

최근 미 상업용 부동산 현황 및 리스크 점검

◆ 미국 상업용 부동산은 사무실 등을 중심으로 위축되고 있는 가운데 아직까지 급격한 시장침체가 나타나지는 않았으나, 상업용 부동산의 수익성 악화, 과도하게 높아진 가격수준, 대출 채용자 불확실성 등을 고려할 때 향후 금리 인상기조가 장기화될 시 급격한 자산가격 하락과 대출부실이 발생할 가능성이 잠재

1 최근 동향

□ 미국 상업용 부동산 시장은 점진적인 둔화를 보이는 주택시장과는 달리 급격히 위축되는 모습

* 상업용 부동산(Commercial real estate 혹은 CRE)은 사업목적으로 사용되는 소득 창출 부동산을 의미하며 사무실(Office), 아파트(Multifamily), 소매(Retail), 숙박, 산업(주로 창고 및 병원) 등 4가지 종류로 크게 구분

○ 여전히 지난해에 비해 높은 가격을 유지하고 있는 주택과 달리 상업용부동산 가격은 전년대비 하락(23.1월 -4.8%)하기 시작했고 거래량은 23.1월 904억달러로 전년대비 -71.7% 감소하는 등 큰 폭으로 위축

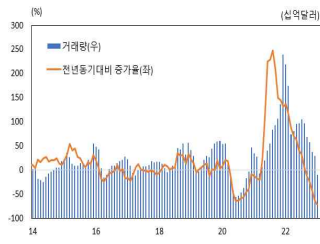
* 팬데믹 이후 800억달러까지 유입되었던 국외의 미 부동산 투자자금은 22.4분기말 350억달러까지 축소

주택 및 상업용부동산 가격



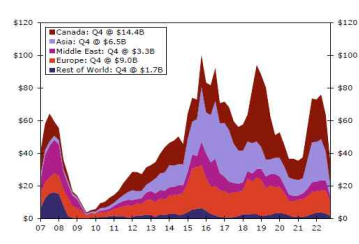
주 : 주택은 Case-Shiller, 상업용은 RCA CPPI지수
자료: FRED, RCA

상업용부동산 거래량



자료: RCA

상업용 부동산 투자자금 유입



자료: Wells Fargo

□ 이와 같은 상업용 부동산 시장의 침체에 대한 시장의 우려가 커지는 가운데 파월 연준의장도 관련 리스크를 언급

■ 높아진 공실률 등의 문제로 상업용 부동산 시장에 문제가 생기면서 관련 대출의 채용자 등에 우려의 여지가 있으며 대형은행보다는 중소형 은행의 대출 부실 가능성을 주의깊게 모니터링하고 있음(3.7일 미 상원 은행위원회 증언)

⇒ 미 상업용 부동산 시장의 리스크를 점검한 후 금융안정측면의 위험요소를 파악

2

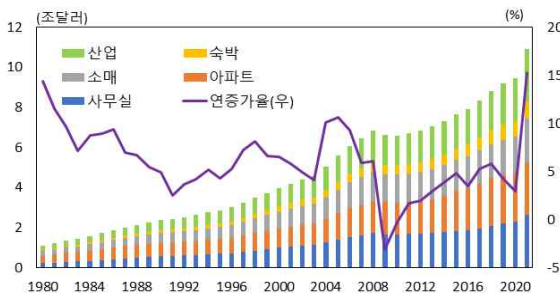
미국 상업용 부동산 시장 규모

- 2021년말 현재 미국 상업용 부동산 시장가치*는 10.9조달러이며 2020년 팬데믹 이후 부동산 가격 상승기를 맞이하여 2021년에만 15.2% 증가했는데 이는 1980년 이후 가장 큰 폭의 증가세였음

* BEA의 Fixed Assets Accounts Tables 기준

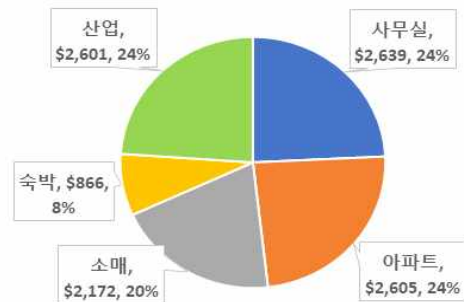
- 분야별로 비중을 살펴보면 오피스, 아파트, 산업이 각각 24%씩 차지하고 있고 소매업 20%, 호텔 8% 순임

