



REAL ESTATE

오피스 빌딩 평가액을 해석할 때 주의할 점

INSIGHTS

미국 오피스 빌딩 가격이 벤치마크 지수와 다르게 움직일 수 있음을 이해할수록, 새롭게 부상하는 오피스 부동산 섹터의 투자 기회를 효과적으로 평가하고 자본화할 수 있습니다



덱스 첸(Dags Chen), CFA

미국 부동산 리서치 및 전략 대표

미국 오피스 부동산 가치, 얼마나 될까?

고인플레이션, 금리 상승 환경에서 사모 및 공모 부동산 가격 간 움직임이 엇갈리고 부동산 지수가 시장 가격의 움직임을 제때 반영하지 못하면서, 사모 부동산 투자자 고민이 늘고 있습니다. 이러한 현상은 특히 글로벌 금융 시장이 불안정할 때 곧잘 나타납니다. 이와 같은 특별한 상황에서 투자자는 보유 부동산 가치에 대해 올바르게 이해할 필요가 있습니다. 대체로 시장 혼란기에는 다량의 거래 데이터 확보가 쉽지 않지만, 자산운용사는 최근 부동산 가치에 대한 정확한 평가 정보를 제공할 의무가 있습니다.

2022년 3분기 기준 미국 부동산투자신탁협회(NCREIF) 오피스 부동산 지수의 최근 1년 수익률은 총 3.2% (인컴 수익률(4.3%) 및 평가 수익률(-1.1%)의 합)를 기록했습니다. 현실적으로 미국 대부분의 주요 시장 내 전통적인 우량 A등급 오피스 빌딩 투자자가 이러한 수익률을 달성하기 어렵습니다. 전통적인 오피스 부동산 가치는 상당히 낮은 편입니다. 이러한 상황을 잘 보여주듯, 동 기간 공모 오피스 리츠(REITs) 종합주가지수는 30% 이상 하락한 가운데, 오피스 수요 및 선호도 변화로 지난 1년 오피스 부동산 거래 활동은 다시 위축됐습니다.¹

현재 미 연준은 지난 40년 간 경험해보지 못한 광범위하며 지속적인 인플레이션 억제에 주력하고 있습니다. 가격 회복, 거창하게 말해 금융 시스템의 안정성 회복을 위해, 향후 연준이 글로벌 금융위기 직후와 같은 통화 완화책을 추진하기 어려울 것입니다. 과거와는 분명히 상황이 달라진 것입니다. 급속한 통화 긴축으로 모든 위험 자산에 대한 리스크 평가가 강조되고 있으며 “어제의 자산 가격”이 더 이상 유효하지 않은 상황이 됐습니다. 운용사가 관련 거래 데이터를 충분히 확보해 자산 가치를 결정하려 한다면, 이런 중대한 시기에 중요 정보를 투자자에게 적기에 제공하지 못할 수 있습니다.

이런 상황에서 자산 평가 기관이 발표하는 지수 정보가 시장 가격인 것으로 인식하는 것은 바람직해 보이지 않습니다. 오피스 부동산의 향후 움직임을 지금 당장 정확히 이해할 필요는 없습니다. 업계에서는 이미 어디에 가치가 있는지 관련 정보를 충분히 지니고 있기 때문입니다. 또한, 적어도 걸러내야 할 투자 정보가 무엇인지에 대해서도 이해하고 있습니다.

