해외 부동산/REITs Overweight

피크닉

2025. 11. 19

Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

하나증권

해외 부동산/REITs

피트 스탑

Analyst 하민호

E-mail: minhoha@hanafn.com

Contents

	Executive Summary	
Part 1.	미국 주택시장 전망	5
Part 2.	미국 상업용 부동산 시장 전망	34
Part 3.	Top Picks	51

하나증권

Executive Summary

2026년 미국 부동산시장 전망: 피트 인 & 피트 아웃

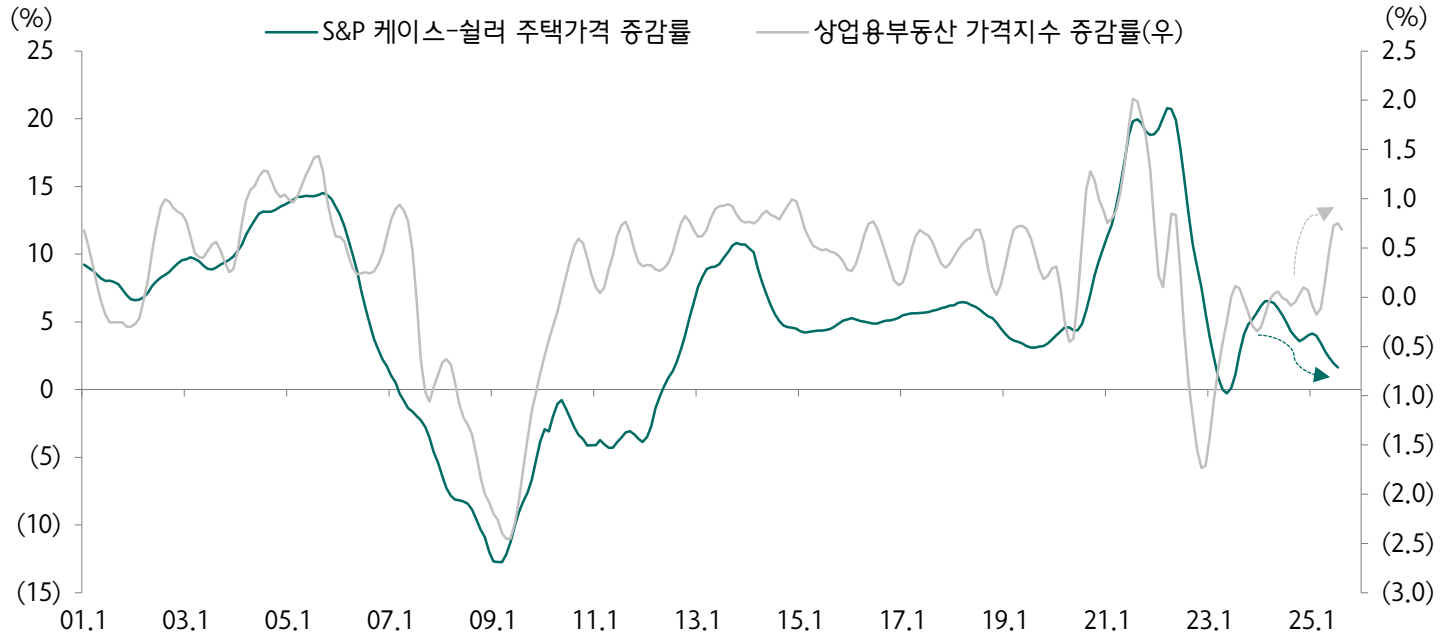
[주택]

- 2025년: 2024년 급등 후 주택가격 상승률 완화 국면
- 하지만 고금리 환경 이어지며 실질 구매력 약화 + 공급 부족
- 2026년: 정부의 공급 부양책 등 기회 존재하나 둔화 국면 지속

[상업용 부동산]

- 2025년: 2024년말부터 이어진 구조조정 시기를 벗어나 가격 상승 중
- 금리 인하 국면 섹터별 양극화 속 일부 투자심리 회복 중
- 2026년: 주요 성장형 섹터 중심으로 가격, 거래량 증가

미국 주택시장과 상업용 부동산 가격지수 증감률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

Executive Summary

재정비의 시간

[주택] 수요와 공급. 살 집이 없는 매수자와 팔기 싫은 매도자. 누구 하나 양보할 생각이 없다

- 2026년 미국 주택시장은 고금리와 공급 부족이 동시에 이어지며, 수요와 공급 간 치킨게임이 심화되는 국면으로 접어든다.
- 금리 인하 기조에도 여전히 높은 이자율로 실질 구매력이 제한되고, 주택 가격과 모기지 금리가 맞물리며 '락인(lock-in)' 현상이 심화되고 있다. 이로 인해 전체 거래량이 위축되고, 신규 주택 건설은 역사적으로 낮은 수준에 머물러 있다.
- 건설비·운영비 상승, 공급망 차질, 각종 규제로 단독주택 신규 공급 확대가 어렵고, 실수요 및 임대 수요 또한 시장 양극화가 뚜렷하게 나타나고 있다. 도심 고급주택은 거래 부진과 임대료 정체, 중소득층 중심 임대주택은 수요 증가로 공실률은 역사적 저점에 도달했다.
- 정부 및 금융권은 규제 완화와 저금리 대출, 임대주택 지원 등 정책적 수단을 동원하고 있으나 공급부족 해소에는 시간이 필요할 전망이다.

[상업용 부동산] 성장성이 있는 섹터로 돈이 몰린다

- 2025년 미국 상업용 부동산 리츠 시가총액 구조는 '임대주택→산업용(물류)→데이터센터→헬스케어'로 무게 중심이 이동하는 모습이다. 매크로 환경이 흔들릴 때 멀티패밀리, 물류·데이터센터 등 인프라 기반 섹터가 방어력이 크고, 오피스·소매 등 소비 기반 섹터가 취약한 모습을 보였다.
- 2026년 상업용 부동산 시장은 섹터별로 양극화되어 있는 상황에서 세 가지 산업 트렌드를 기반으로 반등의 초입에 서있다.
- ① AI·클라우드 확장에 따른 CAPEX 증가, 신규 부지 확보 및 임대료 상승이 유행인 시대다. 빅테크 기업과 글로벌 리츠의 시장 진입이 가속화되는 가운데, 용량 한계·전력·규제 이슈로 인해 공급 병목은 오히려 데이터센터 리츠의 프리미엄 유지 요인으로 작용할 수 있다.
- ② 시니어하우징은 베이비붐 세대의 고령화 전환점과 정책 지원, 공급 부족이 맞물려 앞으로 5년간 슈퍼 사이클에 돌입해 입주율·임대료·순영업이익 모두 견고한 상승세를 이어갈 전망이다.
- ③ 물류센터는 필수 소비·산업수요 기반 장기 임대 구조로 투자자들의 관심이 지속될 전망이다. 다만, 2021~2023년의 프리미엄이 축소되고 공실률 변동성이 일부 나타나지만, 이커머스 산업 재편의 흐름에서는 여전히 중장기 필수재 역할을 해야만 할 것이다.

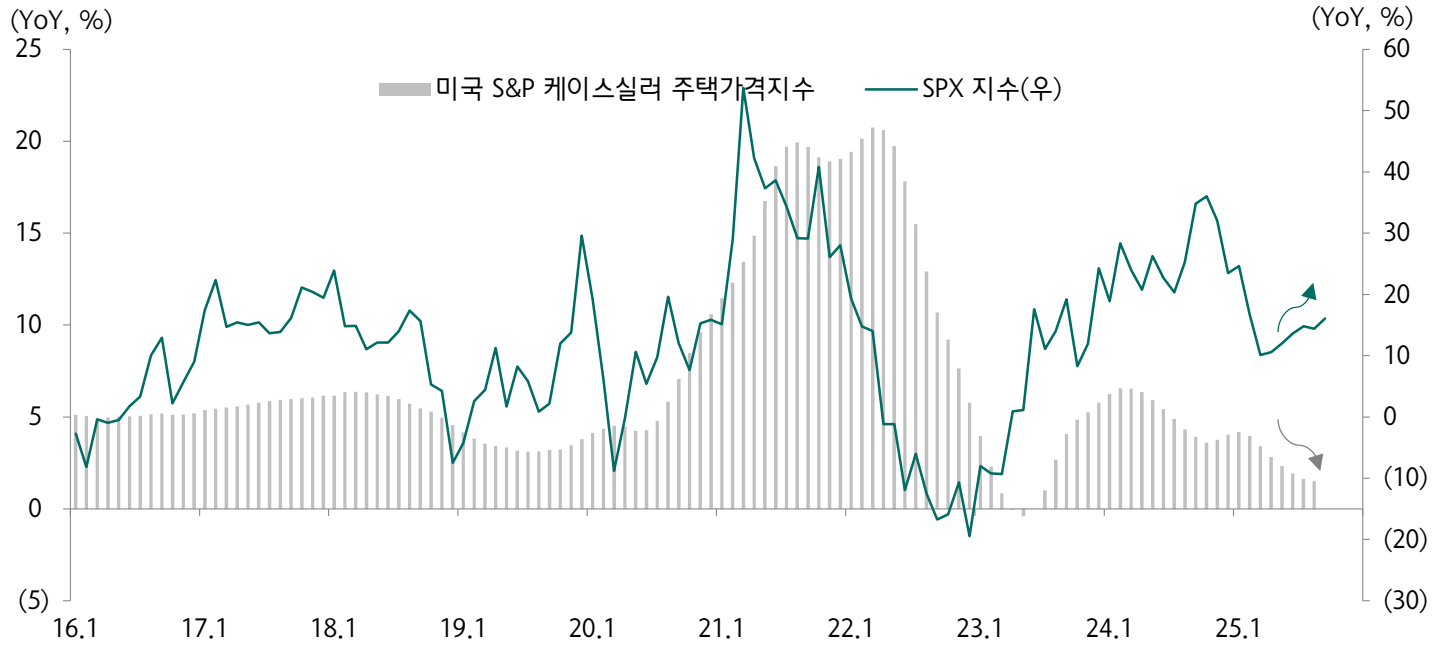
Part 1. 미국 주택시장 전망

피트 인: 잠시 쉬어갈 때

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 래 최대폭 기록 중

2016~2025년 현재 미국 주택시장과 주택지수 추이: 두 자산군의 디커플링은 당분간 지속될 것

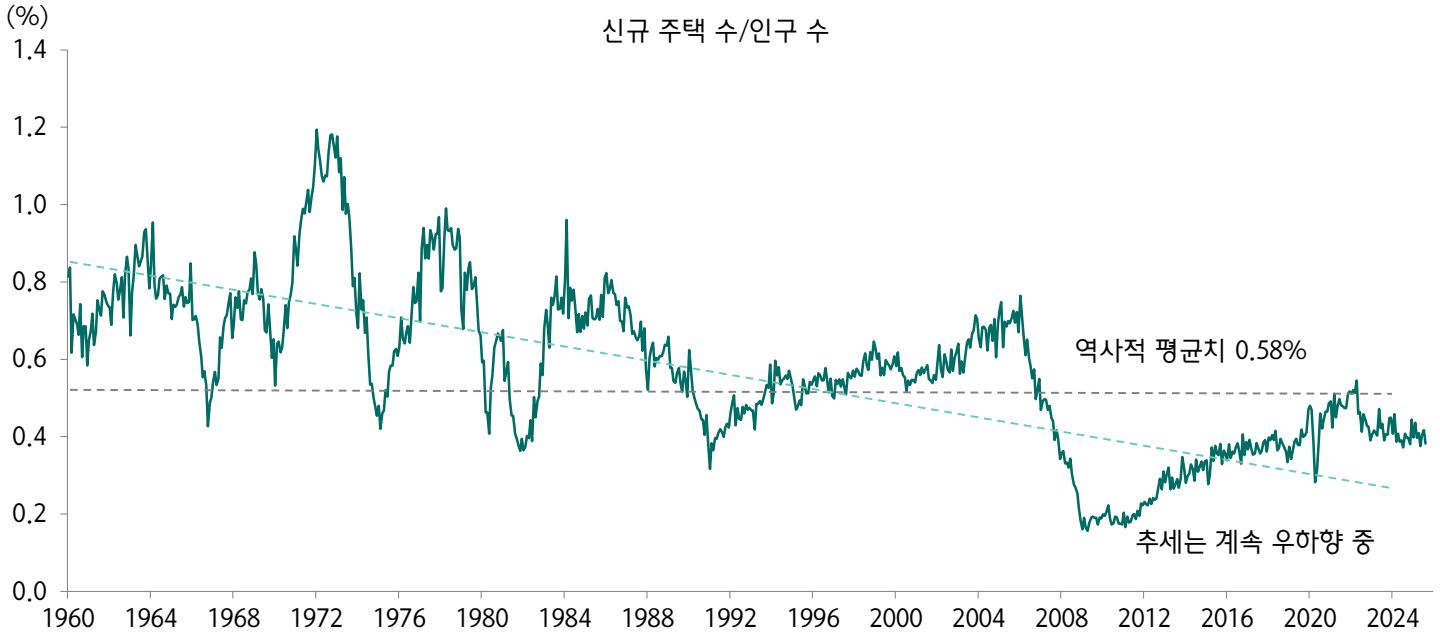


자료: Bloomberg, 하나증권

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

부동산은 언제나 정치의 영역

- 지난 9월, 트럼프 행정부는 '전국 주택 비상사태' 선포를 검토 중
- 미국에서도 주택 공급 부족과 가격 상승이 심각한 사회적·경제적 위기로 인식되고 있음
- 비상사태가 선포되면 대통령은 의회 승인 없이 법적으로 정해진 137가지 비상권한 중 일부를 행사할 수 있어
- 주택 위기가 2026년 중간선거, 주별 재조정 이슈 등과 맞물려 핵심 정치 이슈로 부각

부동산은 정치로 이용하기 좋다

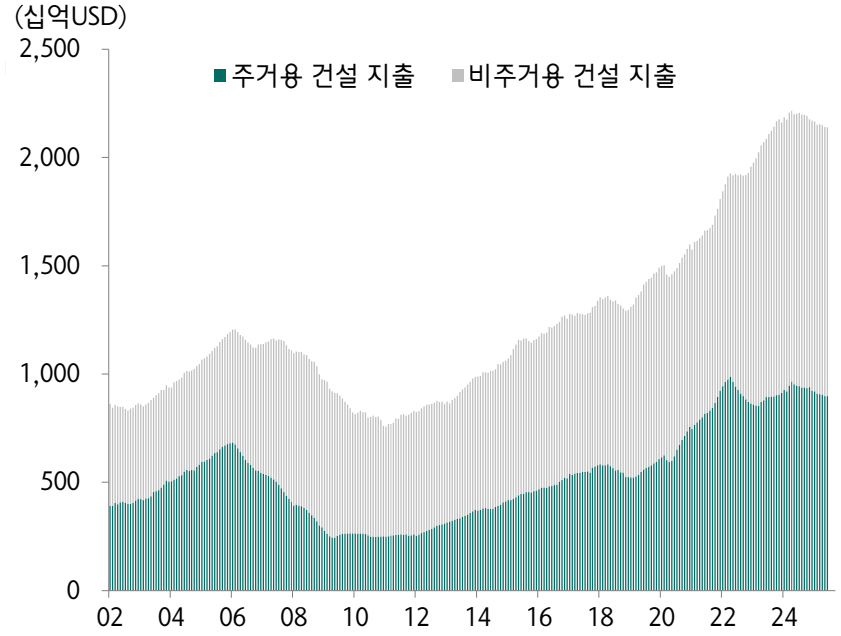
Trump Might Declare a Housing Emergency. How He Could Fix It.

자료: Barron's

건설 지출: 최근 5년의 지출 급증이 후폭풍으로

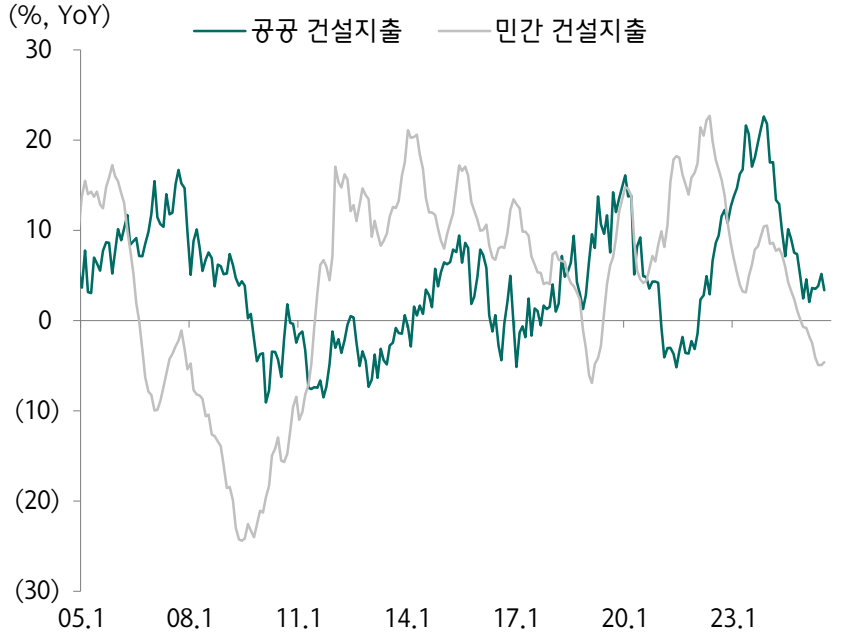
- 최근 5년간 건설 지출 급증은 주택시장에 단기적 과잉 공급, 미분양, 재고 누적 등 리스크를 심화시키는 구조
- 2023~2025년 성장률 둔화와 건설 지출 조정은 주택/건설시장이 정상화 혹은 침체 초입 진입을 의미
- 경기 하락기에는 공공 건설 투자가 상대적 방어 역할, 민간 건설(특히 주거용)은 더욱 민감하게 위축

2024년 건설 지출 정점 이후 하락세



자료: Bloomberg, 하나증권

공공/민간 모두 지출 축소

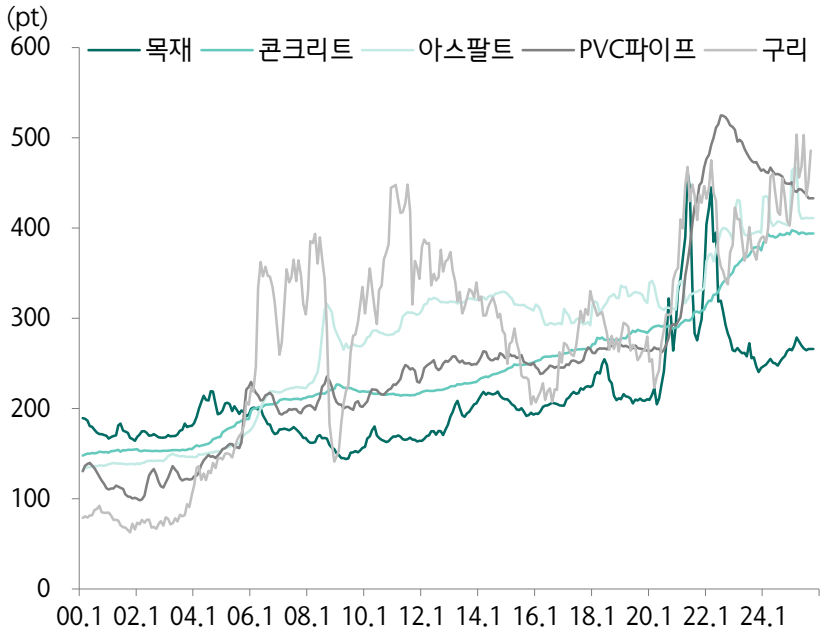


자료: Bloomberg, 하나증권

가격: 설상가상 건자재 가격 상승과 함께 주택 가격도 동반 상승

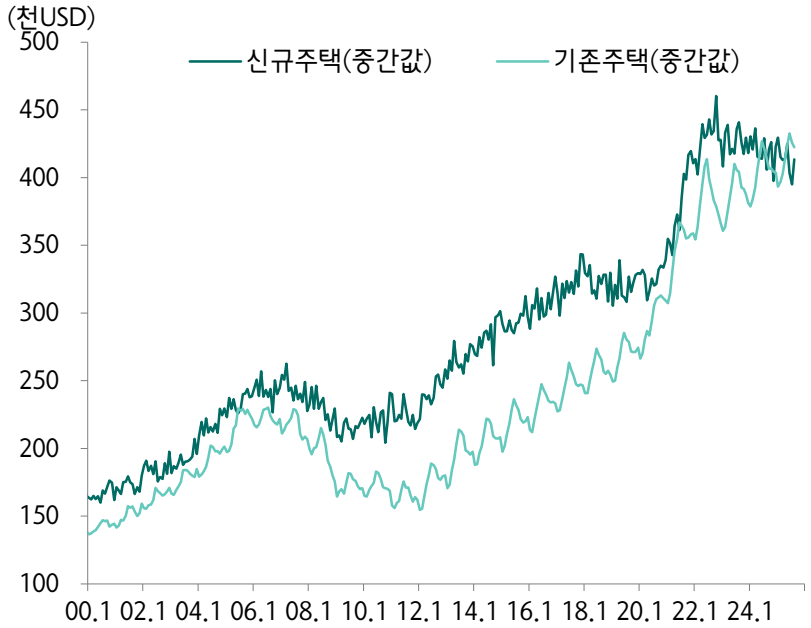
- 공급이 부족한 사이, 코로나를 지나면서 각종 원자재(건자재) 가격 급등
- 이와 함께 주택 가격도 함께 상승했는데, 코로나 이전 대비 45~55% 상승한 41~42만달러를 유지 중
- 현재 이 가격대 주택에 접근 가능한 가구는 전체의 약 30~35%에 불과하며, 9,400만(약 70%) 가구는 중위가격 주택 구입이 어려움

