 변동성이 큰 매크로 환경 속에서 하반기 리츠의 주가 변동성 또한 클 것으로 예상되나, 중장기적으로 본다면 회복이 기대되는 구간이며, 장기적인 금리 하락세는 리츠의 저점을 높여 나갈 것으로 기대
- 실물시장 또한, 레버리지 비용 하락과 지속되는 자산가격 조정이 이어지면서 투자자들의 심리 개선, CoC 수익률 증가로 투자 수요 회복 기대
- 상업용 부동산 부실 이슈가 나타났고 시장금리에 연동되는 리츠 장세가 나타나고 있으나, 추가적인 금리 인상 가능성이 낮고, 인하 속도의 문제인 만큼 지금은 실물시장의 바닥이 멀지 않은 시점이라 판단되며, 리츠의 주가 또한 Bumpy 할 뿐 방향성은 회복

미국 리츠, 실물 Index 및 금리 추이 및 전망

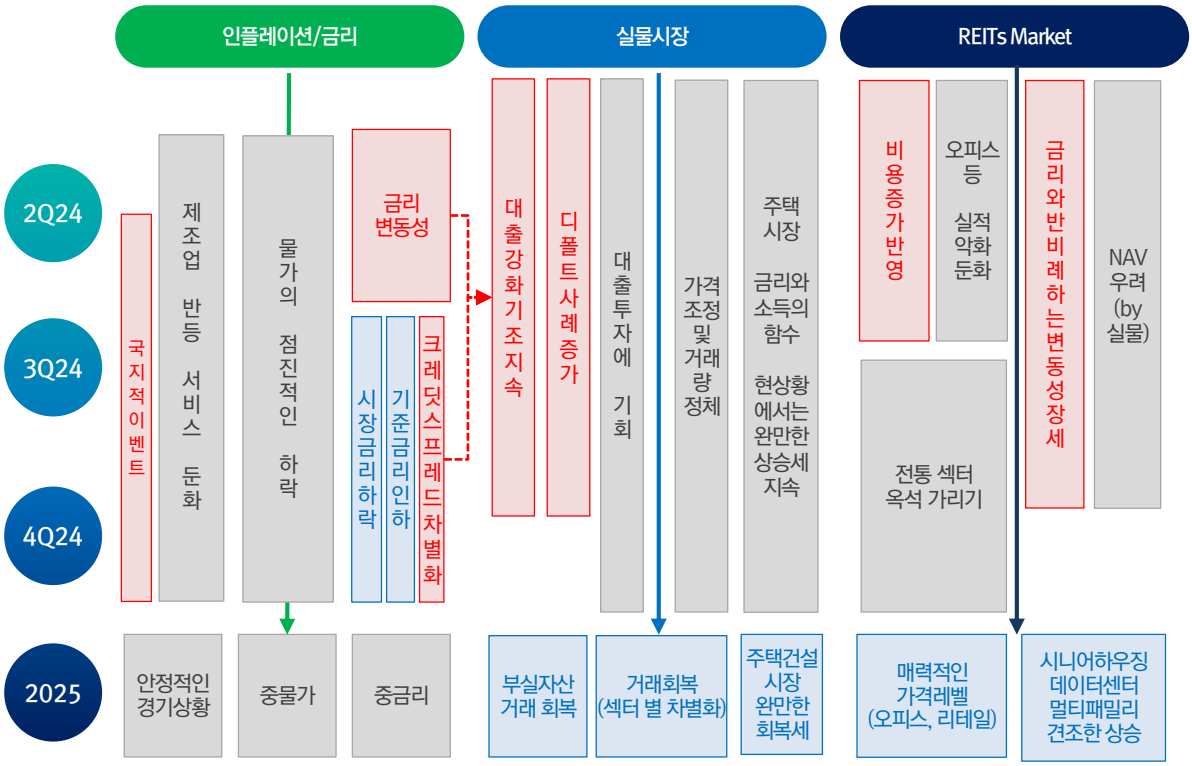


자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

정상화 과정이나 여전히 금리/경기 변동성은 경계

- 24년도 하반기 금리 인하와 경기 둔화는 전반적인 부동산의 이자비용 감소와 일부 섹터의 임대시장 둔화로 이어지면서 회복세 기대
- 다만, 물가와 금리, 경기 간의 시소 게임은 일시적으로 시장 전망을 후퇴시킬 수 있는 요인이며, 고금리 장기화로 인한 국지적인 이벤트(은행 부실)가 나타날 수 있는 매크로 환경이라 판단. 또한, 시장금리는 하락한다 하더라도 대출 강화는 지속되며, 부동산 시장 전반에 대출 유동성이 부족한 상황 전개
- 실물시장의 가격 조정과 감소된 거래량이 지속 될 것으로 보이며, 가격 조정 속에서 거래량이 점진적으로 회복 될 것으로 기대. 대출 투자 증가는 기존 차주들의 대출강화의 공백을 채우면서 상대적으로 높은 수익률을 거둘 것으로 전망
- 경기 둔화와 회복, 그리고 완화되는 물가 부담, 하락하는 시장금리는 24년 연말시점을 놓고 보면 중물가, 중금리, 침체 없는 경기 둔화일 것이고, 내년 1년을 연간으로 놓고 본다면 소프트 랜딩, 물가/금리 하락으로 기대되어 실물시장의 회복 및 리츠 주가 회복에 기여
- 다만, 금리 레벨의 정체, 예상보다 깊은 경기 둔화/침체는 부동산/리츠 시장의 예민한 리스크로 잔존