상업용 부동산 규모



자료 : BEA

분야별 상업용 부동산 규모



자료 : BEA

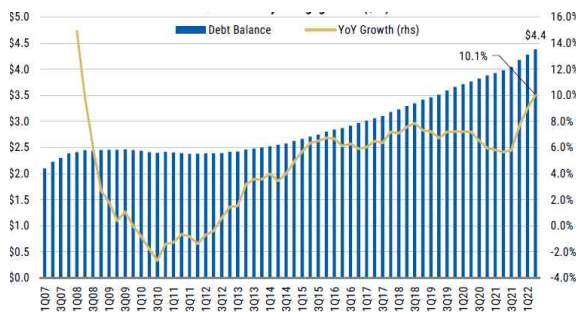
- 한편 2022년 3분기말 현재 상업용 부동산에 대한 총 부채는 4.4조달러로써 시장가치(2021년말 109조달러) 대비 부채 비중은 40% 수준

- 상업용 부동산의 부채는 글로벌 금융위기 이후 감소하다가 2012년 이후 증가로 전환했으며 22.2분기에는 전년대비 10.1% 증가하며 2008년 이후 가장 높은 증가율을 보임

— 상업용 부동산 부채는 은행(저축은행 포함) 비중이 38%로 가장 높고 Fannie Mae 등 정부보증기관(21%), 생명보험사(15%), CMBS*(14%) 순

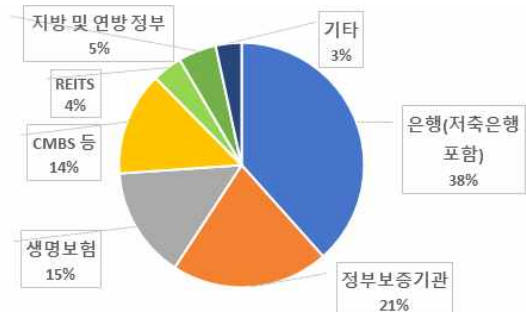
* 금융기관이 상업용 부동산을 담보로 빌려준 대출채권을 기초자산으로 발행된 증권

상업용 부동산 부채 규모



자료 : Morgan Stanley

상업용 부동산 부채 구성



자료 : MBA

3

미국 상업용 부동산 시장 리스크 요인

① 수요감소에 따른 수익성 악화

□ 상업용 부동산중 사무실과 아파트 중심으로 공실률이 높아지는 등 수요가 줄어드는 모습

○ 사무실의 경우 팬데믹 이후 높아진 공실률이 더욱 악화되어 22년 4분기 12.5%까지 높아졌으며 이는 글로벌 금융위기 수준

○ 아파트는 팬데믹 이후 공실률이 4%수준까지 낮아지기도 하였으나 21년 중반 이후 상승하여 22년 4분기 6.3%를 기록

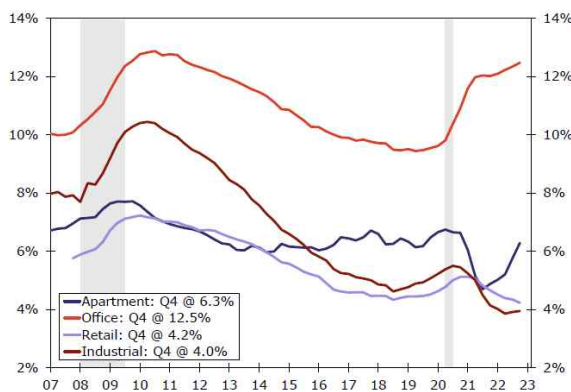
○ 반면 소매와 산업 부문은 수요가 견조하면서 팬데믹 이후 공실률이 계속 하락했으며 22년 4분기 4% 수준을 유지