2020년 이후 급등해버린 건자재 가격들



자료: Bloomberg, 하나증권

2019년 중위가격은 27~28만달러였으나, 현재 50% 가량 상승

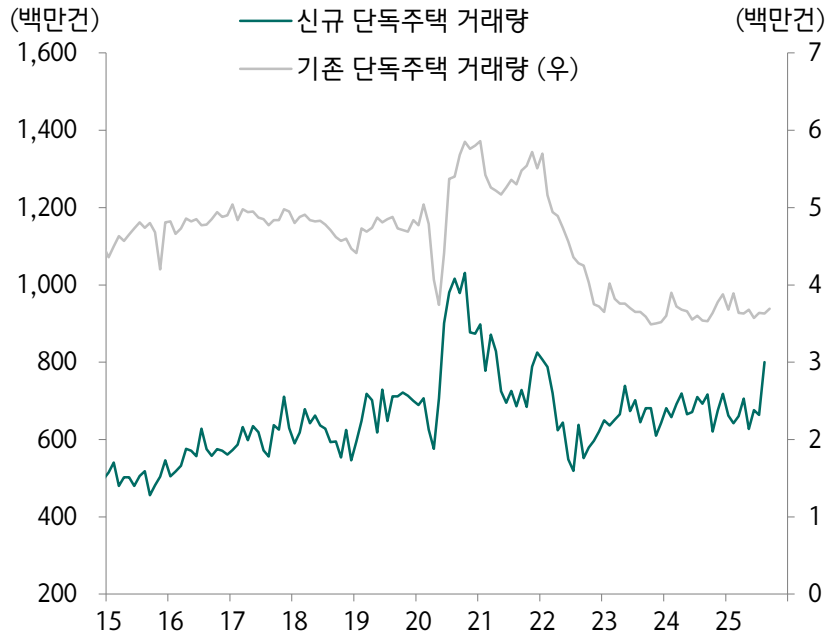


자료: Bloomberg, 하나증권

거래량: 팔지도 사지도 않는다

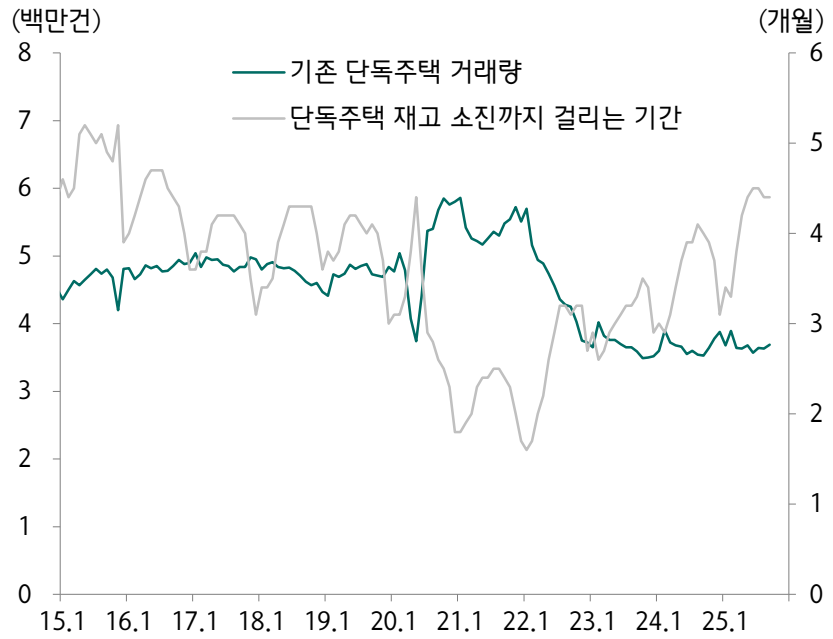
- 코로나 시기 저금리에 대출받았던 집주인들이 이사를 가지도, 집을 팔지도 않는 Lock-In 상황 지속 중
- 유통 재고: 역대 최저. 전국적으로 거래 가능한 매물은 팬데믹 전보다 여전히 15~30% 낮은 수준
- 미스매치: 고객의 실제 수요(중소형·진입 가능한 가격대)보다 대형, 고가주택 공급이 과도하게 늘어나 수요-공급 미스매치

신규 주택이 일시적으로 반등한 것은 대형/고가 위주 거래 영향



자료: Bloomberg, 하나증권

거래량이 줄어들면서 재고 소진까지 걸리는 기간이 크게 상승

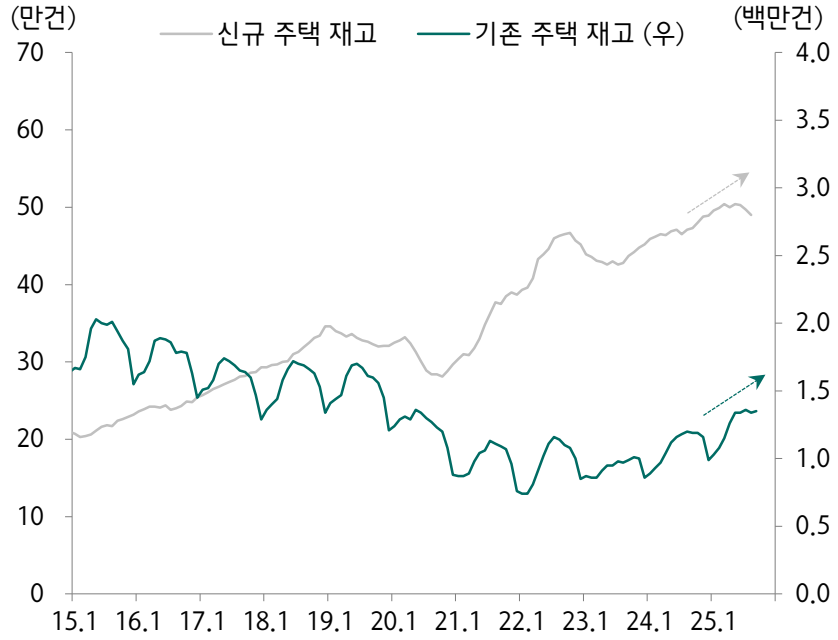


자료: Bloomberg, 하나증권

재고: 쌓여 있으니 새로 지을 필요가 없다

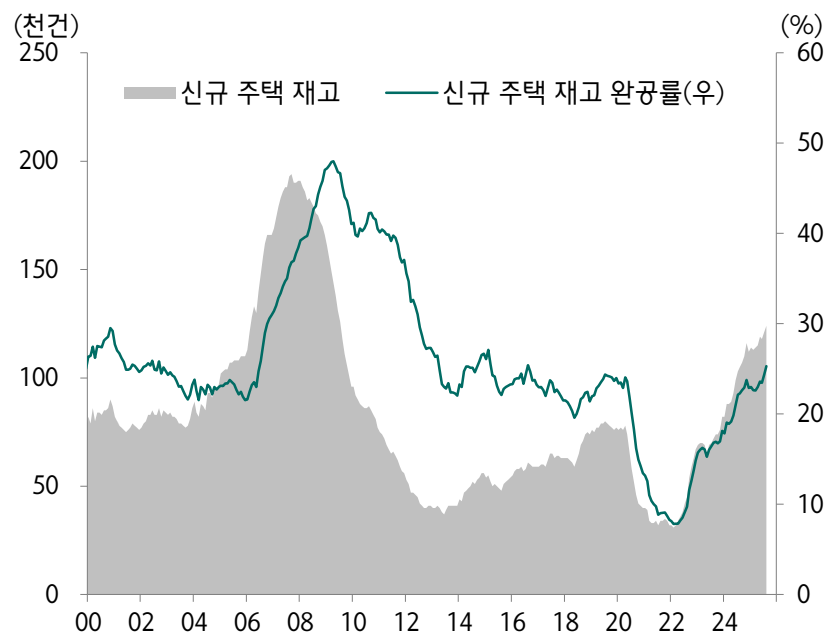
- 신규 주택은 비싸서 안 사고, 기존 주택은 안 파니까 못 산다
- 재고가 점점 쌓여가니 건설사들도 서둘러 지을 필요가 없음
- 보통 1년 안팎 시차를 두고 재고가 완공이 되는데, 코로나 시기부터 완공률이 재고량을 못 따라가기 시작
- 2026년 초부터 지금 건설 중인 물량들이 대규모로 완공되기 시작하면 공급 과잉 국면 돌입할 것으로 전망

모든 유형의 주택의 재고가 증가 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

코로나 이후 완공률이 재고량을 점점 따라가지 못하기 시작

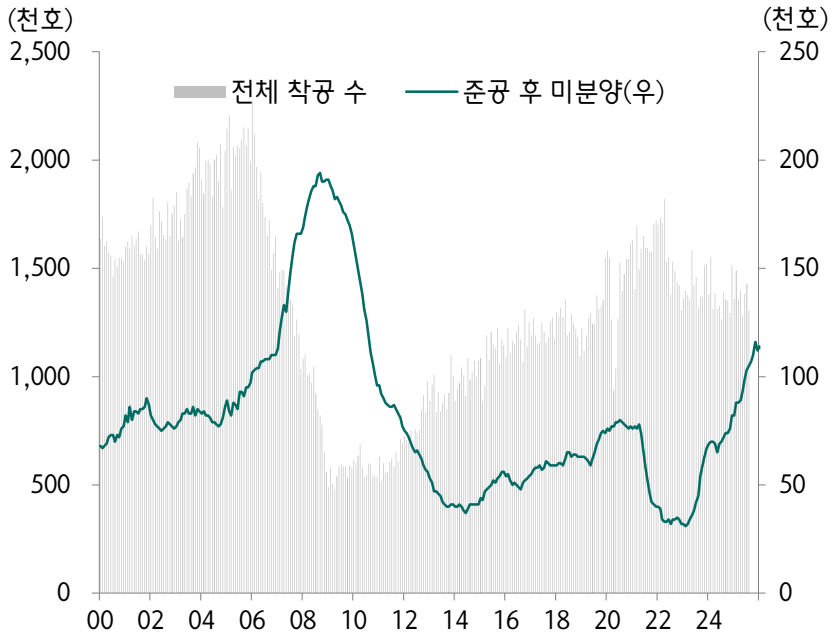


자료: Bloomberg, 하나증권

착공: 조금만 버티면 나아질 것이라는 기대감

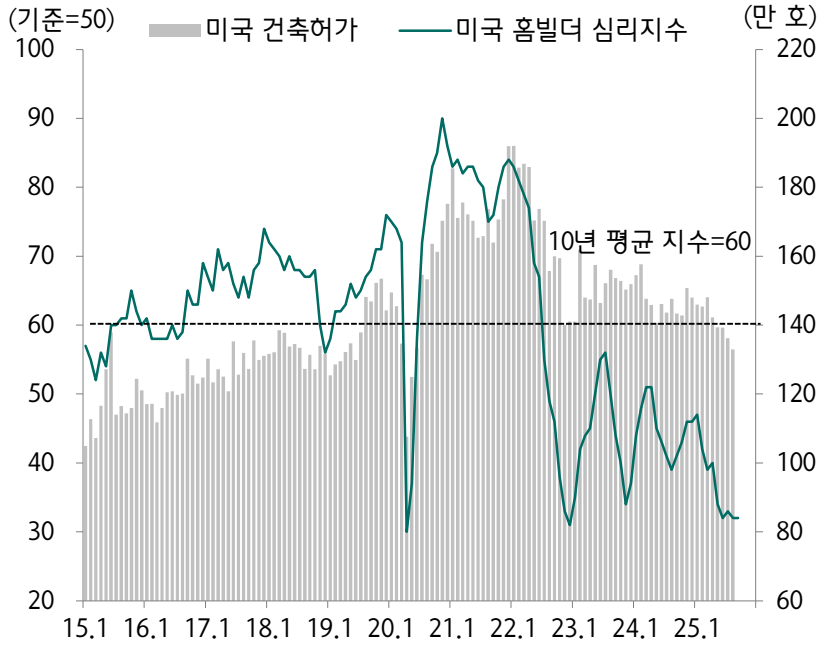
- 공급 주체인 건설사들은 무작정 짓지도 않고, 재고를 밀어 내지도 않는 모습
- 2025년 준공 후 미분양 물량은 금융위기 이후 16년 만에 가장 높은 수준까지 축적
- 재고와 마찬가지로 착공 물량 감소하기 시작하면서 미분양 물량도 2026년 이후 감소할 전망

착공량 감소 + 준공 후 미분양 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

신규 건축허가건수 하락과 함께 건설사의 의지도 동반 하락

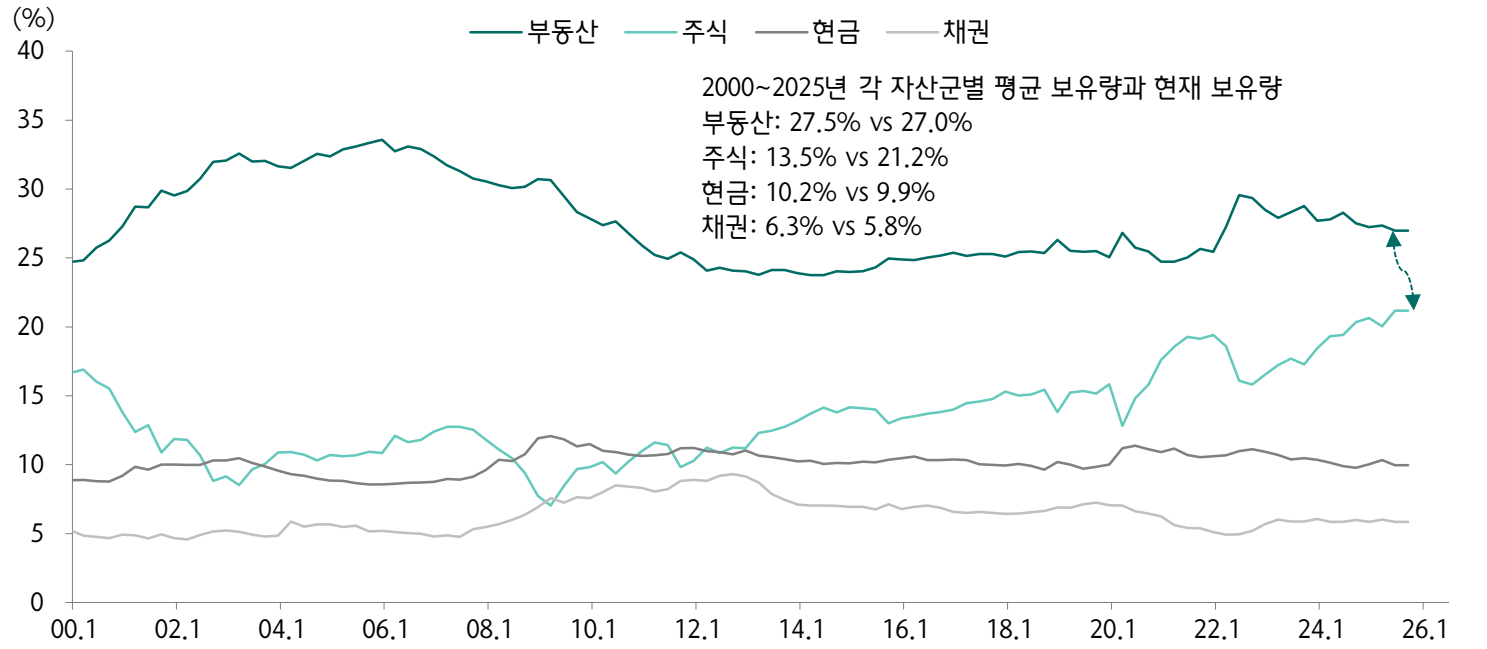


자료: Bloomberg, 하나증권

수요: 대유동성의 장에서 개인은 주식 비중 크게 높여

- 미국 가계의 총자산에서 주식이 차지하는 비중은 역대 최대치 달성
- 주택담보대출이 많은 계층에서는 부동산 자산가치 변동성이 직접적으로 모기지 상환능력 리스크로 작용할 수 있어
- 최근 주식 비중의 상향은 가격 하락·금리 인상 시 '자산가치 하락→상환부담 심화' 우려

미국 가계 총자산에서 각 자산군이 차지하는 비중: 현금과 부동산 비중이 줄고 주식이 크게 늘었다

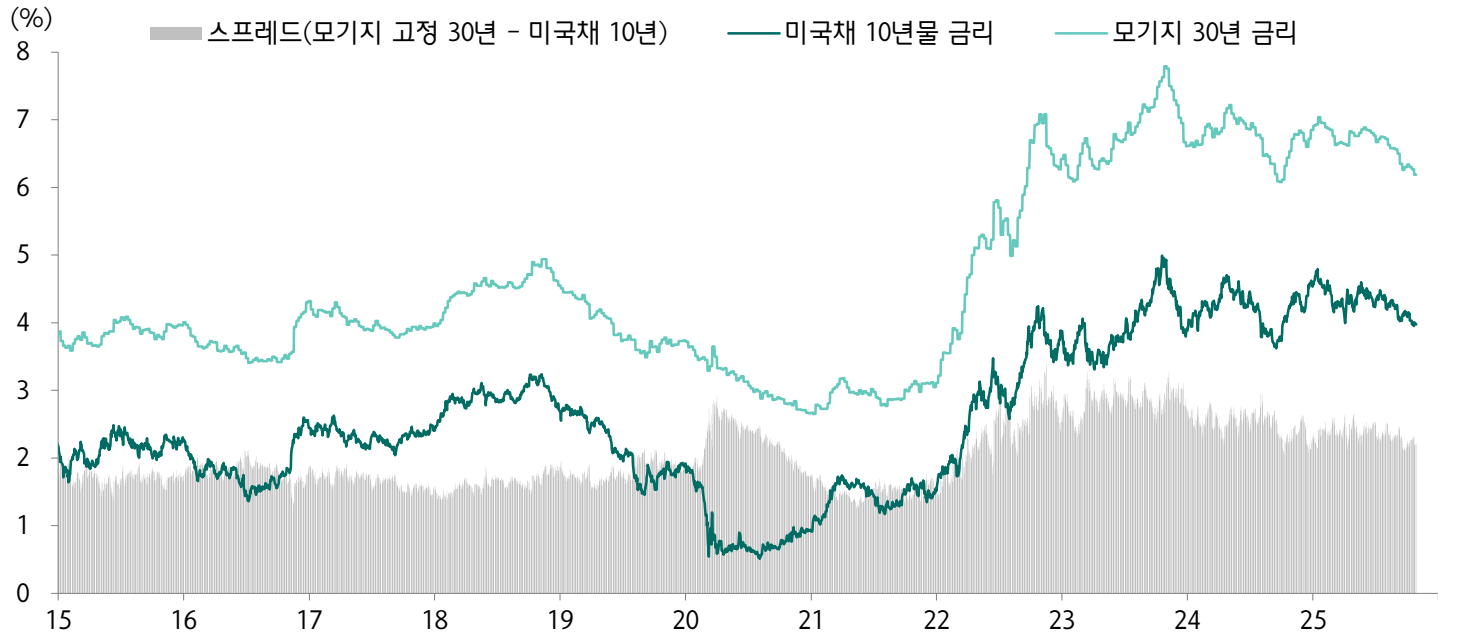


자료: Bloomberg, 하나증권

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

이자 부담을 피해 변동금리 모기지로 갈아타기 시작

- 최근 미국 주택 구매자들이 집값 이자 부담을 감당하기 위해 ARM 대출(변동금리)을 선택하는 경우 증가. 금리 인하 기대에 베팅
- 그러나 실제 시장금리가 예측과 달리 상승하거나, 신용이 나빠져 리파이낸싱이 어려워지면 큰 위험에 노출될 수 있다고 경고
- 2006~2008년 미국 ARM 대출이 급증했다가 금리 재조정 시점에 대량 연체·압류와 부동산 시장 붕괴로 연결된 사례
- 서브프라임 사태 당시에도 많은 차입자들이 "주식 등 자산시장이 오르면 그 수익으로 대출 만기, 원리금을 갚으면 된다"는 낙관론

더 높은 상환 위험을 감수하면서 변동금리 모기지 선택

Risky Loan From Housing-Bust Era Is Making a Comeback

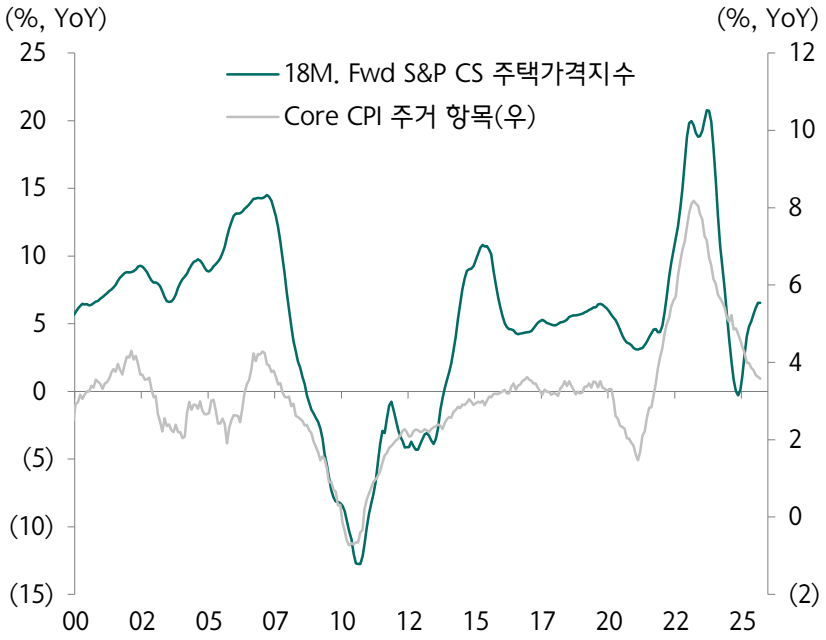
Buyers embrace adjustable-rate mortgages, chancing higher payments later for lower ones now

자료: WSJ

근로소득: 주택 구매력의 척도

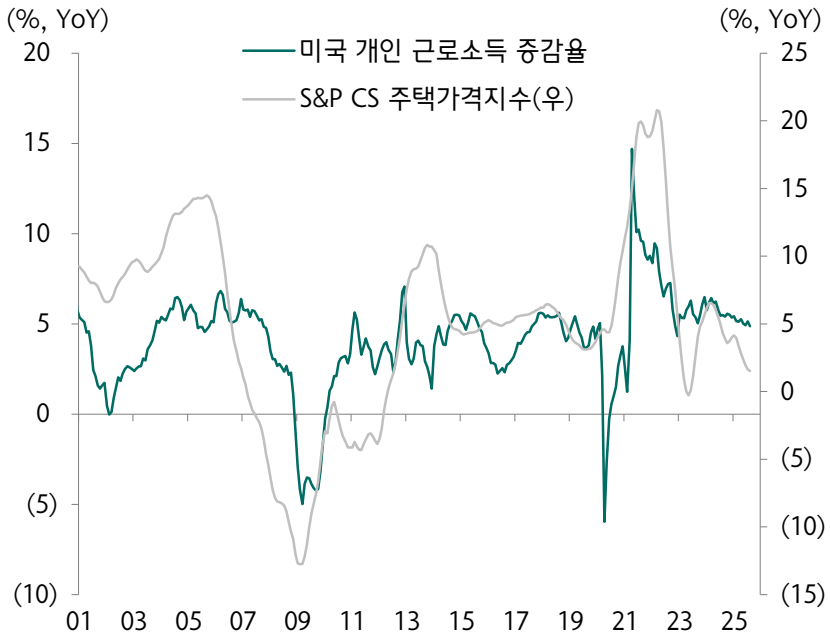
- 결국 개인이 집을 사기 위해서는 필요한 것은 '돈'
- 개인 소득은 크게 1) 근로소득, 2) 투자소득, 3) 레버리지(대출)에서 창출
- 주택 매매심리는 근로소득에서 나오고, 주택 구매력은 레버리지에서 나온다

