

부동산

## 불확실한 시장에서 미국 부동산 대출 투자하기

2023년 6월



**덱스 첸(Dags Chen), CFA**

베어링 미국 부동산 리서치 및 투자 전략 대표

### 2023년 미국 지역 은행 위기 속에 기관 투자자는 듀레이션이 짧은 부동산 대출 투자를 고려해야 할까요?

2022년부터 미 연준은 1980년대 초 이후 가장 공격적으로 정책 금리를 인상하기 시작했습니다. 급격한 금리 상승이 대부분 자산군에 영향을 끼친 가운데, 2022년 공모 주식 및 채권 수익률은 여러 벤치마크 지수 기준으로 수십 년래 최저치를 기록했습니다.

혹자는 연준이 "뭔가 일이 날 때까지 금리를 인상"하는 편이라고 단순화하기도 하지만, 2023년 3월 시장은 몇몇 은행 부실 사태에 꽤 소란스러웠습니다. 일부에서 제기하는 은행 위기 장기화 가능성에 관해서도 아직 명확한 해결책은 보이지 않고 있습니다.

#### 가치 재조정

공모 부동산 주식 및 대출 자산이 연준의 정책 금리 인상에 영향을 받은 것처럼, 사모 코어(core) 부동산 주식 및 고정금리 코어 부동산 대출 자산 가치 또한 상당한 조정을 받고 있습니다. 선순위 고정금리 코어 모기지(GL-1)의 Giliberto-Levy 지수 기준 2022년 총 수익률은 -9.0%를 기록했으며, 코어 부동산 NCREIF 부동산 지수의 총 수익률은 -3.5%로 떨어졌습니다. 두 지수의 연간 성과는 최근 십년래 최저치였습니다.

과거 사모 부동산 대출 자산은 사이클 전반에 걸쳐 양호하며 안정적인 인컴을 창출해왔습니다. 최근 지역 은행 이벤트로 글로벌 금융 시스템 안정성에 관한 시장 우려가 다시 불거졌고, 시간이 지날수록 인플레이션, 통화 정책, 궁극적으로는 자산 가치에 관한 불확실성 해소까지 시간이 더 걸릴 것이라 전망이 분명해지고 있습니다. 이러한 시장 환경에서 가장 타격을 받은 것은 유동성입니다. 고조되는 시장 불확실성에 맞서, 본 자료에서는 특히 변동금리 대출을 포함한 부동산 대출이 현재와 같은 시장 혼란(dislocation) 속에서 얼마나 구조적, 경기 사이클적으로 매력적인지 살펴보겠습니다.

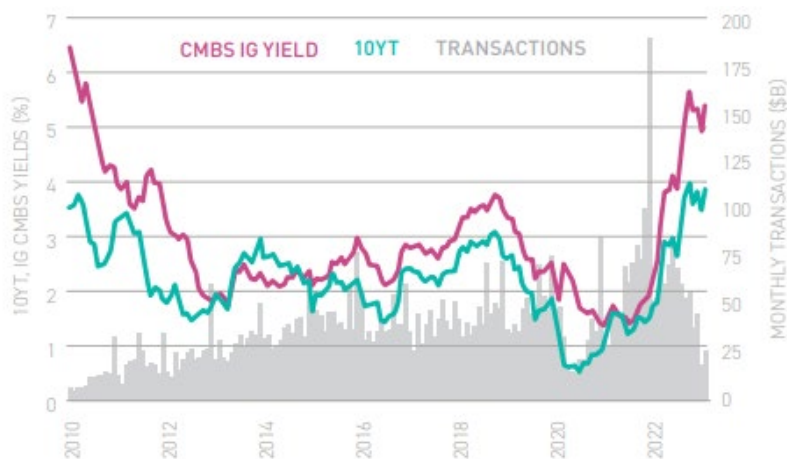
#### 유동성 감소, 만기 절벽, 그리고 "고금리의 장기화"

이번 금융시장 불확실성이 과거와 다른 점은 실물 경제가 꽤 탄탄하다는 점입니다. 공급망 혼란은 차치하고, 타이트한 노동 시장, 기업 및 가계가 보유한 높은 유동성 등이 임금, 재화, 서비스 지출 촉진에 크게 기여했습니다. 미 연준은 낮은 실업률과 물가 안정이라는 상충된 두 가지 주요 목표를 달성해야 하는 어려움에 처해 있습니다.

