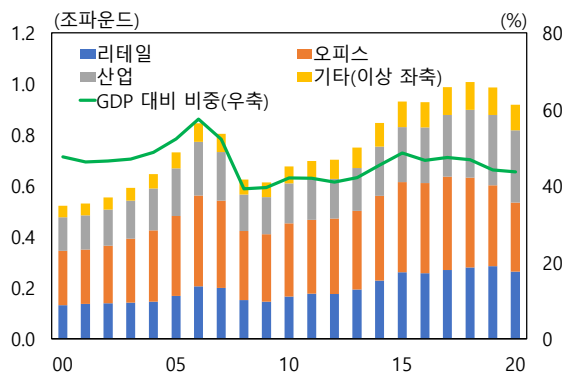


## 영국 상업용 부동산 현황 및 불안요인 점검

### 1 영국 상업용 부동산 시장 개황

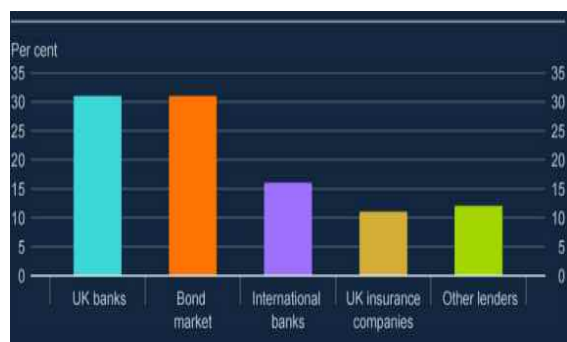
- 영국 상업용 부동산(이하 영국 CRE) 시장 규모는 2020년 기준 9,180억파운드 로 추산되며 2022년에는 1조파운드를 상회하였을 것으로 추정(영란은행, 23.7월 금융안정보고서)
  - 명목 GDP 대비로는 43.6%으로 글로벌 금융위기 이전(521%, 07년말)보다 감소
  - CRE 유형별 비중은 산업(31%), 리테일(30%), 오피스(29%) 순으로 많음
- 영국 CRE의 2β는 투자자들이 보유하고 있으며 나머지는 자영 소유주가 점유하고 있는 것으로 추정
  - 영국 CRE 투자자들은 글로벌 금융위기 이후 은행 자본규제가 강화되면서 투자자금 조달원천이 영국 은행에서 CMBS 및 펀드 등 시장 기반 금융(market based finance), 영국 보험사 등으로 다변화
    - \* CRE 투자자의 자금조달내 영국 은행 비중이 2008년 60%에서 2022년 30%로 감소

영국 CRE 규모



자료 : IPF, 영란은행, 영국 통계청

영국 CRE 투자자 자금조달 원천



자료 : 영란은행

## 2

### 영국 CRE 시장 동향

□ 최근 영국 CRE 시장은 자산가격이 하락하고 임대료 상승률이 물가상승률에 미치지 못하는 등 전반적으로 위축된 모습

○ 영국 CRE 자산가격(24.3월 기준)은 22.6월 전고점 대비 23% 하락하였고, 2023년중 하락폭(-3.9%)은 전년(-13.3%)에 비해 축소되었으나 24.1/4분기에도 부진(전기대비, -0.5%)이 지속

— 유형별로는 24.1/4분기중 오피스(-1.7%)가 하락세를 주도한 반면, 리테일(+0.2%)과 산업(+0.1%)은 소폭 상승

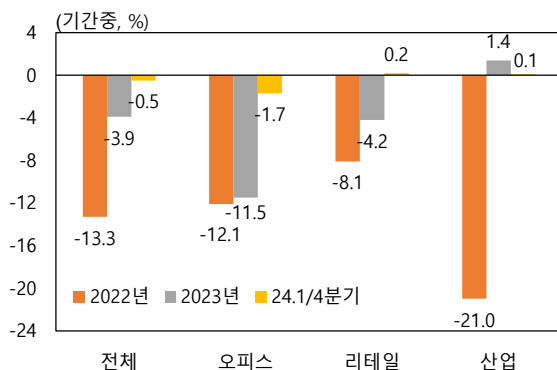
○ 영국 CRE 임대료는 상승세가 둔화(22년 4.7 → 23년 3.6%)되면서 최근 고물가·고금리 여건 하에 시장금리 수준을 하회하여 신규 CRE 공급을 유인할 정도의 매력적인 수준은 아닌 것으로 파악\*

