

BARINGS

REAL ESTATE

지금 유럽 부동산 대출에 주목해야 하는 이유

INSIGHTS

고인플레이션·금리 상승 환경에서 매력적인 잠재 수익성,
듀레이션 리스크 완화 효과, 분산 투자 효과 등을 기대할 수 있는
부동산 대출에 지금 주목할 필요가 있습니다.



폴 스투어트

유럽 및 아시아 부동산
리서치 및 투자 전략
대표



조앤 워렌

부동산 리서치 디렉터



샘 멜러

유럽 및 아시아
태평양 부동산 대출
투자 대표

하이라이트

- 부동산 대출은 부동산 에쿼티를 대체하는 투자 수단은 아니며, 상호보완적인 투자 수단입니다.
- 잠재 수익 매력도 등 여러 이유에서 부동산 대출 투자 비중을 확대할 필요가 있습니다.
- 변동금리형 부동산 론(loans)은 채권 투자자 입장에서 늘 주의할 필요가 있는 듀레이션 리스크를 완화하는데 도움이 됩니다.
- 역사적으로 부동산 대출 및 에쿼티는 주요 공모 자산 대비 양호한 위험 조정 성과를 시현해왔습니다.
- 특히 유럽 부동산 대출은 투자자에게 상당한 분산 투자 효과를 제공합니다.
- 규제 강화, 팬데믹으로 인해 지연된 부동산 리파이낸싱 등으로, 비은행 대출기관은 상당한 투자 기회를 창출할 수 있게 되었습니다.

상호보완적인 부동산 대출 및 에쿼티

위험 조정 수익을 장기적으로 극대화하기 원하는 전략적 부동산 투자자는 다양한 사이클에서 부동산 대출 및 에쿼티에 적절히 분산 투자해 투자 수익을 제고할 수 있습니다. 특히 부동산 사이클 단계별로 투자 배분을 세밀히 조정하는 것이 바람직합니다. 일례로, 사이클 상단에서는 부동산 대출 투자 비중을 높여 거품 우려가 있는 주식 수익률을 포기하는 대신 향후 발생할 수 있는 하방 리스크에 대응할 수 있을 것입니다. 한편, 사이클 저점으로부터 수익 기대치가 상승하는 회복 국면에서는 부동산 에쿼티 투자 비중 확대를 고려해 볼 수 있을 것입니다.

최적의 부동산 대출 투자 비중은 목표 수익률, 위험 감내도 등 개별 투자자 투자 목표에 따라 달라질 수 있습니다. 일반적으로 “평균적인” 투자자가 부동산 대출에 유의미하게 투자하고자 할 경우 최소 15%-20% 선에서 투자를 시작하는 경우가 많으며, 위험 감내도가 큰 장기 자본이라면 부동산 대출 투자 비중을 50% 이상으로 높이는 것도 고려해 볼 만 합니다. 부동산 대출이 부동산 에쿼티를 대체하는 투자 수단이 아닌 상호보완적인 투자 수단이 되는 것입니다.

“부동산 대출이 부동산 에쿼티를 대체하는 투자 수단이 아닌 상호보완적인 투자 수단이 되는 것입니다.”

