

[채권]

정의민  
 02-3774-3976  
 em.jung@miraeeasset.com

김민형  
 02-3774-1830  
 minhyung.kim@miraeeasset.com

# Multi Asset Monitor

## 미국 리츠(REITs): 변하지 않은 펀더멘털

### 미국 고용, 상업용 부동산 시장의 핵심 수요 팩터

상업용 부동산 시장의 가장 중요한 수요 드라이버는 고용이라고 할 수 있음. 실제로 미국 고용 전년비 증가율과 상업용 부동산 시장 흐름은 거의 동행하는 모습이 관찰. 물론, 미국 고용 증가율이 둔화되고는 있지만, 우리는 고용지표는 경기후행지표에 가깝다는 점을 기억할 필요가 있음. 즉, 고용 증가율은 경험적으로 시차를 두고 경기선행지수에 후행하는 모습을 보여왔는데, 미국 경기선행지수는 이미 작년부터 반등하기 시작.

### 미국 상업용 부동산 시장 섹터별 점검

**1) 주거용 부동산(Residential):** 초과 공급 구도 지속되는 중. 다만, 미국 노동시장과 전반적인 경기 흐름을 감안하면, 수요 자체도 꽤 견고한 편이기 때문에, 주거용 부동산 공실률 및 임대료 흐름은 안정적인 모습이 유지될 것으로 판단.

**2) 리테일(Retail):** 소비 트렌드 변화, E-Commerce 시장의 성장 등으로 미국 리테일 기업 위기론 대두. 그러나 우리는 이를 미국 리테일 산업 구조 재편 과정으로 이해하고 있으며, 향후 Off-Pricer의 시장 지배력 확대와 함께 부동산 수요 훼손은 제한적일 것으로 판단.

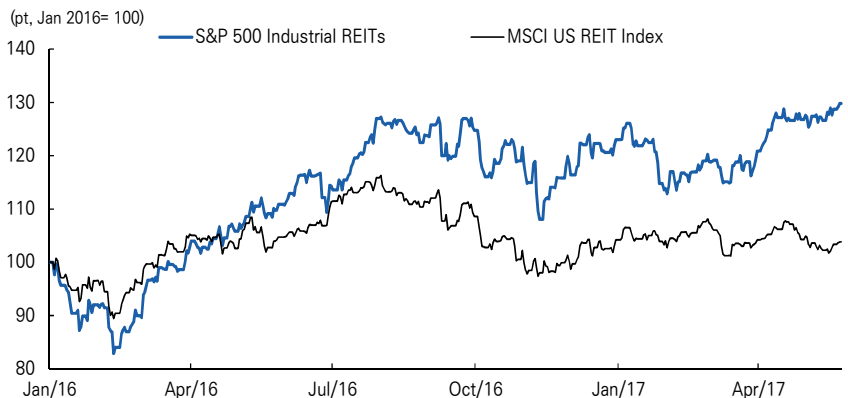
**3) 오피스(Office):** 오피스는 초과수요 구도가 점차 약화되면서 수급 밸런스를 찾는 과정에 있는 것으로 판단. 따라서 2010년 이후 강력하게 지속되었던 공실률 하락 및 임대료 상승 강도는 유지되지 못하겠으나, 완만한 임대료 상승, NOI 개선 흐름은 이어갈 것으로 전망함.

**4) 산업설비(Industrial):** 세부 섹터인 운송/창고(Warehouse & distribution)는 E-Commerce 시장의 성장, 양호한 미국 소비 심리 등에 힘입어 견고한 수요를 보일 것이고, 제조업(Manufacturing) 역시 재고 부담이 완화되면서 제조업 고용 증가율이 반등함에 따라 수요 개선이 예상됨. **당분간 산업 설비 섹터는 강력한 초과 수요 구도가 이어질 것으로 판단.**

### 결론: 미국 리츠 투자에 대한 긍정적 관점 유지, 산업설비 섹터에 관심

양호한 펀더멘털을 근거로, 우리는 ETF 등을 통한 미국 리츠 전반에 대한 투자에 대해 긍정적인 관점을 유지함. 한편, 개별 종목 관점에서는 가장 우호적인 수급 구도로 인해 강한 임대료 및 NOI 개선세가 예상되는 산업설비 섹터 리츠 종목에 대한 관심을 제고할 필요가 있을 것.

