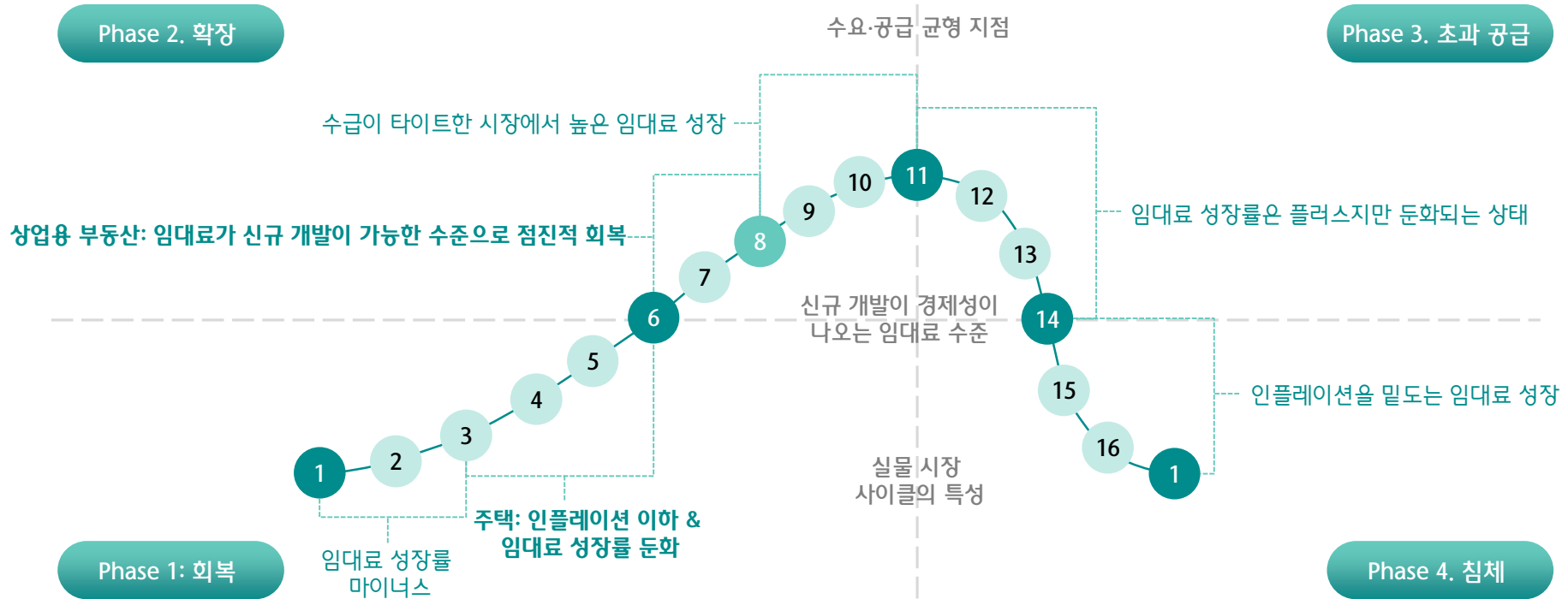


해외 부동산/REITs Overweight | Analyst 하민호

같은 제도, 다른 속도

같은 궤도, 다른 속도

- 주택시장은 거래·재고가 서서히 정상화되는 늦은 회복~확장 전환
- 임대료와 집값은 인플레이션을 다소 하회하는 완만한 성장
- 제한적인 신규 공급과 양호한 가계 소득이 하방을 지지
- 상업용 부동산은 신규 개발이 가능한 수준인 확장 초입 구간
- 금리·Cap rate 조정으로 밸류에이션 부담은 상당 부분 해소
- NOI 성장과 멀티플 정상화가 동시에 기대되는 구간

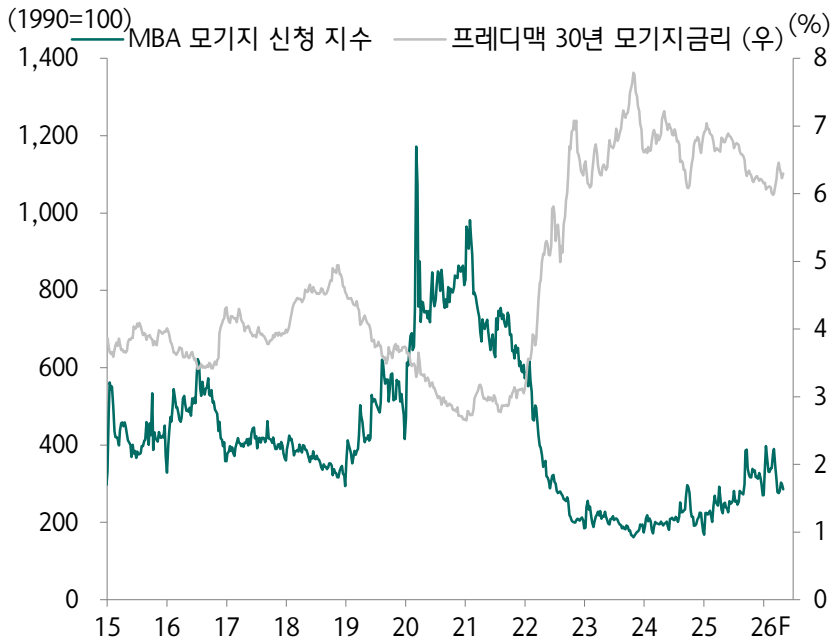


자료: PAM, 하나증권

전쟁에 잠시 주춤한 주택 시장

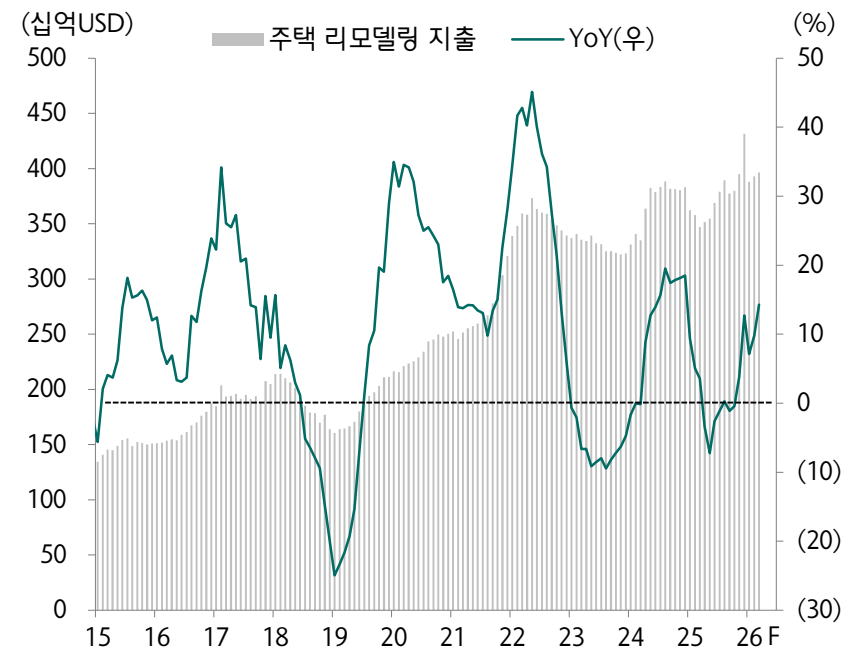
- 3월, 30년 고정 모기지 금리가 3년 만에 6%를 하회, 모기지 신청이 급증하면서 미국 주택시장이 오랜만에 회복의 분기점을 맞는 듯함
- 그러나 이란 전쟁 발발 이후 국제유가 급등과 재점화된 인플레이션 우려로 국제금리 상승, 30년 모기지 금리도 다시 6.3~6.45%로 반등
- 그 결과 봄 성수기 초입에 살아나던 주택 수요와 거래 회복세는 지정학 리스크에 의해 금리 개선 효과가 희석되며 제동이 걸린 상태