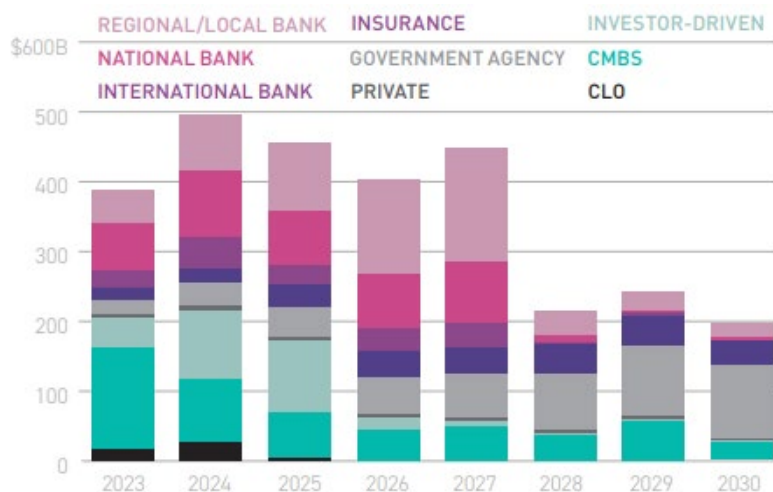
지금까지 자본 시장은 강도 높은 통화 긴축 속에 듀레이션이 긴 자산군의 가치가 하락하며 영향을 받았습니다. 그러나 부동산 명목 임대료는 실질 수요 증가, 고인플레이션 등에 수혜를 받으며 증가했습니다. 경제 구조적 안정성에 의문이 제기될 경우 전망이 다소 악화될 수 있지만, 하방 시나리오는 여전히 지난 25년 경기 침체기 대비 완만한 경기 침체를 가리키고 있습니다. 현재 노동 시장이 과거에 비해 타이트하게 유지되고 있다는 점을 고려하면, 경기 침체 속에서도 부동산 자산의 인컴은 일반적인 안정세를 유지할 것으로 보입니다.

정책 금리 및 시장 불확실성 확대로, 거래 유동성은 다시 한 번 저점을 찍으며 팬데믹 최저치로 하락했습니다. 경기 침체 가능성이 높아지며 상업용 모기지 대출 기준도 타이트해지고 있습니다. 또한, 경기 침체기 상대적으로 대출에 더 적극적이었던 지역 은행들은 실리콘밸리은행(SVB) 및 시그니처뱅크(Signature Bank) 파산에 향후 대출 활동이 위축될 것으로 보이는 가운데, 총자산 2,500억 달러 미만 은행에 대한 규제 당국의 조사 강화 가능성 또한 시장 주요 관심사 중 하나입니다.

도표 1: 단기적으로 리파이낸싱을 필요로 하는 차입 기관들이 고금리, 높은 스프레드, 낮은 유동성 환경에 직면



대출기관 유형별 만기 상업용 부동산 대출 규모



출처: Bloomberg, RCS

기준 금리 상승, 투자 자본 감소로 차입 비용 상승, 레버리지 수요 하락이 초래되고 있습니다. 그러나 리파이낸싱이 필요한 만기 도래 대출의 규모는 상당한 편입니다. 일부 대출의 경우 상당 수준으로 원금이 상환되지 않을 경우 리파이낸싱에 어려움을 겪을 것으로 보입니다. 팬데믹 이후 구조적 수요 변화로 '커머더티 오피스(commodity office; 노후화됐거나 입지 조건 등이 불리한 일반적인 오피스