### 미국 Industrial REITs, 성과 아웃퍼폼 구간에 진입

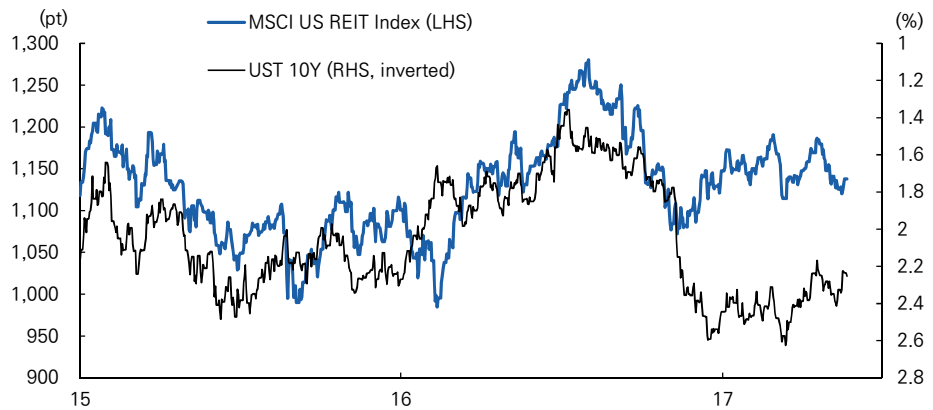


## 미국 리츠(REITs) 시장 리뷰

미국 리츠 지수(MSCI US REIT 기준)는 작년 7~8월경을 전후로 피크아웃한 후 하반기 내내 부진한 모습을 보였다. 올해 들어 미국 리츠 지수는 다시 반등을 시도하고는 있지만, 2월 전고점을 넘지 못하고 아직 좁은 박스권을 벗어나지 못하고 있는 모습이다.

아래 <그림 1>에서 확인할 수 있듯이, 현재 미국 리츠 성과는 단기적으로 미국채 장기금리 흐름에 비교적 민감한 반응을 보이고 있다. 즉, 미국 리츠 성과는 대체로 미국채 장기금리 흐름과 부(-)의 방향을 보이고 있는 상황인데, 금리 상승으로 인한 비용 증가 우려가 리츠 성과 저해 요인으로 작동하고 있기 때문일 것이다.

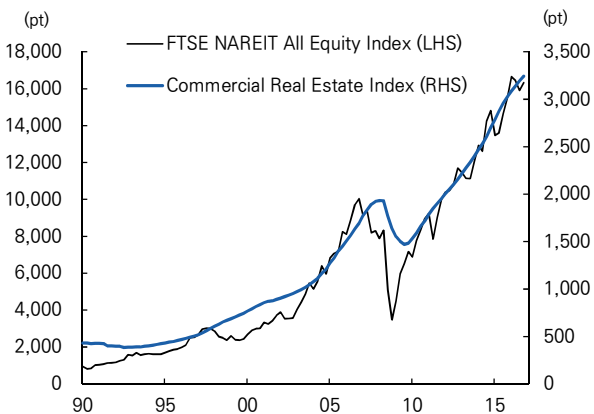
그림 1. 미국 리츠 성과(MSCI US REIT 지수)와 미국채 장기금리(10Y) 흐름 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

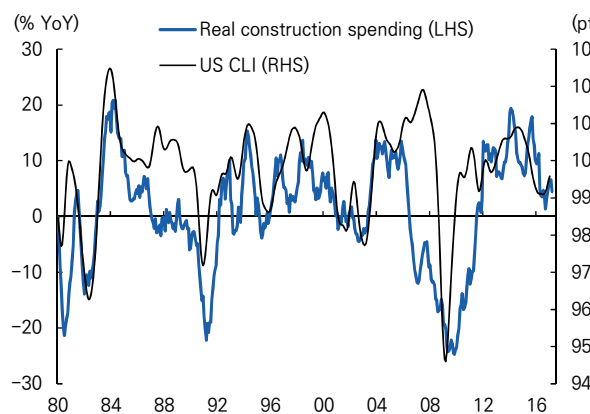
그러나 중장기 관점에서 미국 리츠 성과를 살펴보면, 비용 요인(즉, 장기금리 흐름)의 영향도 물론 무시할 수는 없겠으나, 미국 리츠 성과의 주된 드라이버는 상업용 부동산 경기(즉, Revenue)라는 점이 확인된다<그림 2 참조>. 또한, 미국 상업용 부동산 경기는 전반적인 경기 변화에 상당한 영향을 받는 편이고, 2016년 상반기부터 미국 경기선행지수가 이미 턴어라운드한 상태라는 점을 감안하면, 펀더멘털 측면에서 미국 리츠 투자는 여전히 긍정적인 관점으로 접근해야 할 필요성이 있다.

그림 2. 미국 리츠 성과와 부동산 시장 경기



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 미국 부동산 시장과 미국 경기선행지수

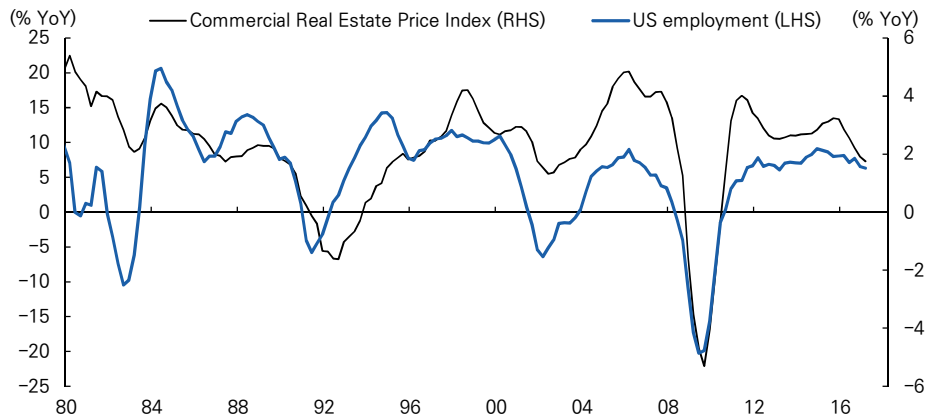


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### 미국 노동시장: 상업용 부동산 시장 수요 견인 팩터