CPI 항목의 약 40%를 차지하는 주거 항목은 주택가격지수를 따라 움직임



자료: Bloomberg, 하나증권

주택가격지수가 근로소득을 선행: 주택 경기는 체감 경기의 척도이기 때문

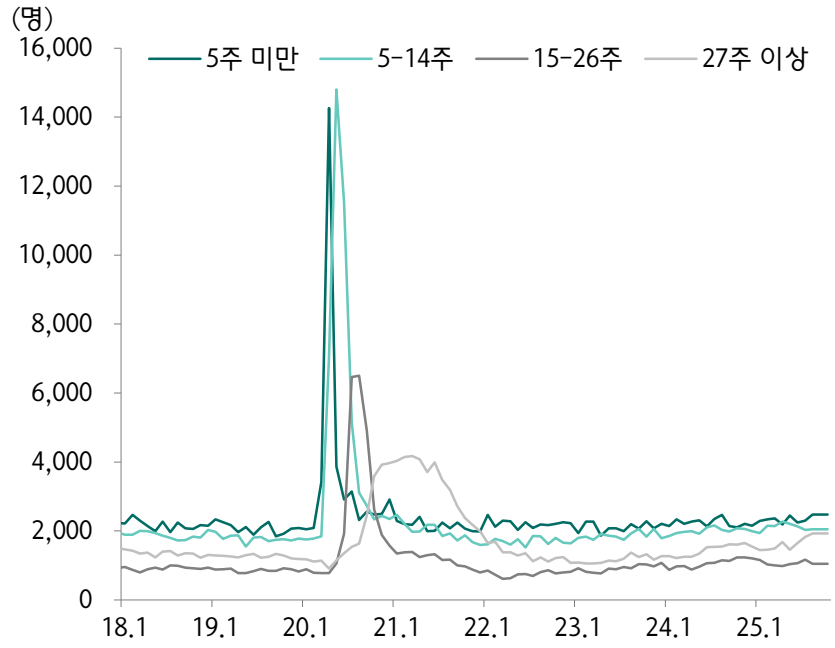


자료: Bloomberg, 하나증권

근로소득: 고용률과 실업률

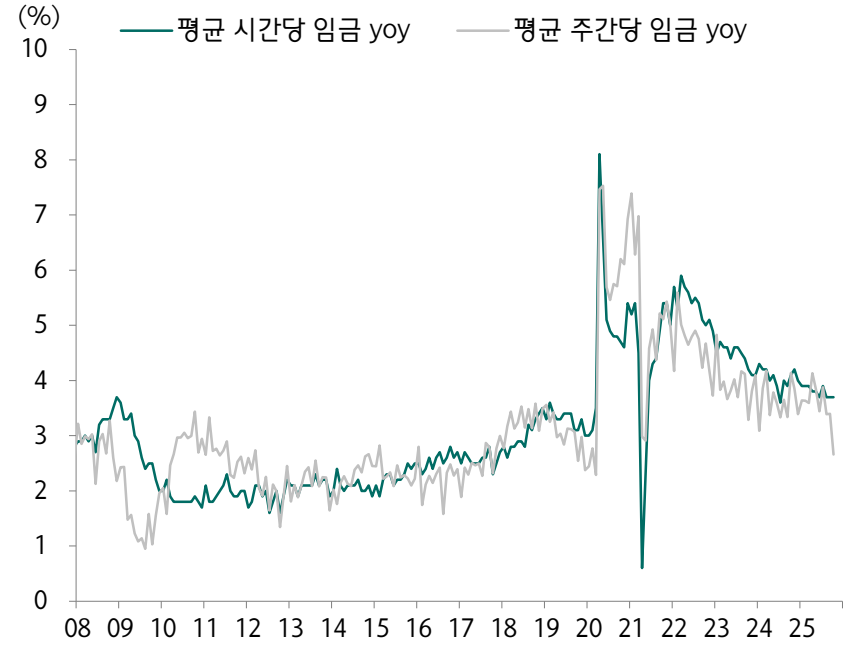
- 근로소득은 결국 고용률과 실업률이 결정
- 하지만 녹록지 않은 고용시장. 지난 FOMC에서 1) 고용 증가세 둔화, 실업률은 낮은 수준, 2) 고용 하방 위험이 증가했다고 언급
- 고용도 불안한 와중 근로소득 규모 자체가 적어지니 주택에 대한 접근성은 현저히 떨어질 수밖에 없음

평균 실업지속기간별 실업률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

평균적으로 받는 근로소득은 상승률이 점점 낮아짐

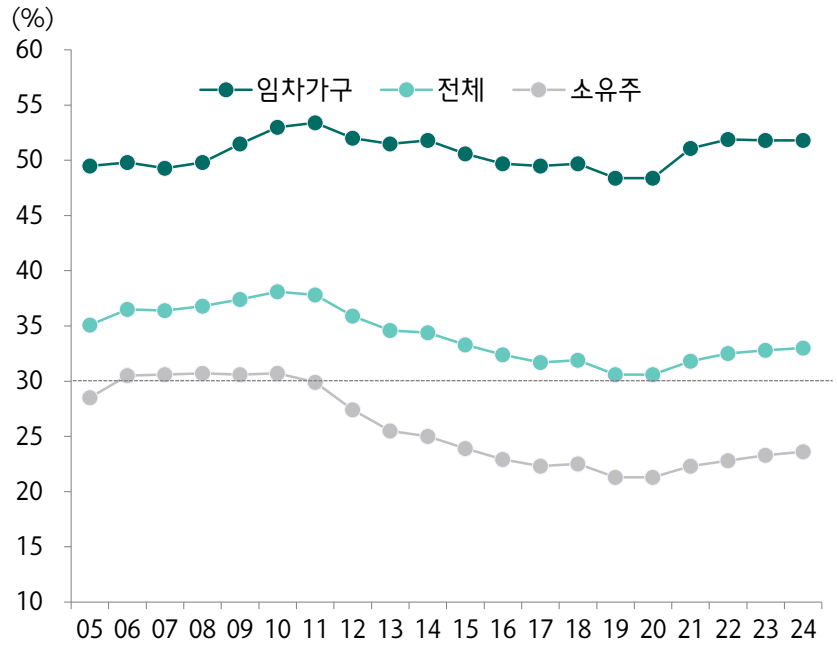


자료: Bloomberg, 하나증권

근로소득: 주거비 부담 비율

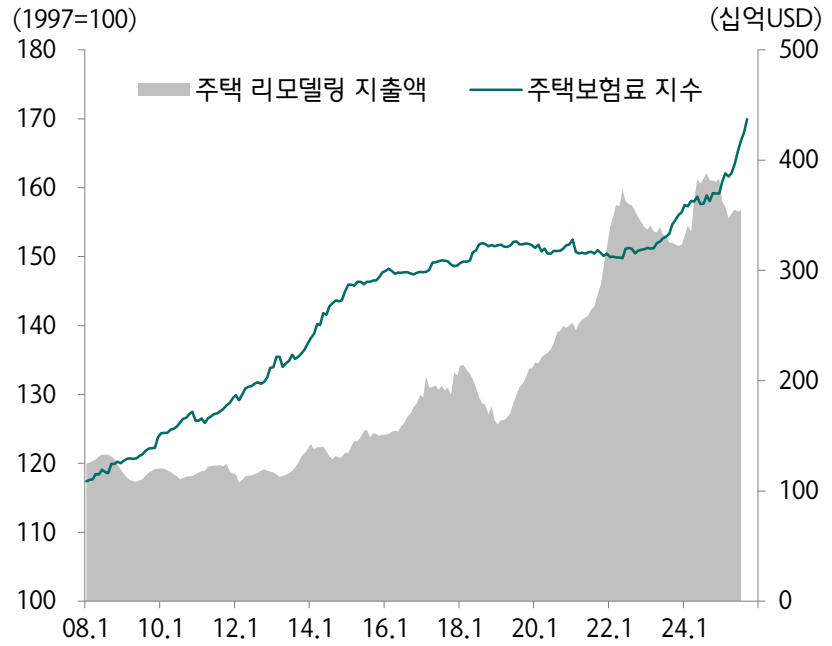
- 저금리+주택가격 상승 효과를 바탕으로 소유주 위주로 주거비 부담 경감됐으나, 임차가구는 구조적 고점 지속
- 미국 임차가구의 절반이 소득의 30% 이상을 주거비에 사용하는 '극단적 비용 부담 상태'
- 더불어 임금 증가보다 주택 가격이 더 빠르게 올라 구매력은 더 낮아지는 중

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

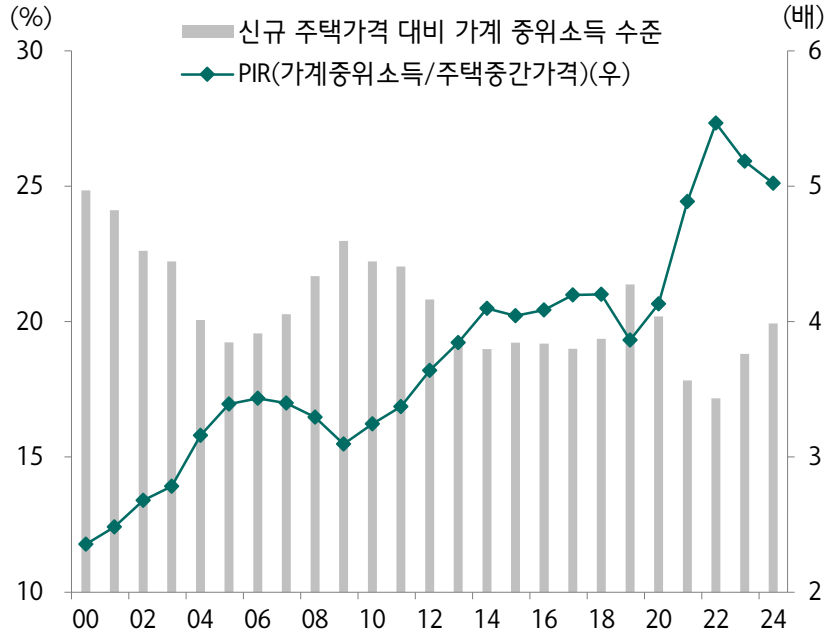


자료: Bloomberg, 하나증권

근로소득: 집값 상승률 > 월급 상승률

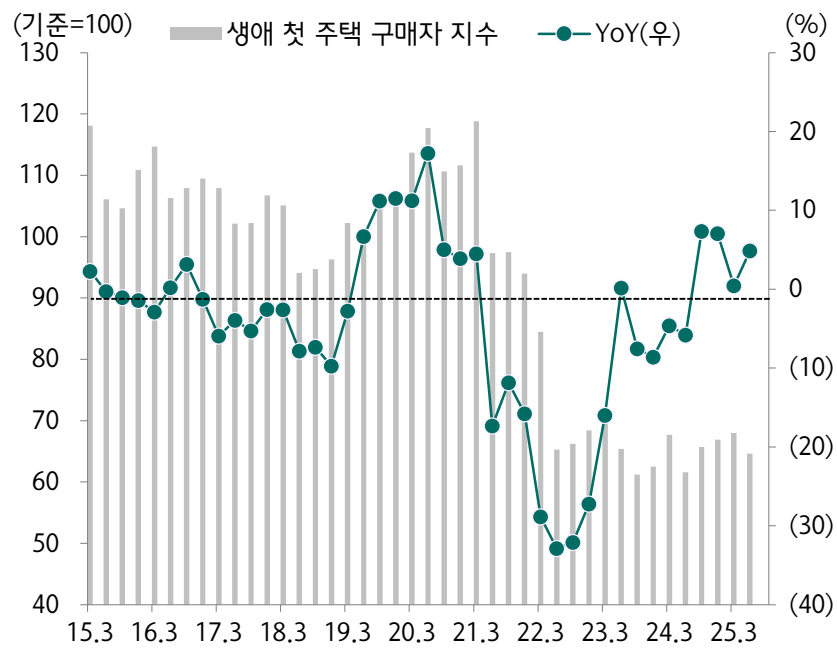
- 주택가격 상승률이 소득 상승률을 한참 앞지르는 구조로, 미국 내 주택 구매 장벽이 사상 최고 수준으로 높아짐
- 가격·금리·대출 환경 등 복합 악재가 겹치며 진입장벽이 높아졌음
- 신규 주택 시장에서 '첫 구매자' 구간이 위축되면 추후 주택시장 전체의 유동성·거래량·가격에도 압박으로 작용

월급이 집값을 못 따라간다



자료: Bloomberg, 하나증권

생애 첫 주택 구매자 지수 하락 중

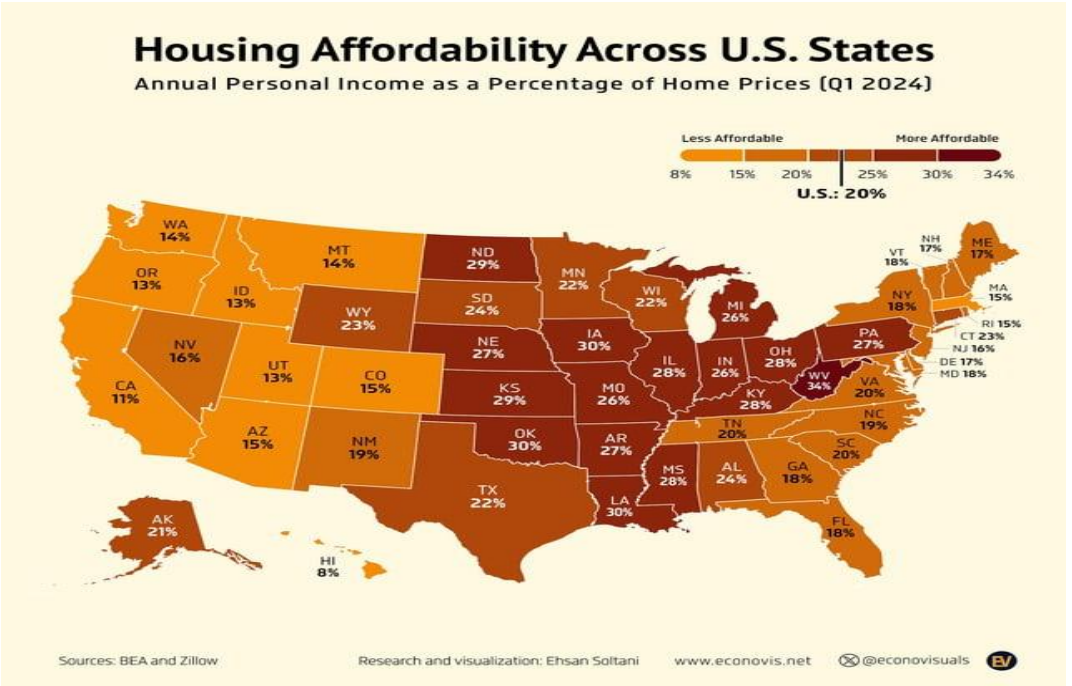


자료: Bloomberg, 하나증권

PIR: 미국인도 내 집 마련이 꿈

- 미국 평균 연소득이 평균 주택 가격의 20%에 불과해 집을 사려면 소득의 5배가 필요
- 캘리포니아주가 PIR 9배로 가장 높고, 뉴욕, 워싱턴 등 동부 대도시 중심 6.7~7.5배 수준
- 반면 중서부와 남부는 3배 수준으로 주택구입 접근성 타지역 대비 높음
- 참고로, 현재 서울의 PIR은 10.3배 수준(2025년 2분기 기준)

주별 연간 개인 소득 대비 주택 가격 비율

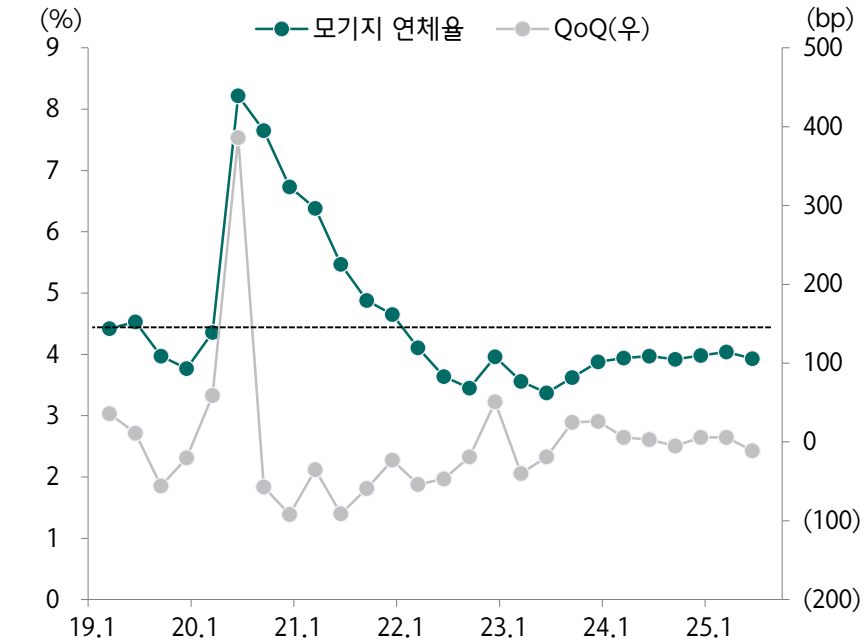


자료: Bloomberg, 하나증권

레버리지: 이자비용

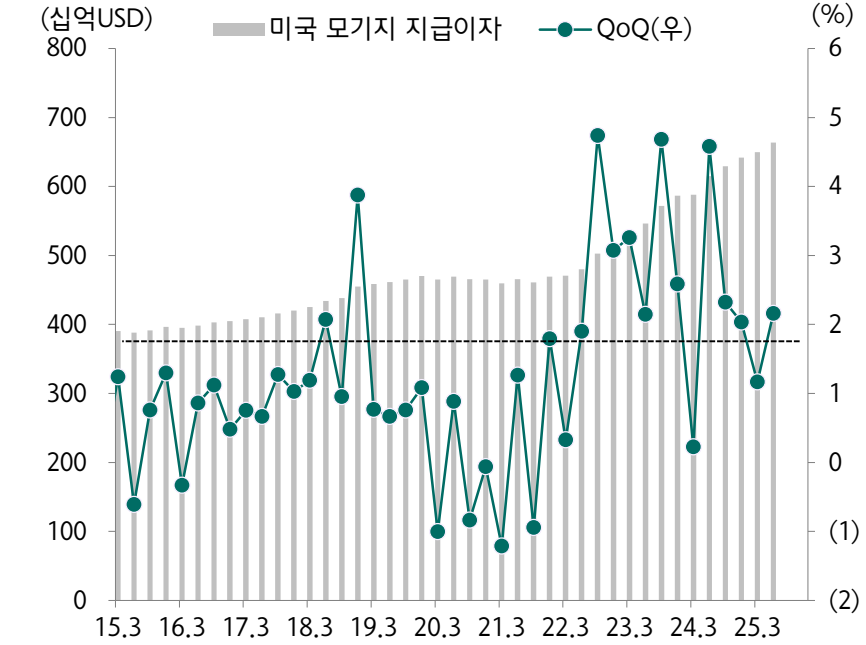
- 금리가 내리더라도 주택 가격이 더 빠르게 오르면 신규 구매자들은 더 많은 금액을 대출로 빌려야 하므로 전체 모기지 총액 증가
- 이자율이 같아도 집값 자체가 올라버리면 내야 할 이자비용은 증가하기 때문
- 인구 증가, 가구 분화 등의 인구구조적인 영향도 모기지 총량을 끌어올림

전체 모기지 연체율: 평균 이하 유지 중



자료: Bloomberg, 하나증권

지급해야 할 이자 총액은 증가 중

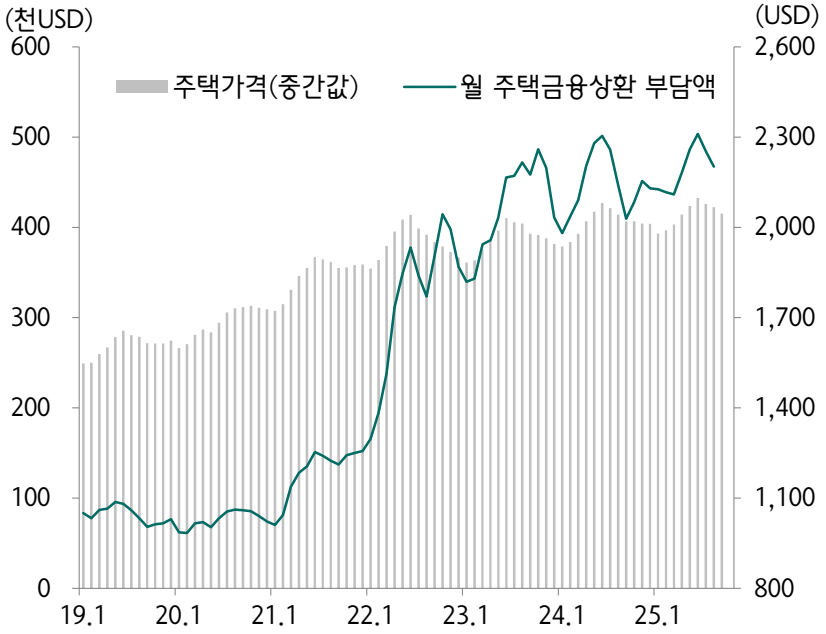


자료: Bloomberg, 하나증권

레버리지: 높아진 대출의 문턱

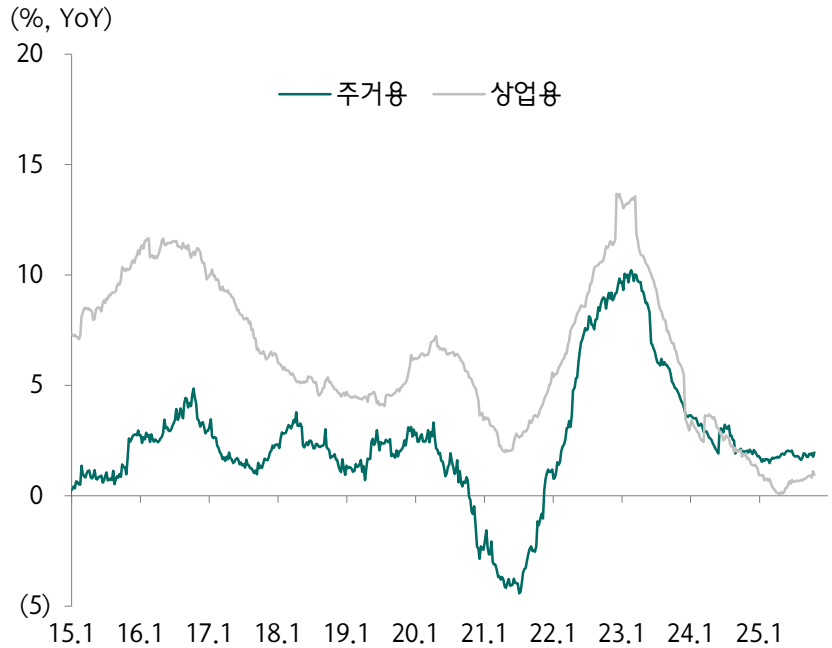
- 월 모기지 상환액이 사상 최고 수준으로 치솟으며 실수요자의 구매력 악화와 신규 대출 수요 위축
- 소득 대비 상환비율 악화로 금융기관이 대출심사의 요건을 더 엄격하게 적용
- 연간 대출 증가율이 거의 없는 상태에서 금리와 가격 부담 진행 중 → 주택시장 전반의 유동성 부족 국면