인플레이션 환경

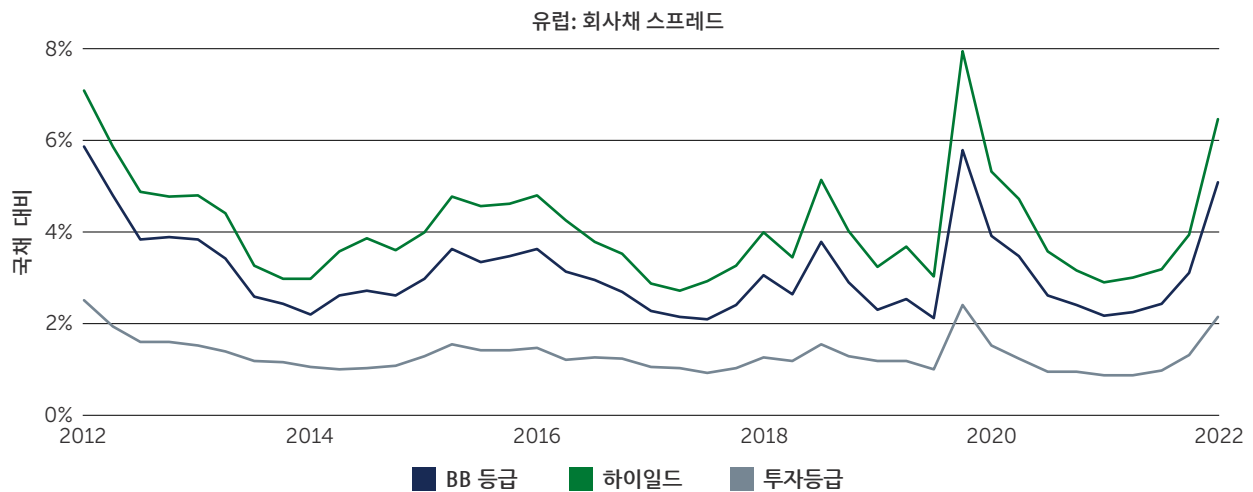
당분간은 고인플레이션 환경이 지속될 것으로 보입니다. 이러한 상황에서 전세계 금융 시장의 금리 환경을 주도하는 미 연준은 경제 성장에 주안점을 두기 보다는 인플레이션 억제를 위한 통화 긴축에 적극적으로 임하고 있습니다. 이로 인해 글로벌 경기 침체 가능성이 확대되고 있으며, 특히 러시아산 에너지 의존도가 높은 유럽 대륙의 경기 둔화 가능성 또한 증가하고 있습니다. 연준보다 늦게 통화 긴축에 나선 유럽중앙은행(ECB)은 지난 7월 회의에서 0.5% 포인트 금리를 인상해 마이너스 금리 시대를 마감한데 이어, 9월초 회의에서는 금리를 0.75%포인트 추가 인상해 이제 유럽중앙은행의 기준금리는 연 1.25%까지 상승했습니다.

아직도 낮은 수준이긴 하지만 대출 비용 상승은 투자 심리 위축과 맞물려 유럽 부동산의 요구 수익률 상승으로 이어지고 있습니다. 외부 매크로 리스크 요인이 지속되고 있으나, 부동산 시장 내부의 리스크 요인은 그리 많지 않아 보입니다. 낮은 공실률, 일정 규모의 개발 프로젝트, (특히 ESG 요건을 갖춘) 현대적 주거용 부동산의 만성 부족 등 공급 측면 긍정적 요인으로 인해 유럽 부동산 시장에 대한 침체 우려는 점차 완화될 것으로 예상됩니다. 부동산 시장 레버리지 수준 역시 과거 부동산 사이클에 비교할 때 크게 하락했습니다. 또한 현 사이클에서 LTV(Loan-to-Values)가 더 낮아졌음을 감안할 때, 부동산 가격이 거시 경제 둔화, 부동산 대출 비용 상승 등의 요인에 민감하게 반응하지 않을 것으로 예상됨에 따라 향후 부동산 대출 시장은 높은 회복력을 보일 것으로 기대됩니다.

변동 금리형 부동산 대출 투자의 이점

중앙은행 통화 정책, 매크로 리스크 요인의 지속 등으로 유동성이 높은 공모 회사채의 무위험 (국채) 대비 스프레드는 크게 확대된 상황입니다.