미국 리츠 성과를 분석할 때 가장 중요하게 여겨지는 지표는 미국 노동시장 지표라고 할 수 있다. 왜냐하면 고용이 늘어나서 기업들이 인력을 채용하게 되면, 사무실(Office)에 대한 수요가 새롭게 생겨날 것이기 때문이다. 또한, 노동자들의 임금이 상승해서 구매력이 증가하고, 이로 인해 소비가 늘어나게 되면 쇼핑센터(Retail), 산업설비(Industrial) 등에 대한 수요로 이어지면서, 전반적인 상업용 부동산 수요가 유발된다. 실제로 경험적인 미국 고용 전년비 증가율과 상업용 부동산 가격 전년비 증가율 추이를 함께 비교해보면, 양자 간에 대체로 동행하는 모습을 확인할 수 있다<그림 4 참조>.

그림 4. 미국 고용 전년비 증가율과 상업용 부동산 가격 전년비 증가율: 대체적인 동행성 확인 가능

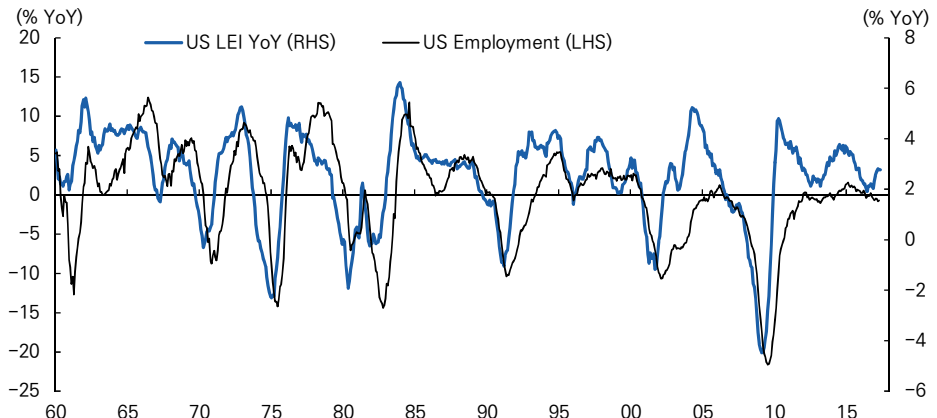


자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

현재 미국 고용 전년비 증가율은 아직 과거 하락 추세에서 벗어나지 못하고 있는데, 이와 마찬가지로 상업용 부동산 가격 전년비 증가율도 둔화되는 상황에서 크게 벗어나지 못했다.

그러나 이와 관련해서 우리는 미국 고용지표가 경기후행적인 성격을 갖고 있다는 점을 기억해야 할 듯 하다. 즉, 경험적으로 미국 고용시장은 경기선행지수 흐름에 일정기간 시차를 두고 반응하는 모습을 보이고 있으며, 전술했듯이, 미국 경기선행지수는 이미 2016년 상반기부터 턴어라운드를 시작한 상황이다. 따라서 과거 경험칙을 적용한다면, 미국 경기의 우호적 변화에 힘입어 향후 미국 고용 증가율 상승 반전 가능성을 기대해 볼 법 하다. 이는 미국 상업용 부동산 수요에도 당연히 우호적으로 작동하게 될 것이다.

그림 5. 미국 경기선행지수 vs. 미국 고용 전년비 증가율: 변곡점 마다 일정한 시차가 관찰



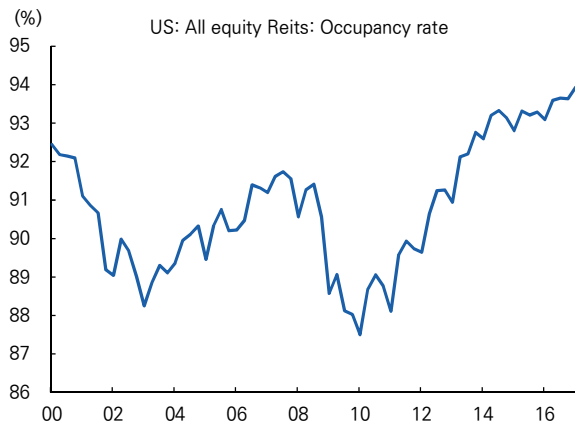
자료: CEIC, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 미국 상업용 부동산 시장, 우호적 수급 구도 지속

한편, 미국 상업용 부동산 공실률은 지속적으로 하락했다. 공실률과 반대되는 개념이라고 할 수 있는 미국 리츠 보유 자산들의 점유율(Occupancy rate)을 살펴보면, 2017년 1사분기말 기준 93.9%를 기록하면서 2000년대 이후 최고치를 지속적으로 경신하고 있다.