연도별 주택가격과 월 모기지 상환액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

연간 주거용/상업용 부동산 총 대출 증감 추이

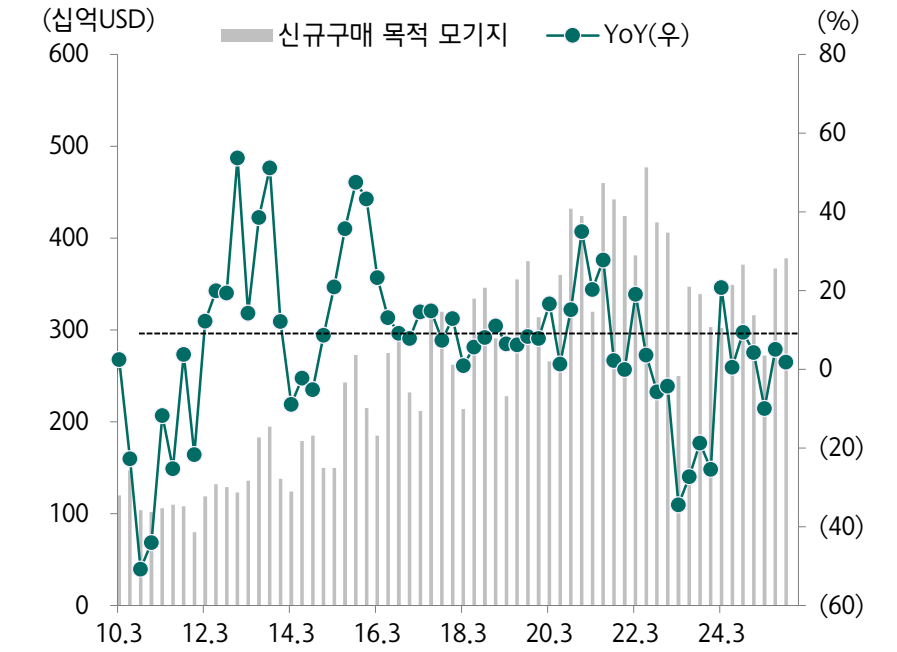


자료: Bloomberg, 하나증권

레버리지: 대출 여건

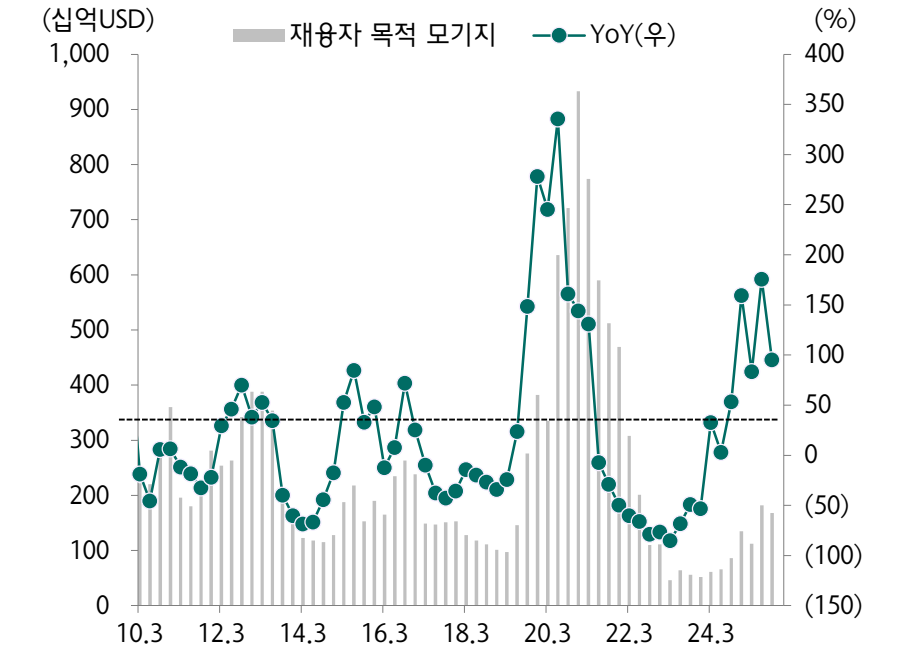
- 주택 신용시장 신규 유입과 기존 재융자 시장 모두 침체 혹은 사이클 조정 구간
- 특히 리파이낸싱 시장은 저금리의 고점 사이클 효과가 끝나고 극도로 위축되어 시장 회복에 시간이 필요함
- 이를 통해 미국 주택금융의 대출 시장은 거래량 급락과 신용 사이클 조정으로 전망

신규 구매 목적 모기지 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

재융자(리파이낸싱) 목적 모기지 추이

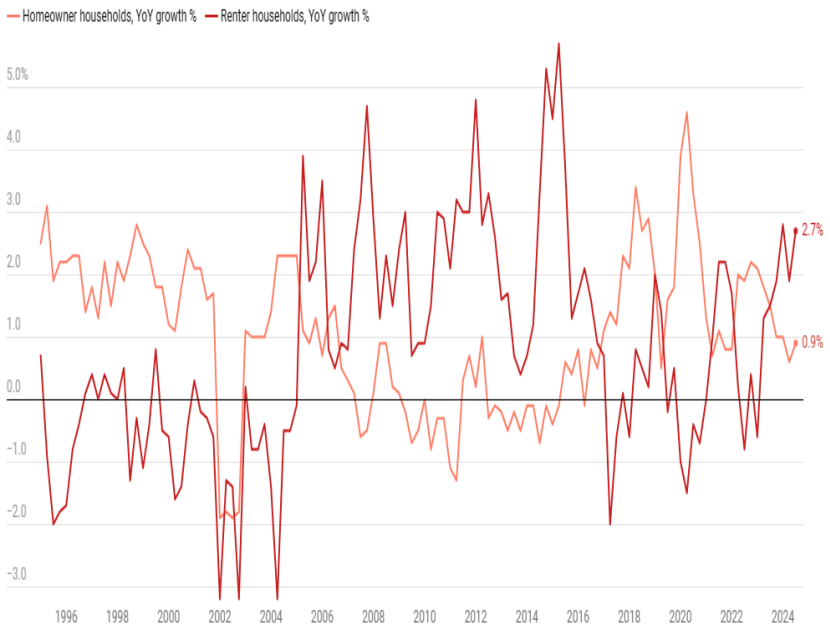


자료: Bloomberg, 하나증권

멀티패밀리: 단독주택 부진에 따른 수혜

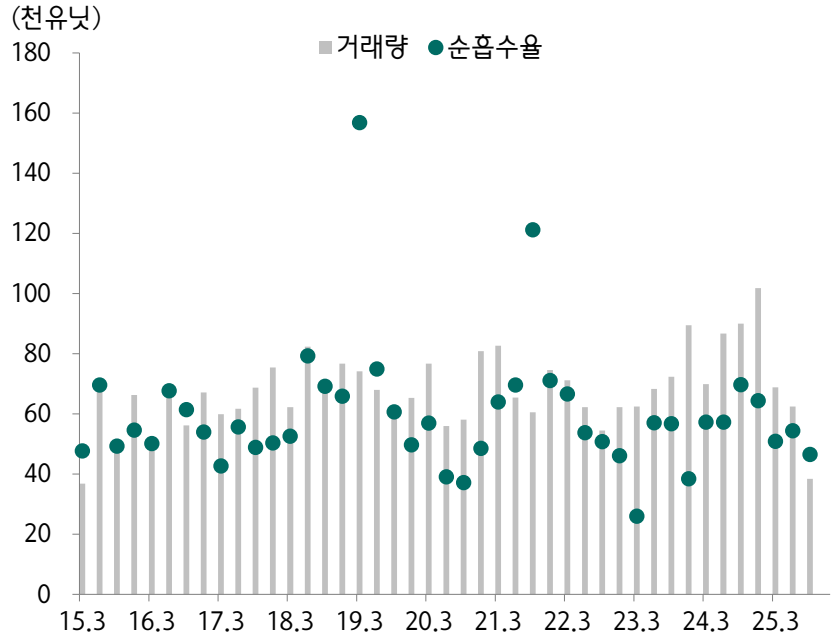
- 단독주택 구매력 약화 → 임대주택(특히 멀티패밀리)로 실수요 전환 → 임차가구 급증 → 멀티패밀리 공급 확대
- 임대가구수의 연간 성장률은 소유가구 수 성장률을 뛰어넘기 시작함
- 거래량 자체도 2024년 정점 이후 소폭 감소 중이나 평균치 유지하며 수요 유지

가구 유형별 연간 증감율



자료: Redfin

거래량 2024년 정점 이후 평균치 유지 중

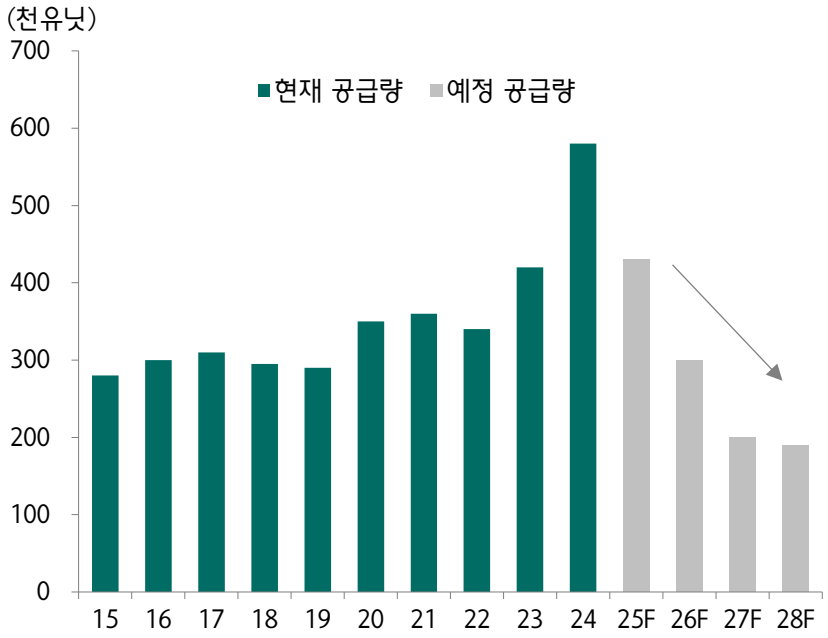


자료: Redfin

멀티패밀리: 아이러니하게도 현재 공급 과잉 상태

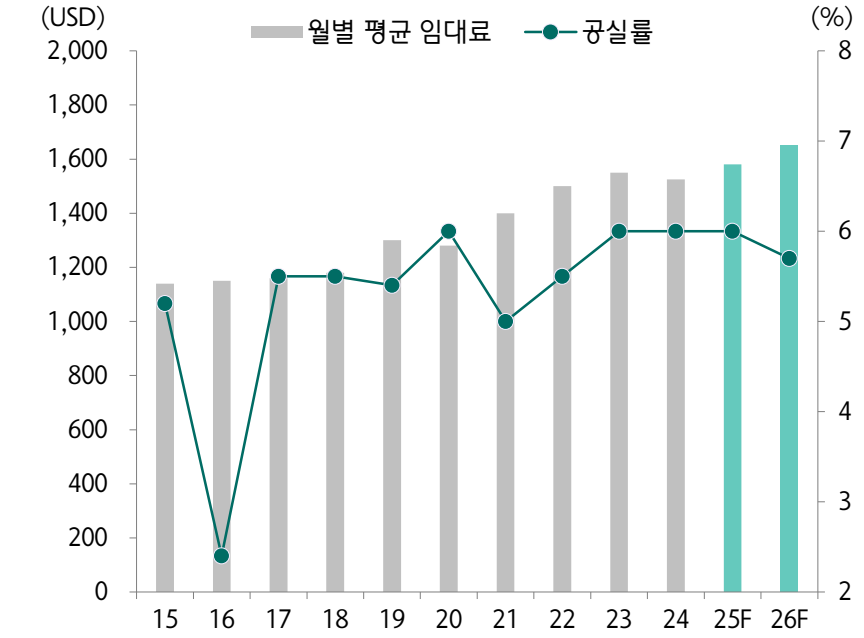
- 2023~2024년 멀티패밀리 신축 물량은 50년 내 최대 수준, 연간 59만 세대가 넘는 역대급 공급 집중
- 지역별 차별화: 오스틴, 댈러스, 피닉스 등 선벨트 도시의 경우 대규모 공급으로 공실률 상승
- 반면, 공급 확장이 쉽지 않은 대도시는 여전히 공실 낮고 공급이 타이트한 국면
- 전국적으로 공급이 급증한 아파트 상당수가 고급 신축 위주, 실질 수요(중저가 실거주 임차인)와의 미스매치가 공급 과잉을 더 부각

2024년 이후 연간 신규 공급량 변화 및 전망



자료: RealPage, 하나증권

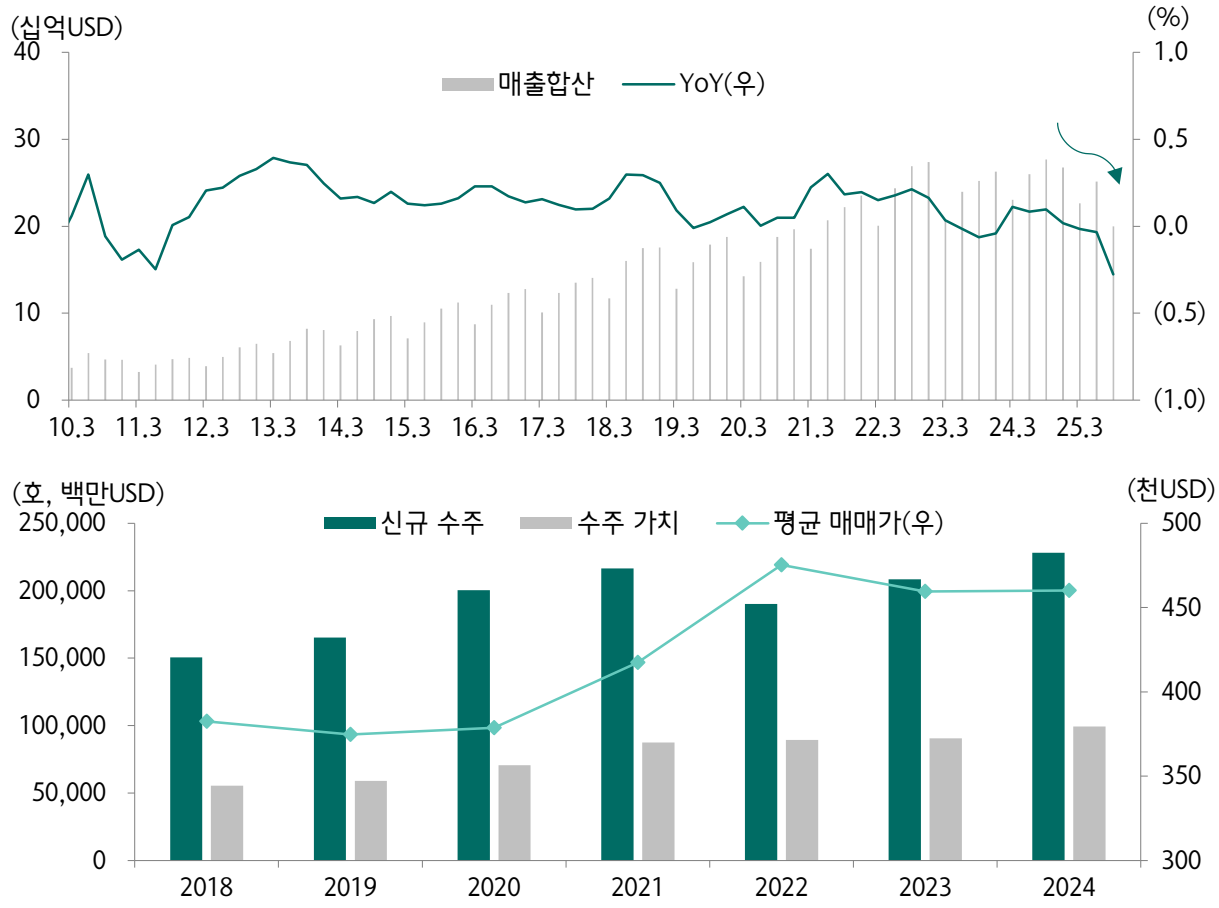
멀티패밀리 월별 평균 임대료 및 공실률 추이 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

건설사 실적: 미래 전망 악화되면서 공급 여력이 줄고 있음

코로나 시기 크게 늘린 매출은 둔화 국면에 돌입



주) 건설사 Peer는 DHI, LEN, PHM, NVT, KBH 5개사 숫자 합산
자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

- 주요 주택 건설사들은 코로나 기간 동안 매출, 매매가, 신규 공급 모두 사상 최고치 기록
- 즉, 가격 상승+공급 증가+매출 확대가 동시에 나타남
- 2023년 이후 금리·수급 조절로 인해 공급과 매매가 상승세가 멈추고 실적도 둔화 국면 진입
- 집값 고점과 주택 공급 조절, 금리 인상 등 외부 변수의 영향으로 실적 정체 중

주요 건설사 Valuation

- 대형 업체들은 인센티브 확대에도 불구하고 인도량 및 매출이 하락하며, 마진율도 2022년 대비 450~800bp 축소
- 공통적으로 2025년 실적 악화 후, 2026년에는 금리 하락 기대와 침체 수요 회복으로 실적 반등 전망
- 할인 공급에도 구매자들은 금리와 주택 가격이 더 떨어지기를 기다려 거래를 주저하는 심리가 확산되어 수요 위축 지속 전망

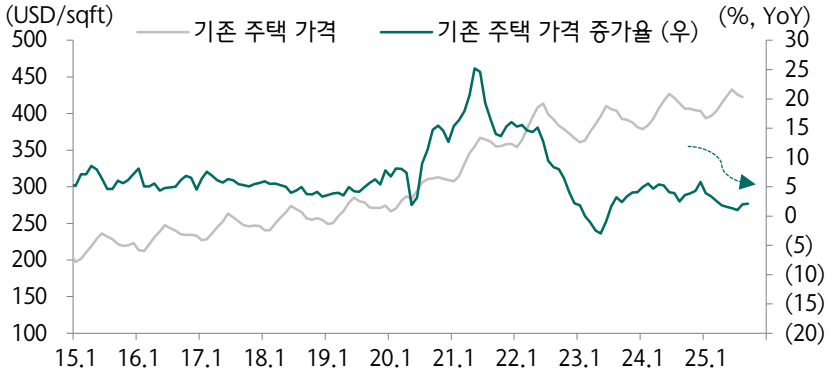
미국 주요 건설업체 Peer Valuation

기업명	시가총액 (백만USD)	주가 (YoY%)	24P/E	25F P/E
D.R. 호턴	42,631	(14.2)	9.9	12.3
레나	30,798	(29.6)	8.5	14.6
NVR	20,589	(22.1)	14.7	17.1
풀티 그룹	23,343	(9.8)	8.9	10.5
톨 브라더스	12,894	(15.1)	9.1	9.7
KB 홈	3,940	(26.0)	7.3	9.5
Taylor Morrison Home	5,796	(19.1)	7.1	7.6
TRI 포인트 홈즈	2,715	(26.0)	6.7	11.1
메리티지 홈즈	4,717	(29.8)	6.3	9.9
LGI 홈스	1,078	(57.2)	5.6	13.1
평균		(21.5)	8.4	11.5

자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

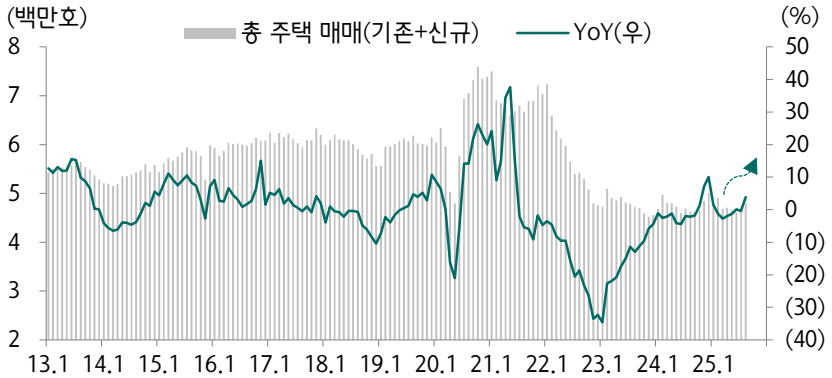
2026년 지표 전망: P↑, Q↑ , C↓

기존 주택의 명목가격은 상승 중이지만, 상승률은 꺾인 상태



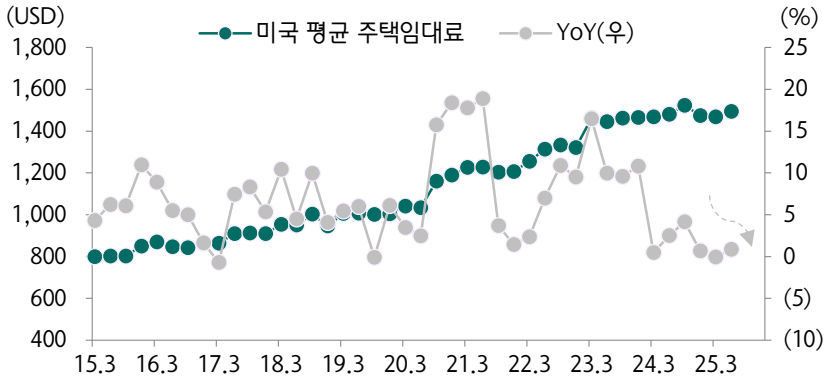
- P: 전국 평균 집값은 YoY +0~2% 소폭 상승 전망. 2023~2024년 급등 대비 변동폭은 줄고, 지역별로 차별화 예상
- Q: 주택 거래량은 YoY +8~10%가량 반등 전망. 모기지 금리 하락이 현실화될 경우 잠긴 매물과 눌린 수요 일부가 재진입할 것
- C: 주택 구매 및 건설 비용은 '완화'보다는 '고착' 전망
- 공급 확대, 지역별 가격 조정 등으로 체감은 낮아질 수 있으나, 이미 크게 오른 상태로 전국적 비용 하락은 기대하기 어려움