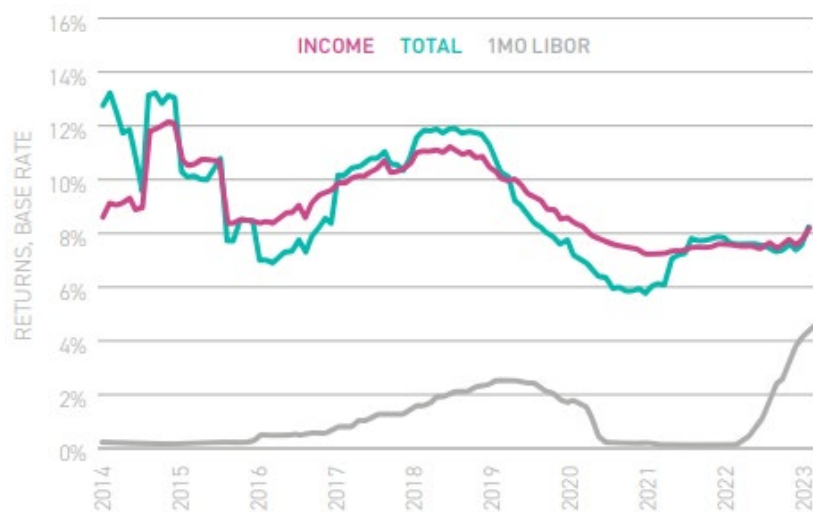
부동산)와 같이 투자 가치가 크게 손상된 일부 부동산은 압류 혹은 부실 처리될 것입니다. 현재 연체율 및 디폴트율이 낮은 하지만, 향후에는 증가할 가능성이 있습니다. 차입기관들은 부동산 압류를 피할 임시 방안을 모색함과 동시에, 거래 활동 정상화를 기대하며 되도록 시간을 벌고자 했습니다. 연준이 완화적인 통화 정책 기조를 유지할 때에는 이러한 전략이 먹힐 수 있었지만, 인플레이션 억제, 십년간의 값싼 대출에 기반한 투기적 투자를 근절하려는 차원에서 미국 중앙은행 연방공개시장위원회(FOMC)가 "고금리의 장기화" 방침을 반복적으로 밝힌 지금은 이러한 전략이 통하기 어려워 보입니다.

### 재부각된 듀레이션 리스크

지난 40년 간 이어진 금리 하락은 리파이낸싱 활동에 도움이 되었습니다. 인플레이션 가속화로 연준은 정책 금리를 제로 금리 이상으로 인상할 수밖에 없었고, 이로 인해 듀레이션이 긴 채권 및 유사 상품의 가치가 하락하기 시작했습니다. 듀레이션 리스크는 채권 가격이 기초금리 변동에 얼마나 민감하게 반응하는지 나타냅니다. 갑작스러운 SVB 파산 역시 듀레이션 리스크와 관련이 있습니다. SVB 보유 장기 미국 국채 및 모기지 담보부 증권 일부 매각이 시도됐을 때, 시가 평가 반영으로 SVB 자본 중 통화 긴축 정책에 직접적으로 관련된 채권 포트폴리오의 가치가 급락했습니다. SVB 파산 이후에는 은행 유동성 공급을 위한 공공 부문 긴급 조치가 시행되었습니다.

금리 변동성 및 정책 금리 급등에 투자자들은 포트폴리오가 내재하고 있는 듀레이션 리스크에 대해 다시 한번 깨닫게 되었습니다. 금리가 낮을 때 듀레이션 리스크 영향은 증폭됩니다. 대출기관은 선도곡선(forward curves; 미래의 특정 시점에 예상되는 금리들(선도금리)을 연결해놓은 선)이 의미하는 금리 하락 위험에 노출되어 있지만, 변동금리 대출은 듀레이션 리스크를 최소화할 수 있습니다. 이어지는 인플레이션 속에 금리가 조만간 낮은 수준으로 정상화될 것이라 기대가 사라지고 있습니다. 물가 상승 압력이 차츰 잦아들면서 연준이 정책 금리를 낮춘 이후에도 당분간 리스크 프리미엄은 높게 유지될 것이라 점을 투자자들이 깨닫기 시작한 것입니다. 변동금리 부동산 대출은 적절히 구조화될 경우, 변동성이 특히 고조된 시기에 의미 있는 수준의 비유동성 프리미엄 및 지속적인 인컴을 창출해 왔습니다.

