

부동산

## 유럽 부동산: 프라임 자산의 시대?

유럽 경기둔화 및 추가적인 통화정책 완화 전망에 따라 투자자들은 세컨더리  
자산 대비 채권 성격이 강한 코어 부동산 자산에 주목하고 있습니다.

RESEARCH QUARTERLY



폴 스튜어트

부동산 리서치 및 전략 대표

벤 댫쳐

어쏘시에잇 디렉터

조 워렌

디렉터

## 요약

### 경제

- 실질 임금의 상승, 견고한 노동 시장에 대한 시장 기대가 우세한 가운데, 유럽 경제의 모멘텀은 여전히 부족한 모습입니다.
- 금융시장의 관심은 이제 디스인플레이션과 경제 성장의 촉진을 위한 추가 통화정책 완화 전망으로 옮겨가고 있습니다.
- 현재 거시경제 측면에서 세컨더리 자산보다는 우량 자산이 선호됩니다.

### 부동산 시장

- 부동산 사이클의 회복이 시작됐습니다. 채권과 같이 안정적이며 리스크가 적은 우량 자산의 현금 흐름은 금융 비용 감소, 대출 자금 조달 격차의 축소 속에 즉각적으로 수혜를 누릴 수 있을 것입니다.
- 올해 남은 기간 동안 투자 거래는 느리게 회복될 것으로 보이는데, 부분적으로는 파이낸싱 투자 기회가 줄어든 데에도 일부 원인이 있어 보입니다.
- 최고급 도심권역(CBD) 오피스 및 물류 자산 임대료는 지속 상승할 것으로 보입니다.
- 주거용 자산 임대료가 광범위하게 성장하고 있으나 규제 리스크도 커졌습니다.
- 리테일 부동산 인컴은 (명목 매출 대비) 임대료가 낮게 재설정됐던 자산 위주로 완만히 성장할 것으로 보입니다.

## 경제 전망

2024년 1분기 기준 전분기 대비 소폭(0.3%) 상승했던 유로존 GDP는 2분기에 그 성장세가 둔화(0.2%)됐습니다. 지난 여름 High frequency 서베이 지표가 약세를 보이면서 올해 잔여 기간의 성장 전망치도 대체로 비슷한 수준이 될 것으로 보입니다. 유로존 경제심리지수(ESI)는 9월 기준 96.2를 기록해 8월 (96.5) 대비 소폭 하락했으며 체감 경기의 개선을 의미하는 기준선 100을 여전히 밟고 있습니다.

유럽 경제의 모멘텀 부족으로 고전중인 제조업과 상대적으로 견고한 모습의 서비스 섹터간 격차는 차츰 좁혀지겠지만, 제조업 상승보다는 서비스업 하락으로 그 격차가 줄어들 가능성성이 높아 바람직하진 않아 보입니다. 내년과 그 이후 지속 성장을 위해서는 가계 소비 증가를 위한 실질 임금의 원만한 상승, 이를 촉진할 수 있는 양호한 노동 시장이 담보되어야 할 것입니다.

9월 헤드라인 CPI 인플레이션(1.8%)은 유럽중앙은행(ECB) 목표치(2.0%)를 밟들면서 금융시장은 이제 디스인플레이션 여부에 주목하고 있습니다. 이제 추가적인 통화정책의 완화가 불가피해 보이며, 시장에서는 현재 향후 12개월간 150 bps의 추가적인 금리 인하를 예상하고 있습니다.

금리 인하, 낮아진 성장 기대감에 채권과 성격이 유사한 우량 자산은 금융 비용 감소, 대출 자금 조달 격차의 축소 등에 즉각적으로 수혜를 입을 것으로 보입니다. 반면, 성장성이 관건인 세컨더리 자산은 회복까지 좀 더 시간이 소요될 것으로 보입니다.

도표 1: 유로존 경제 심리



Source: European Commission. As of October 2024.