총 주택 매매거래량은 반등 추세로 진입



자료 : Bloomberg, 하나증권

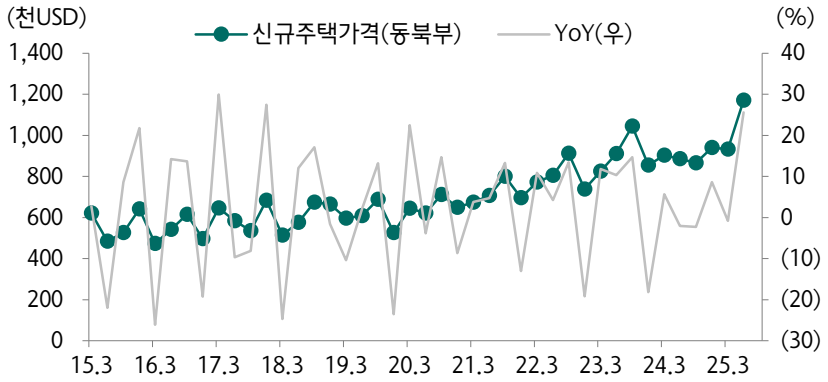
금리 인하 이후 주택임대료 역시 보합권에서 머무는 중



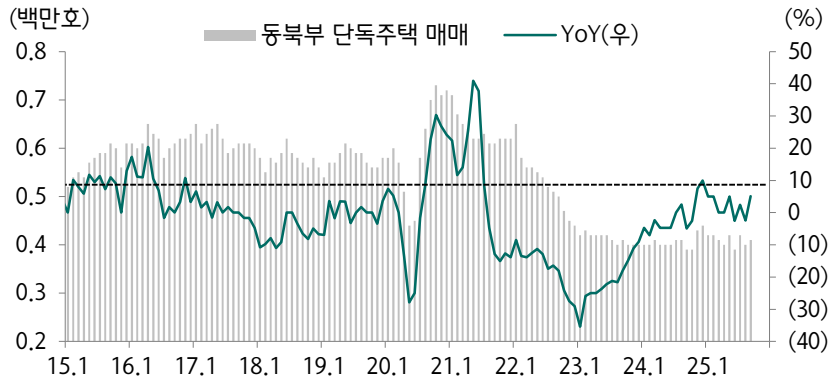
자료 : Bloomberg, 하나증권

동부 지역 지표 전망: 실수요·고소득 수요로 강한 시장 방어력

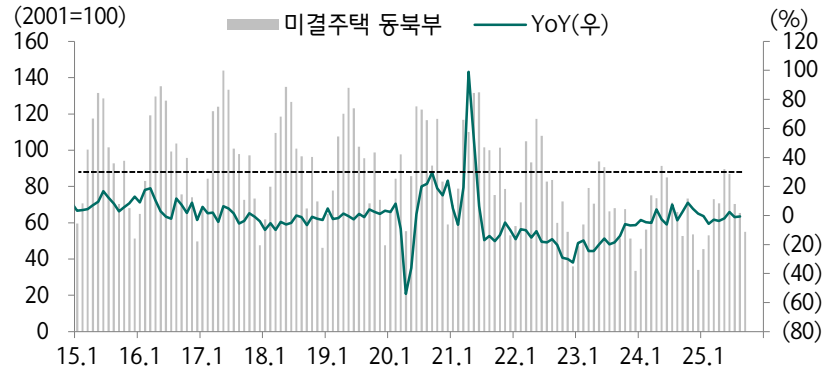
신규 주택가격: 뉴욕 중심 우상향 지속



단독주택 매매거래량: 일부 고가주택 중심 소수 거래

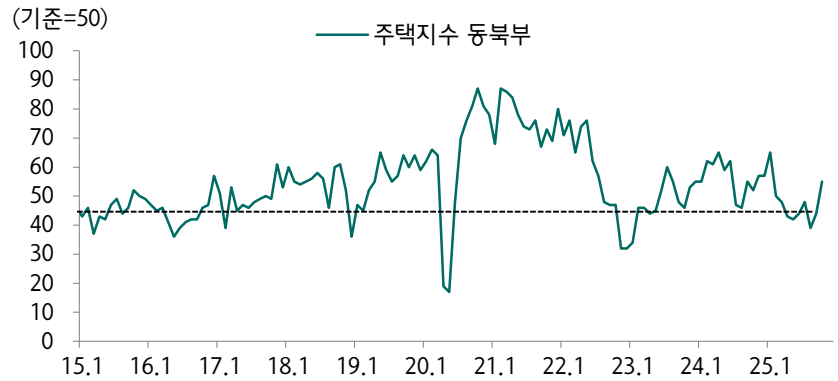


미결주택: 재고 부족이 여전해 미결주택 증가 속도는 완만



자료: Bloomberg, 하나증권

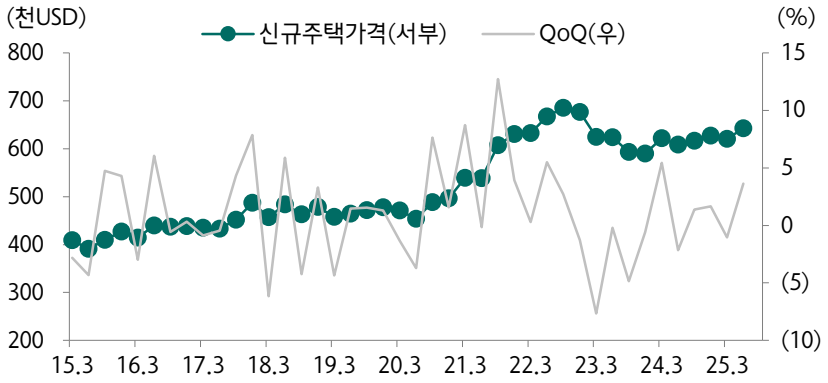
주택지수: 매물 부족 장기화, 수요를 따라가지 못해 가격과 주택지수 상승



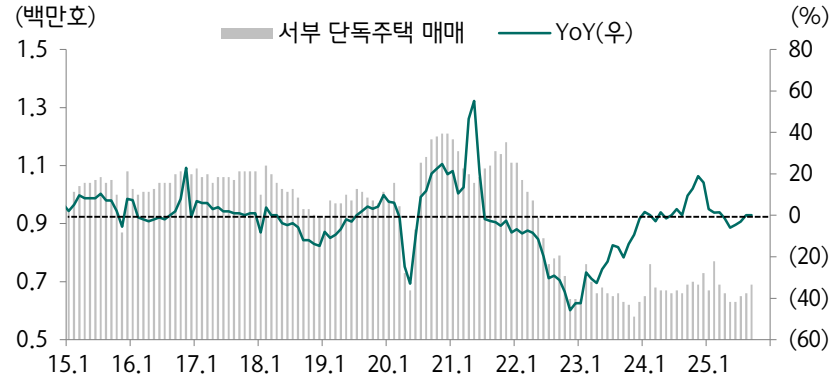
자료: Bloomberg, 하나증권

서부 지역 지표 전망: 인구 유출, 자연 재해 등 주택보유비용 증가할 것

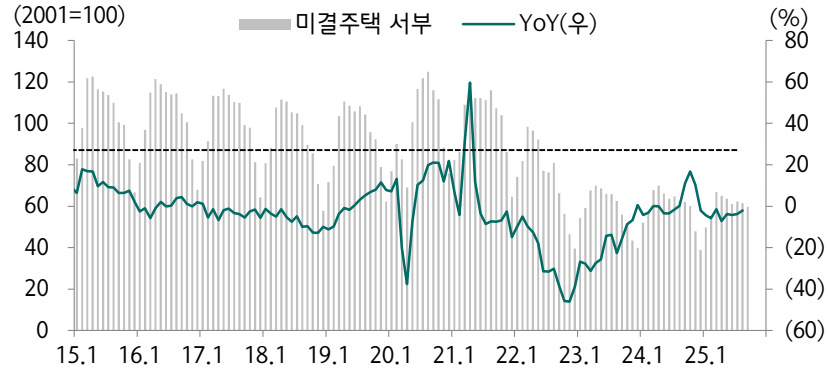
신규 주택가격: 상승률 완화됐지만 절대적인 가격이 높음



단독주택 매매거래량: 인구 유출, 자연 재해 등 거래량 회복 저항 지속

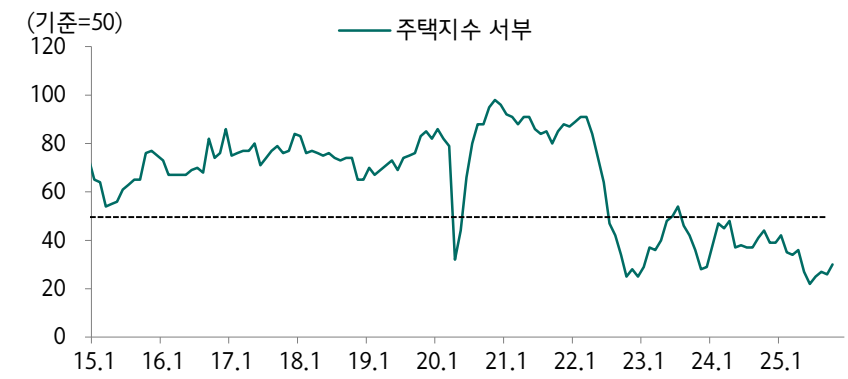


미결주택: 신규 매물 많지만 Lock-In 매물 많아 매수세 회복 정체



자료: Bloomberg, 하나증권

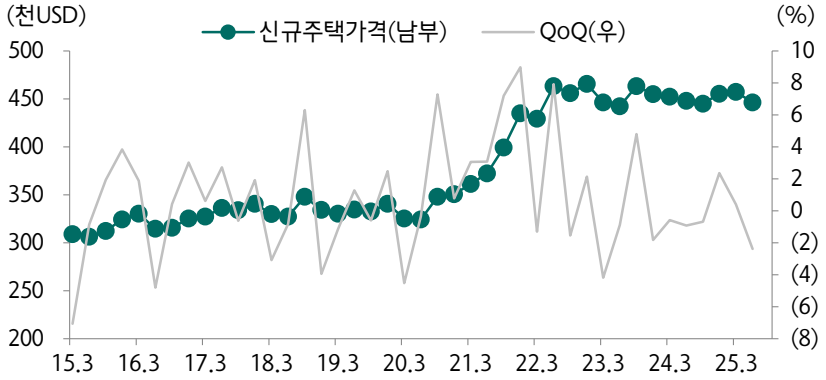
주택지수: 평균치 큰 폭 하회. 모멘텀 한계



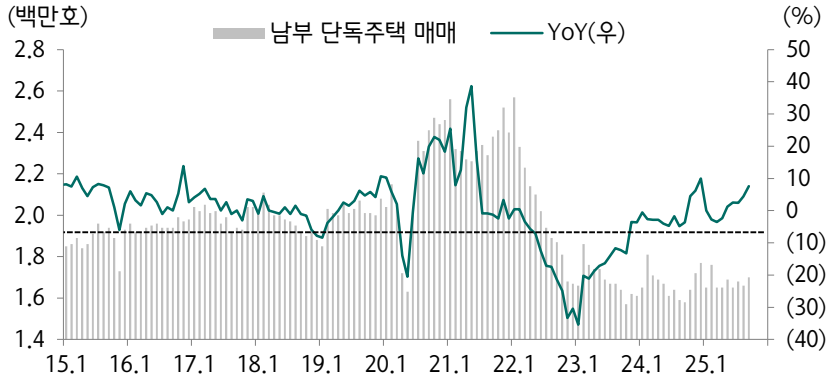
자료: Bloomberg, 하나증권

남부 지역 지표 전망: 공급 확대 효과로 집은 많다

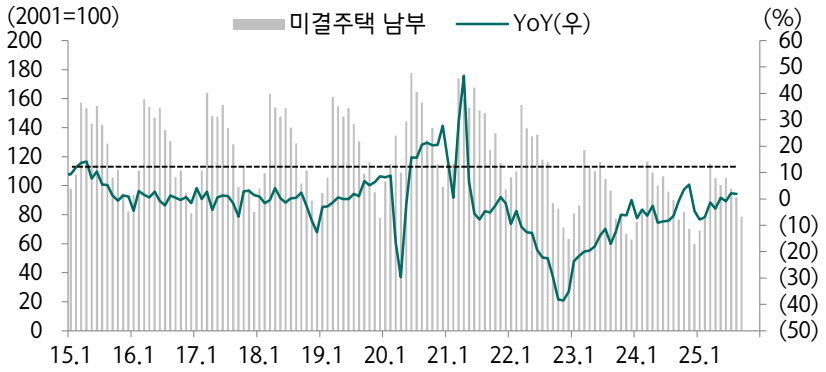
신규 주택가격: 선벨트 지역 재고 누적으로 가격 반등 속도 느림



단독주택 매매거래량: 신규 공급 확대 효과로 YoY 5~10% 정도 증가 전망

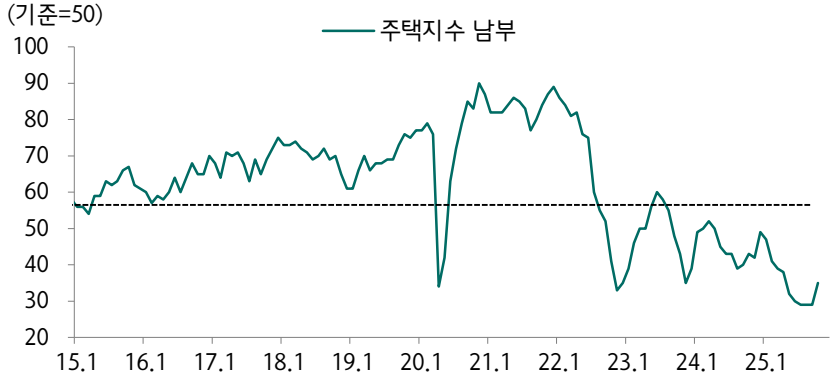


미결주택: 평균치 하회하면서 완만하게 회복할 것으로 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

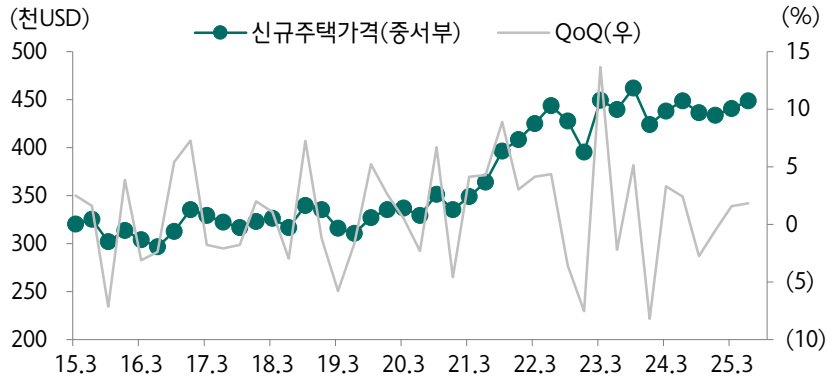
주택지수: 공급 물량이 많아 지수는 소폭 반등 중



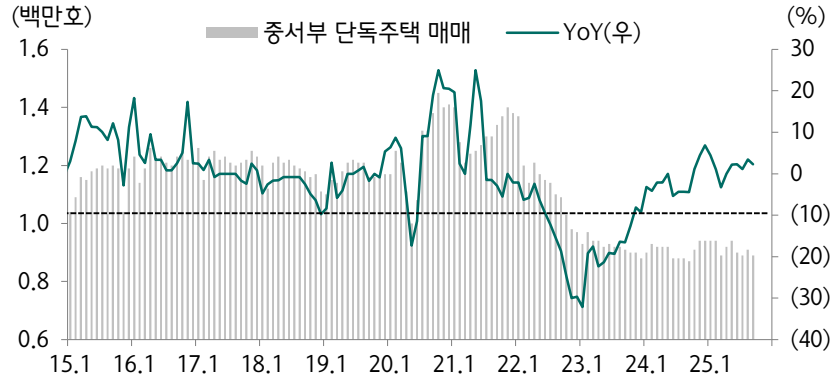
자료: Bloomberg, 하나증권

중서부 지역 지표 전망: 내수 기반 바탕으로 안정세 기대

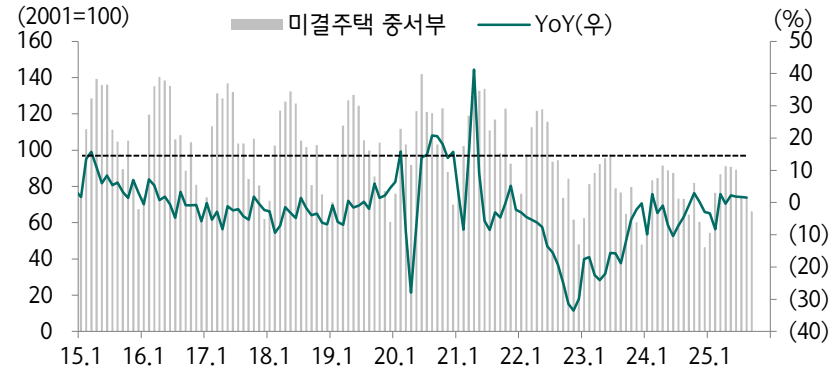
신규 주택가격: 중산층 및 실수요 가구 위주로 가격 급등락 없이 안정적



단독주택 매매거래량: 실수요 가구가 많은 시장 덕에 안정적인 거래량

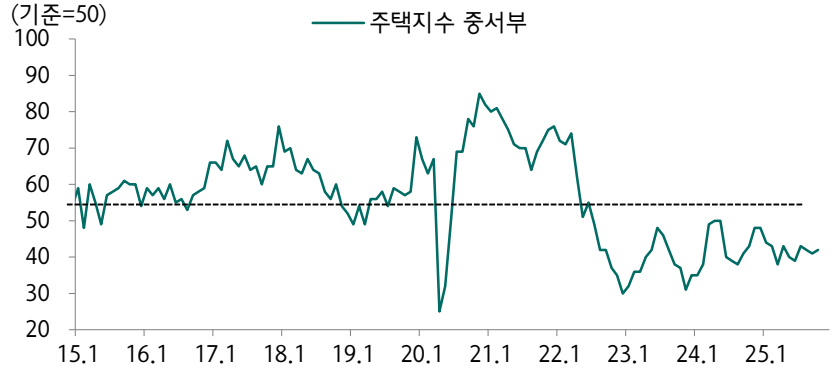


미결주택: 실수요-내수성장을 바탕으로 외부 충격에도 수요 이탈이 적음



자료: Bloomberg, 하나증권

주택지수: 박스권 유지하며 완만하게 우상향 할 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

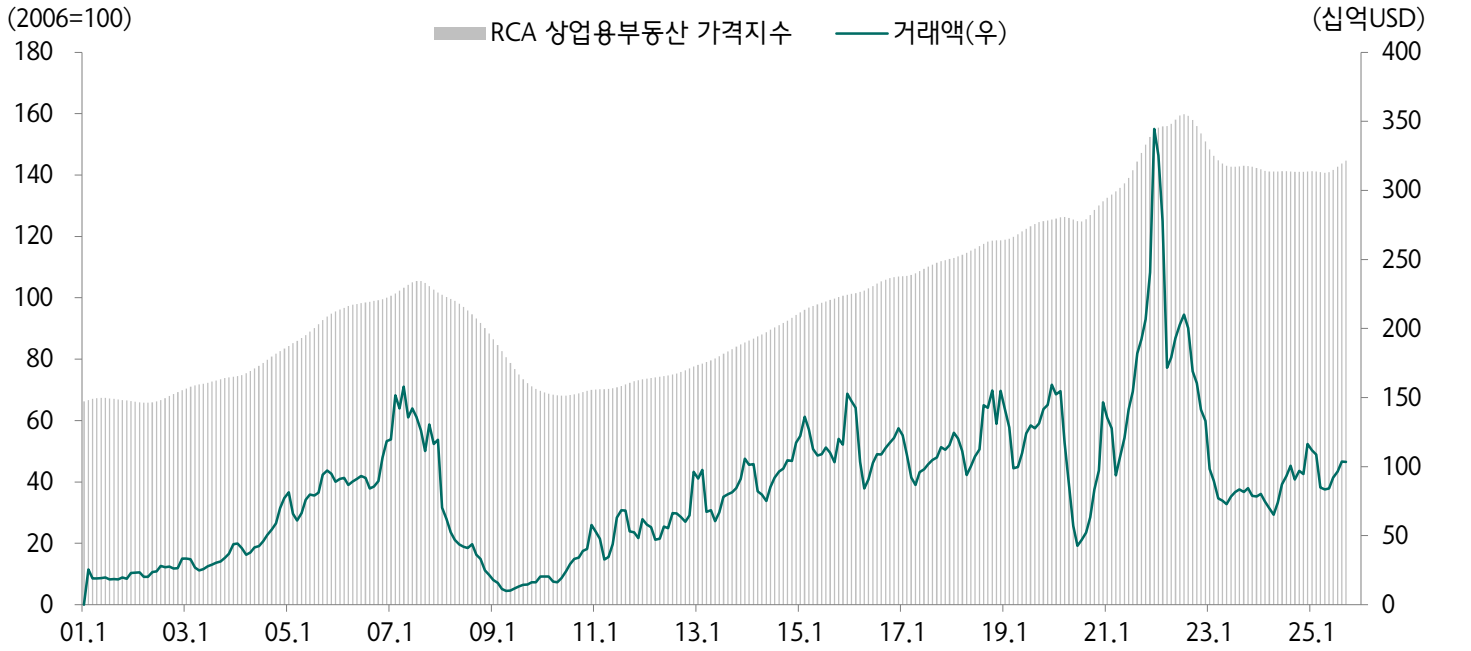
Part 2. 미국 상업용 부동산 시장 전망

피트 아웃: 다시 출발할 때

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

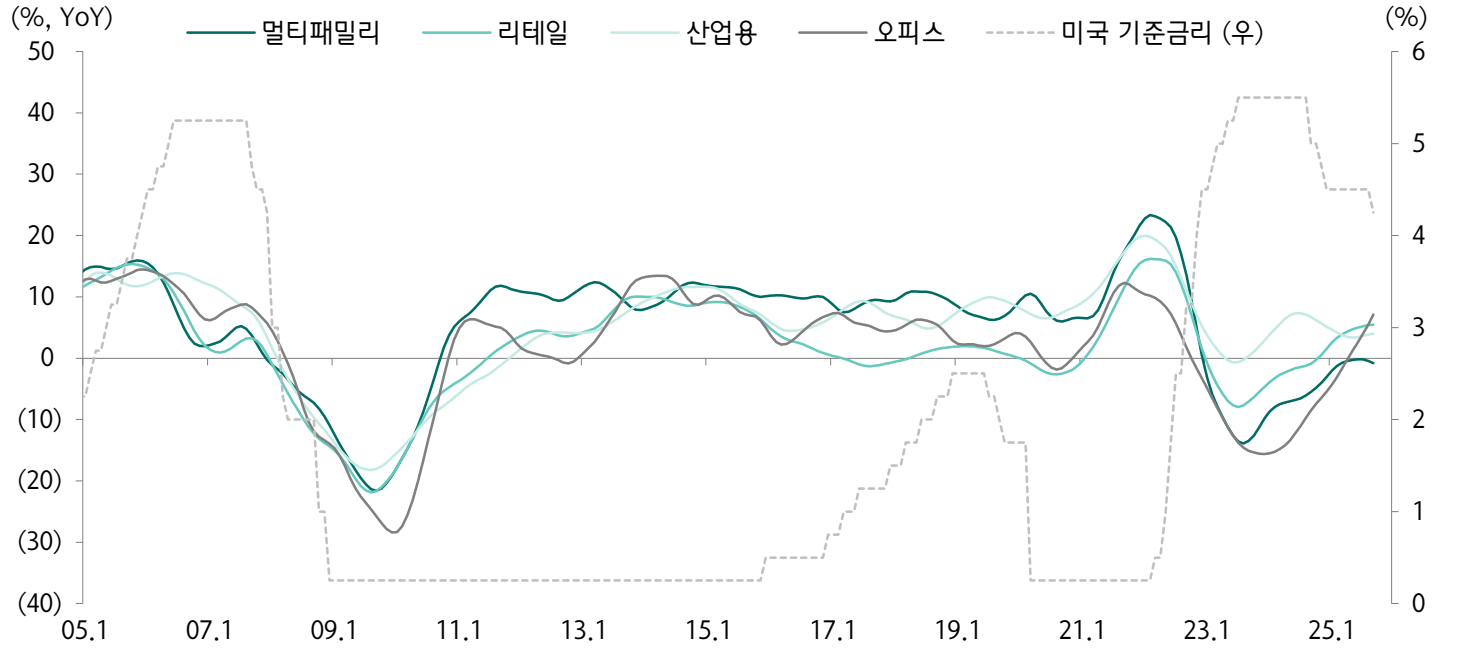


자료: Bloomberg, 하나증권

금리 인하 수혜를 받기 시작

- 금리 인하와 상업용 부동산 지수의 상승은 약 6개월의 시차를 두고 동행
- 금리를 인하하기 시작한 지난해 말로부터 6개월 뒤인 2025년 6월 상업용 부동산 지수는 YoY +로 전환
- 주요 섹터 중 낙폭이 가장 컸던 오피스 지수부터 크게 반등하기 시작

