

2026년 5월 22일 | 산업분석_Industry In-depth

미국

Top Picks 및 관심종목

*CP 2026년 5월 20일

프로로지스(PLD US)

시장 TP 153.45 USD | CP 144.68 USD

해외 부동산/REITs

같은 궤도, 다른 속도

주거용: 회복 초입. 속도는 잠시 주춤

미국 주택시장은 절대적인 공급 부족이 장기적으로 유지되고 있다는 점에서 과거 침체 국면과는 성격이 다르다. 금리 부담에도 불구하고 구조적 공급 부족이 여전히 시장의 하방을 지지하고 있다. 2022~2023년 급격한 금리 상승으로 신규 주택 착공과 기존 주택 거래가 동시에 위축됐지만 그 과정에서 누적된 공급 공백은 오히려 더 커졌다. 30년 고정 모기지 금리가 한때 6% 아래로 내려오면서 모기지 신청과 주택 구매 수요가 빠르게 반등했지만, 이후 전쟁과 유가 상승, 인플레이션 우려 재부각으로 장기금리와 모기지 금리가 다시 반등하면서 회복 흐름은 잠시 주춤한 상황이다. 여전히 기존 주택 보유자들은 낮은 고정금리에 묶여 매물을 내놓지 않고 있고, 그 결과 거래량은 부진하지만 재고 부족은 이어지며 주택가격의 하방은 제한되고 있다. 결국 금리 안정만 확인된다면 주택 구매, 주택 관련 소비가 순차적으로 회복될 가능성이 높다.

산업용: 회복 후반전. 선별적 접근 필요

산업용 부동산은 지난 2~3년간 금리 급등과 거래경색, 은행권 여신 축소까지 겹치며 가장 큰 충격을 받았다. 이제는 회복 사이클의 후반부로 진입한 모습이다. 한때 가격 협상조차 어려웠던 거래 경색 국면에서 벗어나, 우량 자산을 중심으로 매도·매수간 기대치가 좁혀지면서 정상적인 거래가 재개되고 있다. 오피스·리테일을 포함한 전통자산 전반에서 cap rate이 빠르게 재평가됐다. 특히 도심 오피스는 공실 리스크까지 반영되면서 가격·임대료·거래 모두 장기 조정 국면에 놓여 있었다. 다만 최근 들어 금리 인하 기조와 함께 우량 자산 위주로 거래량이 다시 반등하기 시작했다. 아직 산업용 전체에 대한 공격적인 비중 확대보다 이미 가격 조정과 재평가가 상당 부분 진행된 물류센터·데이터센터 섹터와 선벨트 등 특정 시장에 대한 선별적 접근이 유효하다.

돌아온 물류의 거인, 프로로지스

프로로지스를 최선호주로 제시한다. 미국 물류센터는 공실·임대료 측면에서 이미 사이클 저점을 통과했다. 여기에 호르무즈 해협 봉쇄와 같은 지정학적 리스크로 해상 운임과 리드타임이 늘어나면, 화주들은 목적지 인근에 안전 재고를 더 쌓아둘 수밖에 없다. 이는 곧 프로로지스가 보유한 핵심 물류 거점에 대한 구조적 수요 확대 요인으로 작용할 수 있다. 사이클 저점에서 장기 계약 비중 증가를 통한 높은 점유율과 임대료 협상에서 우위를 확보하고 있는 만큼 실적과 추가 모멘텀이 본격적으로 회복되는 변곡점이 될 것으로 전망한다. 더불어 2026년 CapEx의 약 40%를 데이터센터에 배정하고, 총 5.6GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있다. 기존 전통 물류사업 대비 높은 수익성을 기대할 수 있다. 이러한 데이터센터 투자는 단순 물류 리츠를 넘어 중장기 멀티플 상단을 열어줄 수 있는 요인이다.



Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

목차

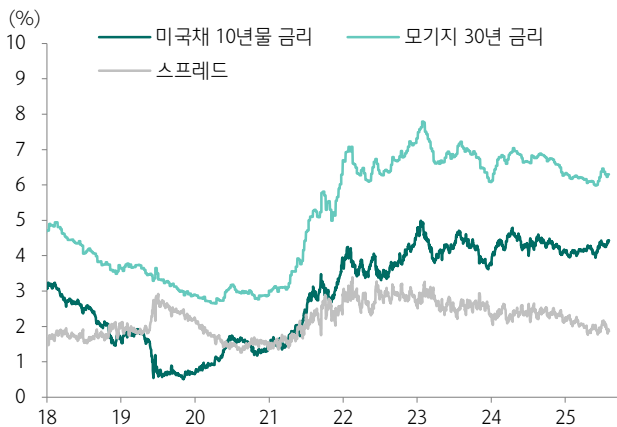
1. [주거용] 2026년 하반기 전망: 서서히 찾아가는 균형점	4
1) 전쟁에 잠시 주춤한 주택 시장	4
2) 수요/공급 전망: 재고와 거래량에 주목	5
3) 주택 가격 전망: 횡보 지속	7
4-1) 주거비용 전망: 집값 상승이 멈춘 시간, 따라갈 시간이 필요	9
4-2) 주거비용 전망: 그래도 주거비는 오른다	10
5) 홈빌더 업황 전망	13
2. [상업용] 2026년 하반기 전망: 거래량 회복부터 시작	15
1) 선별 사이클로 진입하는 회복 후반전	15
2) 상업용 부동산(물류센터): 안정화 단계로 진입	16
3) 오피스: 대형 딜 위주로 저점 매수 구간	18
4) 멀티패밀리: 공급 과잉 해소	21
5) 부동산 대출 시장 현황: 대형 은행들의 대출 기준 완화 기조	23
기업분석	
프로로지스 (PLD US)	25

1. [주거용] 2026년 하반기 전망: 서서히 찾아가는 균형점

1) 전쟁에 잠시 주춤한 주택 시장

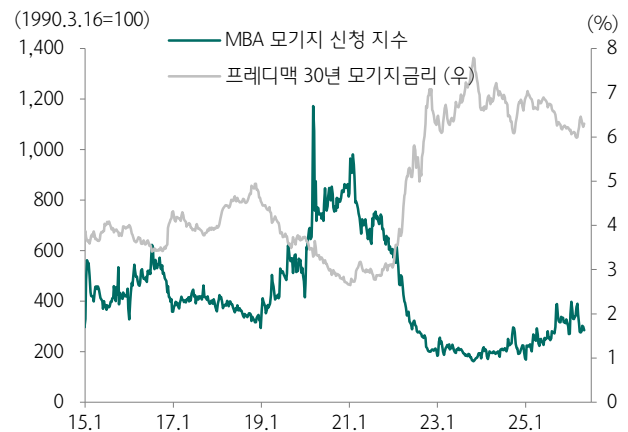
3월, 주택시장의 성수기인 봄을 맞아 미국 주택시장 역시 오랜만에 회복의 분기점을 맞이했다. 2월 말 30년 고정 모기지 금리가 3년 만에 6% 아래로 내려왔다. 금리 하락에 따라 모기지 신청 역시 활발해졌는데, 4월 말 기준 모기지 신청은 WoW 7.9% 증가하며 2월 말 이후 가장 큰 증가폭을 기록했다. 채용자 신청은 5.8% 증가, 주택 구매 신청은 10.1% 증가했다. 하지만 회복의 문턱에서 예상치 못한 변수가 등장했다. 이란 전쟁이 발발한 뒤 국제유가가 급등하고 인플레이션 우려가 다시 커지면서 미국 국채금리가 상승했고, 그 충격은 곧바로 모기지 금리에 반영됐다. 30년 고정 모기지 금리는 다시 6.3~6.45% 수준으로 상승하며 시장의 회복은 잠시 주춤하고 있다.

도표 1. 미국채 10년물 금리와 30년 모기지 금리 스프레드 추이



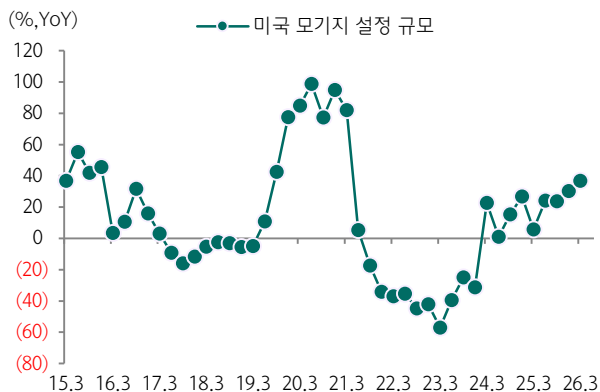
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. MBA 모기지 신청 지수와 30년 고정 모기지 금리 추이



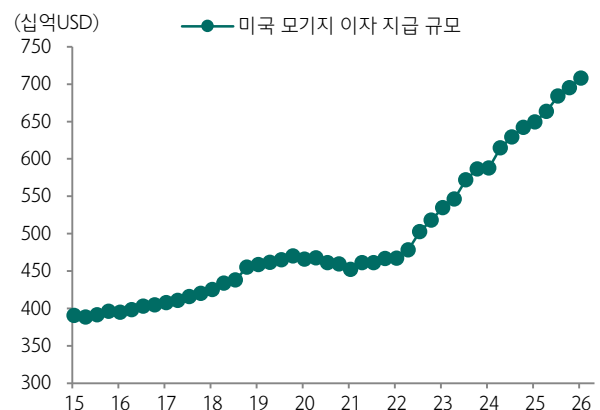
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국 전체 모기지 설정 규모: 금리인하 기조와 함께 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국 모기지 이자 지급 규모 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

2) 수요/공급 전망: 재고와 거래량에 주목

D: 하반기 가속화
 S: 재고 증가
 P: 상승률 둔화

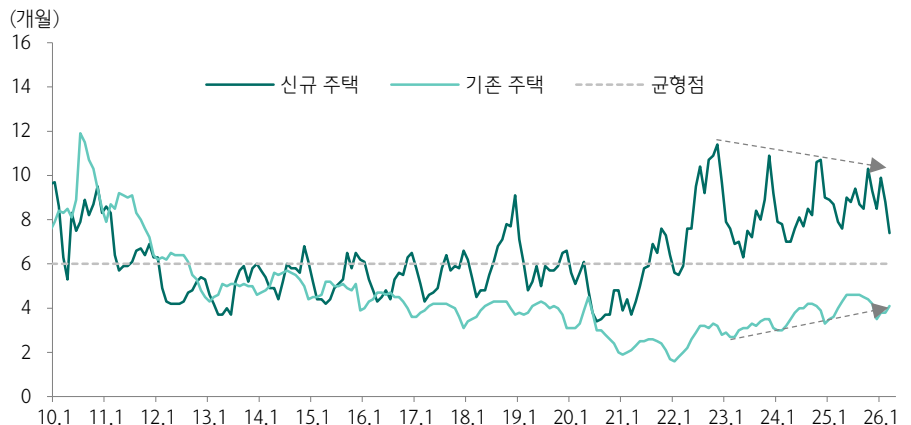
하반기 미국 주택시장은 재고(공급)에 따른 거래량(수요)의 변화인 공급개월 수에 주목한다. 공급개월 수는 현재 시장에 나와 있는 재고가 현재 판매 속도로 모두 팔리는 데 걸리는 시간을 나타내는 지표로, 재고 ÷ 월평균 거래량으로 계산된다. 전미부동산협회(NAR)는 6개월 공급을 적정 수준으로 간주하며, 이 부근에서 주택 가격이 안정적으로 유지된다고 가정한다. 공급개월 수는 재고와 거래량을 동시에 반영해 향후 몇 분기 안의 수급·가격 흐름을 미리 보여주는 선행 지표로, 현재와 같이 금리나 경기 전망이 혼재된 국면에서는 단순 가격 변동률보다 주택시장의 방향성을 판단하는 데 더 명확한 판단 기준이 될 수 있다.

기존주택 시장은 2021~2022년 재고가 120만 호에서 100만 호로 급감하는 동시에 거래량이 연 6.2백만건에서 5.1백만건으로 감소하면서, 공급개월 수는 2.3~2.4개월의 극단적 부족 상태를 기록했다. 하지만 2023년 이후 거래량은 연 4.0백만건 수준에서 정체된 반면, 재고는 100만호에서 150만호로 증가하며 공급개월 수를 3.3개월(2023년)에서 4.5개월(2026년)로 끌어올렸다. 현재 거래량은 여전히 저조하지만(4백만건), 재고 증가 속도가 더 빨라 공급개월 수는 균형점을 향해 상승 중이다. 균형점까지 약 1.5개월 부족한 상태로, 재고가 현재 속도로 계속 증가하면 2027년 내 도달할 것으로 전망한다.

반면 신규주택 시장은 2022~2023년 재고가 240만호에서 450만호로 증가하며 공급개월 수는 10개월(2023년)까지 치솟았으나, 2023년 이후 재고 감축과 거래량 증가가 동시에 작용하면서 7.1개월(2026년)까지 하락했다. 재고는 450만호에서 390만호로 감소했고, 동시에 거래량은 연 0.9백만건에서 1.1백만건으로 22% 증가했다. 홈빌더들이 금리 바이다운, 가격 인하 등 각종 인센티브로 매물을 밀어내면서, 재고 자체는 여전히 높은 수준(390만 호)이지만 판매 속도가 빨라져 공급개월 수가 감소하고 있다. 2026년 7.1개월은 여전히 균형점보다 높지만, 현재 추세가 지속되면 신규주택 역시 2027년 하반기 6개월 근처에 도달할 것으로 전망한다.