\* 최근 시장금리, 건설비용# 상승 등을 감안할 때 영국 오피스 임대료 상승률이 연간 7%를 상회해야 신규 개발 유인이 있는 것으로 분석(Oxford Economics, 23.9월)

# 2020~23년중 영국 산업·상업용 건설 생산자물가지수(PPI)는 각각 20.4%, 18.3% 상승

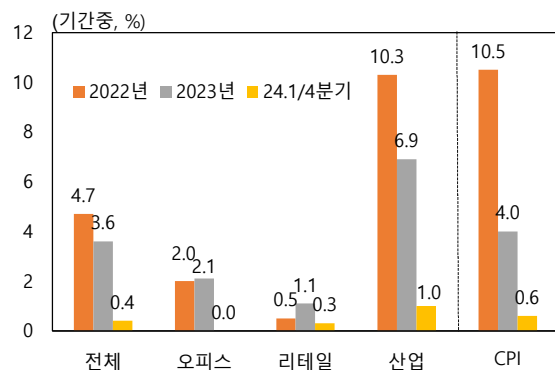
— 유형별로는 산업용 CRE 임대료가 지난해(+6.9%) 이어 24.1/4분기에 양호한 상승세(+1.0%)를 이어간 반면 오피스(+0.0%)와 리테일(+0.3%)은 보합 내지 소폭 상승에 그침

영국 CRE 가격 상승률



자료 : CBRE, BoA

영국 CRE 임대료 상승률

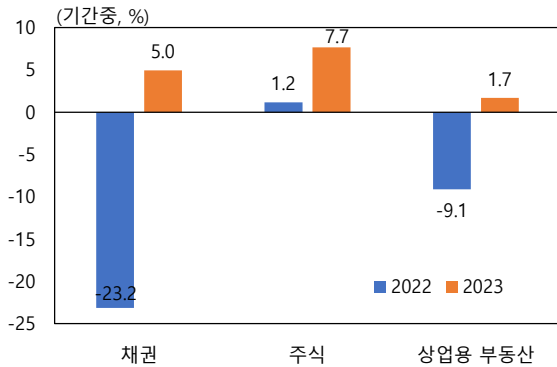


자료 : CBRE, BoA, 영국 통계청

□ 자산가격 변동과 임대수익을 포함한 **영국 CRE 총수익률**은 2023년중 1.7%로 전년(-9.1%)보다 개선되었으나 주식(7.7%), 채권(5.0%) 등 **여타 자산군 대비 부진**한 모습

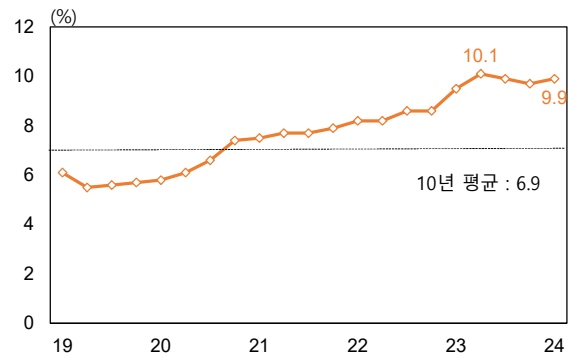
○ 특히 **오피스** 총수익률은 2023년중 **-6.7%**로 팬데믹 이후 재택근무 활성화에 따른 **공실률 상승**(런던 오피스 : 19.4/4분기 5.7% → 24.1/4분기 9.9%) 등으로 CRE 중에서 수익성이 제일 저조(리테일 2.7%, 산업 6.4%)

