2026 RESEARCH FORUM

하나TV
하나증권

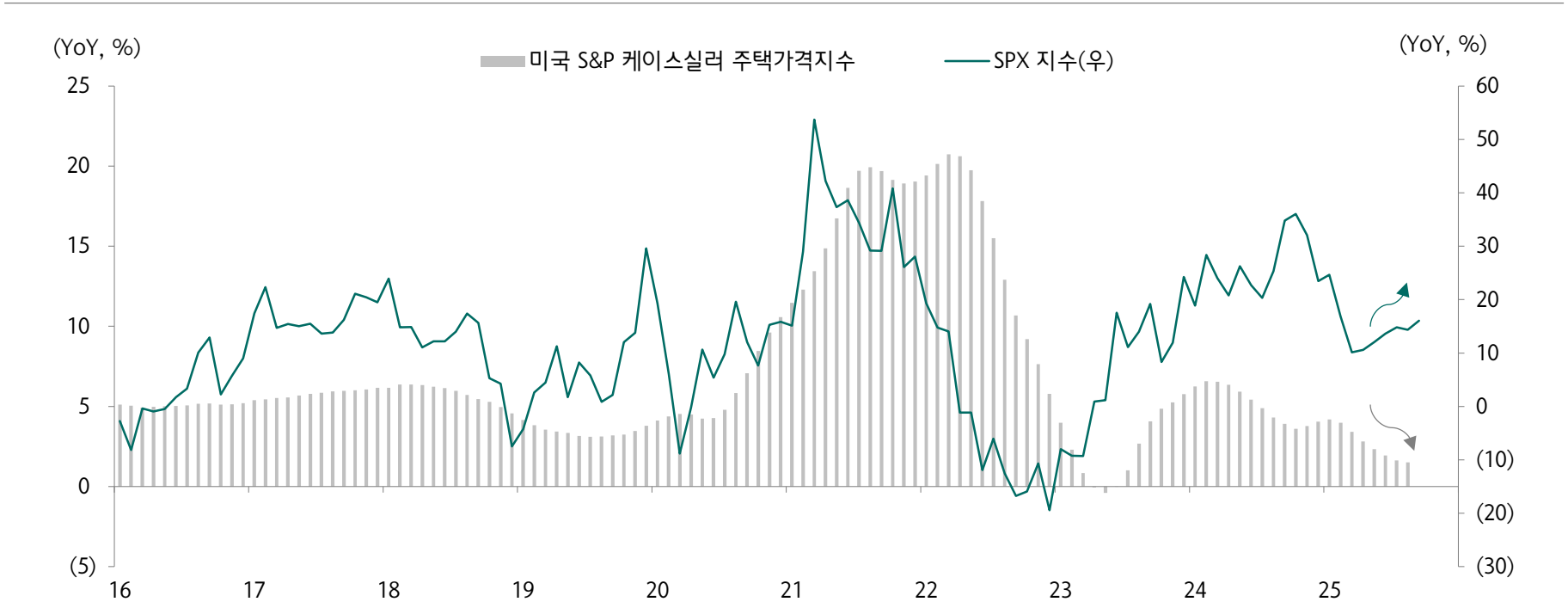
해외 부동산/REITs Overweight I Analyst 하민호

피트스탑

하나증권

역대 최고의 주식시장 vs. 역대 최악의 주택시장

- 주식시장은 강한 유동성, AI발 성장 기대감, 금리 인하 효과로 사상 최고치 랠리 지속 중
- 반면, 주택시장은 공급 제약, 금리 부담, 가격 조정 등 약세 지속
- 현재 두 자산군 간 디커플링은 10년 내 최대폭 기록 중

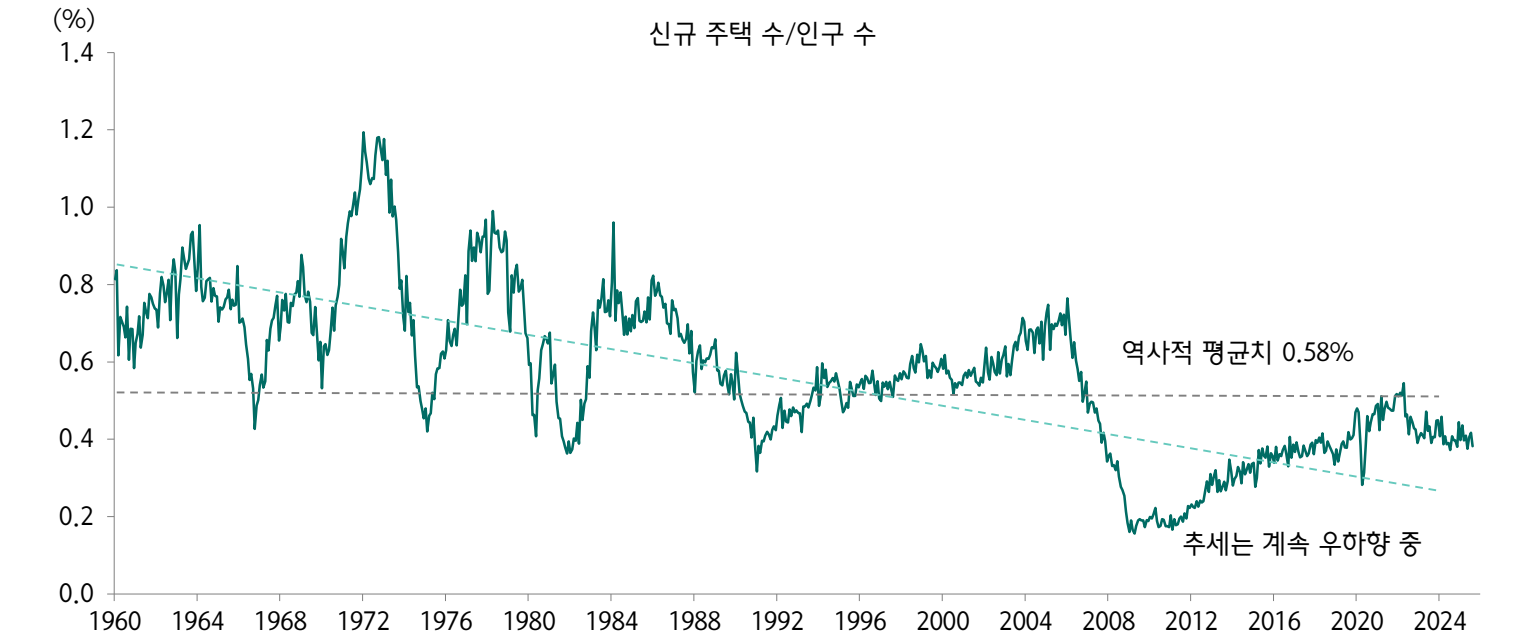


자료: Bloomberg, 하나증권

공급: 역사적으로 부족한 주택 수

- 2008년 금융위기 이후 신규 주택 착공 및 공급이 급격히 줄었고, 이후 회복세가 미약해 공급 격차가 해마다 더 커지고 있어
- 가파른 인구(가구) 증가, 금융위기 이후 주택 건설사업자 감소, 까다로운 토지이용/규제, 인건비 및 자재비 상승, 노동력 부족 등
- 1960년대와 비교해 인구는 2배 가까이 증가했지만, 주택신규착공은 아직까지 역사적 평균치인 연 145만대 수준에 머물러