□ 이에 따라 사무실과 아파트 렌트비 상승률이 약세를 보이면서 수익이 낮아지고 있음

○ 사무실 렌트 상승률(전년동기대비)은 1.1%까지 하락했으며 아파트 렌트 상승률(전년동기대비)은 한때 11%까지 높아졌다가 최근 3%수준으로 급격히 하락

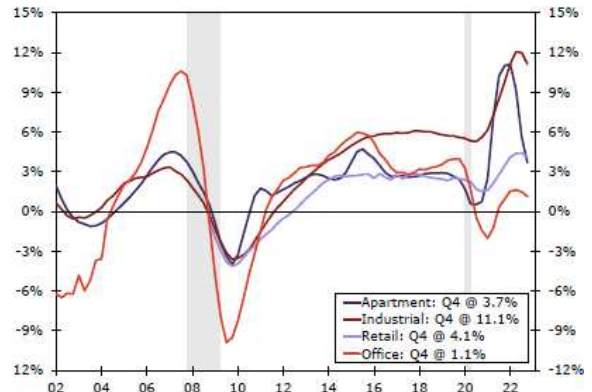
— 반면 소매와 산업 부문 렌트비 상승률은 2002년 이후 최고수준(각각 4%, 12%)에서 크게 하락하지 않은 모습

종류별 공실률



자료 : Wells Fargo

종류별 렌트비



자료 : Wells Fargo

□ 상업용 부동산중 사무실과 아파트 시장 둔화의 원인으로 팬데믹 이후 근무패턴 변화 및 해고 증대, 공급 확대 등이 언급

○ 사무실의 경우 재택근무 체제 지속, 사무실을 주로 사용하는 업종(빅테크, 금융업 등) 기업 중심의 대규모 해고가 사무실 렌트시장에 부정적 영향을 미치기 시작

— 미국은 다른 국가에 비해 타이트한 노동시장, 넓은 자가주택 면적, 긴 출퇴근 시간 등으로 재택비율이 높아 직장 복귀율(23.2.8월 현재 48.6%)이 낮은 것으로 조사*

* 유럽 및 아시아국가는 직장 복귀율이 70~100%에 달하는 것으로 조사(WSJ. 2023.2.28.)

23.1월 미국 노동자 해고



자료 : Morgan Stanley

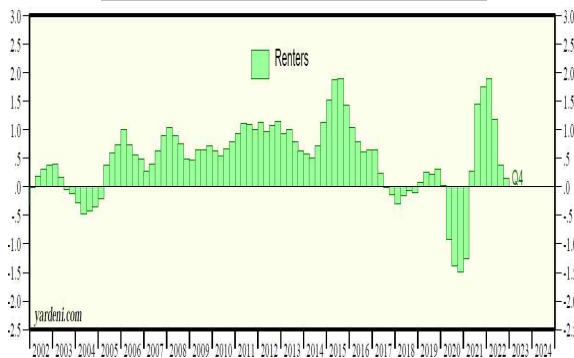
미국 직장 복귀율



자료 : Wells Fargo

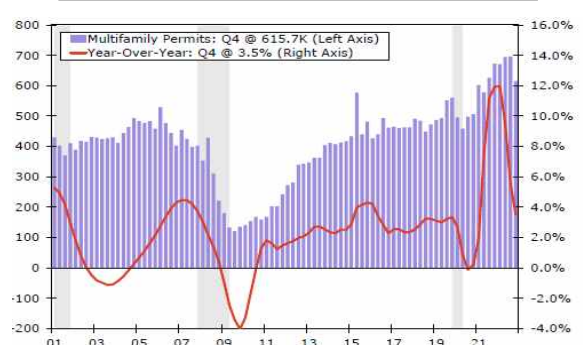
○ 주거용의 경우에도 펜데믹 이후 급증했던 렌트가구수 증가세가 감소하고 있는 반면 높아진 렌트비 수입을 노리고 건설되기 시작한 아파트들이 금년 이후 공급되기 시작하면서 렌트비 하락압력으로 작용

렌트가구 증가율(전년동기대비)