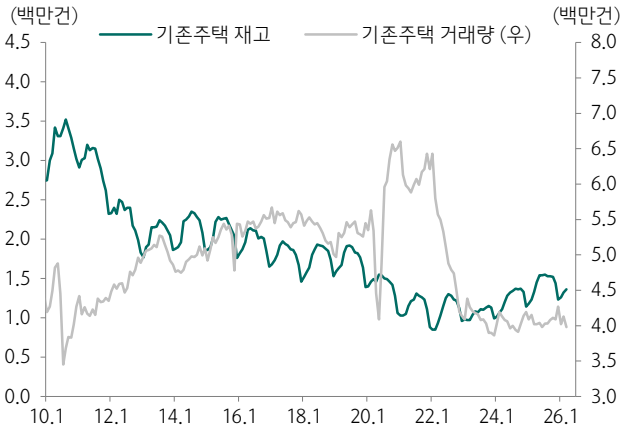
도표 5. 2026년 전망: 기존주택과 신규주택 모두 균형점을 향해 나아가는 중

2026년 전망:
 기존주택: 공급부족 완화
 신규주택: 공급과잉 약화



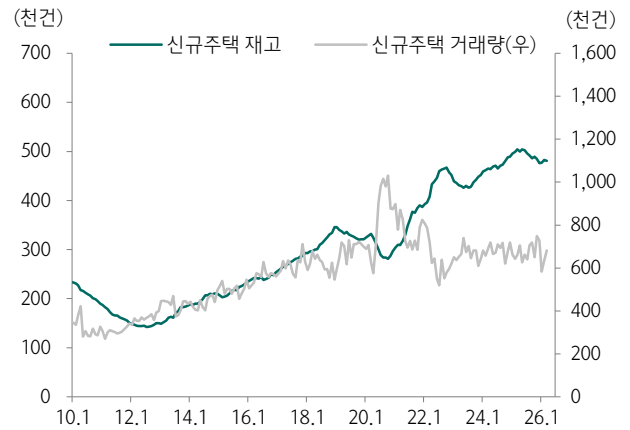
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 기존주택 재고와 거래량 추이



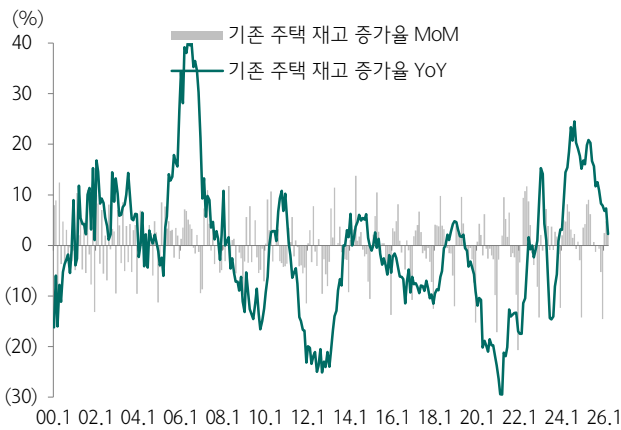
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 신규주택 재고와 거래량 추이



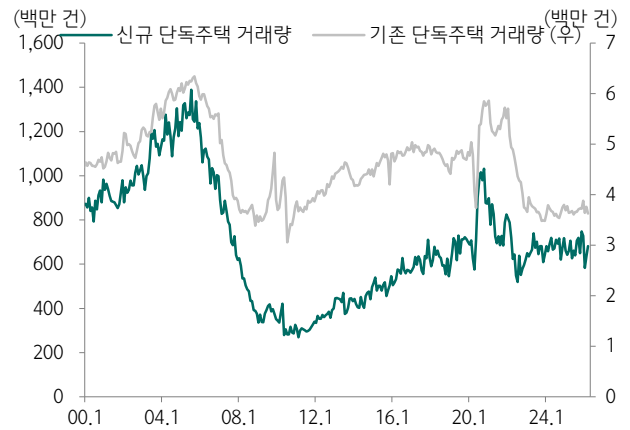
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 기존주택 재고 증가율 추이



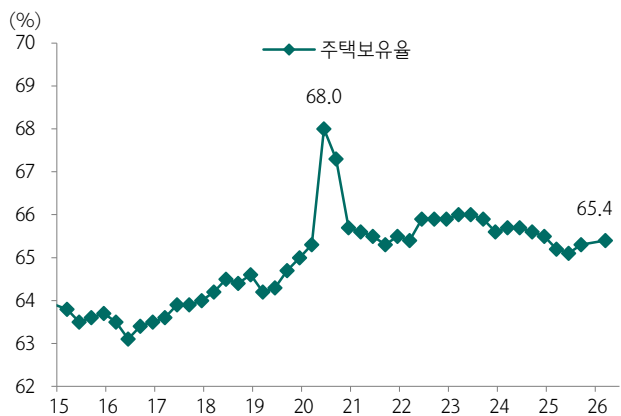
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 기존주택과 신규주택 거래량 비교



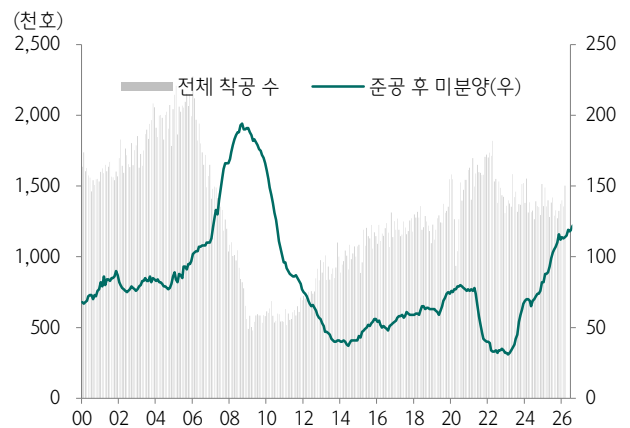
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 미국 주택보유율 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 미국 전체 주택 착공 수와 준공 후 미분양 추이



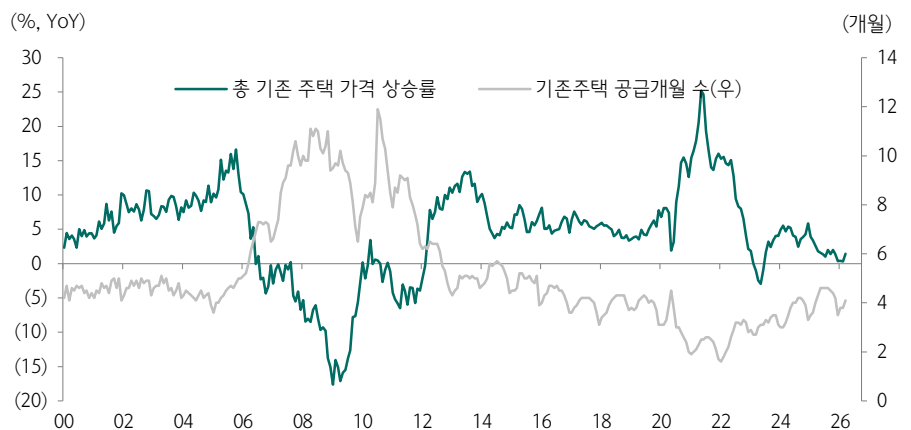
자료: Bloomberg, 하나증권

3) 주택 가격 전망: 횡보 지속

2025년 이후 집값 상승은 서서히 둔화되어 왔다. 기존 및 신규 주택의 중간가격은 팬데믹 이후 단기간에 장기추세를 크게 상회하는 수준까지 상승한 반면, 최근 가격 상승률은 각각 장기평균(기존 4.5%, 신규 3.3%)을 크게 하회해 0% 내외로 보험권에 수렴하고 있다. 이는 가격이 과거처럼 빠르게 오르는 국면이 아니라, 높아진 가격 레벨이 유지된 채 상승률만 둔화된 횡보 구간에 접어들었음을 알 수 있다.

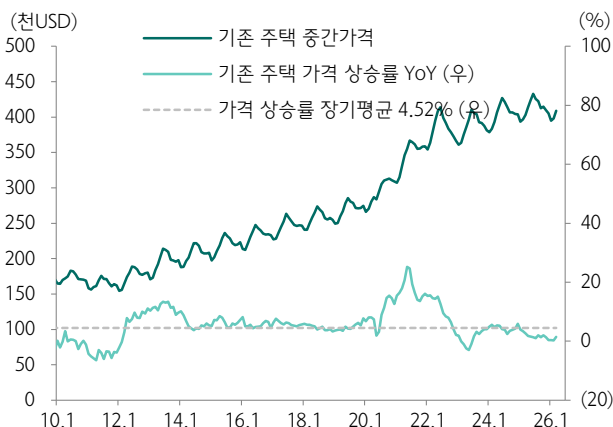
이번 하반기 역시 전국 평균 명목가격 기준 연 0~3%, 완만한 횡보 국면을 전망한다. 명목 가격 외 역사적으로 공급개월 수가 증가(감소)하면 주택 가격 상승률은 둔화(가속화)된다. 재고가 늘어나는 시장은 곧 매수자 우위 시장을 의미하기 때문이다. 과거 데이터를 보면, 기존 주택 공급개월 수가 4개월 내외인 구간에서는 기존 주택 가격이 대체로 0~3% 수준의 완만한 상승에 그쳤고, 특히 공급개월 수가 보통 6~8개월 미만인 구간에 머무를 때, 명목 주택 가격이 대부분 상승했다. 반면 8개월을 넘어서면 크게 하락하는 구간이 나타났다. 현재 재고는 약 4개월 수준으로, 팬데믹기의 과열 상태는 지나갔지만 전국 평균 집값이 의미 있게 '하락'할 만큼 공급 부담이 쌓인 단계는 아니라는 해석이 가능하다.

도표 12. 주택 가격 상승률 추이: 상승 모멘텀 자체는 소강 상태



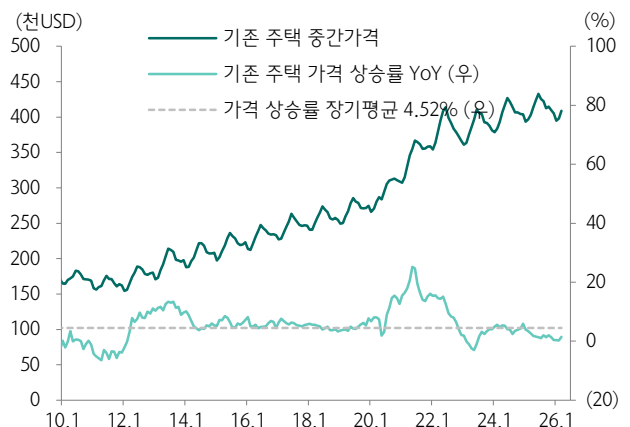
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 기존 주택 중간가격과 상승률 추이



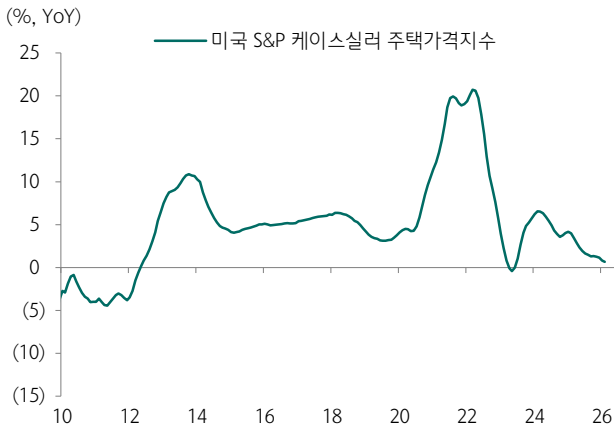
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 신규 주택 중간가격과 상승률 추이



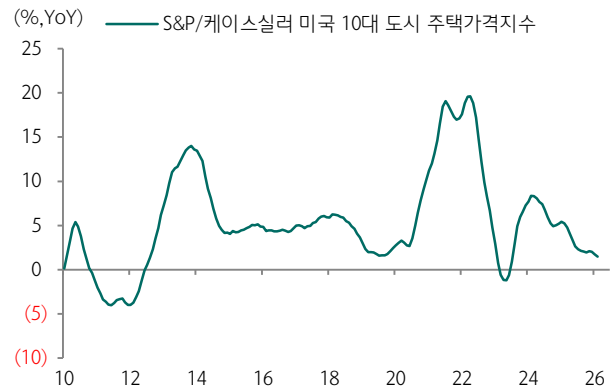
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 미국 S&P 케이스실러 주택가격지수 추이: 상승률 둔화



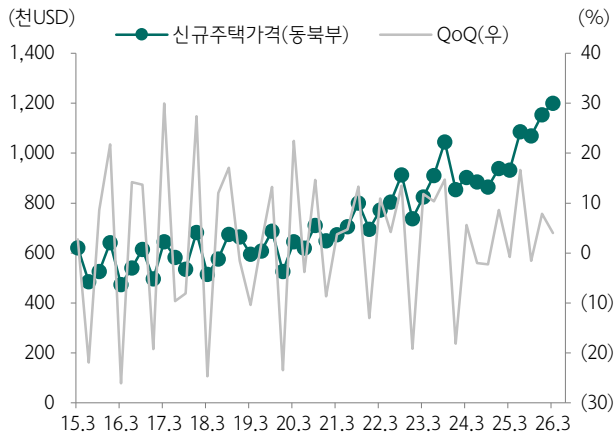
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 미국 10대 도시로 좁혀봐도 상승률은 둔화됐음



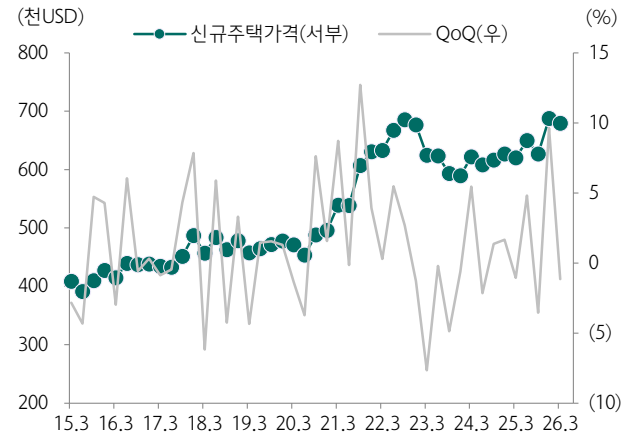
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 미국 동북부 신규주택가격 추이



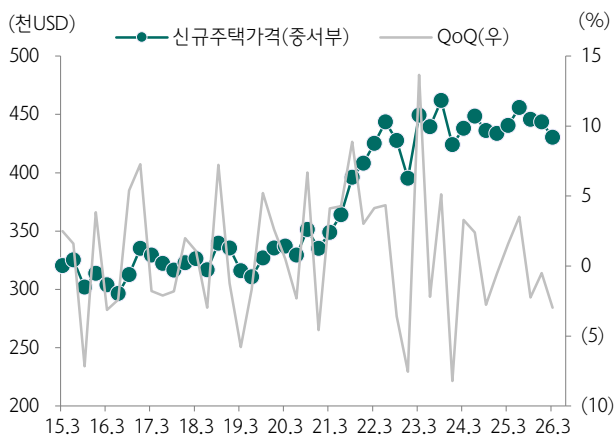
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 미국 서부 신규주택가격 추이



