

2022.10.26

글로벌 부동산 전망



## 2023년 글로벌 부동산 전망 : 버블이 해소되는 약세장을 대비하자

대체투자·금융. 구경희, 3773-9083



Analyst  
구경희  
kh.koo@sks.co.kr  
02-3773-9083

## 2023년 글로벌 부동산 전망

2022-10-26

### 버블이 해소되는 약세장을 대비하자

**2023년 글로벌 부동산 시장은 하락세 전망. 팬데믹 이후에 형성된 버블이 해소될 것으로 예상**  
**글로벌 주택시장은 미국을 중심으로 과도하게 높아진 밸류에이션이 하락하는 약세장 펼쳐질 것**  
**상업용 부동산의 투자 매력도는 금융위기 직전인 2007년 수준까지 하락. 산업 부동산도 부진할 전망**  
**그 동안 펼쳐진 인플레이션 감안 시, 부동산 하락 폭은 완만할 것으로 예상**

#### ● 2023년 글로벌 부동산 시장은 하락세 전망

- 2023년 글로벌 부동산 가격은 하락세로 예상. 고금리와 긴축으로 인해 지난 팬데믹 후 부동산 시장에 형성된 버블이 해소될 것
- 1970년대 후반 인플레이션 이후 긴축으로 부동산 조정기에 들어간 1980년대 초반과 비슷한 흐름이 2023년에 펼쳐질 전망

#### ● 주택시장은 글로벌 전체적인 약세장이 펼쳐질 가능성이 높음

- 호주, 독일, 한국 등 일부 국가들은 이미 주택시장이 하락세에 진입
- 최근 하락세로 돌아선 미국 주택시장은 거래절벽, 재고증가, 금리상승으로 인해 사상 최고치인 Valuation을 유지하기 힘들

#### ● 상업용 부동산의 투자 매력도는 금융위기 직전인 2007년 수준까지 하락

- 미국의 Cap Rate 6.1%는 사상 최저치인 반면, 금리 상승으로 상대적인 기대수익률도 낮아진 상황
- 장기간 부동산 시장을 주도했던 산업 부동산 (주로 물류시설)의 수급불균형이 해소되고 있어, 당분간 부진한 흐름이 예상됨

#### ● 그 동안 펼쳐진 인플레이션 감안 시 부동산 하락 폭은 완만할 것으로 예상

- 심각한 인플레이션으로 인해 세상 물건 가격이 다 올랐는데, 부동산 가격만 급락해야 한다고 보는 시각은 다소 과격해 보임
- 팬데믹 이후에 부동산 가격에 형성된 버블만 걷어내면 된다고 판단



# Contents

<b>요약/결론</b>	<b>2023년 부동산 시장, 버블이 해소되며 약세장 펼쳐질 것</b>	<b>4</b>
<b>Chapter 1</b>	<b>고금리와 긴축, 부동산 시장의 Key Words</b>	<b>5</b>
<b>Chapter 2</b>	<b>글로벌 주택시장 추이와 전망</b>	<b>11</b>
<b>Chapter 3</b>	<b>글로벌 상업용 부동산 전망</b>	<b>29</b>
<b>Chapter 4</b>	<b>1980년대 초 부동산 조정 사례</b>	<b>42</b>
<b>Chapter 5</b>	<b>약세장에도 시장 붕괴는 없을 것으로 보는 이유</b>	<b>47</b>

## Compliance Notice

- 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

# 요약/결론: 2023년 부동산 시장, 버블이 해소되며 약세장 펼쳐질 것



**2023년 글로벌 부동산 가격은 하락세**로 예상된다. 글로벌 부동산 시장의 Key Words인 '고금리'와 '긴축'으로 인해, 지난 팬데믹 후 부동산 가격에 형성된 **버블이 해소**될 것이기 때문이다. 역사적으로 글로벌 중앙은행들의 긴축 이후에는 부동산 조정기에 이어 물가 상승률 둔화가 이어진 적이 많다. 1970년대 후반 '인플레이션 & 부동산급등' 이후 긴축으로 부동산 조정기에 들어간 1980년대 초반과 비슷한 흐름이 2023년에 펼쳐질 전망이다.