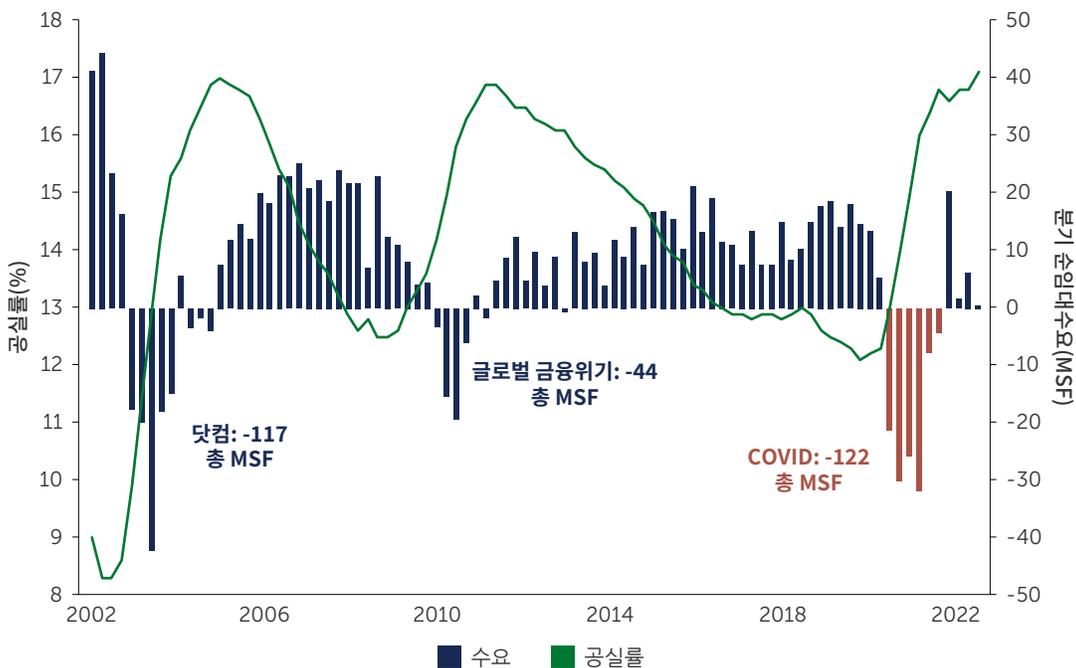
1. 출처: Bloomberg, 2022년 9월 30일 기준.

역대 최악의 수요 파괴(Demand Destruction)

코로나 팬데믹 기간 고용주는 근로자의 사무실 복귀로 인한 사무공간 확보 필요성에도 불구하고, 사무 공간 재평가 작업을 진행했습니다. 마침 미국 노동 시장 실업률 감소로 고용주보다는 근로자에게 유리한 환경이 펼쳐지면서, 근로자의 사무실 복귀는 대체로 느린 속도로 진행됐습니다. 9월 기준 미국 노동 시장의 대졸 이상 실업률은 1.8%입니다.² 하이브리드 업무 모델 선호 근로자가 압도적으로 많은 가운데, 하이브리드 업무 선호만 근로자의 사무실 근무를 지연시키는 것은 아닙니다. 여러 요인 중 통근 관련 문제, 공중 보건 및 안전에 대한 우려, 어린이 및 노인 돌봄 문제 등은 풀타임은 물론 파트타임으로 사무실 근무를 희망하는 직원들에게 어려움을 안겨주고 있습니다.

2020년 2분기~2021년 3분기까지 복수 임차인(multi-tenant) 오피스 빌딩의 오피스 반환 면적은 누적 1억 2,200만 평방 피트에 달했습니다 (도표 1). 이는 총 9분기에 걸쳐 1억 1,700만 평방 피트가 반환된 2001년 닷컴버블 붕괴 당시를 능가하는 역대 최악의 수요 파괴 상황입니다. 그러나 당시 오피스 새도우 공급(shadow supply) 측정 지표인 재임대(sublease) 공실률은 2002년 초 정점 기록 이후 하락하며 임박한 시장 회복을 알린 바 있습니다. 하지만 오늘날에는 안정화 조짐이 거의 없이 재임대 공실률이 지속적으로 증가하고 있습니다. 이는 오피스 입주 없이 임차료 지불, 해당 오피스의 임대 혹은 소유를 의미하는 새도우 공급(shadow supply)이 상당히 공실률이 현저히 과소평가되고 있음을 시사합니다.

도표 1: 기록적으로 높은 임차 오피스 반환



출처: Barings Real Estate, 2022년 6월 30일 기준.

