



# 미국 부동산투자시장 상황변화와 투자전략



딜로이트 안진회계법인  
딜로이트 컨설팅

*Presented by*  
김재환 상무

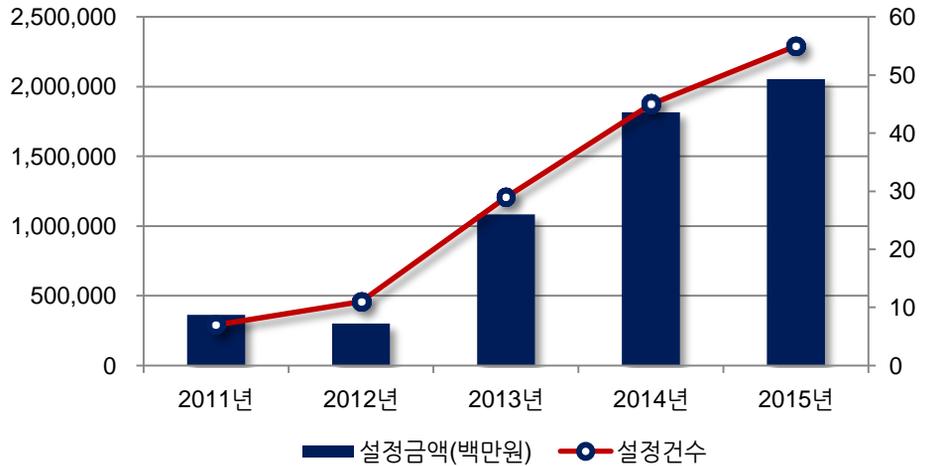
**2013년 이후 국내 기관의  
해외부동산투자는 폭발적  
증가 추세**

**해외 부동산 펀드 설정 현황**

국내의 풍부한 유동성 대비 상대적으로 협소한 국내 상업용 부동산투자시장과 2008년 이후 지속되고 있는 서울 오피스시장의 불안요소 등으로 인해 국내 기관 투자자들은 해외로 눈을 돌리고 있으며 이러한 추세는 향후에도 지속 혹은 증가 할 것으로 보인다.

국민연금 등 일부 투자자를 중심으로 산발적으로 이루어지던 해외부동산투자는 2013년 이후 폭발적 증가세를 보이고 있으며, 투자대상과 시장에 있어서도 큰 변화가 이루어져 과거 신흥시장의 개발사업에 대한 투자 위주로 진행되던 해외부동산투자는 선진국 위주의 안정적인 배당수익을 추구하는 방향으로 전환되었다.

해외 부동산 펀드 설정현황



(출처 : 금융투자협회)

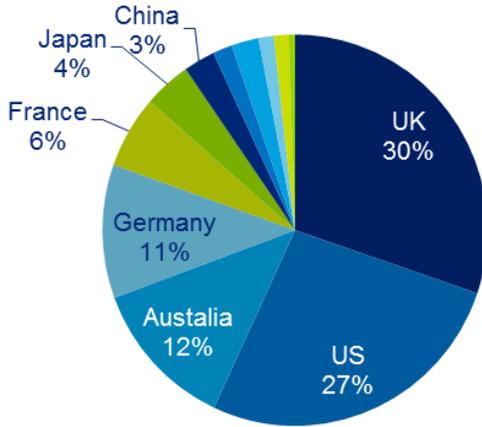
**국내 기관의 해외부동산투자 동향**

2009~2015년 중 국내 기관의 해외부동산투자 사례를 분석해보면 영국(런던), 미국, 호주, 독일 등 전통적인 선진국 대도시 위주로 투자가 이루어지고 있음을 알 수 있다.

또한, 투자대상 측면에서 보면 오피스투자가 절대다수를 차지하고 있었으나 2013년 이후 호텔, 리테일, 물류 등으로 투자대상이 다변화되고 있다.