1960년부터 지속된 만성적 공급 부족 시장

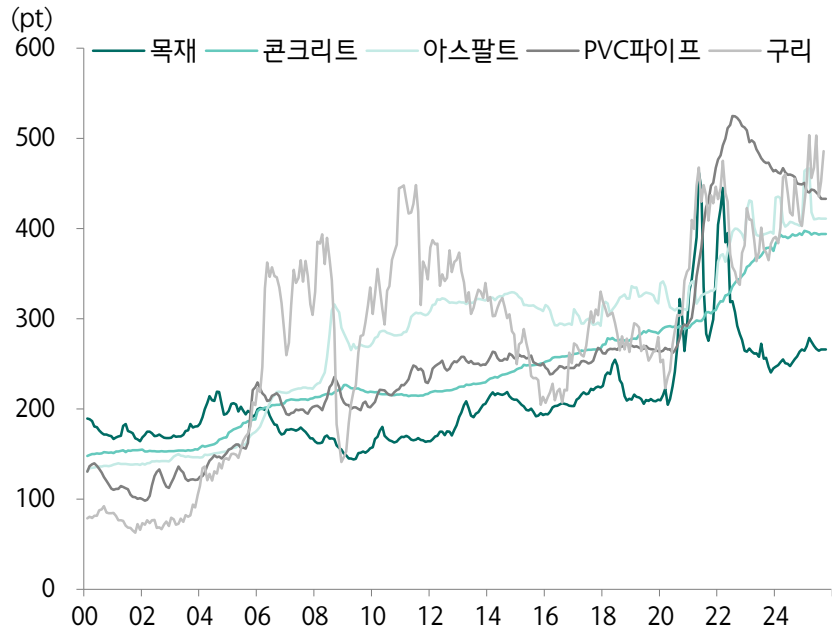


자료: Bloomberg, 하나증권

가격: 설상가상 건자재 가격 상승과 함께 주택 가격도 동반 상승

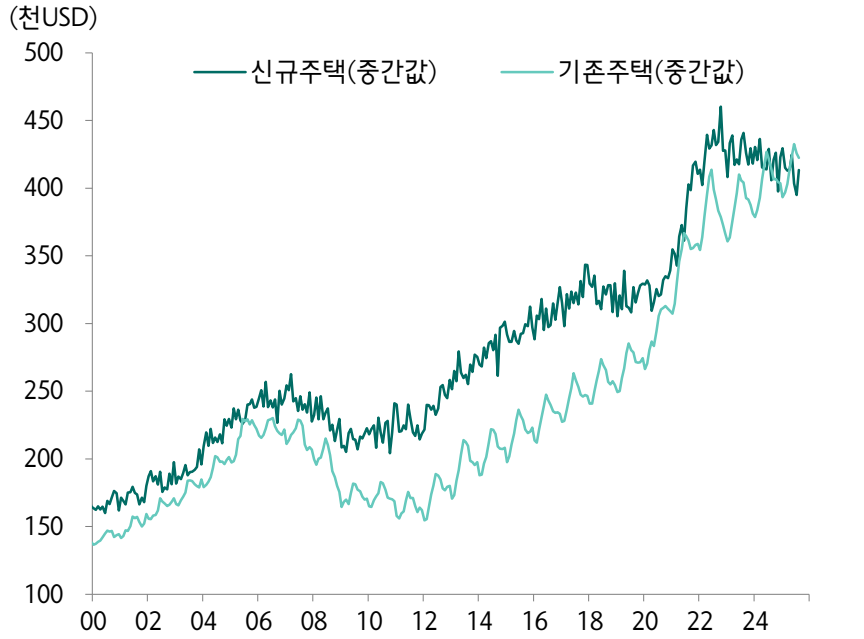
- 공급이 부족한 사이, 코로나를 지나면서 각종 원자재(건자재) 가격 급등
- 이와 함께 주택 가격도 함께 상승했는데, 코로나 이전 대비 45~55% 상승한 41~42만달러를 유지 중
- 현재 이 가격대 주택에 접근 가능한 가구는 전체의 약 30~35%에 불과하며, 9,400만(약 70%) 가구는 중위가격 주택 구입이 어려움