**영국 자산군별 총수익률**



자료 : CBRE, 블룸버그

**런던 지역 오피스 공실률**



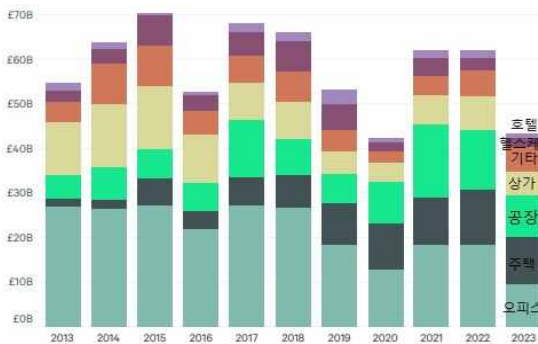
자료 : Knight Frank

□ CRE 수익성 부진에 따른 투자심리 위축 등으로 CRE **거래량**이 **감소**하고 **신규 CRE 공급도 축소**

○ 2023년중 영국 CRE **거래금액**은 전년대비 **30% 감소**한 433억파운드를 기록  
— 유형별로는 오피스(-50%), 산업(-34%), 리테일(-29%) 등 전 부문이 감소

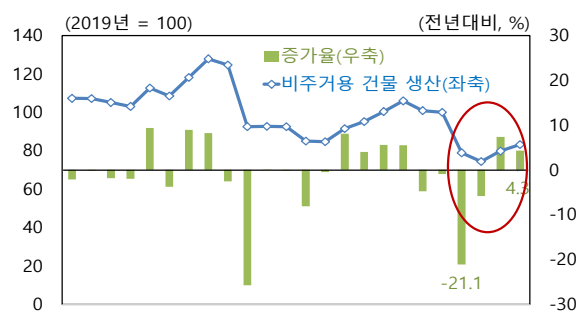
○ **신규 CRE 건설**은 2년 연속(2022년 7.4% → 23년 4.3%) 전년대비 증가하였으나 아직 **팬데믹 이전 수준**을 **회복**하지 못하고 있음

**영국 CRE 거래금액**



자료 : CBRE

**영국 신규 비주거용 건물 생산<sup>1)</sup>**



주 : 1) 민간부문 상업용·산업용 건물건설, 부가가치 기준

자료 : 영국 통계청

### 3 영국 CRE 불안요인

#### 1 차주의 리파이낸싱 리스크

□ 영국 CRE 대출의 상당수가 향후 3년 이내에 만기가 도래하여 금년중 차주들의 차환용 자금조달 수요가 크나\*, 최근 시장 수익성 악화에 따른 대출 건전성 우려 등으로 CRE 투자자의 대출 리파이낸싱 여건이 어려워짐

\* CRE 대출만기는 대개 3~5년이며, 시장 관행상 만기도래하기 12~18개월전 리파이낸싱을 추진·완료하는 것으로 알려짐. HSBC 은행의 경우 2023년말 CRE 보유여신 중 잔존 만기 2년 미만 비중은 50%를 상회

○ CRE 담보가치 하락에 따른 LTV비율 상승, 차주의 이자보상비율(ICR) 하락\*, 금융기관들의 엄격해진 대출 태도\*\*와 위험 프리미엄 요구 등은 CRE 대출의 리파이낸싱을 어렵게 하는 요인임

\* 영국 부동산 기업의 저 ICR(영업이익/이자비용<2.5) 비중은 2022년 30%대에서 2023년 50%대로 크게 상승(23.12월 영란은행 금융안정보고서)

\*\* 증권 발행시 LTV비율 조건 강화, 현장 실사 강화에 따른 투자결정 지연 등

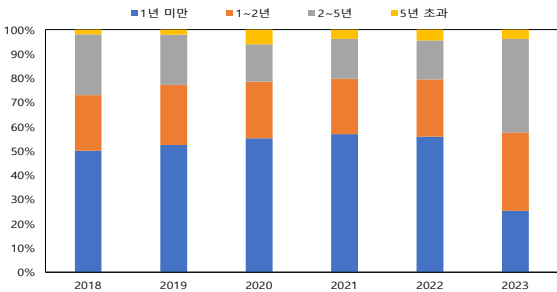
○ 차주의 리파이낸싱이 실패할 경우 보유자산 매각 등을 통한 디레버리징이나 부도로 이어지면서 CRE 시장의 실물-금융간 부정적 악순환이 확산될 가능성