모기지 금리 재차 상승하며, 모기지 신청 지수도 일시적으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

금리가 오르자 오히려 집을 리모델링하는 지출이 증가



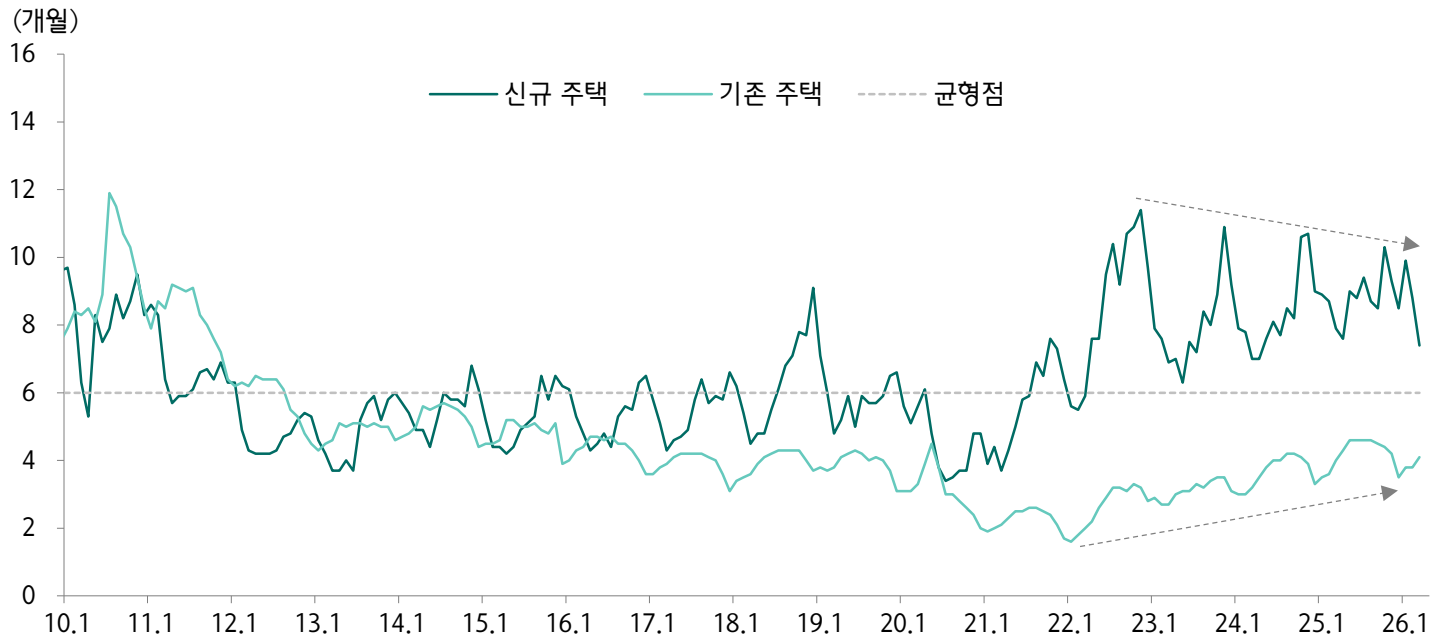
자료: Bloomberg, 하나증권

1. [주거용] 서서히 찾아가는 균형점

재고 정상화와 거래량 회복이 핵심 변수

- 하반기 미국 주택시장은 가격보다 공급개월 수가 더 중요한 선행지표로, 수급과 가격 방향을 함께 보여줄 수 있음(=재고/월평균거래량)
- 기존(공급부족 완화): 거래 부진에도 재고가 더 빠르게 늘며 공급개월 수가 2023년 3.3개월에서 2026년 4.5개월로 상승, 2027년 중 균형점 접근
- 신규(공급과잉 약화): 인센티브 확대로 판매가 살아나며 공급개월 수가 2023년 10개월에서 2026년 7.1개월로 하락, 2027년 하반기 균형점 근접
- 결국 하반기 핵심은 기존주택의 재고 정상화와 신규주택의 거래량 회복. 주택시장 전반이 점진적으로 균형 구간에 가까워진다는 점