2020년 이후 급등해버린 건자재 가격들



자료: Bloomberg, 하나증권

2019년 중위가격은 27~28만달러였으나, 현재 50% 가량 상승

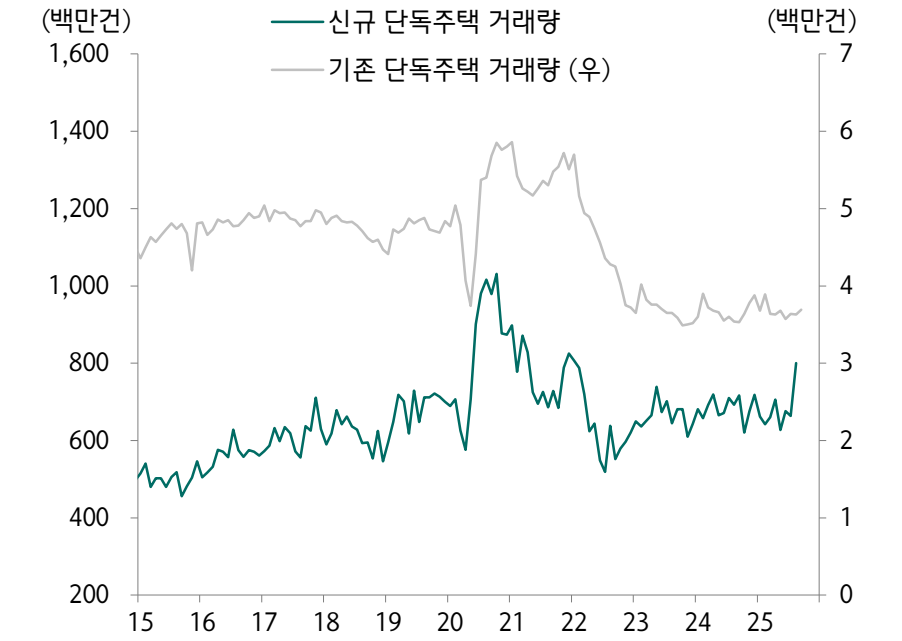


자료: Bloomberg, 하나증권

거래량: 팔지도 사지도 않는다

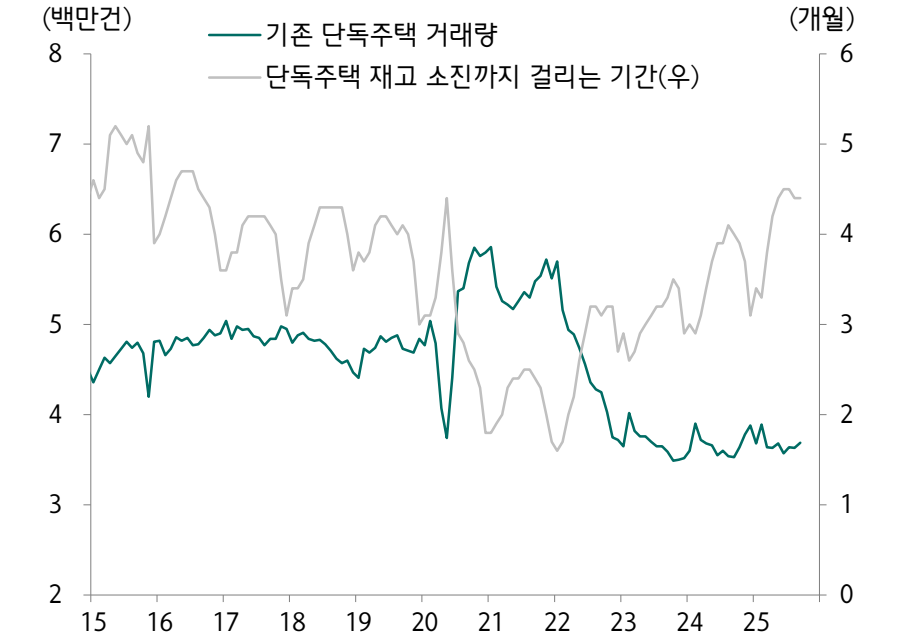
- 코로나 시기 저금리에 대출받았던 집주인들이 이사를 가지도, 집을 팔지도 않는 Lock-In 상황 지속 중
- 유통 재고: 역대 최저. 전국적으로 거래 가능한 매물은 팬데믹 전보다 여전히 15~30% 낮은 수준
- 미스매치: 고객의 실제 수요(중소형·진입 가능한 가격대)보다 대형, 고가주택 공급이 과도하게 늘어나 수요-공급 미스매치

신규 주택이 일시적으로 반등한 것은 대형/고가 위주 거래 영향



자료: Bloomberg, 하나증권

거래량이 줄어들면서 재고 소진까지 걸리는 기간이 크게 상승

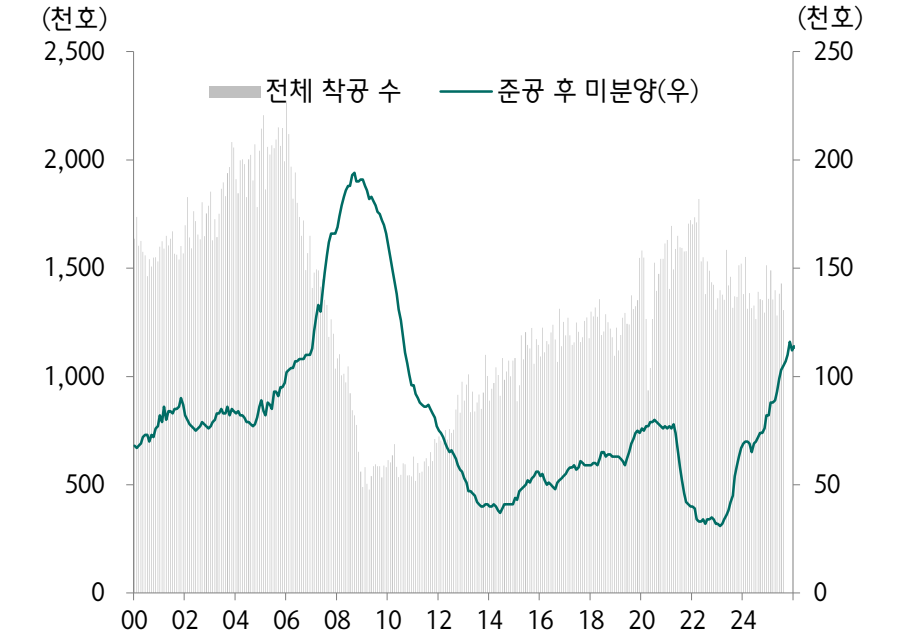


자료: Bloomberg, 하나증권

착공: 조금만 버티면 나아질 것이라는 기대감

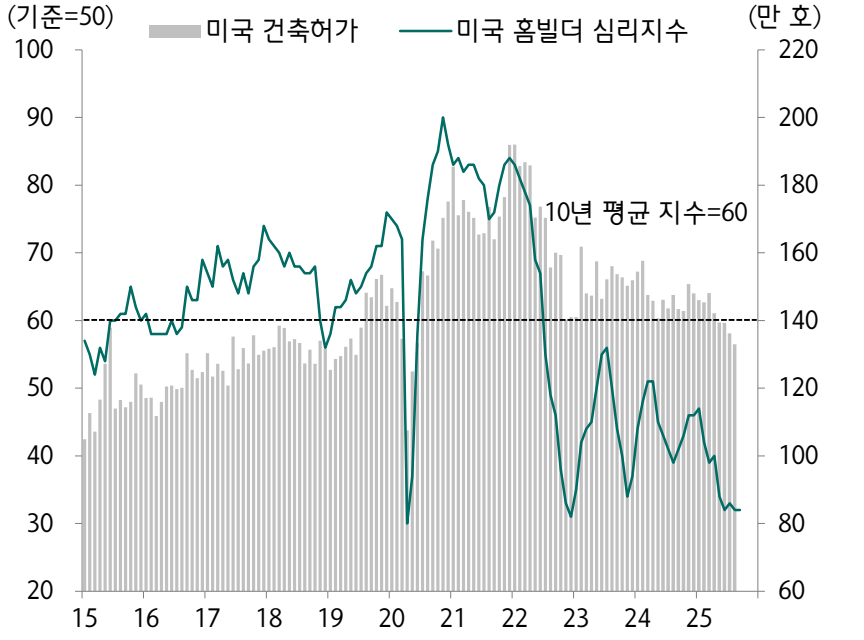
- 공급 주체인 건설사들은 무작정 짓지도 않고, 재고를 밀어 내지도 않는 모습
- 2025년 준공 후 미분양 물량은 금융위기 이후 16년 만에 가장 높은 수준까지 축적
- 재고와 마찬가지로 착공 물량 감소하기 시작하면서 미분양 물량도 2026년 이후 감소할 전망