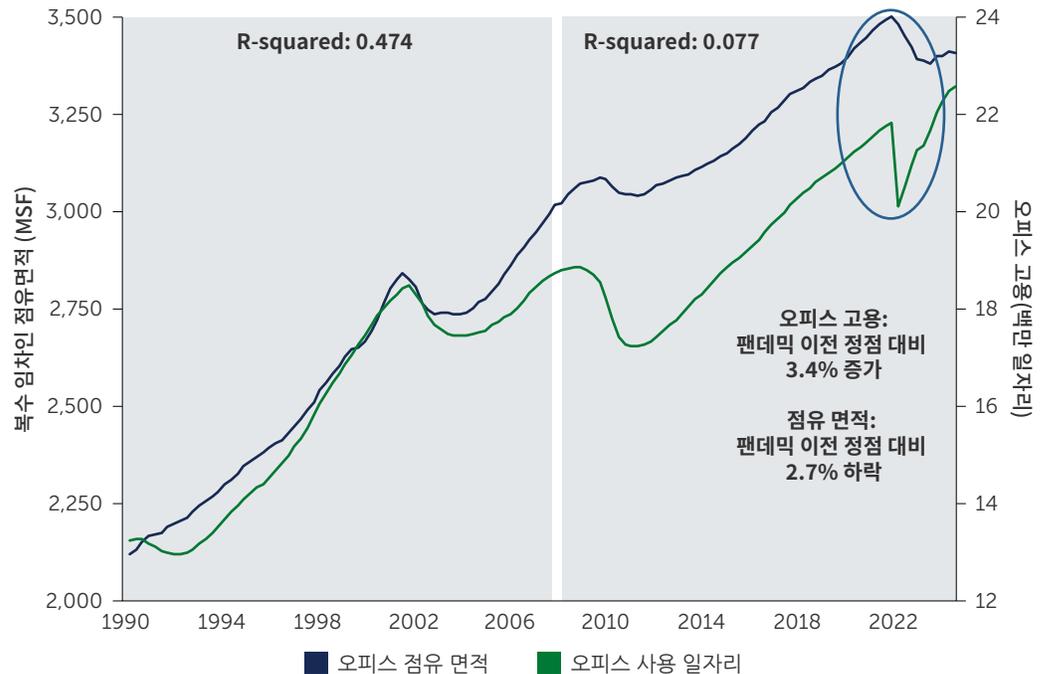
2. 출처: Bureau of Labor Statistics, 2022년 9월 기준.

오피스 고용 및 수요 간 탈동조화(decoupling)

팬데믹 이전에도 오피스 고용률과 오피스 점유율 간 상관성은 통계적으로 낮았습니다. 1990~2007년까지 오피스 사용 기반 분기별 고용 변화 및 점유 공간 변화 간 회귀 계수(결정 계수; r-squared)는 0.474였습니다. 해당 결정 계수는 2007~2022년 0.077로 하락했습니다 (도표 2). 글로벌 금융위기에서 팬데믹을 거치는 사이, 동일 오피스 공간 내 근로자 밀집도는 증가했습니다. 대면 협업 증가, 임차비 절감이 주된 두가지 원인이었습니다. 이와 관련 1990~2007년 오피스 고용 증가는 임차 공간 확보로 이어졌으나, 그 이후부터는 오피스 고용 증가가 임대 수요로 의미있게 전환되지 않았습니다.

팬데믹 이후 오피스 고용은 과거 최고치 대비 3.4% 증가한 반면, 점유 면적은 2020년 2월 최고치 대비 2.7% 감소해 새도우 공급 고려 시 실제 점유 면적은 더 작을 수 있습니다 (도표 2). 오피스 고용 및 수요 간 탈동조화 흐름이 포스트 팬데믹 시대에도 지속될 것으로 단정짓기엔 아직 이르다는 의견도 있습니다. 그러나, 이러한 추세적 약세는 2020년 2월 이전부터 이미 통계적으로 드러나고 있었습니다. 하이브리드 근무 형태 확대 및 오피스 기능 노후화 가속으로 인해, 더 이상 오피스 고용 증가가 포스트 팬데믹 시대 오피스 수요 증가를 일정 부분 견인할 것으로 단정하긴 어려워 보입니다.