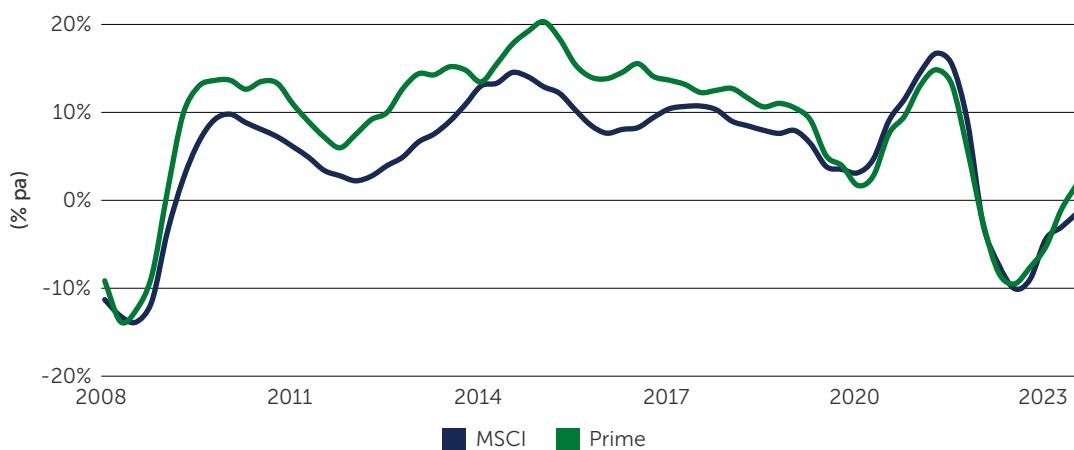
## 자본 시장

인플레이션 둔화, 금리 하락 영향에 올 여름 유럽 부동산은 일드 수준이 안정적이었으며 투자 수익률이 다시 플러스 영역으로 돌아섰습니다 (도표 2). 이와 같이 부동산 경기 사이클은 회복세를 시작했으나, 현재 거래량은 매우 낮은 편입니다. 3분기에도 매도 의향이 있는 딜 금액은 여전히 낮은 상황이며, 거래는 올해 남은 기간 동안 느리게 회복될 것입니다. 투자자 관심은 주로 주거용 및 물류 부동산에 집중되어 있는 상황이며, 현재로서는 오피스 자산에 대한 관심이 낮아 거래 부진이 조금 더 지속될 가능성이 있습니다.

유럽 대출기관 서베이에 따르면, 대출기관들은 대출 활동을 늘릴 의향을 가지고 있으나 당분간은 선호 섹터 리파이낸싱에 주로 역량을 집중할 것으로 보입니다. 지속가능한 프라임 도심권역(CBD)의 오피스 부동산은 견고한 펀더멘털에도 불구하고 섹터 선호도는 여전히 낮은 편이며, 대출기관들은 주로 산업용 및 학생용, 다가구 부동산을 선호하고 있습니다. MSCI 유럽 시니어론 및 홀론(whole-loan) 펀드의 총 수익률은 각각 연 6%와 7%를 기록한 반면, MSCI 유럽 분기별 부동산 지수의 연간 비레버리지 다이렉트 에쿼티 부동산의 수익률은 -1.5%에 그친 것도 그 이유 중 하나입니다.<sup>1</sup>

낮아진 금리가 부동산 가격 수준을 지지하고 있는 가운데, 자산 유형 및 퀄리티에 따라 그 영향이 다르게 나타날 수 있습니다. 인구 통계 및 소셜 트렌드 측면에서 우호적인 부동산 섹터 및 입지의 경우, 채권과 유사한 코어 자산의 현금 흐름은 금융 비용 감소, 대출 자금의 조달 격차 축소로 인해 바로 수혜를 받을 가능성이 높습니다. 벤류애드 투자자에게 이러한 변화는 핵심 위치에서 개선이 필요한 기존 세컨더리 물량을 매력적인 가격에 인수할 수 있는 기회가 될 것입니다.

도표 2: 유럽 부동산 총 수익률



Sources: MSCI; C&W. As of October 2024.