2026년 전망: 기존주택과 신규주택 모두 균형점을 향해 나아가는 중



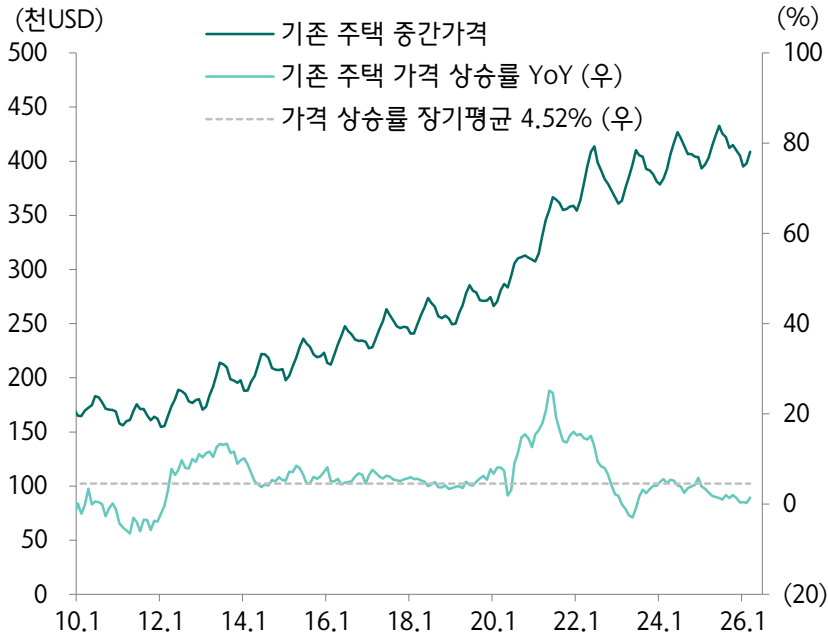
자료: Bloomberg, 하나증권

1. [주거용] 서서히 찾아가는 균형점

주택 가격 전망: 횡보 지속

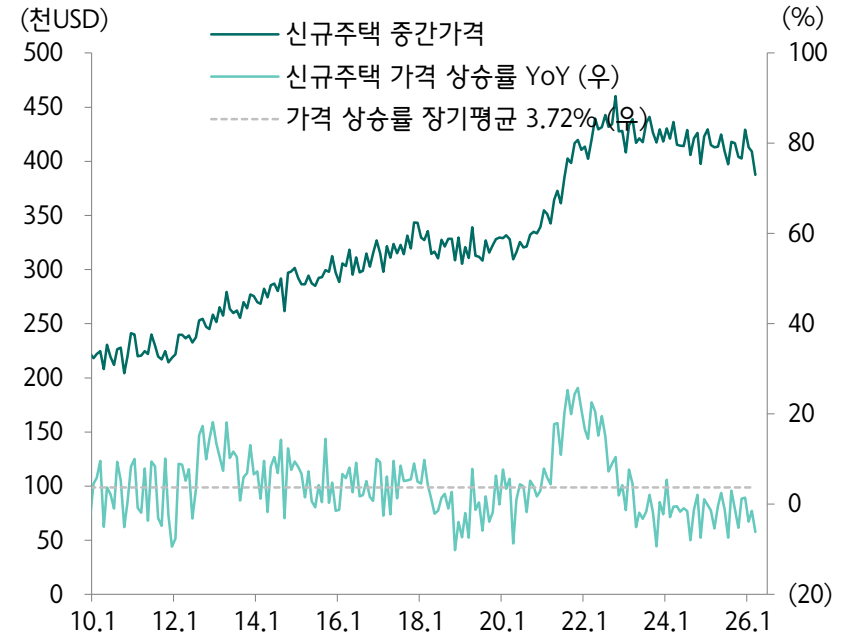
- 2025년 이후 미국 주택가격은 레벨은 높게 유지되지만 상승률은 빠르게 둔화. 기존·신규주택 모두 장기평균을 밑도는 0% 내외 보합권
- 2026년 하반기 전국 평균 주택가격은 연 0~3%의 완만한 횡보 예상. 과열로 인한 상승보다 높은 가격대에서의 고착 국면에 가까움
- 현재 기존주택 공급개월 수는 약 4개월 수준. 전국 평균 집값이 의미있게 하락할 만큼 공급 부담이 누적된 단계는 아니라는 판단

기존 주택 중간가격과 상승률: 명목가격 정체 + 상승률 둔화



자료: Bloomberg, 하나증권

신규 주택 중간가격과 상승률: 명목가격 하락 + 상승률 둔화



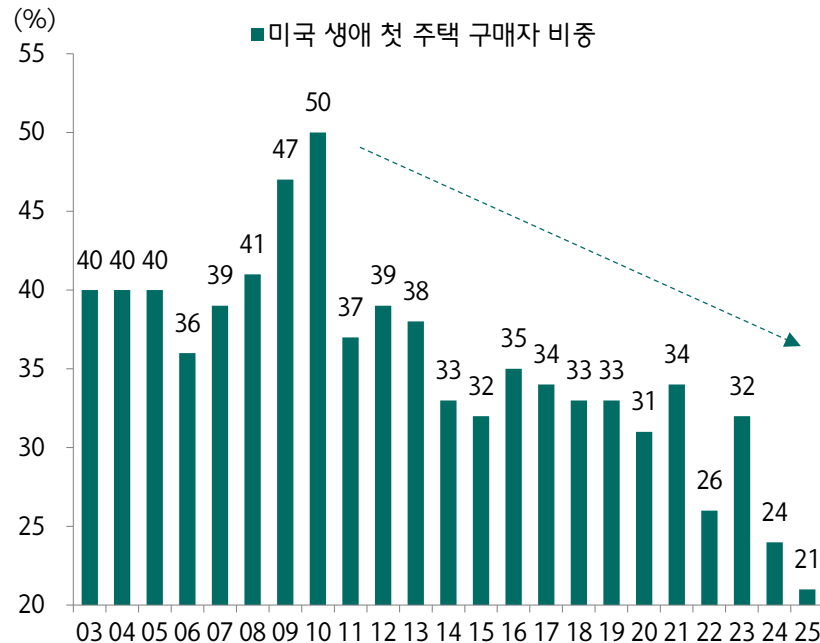
자료: Bloomberg, 하나증권

1. [주거용] 서서히 찾아가는 균형점

주거비용 전망: 집값 상승이 멈춘 시간, 따라갈 시간이 필요

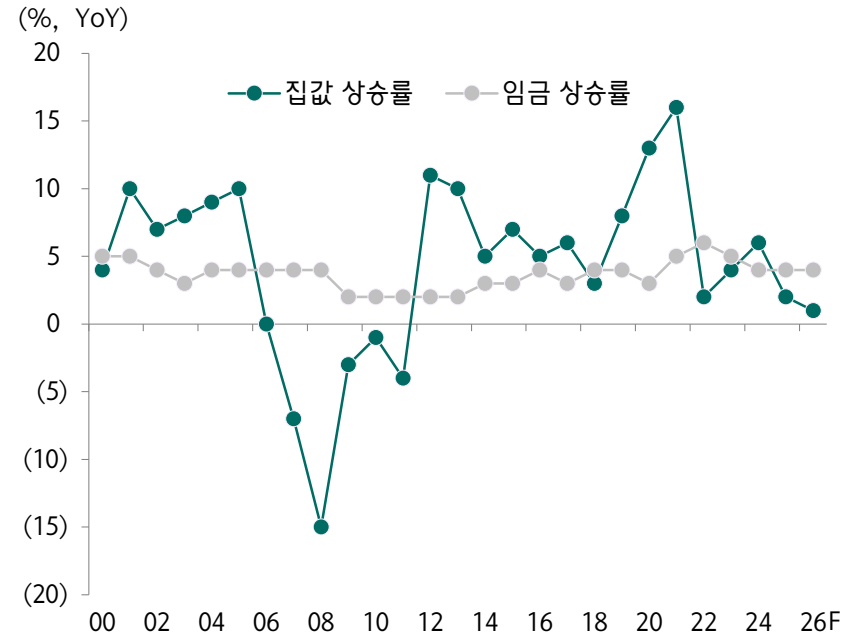
- 생애 첫 주택 구매자는 전체 거래의 40%에서 2025년 21%까지 하락해 주거 사다리가 훼손된 상태
- 같은 기간 미국 가구의 중위소득은 다시 증가세. 2026년에는 집값 상승률(약 1%)보다 임금 상승률(약 3~4%)이 더 빠를 것으로 전망
- 절대적인 주거비 수준은 여전히 높지만, 소득이 집값·월 상환액보다 조금 더 빨리 오르면서 젊은 층과 첫 구매자의 실질 주거비 부담이 매우 느리게나마 개선되는 회복 초기 국면에 진입

미국 생애 첫 주택 구매자 비중은 역사상 최저점까지 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