시장 Flow



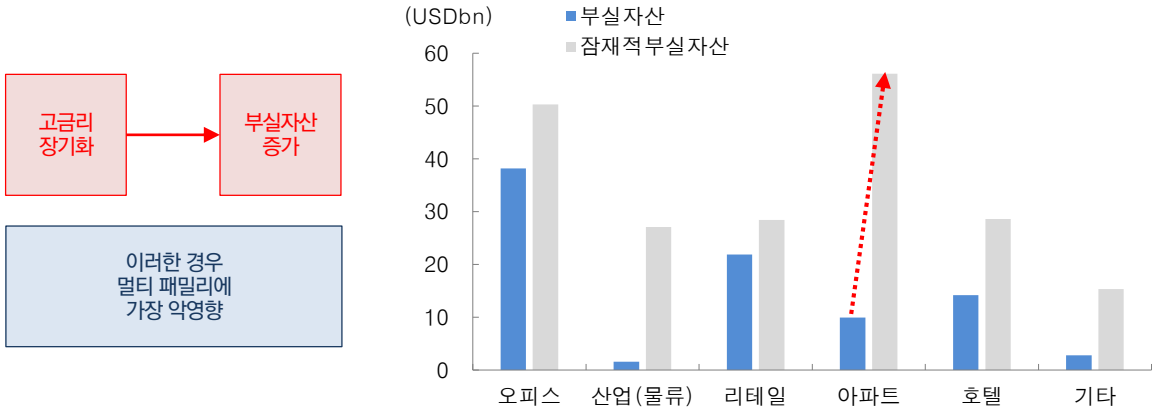
자료: 대신증권 Research Center

금리/경기의 시소 게임에서 나타날 수 있는 리스크 두 가지

금리와 경기 변동성에 따른 부동산 시장 리스크

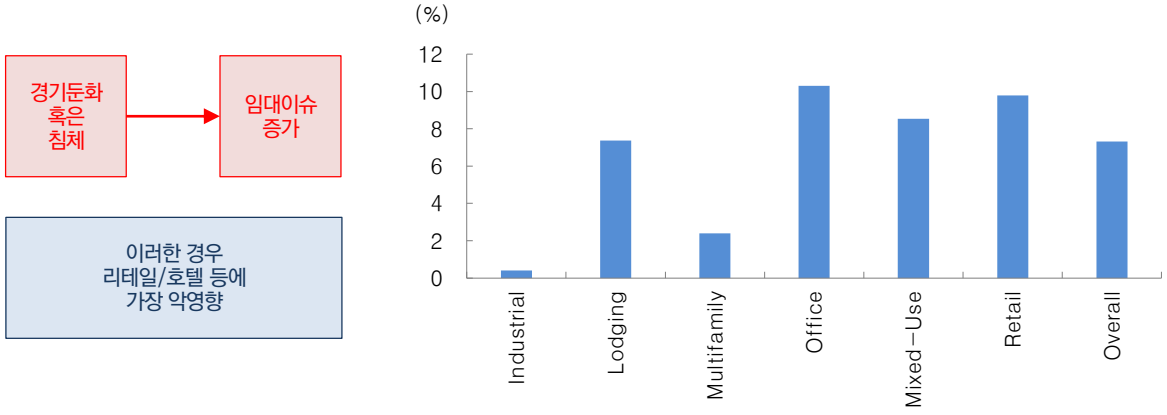
- 고금리 장기화 시 오피스 회복세는 느리게 나타날 것으로 예상되나, 무엇보다 부실자산의 확대가 우려됨. 이러한 상황에서 부실자산 확대는 멀티 패밀리로 이어질 것. 다만, 임대시장이 상대적으로 견조한 편으로 오피스 섹터만큼의 충격은 크지 않을 것으로 기대
- 경기 둔화의 속도가 빠르게 나타난다면, 리테일 섹터의 임대 펀더멘털 악화가 우려. 가능성이 높지는 않으나 둔화가 아닌 침체 수준으로 경기 악화가 나타나면서 고용을 건드리는 경우, 멀티 패밀리의 임대 시장은 물론 주택시장까지 악영향 나타날 것으로 예상
- 현 시점에서 높지 않은 가능성이나 최근 몇 년간 경기/금리가 예상대로 가지 않았던 만큼 고려해야 할 상황 중 하나

1Q24 부실자산과 잠재적 부실자산, LTV(자산가치) 이슈 불러와



자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터 별 CMBS 스페셜 서비스 비율, 경기 둔화/침체 시 NOI(임대상황) 이슈 불러와



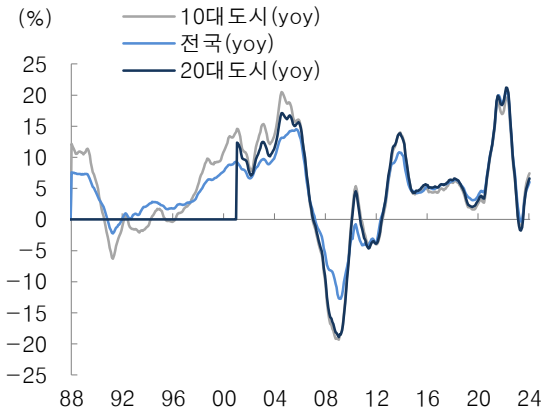
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

[주택시장] 금리에 반응하는 거래량, 반응하지 않는 가격

고정금리, 견조한 가계 소득, 신규 공급 감소 바탕으로 7% 대의 모기지 금리에도 전년비 6.03% 상승

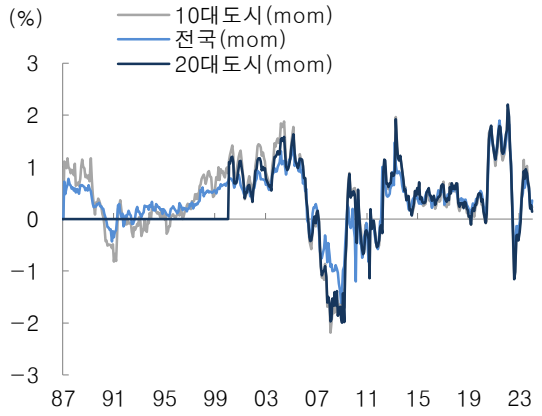
- 2023년 미국 주택시장은 고금리 상황에서 거래량이 감소하면서, 기 보유자들은 장기 저금리 모기지 부채와 견조한 고용을 바탕으로 자산 매도의향이 감소(신규주택 매매량 대비 기존주택 매매량 감소폭이 큼). 동시에, 경기 둔화에 대한 우려와 마진 하락(금융 비용 및 원가 상승)으로 신규 공급이 증가할 여력이 크지 않아, 거래량은 감소했지만 가격은 상승하는 시장 연출
- 단기 시황으로는 모기지 금리가 7%를 상회하면 거래량이 감소하고 공급자의 심리가 위축되고, 7%를 하회하면 다시 회복되는 흐름이 반복. 7% 내외의 수준의 모기지 금리가 시장의 임계치라 판단
- 큰 폭의 고용 감소나 7% 중반을 상회하는 모기지 금리의 유지 상황이 아니라면 명목가격의 하락을 기대하기 어려운 상황이라 판단하나, 동시에 구매력 감소와 고금리로 강한 상승을 기대하기는 어려움

미국 주택시장 전년비 추이



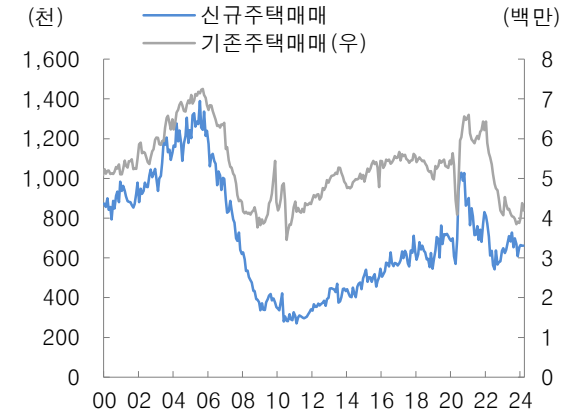
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택시장 전월비 추이



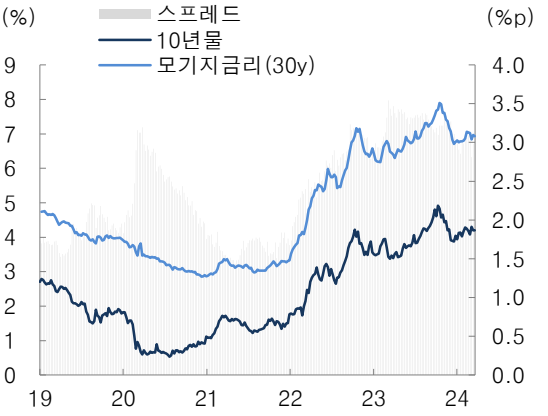
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 매매량 추이



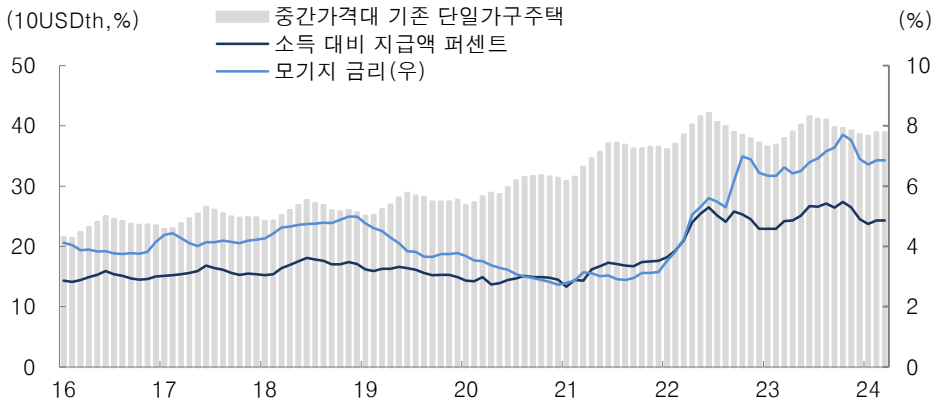
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 모기지 금리 추이



