

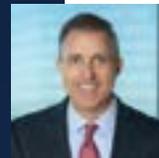
2024 OUTLOOK

# COMING INTO FOCUS

REAL ESTATE

## CONVERSATIONS

본 자료에서는 베어링자산운용의 부동산 대출 및 에쿼티 전문가와 함께 불확실한 부동산 시장에서 주목해야 할 리스크 요인 및 미국, 유럽, 호주 등 부동산 시장의 투자 기회에 대해 알아봅니다.



**존 오커블룸  
(JOHN OCKERBLOOM)**  
미국 부동산 투자 대표



**닉 핑크(NICK PINK)**  
유럽 부동산 포트폴리오 운용 대표



**알라스테어 라이트  
(AL ASTAIR WRIGHT)**  
아시아 부동산 투자 대표



**모린 조이스  
(MAUREEN JOYCE)**  
미국 부동산 자산 및 에쿼티 포트폴리오 운용 대표

**모린 조이스(MC):** 금리 인상이 부동산 시장에 미친 영향 및 '고금리 장기화' 가능성에 대해 어떻게 생각하시는지요?

**존 오커블름:** 대폭적인 금리 상승 속에 올해 미국 부동산 시장 거래량은 상당한 수준으로 감소했습니다. 무위험 이자율이 두 배로 뛰면서 그 충격에 매수·매도자 간 가격차가 발생해 거래 파이프라인은 최근 몇 년 평균보다 약 60% 낮은 수준에 그쳤습니다 (도표 1). 또한 미국 사모 및 공모 부동산 밸류에이션은 조정세를 이어가고 있습니다.

향후에도 고금리 환경이 더 이어지겠지만, 이것이 반드시 부동산 시장에 부정적인 것만은 아닙니다. 일례로, 현재 물가가 지속적으로 상승하고 있으나, 자재비 및 인건비는 일정 부분 하락해 부동산 개발 및 재개발에 도움을 주고 있습니다. 또한, 금리 변화로 현재 미국 국채 금리는 약 4%대 수준을 기록하고 있는데, 이는 장기 평균과 상당히 근접한 수준이기에 안정적인 것으로 판단합니다.

도표 1: 미국 부동산 유형별 분기 거래액(십억 달러)

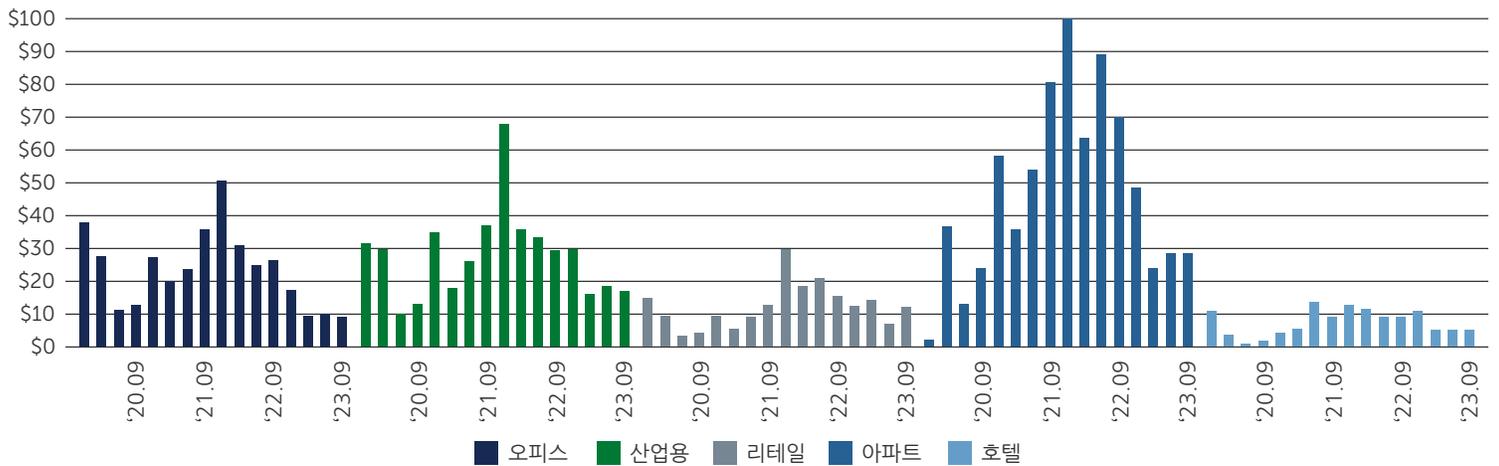


도표 2: 유럽 상업용 부동산 사이클 (자본 가치)