집값 상승세가 꺾이면서, 임금 상승률이 역전: 실질 주거비 부담 완화 초입



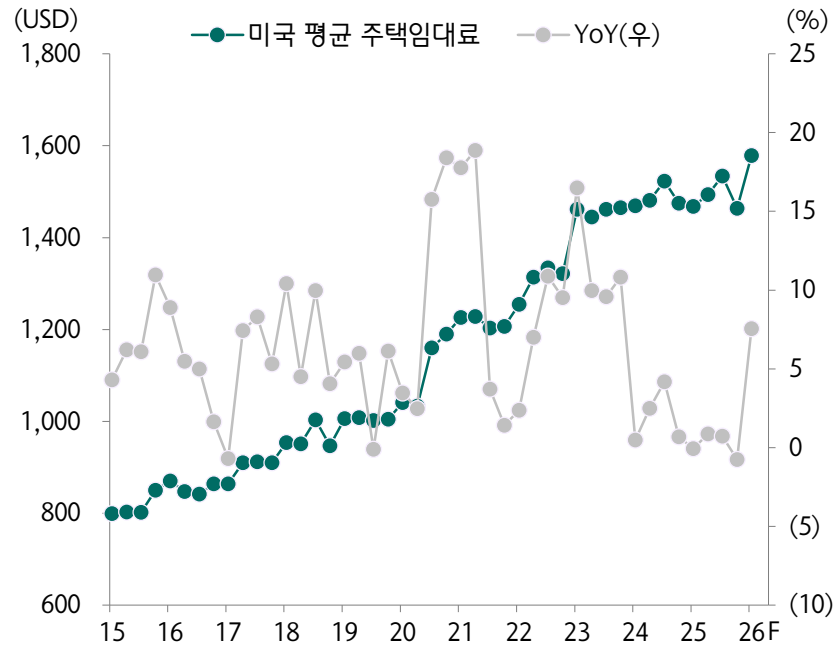
자료: Redfin, 하나증권

1. [주거용] 서서히 찾아가는 균형점

주거비용 전망: 그래도 주거비는 오른다

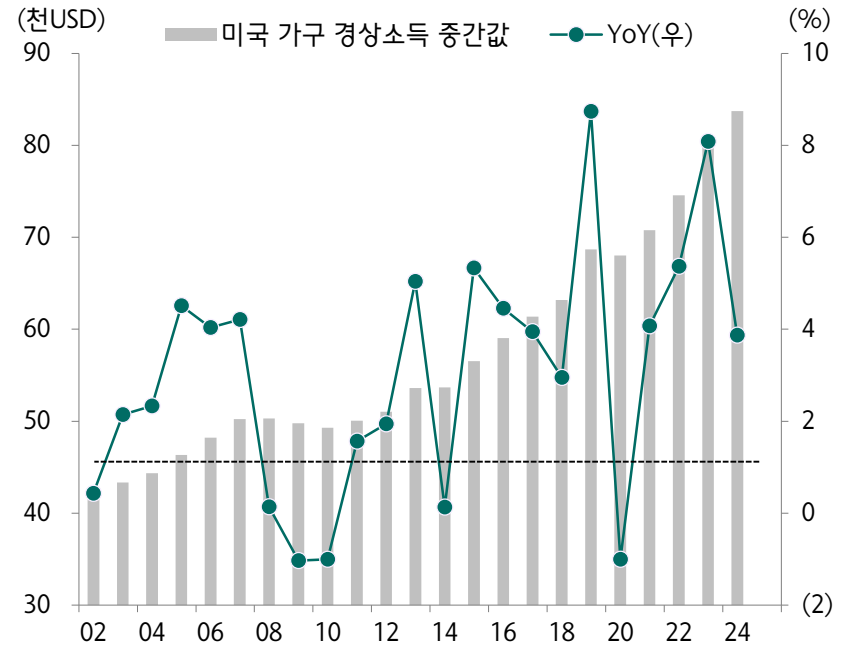
- 미국 가구의 명목소득은 꾸준히 늘었지만, 그 사이 주거비가 빠르게 상승하면서 소득 개선분의 상당 부분이 주거비로 흡수
- 평균 임대료는 2010년대 중반 월 800~900달러 수준에서 최근 1,500달러를 웃도는 수준까지 올라 레벨 부담 고착화 + 이자비용도 증가
- 결과적으로 무주택자는 높은 임대료에, 기존 보유자는 늘어난 이자비용에 동시에 노출. 집값 상승세가 둔화된 뒤에도 주거비 부담 여전

미국 평균 주택임대료 계속 상승 중



자료: Bloomberg, 하나증권

가구 경상소득은 증가했지만, 주거비 또한 상승하며 부담 여전



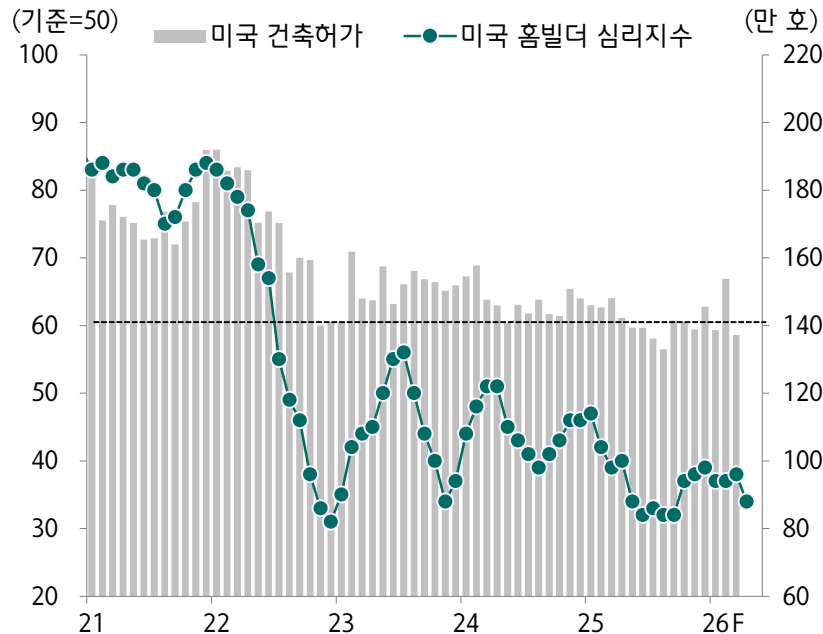
자료: Bloomberg, 하나증권

1. [주거용] 서서히 찾아가는 균형점

홈빌더 업황 전망: 규모의 경제를 누리고 있는 홈빌더들

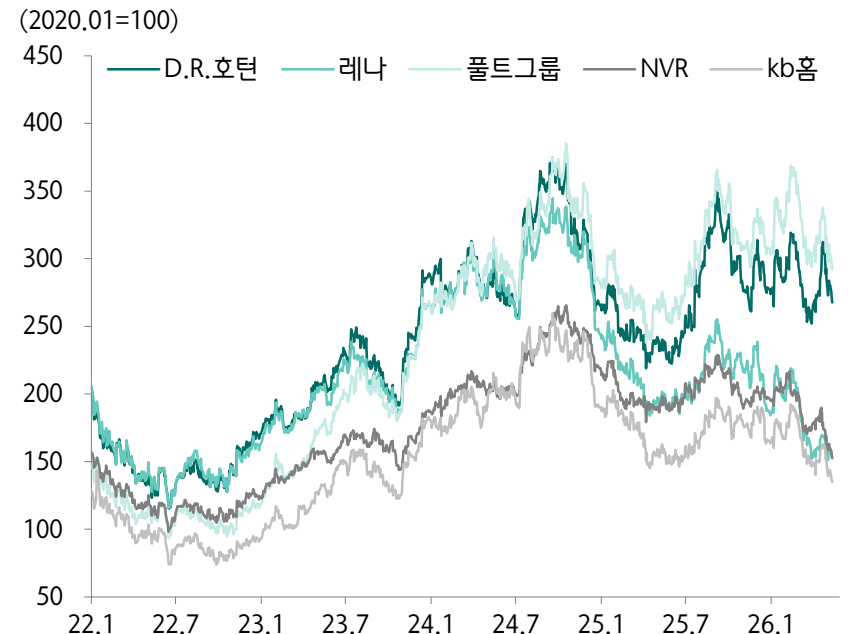
- 미국 대형 홈빌더들은 높은 집값과 여전히 모기지 금리 속에서도 금융조건을 활용해 ‘비싼 시장에서도 돈을 버는 구조’ 구축
- 과거처럼 집값 상승에 단순 편승하는 모델이 아니라 자체 자본 능력으로 실질 구매 비용을 낮춰 수요를 유지
- 하반기에는 주택 부족·기존주택 재고 부족이 바닥을 받쳐 주더라도 불투명한 추가 금리 인하 탓에 섹터 전반의 업사이드 제한적
- 중간선거 관련 각종 주택 정책 변수로 변동성이 큰 구간이 이어질 가능성