도표 2: 지속 상승세가 예상되는 변동금리 대출 펀드의 연환산 수익률



출처: John B. Levy Co.

## 추가 건축 개발이 요구되는 미국 부동산 시장

빌딩 건설에는 규제, 거래 상대방, 자본 시장, 이벤트 등 다양한 리스크가 수반됩니다. 호경기에도 부동산 개발은 상당한 노력이 요구되는 작업입니다. 인건비 및 자재비 급등, 공급망 혼란 등은 건축 예산, 일정 등에 큰 타격을 줬습니다. 그러나 실질 GDP 대비 건축 투자는 주거용 및 비상업용 건축물 모두에서 최근 수년래 가장 낮은 수준입니다. 지금과 같이 침체된 부동산 건설로는 익히 시장에 알려진 다양하며 구조적인 수요 요인들이 발현되기 어려울 것입니다. 임대용 주택 공급 부족, 온쇼어링/리쇼어링, 친환경 빌딩, 팬데믹 이후의 STEM(과학·기술·공학·수학) 용도 전문 부동산 등 다양한 투자 테마들이 발굴되고 있으며, 관련 투자 기회의 규모는 방대합니다. 건축 투자를 과거 장기 GDP 평균 대비 수준까지 끌어 올리려면 과거 5년 기준 약 7,000억 달러의 추가 자금 집행이 필요합니다.<sup>1</sup>

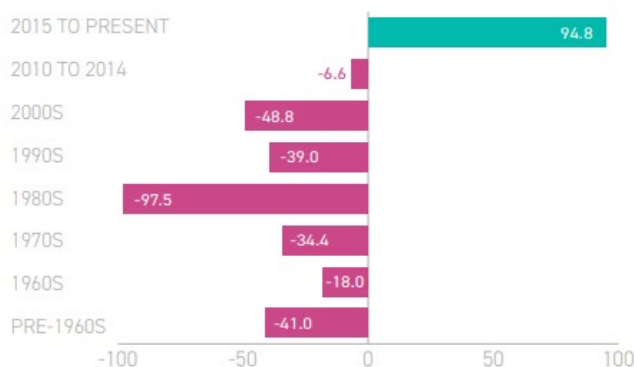
건축비 대출(construction lending) 투자로 상장 채권 대비 훨씬 높은 스프레드 혜택을 누리면서 리스크 수준을 낮출 수 있습니다. 건설 프로젝트비 상승으로 실제 부동산 개발은 어려움을 겪었습니다. 미국 노후화 빌딩 가운데 재개발 또는 개조되어야 하는 빌딩들이 분명히 있습니다. 현재는 여전히 높은 불확실성, 대출비 부족 등에 대출 스프레드가 고정되어 있지만, 매크로 요인과 일부 프로젝트에 국한된 리스크 요인들이 제거될 경우, 향후 몇 년 간 관련 자금 공급이 활발히 이루어질 것으로 보입니다. 프로젝트 비용이 안정화되면 개발업자는 더 명확하게 단기 계획을 수립할 수 있을 것입니다. 완만한 경기 침체 진행 시, 이제 막 시작된 건축 또는 재개발 프로젝트는 임차인 수요 회복으로 이어질 가능성이 있습니다.

도표 3: 건설비 지출 감소에도 불구하고 신축 건물 수요 최고치

실질 GDP 대비 빌딩 건축 투자 비중



연도별 오피스 부동산 순임대수요 (2022년 1분기부터 2022년 4분기까지)



출처: BEA, CBRE.