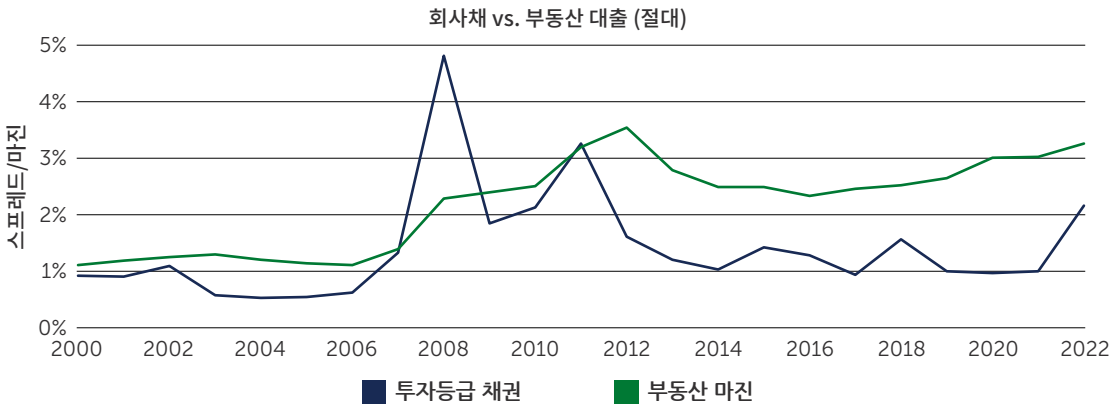
도표1: 국채 대비 회사채 스프레드 확대세



출처: Bloomberg. 2022년 2분기 기준.

회사채 스프레드 및 부동산 대출 마진은 양의 상관관계이나, 최근 20년 동안에는 +0.4의 상당히 낮은 상관성을 보였습니다.

도표 2: 회사채 및 부동산 스프레드 간 낮은 상관성

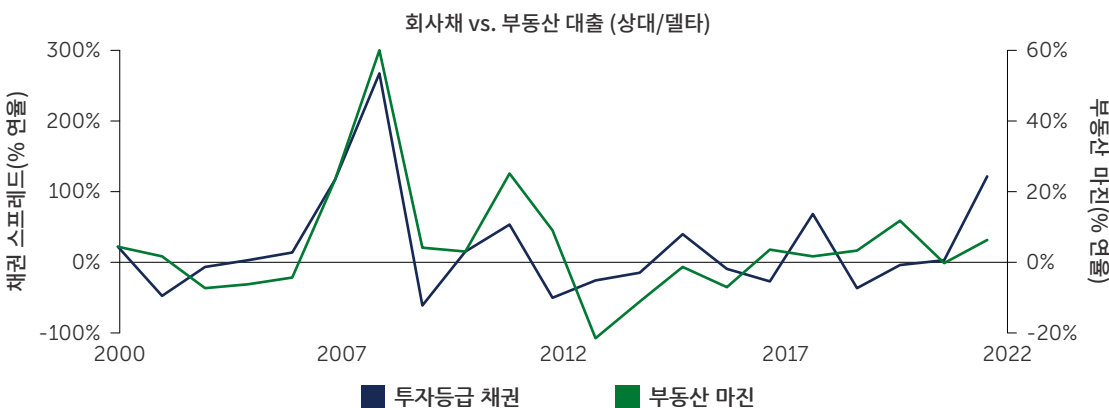


출처: Bloomberg; Bayes Business School. 2022년 8월 기준.

한편, 회사채 스프레드 변동률 및 부동산 마진 간 상관관계(최근 20년 +0.7)는 상대적으로 높습니다. 여기에 유럽연합(EU) 집행위원회의 경기체감지수(ESI)를 포함해 단순 회귀분석 해보면 상관성은 +0.95로 증가합니다. 이는 회사채 스프레드 확대 및 경기체감지수 하락이 부동산 대출 및 회사채 간 상대 가치를 훼손시켰음을 의미하며, 이에 따른 부동산 대출 마진의 상승 필요성을 잘 보여줍니다 (도표 3).