집값과 홈빌더 수익성의 방향이 완전히 일치하지 않는 국면



자료: Bloomberg, 하나증권

주요 대형사 주가 부진 중. 변수가 너무나도 많은 하반기



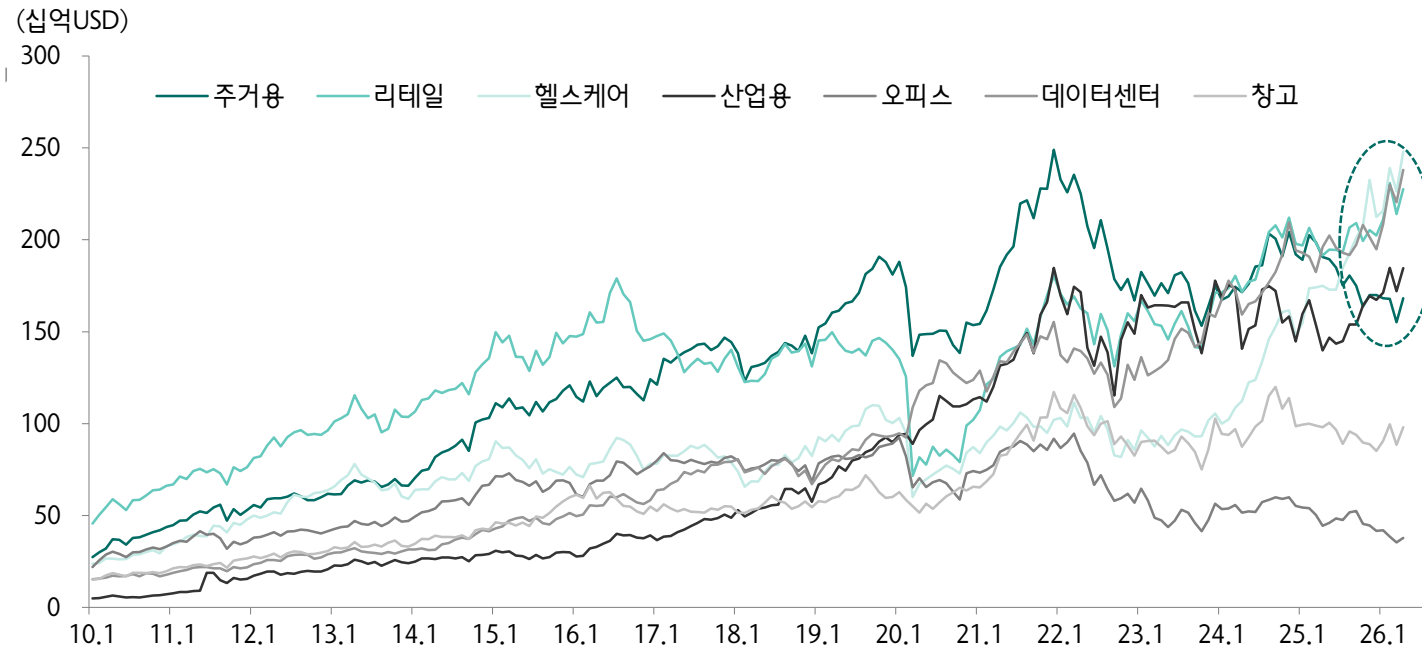
자료: Bloomberg, 하나증권

2. [상업용] 거래량 회복부터 시작

선별 사이클로 진입하는 회복 후반전

- 하반기 상업용 부동산은 금리 급등과 가격 조정의 상당 부분을 소화하며, 사이클상 회복 후반~확장 초기 진입
- 다만 이번 반등은 지수 전체의 동반 회복이 아니라, 물류센터·데이터센터·헬스케어는 강하고 오피스 등 일부 자산은 부진한 K자형 회복
- 향후 시장금리가 추가 하락할 경우, 이미 가격 조정을 거친 코어 자산 중심으로 거래 회복과 밸류에이션 재평가가 동시에 나타날 가능성

2026년 전망: 굳건한 데이터센터/헬스케어, 반등하는 산업용/리테일



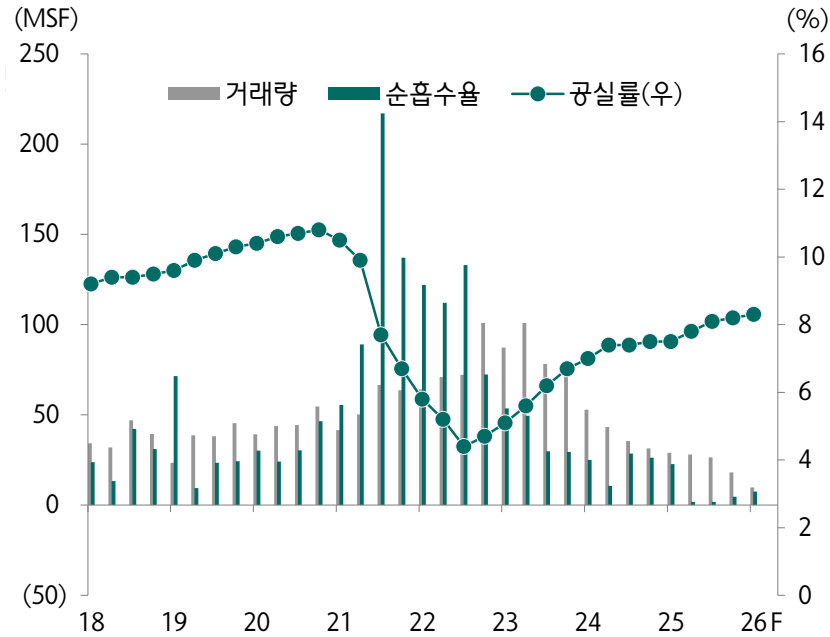
자료: RCA, 하나증권

2. [상업용] 거래량 회복부터 시작

산업용 부동산(물류센터): 안정화 단계로 진입

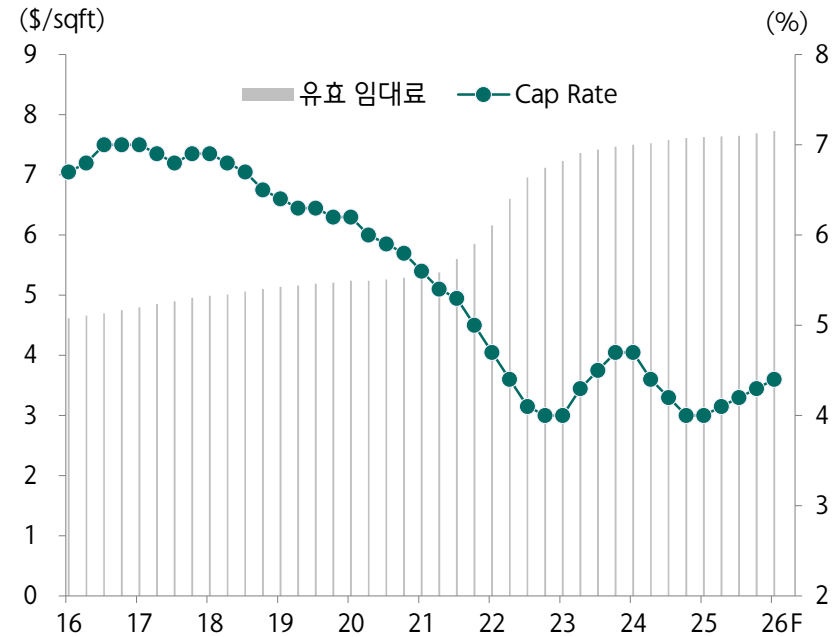
- 하반기 산업용 부동산은 과열 이후 재고 조정을 마무리하고 안정화 단계에 진입하는 가운데, 공실률도 평년 수준인 7%대에서 관리
- 중동전쟁과 관세는 글로벌 교역의 상방 리스크지만, 미국 내 3PL.이커머스.데이터센터 기반 제조업 수요와 순흡수 개선이 시장 지지
- 임대료 상승률은 과거 대비 둔화. 자동화.시를 수용하는 신축 대형 창고와 전력 인프라 접근성이 우수한 자산의 프리미엄 확대 구간