호주, 독일, 한국 등 일부 국가들은 이미 주택시장이 하락세에 진입해 있다. 이제는 전세계 부동산 시장의 대장인 미국 주택시장도 하락세에 접어드는 모습이다. 미국 주택시장의 PIR (소득대비 집값 비율)은 7.8배로 사상 최고치를 기록 중이다. 거래절벽, 재고증가 등 약세장을 예견하는 징후들이 나타나고 있는데다, 금리가 너무 올라 투자용 수요가 급감하고 있다. 미국 주택시장의 변화는 영국, 유럽 등으로 확산되면서, **글로벌 전체적인 약세장**이 펼쳐질 가능성이 높다.

경험적으로 주택에 비해 늦게 움직이는 상업용 부동산도 2023년에는 약세를 피하기 어려워 보인다. 글로벌 경제 상황이 어려운데다, 금리 상승으로 Valuation이 하락할 수 있기 때문이다. 최근 미국의 Cap Rate (자산가격대비 순임대수익 비율)는 6.1%로 사상 최저치인 반면, 금리 상승으로 **상업용 부동산의 투자 매력도는 금융위기 직전인 2007년 수준까지 내려간** 상태다. 특히 장기간 부동산 시장을 주도했던 산업 부동산 (주로 물류시설)의 수급불균형이 해소되고 있어, 당분간 부진한 흐름이 예상된다.

주택과 상업용 부동산, 모두 약세장이 예상되지만, **그 하락 폭은 완만할 것**으로 예상된다. 글로벌 부동산 시장에 형성된 버블이 우려만큼 크지는 않을 수도 있기 때문이다. 심각한 인플레이션으로 인해 세상 물건 가격이 다 올랐는데, 부동산 가격만 급락해야 한다고 보는 시각은 다소 과격해 보인다. 약간의 거품만 걷어내면 된다고 본다.



## Chapter 1

고금리와 긴축, 부동산 시장의 Key Words

# '과잉 유동성'과 '의도적인 저금리'의 시대는 물가 급등으로 인해 종료

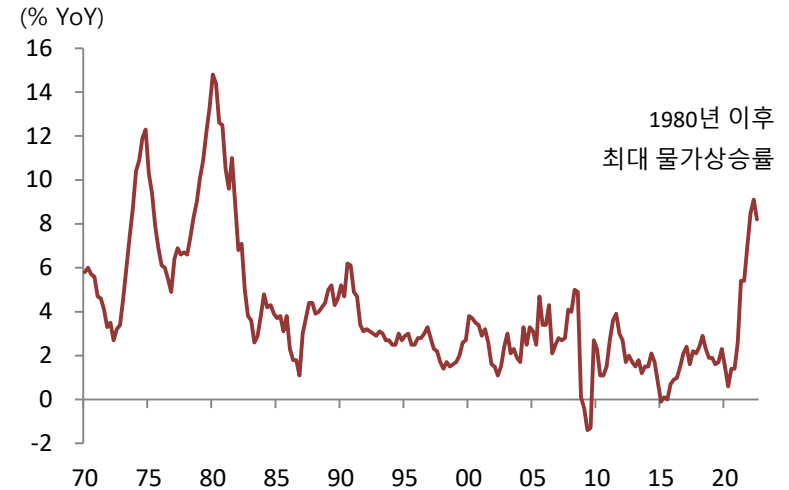
- 2008년 글로벌 금융위기와 2010년 경 유로존 사태 등에서 비교적 회복 속도가 빨랐던 미국은 2017년부터 금리 인상 (정상화)으로 기조를 바꾸고, '양적긴축'도 실시. 하지만 2020년 초반 팬데믹으로 인해 양적완화 정책으로 다시 변경
- 하지만 그 후유증으로 물가가 급등, 연준은 당초 계획보다 빠른 2022년부터 양적긴축과 금리 인상으로 스탠스를 바꾸면서 글로벌 금융시장의 흐름이 변화
- 이제는 '긴축'과 '금리인상'이 글로벌 금융시장을 대표하는 핵심 Key Words