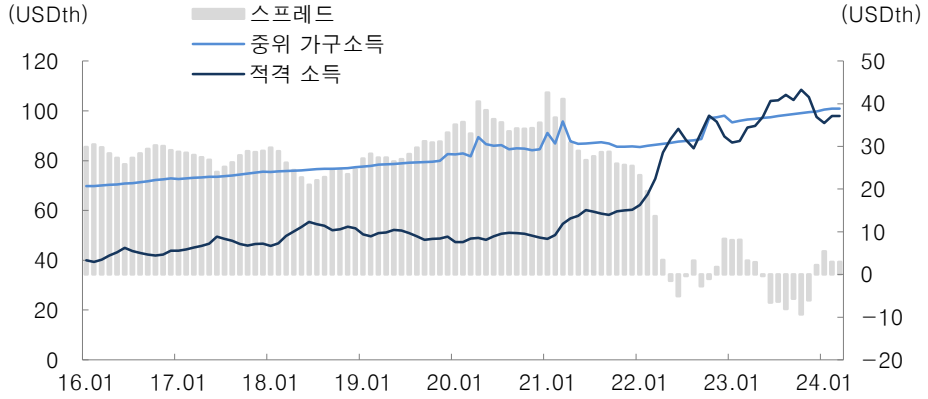
자료: MBA, Bloomberg, 대신증권 Research Center

월 상환액은 소득 대비 25% 수준 코로나 이후 10%p 상승



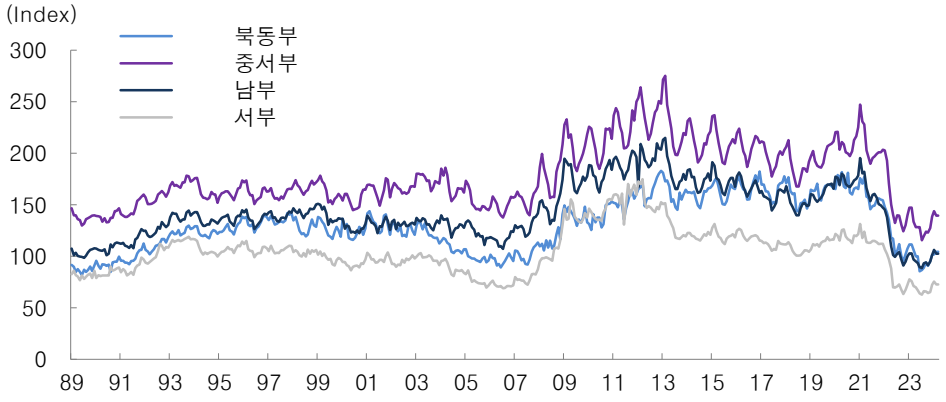
자료: NAR, Bloomberg, 대신증권 Research Center

중위 가구 소득이 주택을 구매하기 빠듯한 상황



자료: NAR, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 지역 별 주택구입 부담지수, 긴 시계열로 봐도 부담스러운 수준



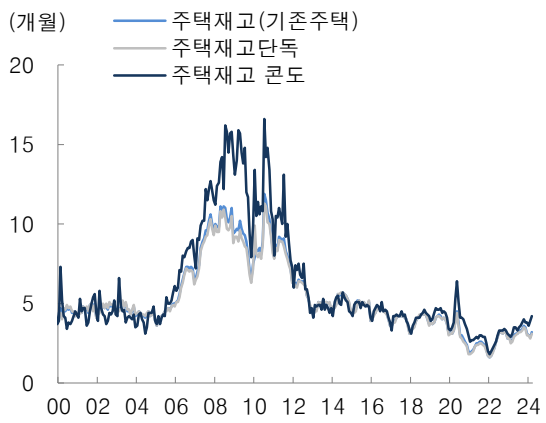
자료: NAR, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[주택시장] 시장 내부 수요-공급 상황이 가격에 우호적

빠듯한 재고 시장, 고금리를 이겨내는 수급상황은 레벨 차이는 있으나 70년대와 유사

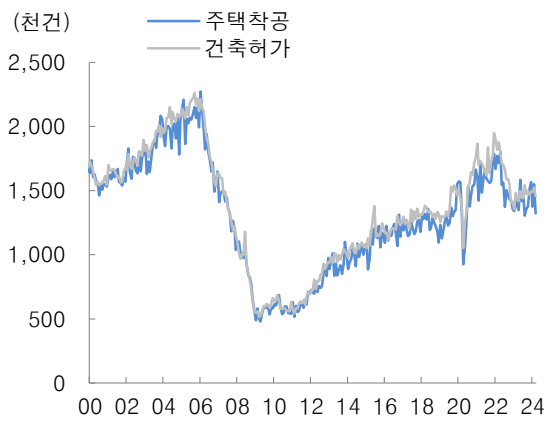
- 주택 재고량은 최근 들어 상승세. 재고주택의 경우 평균 3.2개월(22년 1월 1.6개월 최저치) 수준이며, 매매용 주택의 경우 1.11개월(22년 1월 0.85개월). 금리 상승으로 거래량이 감소하여 재고량은 소폭 늘어났으나, 업황에 대한 불확실성으로 공급 또한 감소하여 여전히 타이트한 재고 상황
- 자가 공실률은 0.9%(최저 0.7%), 임대 공실률은 6.6%(최저 5.6%)로 저점 대비 100bp 상승
- 주택 모기지 연체율은 23년 4분기 3.88%로 여전히 낮은 수준(팬데믹 이전 최저치는 3.77%)이며, Convention Loan 연체율은 23년 1분기 2.29%를 기록한 이후 상승해 23년 4분기 2.67% 기록(팬데믹 이전 최저치 2.99%)

미국 주택 재고량 추이



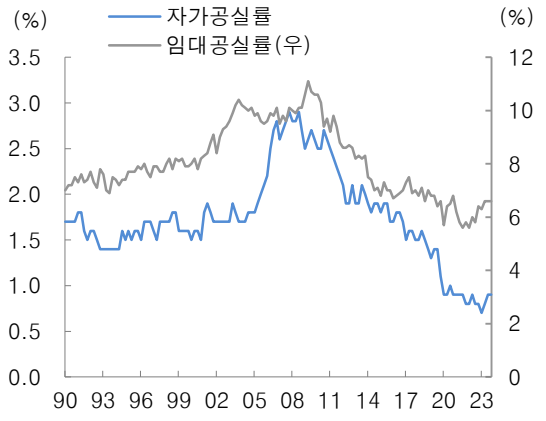
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 착공, 허가 추이



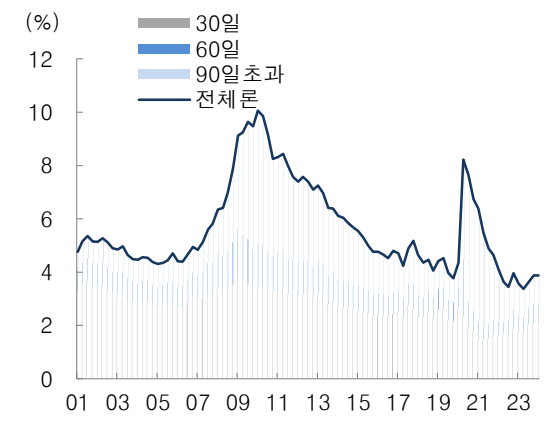
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 주택 공실률 추이