산업용 부동산 거래량, 순흡수율, 공실률



자료: Bloomberg, 하나증권

유효 임대료는 안정화, Cap Rate는 소폭 상승하며 평년 수준 회귀 중



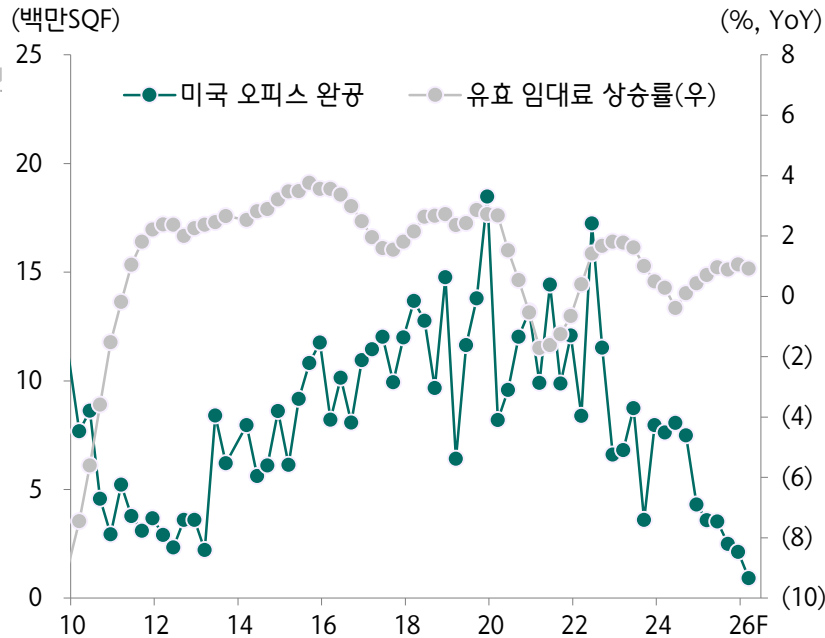
자료: Bloomberg, 하나증권

2. [상업용] 거래량 회복부터 시작

오피스: 대형 딜 위주로 저점 매수 구간

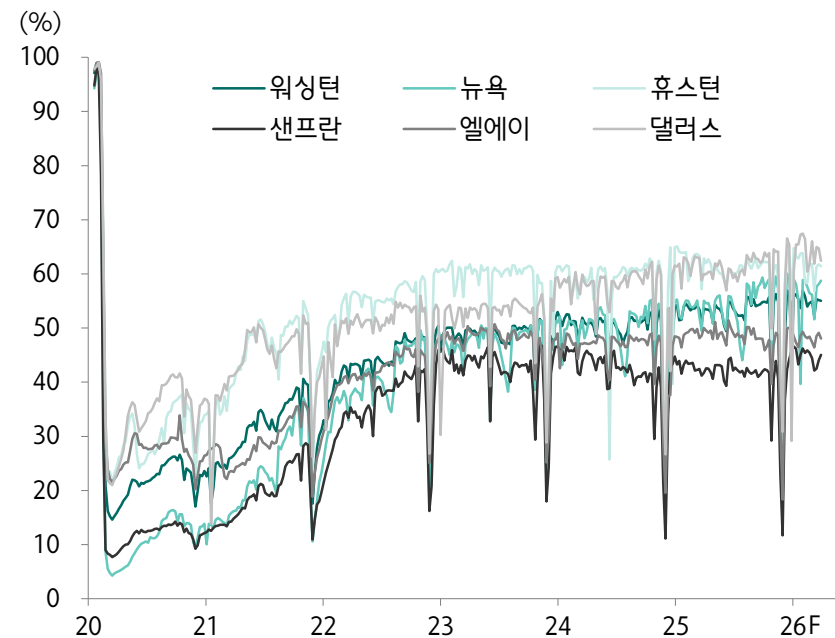
- 하반기 오피스 시장은 장기간의 가격 조정 이후 점진적 회복 국면에 진입하되, 입지·건물 경쟁력에 따라 자산 간 차별화 지속
- AI 관련 기업들의 성장과 함께 사무실 매입·임차 수요 증가. 임차 검토 기업의 70% 이상이 면적 유지·확대를 선호
- 출근율은 코로나 이후 주요 도시 평균 50% 수준에서 안정. 텍사스는 상대적으로 높고 샌프란시스코 여전히 낮아 선벨트 등 2차 시장 회복 조짐