출처: Cushman & Wakefield. 2023년 10월 31일 기준.

**알라스테어 라이트:** 호주의 부동산 밸류에이션은 투자 심리보다는 다른 자산의 밸류에이션 지표로부터 주로 영향을 받기 때문에 조정 속도가 느리고 조정 기간도 장기화되는 경향이 있습니다. 현재 시장은 하락 전환의 한가운데에 있는 것으로 보이며, 향후 6개월 정도 밸류에이션이 지속적으로 하락할 가능성이 있습니다. 호주 시장에서 투자자는 장부가 이하로 자산을 매각하기 원치 않지만, 밸류에이션이 빠르게 하락하고 채무 약정을 준수하기가 어려워지며, 특히 고금리 환경이 장기화되는 상황에서는 투자자들이 자산 매각에 나설 가능성이 높아 보입니다. 그 결과 거래 활동 및 유동성이 증가하고, 매수·매도자 간 가격 격차는 줄어들 것으로 보입니다.

**존 오커블름:** 미국 시장의 경우 추가적인 밸류에이션의 조정 여지가 있다는 점에서 유럽보다는 호주와 상황이 더 비슷해 보입니다. 다만 한 가지 강조할 점은 향후 일어날 밸류에이션 조정의 결과, 개별 자산간 성과 차이는 더욱 심화될 것이며, 근본적으로는 추세적 흐름에 따른 자산 선정이 아닌 개별 자산의 선정이 더 중요해지는, 말하자면 Stock Picker's Market이 형성될 것이라는 점입니다. 이는 (강세장에서 대부분의 자산이 긍정적인 성과를 낸) 과거 10년과 달리, 향후에는 투자팀의 경험과 자질, 자산 선별 역량에 따라 성과 차이가 더 확대될 것으로 보입니다.

**모린 조이스:** 이어서 질문드리겠습니다. 시장에 알려진 공모 부동산 가치 대비 사모 부동산의 밸류에이션은 어느 정도로 보시는지요?

**닉 핑크:** 유럽 여러 지역의 부동산에 투자하는 입장에서, 현재 유럽 부동산 시장 상황은 꽤 복잡한 편입니다. 그러나 일반적으로는 물류 등 유동성이 큰 부동산의 밸류에이션은 적정 가격과 일치하는 모습을 보이며 바닥에 근접한 것으로 판단됩니다. 한편, 오피스 섹터 밸류에이션은 거래량이 부족해 명확한 평가가 어려우며, 특히 사모 오피스 부동산 섹터의 밸류에이션은 적정 가치를 정확히 반영하지 못하고 있다는 우려가 있습니다. 이에 따라 당분간 오피스 섹터는 고전할 것으로 보입니다.

“오늘날 시장에서는 여러 거래를 통해 크레딧 퀄리티 개선, 낮은 선부과요금, 자본력이 풍부한 스폰서, 실질적으로 높아진 완공률, 현금 자기자본 요건의 개선 등과 같은 특징들을 확인할 수 있습니다.”

**알라스테어 라이트:** 호주의 경우 당분간 밸류에이션이 하락할 것이라는 점이 시장의 일반적인 예상이며, 그 결과 장부가보다 5~10% 낮은 가격으로 자산이 매각되고 있습니다.<sup>1</sup> 다른 국가와 마찬가지로 호주의 오피스 섹터 역시 거래 활동이 제한적으로 일어나고 있으며, 장부가보다 약 10~20% 낮은 가격으로 자산이 매각되고 있습니다. 이는 현 밸류에이션에 대한 시장 신뢰가 높지 않음을 의미합니다.