1. Source: MSCI. As of June 30, 2024.

# 임대 시장

## 오피스 부동산 섹터

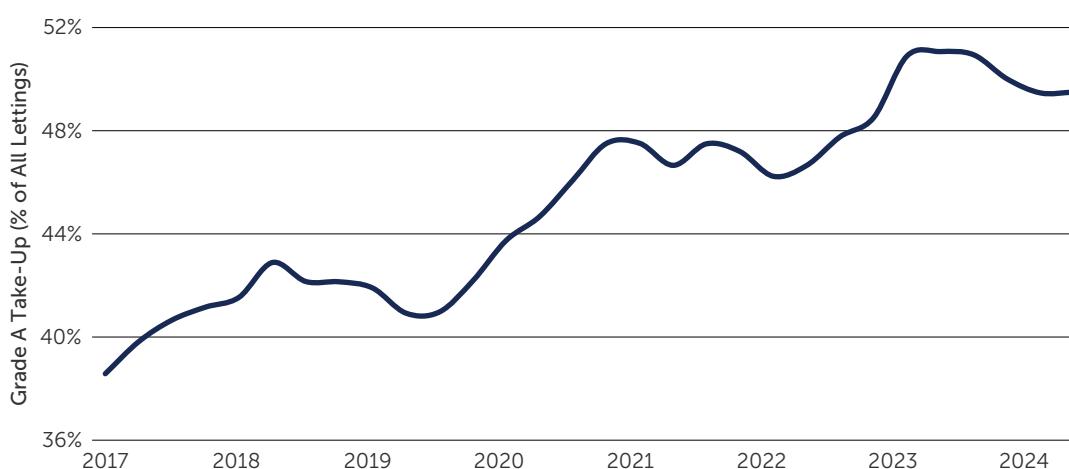
유럽의 고급 오피스 부동산은 3분기까지 프라임 임대료가 연 6% 이상 상승했습니다.<sup>2</sup> ‘메가’ 오피스 부동산 시장인 런던과 파리는 모두 연 10%의 임대료 상승률을 기록하며 마드리드 및 바르샤바(연 11%)에 이어 상위 5위권에 진입했지만, 브뤼셀(임대료 상승률 연 18%)보다는 그 수치가 낮았습니다.

지역별 3분기 거래량 증가율은 더블린이 약 2배 가량 증가했으며, 바르셀로나, 브뤼셀, 뮌헨은 30~40%의 증가율을 보였으며, 런던의 3분기 거래량 증가율은 25%를 기록했습니다.<sup>3</sup> 현지에서는 이 지역의 임대료 급증이 (10,000 평방미터 이상) 대규모 임대에서 비롯됐다고 보고 있습니다. 이는 경쟁이 심하고 유행에 뒤진 오피스 자산 시장 전반의 신뢰도를 회복하는데 고무적입니다.

범유럽 오피스 자산의 공실률은 8%를 약간 상회하며 지속 상승하고 있습니다.<sup>4</sup> 부동산 중개인들은 수요 양극화, 즉 ‘퀄리티 있는 오피스에 대한 수요 증가’에서 그 원인을 찾고 있습니다. 특히, 입지가 좋은 프라임급 자산 수요는 높은 편이나, 퀄리티가 낮은 주변부 오피스 자산에 대한 선호도는 크게 하락하고 있습니다. 여러 시장에서 도심지역(CBD)의 공실률(보통 5% 미만)은 훨씬 더 타이트합니다.

최근 다른 보고서에서 언급한 것과 같이, 한때 일부 시장에서는 오피스 부동산이 전체 기관 자산 배분의 50% 이상을 차지하며 가장 높았습니다. 지난 한 해 동안 오피스 거래가 전체 부동산 투자 활동의 25%에도 미치지 못했음을 감안하면, 오피스 자산의 위축세는 십여년 더 지속될 가능성이 있습니다.

**도표 3: 유럽 A등급 오피스 부동산 임대계약 체결면적**



Sources: MSCI; C&W. As of October 2024.

2. Source: MSCI. As of June 30, 2024.

3. Source: BNP Paribas Real Estate. As of September 30, 2024.

4. Source: BNP Paribas Real Estate. As of September 30, 2024.

## 임대 시장

### 리테일 부동산 섹터

올 여름 리테일 부동산 투자 환경은 여전히 어려웠습니다. 8월 유로존 소매 판매량은 전월 대비 0.2% 증가했고 7월에는 거의 보합세였습니다.<sup>5</sup> 전년 대비 증가율도 0.8%에 그쳐 소매 판매량은 여전히 매우 저조한 모습이었습니다.

억눌린 소비 환경 속에 소비자 신뢰지수는 점차 회복되고 있습니다 (도표 4). 2022/2023년 인플레이션 충격 이후 노동 시장이 타이트하게 유지되고 임금이 지속적으로 상승해 구매력이 회복될 경우, 금리 하락은 2025년 소비 심리 및 판매량 개선에 추가적인 동력이 될 것입니다.

올여름 유럽 관광은 주로 유럽 내 여행객 증가, 미국 해외 여행객 복귀로 상승세를 보였습니다. 이는 호텔, 식품점업체, 레저/체험 서비스 운영자뿐 아니라 럭셔리 브랜드의 소매 지출에도 도움이 됐습니다.