□ 다만 CRE 차입 투자자의 레버리지가 글로벌 금융위기 이후 금융규제 강화 등으로 낮아졌으며\* 일부 은행은 CRE 여신의 리파이낸싱 검토 과정에서 관용적 대출태도\*\*를 보인 것으로 알려짐

\* 영국 CRE 투자자들의 레버리지 비율(부채/자산)은 2008년 60%에서 2022년 40% 수준까지 하락(23.7월 영란은행 금융안정보고서)

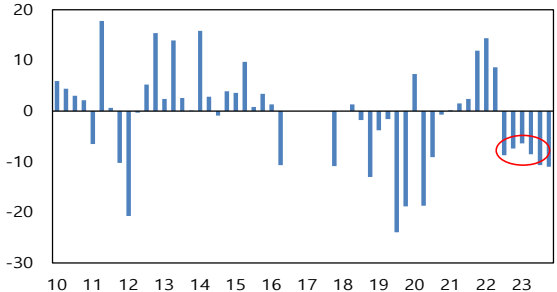
\*\* 일부 금융기관은 리파이낸싱 과정 중 발생 가능한 실현 손실 부담을 회피하기 위해 일부 계약조건 변경을 포함한 만기연장을 선택하는 경우도 있었던 것으로 전언

영국 은행 CRE 여신 잔존만기별 비중<sup>1)</sup>



주 : 1) 연말 기준  
자료 : HSBC UK

영국 금융기관 CRE 대출태도지수<sup>1)</sup>

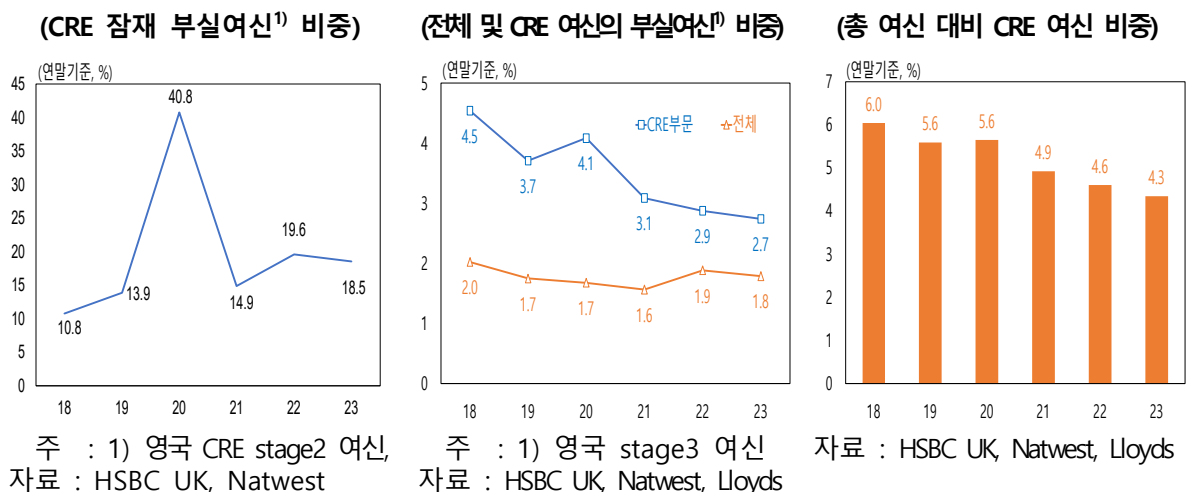


주 : 1) (+)/(-)는 금융기관 대출태도가 전분기보다 완화/악화됨을 의미  
자료 : 영란은행

## ② 금융기관 자산건전성 악화

- 영국 금융기관이 보유한 CRE 관련 잠재 부실여신이 영국 CRE 차주의 사업성 부진으로 인해 예년보다 늘어나면서 향후 금융기관의 자산건전성 악화로 이어질 우려
  - 영국 내 주요 은행\*의 CRE 여신 중 잠재 부실여신(stage2\*\*) 비율이 팬데믹 이전인 2018~19년 10% 초반대 수준에서 2022~23년 10% 후반대로 상승
    - \* 영국 소재 CRE 여신 관련 정보를 정기 보고서에서 공개한 2~4개 대형은행 기준 (해외 사업비중이 높은 HSBC는 영국법인<HSBC UK> 기준으로 한정)
    - \*\* IFRS9 회계기준에서 금융상품의 신용위험을 측정·판별하는 방식으로 stage1(정상 자산), stage2(신용위험이 유의적으로 증가한 자산), stage3(손상자산)으로 분류