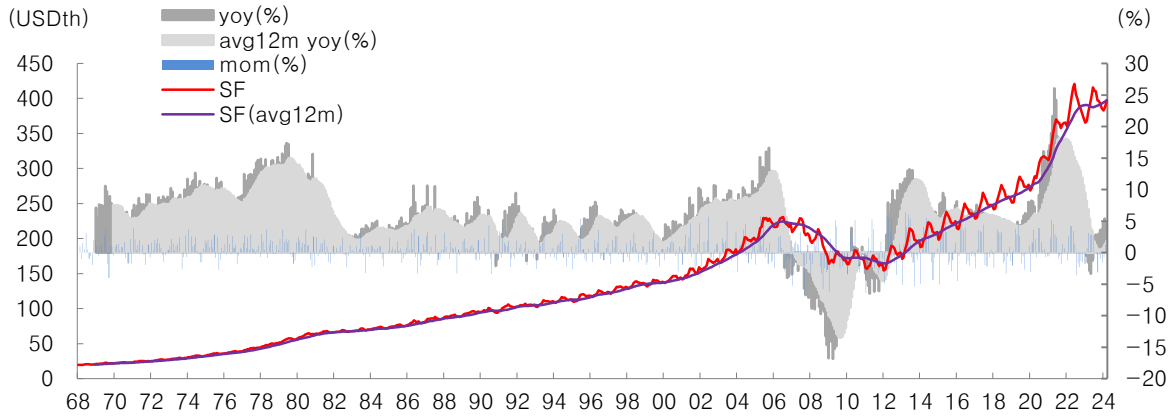
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 모기지 연체율 추이



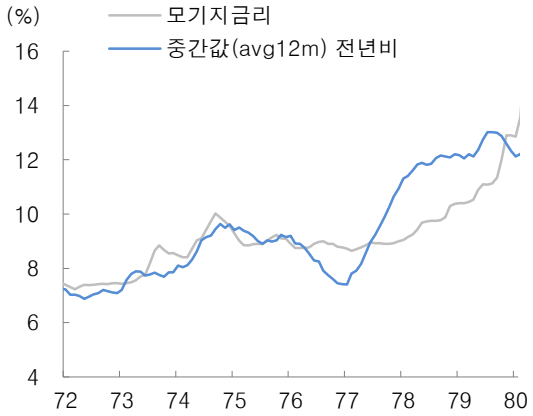
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 단독주택 가격 장기 추이



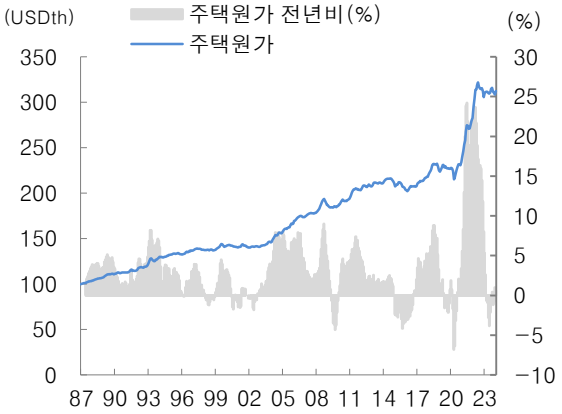
자료: NAR, 대신증권 Research Center

70년대 모기지 금리와 가격 상승률



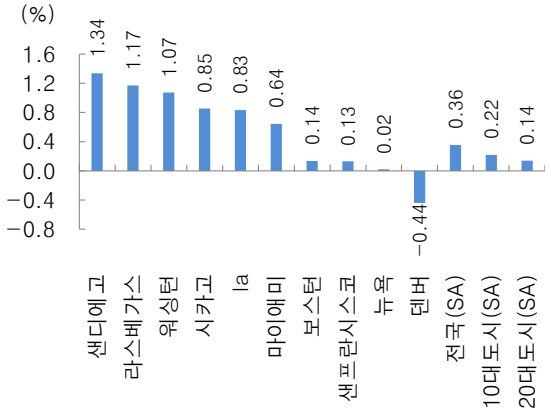
자료: NAR, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 레지덴셜 공급원가 추이



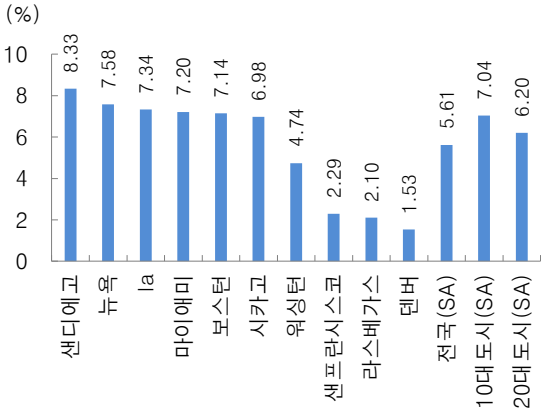
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

2024년 주요 도시 상승률



자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

2023년 주요 도시 상승률



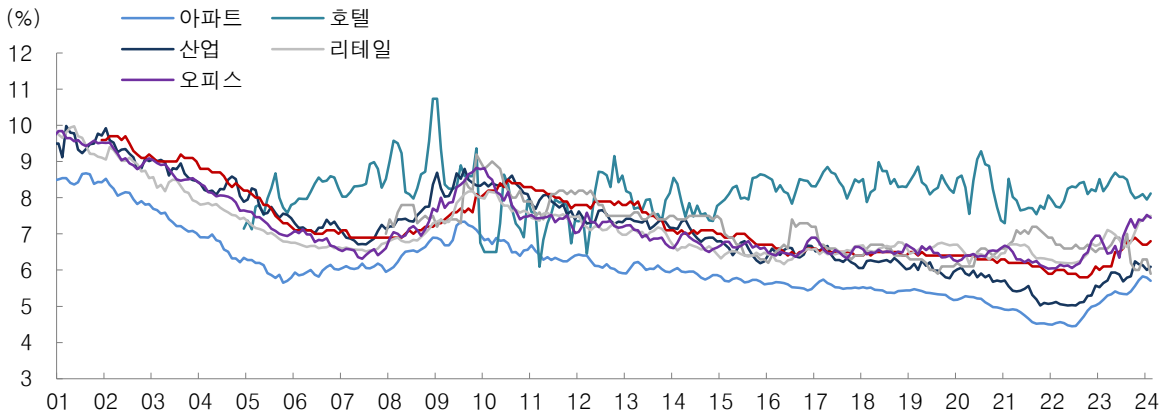
자료: S&P, Bloomberg, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산] Cap Rate 상승세는 둔화, 회복은 하반기 이후

금리의 완만한 하락 속에서 24년말부터 Yield 투자 회복 가능성

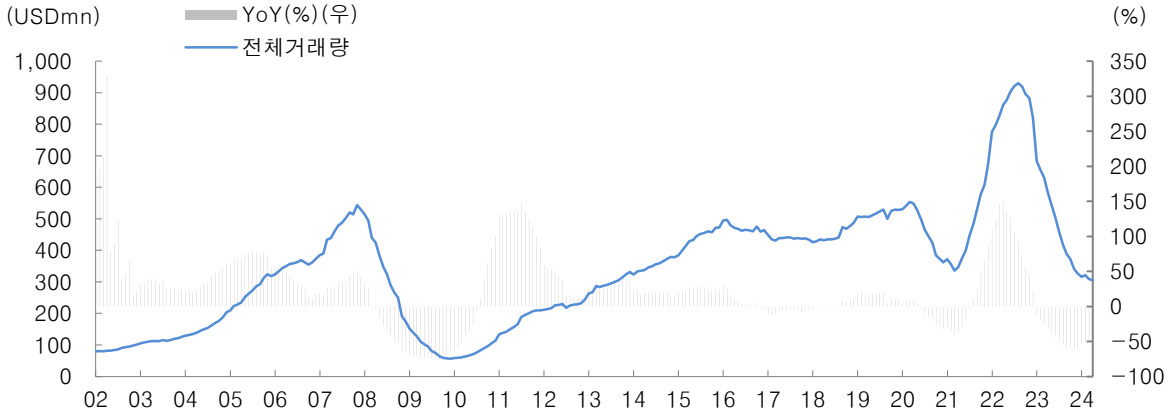
- 현 시점에서는 상대적으로 견조한 경기 상황과 불투명한 경기 전망, 높은 대출 금리 및 불투명한 금리 전망으로 인하여 Equity 투자에 대한 동력이 약하고, 동시에 현 시점의 금리가 일시적이라는 기대와 상대적으로 견조한 임대상황에서 자산의 매도자는 충분한 가격 조정의 의향이 없어 매수자-매도자 간의 가격 스프레드 차이가 여전한 상황
- 그러나, 연말로 갈수록 1) 매크로 불확실성이 해소되고, 2) 상대적으로 견조한 자산의 가격 조정이 나타나면서 전반적인 자산의 거래량 회복 기대 가능. 본격적인 회복은 25년 하반기 이후로 생각되나 24년 하반기부터 회복세는 나타날 것으로 전망
- Cap Rate 상승세가 둔화되고 있고, 거래량도 전반적으로 바닥을 다지는 과정이라 판단