착공량 감소 + 준공 후 미분양 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

신규 건축허가건수 하락과 함께 건설사의 의지도 동반 하락

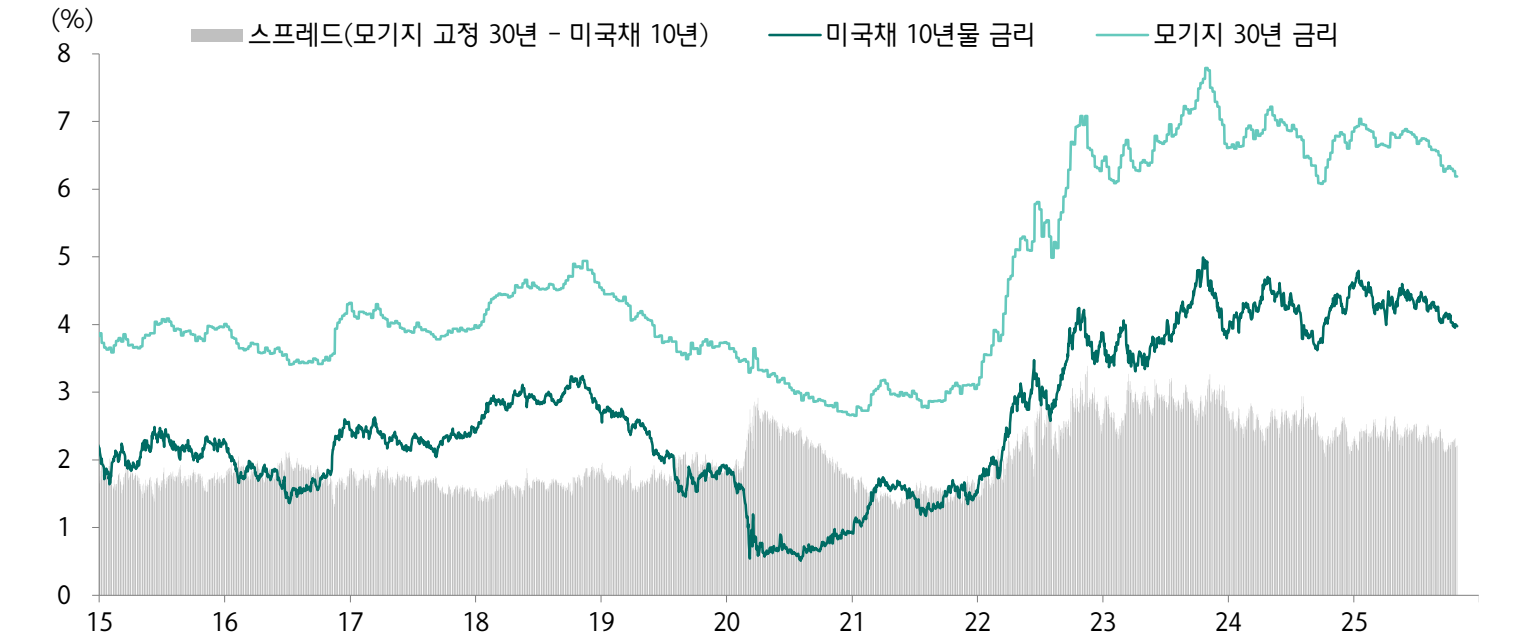


자료: Bloomberg, 하나증권

수요: 아직은 부담스러운 모기지 금리

- 30년 고정 모기지 금리가 6.3~6.6% 수준으로 유지되면서, 월 상환액이 급증하여 신규 매수자(특히 및 중산층)의 진입이 사실상 막힘
- 모기지 금리가 오르더라도 주택가격이 더 빨리 오르면, 신규 구매자들은 더 많은 금액을 대출로 빌려야 하므로 모기지 총액이 증가
- Lock-In: 저금리 시절에 대출받은 기존 소유자들은 높은 금리 환경에서 집을 팔 이유가 없어 이사 수요 자체도 크게 줄어(공급과 동일)

아직 높은 수준으로 유지되고 있는 금리: 두 스프레드는 여전히 220bp가 넘음

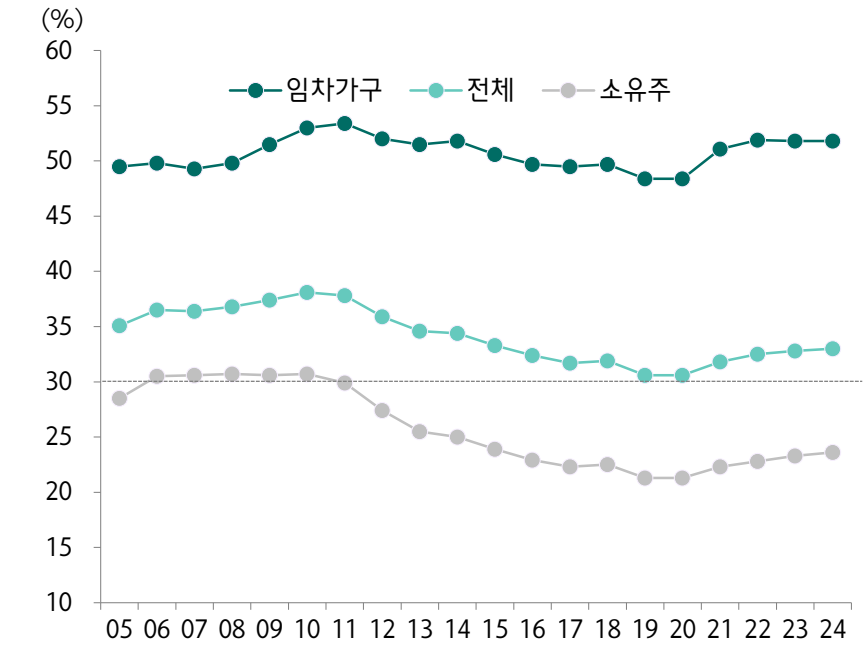


자료: Bloomberg, 하나증권

근로소득: 주거비 부담 비율

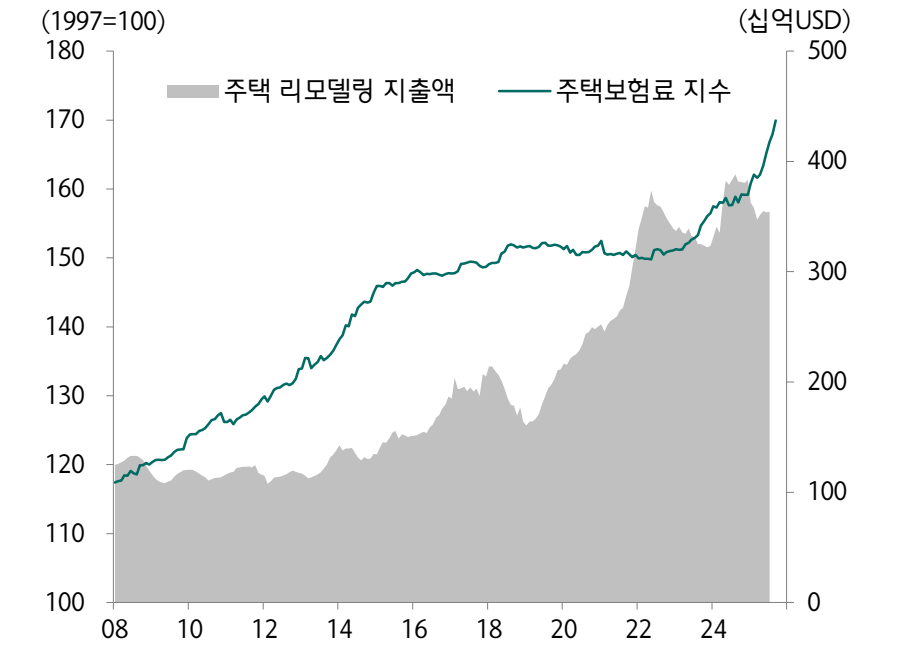
- 저금리+주택가격 상승 효과를 바탕으로 소유주 위주로 주거비 부담 경감됐으나, 임차가구는 구조적 고점 지속
- 미국 임차가구의 절반이 소득의 30% 이상을 주거비에 사용하는 '극단적 비용 부담 상태'
- 더불어 임금 증가보다 주택 가격이 더 빠르게 올라 구매력은 더 낮아지는 중