  - 신용손상이 발생한 CRE 부문 부실여신(stage3) 비율은 2023년말 2.7%로 부실자산 매각 및 상각 등으로 최근 하락하였으나 전체 부실여신 비율(1.8%)에 비해 높은 수준
- 다만 영국 금융기관의 전체 익스포져 내 CRE 여신 비중이 여타 주요국 대비 크지 않고 리스크 관리 강화 등으로 최근 들어 하락 추세
  - 2023년말 영국 주요 은행의 전체 여신 대비 CRE 익스포져 비중은 4.3%로 2018년(6.0%)에 비해 1.7%p 하락
  - 이는 유럽 대형은행 평균(5%)과 비슷하고 미국 대형은행(11%) 및 지역 은행(30%) 대비 현저하게 낮은 수준(Morgan Stanley)

### 영국 주요 은행의 CRE 여신 관련 비중



### ③ 개방형 부동산 펀드 대량환매 리스크

□ 영국 CRE 투자심리가 위축된 상황에서 대내외 충격 발생 시 유동성을 확보하기 위해 **개방형(open-ended) 부동산 펀드\***에서 **일시 대량 환매**가 발생하거나 환매 중단을 결정하는 등 **금융여건이 악화**될 우려

\* 투자자가 펀드에 투자한 이후 원하는 경우 언제든지 환매를 청구할 수 있는 펀드

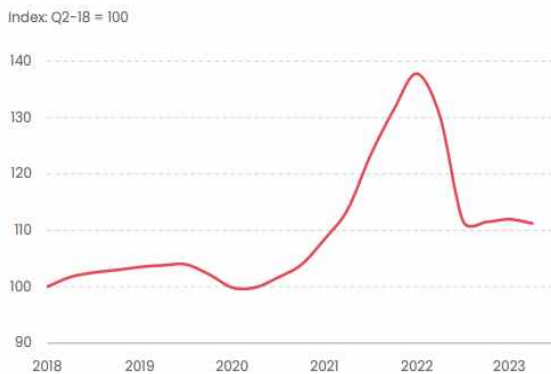
○ 개방형 부동산 펀드의 경우 보유자산(부동산)의 유동성이 낮아 대량환매 요청 시 자산을 급매각하거나 환매중단 조치가 불가피하며, 이는 펀드 가치 급락 혹은 CRE 펀드시장 냉각을 야기

\* 2016년 Brexit 투표 직후 일부 개방형 부동산펀드 거래중단을 계기로 금융규제 당국(FCA)은 자산운용사가 비유동성자산 가치에 중대한 불확실성이 생겼다고 판단한 경우 펀드 거래를 중지할 수 있도록 하는 유동성 관리방안을 19.9월 발표

○ 2022년 들어 CRE 수익성이 악화되자 영국의 **개방형 부동산 펀드**에 환매요청이 늘어나면서 일부 자산운용사는 2022년 하반기 이후 일부 펀드에 대해 **환매 연기**를 결정