### 미국의 기준금리와 국채 10년물



자료: Bloomberg, SK증권

### 미국의 소비자물가상승률

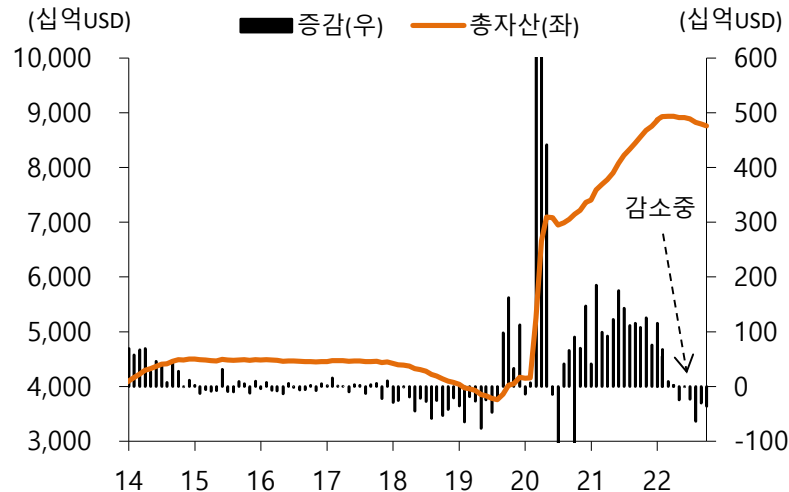


자료: Bloomberg, SK증권

# 미국의 긴축, 전세계 유동성을 축소하는 중

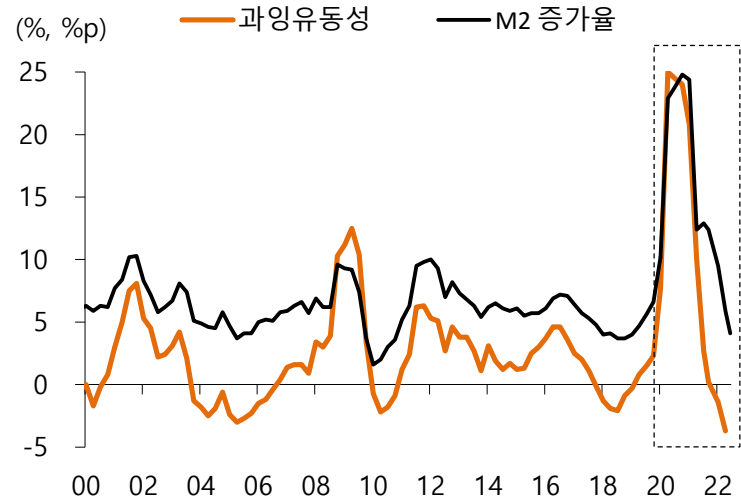
- 2022년 1월 미 연준이 긴축으로 스탠스를 전환하면서, 미국뿐 아니라 전세계적으로 유동성 증가율이 하락
- 미 연준의 대차대조표 상 총자산은 5월부터 빠르게 감소하는 중 → 6개월간 월평균 -300억 달러
- 그 결과 2020년 한때 25%에 달했던 미국의 M2 증가율 (YoY)은 최근 4%까지 하락했으며, M2증가율에서 명목GDP증가율을 차감한 '과잉유동성' 지표는 오히려 마이너스 구간으로 진입
- 이러한 흐름은 미국뿐 아니라 전세계적으로 나타나고 있는 현상이어서, 유동성에 민감한 **부동산 시장에는 부정적인** 환경 변화