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

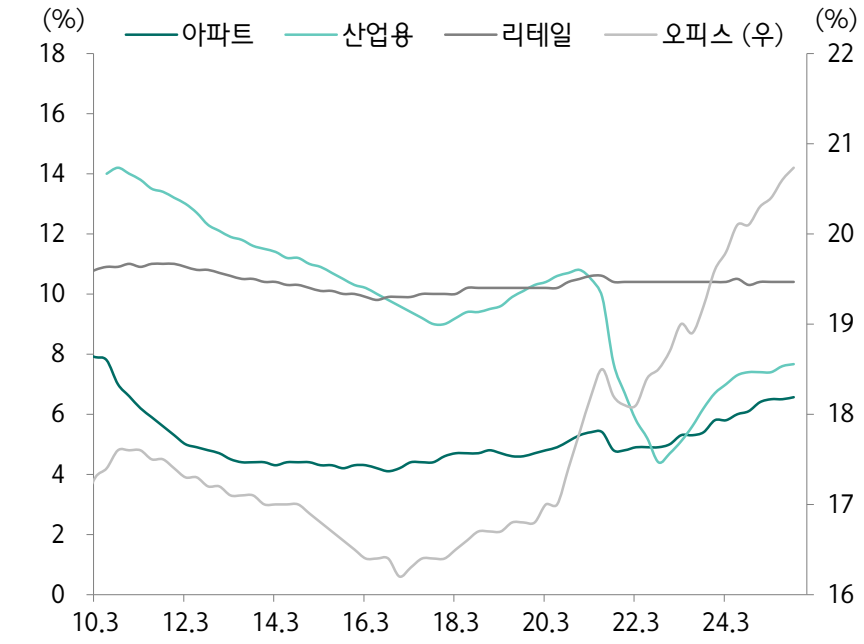


자료: Bloomberg, 하나증권

섹터별 양극화

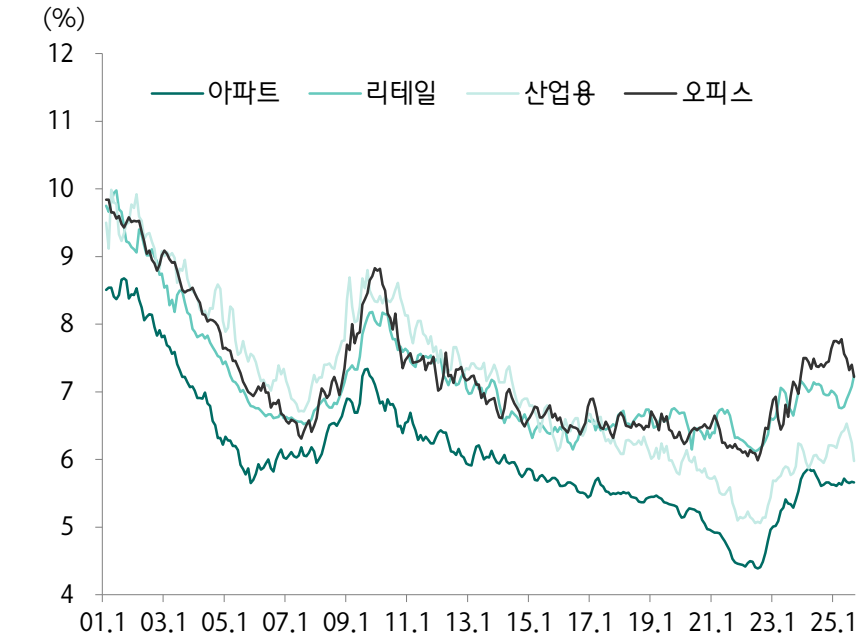
- 코로나 이후 가장 문제가 됐던 재택근무 영향으로 오피스 공실률은 여전히 회복하지 못하고 있는 모습
- 아파트는 장기적으로 실수요 기반 Cap Rate 저점 유지하다가 최근 반등, 오피스와 리테일은 경기 민감성이 커서 반등폭 큼
- 결국 오피스+리테일 vs 산업용+오피스의 구도는 임대를 얼마나 고정시킬 수 있는가에서 극명하게 갈림

주요 섹터별 공실률 추이: 오피스 외 안정화 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

주요 섹터별 Cap Rate 추이

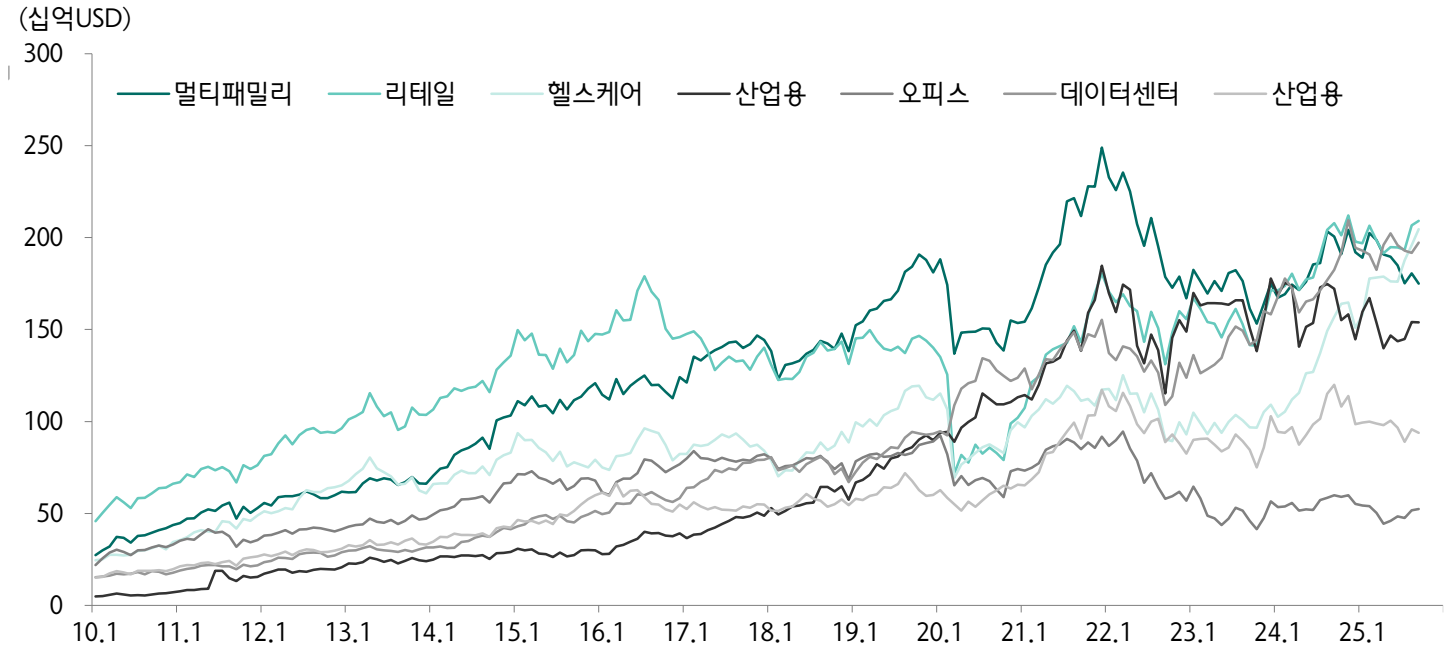


자료: Bloomberg, 하나증권

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

주요 리츠 Valuation

- 결국 1) 구조적인 산업의 전환, 2) 임대료 전가력(임차의 지속성), 3) 성장성이 있는 섹터 위주로 상승
- 금리 등 매크로 변수가 강한 시장에서는 특히나 '부동산'의 색깔이 덜 한 자산이 힘을 받음
- 리츠 전체가 약세일 때 방어주 또는 소수 성장주로 분류

미국 주요 리츠 Peer Valuation

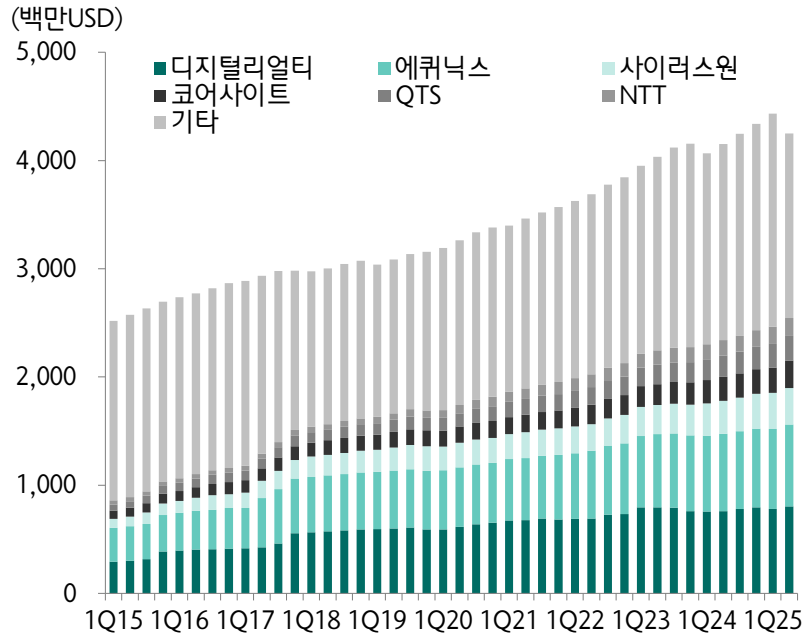
섹터	기업명	시가총액 (백만USD)	주가 (YTD%)	P/FFO	주당 FFO	배당수익률(%)
인프라	아메리칸 타워	83,307	(11.8)	21.0	8.5	3.8
주거용	에퀴티 레지덴셜	22,718	(18.8)	15.0	4.0	4.6
	인비테이션 홈즈	25,116	(24.1)	15.7	11.3	3.9
리테일	리얼티 인컴	17,171	(16.9)	14.6	1.9	4.1
헬스케어	웰타워	52,315	(1.1)	13.3	4.3	5.7
	벤타스	130,574	37.7	36.7	5.2	1.5
산업용	프로로지스	35,733	16.8	22.0	3.5	2.5
오피스	BXP	119,260	8.4	21.7	5.8	3.2
	SL 그린 리얼티	11,467	(12.7)	10.5	6.9	4.8
데이터센터	에퀴닉스	3,725	(35.3)	9.0	5.8	5.9
	디지털리얼티 트러스트	80,979	(10.5)	28.7	28.7	2.3
평균			(6.2)	19.3	7.8	3.8

주: 추정치는 11/10, 25F 기준
자료: 각 사, Bloomberg, 하나증권

① 데이터센터: 이젠 부동산이 아닌 하나의 테마로

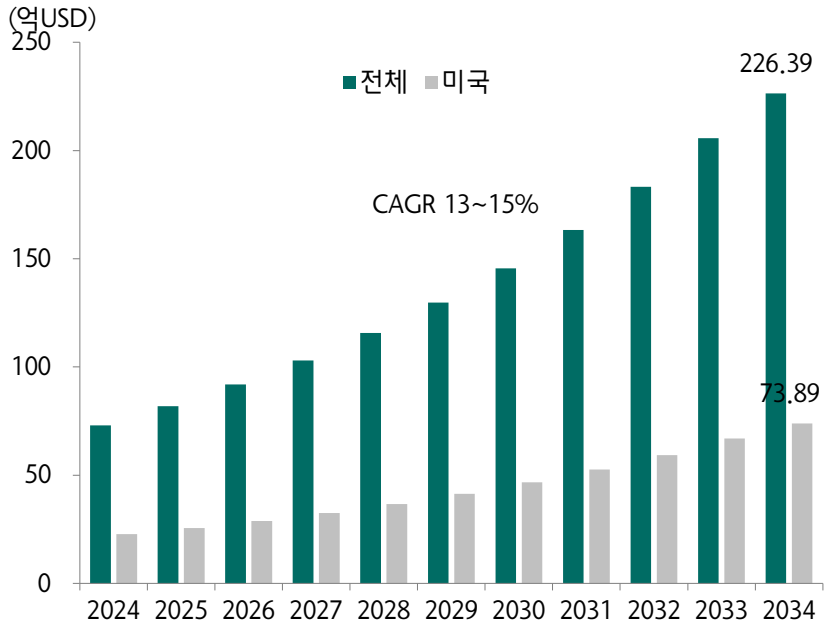
- 데이터센터 리츠는 AI 빅사이클에서 코로케이션 사업자로 높은 성장률을 기록하고 있음
- 불과 10년 전까지만 해도 각 사 코로케이션 사업 합산 수익은 현재의 절반 수준
- 데이터센터 전력 병목 시대에서 코로케이션 사업은 ① 신속한 납기, ② 구매 협상력, ③ 경제성 확보가 해결됨

미국 코로케이션 데이터센터 주요 사업자와 연도별 수익 추이



자료: 각 사, 하나증권

글로벌 데이터센터 코로케이션 시장 규모

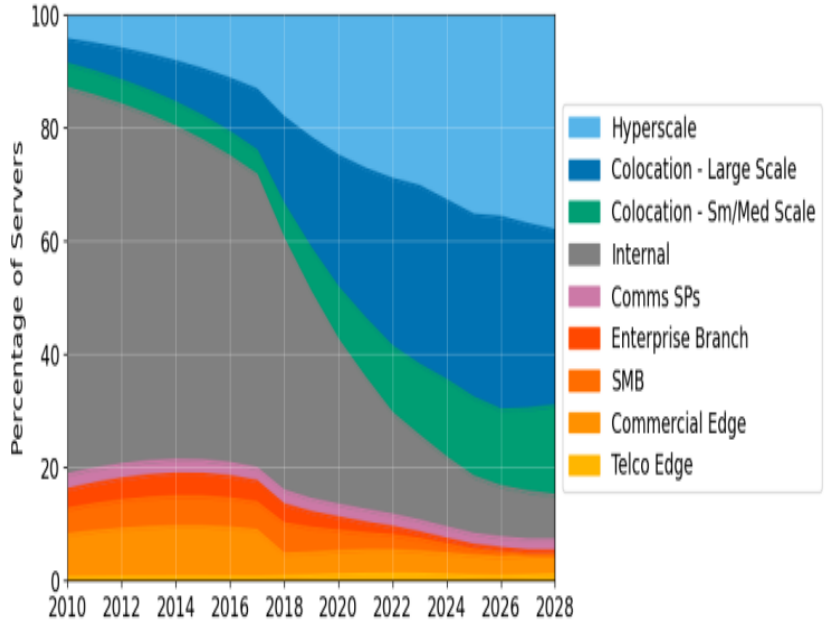


자료: Precedence, 하나증권

① 데이터센터: 코로케이션도 대형화되는 모습

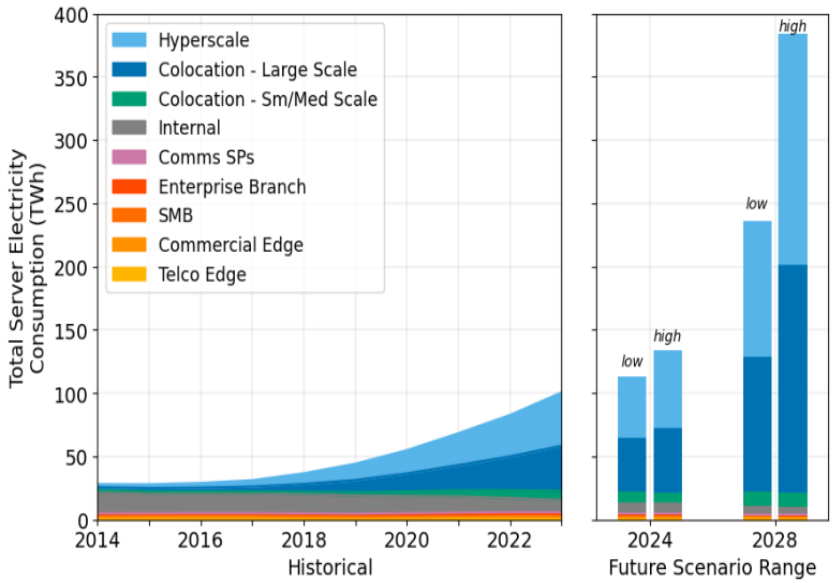
- 2010년대 초반까지만 해도 대다수 서버는 기업 내부 데이터센터에 집중되어 코로케이션 비중은 전체의 15%에 불과
- 하지만 클라우드+AI 수요로 2014년 24%, 2020년 57%, 2023년에는 약 74%로 증가함
- 반면, 내부 데이터센터, 상업용 소형 데이터센터의 비중은 꾸준히 축소되면서 대형 코로케이션과 하이퍼스케일 센터가 시장의 중심

연도별 서버가 데이터센터 유형별로 어떻게 분포했는가



자료: Berkerly Lab

서버의 전체 전력 소비 변화를 데이터센터 유형별로 구분

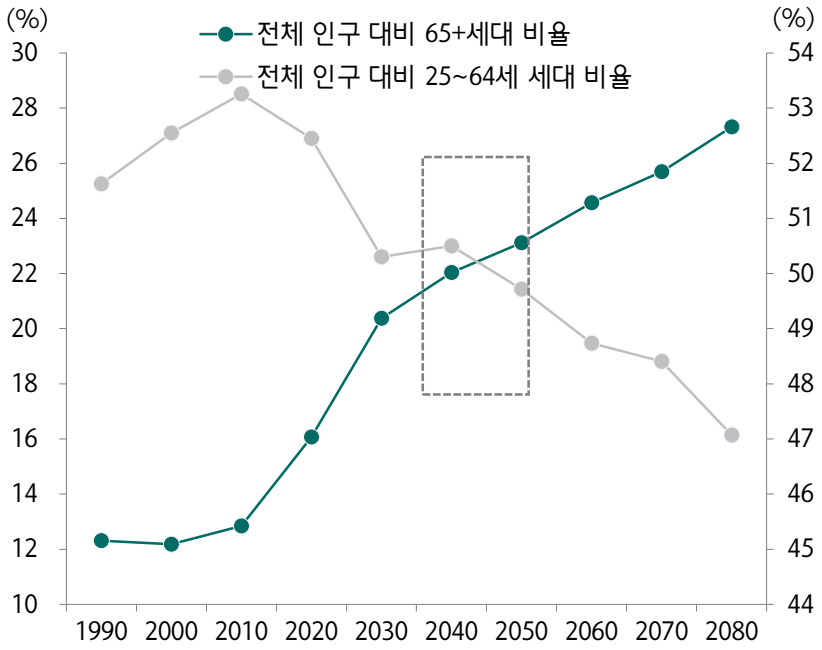


자료: Berkerly Lab

② 시니어하우징: 노인은 우리만의 문제가 아니다

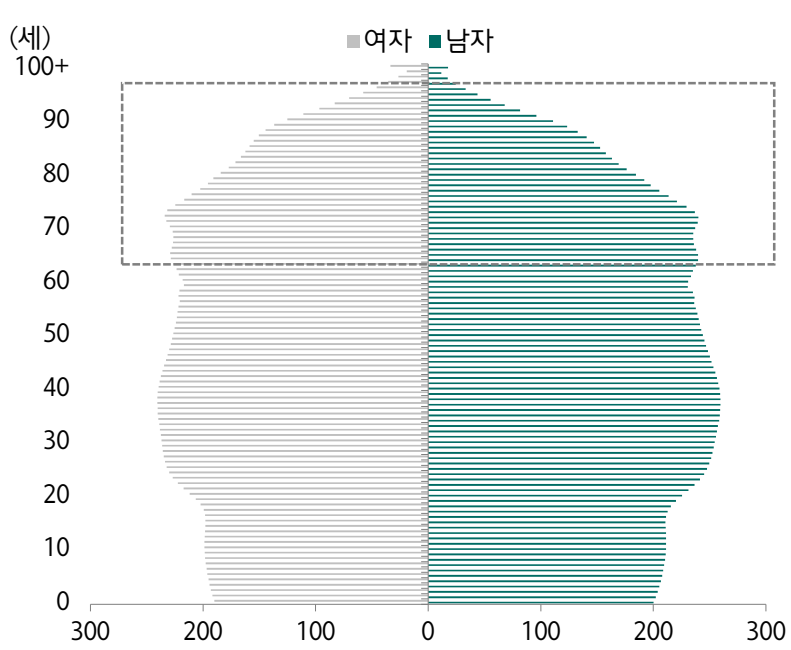
- 미국은 무려 1942년 처음 고령화사회로 진입해, 2015년 고령사회, 초고령사회는 2030~40년경 진입 예상
- 지난 수십 년간 베이비붐 세대(1946~1964년생)가 은퇴 시기에 접어들면서 구조적으로 인구 고령화 진행
- 2025년 하루 약 11,400명, 한 해 동안 약 420만명이 만 65세에 도달하는 Peak 65의 절정