미국 상업용 부동산 섹터 별 Cap Rate 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 상업용 부동산 12개월 누적 거래량



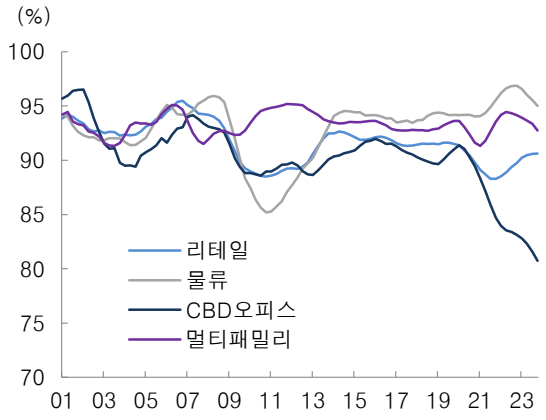
주 : 아파트, 오피스, 리테일, 산업(물류), 호텔 섹터
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산] CBD 오피스 악화 속도는 둔화, 그러나…

멀티 패밀리와 산업(물류) 섹터의 임대 업황 둔화 및 자산가치 하락이 현 시점에서는 더 중요한 포인트

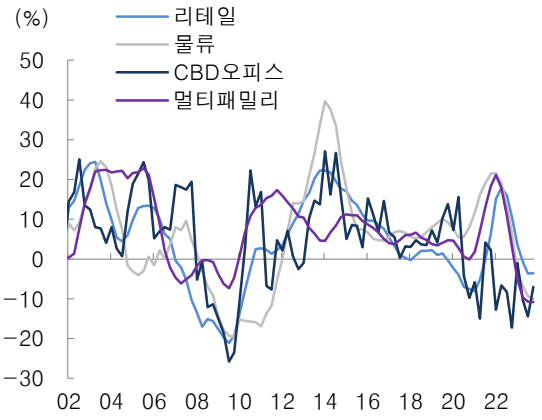
- 리테일을 제외한 전 섹터의 임대율 하락 중. CBD 오피스 임대율 하락보다 물류, 멀티 패밀리의 임대율이 관건
- 전미 기준 전 섹터의 NOI가 전년비 하락하고 있으며, 현 시점에서는 멀티 패밀리와 산업(물류) 섹터가 -10% 수준의 SSNOI 하락폭이 나타나고 있음. 우량 시장 위주로는 견조하나, 섹터 전반의 평균 NOI는 크게 하락하고 있음을 시사
- 섹터 별 자산가치 고점 대비 감소치 추이는 CBD 오피스 -33.8%, 멀티 패밀리 -13.9%, 산업(물류) -10.9%, 리테일 -4.2% 순. CBD 오피스의 자산가치 하락폭이 가장 크나, 멀티 패밀리와 산업(물류) 섹터의 자산가치 하락세도 트래킹 필요. 임대시장 둔화와 고금리 장기화로 인한 Cap Rate 상승이 겹치면 부실 섹터 확산 가능성 有

미국 섹터 별 임대율 추이



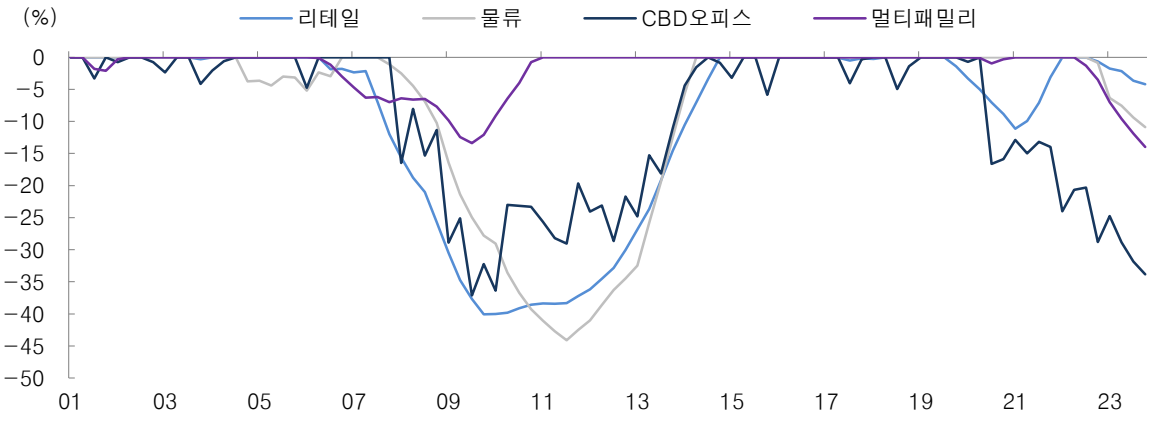
자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 섹터 별 SSNOI 전년비 추이



자료: RCA, 대신증권 Research Center

미국 섹터 별 MDD 추정치 추이



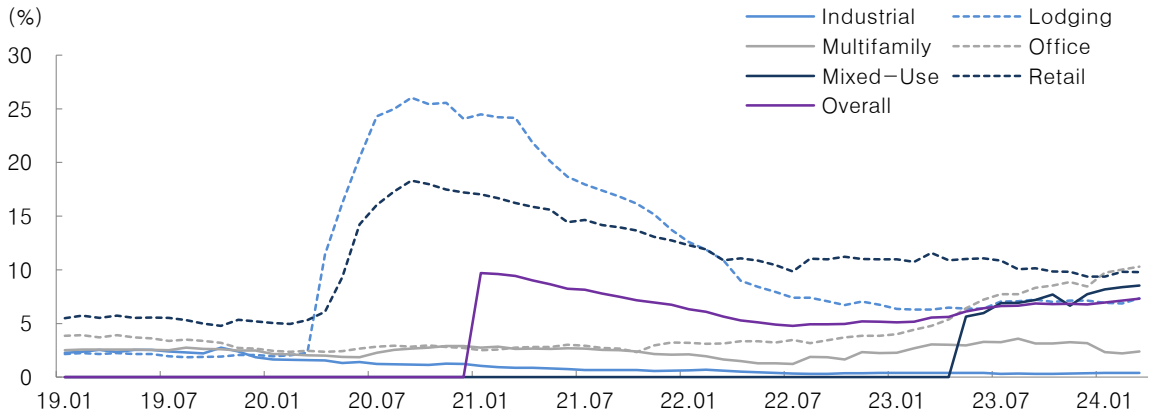
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산] 연체 상승 속도 둔화되나 지켜 볼 필요