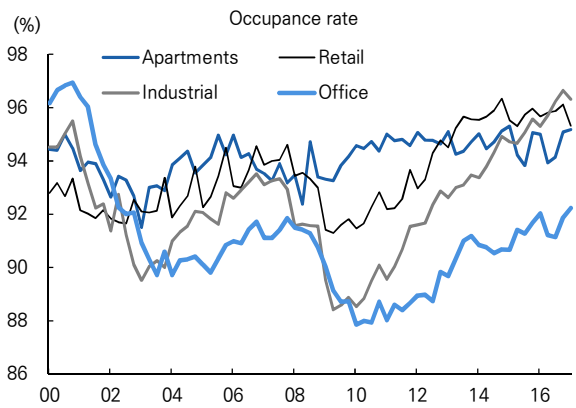
상업용 부동산 주요 섹터별 점유율을 살펴보면<그림 7 참조>, 쇼핑몰 등이 포함된 리테일(Retail)과 주거용 부동산(Apartments) 등의 점유율은 경제 상태가 이어지고 있지만, 오피스(Office), 산업설비(Industrial) 부동산 등의 점유율은 상승 추세가 유지되고 있다.

그림 6. 미국 리츠 점유율은 2000년대 이후 최고치 지속 경신 중



주: 2017년 1사분기말 기준  
자료: NAREIT, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 미국 리츠 주요 섹터별 점유율 추이

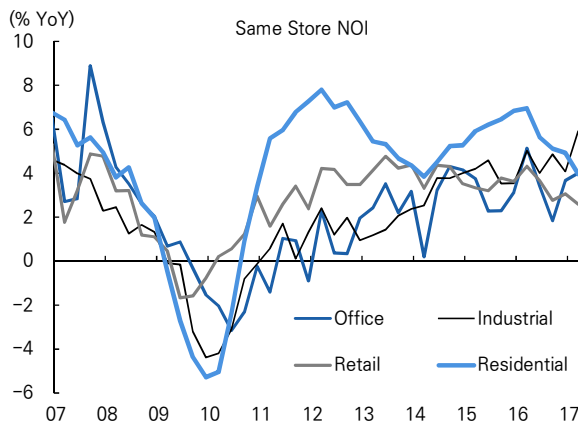


주: 2017년 1사분기말 기준  
자료: NAREIT, 미래에셋대우 리서치센터

이러한 수급 환경은 섹터별 이익 및 현금흐름에도 상당한 영향을 미치고 있는 듯 한데, 실제로 순영업이익(Net Operating Income(NOI): 임대 면적에서 발생하는 유효 총수입(공실 제외)에서 관리 비용 등을 차감한 수익) 흐름은 이러한 수급 트렌드를 반영하고 있다<그림 8 참조>.

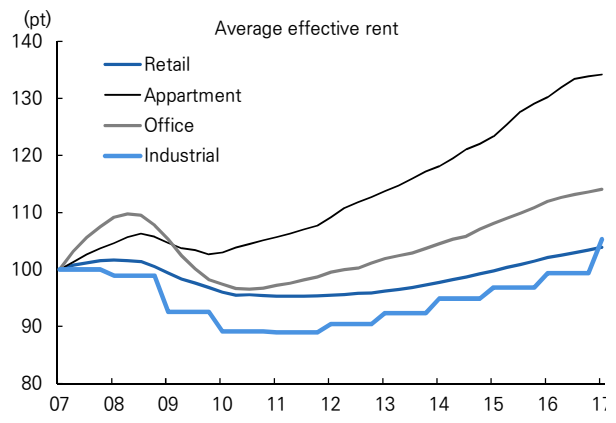
주거용 부동산 NOI 전년비 증가율은 2016년을 기점으로 이미 하락세로 전환되었고, 리테일 NOI 전년비 증가율도 완만한 하락세가 나타나고 있다. 반면, 오피스 NOI 전년비 증가율은 2~4% 증가율 레인지에서 견고하게 유지되고 있으며, 산업설비 NOI 증가율은 상승세가 오히려 강화되고 있다. 이들의 임대료(Average Effective Rent) 흐름을 비교해보면, 산업설비 부동산 섹터의 임대료 상승세가 가장 두드러지고 있는 모습이다<그림 9 참조>.