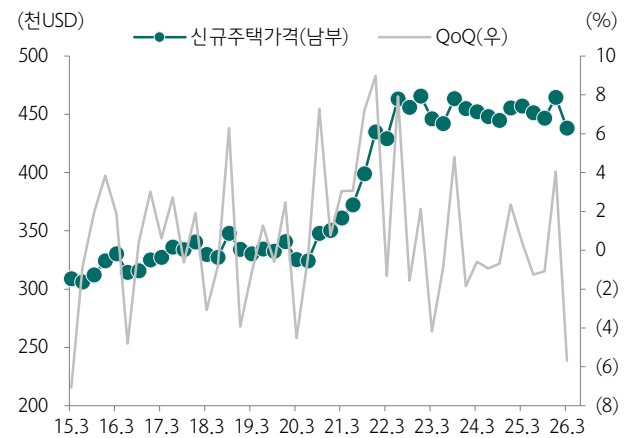
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 미국 중서부 신규주택가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 20. 미국 남부 신규주택가격 추이



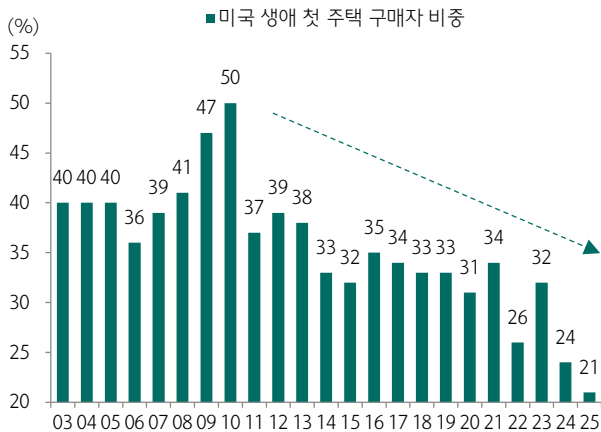
자료: Bloomberg, 하나증권

4-1) 주거비용 전망: 집값 상승이 멈춘 시간, 따라갈 시간이 필요

장기적으로 생애 첫 주택 구매자는 전체 거래의 40% 수준에서 2025년 21%까지 꾸준히 하락하며 주거 사다리가 구조적으로 붕괴된 상태다. 다만 최근 지표를 보면, 2022년 금리 쇼크 이후 급락했던 첫 주택 구매자 지수가 2023년을 저점으로 5년치 평균 기준치(80) 근처까지 회복하고 있으며, 전년동기대비 증가율 역시 양의 흐름을 보이고 있다.

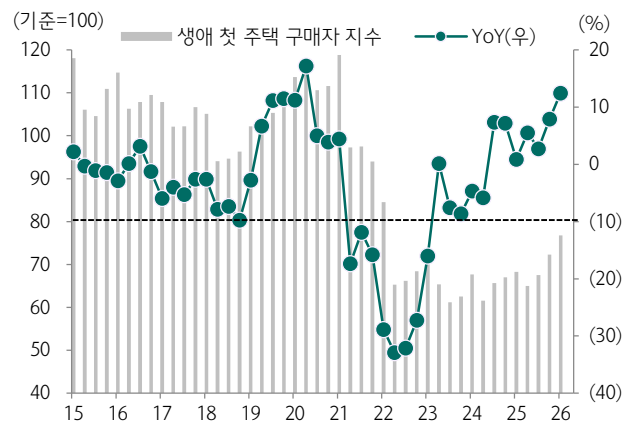
같은 기간 미국 가구의 명목·실질 중위소득은 팬데믹 직후 고물가 충격을 딛고 2021년 이후 다시 증가세를 이어가고 있다. Redfin에 따르면, 2026년에는 집값 상승률(약 1%)보다 임금 상승률(약 3~4%)이 더 빠를 것으로 예상된다. 이는 주택 소유·임대 모두에서 절대적인 주거비 수준은 여전히 높지만, 소득이 가격·월 상환액보다 더 빠르게 오르면서 젊은 층과 첫 구매자의 실질 주거비 부담이 매우 느린 속도로 개선되는 회복 초기 국면에 진입하고 있음을 시사한다.

도표 21. 미국 생애 첫 주택 구매자 비중 추이: 21%까지 하락



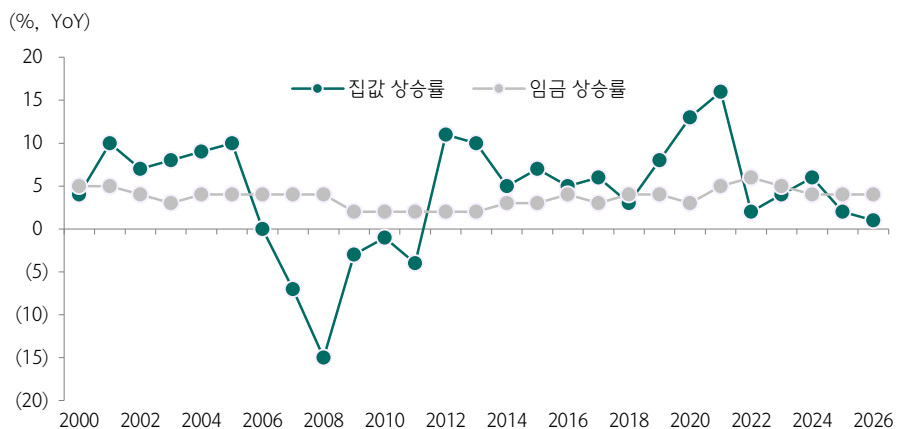
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 생애 첫 주택 구매자 지수 추이



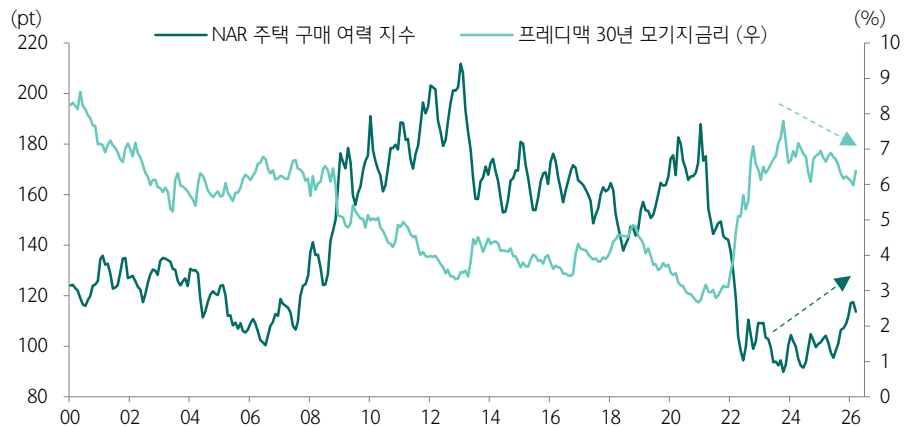
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. 2026년부터는 임금 상승률이 집값 상승률보다 지속적으로 더 높은 상태 유지



자료: Redfin, 하나증권

도표 24. 주택 구매여력 지수 또한 모기지 금리 인하와 함께 반등할 전망



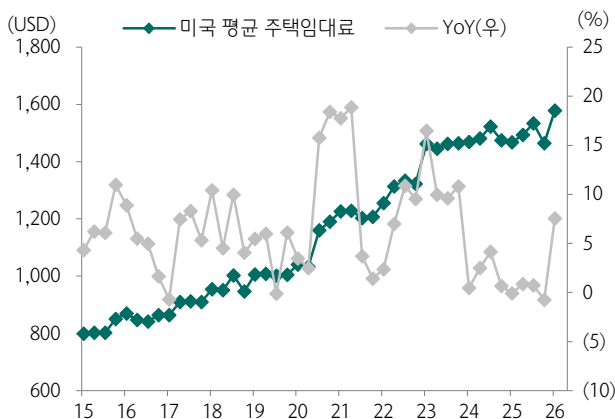
자료: Bloomberg, 하나증권

4-2) 주거비용 전망: 그래도 주거비는 오른다

가구별 경상소득의 중간값을 보면, 명목 기준 소득은 2000년대 초반 4만~5만달러 수준에서 최근 7만~8만달러대까지 꾸준히 우상향했다. 그러나 2008년 가격 기준 실질소득 중간값을 보면 금융위기와 팬데믹 구간을 거치면서 장기적으로 완만한 계단식 상승에 그치며, 명목 지표만큼의 개선이 이루어지지 않은 것을 볼 수 있다. 주거비가 빠르게 오른 시기에는 실질 소득 증가분 상당 부분이 주거비로 흡수되었고, 그만큼 저축이나 다른 소비에 배분할 수 있는 여지는 제한적이었던 것으로 판단한다.

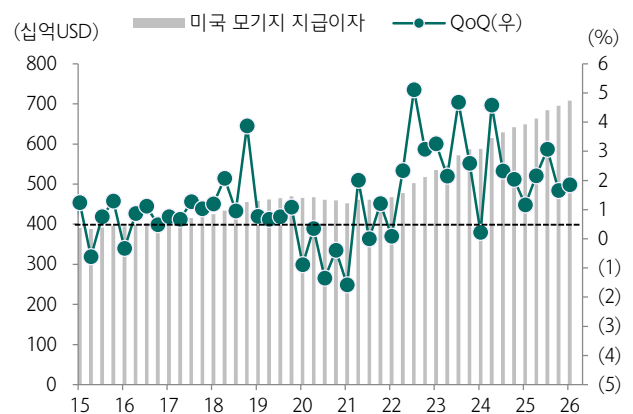
평균 주택 임대료는 2015년 800~900달러 수준에서 출발한 월 임대료는 팬데믹 이후 급등 구간을 거쳐 최근 1,500달러를 상회하는 수준까지 올라섰다. 상승률은 이미 고점에서 내려왔지만, 임대료 레벨은 높게 고착화되는 모습이다. 여기에 집을 사지 못하는 기간 동안 지불해야 하는 주거비는 가격 상승이 멈춘 이후에도 가계의 현금흐름을 계속 압박하고 있다. 모기지 지급이자 역시 2010년대 중반까지만 해도 완만한 증가세에 그쳤는데, 2022년 이후 금리 급등과 함께 크게 증가했다. 결과적으로 무주택자에게는 높은 임대료가, 주택 보유자와 잠재 구매자에게는 증가한 이자비용이 각각 부담으로 작용하면서 가격 상승세가 진정된 뒤에도 전체적인 주거비용은 쉽게 낮아지지 않는 구조다.

도표 25. 미국 평균 주택 임대료 추이



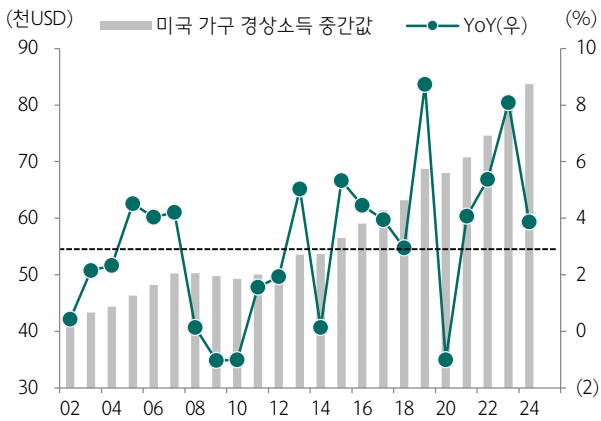
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 26. 미국 모기지 지급이자 추이



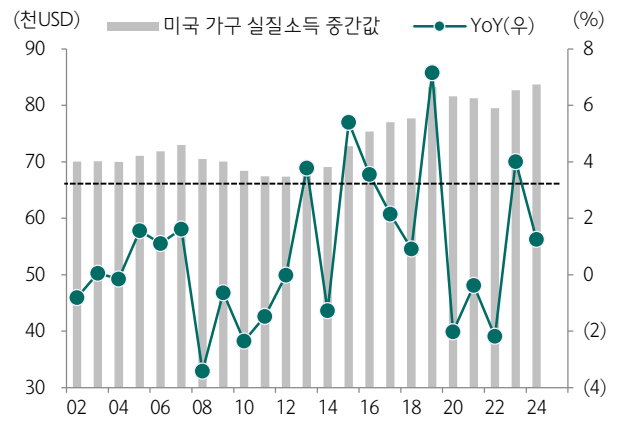
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 27. 미국 가구 경상소득 중간값 추이



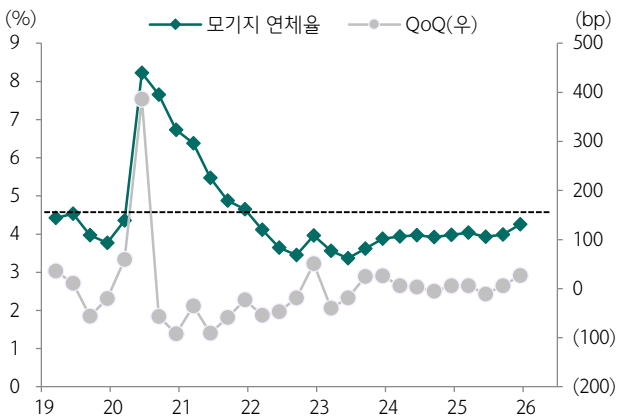
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 28. 미국 가구 실질소득 중간값(2008년 기준 환산치)



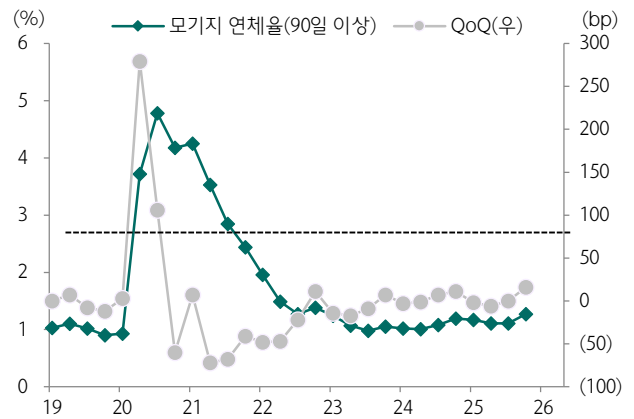
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 29. 분기별 미국 가구 전체 모기지 연체를 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