도표 2: 오피스 고용 증가율, 오피스 수요 회복 가능 지표로서의 기능 상실



출처: Barings Real Estate. 2022년 6월 30일 기준

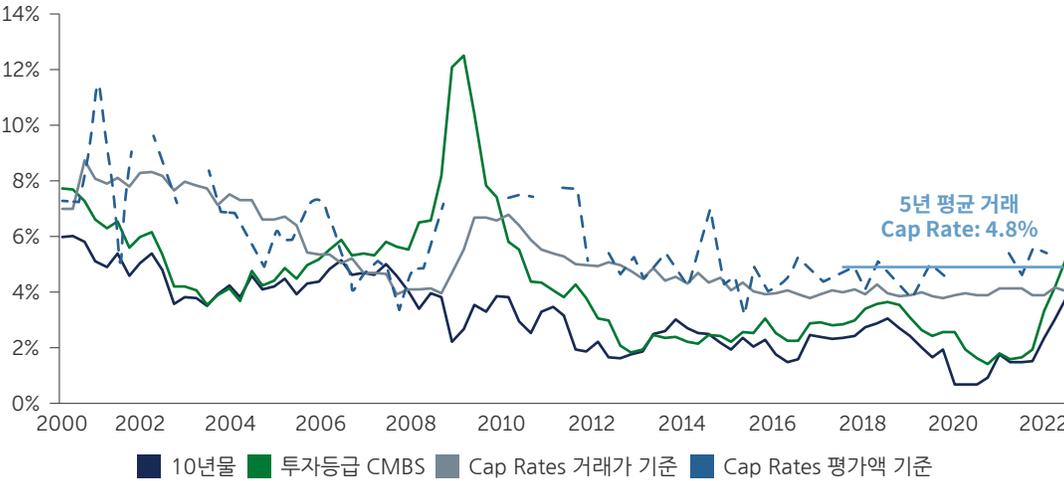
다른 부동산 섹터 대비 금리 상승에 더 취약한 오피스 부동산

글로벌 투자자는 “더 높은 금리 수준의 장기 지속” 환경에 대한 리스크를 인지하고 있습니다. 미 연준은 1980년대 이후 가장 공격적인 속도 및 폭으로 금리를 인상하고 있습니다. 이에 대한 직접적인 결과로, 부동산 대출 비용이 10여 년 만에 최고치로 증가했습니다. 현재 환경에서 거의 대부분의 부동산 섹터 가격이 재조정되고 있지만, 투자자는 장기·구조적 수요 트렌드의 수혜가 기대되는 산업용 부동산, 아파트, 물품보관 창고 섹터의 낮은 자본환원률(cap rate)을 기꺼이 감수하고 있습니다. 2020년 1분기 이후 아파트 및 주요 산업용 부동산 cap rate는 수요 전망에 따라 각각 63 bps 및 139 bps 축소됐습니다 (도표 3). 일부의 경우에는 cap rate 하락에도 불구하고 내부수익률(IRR) 요구치는 비슷한 수준을 유지했습니다.

한편, 같은 기간 오피스 부동산의 cap rate는 축소폭이 12 bps에 불과했습니다. 저금리 환경이 오피스 부동산 투자에 긍정적인 요인이었지만, 수요 감소, 자본 지출 비용 증가가 부동산 요구수익률 상승 압력을 더한 것입니다. ‘장기 지속된 저금리’ 환경 속에 낮은 차입 비용으로 차주(borrowers)들이 낮은 에퀴티 수익을 레버리지할 수 있게되면서 오피스 투자가 확산됐습니다. 연방기금금리가 5%를 상회할 것으로 예상되는 가운데, 인플레이션 가속화에도 불구하고 부동산 현금 흐름이 주춤하면서, 기준금리 상승은 투자 수익률이 대출 금리를 밀도는 역레버리지(negative leverage)로 이어졌습니다. 도표 3 점선 표시 최근 거래에서도 금리 상승 및 파이낸싱 비용 급증을 예상하진 못했습니다.