그림 8. 미국 상업용 부동산 주요 섹터 NOI 전년비 증가율



주: 2017년 1사분기말 기준  
자료: NAREIT, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 미국 상업용 부동산 주요 섹터 임대료 추이



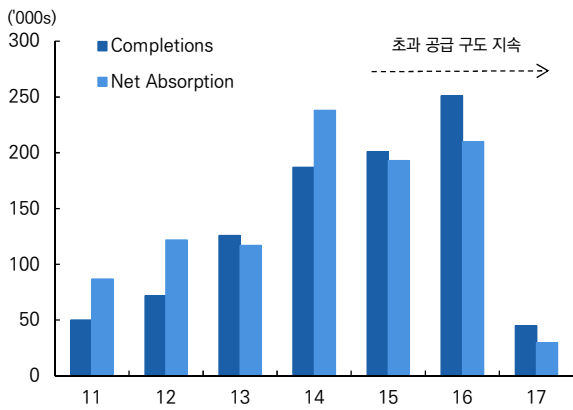
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

## 미국 상업용 부동산 주요 섹터별 점검

### 1) 주거용 부동산 섹터(Residential): 초과 공급 구도 지속

미국 주거용 부동산 수급 환경은 2015년 이후 초과 공급 구도가 지속되고 있는 모습이다. 수요(Net Absorption: 순임대면적) 흐름 자체만 놓고 보면 꽤 견고한 편인 듯하지만, 주거용 부동산의 대체재와 같은 역할을 하는 미국 가계의 주택 보유율(Home Ownership Rate)이 최근 반등하기 시작하면서 약간의 수요 둔화 요인으로 작동한 것으로 추정된다. 다만, 초과 공급 구도에도 불구하고, 견고한 미국 노동시장, 양호한 미국 경기 흐름을 감안하면, 공실률이 크게 확대될 리스크는 제한적일 듯 하다.

그림 10. 미국 주거용 부동산 수급 추이: 2015년 이후 초과 공급 구도



주: 2017년은 1사분기말 기준  
자료: CBRE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 미국 가계의 주택 보유율은 2016년을 기점으로 반등

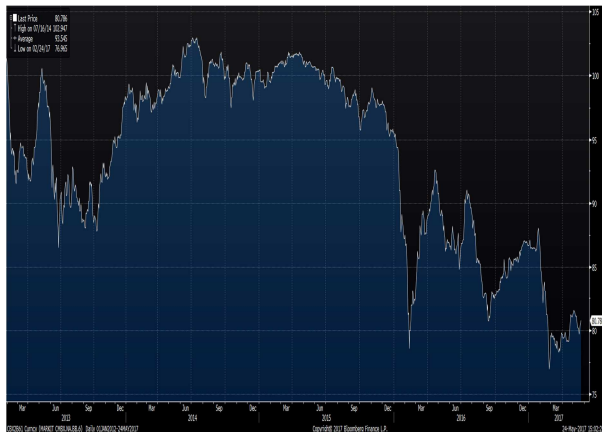


자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

### 2) 리테일 섹터(Retail): 미국 리테일 산업구도 재편 영향 이어질 듯

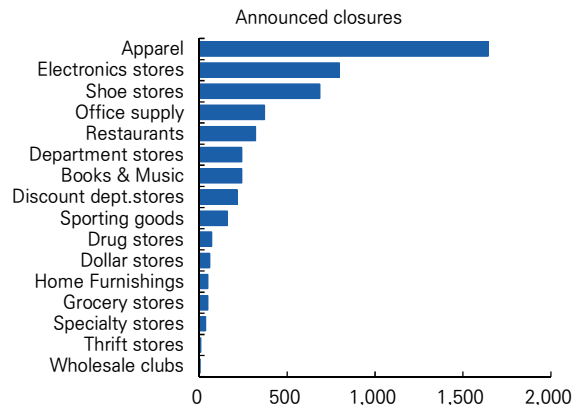
백화점 등을 중심으로 리테일 기업 부도 혹은 매장 폐쇄가 이어지면서, 리테일 부동산 시장 수급 부담에 대한 우려가 잠재하고 있다. 미국 리테일 기업 위기론의 주된 배경으로 미국 소비 트렌드 양극화 및 아마존 등과 같은 E-Commerce 시장의 급격한 성장 등이 꼽히고 있다. 다만, 우리는 이를 리테일 기업들이 소비 트렌드 변화에 적응하는 과정으로 이해하고 있으며, 그 과정에서 E-Commerce 시장의 영향을 비교적 덜 받을 수 있는 Off-Pricer 위주로 시장이 재편될 가능성을 염두에 두고 있다. 즉, 향후 Off-Pricer 위주로 리테일 부동산 시장 수요가 늘어나면서 일부 리테일 기업들의 매장 폐쇄의 부정적 영향력이 상쇄될 수 있을 듯하며, 더욱이 양호한 미국 소비환경 등을 감안하면, 이들의 공실률, 임대료 흐름에 큰 충격이 있을 것으로 보지 않는다.