자료 : Morgan Stanley

상업용 아파트 허가 및 렌트비 증가율



자료 : Wells Fargo

② 그간 과도하게 높아진 가격에 대한 하락 압력 증대

□ 시장금리에 비해 크게 낮은 **상업용부동산의 Cap rate**(임대수입/부동산 가격)*가 **상승압력**을 받고 있어 이과정에서 **가격의 추가조정 가능성이 높음**

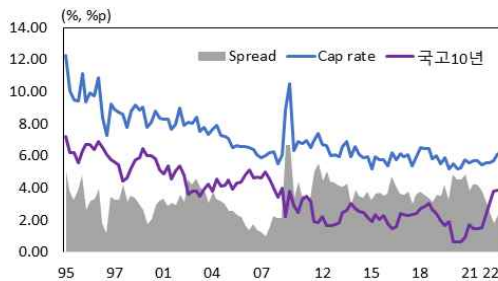
* 1년간 상업용 부동산을 보유함으로써 얻을 수 있는 예상 수익률이며 “**순영업이익**(1년간 총임대수입 - 운영비용)/ 부동산 가격”으로 계산. 순영업이익에는 대출이자, 감가상각비 등은 불포함.

- 국고채 금리는 빠르게 상승한 데 비해 그간 **부동산 가격 상승으로 과도하게 낮아진 Cap rate**는 정체되면서 스프레드(Cap rate - 국고채금리)가 역사상 최저 수준까지 낮아진 상황임에 따라 **Cap rate 상승압력이 증대**
- Cap rate 상승을 위해서는 **임대료가 높아지던지 부동산 가격이 하락해야** 하는데 현재 경제여건상 임대료 인상이 쉽지 않아 결국 **부동산 가격 하락이 추가적으로 진행될 가능성**

— Cap rate와 국고채10년 스프레드는 2008년 글로벌 금융위기 직전에도 상당폭 축소되었다가 자산가격 폭락과 함께 급격하게 확대

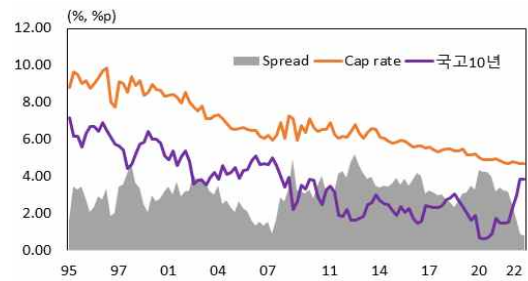
Cap rate와 국고채10년 스프레드

(사무실)



자료 : Bloomberg

(아파트)



자료 : Bloomberg

③ 이자부담 상승 및 대출 재융자의 어려움 가중

□ 현재 견조한 노동시장, 소비 등으로 인플레이션 안정을 위해 미 연준의 금리 인상 기조가 예상보다 더 길어질 수 있다는 전망으로 **장기금리가 다시 상승하면서 이자부담이 높아지고 상업용 부동산 자금조달의 어려움이 가중**

- 21년 1월초 2.65%였던 모기지 금리(30년 기준)가 금년 3.9일 현재 6.73%까지 상승한 가운데 3.9일 현재 국고채금리(30년)와의 스프레드는 284b로 금융위기 때보다도 높은 수준
- 따라서 **고정금리 비중이 낮은 상업용 부동산에 대한 대출들에 대한 이자부담이 커진데다 만기도래시 대출연장도 어려워질 가능성**

— MBA에 따르면 2021년말 기준 주택시장의 고정금리 비중은 75%이나 **상업용 부동산은 55%**인 것으로 파악됨

— 상업용대출에 대한 은행들의 대출태도가 엄격해지면서 채용자가 예전에 비해 쉽지 않은 상황

- CMBS의 경우에도 금년 이후 만기도래 규모가 점차 증가(23년 288억달러 →24년 397억달러 → 25년 443억달러)할 예정이라 시장상황에 따라 재발행에 문제가 발생될 가능성



④ 투자심리 위축에 따른 펀드 환매요구 증가 등

□ 그간 높은 수익률을 제공했던 대표적인 상업용 부동산 관련 자산운용사들이 지난해 하반기 이후 자금난 우려가 커지고 있는데 대형 부동산 펀드의 펀드런이 발생할 가능성도 제기되고 있음