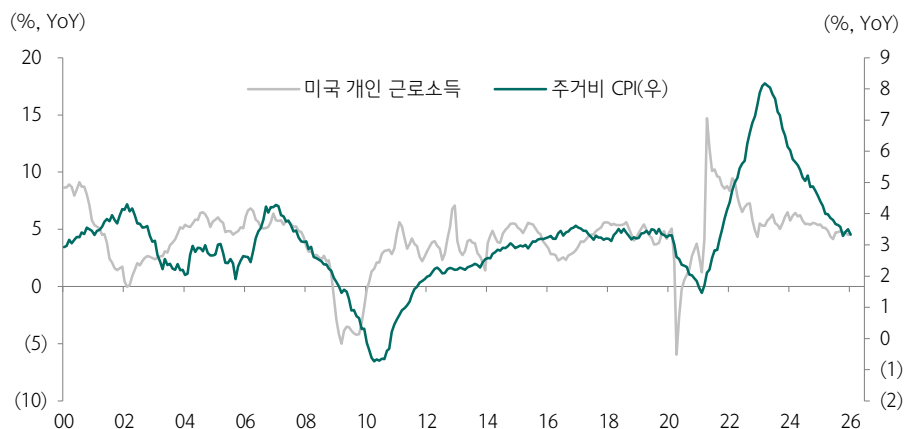
도표 30. 분기별 미국 가구 90일 이상 모기지 연체를 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 31. 미국 개인 근로소득 및 주거비 CPI 변동 추이

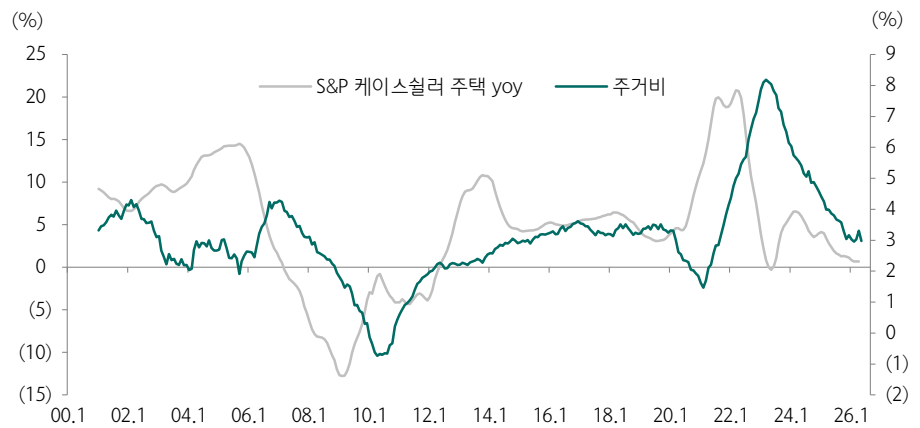
주거비 압력 줄어들고 있지만
구조적 완화까지는 시간이 필요



자료: Bloomberg, 하나증권

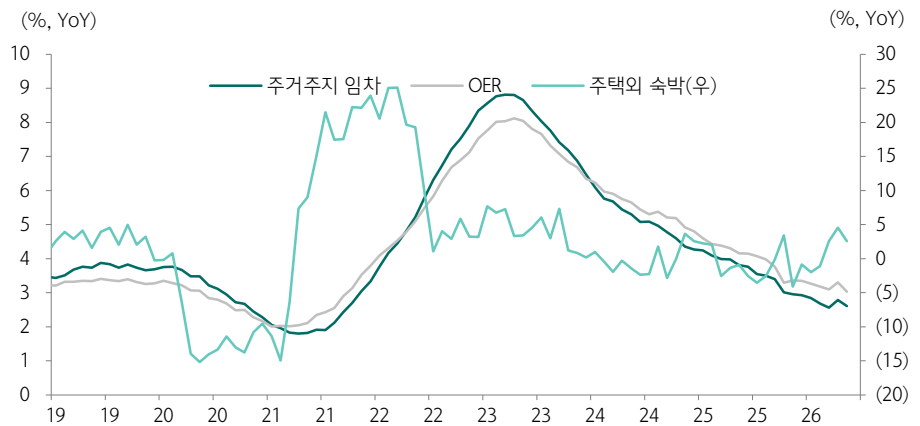
주거비가 1년 후행
주거비 하락 추세 이어질 전망

도표 32. 케이스실러 지수와 주거비 CPI 추이



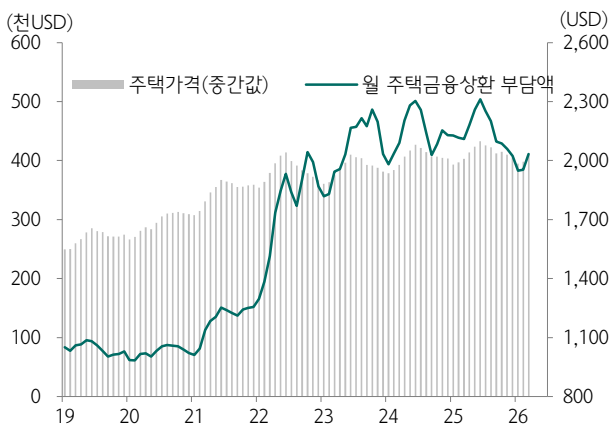
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 33. 주거비 CPI를 이루는 항목들의 추이: 자가 거주자와 임차인 모두 상승폭 크게 축소



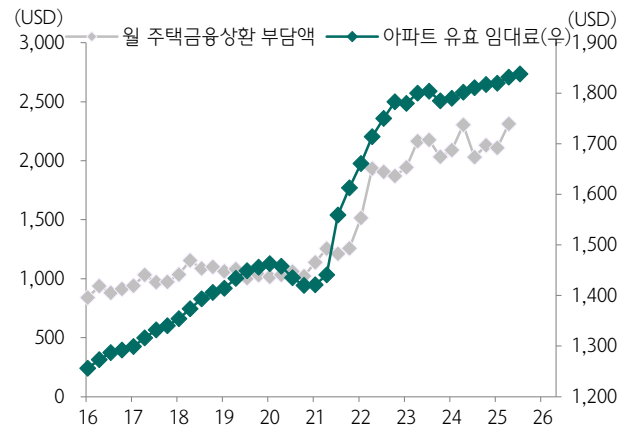
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 34. 주택(중간)가격과 월 모기지 부담액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 35. 월 모기지 부담액과 유효 임대료 비교



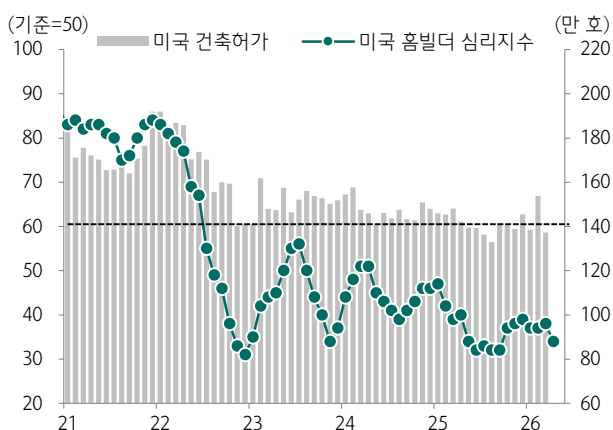
자료: Bloomberg, 하나증권

5) 홈빌더 업황 전망: 규모의 경제를 누리고 있는 홈빌더들

지금 미국 홈빌더들은 규모의 경제를 꽤나 효과적으로 누리고 있다. 1) 주택가격은 여전히 높으며, 2) 모기지 금리도 아직 내려오지 않았지만, 3) 대형사들은 여전히 평년 수준의 매출을 내고 있다. 결국 1) 집값과 홈빌더의 수익성이 꼭 같은 방향으로 움직이지 않기 시작했으며, 2) D.R.호턴이나 레나와 같은 상위 홈빌더는 정량적인 인도량과 마진을 조정해 이렇게 비싸진 시장에서도 돈을 벌 구조를 만들고 있다. 보통 홈빌더는 자체 자본과 조달 능력을 활용해 구매자에게 시장금리보다 낮은 모기지 금리를 제공하는 식으로 실질 구매 비용을 줄여 준다. 표면적인 집값(매매가)은 크게 안 깎으면서, 금융조건을 통해 수요를 유지하는 구조다. 매수자 입장에서는 여전히 비싸게 느껴지는 시장이지만 홈빌더 입장에서는 ASP를 방어하면서 볼륨과 마진을 관리, 소위 숫자를 찍어낼 수 있는 형태다. 지금의 홈빌더는 과거처럼 집값 상승에 그냥 편승해 버는 사업이 아니라 자본을 활용해 높은 집값, 높은 금리의 부정적 효과를 흡수하면서도 스프레드를 남기는 사업으로 변화했다.

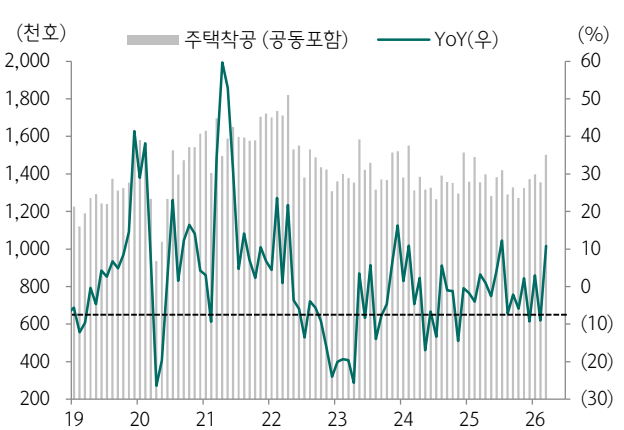
밸류에이션보다 펀더멘탈이 더 중요해지는 구간이다. 따라서 이번 하반기 홈빌더는 여전히 주택 부족과 기존 주택 재고의 역사적 수준이 바닥을 지지해 주지만, 어포터빌리티 제약과 금리의 완만한 하향 조정이라는 환경 탓에 섹터 전체로는 구조적인 업사이드는 크지 않은 상황이다. 수급 여건이 급격히 나빠지지는 않아서 실적과 주문이 완만한 성장세는 이어가겠지만, 금리·가격 부담이 동시에 남아 있어 밸류에이션 재평가 여지는 제한적이기 때문이다. 따라서 바이다운 같은 인위적 부양책 역시 같은 강도로 이어가긴 어렵다고 판단하며, 점진적으로 강도가 조정될 가능성이 크다. 또한 중간선거를 앞두고 행정부의 여러 주택 정책을 통한 집값 민심 등으로 변동성이 크게 나타나는 구간이 지속될 가능성이 높다.

도표 36. 미국 건축허가와 홈빌더 심리지수: 여전히 회복하지 못함



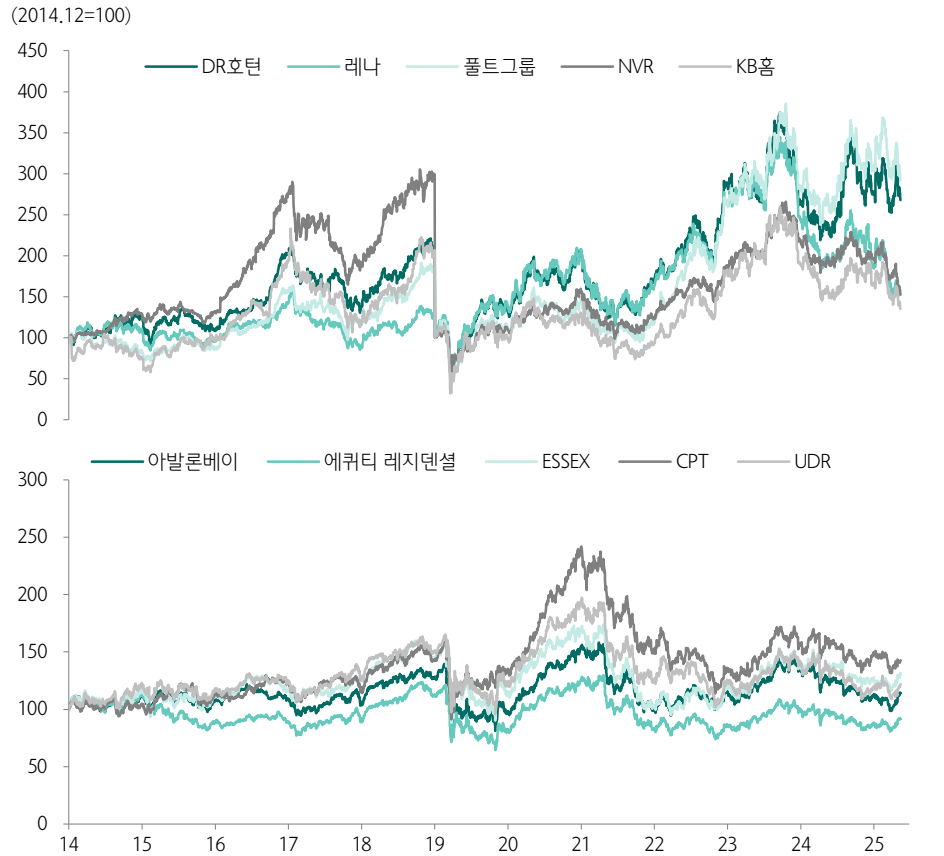
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 37. 미국 전체 주택(단독+아파트) 착공 추이