그림 12. 쇼핑물 비중이 높은 CMBS CDS 지수, 올해 급락



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 의류, 전자제품 관련 매장 폐쇄 건수가 가장 많음



자료: JLL Research, 미래에셋대우 리서치센터

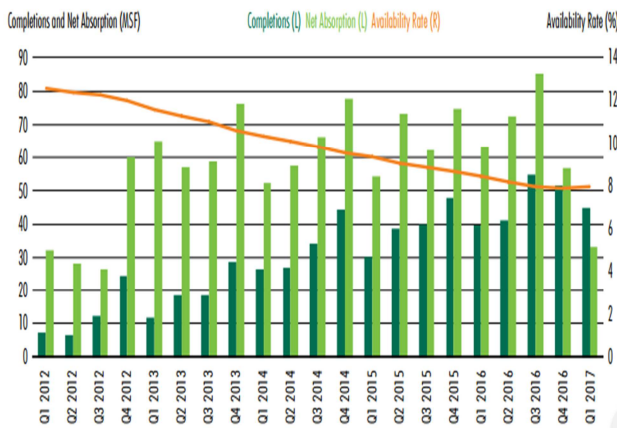
### 3) 오피스 섹터(Office): 수급 구도, 균형으로 수렴 중

미국 오피스 초과 수요 구도는 최근 들어 약화되고 있는 모습이다<그림 14 참조>. 이는 주로 오피스 공급이 크게 늘 것으로 예측되고 있기 때문이다. 실제로, 미국 오피스 공급은 2015년을 전후로 이전 대비 한 단계 Level-up된 수준으로 올라섰으며, 현재 역사적 평균 수준을 상회하고 있다.

하지만 이러한 오피스 공급 증가로 인한 초과 수요 구도의 약화 가능성이 올해 오피스 시장의 충격 요인으로 작동하지는 않을 것 같다. 양호한 미국 경기와 함께 오피스에 대한 수요 자체도 여전히 견고할 것으로 예상되기 때문인데, 오피스 관련 고용 전년비 증가율도 2% 중반 전후 수준에서 견고한 증가세를 보이고 있다. 참고로 오피스 수요 증가는 주로 Tech, 금융 섹터 등에서 나타나고 있는 것이 특징이다.

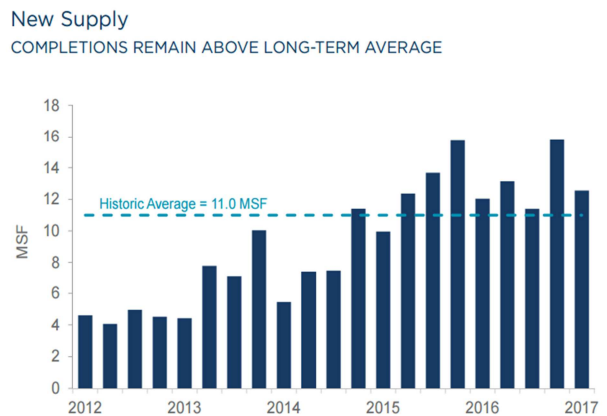
따라서, 올해 미국 오피스 시장이 기존의 초과 수요 상황에서 수급 밸런스를 찾아가는 구도로 전환되는 과정에 있다는 점을 인식하는 것이 중요할 듯 하다. 물론, 그 과정에서 2010년 이후 강력하게 지속되었던 공실률 하락 및 임대료 상승 강도가 그대로 유지되지 못할 수도 있지만, 다소 완만해지더라도 임대료 상승 추세 자체는 지속 가능성이 높고, 안정적인 NOI 개선 흐름도 병행되어 나타날 것으로 예상된다.

그림 14. 미국 오피스 수급 추이: 초과 수요 구도 약화



자료: CBRE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 미국 오피스 시장 공급 증가 추세



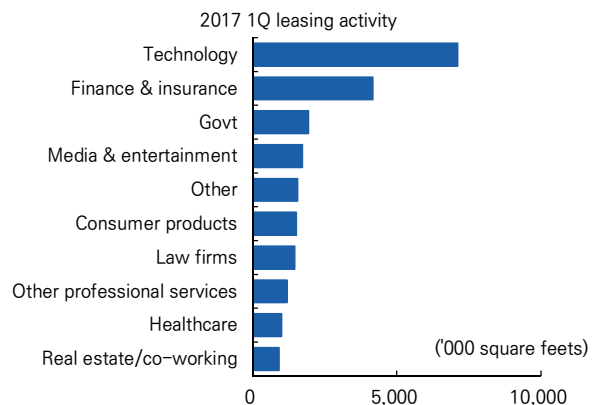
자료: Cushman & Wakefield, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 미국 오피스 관련 고용 견고한 증가세 지속



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 올해 미국 오피스 수요 증가는 Tech와 금융 섹터가 견인



자료: JLL Research, 미래에셋대우 리서치센터

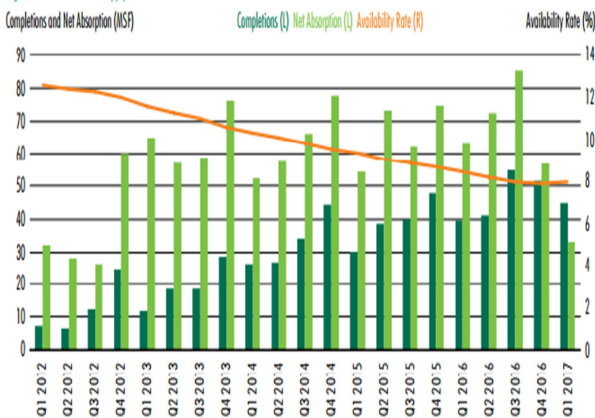
#### 4) 산업설비 섹터(Industrial): 강력한 개선세 지속

미국 산업설비(Industrial) 섹터는 강력한 초과 수요 구도가 이어지다가 2017년 1사분기 초과 공급이 발생했는데, 1사분기 미국 GDP 성장률이 일시적으로 부진했던 영향이 큰 듯하기 때문에 여기에 큰 의미를 둘 필요는 없을 것 같다.