- 대형 자산운용사인 핼코는 뉴욕, 샌프란시스코, 워싱턴 DC 등 19개 주요도시 오피스빌딩을 소유한 Columbia Property Trust Inc.를 39억달러에 인수했는데 최근 17억달러 이상의 부채에 대한 채무불이행을 겪고 있음

* 2021.12월 인수할 당시 약 17억달러의 변동금리대출을 받은 것으로 알려짐

- 블랙스톤은 2017년 판매를 시작한 Breit*(Blackstone Real Estate Income Trust Inc) 펀드의 지속적인 환매요구에 처해있음

* 총 45억달러의 외부투자가 유치되었으며 동 펀드의 순자산 가치가 700억달러이며 6년간 연간 12.5%의 수익률을 달성

— 일부 투자자의 44억달러 투자와 환매액 제한(분기당 순자산대비 5% 이내)조건 등으로 아직까지 펀드런이 발생하지는 않았으나 환매신청은 증가중

블랙스톤의 Breit 펀드 환매 현황

(백만달러)

	22.8월	9월	10월	11월	12월	23.1월
■ 유입(A)	1,000.2	1,554.3	1,131.4	686.8	954.7	4,467.2
■ 상환(B)	(237.9)	(1,034.4)	(1,840.9)	(1,350.0)	(151.0)	(1,300.0)
■ 순유입(A-B)	762.3	519.9	(709.5)	(663.2)	803.7	3,167.2
■ 순자산가치(C)	69,802.0	70,388.0	69,471.0	67,961.0	68,524.0	71,267.0
■ B/C(%)	-0.3	-1.5	-2.6	-2.0	-0.2	-1.8

자료 : JP Morgan

4 금융안정측면에서의 리스크

(금융기관 exposure 관련)

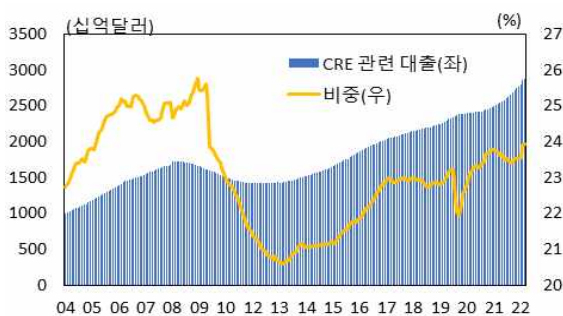
□ 미국 은행과 보험사 대출자산중 상업용 부동산 대출이 차지하는 비중은 2013년 이후 꾸준히 증가해왔는데 특히 지방은행과 중소형은행, 생명보험사의 상업용 대출 exposure가 높은 상황

○ 은행대출자산에서 상업용 부동산 대출이 차지하는 비중은 글로벌 금융위기 26%까지 상승했다가 2013년 20%까지 축소된 이후 꾸준히 상승하여 23.1월 말 기준 23.9%를 기록

○ 보험사의 경우 전체투자자산에서 상업용 부동산 대출(CMBS 투자 등도 포함)이 차지하는 비중은 글로벌 금융위기 전 수준을 상회

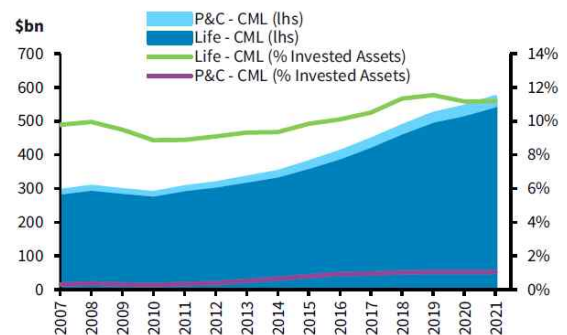
■ 생명보험사 전체 투자자산에서 상업용 부동산 투자 비중은 11% 수준인데 금융위기시의 10%를 상회

은행자산중 상업용 부동산 대출 비중



자료 : FRB

보험사의 상업용부동산 투자 비중



자료 : Barclays

○ 은행의 경우 이자수익자산(Average Earning Assets)에서 상업용부동산대출이 차지하는 비중(22년말 기준)을 조사한 결과 일부 중형 은행은 최대 70%를 기록한 것으로 나타남