마진 상승은 부동산 에쿼티 가치 및 수익률 측면에서 리스크 요인이지만, 부동산 대출 투자자에게는 긍정적인 요인입니다. 더불어 유럽 부동산 대출은 일반적으로 5년 변동 금리를 적용하므로, 채권 투자자 입장에서는 늘 주의할 필요가 있는 듀레이션 리스크를 완화하는 데에도 도움이 될 수 있습니다.

도표 3: 회사채 스프레드 변화 추이에 동조화하는 부동산 대출 마진



출처: Bloomberg; Bayes Business School. 2022년 8월 기준.

이와 같은 잠재적 혜택 이외에도, 사이클에 관계없이 유럽 부동산 대출에 대한 투자 확대를 장기적으로 고려해야 할 이유에는 여러 가지가 있습니다.

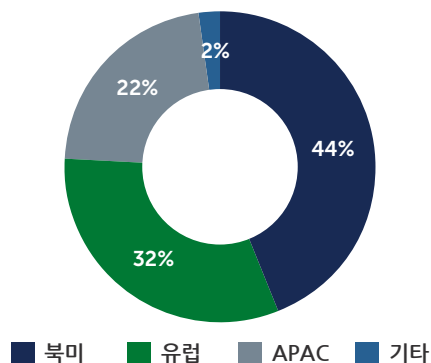
광범위한 투자 기회

약 6조 달러로 추정되는 글로벌 부동산 대출 시장은 북미 시장 (2조6천억 달러) 규모가 가장 크고, 이어 유럽 (1조9천억 달러), 아시아 태평양 지역 (1조3천억 달러) 순으로 구성되어 있습니다 (도표 4). 시장 성숙도에서 가장 앞선 시장은 미국입니다. 유럽은 대출 기관의 종류가 적고 은행 의존도(90% 이상)가 높아 여기에서 상당한 투자 기회를 발굴할 수 있습니다.

일례로, 바젤 은행자본 규제 기준 하에서 부동산 대출 등을 실행하는 은행은 크레딧 리스크 확대 예방 차원에서 까다로운 자본 요건을 충족해야 합니다. LTV(Loan-to-Values)가 낮은 선순위 대출의 크레딧 리스크는 낮은 편이지만, LTV가 높은 대출, 메자닌 대출, 밸류에드(value-add)나 투기적 개발과 같은 오퍼튜니스틱(opportunistic) 부동산 개발 활동에 대한 은행 관심은 이제 줄어들었습니다. 이러한 유형의 대출 실행을 위해서는 충분한 자본 여력을 제도적으로 충족해야 하기 때문입니다. 또한, 팬데믹에 따른 부동산 리파이낸싱 지연을 감안하면, 부동산 대출-자금 간 갭(gap) 속에서 비은행 대출기관들은 향후 몇 년 간 상당한 투자 기회를 창출할 수 있을 것으로 보이며 관련 잠재 수익성 또한 확대될 것으로 기대됩니다.

도표 4: 유럽 상업용 부동산(CRE) 대출 시장 잠재력

글로벌 상업용 부동산(CRE) 대출 시장(총액 = 6조 달러)