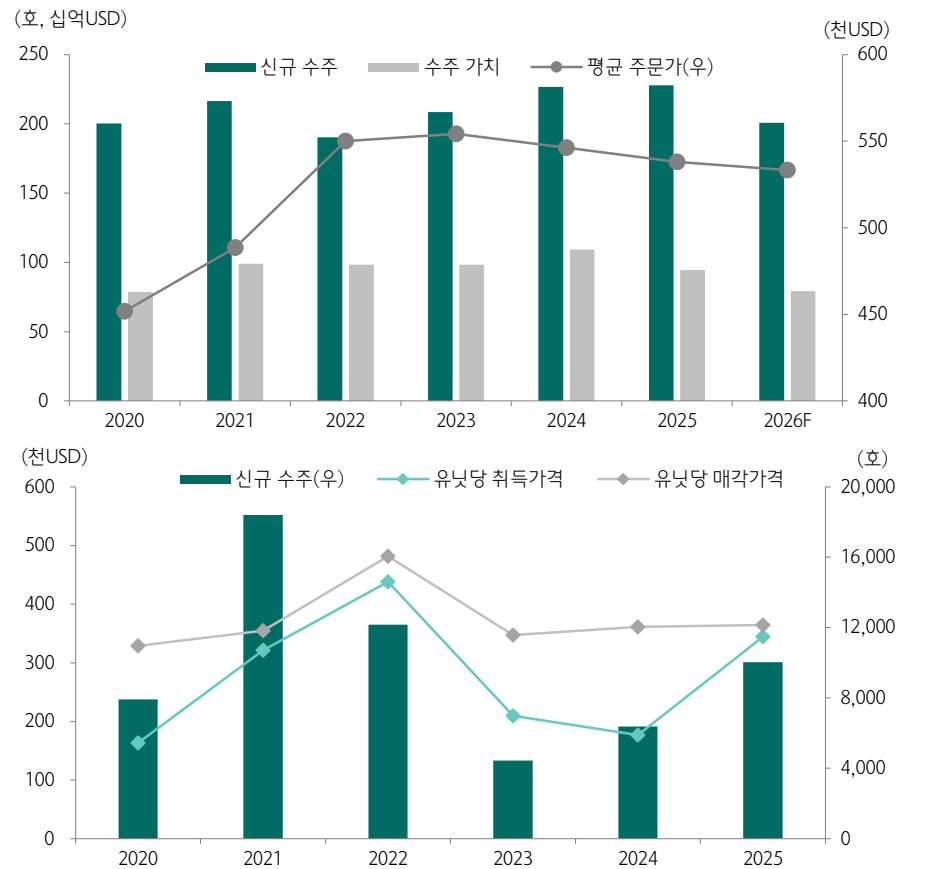
자료: 하나증권 추정

도표 38. 미국 주요 홈빌더와 멀티패밀리 리츠 증가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 39. 미국 주요 홈빌더와 멀티패밀리 리츠의 신규수주, 수주가치, 평균 주문(매각)가격 비교



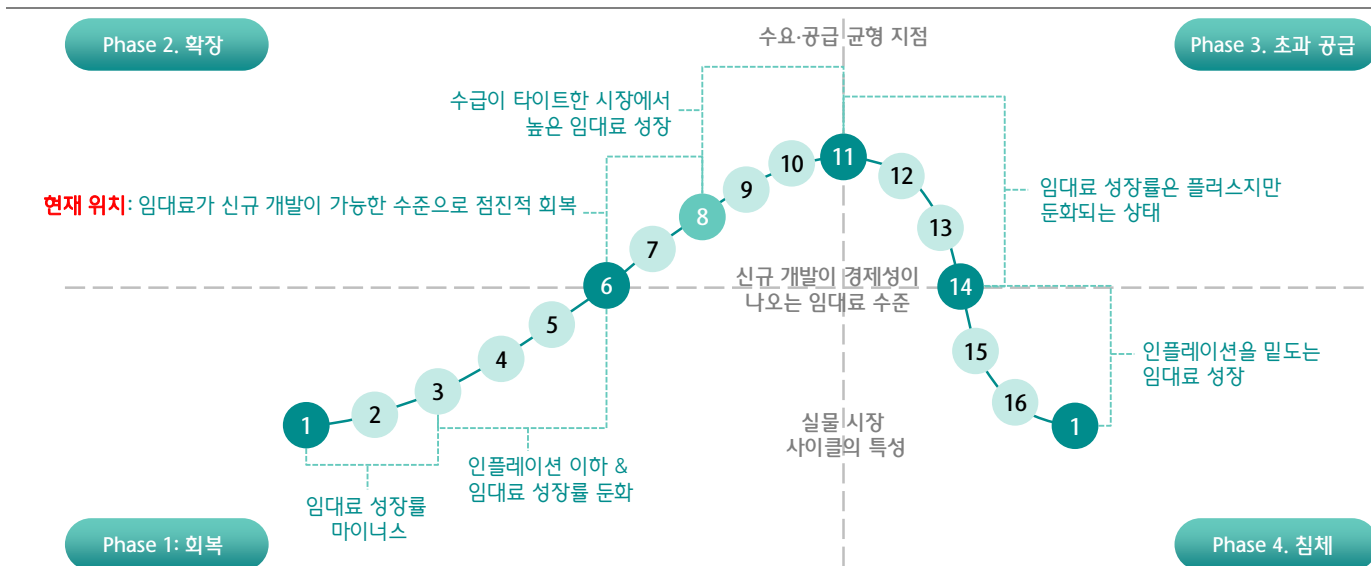
자료: Bloomberg, 하나증권

2. [상업용] 2026년 하반기 전망: 거래량 회복부터 시작

1) 선별 사이클로 진입한 회복 후반전

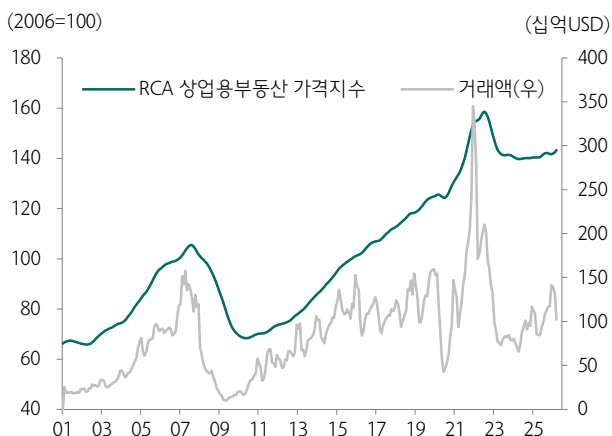
2026년 현재 미국 상업용 부동산 시장은 사이클 상 회복 후반~확장 초기(6~8번 구간)에 진입한 것으로 판단된다. 지난 3년간 이어진 금리 급등과 가격 조정은 상당 부분 진행됐고, RCA 상업용 부동산 가격지수는 2025년 저점을 통과한 이후 완만한 상승세로 전환되면서, 거래액 역시 저점 대비 점진적으로 회복되는 흐름을 보이고 있다. 다만 이번 회복은 과거처럼 지수 전체가 일제히 반등하는 V자형이 아니라, 섹터·지역별로 진행되는 K자형 회복이라는 점이 특징이다. 물류센터, 데이터센터, 시니어하우징, 멀티패밀리 등 구조적 수요와 제한된 공급을 갖춘 자산은 사이클 상으로 이미 확장 국면 상단으로 진입한 반면, 오피스와 일부 전통 자산은 여전히 침체~초기 회복 단계에 머무르며 가격 조정이 이어지고 있기 때문이다. 금리 레벨이 상당 부분 가격에 반영된 만큼, 향후 시장금리가 추가적으로 하락할 경우 현재 밸류에이션은 한층 매력적인 수준으로 재평가될 여지가 있다.

도표 40. 상업용 부동산 시장 사이클: 현재 6~8번 구간에 진입



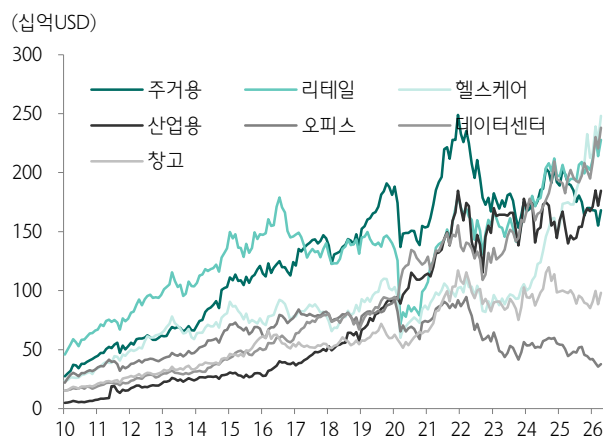
자료: PAM, 하나증권

도표 41. 상업용 부동산 가격지수 및 거래액 추이: 점진적 우상향 중



자료: RCA, 하나증권

도표 42. 섹터별 시가총액: 코어 자산 위주로 상승 중



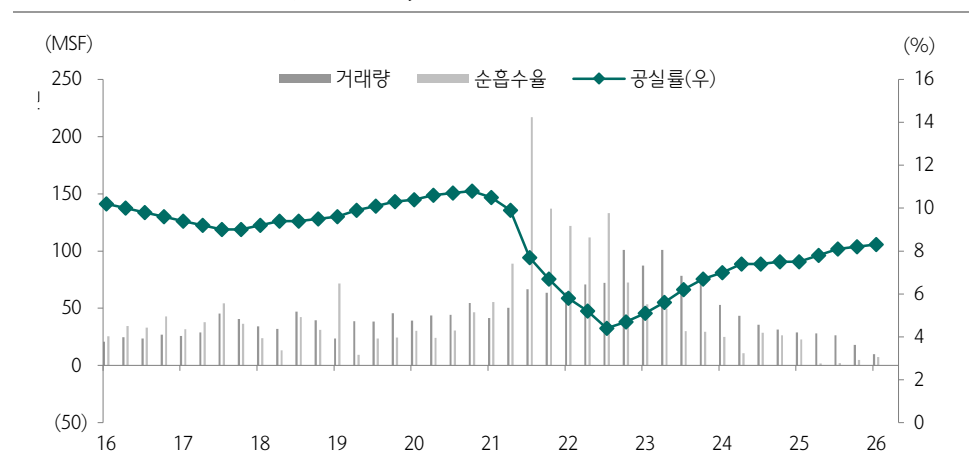
자료: Bloomberg, 하나증권

2) 산업용 부동산(물류센터): 안정화 단계로 진입

하반기 미국 산업용 부동산 시장은 과열 국면 이후 재고 조정을 마무리하고 안정화 단계로 진입할 것으로 전망한다. 다만 진행 중인 중동전쟁에 따른 호르무즈 해협의 물동량 문제, 그리고 미국 관세 확대 가능성은 여전히 글로벌 교역과 물류비에 대한 상방 리스크로 작용한다. 그럼에도 불구하고 미국 내에서는 3PL-이커머스-데이터센터를 바탕으로 한 제조업을 중심으로 구조적인 물동 성장과 착공 흐름이 이어지면서 순흡수율은 점진적인 개선이 예상된다. 이 과정에서 전쟁·관세로 인한 각종 매크로 충격이 실물 자산에 대한 수요를 급격히 위축시키지 않는다면 공실률은 평년 수준인 7%대 수준에서 유지될 것으로 판단한다.

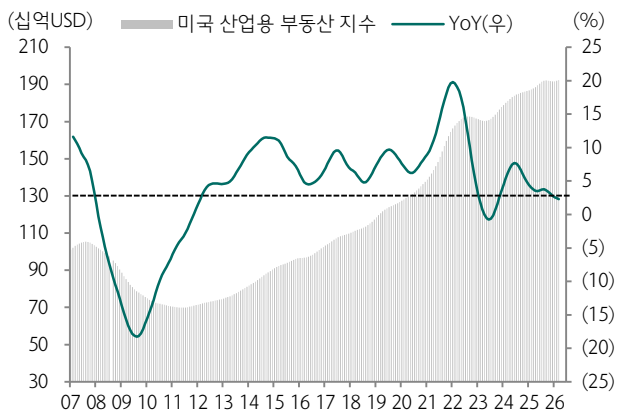
단기적인 면적 축소보다 공급망 회복과 리스크 관리에 대한 관심이 크게 높아지고 있다. 기업들은 호르무즈와 같은 특정 지역, 특정 해상 루트에 대한 의존도를 낮추기 위해 멀티 허브와 내부 물류망 확장을 병행하고 있는데, 이 과정에서 자동화/AI를 수용할 수 있는 신축+대형 창고로의 수요가 꾸준히 발생하고 있다. 다만 임대료는 가격 조정을 받는 시기임에 상당 부분 운임요율 조정과 공급망 재편 등을 통해 상당 부분 임차인에게 전가될 것으로 예상된다. 이에 명목적인 임대료 성장은 과거 두 자릿수 상승기 대비 크게 둔화된 수준에 머무를 가능성이 높다. 이러한 환경은 비용에 대한 민감도가 큰 임차인에게는 저렴한 조건으로 장기 계약을 체결할 수 있는 기회가 되고, 우량 입지 자산을 보유한 프로로지스와 같은 대형 리츠들에게는 향후 가격 협상력을 높이는 기간이 될 수 있다. 더불어 에너지 수요 급증과 함께 발전소와 송전망, 도로·철도 등 전력 접근성이 보장된 부지에는 자연스럽게 프리미엄이 붙는 모습이다. 결국 전력 수요가 높은 시장일수록 신규 개발 여지가 크며, 전력 인프라 확장 여력이 검증된 사이트는 향후에도 추가적인 가치 상승을 기대할 수 있다.