광범위한 시장 데이터와 시장 가격간 괴리가 발생하는 사이, 오피스 부동산 섹터 부실은 확대되고 있습니다. 간헐적인 부실 대출 사례 출현과 함께, 과거 엄격한 기준을 적용해 보수적으로 추진됐던 담보대출이 오피스 투자 관련 유동성 리스크 프로파일의 급격한 악화로 투자 위험이 높아졌습니다.

도표 3: 오피스 부동산 cap rate 감정가, 기준 금리 및 대출 비용 급증으로 리셋



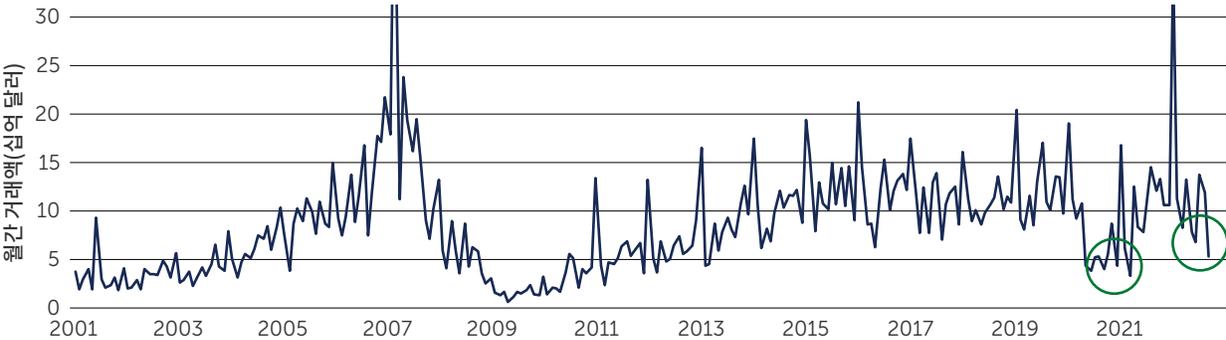
출처: Barings Real Estate. 2022년 9월 30일 기준.

오피스 빌딩 섹터의 유동성 하락

9월 (의료용 오피스 제외) 오피스 부동산 거래액은 57억 달러로 월간 기준 오피스 거래액이 2021년 2월 이후 가장 저조했습니다. (도표 4) 3분기 오피스 거래는 총 198억 달러에 그쳐 전년 동기 대비 43.3% 감소했으며 2015~2019년 분기 평균(325억 달러)을 크게 밑돌았습니다. 최근 마무리된 거래는 과거에 보다 우호적인 자본 시장 환경에서 시작된 것이므로, 향후 오피스 부동산 거래 활동은 팬데믹 당시 수준으로 위축될 가능성이 있습니다. 오피스 부동산 및 위험 자산에 대한 미래 가치 불확실성으로 인해 매매 활동이 위축되고 있어, 실제 오피스 섹터의 유동성은 하락하고 있습니다.

부동산 가격 지수, 특히 부동산 감정가 관련 지수 움직임은 급격히 위축된 매매 활동을 제때 반영할 수 없습니다. 반대로, 공모 리츠(REIT) 주가는 변동성 확대, 유동성 감소 등에 민감하게 반응합니다. 공모 리츠 주가는 가격 불일치 상황에서 오버슈팅(일시적 폭등·폭락)하는 경향이 있으며, 사모 부동산 가치에 직접적인 영향을 줍니다. 팬데믹 기간 미국 상장리츠지수인 FTSE/NAREIT All Equity REIT 지수 내 오피스 섹터 지수는 2020년 1월~2020년 9월 38.4% 하락했으나 공공 섹터 경기 부양에 따른 반등으로 향후 12개월 간 지수가 39.2% 반등했습니다. 최근에는 매우 다른 자본 시장 환경에서 오피스 섹터 지수가 38.7% 하락했습니다. 현재와 같은 시장 침체 상황에서 부동산 가치에 일부 타격이 있을 것으로 예측하는 것은 타당해보입니다.

도표 4: 오피스 거래 활동은 다시 팬데믹 시기 저점 수준으로 하락



출처: Barings. 2022년 6월 30일 기준.