— 더불어 FRB의 상업용대출 관련 가이드라인*을 초과한 은행수도 21.1분기 294개에서 22년말 567개로 상당폭 증가

* 2006년 도입된 FRB의 상업용대출 가이드라인(상업용대출 위험가중자산의 300% 이하, 36개월간 상업용 대출증가폭 50%미만 등)

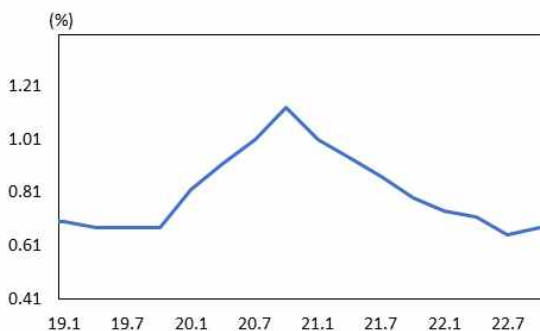
이자수익자산에서 상업용대출 비중

구분	은행	상업용대출 비중	비중 평균
대형은행(G-SIBs)	JP Morgan Goldman Sachs 등 4개	1~4%	2.5
수탁은행(Trust Bank)	Nother Trust 등 3개	1~4%	2.7
대형지방은행	PNC Bank 등 5개	6~10%	8.4
중형은행	Cadence Bank 등 20개	1~70%	25.2

주 : 22.4분기말 기업공개자료 기준, 자료: Morgan Stanley

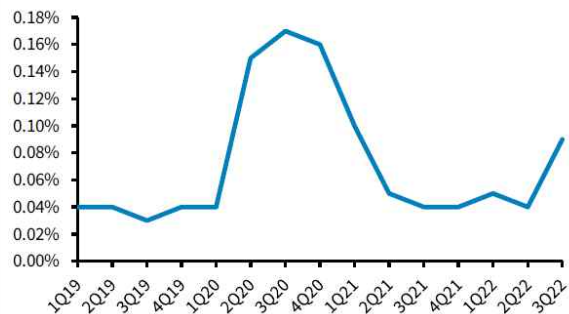
- 한편 은행의 상업용대출 연체율은 최근 소폭 증가(22.7월 0.65% → 22.10월 0.68%)를 기록했고 생명보험사의 상업용대출 연체율은 더 빠르게 증가(22.2분기 0.04% → 22.3분기 0.09%)

은행의 상업용대출 연체비율



자료 : FRED

생명보험사의 상업용대출 연체비율



자료 : Barclays

(CMBS 관련)

□ 상업용 부동산에 대한 CMBS는 최근 스프레드가 상당폭 확대되고 사무실 중심으로 부실 가능성이 점차 증가하는 모습

- 국고채 금리가 빠르게 상승하는 가운데 CMBS 스프레드가 회사채에 비해 서도 급격하게 확대되는 모습

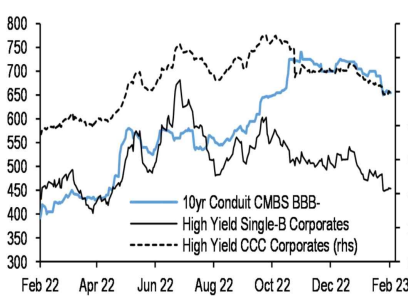
— CMBS(BBB) 스프레드는 하이일드(single A) 스프레드와 비슷한 수준을 유지했으나 지난해 하반기 이후부터 확대된 후 현재 하이일드 CCC 스프레드 수준을 기록중

○ CMBS의 연체비율*은 아직까지 크게 상승하지는 않았으나 선행지표인 특별 관리비율** (Specail Servicing Rate)이 사무실 중심으로 2022년 이후 상당폭 상승