이전에 임대료가 적절한 수준으로 조정된 오프라인 소매점의 경우 임대료 상승 여지가 있을 수 있습니다. 인플레이션 급등에 따른 명목 매출액 증가로 effort rate 즉, 매장 매출 대비 임대료는 크게 하락했습니다. 하드웨어(DIY), 가정용품, 정원, 식료품 등 온라인 대비 경쟁력이 큰 리테일 섹터일수록 결과가 좋았습니다. 이는 CBRE 집계 유럽 도심 지역 대형 쇼핑몰의 유동인구가 증가하고 공실율이 팬데믹 이전 수준 대비 약 6%에서 1%로 감소한 이유를 부분적으로 설명해주고 있습니다.<sup>6</sup>

도표 4: 유럽 소비자 신뢰 지수



Source: Eurostat. As of September 2024.

5. Source: JLL. As of September 30, 2024.

6. Source: EuroStat, June 30, 2024.

## 임대 시장

### 산업용 부동산 섹터

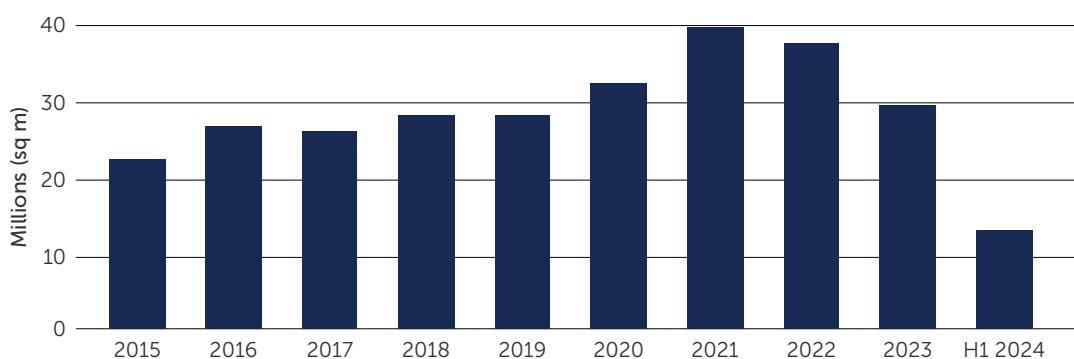
Savills에 따르면 2분기 산업용 부동산의 임대 활동은 분기 기준 20% 증가해 다소 회복된 모습입니다 (도표 5). 그러나 올해 상반기 총 실적은 전년 동기보다 살짝 낮습니다. 현재로서는 이커머스 업계의 위축이 실적 개선의 걸림돌이 되고 있습니다. 이번 분기에는 제조업 수요가 (특히 전기차 생산 및 제약 부문을 중심으로 20%로 증가하며) 새로운 희망으로 떠오르고 있습니다.<sup>7</sup>

2분기에는 루마니아, 부다페스트, 폴란드의 분기별 임대 활동이 전분기보다 90% 이상 증가하며 중동부유럽(CEE) 국가들이 우수한 성과를 보인 반면, 네덜란드, 이탈리아는 임대 활동이 위축(-4%) 됐습니다.<sup>8</sup> 영국도 2024년 상반기 임대 활동이 전년 동기 대비 43% 증가하며 양호한 성과를 거두고 있습니다.

2분기 유럽 물류 부동산 공실률은 6.0%로 전분기 대비 25 bps, 지난 12개월 대비 144 bps 상승했습니다.<sup>9</sup> CBRE에 따르면 현재 건설 중인 물류 부동산은 2023년 2분기 대비 거의 20% 감소했으며, 부진한 준공 실적은 기존 공실 부동산 임대에 도움이 될 것입니다.

임대 활동이 사상 최고치였던 2021/2022년 대비 단기 임대 실적은 약세를 보일 수 있지만, 임대료 성장률에서 알 수 있듯이 산업용 부동산의 펀더멘털은 구조적으로 건재한 편입니다. 유럽 프라임 산업용 자산의 평균 임대료 성장률은 팬데믹 당시 최고치 (2022년 기준 연 17.3%)보다 둔화됐지만, 2분기에는 연 5.7%로 여전한 강세입니다.<sup>10</sup> 성장 전망은 온라인 리테일 채널 구축의 재개, 기업 공급망 강화에 따른 리쇼어링 및 니어쇼어링 활동 증가 등에 힘입어 여전히 긍정적으로 유지되고 있습니다.

도표 5: 물류 부동산 임대계약 체결면적



Source: Savills. As of June 30, 2024.