24년 3월 CMBS 연체율 4.67%, 스페셜 서비스 비율 7.31%

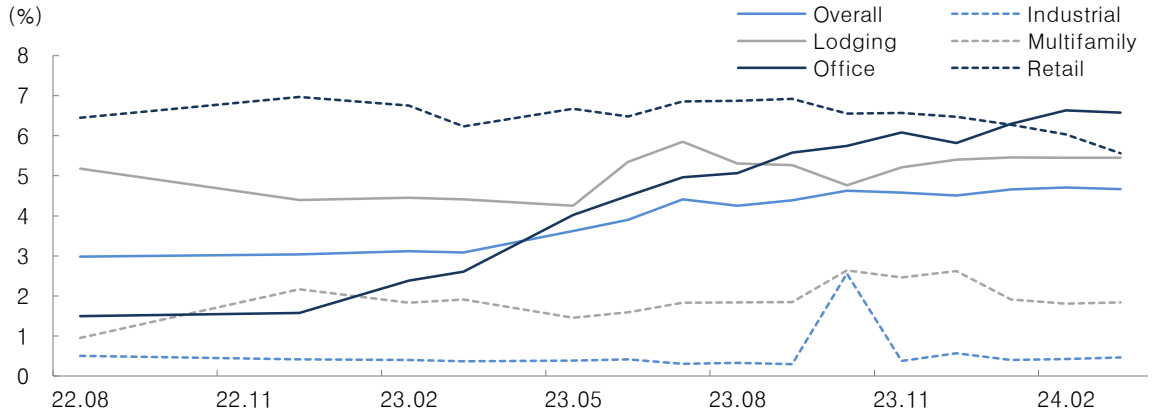
- 미국 오피스 CMBS의 스페셜 서비스 비율은 10.3%로 2월 대비 26bp 증가하며 상승세는 둔화. 전반적인 스페셜 서비스 비율은 7.31%를 기록하면서, 22년 8월 이후 꾸준히 증가세. 산업(물류), 멀티 패밀리, 리테일 모두 안정세(리테일의 경우 9.79%로 높은 편이나 팬데믹(18.32%) 이후 꾸준히 감소세)
- 미국 CMBS의 연체율은 4.67%를 기록하면서 작년 연말(4.51%) 대비 소폭 증가하였으며, 오피스를 제외한 대부분의 섹터가 작년 연말 대비 감소 혹은 비슷한 수준을 기록
- 오피스 연체율은 6.58%로 23년 말(5.82%)대비 증가

스페셜 서비스 비율 추이



자료: Trepp, 대신증권 Research Center

연체율 추이



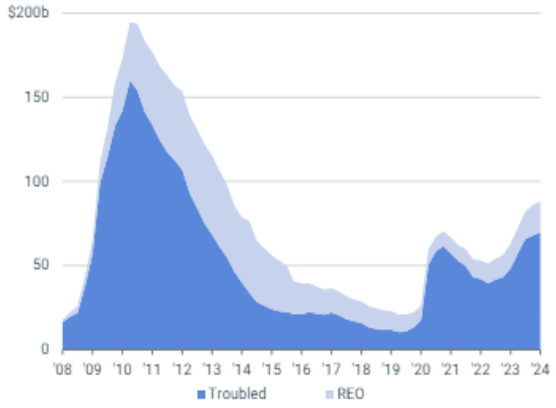
자료: Trepp, 대신증권 Research Center

[상업용 부동산] 잠재적 부실자산 축소, 그러나 금리가 변수

현재 부실자산은 오피스, 아파트가 합류 할지가 관건

- 미국 상업용 부동산 부실자산 규모는 지속적으로 증가해 1Q24 기준 886억 달러 기록하여 글로벌 금융위기 이후 최고치 기록. 1분기 99억 달러의 부실자산이 신규 유입 되었고, 72억 달러가 매각되면서 순증은 27억 달러(순증은 전년 동기 대비 -59%)
- 오피스 부문의 증가가 가장 큰 상황
- 현재 잠재적 부실자산으로 간주되는 아파트 자산의 규모가 큰 것은 우려 요인이나, 3Q24 대비 감소하였으며, 금리 상승으로 MDD 폭 확대될 시 잠재적 부실자산이 다시 증가할 수 있음

부실자산 총 규모 추이

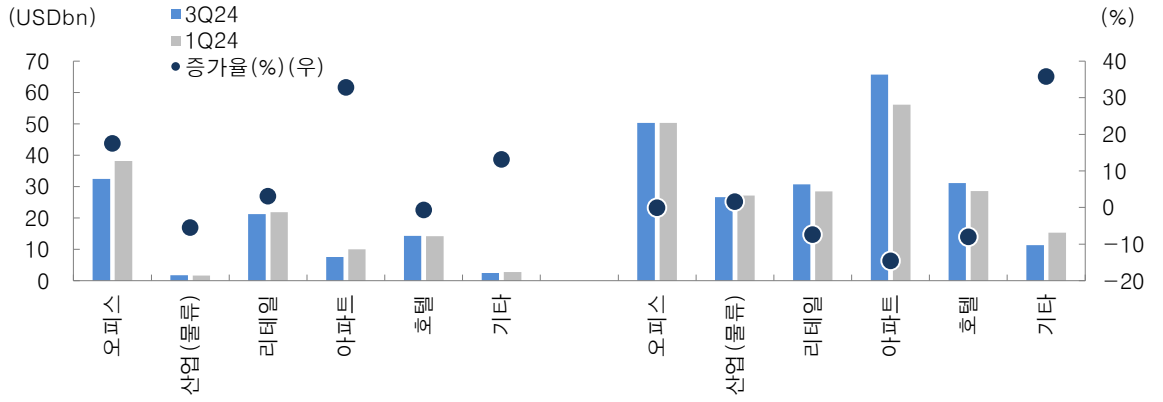


자료: RCA, 대신증권 Research Center

부실자산 Flow 및 순 증감 추이

자료: RCA, 대신증권 Research Center

섹터 별 부실자산(좌)과 잠재적 부실자산(우)



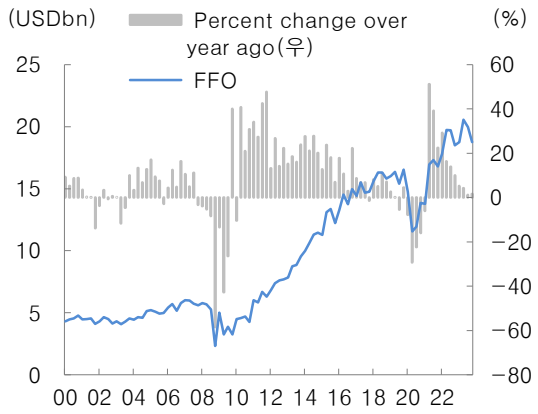
자료: RCA, 대신증권 Research Center

[리츠] 성장도 둔화, 악화도 둔화

실적 증가세는 미미한 수준, 원인은 이자비용 증가

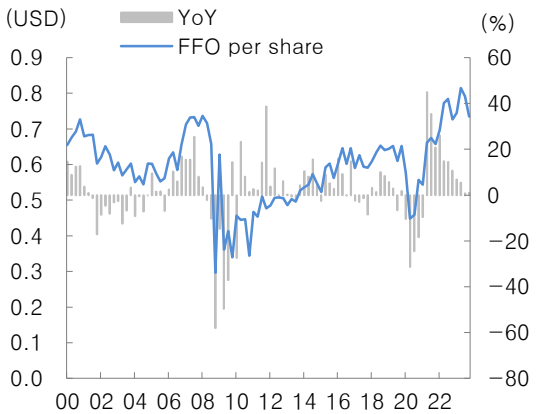
- 4Q23 미국 리츠의 FFO는 전년동기 대비 +1.6% 증가. 21년도 2분기 이후 추세적으로 증가세가 둔화. 주당 FFO는 전년 동기 대비 +1.07% 증가
- 리츠 전체의 SSNOI 전년비는 +3.62%로 22년 1분기 이후 둔화세 지속. 개별 섹터로 살펴보면, 둔화세가 나타나고 있긴 하나, 산업(물류)(+7.83%), 헬스케어(+7.63%)의 SSNOI 성장률은 여전히 높은 편이며, 하부 섹터에서는 제조주택의 SSNOI 전년비 상승률이 +8.35%를 기록
- 오피스 섹터의 SSNOI 전년비 재음전(-0.28%)은 오피스 섹터에 대한 우려를 높이는 부분
- 임대 점유율(전체 93.11%)은 전반적으로 견조한 편이나, 오피스는 88.05%를 기록하면서 지속적으로 하락세이며, 추가적인 하락이 예상되어 00년 이후 최저치(87.8%, 금융위기 이후) 갱신 전망