미국 산업설비 섹터 내에서 운송/창고 섹터(Warehouse & distribution)는 약 70% 가량의 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 따라서, 이들 부동산에 대한 수요 변화는 주로 미국 소매판매, E-Commerce 시장 변화 등과 관련성이 높은 편이다. 그런데 현재 미국 소비자들의 소비 심리가 굉장히 양호한 편이고, E-Commerce 시장 성장도 지속되고 있는 상황이기 때문에, 이들이 지속적인 운송/창고 부동산 수요 견인 팩터로 작동하면서 앞으로도 견고한 임대 수익 증가세가 이어질 가능성이 높다.

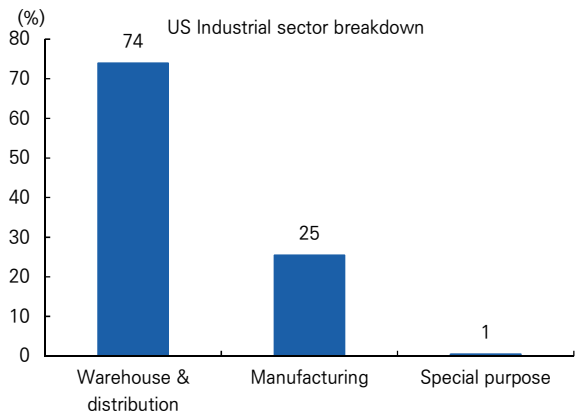
운송/창고 섹터 다음으로 큰 비중을 차지하고 있는 세부 섹터는 약 25%의 비중을 차지하고 있는 제조업(Manufacturing) 섹터라고 할 수 있다. 작년 하반기 이후 글로벌 제조업 공급 과잉이 다소 완화되면서 미국 제조업체들의 재고 부담이 크게 줄어든 상황이고, 뒤이어 제조업 고용 증가율도 반등하고 있다는 점이 중요한 포인트이다. 운송/창고 섹터와 더불어, 제조업 섹터에 대한 부동산 수요는 NOI 개선세와 병행되면서 지속적으로 증가할 가능성이 높아 보인다.

그림 18. 미국 산업설비 수급 추이: 2017년 1사분기 초과 공급 구도



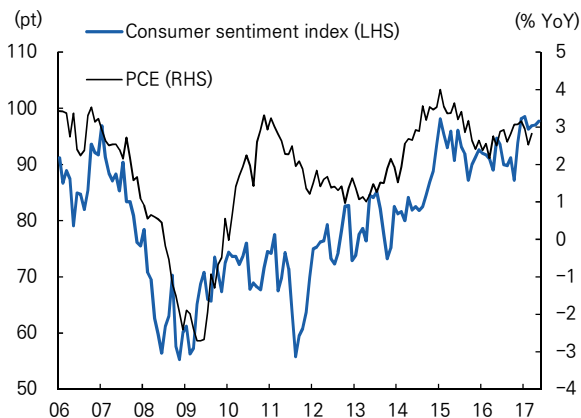
자료: CBRE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 미국 산업설비 세부 섹터 비중



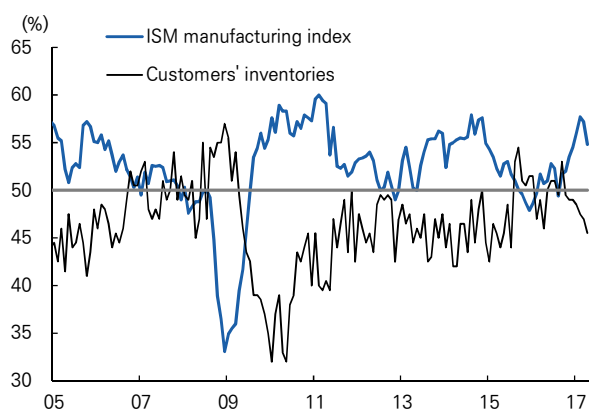
자료: JLL Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 미국 소비(PCE) 및 소비심리 양호한 흐름



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 미국 제조업체들의 재고 조정으로 재고 부담 완화



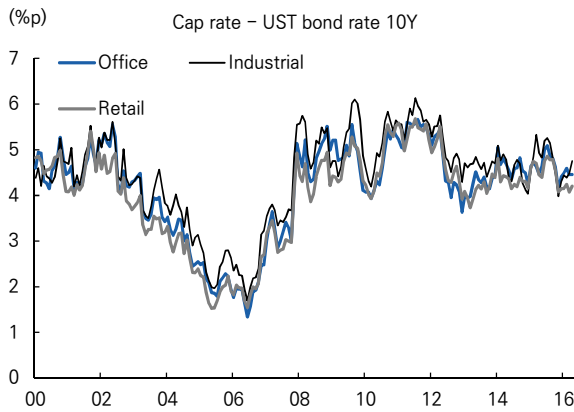
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