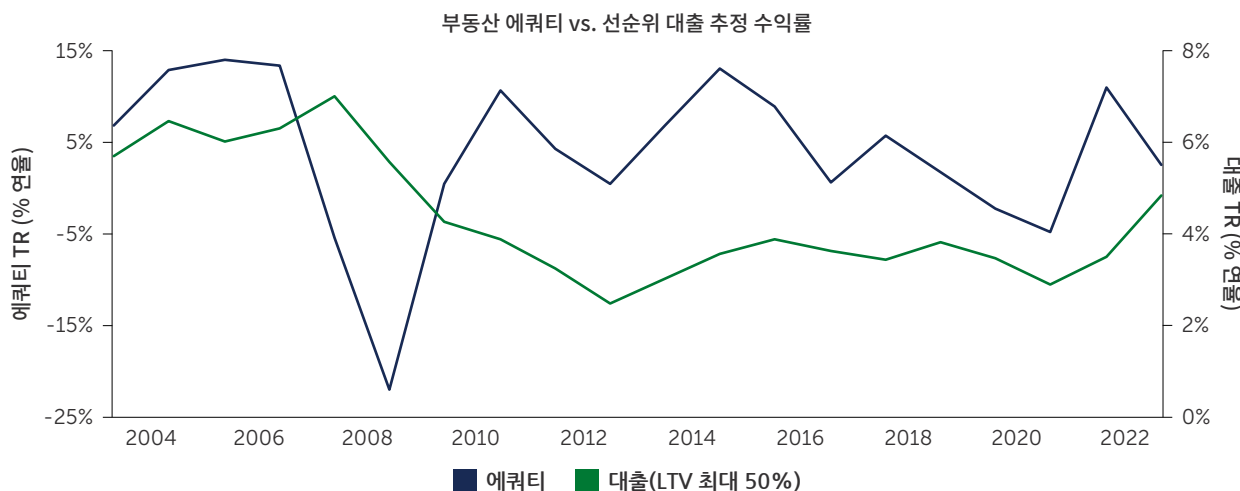


출처: PGIM, Barings. 2022년 7월기준.

‘비유동성 프리미엄’으로 인한 이점

위험도가 낮은 선순위 부동산 대출 투자는 사전 약정된 일정에 따라 이자 및 원금이 지급되며, 안정적인 부동산 현금 흐름 속에서 고정 수익을 제공합니다. 이처럼 안정적인 선순위 대출 수익은 부동산 사이클 전반의 변동성 리스크 축소에도 도움이 되어 매력적입니다. 인구 통계, 기술 동향, ESG 등 여러 긍정적 요인들이 부동산 대출 시장을 구조적으로 뒷받침하고 있으나 섹터 및 시장 선정에는 주의가 필요합니다. 미래 현금흐름 바탕 부동산 대출 자산이 제공하는 장기 잠재 수익 성장성은 상당할 것으로 기대됩니다. 이는 대출자(부동산 에쿼티 투자자)의 코어(Core) 비즈니스 혹은, 메자닌(Mezzanine)이나 부동산 개발, 파이낸싱 등 단기 밸류에드(Value-Add) 비즈니스 시 투자회수(Exit)를 위한 유동성 확보에도 도움이 될 것입니다.

도표 5: 부동산 에퀴티와 상호보완성이 높은 유럽 부동산 대출



출처: Bayes Business School; Oxford Economics; MSCI; Bank of America; 베어링 계산. 2022년 8월 기준.

‘물적’ 담보가 확보된 부동산 론(loan) 역시 연체 또는 디폴트(채무불이행) 발생 시 상당한 하방 방어력을 제공합니다. 역사적 기준에서 부동산 대출 및 에퀴티의 위험 조정 장기 성과 역시 주요 공모 자산군 대비 양호했습니다. 유통 시장이 없는 상황에서 상업용 부동산(CRE) 대출 론(loans)은 사실상 비유동성 프리미엄을 투자자에게 제공하기 때문입니다. 동시에, 향후 대출 자본 부족, 은행들의 선호도 하락 등으로 부동산 대출 마진이 상승하면서 부동산 대출 자산의 수익성 제고에 기여할 것으로 기대됩니다. 최근 금리 상승 환경에서 이와 같은 변동금리 론(loans)의 투자 전망이 유망하며, 향후 매력적인 잠재 수익성을 안겨줄 것으로 기대됩니다.

도표 6: 장기 성과가 양호한 부동산 대출 및 에퀴티

20년 (% 연율)	영국 부동산 선순위 대출	영국 부동산 에퀴티	유럽 주식	독일 국채	유럽 투자등급 회사채
토털 리턴 (TR)	4.3	7.2	7.5	4.1	2.9
리스크 (SD 03-22)	1.3	9.7	17.7	6.6	6.1
위험조정률	3.2	0.7	0.4	0.6	0.5

출처: Bayes Business School; Oxford Economics; MSCI; Bank of America; 베어링 계산. 2022년 8월 기준.