**존 오커블름:** 미국에서는 사모 부동산의 밸류에이션이 적정 가치를 제대로 반영하지 못하고 있다는 우려가 큰 것이 사실입니다. 부동산 감정평가 시 일반적으로는 매수 의향이 있는 매수자와 매도자 간 거래를 고려하지만, 거래가 많지 않은 경우에는 과거 정보에 의존해 평가액이 결정되는 경향이 있으며, 이처럼 오래된 정보는 현재 시점의 부동산 가치를 제대로 반영하지 못할 수 있습니다. 유럽, 호주와 마찬가지로, 미국 부동산에서 현재 밸류에이션이 가장 우려되는 섹터는 오피스 섹터입니다.

**모린 조이스:** 일반적으로는 부동산 에쿼티보다 부동산 대출이 더 선호되는 것 같은데요. 각 부문에 어떤 투자 기회가 있을까요?

**존 오커블름:** 현재 미국의 부동산 대출 시장은 몇 가지 이유에서 비전통적인 대출기관에 매우 유리한 상황입니다. 첫째, 특히 건설업 등에서 부동산 대출의 상당 부분을 차지하는 은행 등 전통적인 대출기관의 대출이 크게 축소됐기 때문입니다. 부분적으로는 불확실한 경제 상황 때문이기도 하지만, 부동산 대출의 대부분이 조기 상환보다는 과거의 유리한 대출조건을 유지한 채 만기를 연장해 왔기 때문입니다. 이에 따른 자본 부족으로 베어링자산운용 등 비전통적 대출기관들이 그 공백을 메울 수 있는 길이 열렸습니다.

자본 부족과 더불어 기준금리의 대폭적인 상승, 시장 스프레드 확대로 부동산 대출의 위험 조정 수익률은 매력도가 더욱 높아졌습니다. 건설 대출 부문은 경우에 따라 스프레드가 150 ~ 300 bps까지 크게 확대되며 투자 매력이 특히 높습니다.<sup>2</sup> 대부분의 대출 프로세스 요인들이 대출기관에 유리한 상황임에도 불구하고 그렇습니다. 실제로 오늘날 시장에서는 여러 거래를 통해 낮은 레버리지, 자본력이 풍부한 스폰서, 실질적으로 강화된 준공 보장, 현금 보유 요건의 강화 등 크레딧 퀄리티가 개선된 것을 확인할 수 있습니다.

**닉 핑크:** 유럽 시장에서의 투자 기회도 대체로 비슷한 편이지만, 구조에서는 일부 차이가 있습니다. 오늘날 여러 유럽국의 부동산 시장은 여전히 은행에 의해 주도되고 있습니다. 그러나 유럽 은행 섹터의 엄격한 규제 여건을 고려할 때, 은행은 대출 약정 및 LTV(담보대출비율)에 좀 더 까다로운 제한을 두는 경향이 있으며, 그 결과 시장 유동성이 더 낮은 편입니다. 이로 인해 미국보다 유럽 부동산의 레버리지는 더 낮습니다. 이러한 조건 때문에 오늘날 베어링과 같은 비금융 대출기관들이 상당히 유리해졌습니다. 특히 드라이 파우더(미집행 자금)가 풍부하고 리스크 구조화 역량을 갖춘 대출기관이라면 더욱 유리할 것입니다.

1. 출처: 베어링 관측, 2023년 10월 31일 기준.