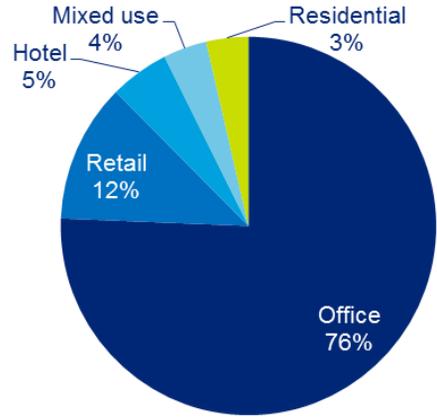
국내 투자자는 선진국  
오피스시장에 대한 투자가  
해외부동산투자의 주류인  
상황임

해외부동산투자지역(2009~2015)



(출처: Deloitte analysis)

해외부동산투자대상(2009~2015)



(출처: Deloitte analysis)

현재까지의 자산가격  
상승은 저금리에 기인한  
것으로 향후 경기회복이  
동반되지 않을 경우,  
금리상승에 따라  
자산가격하락 위험이 높을  
것으로 예상됨

### 미국시장 상황

국내 기관에 가장 익숙한 시장이며 대표적인 해외부동산투자시장인 미국시장의 변화를 살펴보자.

### 이자율 상승과 장단기 금리 차 축소

상승속도에 대해서는 경제 주체별 시각차가 있으나 상승추세에 대해서는 이견이 없는 상황이다. 다만, 단기금리가 보다 가파르게 상승하고 있어 장단기 금리 차가 감소 추세에 있는 것으로 보이며, 안전자산에 대한 선호추세가 강해지고 있는 것으로 추정된다. 따라서 국내투자자가 미국 부동산투자 시 활용하는 미국 현지 담보대출 금리는 당분간 안정적인 흐름을 보일 것으로 예상되는 반면, 경제의 불확실성이 확대되는 신호로 해석할 수도 있다.

### 부동산시장 가격회복

FG자산운용에 따르면 미국의 상업용 부동산가격은 2015년 말을 기준으로 2007년 수준을 훌쩍 뛰어넘어 전고점 대비 약 23% 정도 상승한 상태이다.

자산가격의 상승 요인은 여러 가지가 있을 수 있는데, 크게는 경기회복과 저금리의 영향을 꼽을 수 있으나 그 중에 저금리의 영향을 더욱 크게 받는 것이 일반적인 시각으로 판단된다. 따라서 미국의 경기회복세가 동반되지 않은 상황에서의 금리 상승은 부동산 가격의 하락으로 이어질 가능성이 높으며 이에 따라 가격부담이 높은 자산에 대한 지분(Equity) 투자는 신중해야 할 시기로 판단된다.

## 위험자산과 안전자산의 spread 확대는 투자기준의 보수화 의미

### 수익률 스프레드

위험자산인 부동산에 대한 요구수익률을 대표하는 자본환원율(Capitalization rate)과 안전자산에 대한 요구수익률을 대표하는 10년 만기 미 국채 수익률 간의 스프레드는 2015년 말 기준 약 350~400 bps까지 확대되어 역사상 가장 큰 차이를 보이고 있는 상황이다.

이는 안전자산에 대한 선호도가 그만큼 높다는 의미이며 경제주체들이 미래경제의 불확실성을 높게 보고 있다는 의미로 해석될 수 있다. 부동산시장으로 시야를 좁혀 해석하면 부동산 중 위험이 낮은 자산인 우량자산(core property)에 대한 선호도가 매우 높은 상태로 해석할 수 있다. 상업용 부동산 중 최우량 자산이라 할 수 있는 뉴욕이나 런던 핵심 지역의 오피스투자 자본환원율이 4% 초반까지 하락하고 있는 상황은 이에 대한 방증이라 할 수 있다.

## 중동계 산유국 자금의 퇴조는 한국투자자에게 기회요인

### 원유가격하락과 중동계 국부펀드의 퇴조

세계 10대 국부펀드(SWF, Sovereign Wealth Fund)의 절반은 국가재정에서 석유수출이 차지하는 비중이 높은 산유국의 국부펀드로 구성되어 있다. 원유가격의 하락은 산유국의 재정악화를 초래하고 있으며, 이에 따라 산유국 국부펀드의 투자 여력이 감소할 것으로 예상된다.