전통적인 실물자산 논리(공급 ↓, 임대료 ↑)가 그 자체로 성립되지 않는 시장



자료: Bloomberg, 하나증권

주요 지역의 사무실 복귀율: 상승하는 남부, 부진한 서부



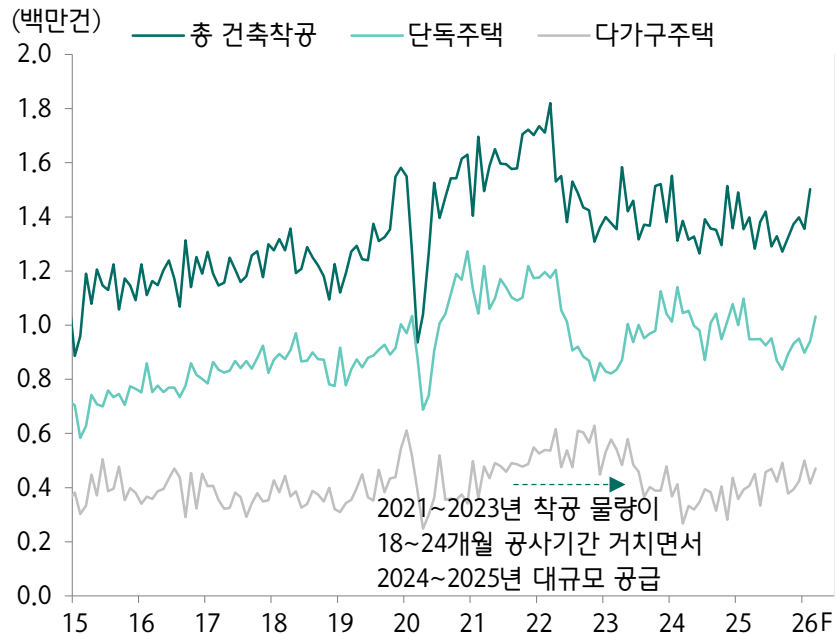
자료: Bloomberg, 하나증권

2. [상업용] 거래량 회복부터 시작

멀티패밀리: 공급 과잉 해소

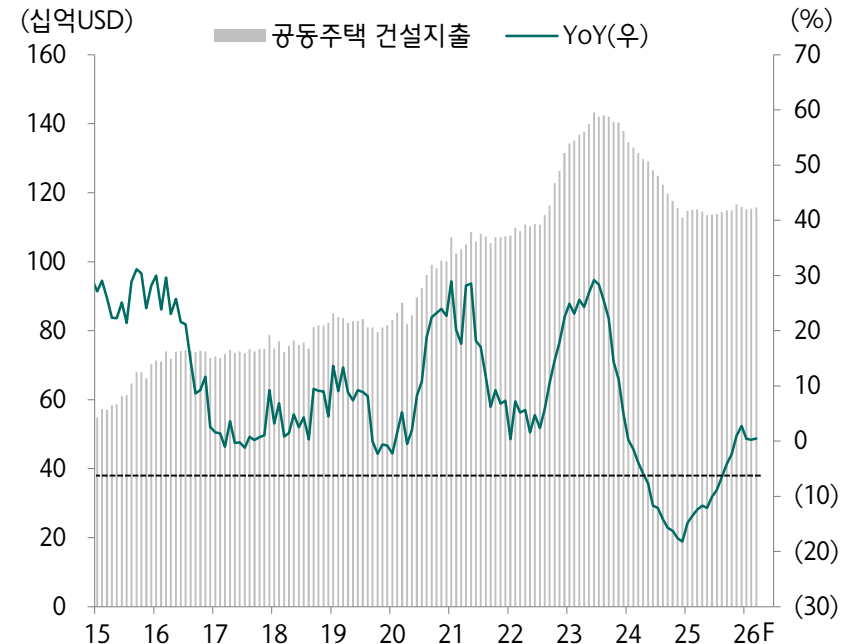
- 하반기 멀티패밀리 시장은 2024~2025년 기록적 공급 이후 2026년 신규 인도 물량 크게 줄며 공급 과잉 해소. 공실률 약 5% 내외 평년 수준 회귀
- 높은 모기지 금리와 주택 가격으로 자가 마련이 어려운 가구들이 임대 시장에 남으면서 수요 지지. 2026년 하반기부터 임대료가 완만한 반등세로 전환, 2027년에는 인플레이션을 상회하는 실질 임대료 성장이 가능할 전망
- 공급 조정이 빠르고 고용·인구 유입이 견조한 선벨트·중남부 시장은 임대료 상승 탄력 vs. 규제·세제 환경이 불리한 일부 해안 대도시 회복 차별화

2026년 이후 공급 절벽과 임대 수요에 힘입어 공실률 하향 안정화 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

건설지출 역시 피크 이후 안정세 접어들어

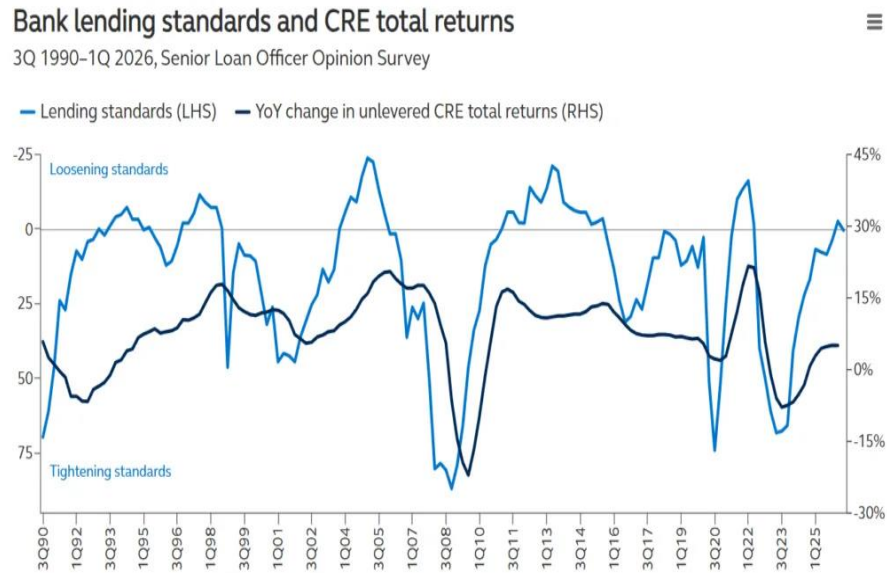


자료: Bloomberg, 하나증권

대형 은행들의 대출 기준 완화 기조

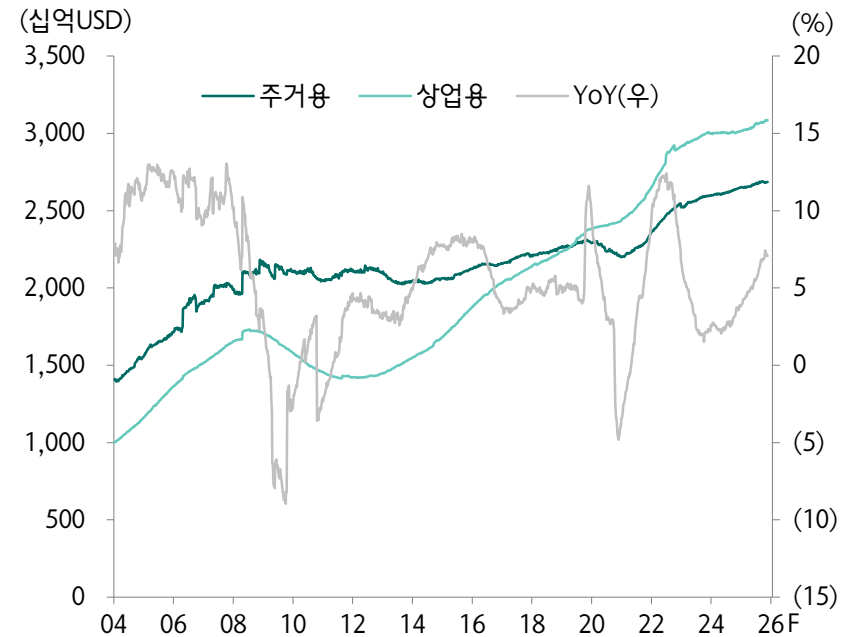
- 1분기 미국 CRE 대출 환경은 전년과 유사한 수준을 유지하되, 대형은행을 중심으로 우량 자산·우량 차주에 대한 선별적 대출 기준 완화
- 주거·상업용 대출 총액은 2020년 이후 장기적으로 증가세. 특히 상업용은 우상향하며 실물 매입 수요와 은행의 공급 여력이 동시에 뒷받침
- 다만 중소·지역은행은 건설·토지개발 등 변동성이 큰 부문에 대한 심사를 여전히 엄격하게 유지. 은행 규모와 담보·차주에 따라 차별적으로 진행