도표 43. 산업용 부동산 거래량과 순흡수율, 공실률 추이



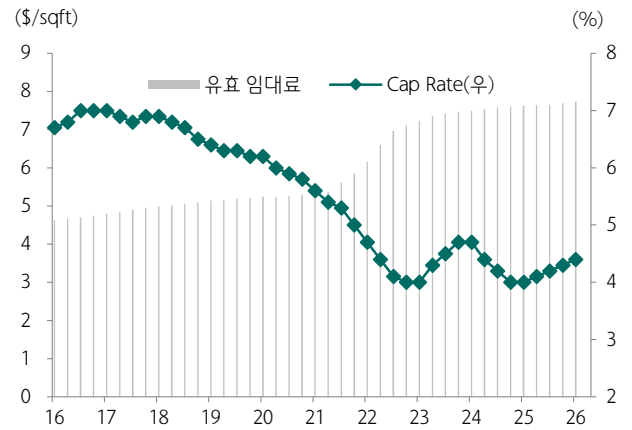
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 44. 미국 산업용 부동산 지수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 45. 산업용 부동산 유효 임대료 및 Cap Rate 추이

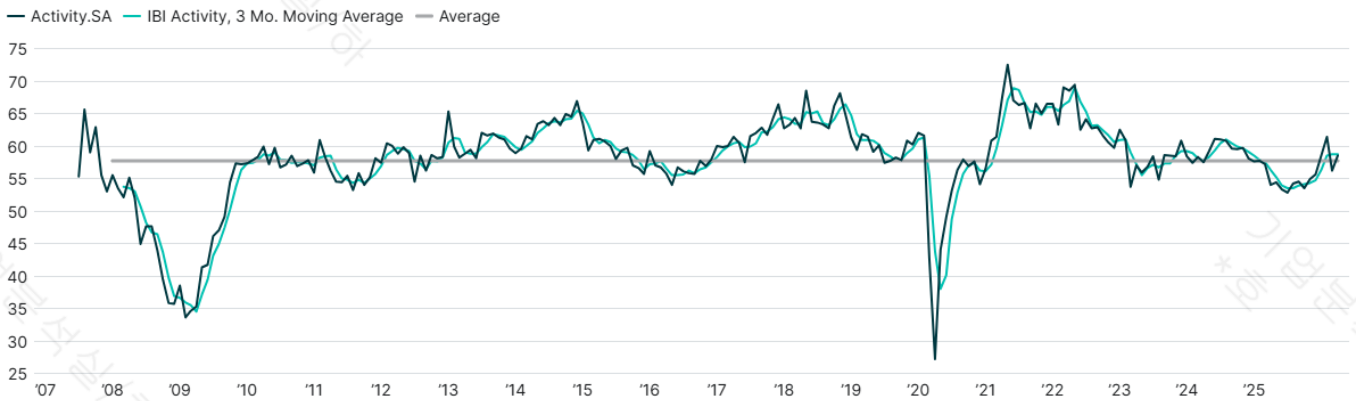


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 46. 프로로지스 물류활동 지수: 역사적 평균치인 57.8으로 회복하기 시작

IBI Activity Index

Index, 50=neutral, seasonally adjusted



자료: Prologis

도표 47. 프로로지스 물류센터 활용률 지수: 임대는 저점 통과 후 회복 구간이지만, 활용률은 아직 완전히 타이트하지는 않은 점진적 정상화 국면

Utilization Rate



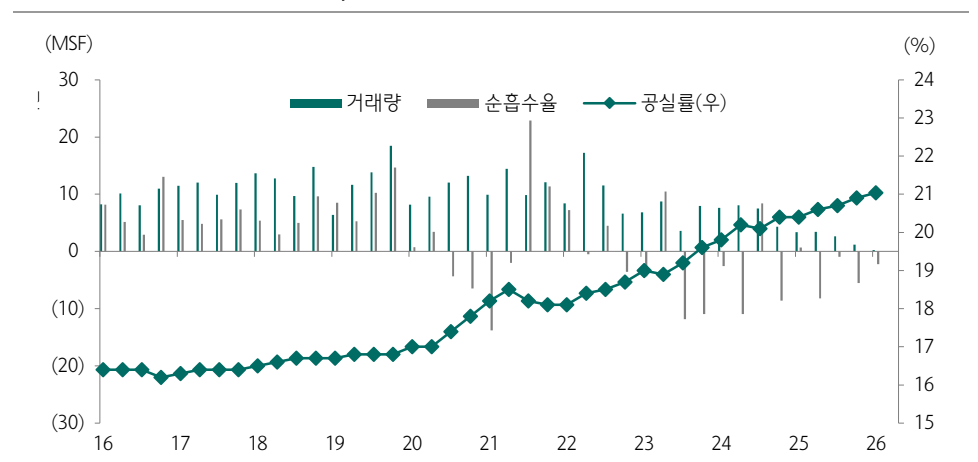
자료: Prologis

3) 오피스: 대형 딜 위주로 저점 매수 구간

하반기 미국 오피스 시장은 기나긴 가격 조정을 거친 낙관론 속 점진적인 회복 국면에 진입할 것으로 전망한다. 임차 활동이 개선되고 핵심 지역의 우량 자산에 대한 수요가 확대되지만, 모든 자산에 고르게 나타나기보다는 입지와 건물 경쟁력에 따라 뚜렷한 차별화는 지속될 것으로 판단된다. 순흡수는 다소 개선되어 오피스 복귀율이 완만하게 회복되고 고용시장이 안정되면서 실제 사용 면적이 증가할 것으로 예상된다. 증가분의 상당 부분은 핵심 업무 지구(CBD) 내 프라임 자산에 집중될 것으로 보인다.

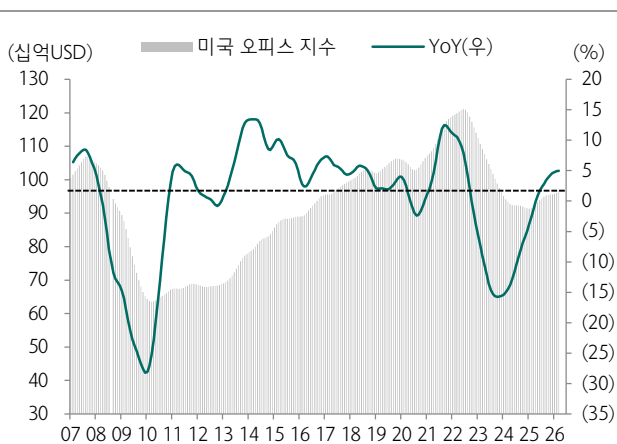
공실률은 미국 전체 시장 기준으로 대체로 횡보할 것으로 예상된다. 출근을 상승과 거래 확대가 수요를 뒷받침하지만 여전히 많은 양의 공실이 남아 있어 빠른 개선은 제한적이다. 다만 신규 공급이 급격히 감소하면서 시장에 추가되는 부담이 줄어들어 공실률의 추가 상승은 억제될 전망이다. 완공 물량은 10년 만에 가장 낮은 수준으로 감소할 것으로 예상되며, 건설 파이프라인 역시 크게 축소될 예정이다. 신규 착공은 주로 사전 임차가 확보된 형태로 또는 일부 핵심 지역의 최고급 자산 중심으로 진행될 가능성이 높다.

도표 48. 오피스 거래량과 순흡수율, 공실률 추이



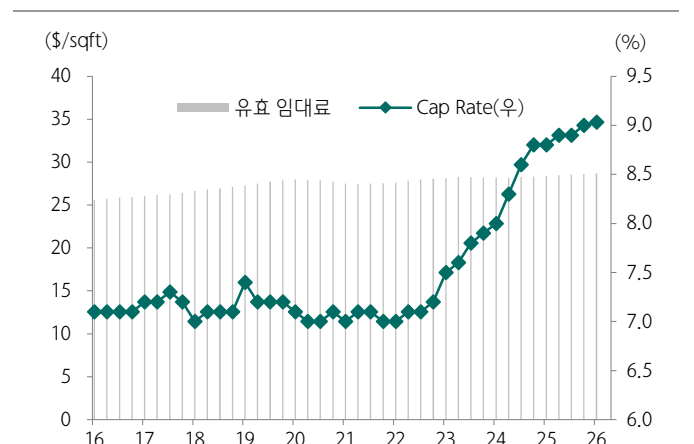
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 49. 미국 오피스 지수 추이



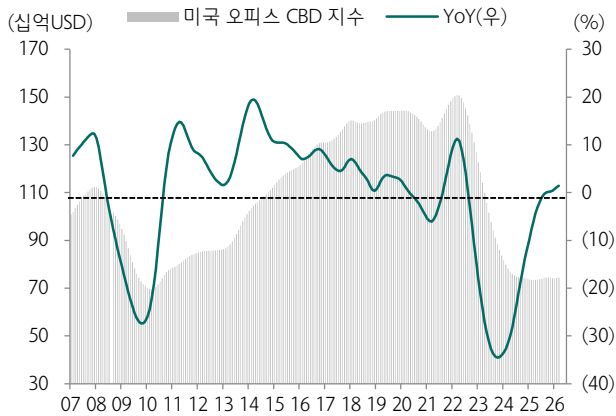
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 50. 오피스 유효 임대료 및 Cap Rate 추이



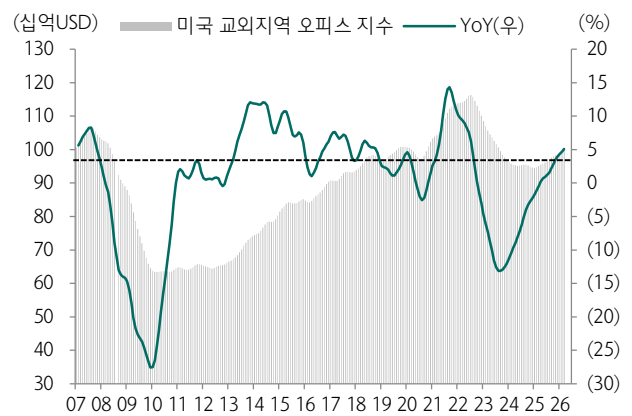
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 51. 미국 오피스 CBD 지역 지수



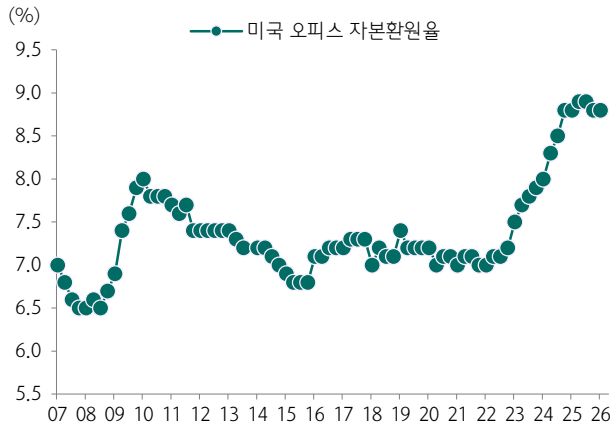
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 52. 미국 오피스 교외지역 지수



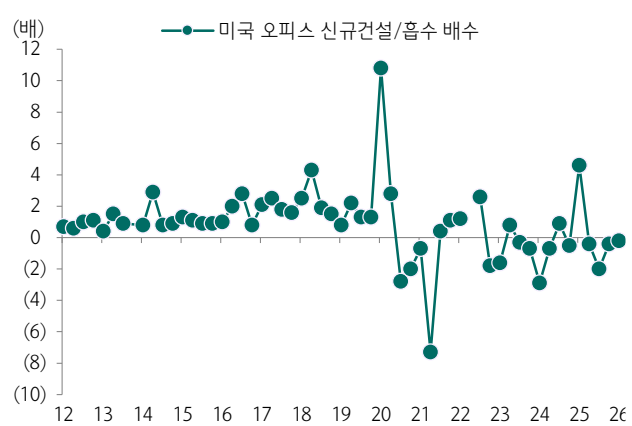
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 53. 미국 오피스 Cap Rate 추이



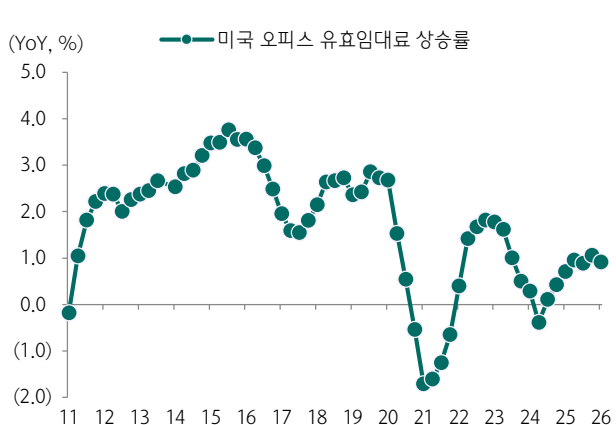
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 54. 미국 오피스 신규건설/흡수 배수 추이



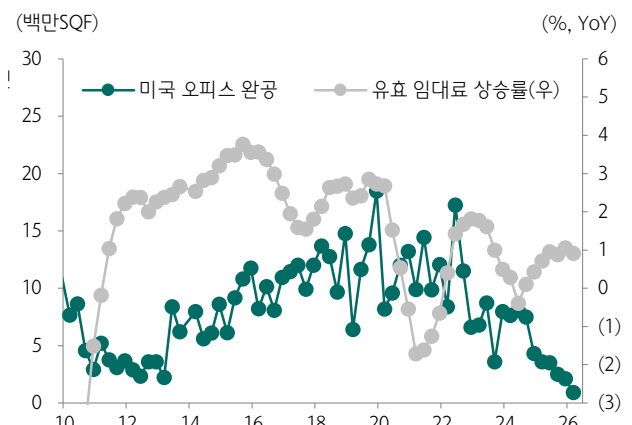
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 55. 미국 오피스 유효임대료 상승률 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 56. 미국 오피스 완공 물량에 따른 유효 임대료 비교: 실물 자산 논리가 통하지 않는 시장이 되어버렸음



자료: Bloomberg, 하나증권

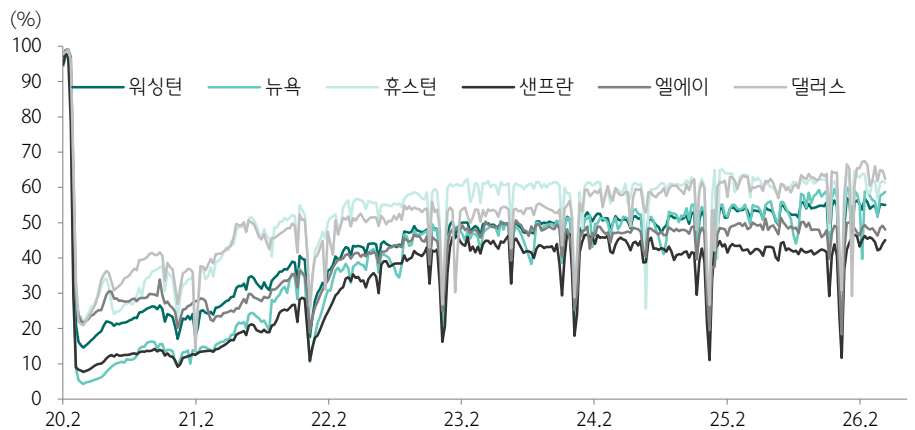
특히 수요 측면에서 시 관련 기업들의 성장에 따른 사무실 매입 증가가 긍정적인 신호로 나타나고 있다. 현재 임차 공간을 검토 중인 기업들 가운데 70% 이상이 기존 사무 공간을 유지하거나 확장하려는 움직임을 보이고 있다.

이 과정에서 중소 규모의 2차 시장, 특히 피닉스·탬파·올랜도·샬럿·내슈빌 등 남부 선벨트 도시는 구조적인 수혜가 예상되는 지역으로 꼽힌다. 평당 오피스 매매·임대 단가는 팬데믹 기간 급등 이후 조정을 거쳤지만 여전히 높은 수준에서 기업들이 인구와 고용이 유입되는 저비용 성장 거점으로 활용하고 있다.