전체 가구 대비 임차가구와 소유주가구의 소득 대비 주거비 부담 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

각종 자연재해 복구 비용, 재택근무 등 주택과 관련된 고정비는 모두 상승 중

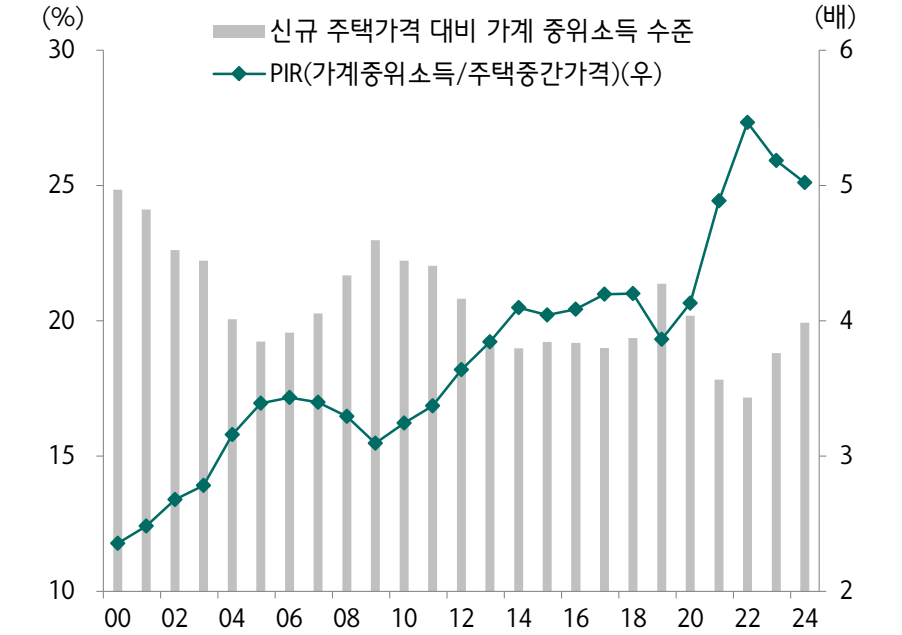


자료: Bloomberg, 하나증권

근로소득: 집값 상승률 > 월급 상승률

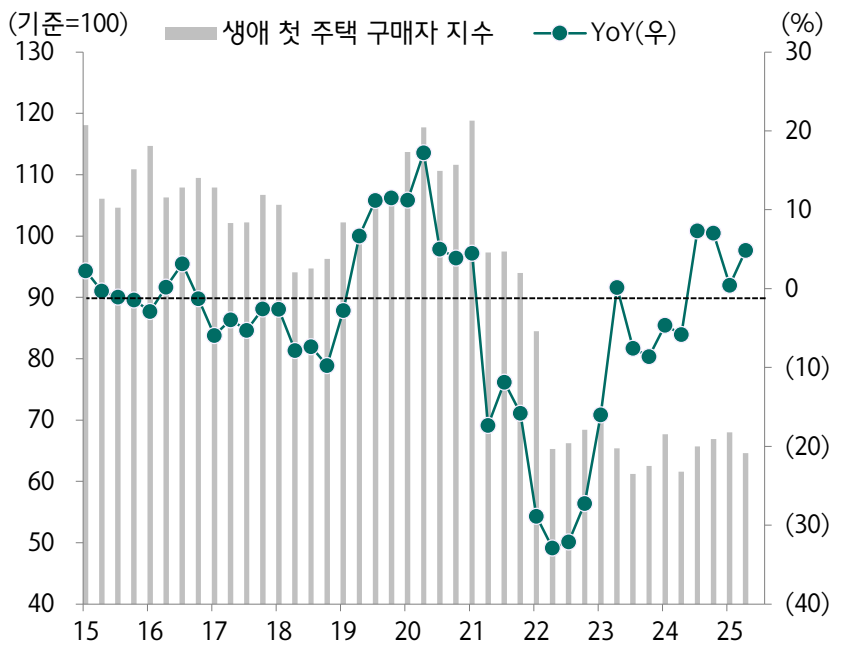
- 주택가격 상승률이 소득 상승률을 한참 앞지르는 구조로, 미국 내 주택 구매 장벽이 사상 최고 수준으로 높아짐
- 가격·금리·대출 환경 등 복합 악재가 겹치며 진입장벽이 높아졌음
- 신규 주택 시장에서 '첫 구매자' 구간이 위축되면 추후 주택시장 전체의 유동성·거래량·가격에도 압박으로 작용