대출 기준이 크게 완화되면서 상업용 부동산 수익률 또한 소폭 반등



자료: PAM

상업용 대출은 2020년 이후 주거용 대출을 역전. 스프레드 확대

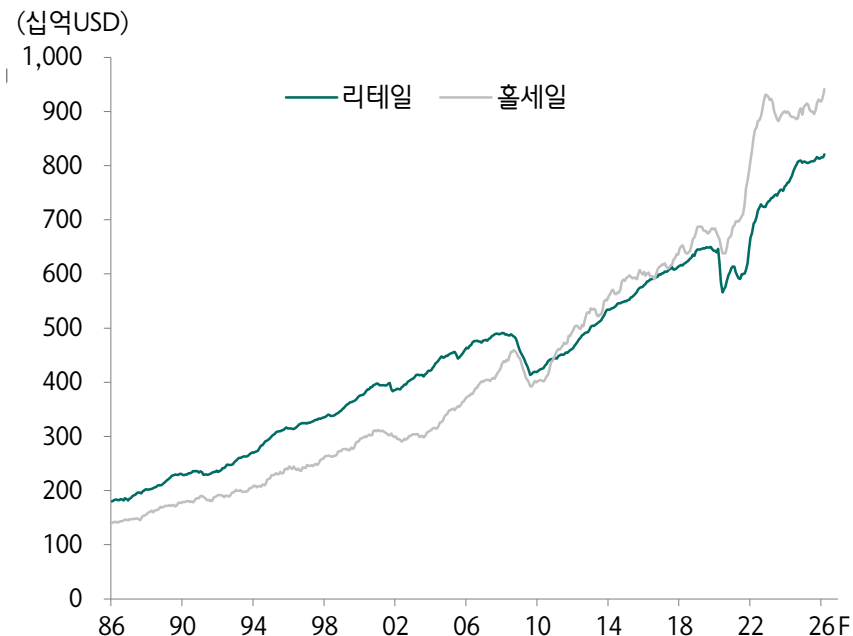


자료: Bloomberg, 하나증권

프로로지스(PLD.US) | 돌아온 물류의 거인

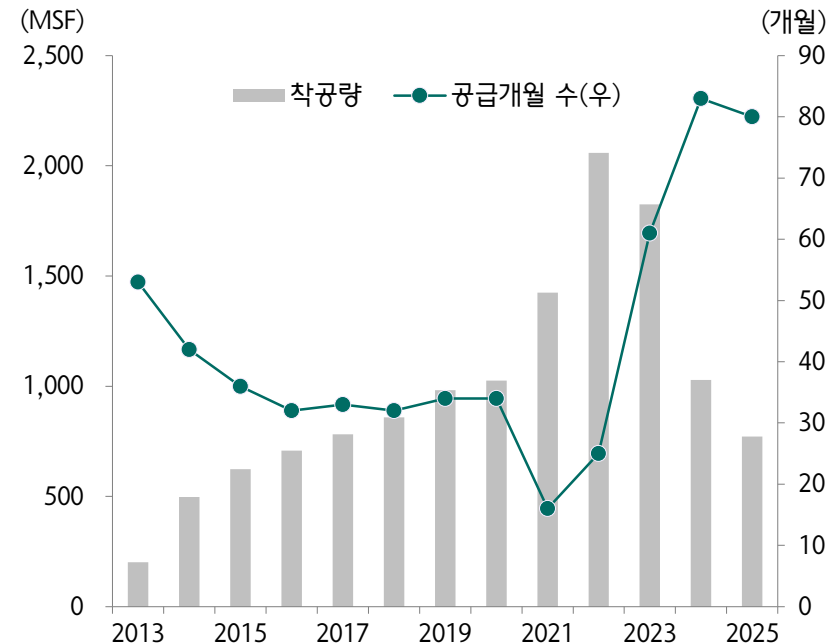
- 호르무즈 해협 등 글로벌 공급망 불확실성은 화주들의 안전재고 확대 수요가 핵심 거점 물류센터에 구조적 수요 구축
- 사이클 저점에서 장기계약·점유율을 선점한 점이 실적·주가 모멘텀의 변곡점이 될 것으로 예상
- 2026년 CapEx의 약 40%를 데이터센터에 배정, 5.6GW 파이프라인을 기반으로 하이퍼스케일러와 10년 이상 장기 계약 체결
- 전통 물류 리츠에서 AI·클라우드 수요를 흡수하는 플랫폼으로 진화하며 밸류에이션 멀티플 상단을 열 가능성 충분

미국 내 재고량은 사상 최대치 도달. 2010년 이후 대형 창고 중요성 확대



자료: US Census, 하나증권

2024~25년 착공 조정으로 과잉이 서서히 해소되는 초기 국면



자료: Bloomberg, 하나증권

3. Top Picks

프로로지스(PLD.US) | 돌아온 물류의 거인

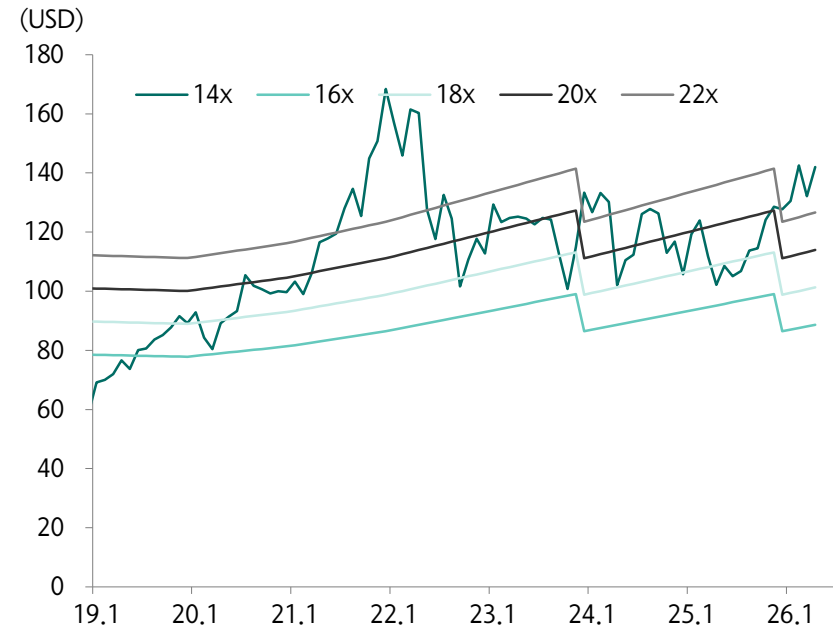
- 본업 물류 인프라에서도 미국·유럽·일본 전 지역 임대율이 역사적 저점에서 반등하고 마크투마켓 19% 수준의 임대료 인상 여력 확보
- 2026년 선행 P/FFO 22.2배(역사적 밴드 상단)에도 불구하고 AUM 성장, 물류 업황 회복, 데이터센터 수익성, 공급망 재편 수혜를 감안하면 멀티플 리레이팅과 주가 상승 여지가 남아 있다고 판단

Financial Data (단위: 백만USD, %, 배, USD)

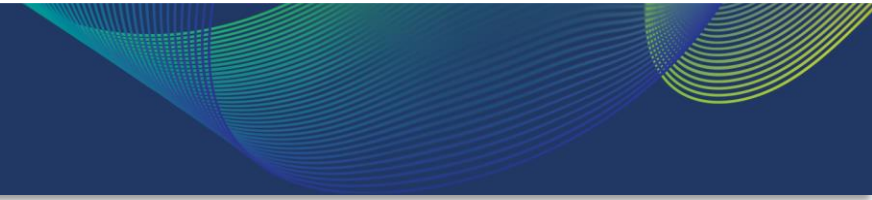
투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	8,201.6	8,790.1	9,338.8	9,987.8
영업이익	3,098.0	3,414.3	3,614.4	4,085.1
순이익	3,731.6	3,328.2	3,136.2	3,308.9
증감률	22.0	(10.8)	(5.8)	5.5
PER	40.67	49.75	41.37	37.16
PBR	1.82	2.23	2.38	2.39
EV/EBITDA	23.39	26.12	25.44	23.68
DPS	3.84	4.04	4.28	4.51

자료: Bloomberg, 하나증권

프로로지스 12M Fwd. P/AFFO 추이



자료: Quantwise, 하나증권



Compliance Notice

- 당사는 2026년 5월 26일 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 26일 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.