미국 주요 도시의 오피스 출근율은 코로나 이후 약 50% 수준에서 횡보하고 있지만 텍사스(달러스·휴스턴)나 남부 일부 도시는 상대적으로 높은 출근율을 유지하는 반면, 재택 비중이 높은 샌프란시스코·LA 등 서부 해안 도시는 여전히 낮은 수준에 머물러 있다. 결국 동일한 오피스 섹터 안에서도 선벨트·텍사스와 같은 친기업 시장은 빠른 회복, 서부 지역은 지연된 회복이라는 지역 간 차별화가 계속될 가능성이 높다.

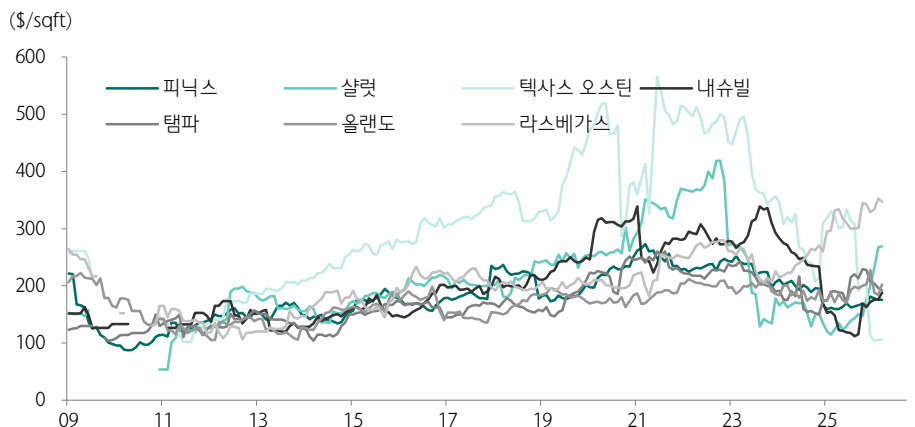
도표 57. 미국 주요 거점 지역 사무실 복귀율 추이

지역별 출근율
남부 높음
동북부 보합
서부 부진



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 58. 미국 주요 남부지역 평당 오피스 단가 추이



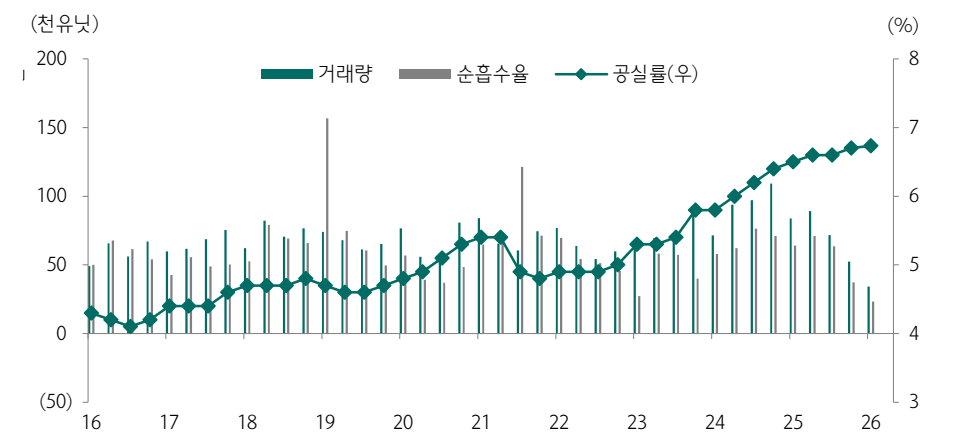
자료: Bloomberg, 하나증권

4) 멀티패밀리: 공급 과잉 해소

하반기 미국 멀티패밀리 시장은 지난 몇 년간 시장을 압박했던 공급 과잉 문제가 점차 해소되면서, 지표의 안정화와 임대료 반등이 본격화되는 전환기를 맞이할 것으로 전망한다. 특히 앞서 주택 전망에서 언급했듯이 높은 모기지 금리와 주택 가격으로 인해 자가 마련이 어려운 잠재적 구매자들이 임대 시장에 머물면서 멀티패밀리 수요를 지속적으로 자극하고 있다. 2024년과 2025년에 걸쳐 시장에 쏟아졌던 기록적인 신규 공급 물량은 올해 들어 급격히 줄어들기 시작했다.

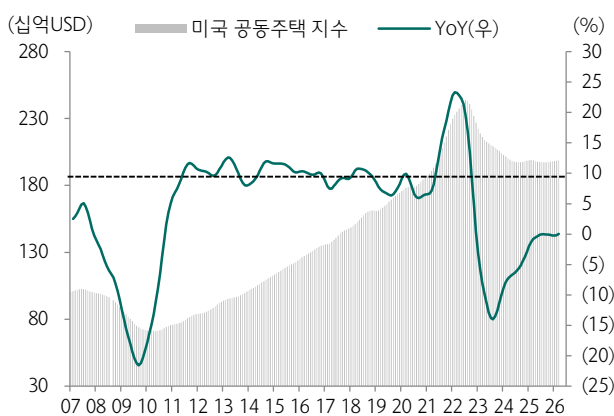
2026년 신규 인도 물량은 전년동기대비 약 22% 감소할 것으로 보이며, 이는 공급 정점이었던 2024년과 비교하면 45%나 낮은 수준이다. 비록 신규 임차 수요는 이전에 비해 다소 완화되겠지만, 공급 절벽이 이를 상쇄하며 전체적인 수급 균형이 맞춰질 것으로 전망한다. 이에 따라 공실률은 약 5% 내외를 유지하며 평년 수준을 찾아갈 것으로 판단한다.

도표 59. 멀티패밀리 거래량과 순흡수율, 공실률 추이



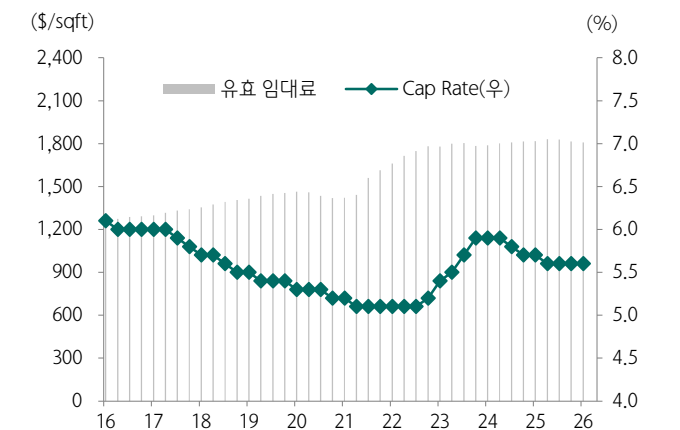
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 60. 미국 멀티패밀리 지수 추이



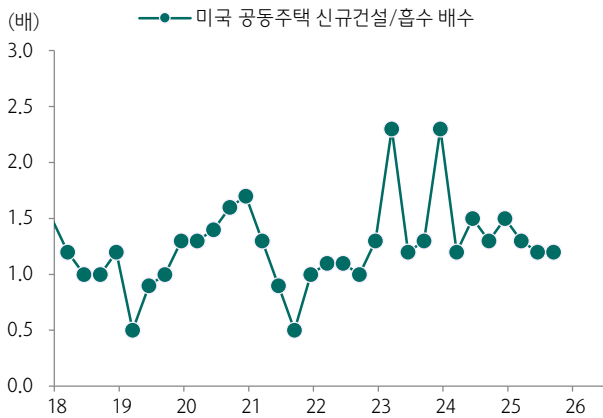
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 61. 멀티패밀리 유효 임대료 및 Cap Rate 추이



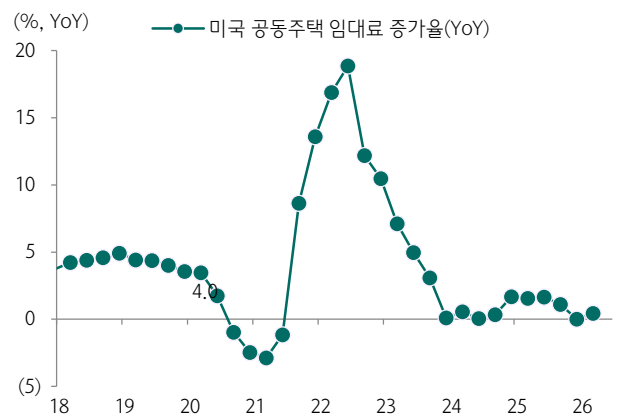
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 62. 미국 멀티패밀리 신규건설/흡수 배수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 63. 미국 멀티패밀리 연간 임대료 증가율

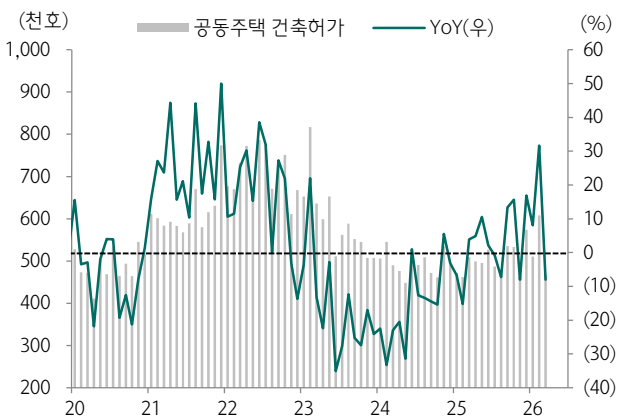


자료: Bloomberg, 하나증권

이와 같은 수급 정상화는 임대료 흐름에도 변곡점을 형성할 것으로 보인다. 그동안 과잉 공급 부담으로 억눌려 있던 임대료는 2026년 하반기를 기점으로 점진적인 반등세를 보이며, 2027년에는 인플레이션을 상회하는 실질 임대료 성장이 가능할 것으로 예상된다. 특히 고용과 인구 유입이 견조한 선벨트 및 중남부 주요 시장을 중심으로, 신규 공급 조정과 함께 기존 재고의 흡수가 빨라지며 임대료 상승 탄력이 상대적으로 크게 나타날 전망이다. 반면, 공급 조정이 더디거나 규제·세제 측면에서 사업 환경이 불리한 일부 해안 대도시에서는 회복 속도가 상대적으로 늦어지는 등 지역 간 차별화가 불가피할 것으로 판단된다.

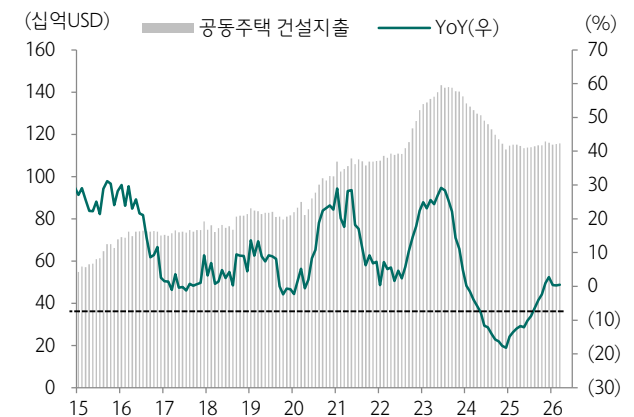
선거를 앞둔 미국 정치권은 집값과 임대료 부담을 완화하는 방향으로 주택 정책을 경쟁적으로 제시하고 있으며, 이는 멀티패밀리 섹터의 수요 구조를 재편하는 요인으로 작용할 수 있다. 자가 보유율을 높이기 위한 정책이 강화되더라도, 단기간 내 주택 공급을 크게 늘리기 어렵다는 현실을 고려했을 때 미국 내 상당수 가구는 여전히 임대 시장에 머물 수밖에 없다.

도표 64. 미국 멀티패밀리 건축허가 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 65. 미국 멀티패밀리 건설지출 추이: YoY 증가 중



자료: Bloomberg, 하나증권

5) 부동산 대출 시장 현황: 대형 은행들의 대출 기준 완화 기조

올해 1분기 연준 SLOOS(대출담당자 설문)에서 미국 상업용 부동산 대출 환경은 전반적으로 지난해와 비슷한 수준에서 유지됐는데, 대형 은행을 중심으로 우량 자산·우량 차주에 대한 선별적 완화가 시작된 것으로 판단된다. 주거·상업용 대출 총액 추이를 보면, 2020년 이후 금리 변동에도 불구하고 두 부문 모두 장기적인 증가 흐름을 이어왔고, 특히 상업용 대출은 최근까지도 완만하게 우상향하며 실물 매입 수요와 은행의 공급 여력이 함께 뒷받침되고 있다. 중소·지역은행의 경우에는 건설·토지개발 등 변동성이 큰 부문에 대해서는 여전히 심사를 강화하는 태도를 유지하고 있어, 시장 전반이 일괄적으로 리스크를 확대하기보다는 은행 규모와 담보·차주의 질에 따라 완화 폭이 갈리는 국면이다.

도표 66. 미국 은행 대출 기준과 상업용 부동산 수익률 비교

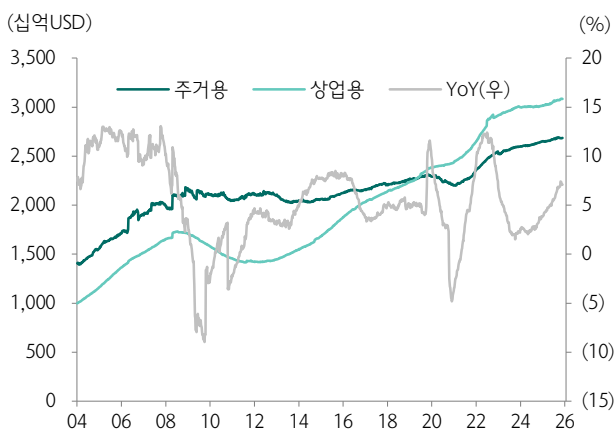
대출 기준이 크게 완화되면서
상업용 부동산 수익률 또한
소폭 반등



Source: Federal Reserve, Principal Real Estate, Data as of May 4, 2026.