월급이 집값을 못 따라간다



자료: Bloomberg, 하나증권

생애 첫 주택 구매자 지수 하락 중

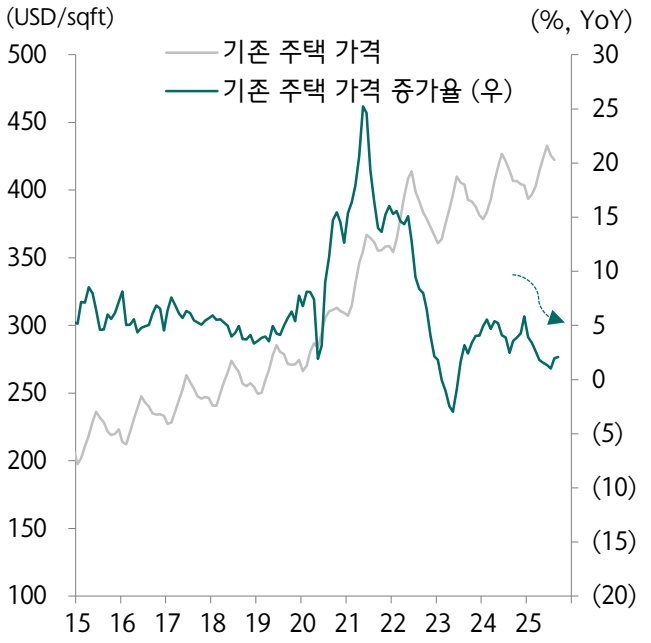


자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 지표 전망: P↑, Q↑ , C↓

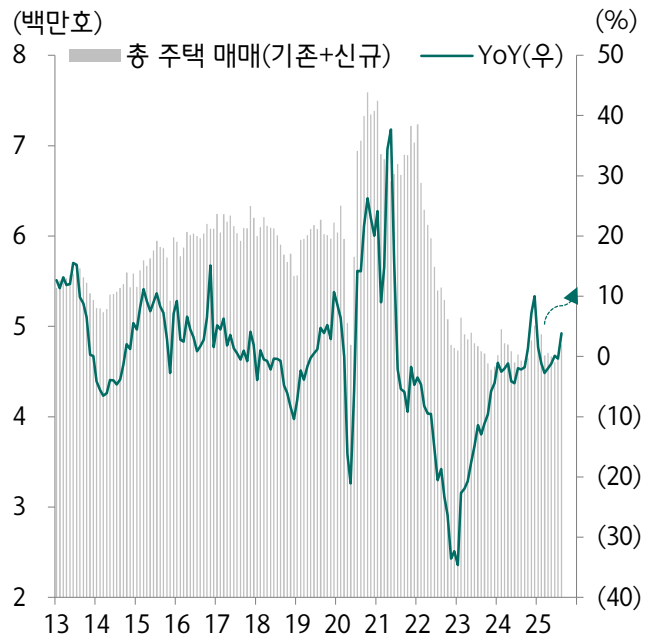
- 전국 평균 집값은 YoY +0~2% 소폭 상승 전망. 2023~2024년 급등 대비 변동폭은 줄고, 지역별로 차별화 예상
- 주택 거래량은 YoY +8~10%가량 반등 전망. 모기지 금리 하락이 현실화될 경우 잠긴 매물과 눌린 수요 일부가 재진입할 것
- 주택 구매 및 건설 비용은 '완화'보다는 '고착' 전망. 이미 크게 오른 상태로 전국적 비용 하락은 체감하기 어려울 전망

기존 주택의 명목가격은 상승 중. 상승률은 꺾임



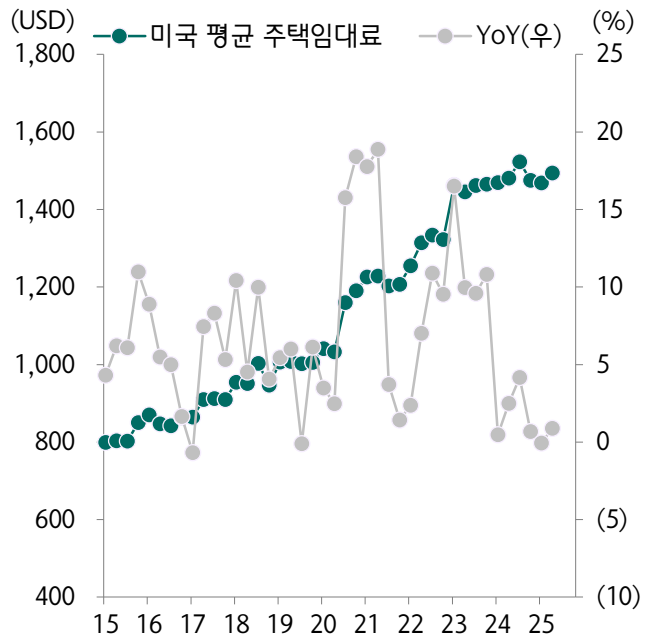
자료 : Bloomberg, 하나증권

총 주택 매매거래량은 반등 추세로 진입



자료 : Bloomberg, 하나증권

금리 인하 이후 주택임대료 역시 보합권에서 머무는 중

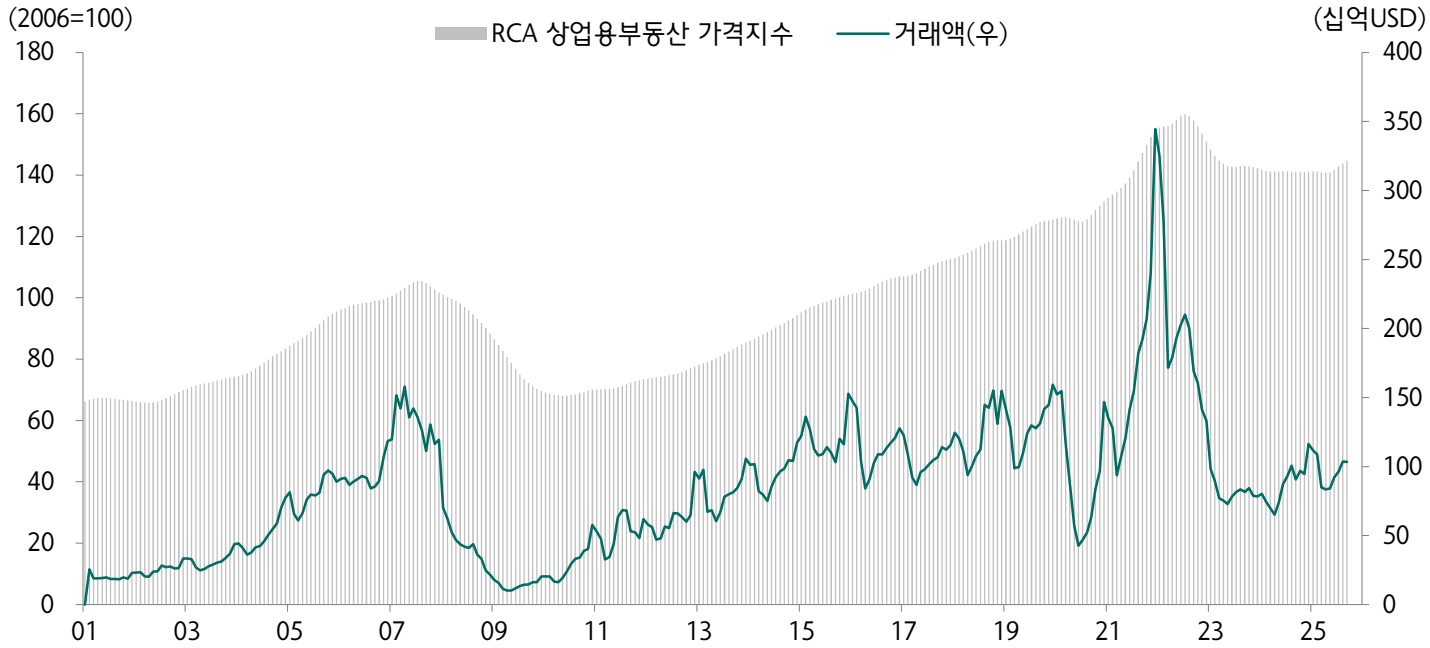


자료 : Bloomberg, 하나증권

회복의 초입

- 팬데믹 구간에서 초저금리와 유동성 공급으로 거래와 가격 모두 사상 최고치 기록
- 이후 급격한 금리 전환과 정책 변화로 거래량이 크게 꺾임
- 2024년 말 구조조정의 해를 지나 2025년 거래량 서서히 반등하기 시작