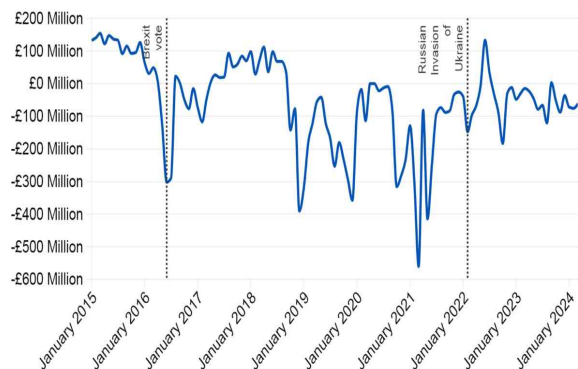
○ 다만 영국 CRE 자금시장의 개방형 부동산 펀드 **비중(5%)**이 높지 않고, Brexit 국민투표(2016년), 팬데믹 봉쇄(2020년) 당시에도 부동산 펀드 환매 중단 사태를 겪었으나 시스템리스크를 야기하지는 않았음

**영국 부동산펀드 인덱스<sup>1)</sup>**



주 : 1) 순자산가치(NAV) 기준  
자료 : AREF

**영국 부동산펀드 순유입<sup>1)</sup>**



주 : 1) (+)/(-)는 각각 순유입/유출을 의미  
자료 : CoStar

## 4 전망 및 평가

- 영국 CRE 시장이 정책금리 인하 기대 등으로 금년 하반기부터 **완만하게 회복**될 것이라는 전망이 연초에 우세하였으나, 최근 금리인하 기대가 다소 후퇴\*하면서 **전망 불확실성이 높아진 상황**

\* 선도금리시장에서는 금년중 영란은행 정책금리 인하폭을 연초 142bp로 반영하였다가 4.23일 기준 55bp까지 축소되었으며, 이에 따라 금융기관들이 시장에서 자금조달 시 이용하는 스왑금리(5년물)도 전년말 대비 73bp 상승(3.38% → 4.11%)

- 향후 중장기 시계에서 CRE 시장이 회복되더라도 **오피스 및 리테일**은 재택근무 활성화\*, 온라인 쇼핑 추세 등으로 **회복세가 더디고**,

데이터센터\*\*, 물류창고를 비롯한 **산업 CRE**는 AI 관련 수요에 힘입어 양호한 흐름이 예상되는 등 유형별로 **차별화**될 전망

\* 영국 공인 서베이(RICs)에 따르면 기업 등 기존 오피스 임차수요자의 70%는 향후 오피스 규모를 줄일 것이라고 응답

\*\* 런던 데이터센터 임대차 계약규모(전력량 기준, MW) : 2019년 54 → 2023년 120(CBRE)

- 한편 에너지 효율성이 높은 신축 건물은 임대수요가 상대적으로 견조하겠으나, **노후 오피스**는 높은 공실률과 에너지효율 규제\*에 따른 리모델링 비용 등으로 인해 **수익성이 크게 개선되기 어려울 것**으로 예상

\* 에너지 효율(EPC) 등급(A-G, 내림차순)에 따라 2025년부터는 C등급, 2030년부터는 B등급을 각각 상회하는 오피스에 대해서만 임대가 가능

- 한편 CRE 관련 불안요인이 영국 은행의 금융중개기능 측면에서 **시스템 리스크**를 야기할 **가능성**은 금융기관의 자본 적정성 수준, 투자자의 시장성 자금조달비중 확대 등을 감안 시 **높지 않은 것으로 평가**

- 최근 영란은행의 스트레스 테스트에 따르면 CRE 가격이 40% 하락하는 **극단적인 시나리오** 하에서도 주요 **영국 은행의 자본 적정성\***은 최소 수준(보통주 자본비율 기준 7%)을 상회할 것으로 분석

\* 23.3/4분기 영국 은행부문의 보통주 자본비율은 대형 14.8%, 중소형 18.5%

- 다만 2022년 LDI 사태처럼 금융시장 경색으로 인해 투자자의 시장성 자금조달이 어려워질 경우 CRE 관련 리스크가 연기금 · 보험 · 펀드 등 **비은행 부문**을 통해 **증폭**될 가능성에 유의할 필요