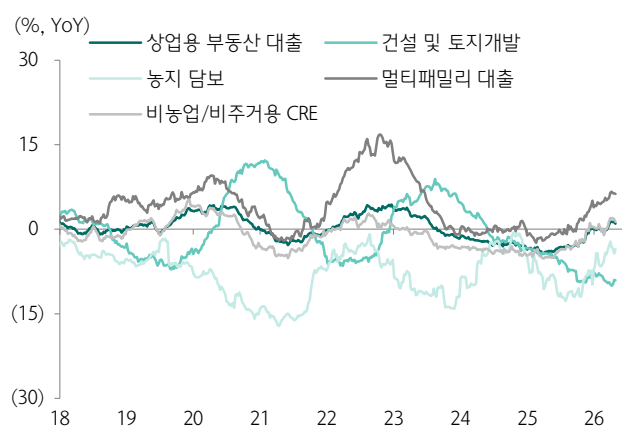
자료: PAM

도표 67. 주거용과 상업용 부동산 대출 총액 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 68. 대형은행 부문별 대출 증감 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

기업분석

프로로지스 (PLD.US)

25

2026년 5월 22일 | Global Equity

프로로지스 (PLD.US)

돌아온 물류의 거인

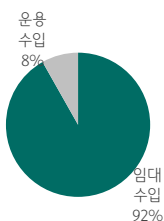
미국

TP(컨센서스) 153.45 USD
CP(5.20) 144.68 USD

Key Data

국가	UNITED STATES		
상장거래소	New York		
산업 분류	부동산		
주요 영업	산업 리츠		
홈페이지	www.prologis.com		
시가총액(십억USD)	138.3		
시가총액(조원)	207.3		
52주최고/최저(USD)	145.44/103.02		
주요주주 지분율(%)			
VANGUARD GROUP	13.32		
블랙록	10.78		
주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.2)	17.5	38.2
상대	(4.8)	3.8	11.0

매출구성



Financial Data

(백만USD)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출	8,202	8,790	9,339	9,988
영업이익	3,098	3,414	3,614	4,085
순이익	3,732	3,328	3,136	3,309
EPS(USD)	4.0	3.6	3.5	3.9
EPS(YOY, %)	21.9	(11.2)	(1.8)	11.3
ROE(%)	7.0	6.2	5.2	5.1
PER(배)	40.7	49.8	41.4	37.2
PBR(배)	1.8	2.2	2.4	2.4
배당률(%)	3.6	3.2	3.0	3.1

자료: Prologis, 하나증권



Analyst 하민호 minhoha@hanafn.com

지정학적 리스크 속 수요 확대

2026년 1분기 기준 미국 물류센터는 공실·임대료 측면에서 이미 사이클 저점을 통과한 것으로 보인다. 여기에 호르무즈 해협 봉쇄와 같은 지정학적 리스크로 해상 운임과 리드타임이 늘어나면, 화주들은 목적지 인근에 안전 재고를 더 쌓아둘 수밖에 없다. 이는 곧 프로로지스가 보유한 핵심 물류 거점에 대한 구조적 수요 확대 요인으로 작용할 수 있다. 사이클 저점에서 장기 계약 비중 증가를 통한 높은 점유율과 임대료 협상에서 우위를 확보하고 있는 만큼 실적과 주가 모멘텀이 본격적으로 회복되는 변곡점이 될 것으로 전망한다.

데이터센터로 멀티플 재평가

프로로지스는 2026년 CapEx의 약 40%를 데이터센터에 배정하고, 총 5.6GW 규모의 파이프라인을 보유하고 있다. 기존 전통 물류사업 대비 높은 수익성을 기대할 수 있다. 1분기 중에는 하이퍼스케일러와 장기 계약을 체결한 350MW급 프로젝트 두 건(총 13억달러 규모)을 착공하는 등, 10년 이상의 장기 계약을 체결한 사전 임대(pre-leased) 형태로 리스크를 최소화했다. 이러한 데이터센터 투자는 기존 물류 거점과 동일한 인프라를 활용해 물류센터 임대 수익에 AI-클라우드 기반 데이터센터 수요까지 흡수할 수 있는 플랫폼으로 진화하고 있다. 단순 물류 리츠를 넘어 중장기적으로 멀티플 상단을 열어줄 수 있는 요인으로 판단한다.

전 지역 임대율 반등 후 회복 구간

신사업인 데이터센터만큼이나 본업인 물류 인프라에 대한 수요도 최종유통단계(라스트 마일)를 중심으로 완만한 우상향 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 프로로지스의 마크투마켓은 (지금 받고 있는 임대료와 현재 시장 임대료 사이의 차이)을 통한 임대료 인상 여력을 확보함으로써, 평균 임대료 수준을 약 19% 상승시킬 여력이 있다. 또한 유럽과 일본 모두 일본 영국, 독일 그리고 도쿄·오사카 주요권역에서 임대율이 역사적 저점을 벗어나 반등한 것으로 미루어 보아, 모든 지역에서 신규 공급 조정과 함께 임대료 상승세가 이어지고 있는 것으로 판단된다. 주가는 2026년 선행 P/FFO 22.2배에 거래 중으로 역사적 밴드 상단 수준이나, ① 미국 중심으로 회복 중인 물류 업황, ② AUM 증가에 따른 운용보수증가, ③ 신사업 데이터센터 부문의 파이프라인과 높은 수익성, ④ 중동 분쟁으로 인한 공급망 재편 등은 멀티플 리레이팅에 기여한다는 판단이며, 주가 또한 상승세 이어갈 전망이다.

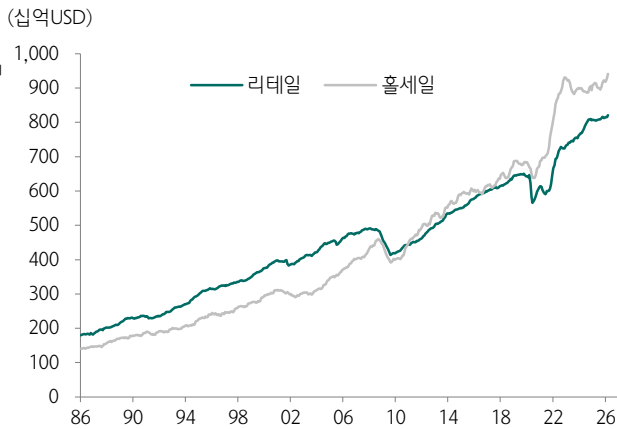
도표 1. 프로로지스 분기별 실적 추이

(단위: 백만USD, USD)

구분	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26A	2023	2024	2025
매출액	2,008	2,036	2,201	2,140	2,184	2,214	2,255	2,296	8,020	8,202	8,793
(1) 임대매출	1,853	1,901	1,947	1,999	2,037	2,064	2,102	2,135	6,820	7,530	8,200
(2) 자산운용	155	135	253	141	147	150	154	161	1,200	672	592
YoY (%)	-18.1%	6.4%	16.7%	9.3%	8.8%	8.7%	2.5%	7.3%	34.2%	2.3%	7.2%
영업이익	737	785	914	814	855	893	855	825	3,081	3,098	3,417
(% YoY)	-38.7%	18.2%	42.7%	22.8%	16.1%	13.8%	-6.5%	1.3%	35.1%	0.5%	10.3%
(% OPM)	36.7%	38.5%	41.5%	38.1%	39.2%	40.3%	37.9%	35.9%	38.4%	37.8%	38.9%
순이익	861	1,006	1,279	593	571	764	1,400	984	3,059	3,732	3,328
(% YoY)	-29.2%	34.5%	102.7%	1.2%	-33.7%	-24.0%	9.5%	65.9%	-9.1%	22.0%	-10.7%
DPS	0.96	0.96	0.96	1.01	1.01	1.01	1.01	1.07	3.48	3.84	4.04
(% YoY)	10.3%	10.3%	10.3%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.9%	10.1%	10.3%	5.2%
주당 Core FFO	1.34	1.43	1.50	1.42	1.46	1.49	1.44	1.50	5.85	5.55	5.81
(% YoY)	-26.8%	10.0%	0.0%	10.9%	9.0%	4.2%	-4.0%	5.6%	13.2%	-5.1%	4.7%

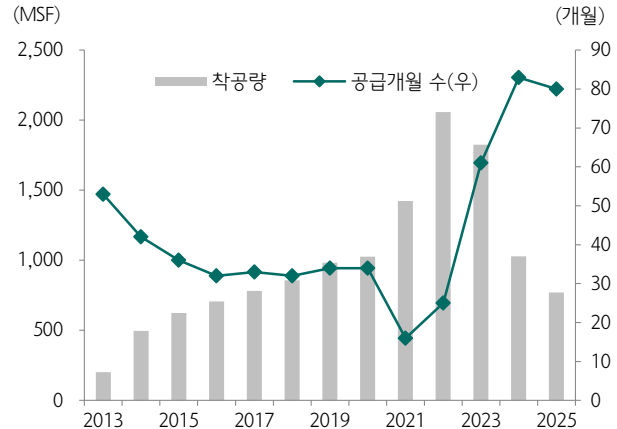
자료: Prologis, 하나증권

도표 2. 미국 내 부문별 재고량 추이: 역사상 최대치



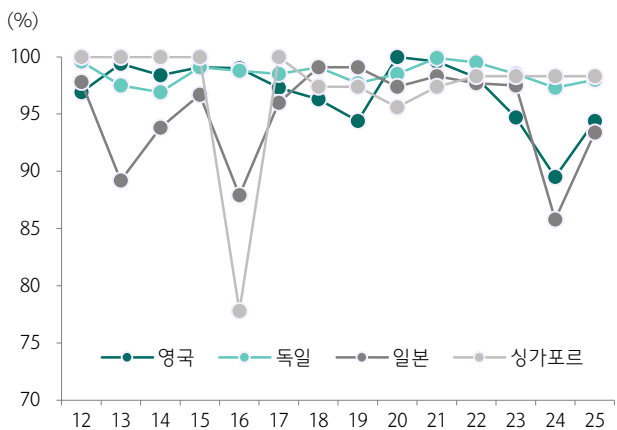
US Census, 하나증권

도표 3. 미국 물류센터 착공량 및 공급개월 수 추이



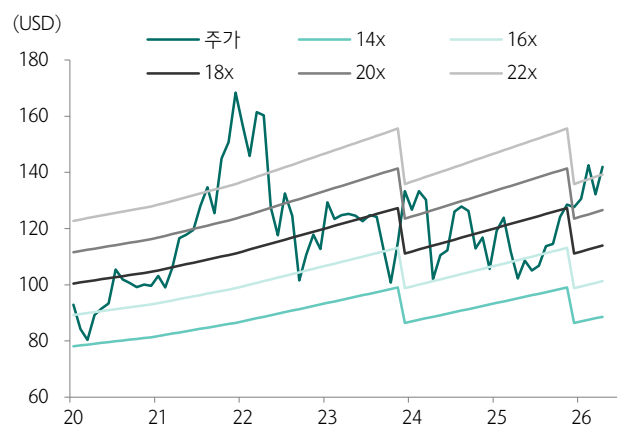
자료: US Census, 하나증권

도표 5. 주요 지역별 점유율 추이: 모두 25년 반등 시작



자료: Prologis, 하나증권

도표 5. 프로로지스 12M Fwd. P/AFFO 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 백만USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출	8,023	8,202	8,790	9,339	9,988
매출총이익				6,927	7,467
판매비	53	47	46		
영업이익	3,084	3,098	3,414	3,614	4,085
이자 비용	641	864	1,002		
기타영업손익	(714)	(1,527)	(955)		
세전이익	3,464	4,115	3,769		
법인세	211	167	204		
소수주주이익	194	216	237		
특별손실	0	0	0		
당기순이익	3,059	3,732	3,328	3,136	3,309
성장율(YoY)					
매출	34.3	2.2	7.2	6.2	6.9
영업이익	35.3	0.4	10.2	5.9	13.0
순이익	(9.1)	22.0	(10.8)	(5.8)	5.5
수익성(%)					
매출총이익률				74.2	74.8
영업이익률	38.4	37.8	38.8	38.7	40.9
순이익률	38.1	45.5	37.9	33.6	33.1

주: GAAP 기준. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
 자료: Bloomberg, 하나증권

대차대조표	(단위: 백만USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산					
현금성자산	556	278	530	1,319	1,146
매출채권					
비유동자산					
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	45,337	72,587	77,735	78,488	80,400
자산총계	58,486	87,897	93,021	95,329	98,724
유동부채					
비유동부채					
부채총계	20,744	30,034	35,197	36,712	40,970
자본금	35,569	54,075	54,259	54,473	54,708
이익잉여금	(2,206)	(901)	(1,141)	(586)	(1,579)
자본총계	37,742	57,863	57,824	58,617	57,754

투자지표	(단위: 백만USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
주당지표(USD)					
조정 EPS	3.3	4.0	3.6	3.5	3.9
BPS	57.5	58.2	57.2	60.9	60.4
SPS	8.7	8.9	9.5	10.4	11.8
DPS	3.5	3.8	4.0	4.3	4.5
주기지표(배)					
PER	50.8	40.7	49.8	41.4	37.2
PBR	2.3	1.8	2.2	2.4	2.4
EV/EBITDA	28.2	23.4	26.1	25.4	23.7
PSR	15.4	11.9	13.5	14.8	13.8
배당수익률(%)	2.6	3.6	3.2	3.0	3.1
재무비율(%)					
ROE	5.7	7.0	6.2	5.2	5.1
ROA	3.4	4.0	3.4	2.6	2.7
ROIC	3.6	3.5	3.7	-	-
부채비율	51.2	53.7	61.8	-	-
유동비율				-	-
이자보상배율(배)	4.1	3.2	3.1	-	-

주: EPS는 Bloomberg 조정치. 예상치는 Bloomberg 시장 컨센서스
 자료: Bloomberg, 하나증권

현금흐름표	(단위: 백만USD)				
	2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	2,996	4,126	5,373	4,912	5,008
감가/무형상각비	1,578	1,813	2,485	2,581	2,626
비현금자본증감	(152)	38	152	(147)	(196)
투자활동	(1,990)	(4,499)	(6,419)	(3,099)	(3,630)
유형자산처분	4,222	2,064	1,764	3,790	2,246
유형자산취득	(2,640)	(3,118)	(3,399)	(3,206)	(2,781)
투자자산증감	(740)	(365)	64	(482)	(384)
재무활동	(1,048)	95	1,298	(1,025)	(1,551)
배당금	(1,873)	(2,495)	(3,229)	(3,570)	(3,765)
단기부채증감					
장기부채증감	1,361	3,030	4,916	2,856	2,555
자본금증감	1	0	0	0	0
잉여현금흐름	(143)	457	1,282	820	1,338

Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(아민호)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(아민호)는 2026년 5월 22일 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 것이다. 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.