미 연준의 대차대조표상 자산 추이



자료: Bloomberg, SK증권

미국의 시중 유동성 증가율 추이



자료: Bloomberg, SK증권

주: 과잉유동성은 M2증가율에서 명목GDP증가율을 차감한 수치

# 금리는 부동산의 가치를 결정짓는 가장 중요한 요인 중 하나

- 부동산의 가치를 결정하는 요인 : 1) 임대수익 (or 사용 효익), 2) 할인율 (금리), 3) 임대료상승률 (g), 4) 물가상승률, 5) 기타 (입지, 개별 호재, 수급 등)
- 팬데믹 직후 부동산 급등은 금리하락과 물가상승으로 인한 Valuation의 상승이며, 임대수익은 주택, 산업부동산 등 일부를 제외하고는 증가율이 그리 높지 않은 편
- 그 결과 미국 상업용 부동산의 Cap Rate (순임대수익/자산가격)는 최근 6.1%로 사상 최저치 (Valuation이 사상 최고치)
- 물가상승률이 높아서 부동산의 가치도 같이 올라간 것을 제외하면, 최근 금리상승과 유동성 축소는 부동산에 부정적

## 이론적인 상업용 부동산의 밸류에이션

$$\text{상업용부동산 가치} = \frac{\text{임대수익}}{\text{할인율(금리)} - g} + \text{물가상승률} + \alpha$$

\*g는 임대료의 상승률 (기대치)

α는 추가적 요인 (입지, 개별호재, 수급 등)