FFO 추이



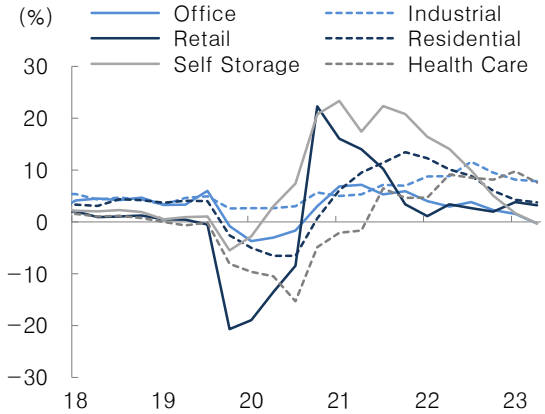
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

주당 FFO 추이



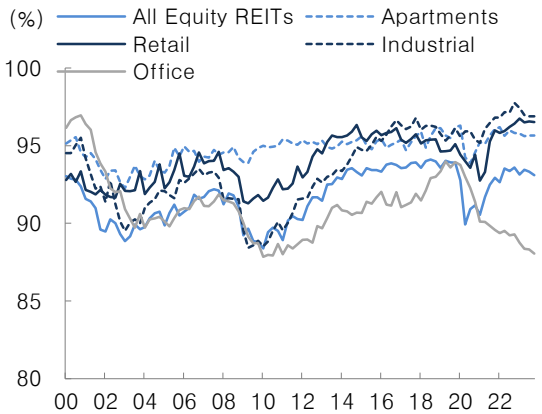
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

SSNOI 추이



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

임대 점유율 추이



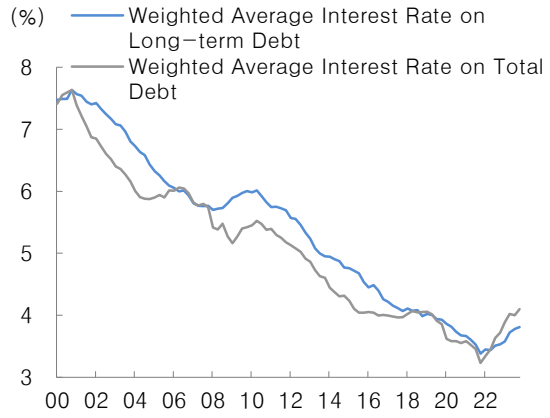
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

[리츠] 부채비용 증가는 불가피, 위기라기 보다는 마진축소

25년까지 부채비용 부담 증가는 지속 될 것

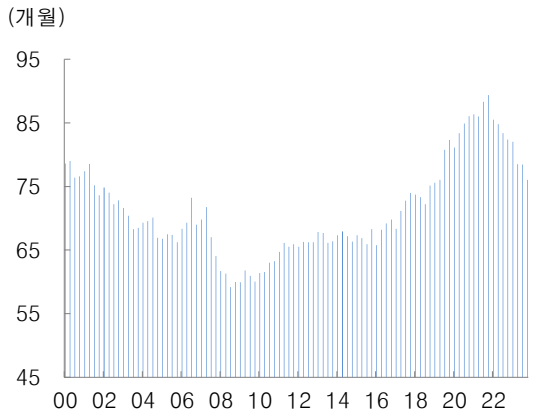
- 리츠 장기부채 금리는 3.81%로 21년 말 저점(3.38%) 기록 이후 꾸준한 상승세. 전체 부채 금리도 4.1% 수준으로 2Q15 이후 최고치
- 고정금리 비중은 높은 상황이나, 잔존만기는 감소한 76개월. 21년 말 89개월 대비 크게 감소하였으며, 만기 감소 속도가 빠른 편. 이는 비교적 짧은 만기 위주로 차환을 하기 때문으로 판단
- 이자비용 부담은 높아지고 있으나, 글로벌 금융위기 이전 대비 양호한 편이며, 자산 대비 부채 비율 또한 장부가치 기준 49.4%, 시장가치 기준 33.2%로 시장 전반의 LTV는 안정적인 편

미국 리츠 대출 금리 추이



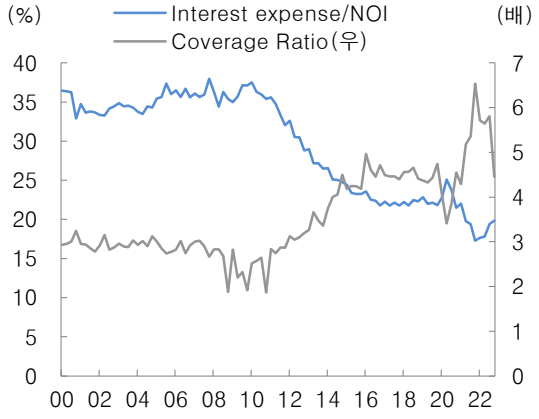
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

미국 리츠 평균 대출 만기 추이



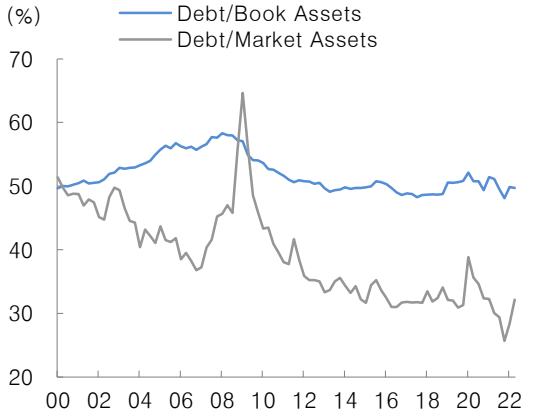
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

미국 리츠 이자비용 부담 수준



자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

미국 리츠 자산 대비 부채 비중



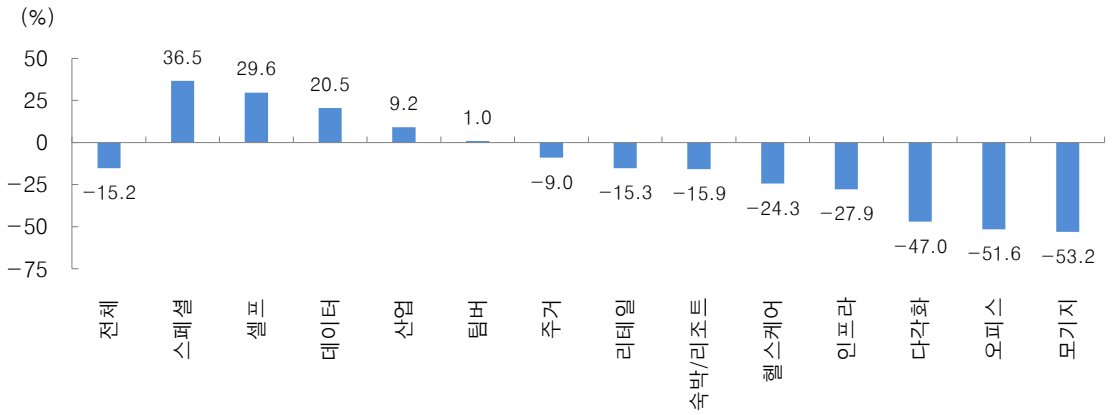
자료: NAREIT, 대신증권 Research Center

[리츠] 24년도 리츠 하락세 -9.0%(Total Return)