가격지수 자체는 조정 장세를 지나고 있으나, 몇몇 주요 섹터 위주로 거래액 증가하기 시작

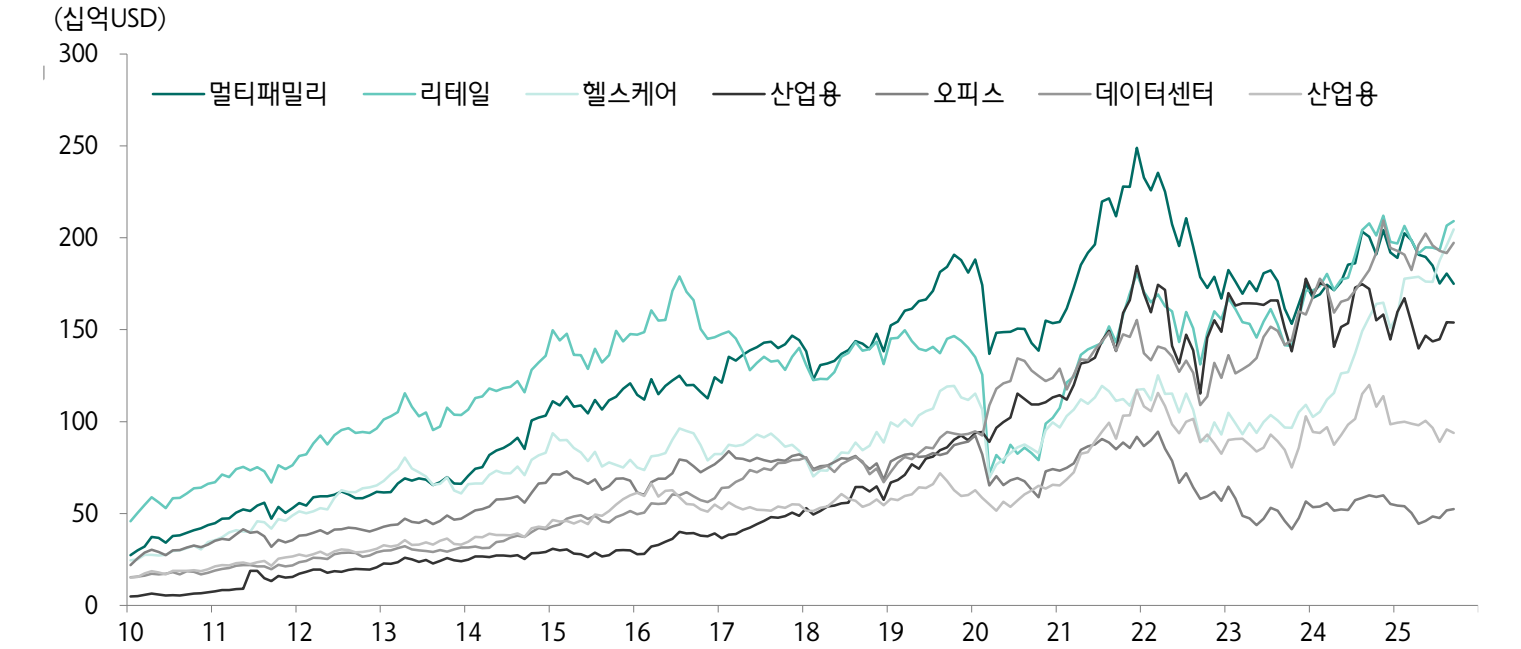


자료: Bloomberg, 하나증권

수급도 성장형 섹터에 몰린다

- 2025년 현재 미국 상업용 부동산 리츠 시가총액 구조는 '임대주택→산업용(물류)→데이터센터→헬스케어'로 무게 중심 이동
- 거시환경 충격 시 멀티패밀리, 산업용·데이터센터 등 실물·인프라 기반 섹터가 방어력이 크고, 오피스·소매 등은 충격에 취약
- 성장형 섹터(헬스케어, 데이터센터 등)과 전통자산 섹터(오피스, 리테일 등) 시가총액 차이도 극명하게 갈림

헬스케어와 데이터센터 리츠의 시가총액이 가장 커졌다

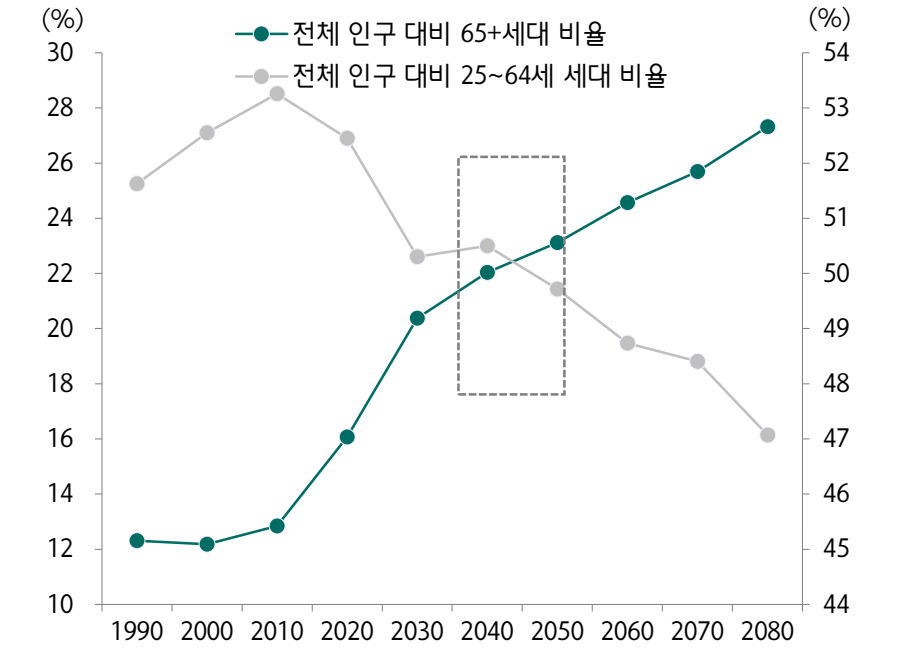


자료: Bloomberg, 하나증권

시니어하우징: 노인은 우리만의 문제가 아니다

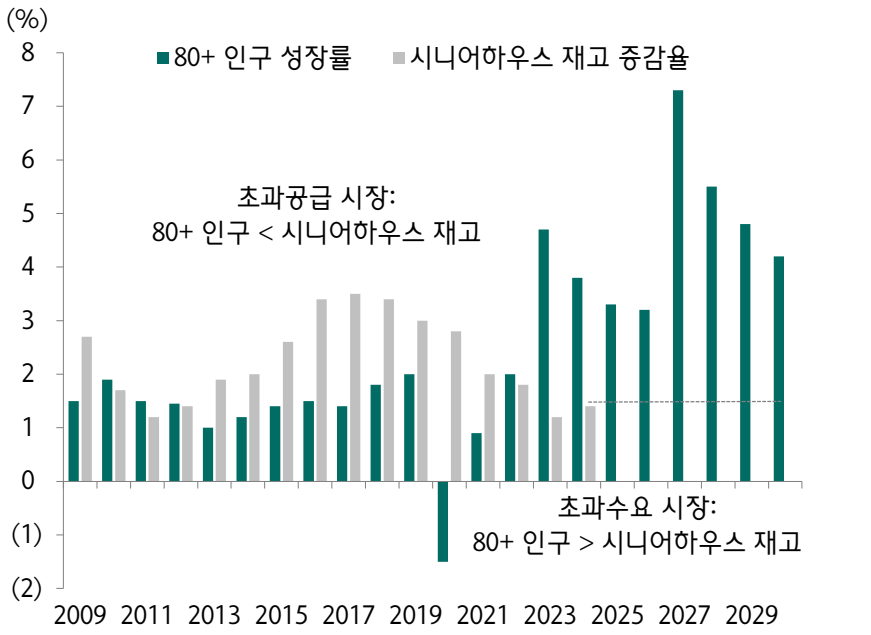
- 미국은 무려 1942년 처음 고령화사회로 진입해, 2015년 고령사회, 초고령사회는 2030~40년경 진입 예상
- 미국 고령화가 역사상 가장 빠르게, 크게 진행되고 있으며, 향후 20여년 간 시니어 하우징 시장의 슈퍼 사이클 진입
- 미국 시니어하우징 시장 성장률은 연평균 4~6%로, 2030년 약 1조6,000억달러 규모로 성장할 전망