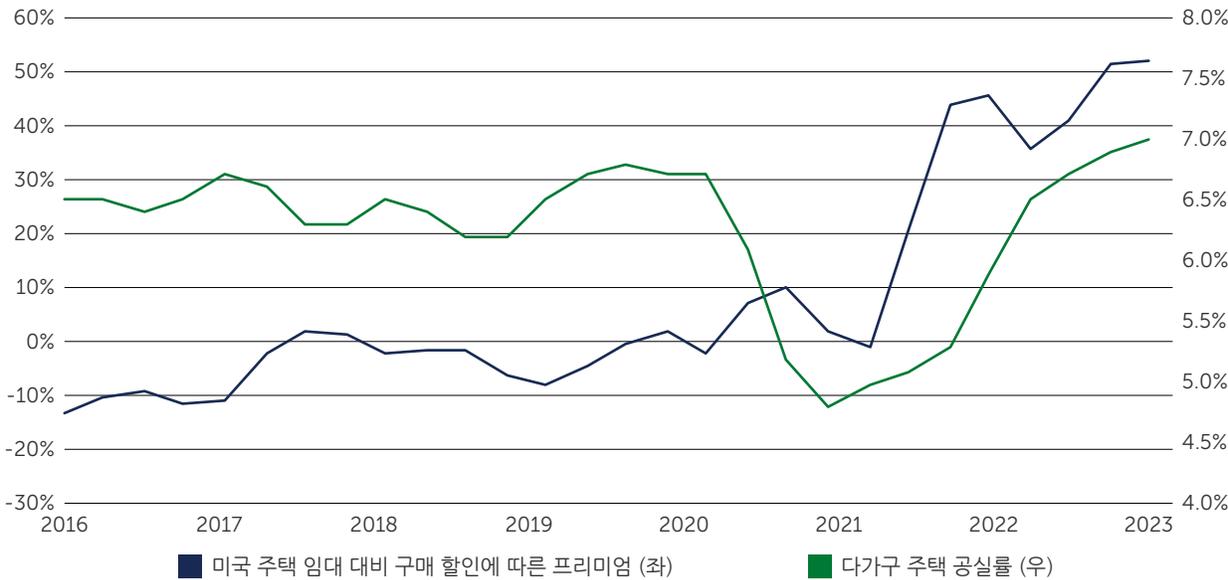
2. 출처: 베어링 관측, 2023년 10월 31일 기준.

**모린 조이스:** 최근 고금리 환경으로 부동산 에쿼티는 어려움이 클 텐데요. 그럼에도 불구하고 투자 기회가 있을 것으로 생각합니다. 특히 매력적으로 보는 부문이 있으신지요?

**알라스테어 라이트:** 호주에서는 구조적 테마가 뒷받침되는 부동산 에쿼티 시장에 집중하고 있습니다. 일례로, 주거용 부동산 펀더멘털이 강세입니다. 특히, 코로나19 이후 이민자가 증가하고 유학생의 귀국이 이어지고 있지만, 건설 비용 증가로 주택 공급은 제한적으로 이루어지고 있는 상황입니다. 이러한 수급 불균형은 향후 5 ~ 10년간 지속될 것으로 보이며, 임대료 및 부동산 가치 모두에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상됩니다. 이런 이유로 중기적 관점에서 부동산 개발 기회가 있는 주거용 부동산이 특히 매력적이며, 관련 부동산 투자를 진행하고 있습니다.

**존 오커블룸:** 미국 시장에서 베어링이 주목하는 지표 중 하나는 주택 구매력입니다. 주택 소유가 점점 더 어려워지면서 지난 10년간 임차 인구가 상당히 증가했습니다. 동시에 주택 공급도 늘었지만, 임대 수요 상승세를 따라잡기엔 충분치 않았습니다. 향후에도, 지금과 같은 속도는 아니더라도, 아파트, 임대용(build-to-rent) 단독 주택, 노인 및 학생전용 주택 등의 자산에 투자하는 부동산 에쿼티 및 대출 전반에서 매력적인 기회를 제공하는 주거용 부동산 투자 테마가 지속될 수 있을 것으로 예상합니다. 그 밖에, 호텔 섹터의 경우 인플레이션 환경에서 요금 인상이 가능하다는 점에서 투자 가치를 인정받고 있습니다. 또한 레저 여행객의 재량 지출 증가에 따른 수혜도 기대됩니다. 산업용 부동산의 펀더멘털 역시 여전히 견조한 편이며, 리테일 부동산도 최근 몇 년간 성과가 양호합니다.