**결론: 미국 리츠 투자에 대한 긍정적 관점 유지, 산업설비(Industrial) 섹터에 관심**

양호한 미국 경기 흐름을 근거로, 우리는 미국 리츠 투자가 중기적으로 긍정적인 성과를 기록할 것으로 예상한다. 미국 상업용 부동산 밸류에이션을 판단할 수 있는 지표 중 하나는 Cap rate(자본환원율: NOI를 Price로 나눈 값)와 국채 금리와의 스프레드인데, 이는 금융시장이 평가하는 상업용 부동산 시장 리스크 프리미엄이라고 볼 수 있다. 현재 Cap rate와 미국채 금리와의 금리 스프레드는 역사적 평균 수준에 위치하고 있기 때문에, 아직 미국 상업용 부동산 시장 가격 부담이 크다고 보기는 어려운 상황이다<그림 22 참조>.

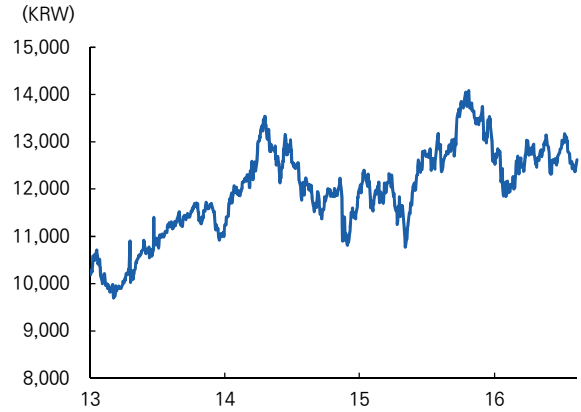
국내 투자자들이 효율적으로 미국 리츠에 투자할 수 있는 방법은 ETF를 통하는 것이다. 국내 주식시장에 상장된 ETF로는 MSCI US REIT 지수를 추종하는 미래에셋 타이거 합성 MSCI US리츠 ETF(182480 KS)를 꼽을 수 있고, 미국 주식시장의 경우, 벵가드 미국 리츠 ETF(VNQ US)가 시가 총액, 거래대금 등을 살펴보았을 때 유동성이 높은 ETF로 판단된다. 미래에셋 타이거 US리츠(182480 KS)는 환 헤지 상품이라는 점에서 F/X 리스크도 제한적인 편이다<그림 23 참조>.

그림 22. 미국 상업용 부동산 시장 리스크 프리미엄: 과거 평균 수준



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

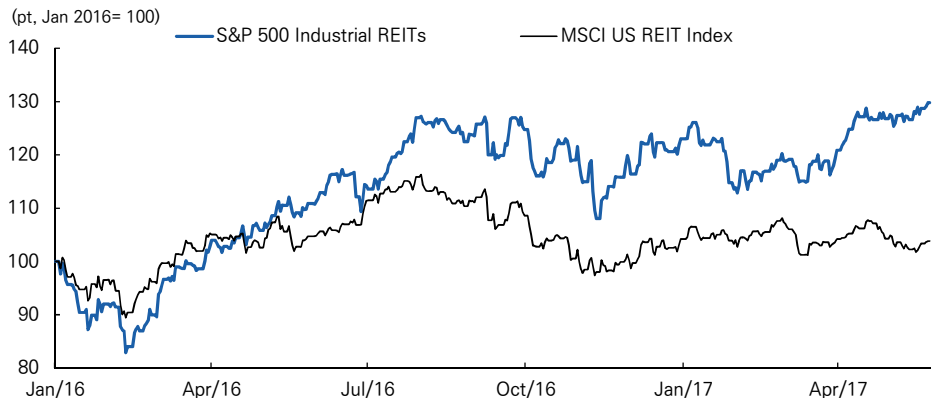
그림 23. 미국에셋 타이거 합성 MSCI US리츠 ETF(182480 KS) 주가



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

한편, 미국 상업용 부동산 시장 내에서는 수급적인 측면에서 산업설비(Industrial) 섹터가 가장 우호적인 흐름을 보일 것으로 평가되며, 향후 임대료 상승세 및 NOI 개선 강도가 가장 클 것으로 예상된다. 따라서, 산업설비 섹터 관련 리츠에 투자하는 것은 추가적인 기대 수익률을 높이는 데 좀더 효과적인 방법이 될 수 있다. 다만, 이 경우, 개별 종목에 투자해야 하므로, 개별 종목 펀더멘털 흐름을 좀더 면밀하게 살필 필요는 있을 것이다.

그림 24. 산업설비(Industrial) 섹터의 상대 성과 우위 구간 지속 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.