미국은 2030년부터 초고령사회로 진입한다



자료: US Census, 하나증권

2080년 미국의 인구구조: 고령사회를 의미하는 항아리형 구조로 변화

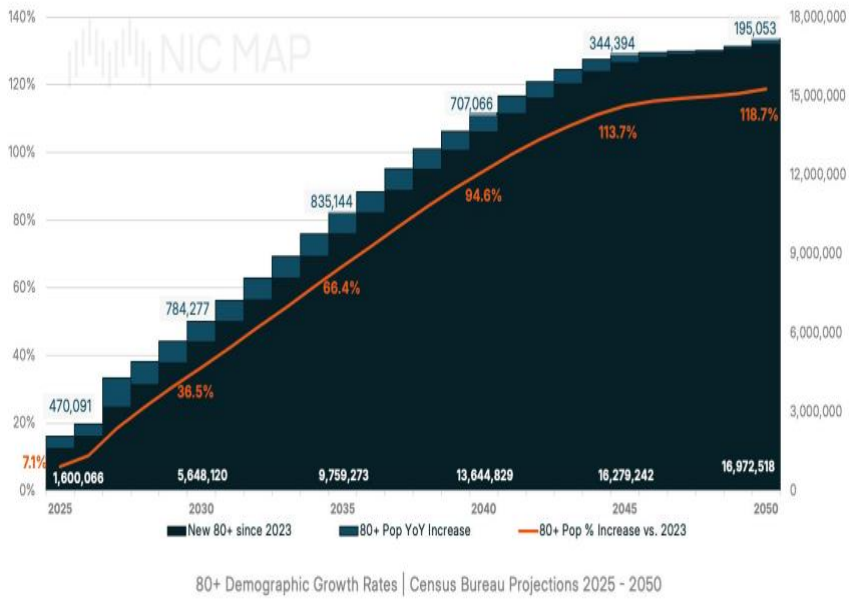


자료: US Census, 하나증권

② 시니어하우징: 슈퍼 사이클 진입

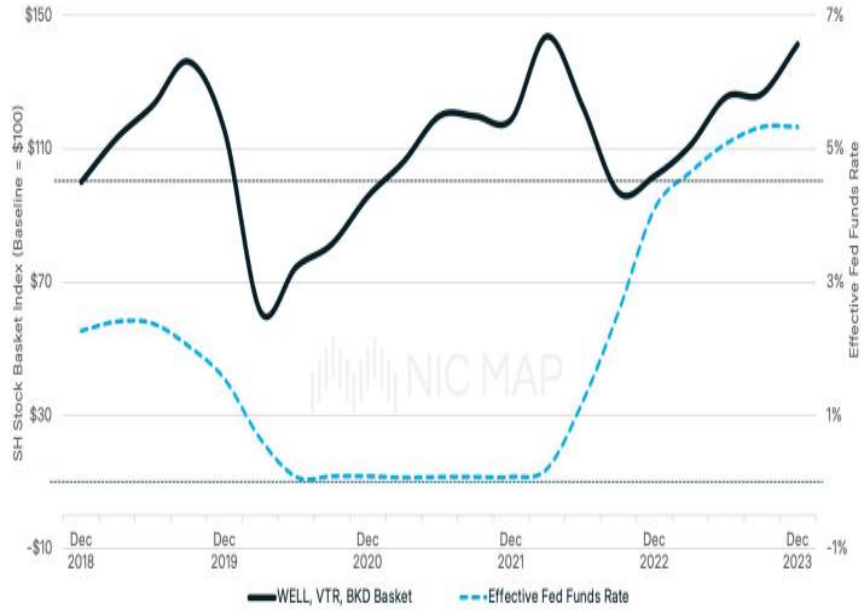
- 미국 시니어하우징 시장 성장률은 연평균 4~6%로, 2030년 약 1조6,000억달러 규모로 성장할 전망
- 미국 고령화가 역사상 가장 빠르게, 크게 진행되고 있으며, 향후 20여년간 시니어 하우징 시장의 슈퍼 사이클 진입
- 고령화 및 시니어하우징 시장의 인구구조적 성장성에 대해 시장에서도 긍정적으로 인식

미국 고령 인구 증가율과 시니어하우징 수요의 장기 성장 전망



자료: NIC MAP

시니어하우징 상장 리츠 vs 미국채 10년물 비교

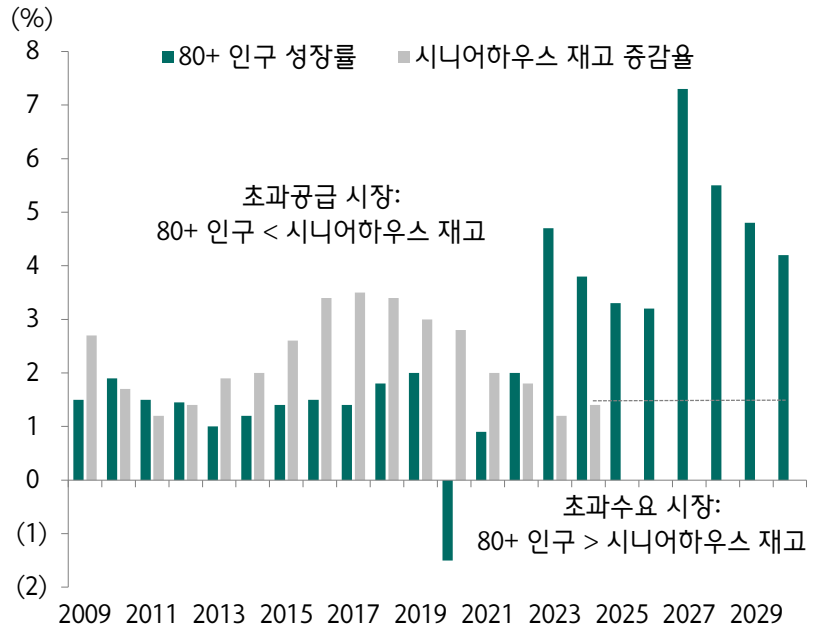


자료: NIC MAP

② 시니어하우징: 전통적인 공급 부족 섹터

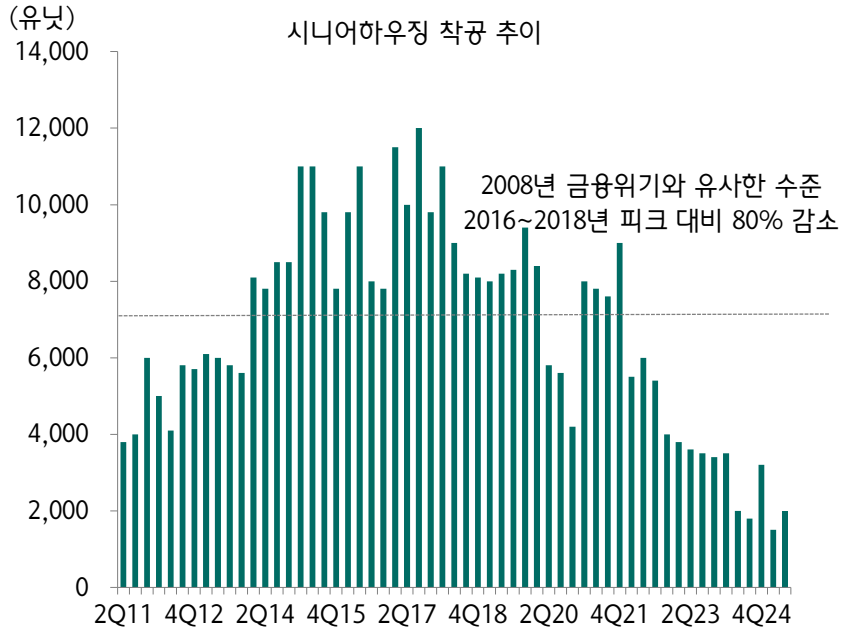
- '고령화 붐'에 대한 기대감으로 개발업체들은 2013~2019년 연간 3~4% 수준의 신규 공급 추진
- 불과 10년 전까지만 해도 시니어하우징 공급 증가 속도가 80세 이상 인구 증가 속도를 앞질러 초과공급 시장 형성
- 팬데믹 초기 시니어 커뮤니티 내 감염 위험에 대한 우려에 신규 입주 수요 일시 위축, 개발사와 투자자들의 수익성 크게 훼손
- 올해 2분기 기준 미국 시니어하우징 신규 착공은 약 2,000유닛 전후로, 글로벌 금융위기 시기 저점과 유사한 수준까지 하락한 상태

미국 시니어하우징 재고는 노인 인구 성장률을 못 따라가는 중



자료: Bloomberg, 하나증권

시니어하우징 착공 추이: 공급자 우위 시장 형성

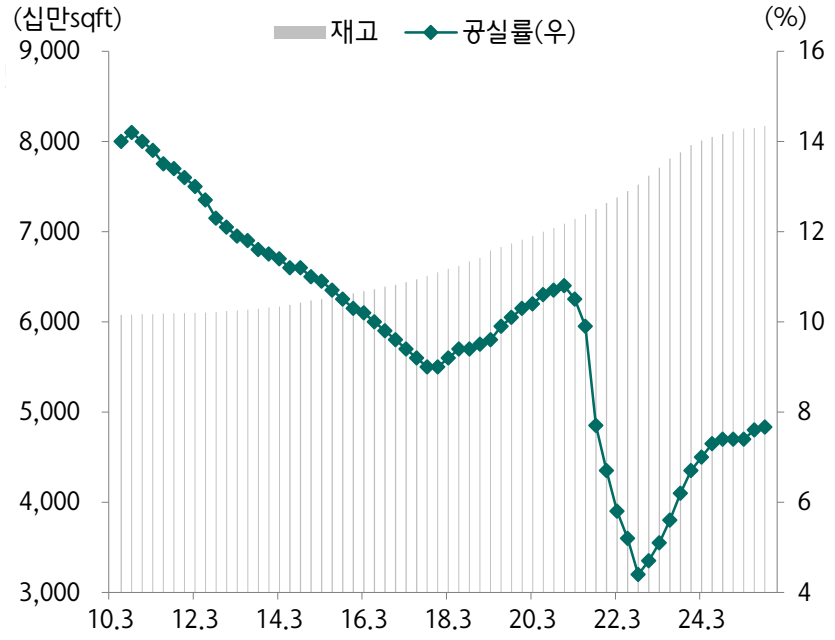


자료: Bloomberg, 하나증권

③ 물류센터: 과거에 연연하다 보면

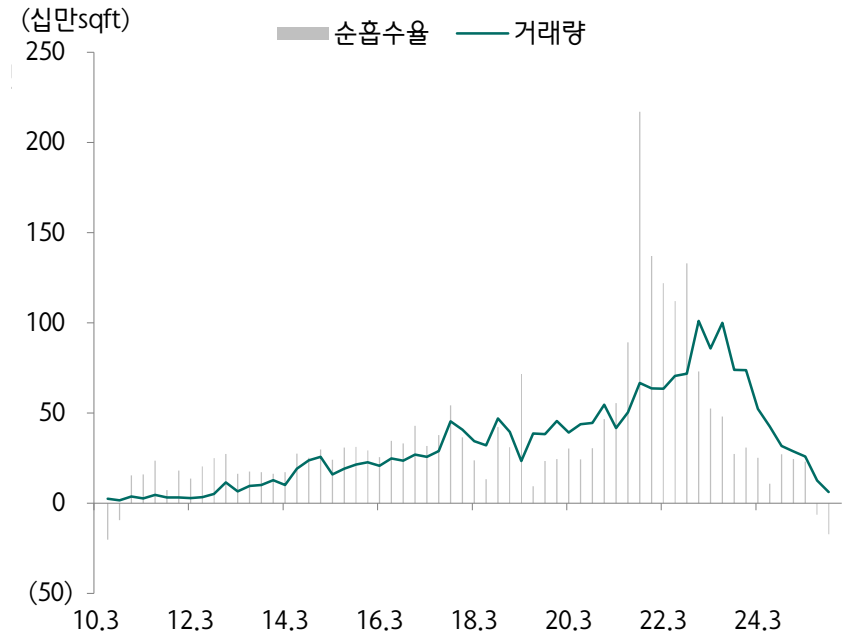
- 2025년 3분기 기준 미국 물류창고 공실률은 7.7%로, 지난 11년 내 최고치 기록
- 팬데믹 이후 기업들이 대량의 재고를 비축하면서 신규 창고 임대가 급증
- 2019년 대비 전체 창고 재고가 19% 증가했으나 이후 수요가 약세를 보이며 신규 공급 감소

산업용 부동산 재고와 공실률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

순흡수율과 거래량 추이

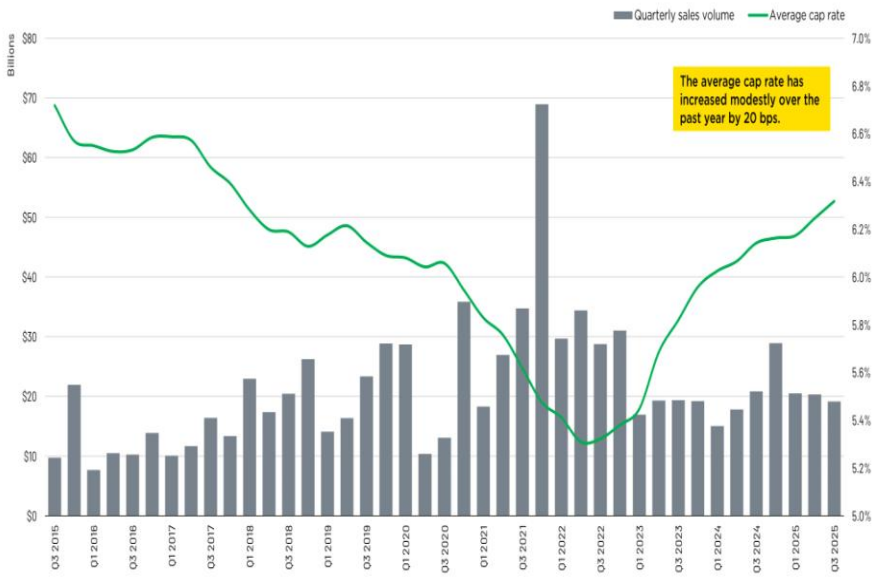


자료: Bloomberg, 하나증권

③ 물류센터: 바닥 다지기

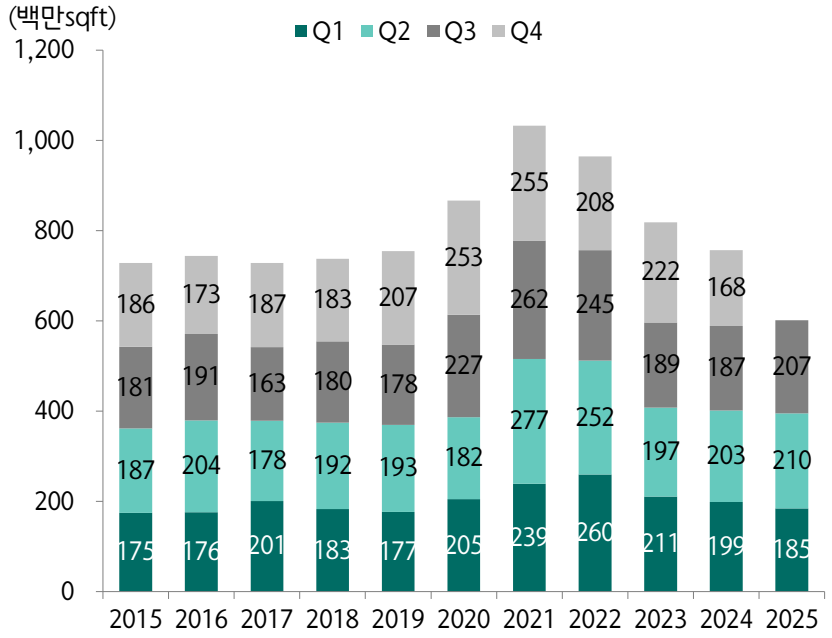
- 2021~2022년 대거 늘었던 거래가 2023년 이후 평년 수준으로 줄며 시장 정상화·조정 국면
- 금리 상승과 시장 불확실성에 따라 투자수익률 요구가 반등(=가격 조정), 임대수익 대비 매입가격이 조정
- 임대시장은 2025년 일시적 둔화가 있지만, 팬데믹 이전 대비 높은 레벨에서 안정적인 회복, 견고한 수요 바탕으로 바닥 다지기 국면

산업용 부동산의 분기별 거래량과 Cap Rate 추이



자료: Savills

미국 산업용 부동산 분기별 임대 활동

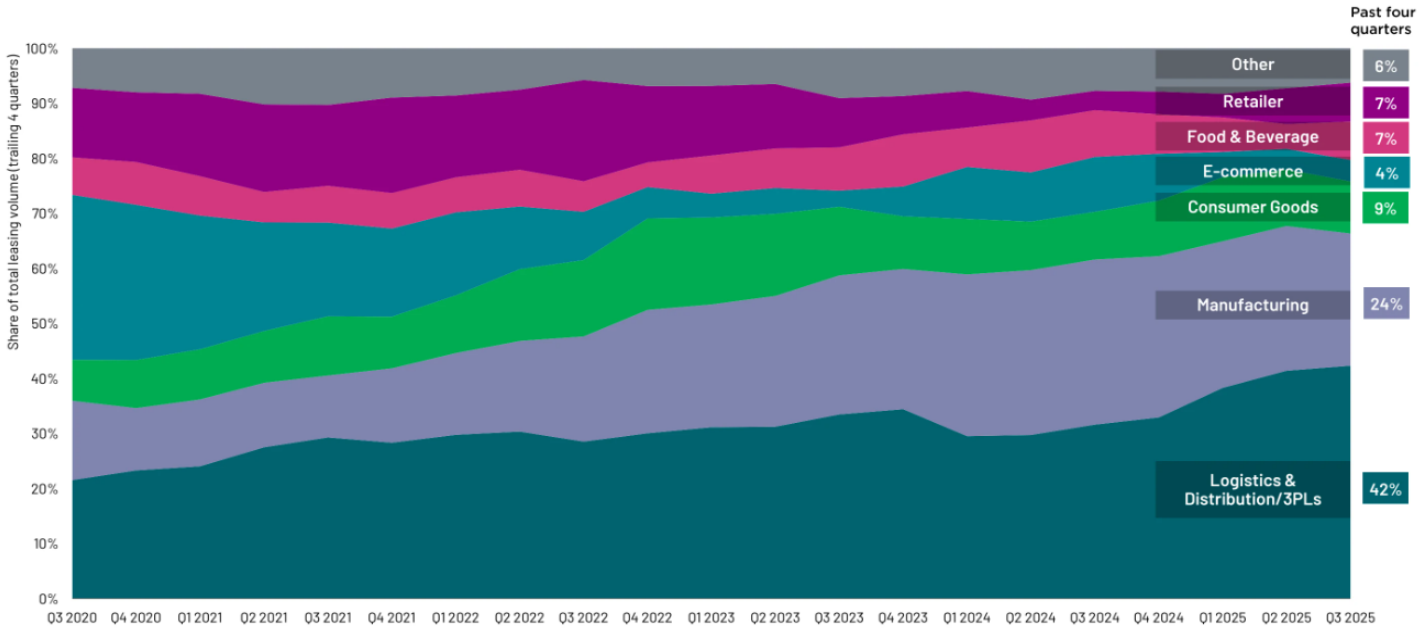


자료: Savills, 하나증권

③ 물류센터: 소비재에서 산업재 중심으로

- 최근 1~2년간 산업 임대시장은 3PL/물류(42%)와 제조(24%) 중심으로 재편
- 팬데믹 직후 급증했던 이커머스·소비재 비중이 줄고, 전통 물류·제조업 리쇼어링 추세에 힘입어 물류·제조 기업의 임대 비중 확대
- 임대시장의 수요 구조가 유통·공급망 중심→제조·3PL 중심으로 구조적 변화 중

임대시장 내에서 누가(어떤 업종이) 임대계약의 비중을 얼마나 차지하는가

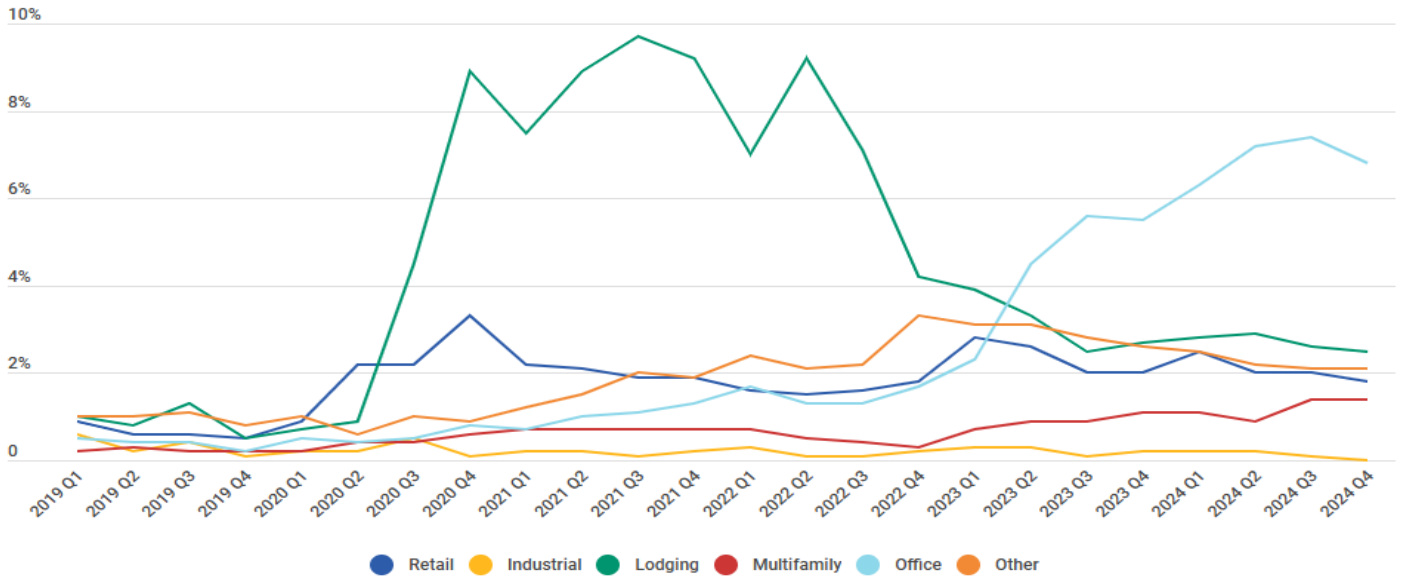


자료: Savills

① 연체율

- 호텔: 팬데믹 시절 호텔 섹터 타격이 가장 큰 탓에 연체율이 10% 가까이 폭등
- 오피스: 원격근무 확산, 도심 오피스 수요 감소, 임대율 하락·공실 증가 압박
- 뉴욕 등의 프라임 오피스와 B/C급 교외 오피스는 여전히 공실과 임대료 하락 지속