* 전체 CMBS 부실비율(60일 이상 연체비율)은 팬데믹시기 호텔과 소매업 중심으로 8% 수준까지 높아졌다가 2% 수준으로 안정

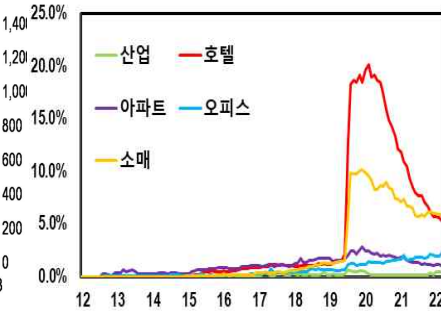
** CMBS가 디폴트가 발생하면 특별관리단계에 들어가 채무재조정, 만기연장, 자산매각 등의 절차가 진행

상업용 부동산 MBS 스프레드



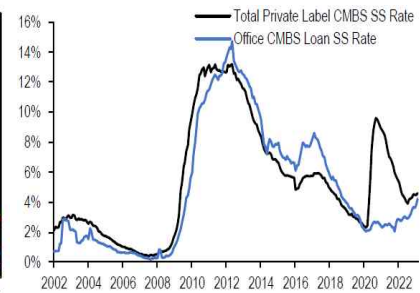
자료: JP 모건 CMBS Weekly

상업용 부동산 MBS 연체비율



자료 : RCA

CMBS 특별관리비율



자료: JP 모건

5

평가 및 전망

□ 상업용 부동산은 최근 금리 상승에 큰 영향을 받고 있는 가운데 특히 사무실 중심으로 리스크가 증대되고 있는 것으로 평가

○ 소매*와 산업부문은 미국 소비와 고용 등이 견조하게 유지되면서 아직까지 주목할만한 둔화조짐이 나타나지는 않는 상황

* 다만 일부 지방 쇼핑몰의 자금난이 발생하고 있다는 지적도 있음

— 아파트도 팬데믹 이후 폭발적인 수요 증가가 둔화되고 공급확대 이슈가 있어 렌트비 증가율이 하락했으나 여전히 높은 수준의 렌트비를 유지

○ 그러나 사무실은 수익성 악화, 자산가격 하락, 관련 펀드 환매 증가, 대출 부실 가능성 등 리스크가 높아지고 있는 상황

— 이에 대한 해결책으로 정부차원에서 공실률이 높은 오피스들은 주거용으로 용도변경을 장려하고 있으나 절차와 리모델링 투자비용, 건설기간 등으로 쉽지 않은 상황

□ 금융 측면에서 관련대출이 상업은행까지 확산된 상황은 아니고 금융당국도 관련리스크를 면밀히 모니터링중이나 고금리 환경이 지속되는 과정에서 자산 가격 급락과 부실규모 확대가 급격하게 진행될 리스크는 잠재

- 금융위기 전에 비하면 LTV를 40% 이하로 낮추는 등 은행들의 보수적인 대출태도가 강화되었고 금리인상의 충격에 대비해 충당금을 축적하고 있으며
미연준도 2023년 대형은행에 대한 스트레스 테스트*에서 심각한 시나리오 (Severly Adverse Secnario)에 상업용 부동산 가격 40% 하락을 반영하는 등 만약의 경우를 대비(23.2.22일)

* 대형은행이 심각한 불황 속에서도 가계와 기업에 대출을 제공할 수 있는지 확인하기 위해 매년 스트레스테스트를 실시하며 결과를 대형은행의 자본요건을 설정하는 데 이용

- 그러나 중소형 은행의 상업용 부동산대출 exposure가 높은 편인 데다 부실 가능성이 점차 증가하고 있는 CMBS의 경우 앞으로 도래할 만기상환규모가 큰 문제로 부각될 가능성

— 현재로서 CMBS의 디폴트가 발생해도 채무조정 등 soft한 수준으로 진행될 것이 기본 시나리오이나

최악의 경우에는 채권자들이 자산을 청산/처분하기 시작하는 Plan B 시나리오가 진행될 가능성도 있음(JP Morgan)

- 더불어 최근 실리콘밸리은행, 실버게이트 캐피탈 등의 부실문제로 고금리 환경 하의 금융기관 건전성 이슈가 부각된 만큼 상업용부동산 관련 금융기관 리스크에 대한 우려 또한 한층 커질 것으로 보임