이는 미국 부동산투자 기회 측면에서 그동안 소외되었던 한국 투자자에게는 보다 많은 투자기회의 확대로 이어질 수 있을 것으로 보인다. 다만, 이러한 산유국 자금의 퇴조가 상업용 부동산 가격의 하락으로 이어질 가능성에 대해서는 주의 깊게 살펴볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

### 투자기관의 보수화

2008년 금융위기로부터의 학습효과, 향후 경제전망에 대한 불확실성, 전고점 대비 20% 이상 상승한 상업용 부동산 가격 등에 대한 경계 심리로 한때 80% 수준까지 올라갔던 부동산 투자 LTV(loan to value ratio)는 2016년 초 50% 수준까지 떨어진 상황이다.

과거와는 다른 투자기회가  
한국 투자자들에게 열릴  
것으로 기대됨

### 상장리츠 주가(under valued)

미국시장에서 거래 되는 상장리츠 주식은 2015년 말 현재 순자산가치 대비 약 17% 할인된 금액에 거래되고 있다. 한국 투자자 입장에서는 상장리츠와의 조인트벤처 투자나 우선주 투자를 위한 호의적인 여건이 조성된 상황이라고 할 수 있을 것이다.

### 규제 변화(Rule Change)

미국 정부의 새로운 규제도입, 기존 정책의 변화는 새로운 투자기회를 제공할 수 있을 것으로 기대된다. 미국 부동산투자환경에 영향을 줄 주요 규제정책 변화 내용은 다음과 같다. 한국투자자 입장에서는 그동안 투자가 힘들었던 CMBS B-piece 등급 채권에 대한 새로운 투자기회가 열릴 것으로 보인다.

#### 미국 규제변화 주요내용

Rules	Changes
Dodd Frank Act	2007년 금융위기 이후 시스템 붕괴를 방지하기 위한 총체적인 규제 법안
Risk Retention (Dodd Frank)	2016년 12월 실행예정. CMBS의 Originator 또는 B-piece buyer는 최소 5% 이상 투자유지/최소5년 매각금지
Basel III	금융기관들의 대출실행과 관련하여 높은 유동성을 유지해야 하며, 이로 인해 LTV를 보수적으로 유지할 수 밖에 없게 됨
FIRPTA Amendment	Foreign Investment in Real Property Tax Act: 해외 투자자들의 탈세방지를 목적으로 1980년에 제정된 법안이 나 향후 해외 연기금도 미국 연기금과 동등한 세제혜택을 받게 될 예정

(출처: Deloitte analysis)

지분 성격의 상품보다 채권  
성격 상품 투자가 보다  
경쟁력 있을 것

## 결론

### 투자 방향성

지분 상품 투자에 있어서는 보다 보수적인 접근이 필요할 것으로 예상되며, 투자기간 현금흐름 측면에서 우수한 채권(Debt) 상품에 대한 투자가 현명한 대안이 될 수 있을 것으로 기대된다.

### 지분 성격 상품 투자

이미 가격이 많이 오른 관문도시(Gateway city)의 핵심지역에 위치한 업무시설 등 핵심우량자산에 대한 지분 투자는 신중할 필요가 있어 보인다.

현재 저평가 상태에 있는 상장리츠 주식에 대한 우선주 투자나 새로운 자금조달이 필요한 상장리츠와의 조인트벤처 투자가 유망해 보인다.

또한 관문도시의 변두리(fringe)에 위치해 있지만 우량임차인(credit tenants)에 장기 임대되어 있는 업무시설이나, 도시지역을 벗어나 있으나 역시 우량임차인에 장기 임대되어 있는 물류시설이 가격 메리트가 있을 것으로 판단된다.

### 채권 성격 상품 투자

오를 데로 올라있는 부동산가격, 향후 글로벌 경기 불확실성, 호의적인 규제환경 변화(risk retention rule) 등은 채권 성격 상품 투자를 보다 정당화 할 것으로 예상된다.

특히, 향후 3년간 약 1조 달러 규모로 만기가 도래하는 CMBS B-piece 채권이나 채권성격이지만 지분 투자의 성격도 일부 가지고 있는 메자닌(mezzanine)투자가 수익률 측면에서나 투자위험 측면에서 우수한 대안이 될 수 있을 것으로 예상된다.

Note. 본 칼럼에 포함된 시장분석내용과 투자전략은 FG자산운용의 협조를 받아 작성된 내용이 포함되어 있습니다.

**Deloitte.**