도표 5: 부동산 가격 지수 및 공모 리츠 주가 간 괴리 심화



출처: Barings. 2022년 6월 30일 기준.

오피스 부동산 투자, 중단해야 할까?

포스트 팬데믹 시대에 투자 가능한 오피스 부동산 투자의 기회폭이 좁아지긴 했지만, 향후 부동산 시장은 개별 오피스의 편의 시설 보유 여부에 따라 양분될 가능성이 높아 보입니다. 앞서 다른 자료를 통해 베어링 투자팀은 사무 공간 유연성, 협업 공간, 실질적인 ESG 요건 등 ‘차세대’ 오피스 편의 시설 보유 빌딩이 특히 테크(STEM; 과학·기술·공학·수학) 관련 기업 밀집 지역에 위치해 있고 편의 시설을 보유하고 있는 경우, 효과적으로 세입자를 유인할 수 있다고 언급한 바 있습니다. 편의 시설 보유 오피스 빌딩 대비, 편의 시설이 없는 빌딩은, 일부 예외적인 A급 오피스 빌딩을 포함해 별다른 특징이 없는 전통적인 오피스 빌딩입니다.

사무 공간을 줄이더라도 퀄리티 있는 오피스 빌딩으로 이전하는 기업이 꾸준히 나타남에 따라, 근로자의 사무실 복귀 촉진, 대면 활동 및 협업 활동 개선에 도움이 되는 오피스 빌딩에 대해서는 높은 임대료를 감수할 기업이 시장에 많이 있음을 운용사는 알 수 있었습니다.

결론

본 자료의 목적은 정상적인 시장 조건에서 투자 의사 결정 과정에 중요한 정보를 제공하는 상업용 부동산 평가기관에 관련 책임을 전가하고자 작성된 것이 아닙니다. 운용사는 시장이 불안정할 때 부동산의 매수, 보유, 매도 투자 결정 관련 투자 가치 평가에 대한 정확한 정보를 제공할 의무가 있습니다. 오피스 부동산 섹터는 수요 감소, 입주 공간 및 입지 선호도의 근본적인 변화, 금리 및 파이낸싱 비용 상승 등의 여파에 시달리고 있습니다. 미래 현금흐름 또한 불투명합니다. 현 시장 침체가 향후 어떻게 전개될지 정확히 예측할 수는 없지만, 여러 부동산 시장 사이클에 걸쳐 투자 경험을 축적해온 운용사라면 거시 경제 전망 악화, 오피스 기능 노후화 가속, 팬데믹 이전보다 빠르게 진행되는 고금리·고인플레이션 등이 향후 오피스 부동산 자산에 미칠 영향에 대해 구체적인 설명을 제공할 수 있어야 합니다. 오피스 빌딩 가격이 벤치마크 지수와 다르게 움직일 수 있음을 이해할수록, 새롭게 부상하는 오피스 부동산 섹터 투자 기회를 효과적으로 평가하고 자본화할 수 있습니다.

3,383억 달러*의 수탁고를 보유한 글로벌 운용사 베어링자산운용은 차별화된 투자기회를 제공하며, 공·사모 채권 및 부동산, 주식 시장에 장기 투자합니다. 세계적인 생명보험사 매스뮤추얼(Massmutual)의 자회사인 베어링자산운용은 북미, 유럽, 아시아 지역 현지에 전문 인력을 보유하고 있습니다. 지속가능 경영 및 책임 투자를 바탕으로 베어링자산운용은 고객 및 지역 사회, 임직원을 위해 오늘도 최선을 다하고 있습니다.

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, 투자전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. • 외화자산의 경우 환율변동 위험을 헤지할 계획이나(UH형 제외) 환율변동에 따라 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. • 투자대상국가의 시장, 정치 및 경제 상황 등에 따른 위험으로 자산가치의 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 3자로부터 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 최선을 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 © 2022 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 BARINGS의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS 에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제2022-2647471호(2022.12.20 ~ 2023.12.19)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2022년 9월 30일 기준