## 미국 부동산 대출, 어려운 투자 여건 속에 리스크 요인 염두에 둔 투자 고려

부채 부담이 크지 않았던 40 년의 "채권 강세장" 종료 후, 이제 새로운 인플레이션, 금리 환경이 펼쳐지며 관련 영향이 이미 상당해 향후 시장을 예측하긴 쉽지 않아 보입니다. 이론적으로는 변동성 확대기에 투자를 논하기가 쉬워 보이지만, 실제로는 그렇지 않습니다. 중요한 것은 변동성이 높은 시기에 부동산 대출이 자본을 배치하기에 적합한 자산군이긴 하지만, "장기 저금리"에서 "장기 고금리"로 옮겨가는 과정에서 나타날 수 있는 중기적인 자산 가치, 부채 비용, 리스크 감내도 등과 관련된 잠재적 영향을 없애주거나 그 영향으로부터 자유로울 수는 없다는 점입니다. 또한 대부분의 경제 영역에서 자원 제약에 따른 영향도 여전합니다. 일례로, 인프라 프로젝트는 민간 건설 프로젝트 노동력의 상당 부분을 흡수해버리기도 합니다.

부동산 대출 자본을 제공하는 사모 대출기관은 목표 수익의 달성을 위해 일반적으로 신용 및/또는 대출 형태의 포트폴리오 레버리지에 크게 의존해 왔습니다. 최근까진 추가적인 차입 비용으로 레버리지를 일으킬 수 있었습니다. 기준 금리 상승, 대출 스프레드 확대로 추가 레버리지에 대한 의존도는 약해졌으나, 일부 부동산 대출기관은 높은 부채 비용을 감당할 대출 수요 부족, 포트폴리오 레버리지 확대에 따른 감당 여력 부족 속에 압박을 받고 있습니다.

<sup>1</sup> 출처: BEA, Barings Real Estate Research. 2022 년 4 분기 기준.

본 자료는 해외부동산투자자협회(AFIRE) 기고문을 번역한 것입니다. 원문 링크는 아래에서 확인하실 수 있습니다. [https://www.barings.com/globalassets/2-assets/perspectives/viewpoints/conversations/2023/05-may/summit\\_12\\_summer2023\\_barings.pdf](https://www.barings.com/globalassets/2-assets/perspectives/viewpoints/conversations/2023/05-may/summit_12_summer2023_barings.pdf)

## 중요정보

본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 향후 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며, 투자 수익은 보장되지 않습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증 및 보장하지 않습니다.

•이 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. •집합투자증권은 자산가격 및 환율 변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. •과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. •투자자는 이 금융투자상품 <집합투자증권>에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자 전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. •외화자산의 경우 환율변동 위험을 해지할 계획이나(UH 형 제외) 환율변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다. •해외투자상품에의 투자는 투자대상국의 시장, 정치 및 경제상황, 환율변동 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. •하이일드채권 투자시 신용위험 및 유동성위험이 상대적으로 높아 원리금 지급이 원활하게 이루어지지 않을 위험이 크며, 이로 인하여 투자원금 손실이 발생할 수 있습니다. •재간접형펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. 본 자료의 용도는 판매사 사내한 또는 가입고객 열람용으로 제한함.

전문 투자자 및 판매사 배포용. 본 자료는 개인투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 베어링자산운용(BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED)이 발행하였습니다. 본 자료는 정보제공의 목적으로 작성된 것으로 베어링자산운용이 제공하는 특정 상품이나 서비스의 판매나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아닙니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자 및 세금, 법적 자문이나 권유 행위로 인식될 수 없습니다.

본 자료에는 현재 의견 및 예상, 예측에 근거한 예측 정보가 포함될 수 있습니다. 당사는 예측 정보를 갱신하거나 수정할 의무가 없으며, 실제 결과는 예측 자료와 현저히 달라질 수 있음을 유념하시기 바랍니다. 당사는 여기에 인용된 제 3 자료부터 얻은 정보가 발행일을 기준으로 정확하다고 판단합니다. 어떠한 투자 결정도 본 자료의 정보에 의존하여 이루어져서는 안됩니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 "계열사") "베어링"으로 통칭합니다.

본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하지 않고 작성되었습니다. 따라서, 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 대한 권고나 그러한 행위로 인식되어서도 안됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안됩니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다. 본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

### 저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2020 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용으로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS 의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS 에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제 2023-2943662 호(2023.06.08 ~ 2024.06.07)

[BARINGS.COM](https://www.barings.com) 에서 보다 자세한 사항을 확인하세요.