7. Source: CBRE European Shopping Centres Performance Index. As of June 30, 2024.

8. Source: JLL. As of June 30, 2024.

9. Source: Savills. As of June 30, 2024.

10. Source: JLL. As of June 30, 2024.

# 임대 시장

## 주거용 부동산 섹터

주택 가격은 상승 국면으로 전환되었습니다. 2분기 유로존 주택 가격은 전분기에 비해 1.8%, 연간 기준으로는 1.3% 상승했습니다.<sup>11</sup> 개별 국가별로는 네덜란드와 스페인이 약 연 8%의 가격 상승으로 회복세를 주도하고 있습니다. 타격이 커던 독일 시장의 경우 전분기 대비 주택 가격이 1.3% 상승했으며 연간 성장률은 -2.6%를 기록했습니다. 영국은 최근 전국 데이터 기준 3분기 주택 가격이 전분기 대비 0.7% 상승했으며 연간 기준으로는 2.5% 상승했습니다 (도표 6).

유럽중앙은행의 모기지 금리는 8월 3.7%로 지난해 11월(4.0%) 대비 하락했지만, 2022년 초 최저치 (1.3%)에 비해서는 상승했습니다. 모기지 금리 하락에 더해 임금 및 급여의 완만한 상승이 주택 가격 회복을 뒷받침하고 있습니다.

인구 증가가 예상되는 지역에서는 주택 수요 강세가 유지될 것으로 보입니다. 역설적이지만 고금리로 인해 임대 가구가 늘면서 자가 주택보다 임대 주택 선호 경향이 상대적으로 커졌고, 이는 시장의 임대료 성장에 큰 도움이 됐습니다.

주거용 부동산이 대출기관의 선호 섹터이긴 하지만, 주택 개발용 금융 비용은 급등했습니다. 건설비 인플레이션은 일반 물가 상승률과 함께 평준화됐지만, 인건비와 자재비는 여전히 높은 수준입니다.<sup>12</sup> 향후 가격 안정화 속에 주거용 자산을 매도하기가 더 용이해지겠지만, 현재로서는 긍정적인 개발 가능성은 기대하기 어려워 보입니다.

주택 개발 계획의 장기화, 조만간 도입 예정인 지속가능성 관련 법안, 일부 시장의 임대료 규제 강화 가능성 등은 모두 향후 개발 활동이 더뎌질 수 있음을 시사하고 있습니다. 이는 현재 유럽 도시 전반의 주택 위기가 더욱 심화될 수 있음을 뜻합니다. 이것이 절대 수준에서 주택 구매력 또는 임대 경제성에 대한 우려가 있음에도 불구하고, 주택 가격이 완만히 상승할 것으로 전망하는 이유입니다.

도표 6: 영국 주택 가격



Source: Nationwide. As of October 2024.

11. Source: Cushman & Wakefield. As of June 30, 2024.

12. Source: EuroStat. As of June 30, 2024.

## 베어링 부동산 리서치팀

베어링 부동산 리서치팀은 다양한 산업, 자산군, 국가 전문성을 기반으로, 각종 부동산 데이터를 수집, 분석, 활용해 바람직한 투자 의사 결정에 기여하고 있습니다.



**폴 스튜어트(Paul Stewart)**

부동산 리서치 및 전략 대표



**벤 댓쳐(Ben Thatcher)**

어쏘시에잇 디렉터



**조 워렌(Jo Warren)**

디렉터

베어링자산운용은 기관 투자자 및 보험사, 판매사 등과의 파트너십을 통해 다양한 맞춤형 투자 서비스를 제공하는 글로벌 자산운용사로 4,317억 달러\* 이상의 수탁고를 보유하고 있습니다. 세계적인 보험사 매스뮤추얼(MassMutual)의 자회사인 베어링자산운용은 채권, 실물 자산, 캐피털 솔루션 등에서 글로벌 네트워크 및 투자 역량을 적극 활용, 공·사모 시장에서 초과 수익을 추구합니다.

#### 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 보호되지 않습니다. • 집집합투자증권은 자산가격 및 환율 변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. • 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. • 투자는 이 금융투자상품 <집합투자증권>에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. • 외화자산의 경우 환율변동 위험을 해지할 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 간신히거나 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 권고가 아니며 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 © 2024 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용도로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS의 상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제 2024-4051805호 (2024.11.25~2027.11.24)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

\*2024년 9월 30일 기준