은행 보유 자산군별 연체율 추이

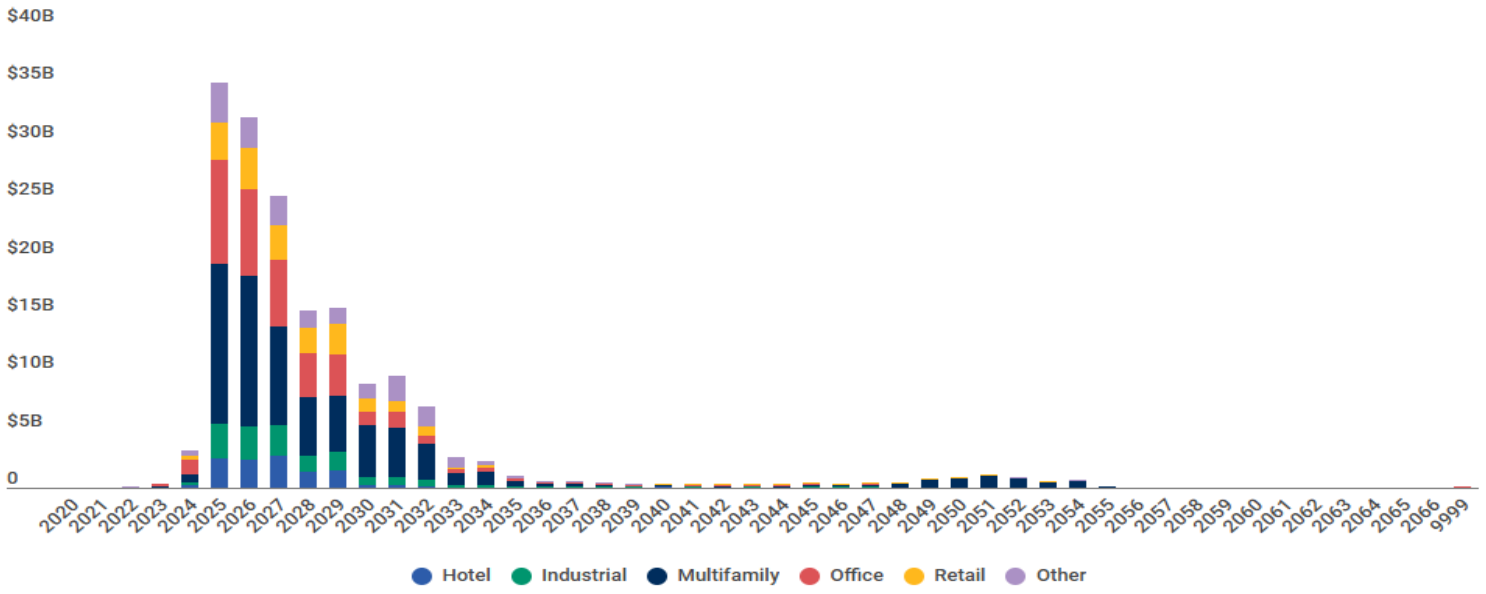


자료: Trepp

② 만기 도래

- 2025~2028년까지 주요 자산군에서 연간 20~35억달러 규모의 CRE 대출 만기가 집중적으로 도래
- 은행이나 투자자들이 기존 LTV와 신용 조건을 재조정함에 따라 차환에 실패해 연체·압류·손실로 전이될 위험
- 2026~2028년 CRE 만기 구조는 미국 금융시장·지역경제 시스템 리스크의 핵심 이슈

연도별 만기 도래 현황: 최대 2028년까지 위기 지속될 가능성

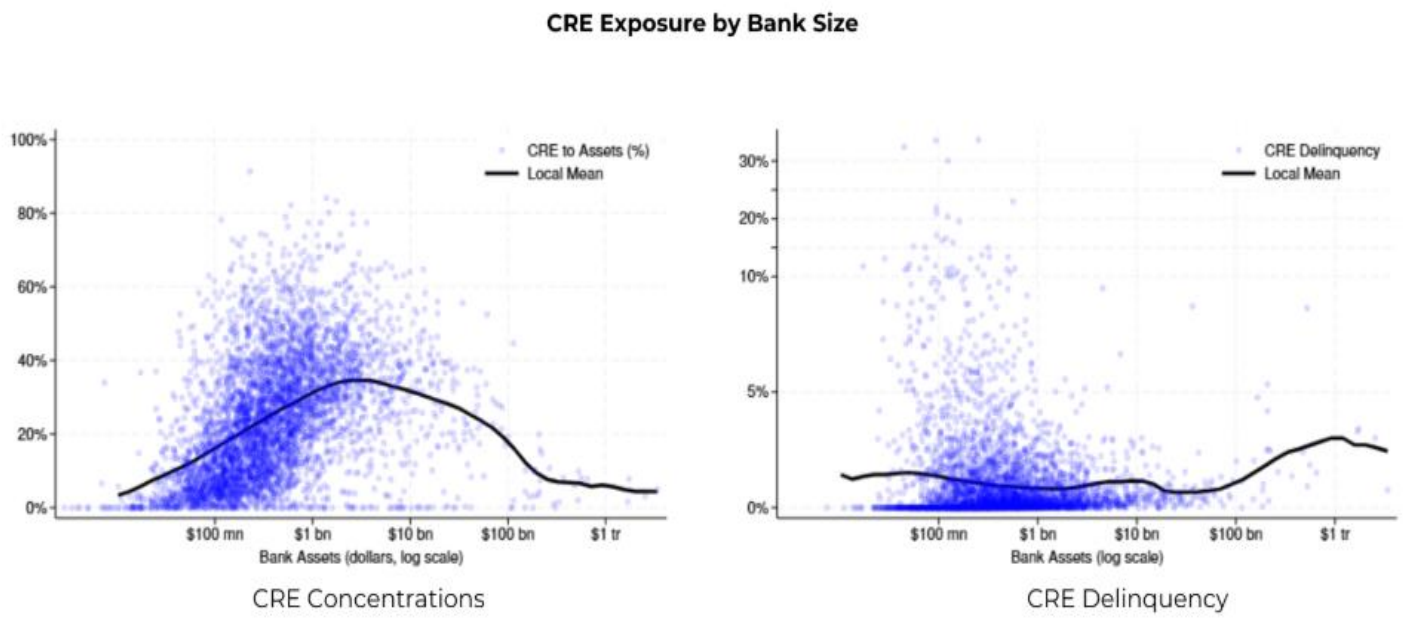


자료: Trepp

③ 자꾸만 나오는 지역은행의 그림자

- 중소·중견 은행의 CRE 대출 비중이 평균 30~50%까지 치솟는 구간이 존재. 일부 은행 자산의 과반 이상이 CRE에 집중
- 대형 은행들은 CRE 대출 비중이 5~10% 미만인 반면, 지역은행은 지역 경제·부동산에 편중. 부동산 가격 변동 충격에 더 직접 노출
- 다만, SVB는 '금리·유동성'을 기반으로 한 신용 리스크, 지역은행은 'CRE 자산 집중'이 본질적 위험구조라는 것이 가장 중요한 차이

은행 자산규모별 상업용 부동산 익스포저 비중



자료: FRED

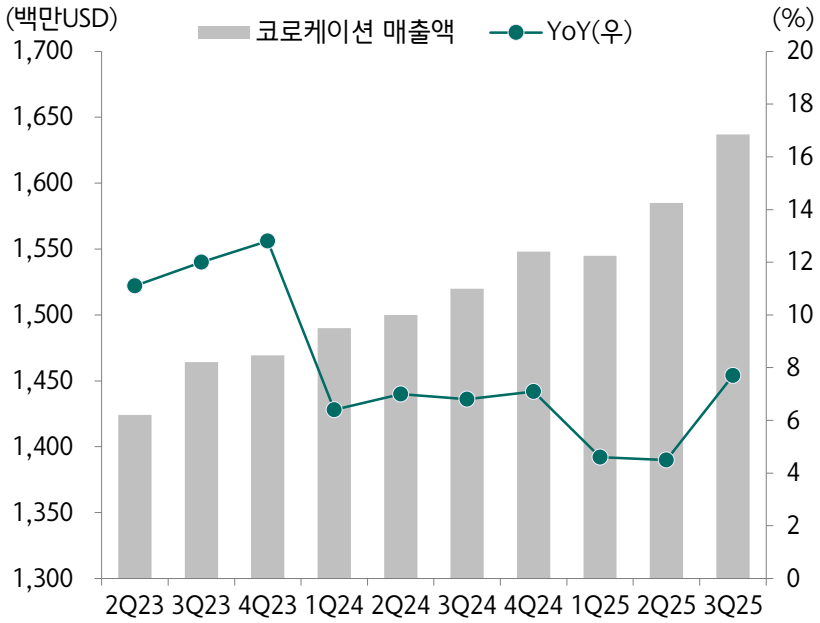
3. Top Picks

- 에퀴닉스(EQIX.US)
- 웰타워(WELL.US)
- 프로로지스(PLD.US)

에퀴닉스(EQIX.US) | 물 들어올 때 노 젓기

- 필리핀 데이터센터 3개 인수, 말레이시아 센터 확장 등 동남아 네트워크 확대를 통해 아세안 시장 AI 수요를 적극적으로 흡수 중
- 지난 8월, 블룸에너지, 오클로, 래디언트 등 주요 에너지 기업과 전력 계약 확장
- 2025년 3분기 암스테르담, 런던, 시카고, 토론토, 요하네스버그 등 글로벌 5개 핵심 도시에서 신규 토지 매입 완료

에퀴닉스 코로케이션 매출액 추이 및 증감율



자료: Equinix, 하나증권

에퀴닉스 IBX 데이터센터에 구축된 블룸에너지 연료전지

자료: Equinix

에퀴닉스(EQIX.US) | 빅사이클 속 생존 전략

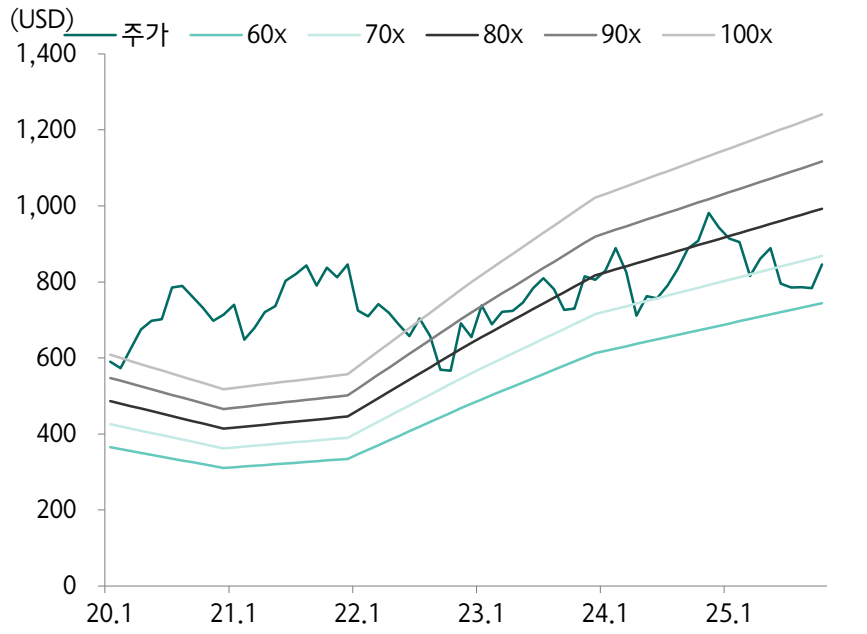
- xScale 하이퍼스케일(100MW 이상 대형 인프라)은 엔비디아, 구글, MS 등 빅테크 AI·클라우드 워크로드 유치 집중
- 2026년부터 AI 워크로드를 글로벌 거점으로 분산 배치하는 '분산형 AI인프라' 사업 본격화
- 2030년까지 전체 글로벌 데이터센터 100% 재생에너지 목표(2024년 96% 달성)

Financial Data (단위: 백만USD, %, USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,188.1	8,748.0	9,249.5	10,053.6
EBITDA	3,540.7	3,862.0	4,547.2	5,010.3
순이익	969.2	815.0	1,448.9	1,482.0
EPS(USD)	10.3	11.1	14.8	15.0
EPS(YoY, %)	35.84	7.76	33.82	1.60
주당 FFO	22.66	21.51	28.71	30.76
DPS	14.49	17.04	18.78	20.34
배당률(%)	2.12	1.81	2.42	2.62

자료: Equinix, 하나증권

12M Fwd P/FFO 추이

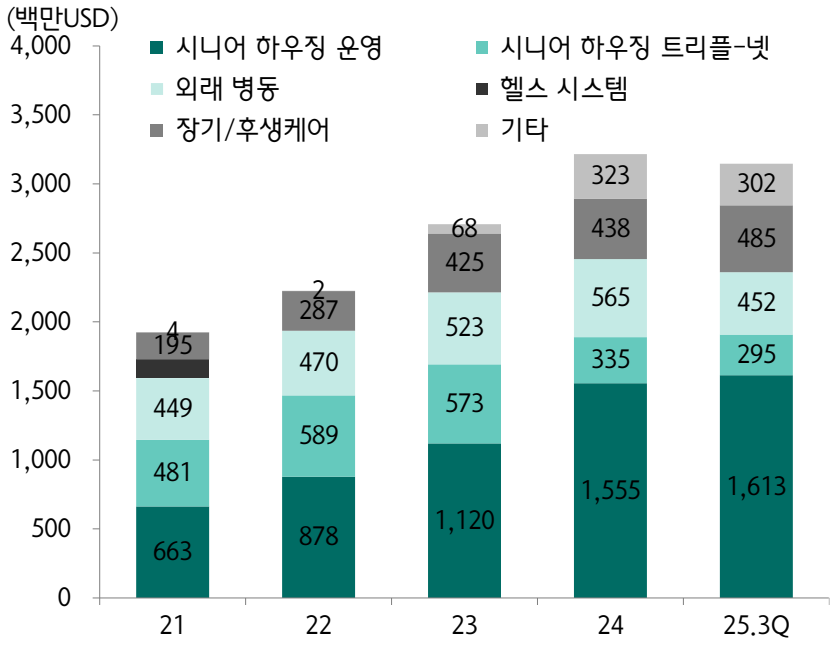


자료: Bloomberg, 하나증권

웰타워(WELL.US) | 경쟁사가 없는 수준의 압도적인 포트폴리오

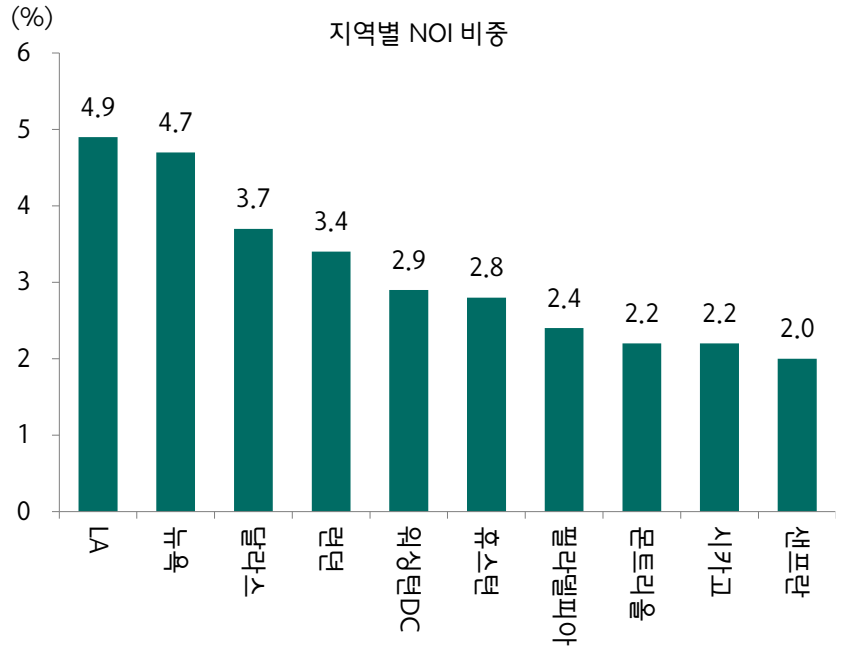
- 전체 매출의 80% 가량을 차지하는 시니어하우징 운영(SHO) 부문이 15개 분기 연속 두 자릿수 성장 기록 중
- 올해 3분기 신규 인수 자산까지 포함한 총 포트폴리오 규모는 약 595억달러(약 85조)에 달함
- 시니어하우징은 입주율 90% 전후 수준을 유지하는 것이 관건인데, 2025년 3분기 기준 88.4% 기록 중(YoY +4%p)

사업부문별 매출액 추이



자료: Welltower, 하나증권

지역별 NOI 비중



자료: Welltower, 하나증권

웰타워(WELL.US) | 눈 앞에 차려진 밥상

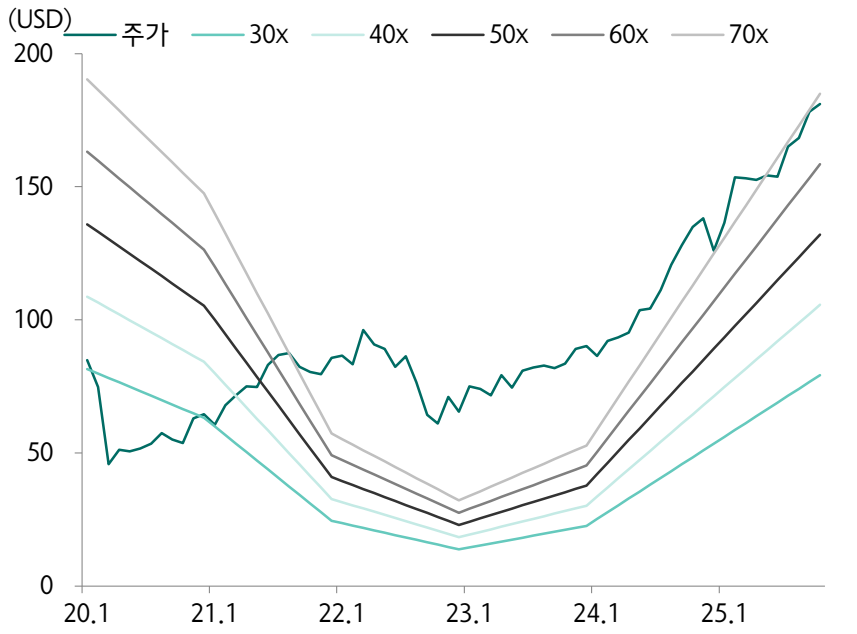
- 2025년 2분기 기준 전국 31개 주요 시장에서 신규 착공 유닛 수는 809개(1Q: 1,076~1,085개)로, 20년 만에 가장 낮은 수치
- 포트폴리오 대부분이 민간(자비) 결제 기반. 정부지원 비중이 매우 낮은 사업구조임에 현 시점 ACA 축소 등 정책 관련 영향도 적음
- 현재 주가는 12개월 선행 P/FFO 39.6배에 거래 중으로 미국 헬스케어 리츠 평균 15.6배 대비 할증됐지만 정당화될 수 있음

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

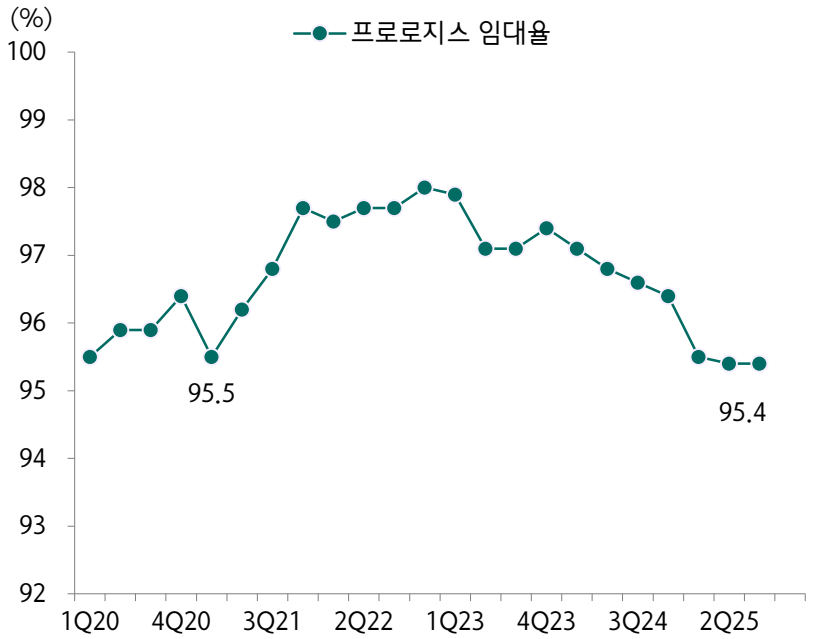


자료: Bloomberg, 하나증권

프로로지스(PLD.US) | 부동산에서 인프라 기업으로

- 현재 약 3천만평 부지의 건물에서 지붕을 활용해 태양광 에너지 생산, 최근 일리노이 북부에서만 45개 태양광 프로젝트 추가
- 이미 3.4GW가 넘는 대형 전력 구매자로, Amazon 등 빅테크의 임대인 지위를 바탕으로 데이터센터를 통한 에너지 공급에 유리
- 이미 지난 5월 프로젝트 Sail을 통해 애틀랜타 외곽 약 100만평 부지를 인수해 초대형 캠퍼스 개발
- 오스틴에 약 5.5억달러를 들여 약 4,000평 규모의 30MW 데이터센터 단지를 Skybox와 공동 개발 중

프로로지스 물류센터 임대율 추이



자료: Prologis, 하나증권

오스틴에 개발 중인 데이터센터 단지

자료: Prologis

프로로지스(PLD.US) | 데이터센터로 사업 다각화

- AI와 클라우드 수요 증가에 대응해 2029년까지 총 80억달러를 투자해 20개의 데이터센터를 우선 개발, 향후 100개까지 확대할 계획
- 회사는 이번 분기 동안 추가로 1.5GW의 전력 용량을 확보해, 현재까지 총 5.2GW의 전력 확보 단계
- 확보한 모든 전력은 향후 3년 내 공급 가능한 범위까지 고객 협의 및 선임대 물량으로 공급할 계획

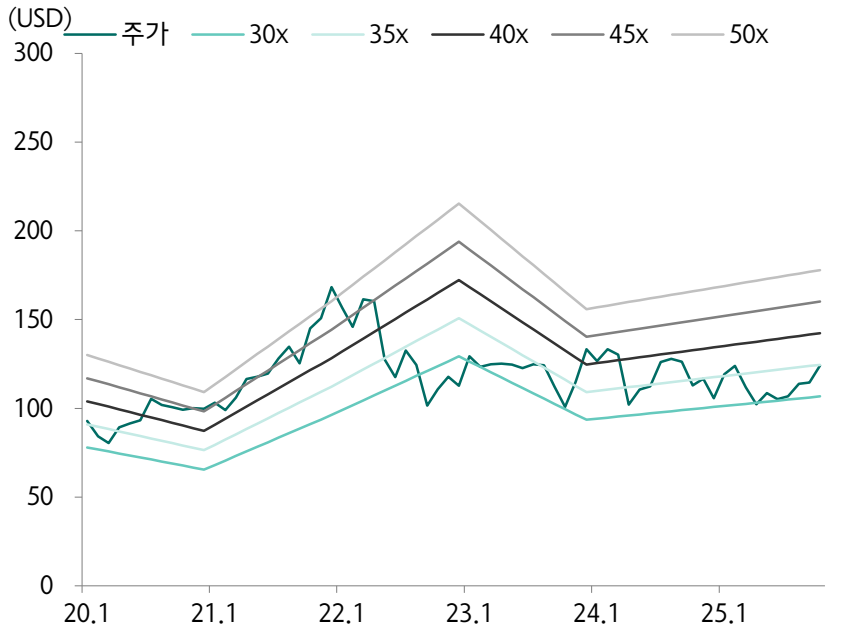
Financial Data

(단위: 백만USD, %, USD)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	8,023.5	8,201.6	8,614.9	9,030.1
EBITDA	5569.4	5678.6	6661.4	7112.2
순이익	3,059.2	3,731.6	2,641.3	2,999.2
EPS(USD)	2.6	2.6	3.0	3.6
EPS(YoY, %)	(22.59)	21.88	(29.93)	15.30
주당 FFO	5.61	5.56	5.80	6.12
DPS	3.48	3.84	4.03	4.24
배당률(%)	2.61	3.63	3.48	3.67

자료: Prologis, 하나증권

12M Fwd P/FFO 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

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.