도표 3: 다가구 주택 공실률 및 주택 임대 대비 구매 할인에 따른 프리미엄 추이



출처: Barings Research, CoStar, CBRE, Freddie Mac, U.S. Census Bureau, Realtor.com, FHFA. 2023년 9월 30일 기준.



**닉 핑크:** 또한 구조적 테마가 뒷받침되는 시장에서의 투자 기회가 엿보입니다. 유럽에서는 물류 및 주거용 부동산에서 가치 있는 투자 기회들을 발견할 수 있으며, 긍정적인 수급 요건이 지속되고 있어 임대 성장에 도움이 될 것으로 보입니다. 그 외 지역에서는 글로벌 거시경제 상황의 전개 방향에 따라 부실 대출 자산에서 투자 기회를 포착할 수 있을 것으로 기대됩니다.

**모린 조이스:** 아시아 부동산 시장에서 현재 주목해야 할 리스크에는 어떤 것들이 있을까요?

**알라스테어 라이트:** 현재 아시아 부동산, 특히 개발 시장에서 겪는 어려움 중 하나는 비용이 30%나 증가했다는 점입니다. 이는 프로젝트 실현 가능성, 특히 건축비가 총 비용에서 차지하는 비중이 높은 주거용 부동산 프로젝트에 영향을 미치고 있습니다. 또한 관리 보호를 신청하는 건축업체가 상당수이며 관련 신청이 이어지고 있어 투자 환경을 헤쳐가기가 쉽진 않습니다. 이에 따라 **베어링자산운용은 부동산 개발 프로젝트의 파트너인 건축업체를 철저히 평가하고 투자 전략에 맞는 자본 파트너를 확보하기 위해 주력하고 있습니다.** 인내심 있는 투자로 변동성 구간을 넘어 잠재적으로 매력적인 수익을 창출하기 위해 노력하고 있는 것입니다.

**닉 핑크:** 단기적으로 고금리 환경이 지속될 가능성이 높은 상황에서 특히 어려운 섹터에 단기 리파이낸싱 이슈가 집중되어 있음을 감안할 때, 리파이낸싱 리스크로 시장 불안이 잠재적으로 확대될 가능성이 있습니다. 이는 동시에 잠재적인 기회가 될 수도 있지만, 이를 위해서는 유럽 대출기관들이 일정 수준의 유연성을 가지고 중간에서 투자자를 조율할 수 있어야 합니다. 지정학적 요인 또한 시장이 고대하는 경기 회복에 상당한 영향을 미칠 수 있으므로 내년 관리가 필요한 또 다른 리스크 요인 중 하나입니다.

유럽에서는 정치 사이클 성숙 속에 부동산 규제 강화에 대한 우려가 높아지고 있습니다. 일례로, 주거용 부동산 섹터에서 영국, 스페인 등의 국가 정부는 임대료 규제 도입에 대한 사회적 압력을 강하게 받고 있습니다. 여러 부동산 섹터에서 임대료는 견조한 펀더멘털에 기반해 성장세를 이어왔으나, 이제 잠재적인 위협 상황에 직면해 있습니다.

그럼에도 불구하고 오늘 토론에서 논의된 바와 같이 현재 시장에는 매력적인 기회들이 상당한 것으로 보입니다. 특히, 과거 경기 침체기에 좋은 부동산 투자 기회들이 많았던 점을 감안하면, 이번 사이클에서도 과거와 같이 매력적인 부동산 투자 기회들이 향후 몇 년간 미국, 유럽, 호주 등지에서 나타날 수 있을 것으로 기대합니다.

본 자료는 2024 글로벌 부동산 시장 전망 패널토론 내용에서 발췌한 것입니다. 영문으로 진행된 패널토론을 시청하시려면 [여기를](#) 눌러주세요.

3,479억 달러의 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 예금보호법에 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 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 아니며 그러한 행위로 인식되어도 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 © 2023 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 제2023-3283389호(2023.12.14 ~ 2026.12.13)

**BARINGS.COM**

**에서 보다 자세한 사항을 확인하세요**

\*2023년 9월 30일 기준