외부 매크로 리스크 요인이 확대되고 있으나, 부동산 시장의 내재적 내부 리스크 요인은 크게 달라지지 않았습니다. 이는 동일 리스크에 대한 수익 잠재력이 확대됐음을 의미하며, 부동산 대출의 투자 확대를 고려할 이유가 되고 있습니다. 특히 비선순위 부동산 대출 투자는 상당한 마진 여력으로 론(loans), 메자닌, 신규 부동산 개발 비용 조달 전반에서 매력적인 수익을 안겨줄 것으로 기대됩니다.

분산 투자 효과

유럽 부동산 대출 투자의 또 다른 이점은 혼합 자산 또는 멀티 전략 투자 포트폴리오에서 상당한 분산 투자 효과를 제공한다는 점입니다. 유럽 부동산 시장은 개별 시장 간 차별화로 추가적인 다양성이 기대되며 상이한 가격차를 활용한 투자 기회 창출도 가능합니다. 유럽 부동산 시장이 이렇게 다양한 이유는 서로 다른 유럽 경제의 국가적 특성 즉, 저마다 다른 부동산 시장 관행, 규제 및 법적 프레임워크의 상이성 때문입니다. 부동산 대출 투자는 운영상의 부담 또는 부동산 에쿼티 투자자가 감내해야 하는 추가 비용 부담 등을 질 필요가 없지만, 그 다양성으로 인해 복잡성은 확대될 수 있습니다. 그러나, 현지 부동산 시장에서 탄탄한 입지 및 전문성을 갖춘 투자자 및 자산운용사는 이와 같은 난제를 피해 상대 가치가 매력적인 투자 기회를 효과적으로 발굴해낼 수 있습니다.

도표 7: 자산군 간 상관성

상관성	영국 부동산 선순위 대출	영국 부동산 에쿼티	유럽 주식	독일 국채	유럽 투자등급 회사채
영국 부동산 선순위 대출	1.00	0.03	-0.08	-0.04	-0.20
영국 부동산 에쿼티	0.03	1.00	0.64	-0.18	0.15
유럽 주식	-0.08	0.64	1.00	-0.32	0.56
독일 국채	-0.04	-0.18	-0.32	1.00	0.41
유럽 투자등급 회사채	-0.20	0.15	0.56	0.41	1.00

출처: Bayes Business School; Oxford Economics; MSCI; Bank of America; 베어링 계산. 2022년 8월 기준.

핵심 요약

수십년간 이어진 저인플레이션·저금리 환경은 2022년 마감될 것으로 보입니다. 이에 따라 투자자 및 자산운용사는 투자 전략을 조정해 매력적인 수익을 달성할 수 있는 대안 마련에 나설 필요가 있습니다.

이런 상황에서 다음과 같은 여러 이유로 부동산 대출 투자를 고려해 볼 만합니다:

- 부동산 대출 수익률은 상승할 것으로 전망되는 반면, 부동산 에쿼티의 단기 수익률은 하락할 것으로 보입니다.
- 유럽 부동산 론(loans)은 변동금리 적용으로 듀레이션 리스크를 완화해 지금과 같은 금리 상승 국면에서 유리할 수 있습니다
- 규제 강화, 팬데믹으로 인한 부동산 리파이낸싱 지연 등으로 볼 때, 비은행 대출 기관은 향후 유럽 부동산 대출을 통해 상당히 매력적인 가격으로 투자 기회를 창출할 수 있게 됐습니다.

“유럽 부동산 론(loans)은 변동금리 적용으로
듀레이션 리스크를 완화해 지금과 같은
금리 상승 국면에서 유리할 수 있습니다.”

3,497억 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 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, 투자권 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 추가될 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 인식되어서는 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 © 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 제2022-2456967호(2022.10.04~2023.10.03)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2022년 6월 30일 기준