24년도 성과 하락세, Total Return -9.0%, 팬데믹 이후 주가 성과 -15.2%

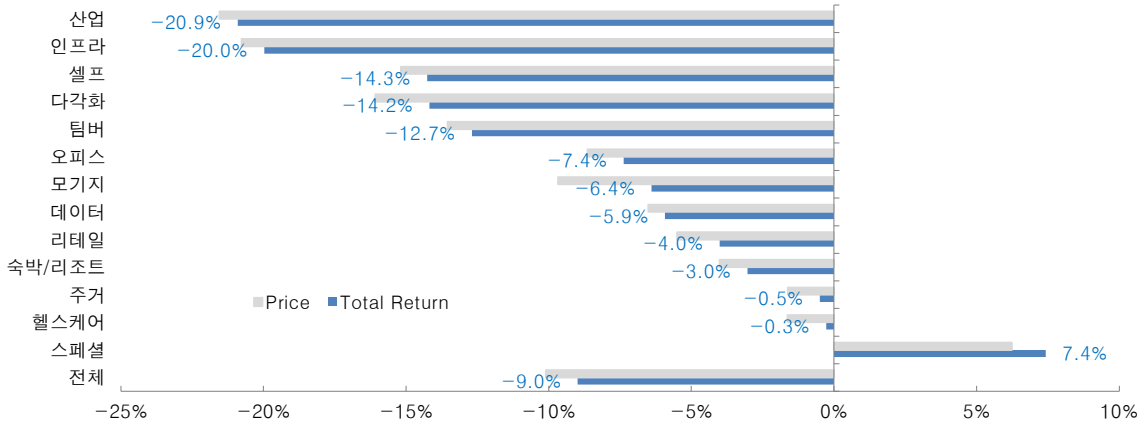
- 미국 리츠는 배당 포함 -9.0%의 하락세 기록, 금리 인하 전망 후퇴로 조정이 나타남
- 섹터 별 성과를 살펴보면, 헬스케어, 주거, 숙박/리조트, 리테일 등 임대 펀더멘털이 견조한 레거시 섹터들이 시장 대비 아웃퍼펌. 팬데믹 이후 높은 성과를 기록 했던 산업(-20.9%) 섹터의 경우 업황에 대한 우려가 나타나면서 조정. 현 시점에서는 레거시 섹터에 대한 진입이 더 매력적인 구간이라 판단되며, 데이터센터, 산업(물류) 섹터의 경우 업황 피크 아웃 여부를 확인 할 필요가 있다 판단
- 팬데믹 이후 주가(Price) 성과를 살펴보면, 모기지 -53.2%, 오피스 -51.6%로 큰 하락이 나타났으며, 셀프 스토리지 +29.6%, 데이터센터 +20.5%, 산업(물류) +9.2%를 기록

팬데믹 이후 주가(Price) 성과



주 : 24년도 4월 말 종가 기준
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

2024년 연초 대비 성과

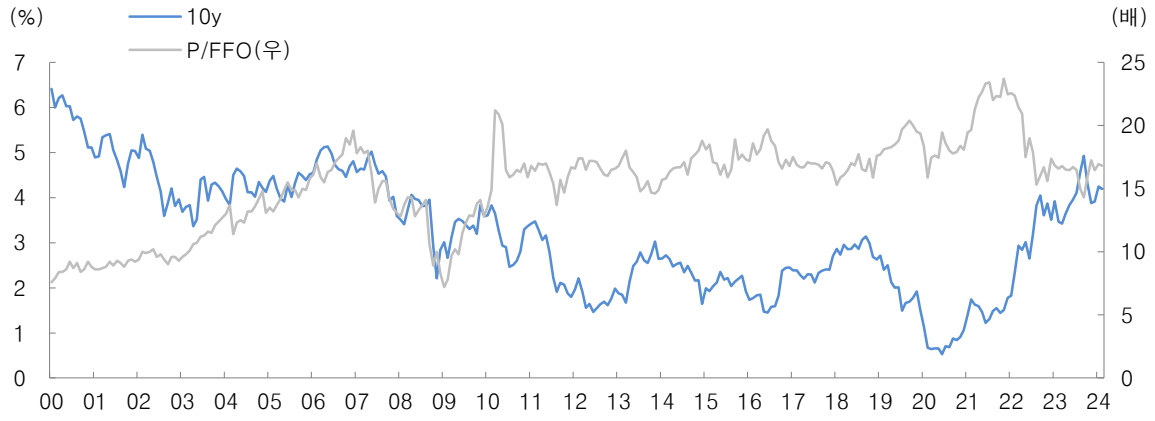


주 : 24년도 4월 말 종가 기준
자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

금리 대비 주가 레벨은? 조정에도 불구하고 낮은 수준은 아니라는 판단

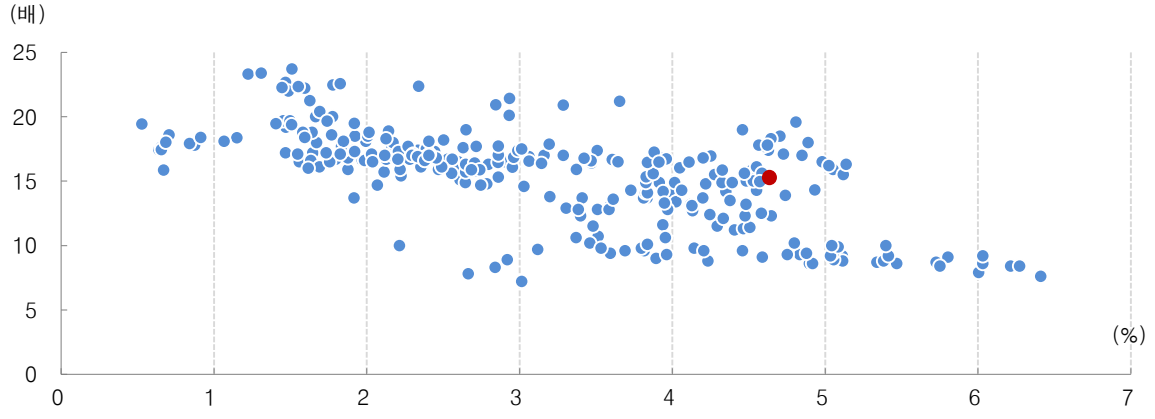
- 24년 4월 말 미국 리츠 멀티플은 15.4배(P/FFO)이며, 최근 금리 변동성이 컸던 만큼 리츠의 주가 레벨은 시장금리와 반비례 하는 흐름을 보임
- 미국 국채 10년물 시장금리가 전고점까지 추가 상승한다면, 14배까지 멀티플 축소가 나타날 수 있다고 판단되며, 일시적으로 13배까지 조정 가능하며(주가 기준 -10% 수준의 조정), 4%를 하회하는 시장에서는 17.5배까지 상단을 열어놓을 수 있는 상황이라 판단(주가 기준 +15% 수준의 상승)
- 현 시점에서 단기적으로 금리 변동성으로 인한 조정이 나타날 수 있으나, 중장기적으로 금리 하락과 함께 멀티플 확장을 기대할 수 있는 시점

주가 레벨과 10년물 추이



자료: NAREIT, Bloomberg, 대신증권 Research Center

주가 레벨과 10년물 분포도



자료: NAREIT, Bloomberg, 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.