미국은 2030년부터 초고령사회로 진입한다



자료: US Census, 하나증권

미국 시니어하우징 재고는 노인 인구 성장률을 못 따라가는 중

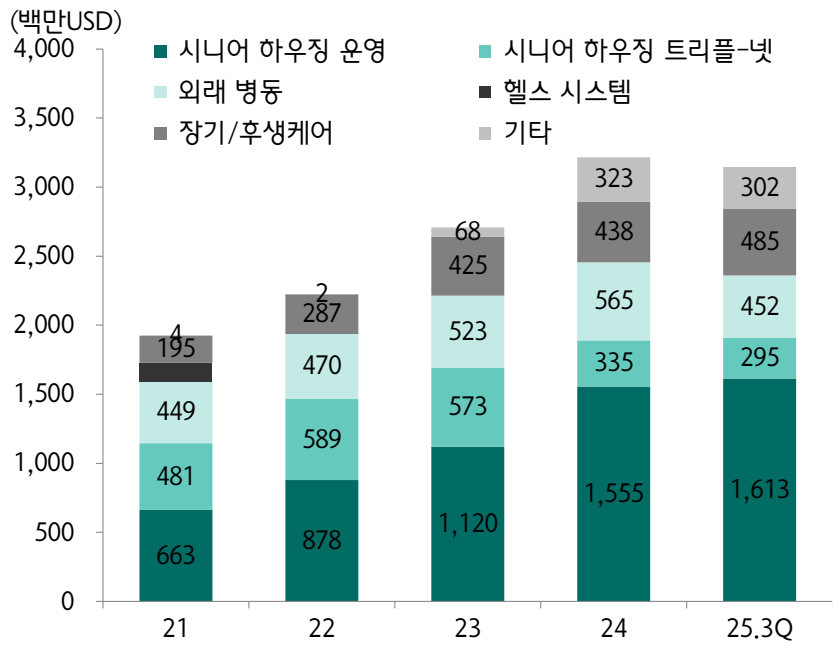


자료: Bloomberg, 하나증권

웰타워(WELL.US) I 경쟁사가 없는 수준의 압도적인 포트폴리오

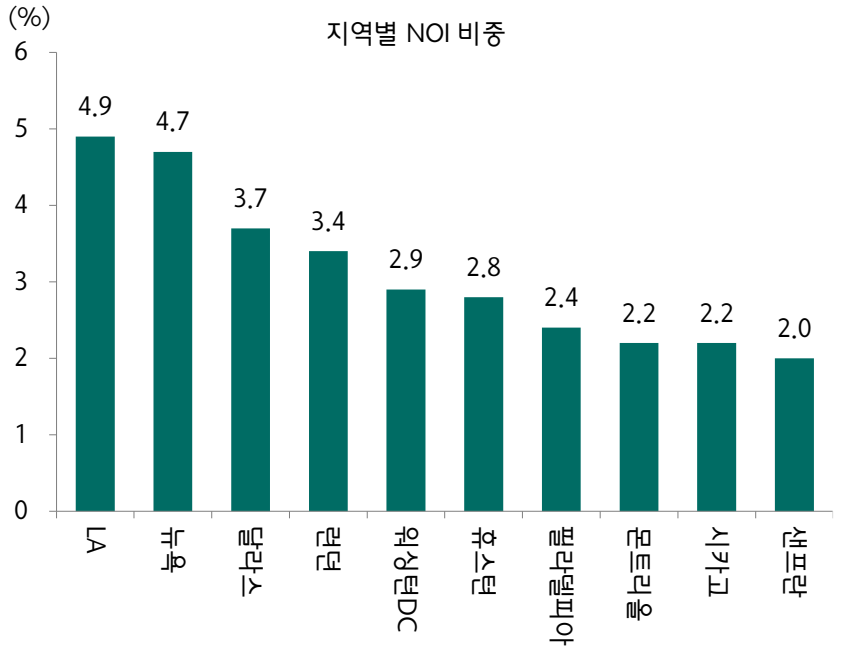
- 전체 매출의 80% 가량을 차지하는 시니어하우징 운영(SHO) 부문이 15개 분기 연속 두 자릿수 성장 기록 중
- 올해 3분기 신규 인수 자산까지 포함한 총 포트폴리오 규모는 약 595억달러(약 85조)에 달함
- 시니어하우징은 입주율 90% 전후 수준을 유지하는 것이 관건인데, 2025년 3분기 기준 88.4% 기록 중(YoY +4%p)

사업부문별 매출액 추이



자료: Welltower, 하나증권

지역별 NOI 비중



자료: Welltower, 하나증권

웰타워(WELL.US) I 눈 앞에 차려진 밥상

- 2025년 2분기 기준 전국 31개 주요 시장에서 신규 착공 유닛 수는 809개(1Q: 1,076~1,085개)로, 20년 만에 가장 낮은 수치
- 포트폴리오 대부분이 민간(자비) 결제 기반. 정부지원 비중이 매우 낮은 사업구조임에 현 시점 ACA 축소 등 정책 관련 영향도 적음
- 현재 주가는 12M Fwd P/FFO 31.1배에 거래 중으로 미국 헬스케어 리츠 평균 14~15배 대비 할증됐지만 충분히 정당화될 수 있음

Financial Data (단위: 백만USD, %, USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	6,638.0	7,991.1	10,292.2	12,194.8
EBITDA	2,349.8	2,393.3	3,887.0	4,927.8
순이익	340.1	951.7	1,245.0	1,823.5
EPS(USD)	0.7	1.6	1.7	2.8
EPS(YoY, %)	120.00	137.88	8.28	65.88
주당 FFO	3.40	3.82	5.19	6.00
DPS	2.44	2.56	2.84	3.16
배당률(%)	2.71	2.13	1.78	1.94

자료: Welltower, 하나증권

12M Fwd P/FFO 추이

자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

- 당사는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(하민호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(하민호)는 2025년 11월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.