자료: SK증권

주: 공식이라기 보다는 시장에서 일반적으로 통용되는 인식

## 미국 상업용 부동산 시장의 Cap Rate 추이



자료: Bloomberg, SK증권

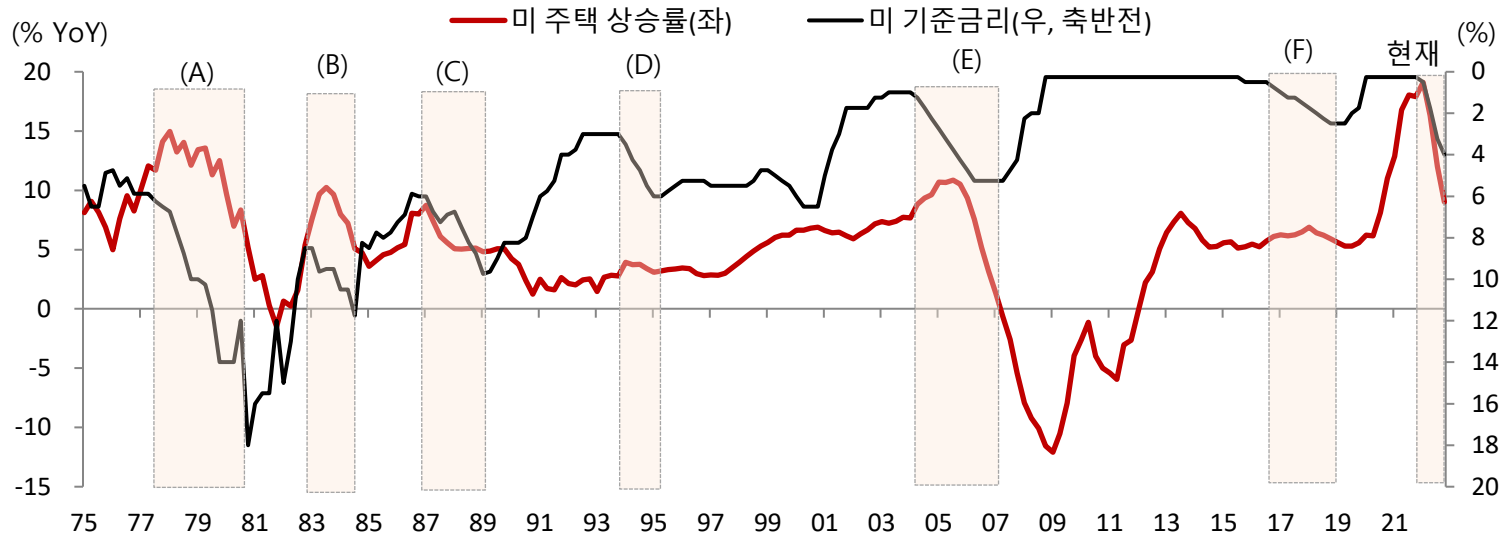
주: Cap Rate= NOI/자산가격



# 역사적으로 긴축 후 부동산은 후행적으로 약세, 또는 상승률 둔화를 경험

- 미국 연준이 기준금리를 인상한 긴축 시기는 (A) 1977.10~1980.12, (B) 1983.6~1984.9, (C) 1987.6~1989.3, (D) 1994.2~1995.6, (E) 2004.6~2007.8, (F) 2015.12~2019.7, 그리고 현재 (2022년 3월부터)
- 긴축 시기 (A~F)에 주택가격은 후행적으로 약세를 기록. 다만 (A)를 제외하면 하락보다는 주로 가격 상승세가 둔화되는 움직임이 발생 → 2008년 서브프라임으로 촉발된 금융위기는 긴축 때문이라기보다는 '그림자금융'으로 인한 시장 실패로 해석

1970년대 이후 미국의 기준금리와 주택가격 상승률 (YoY) 비교

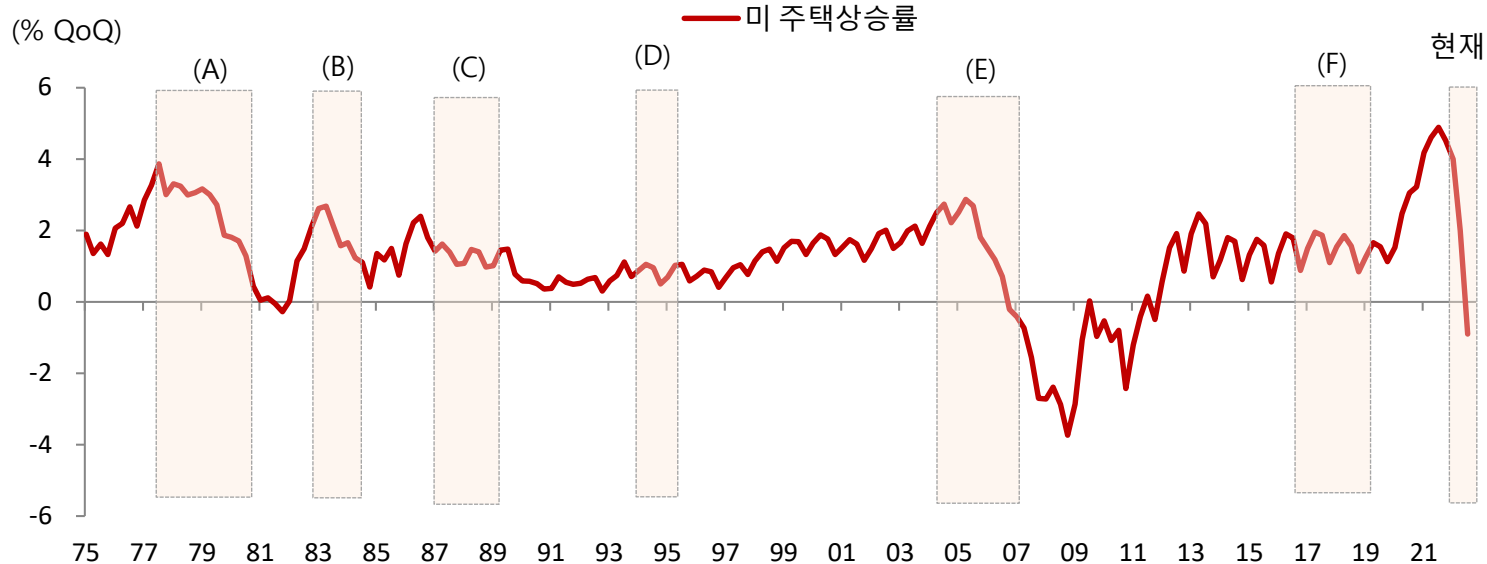


자료: Bloomberg, FHFA (미 연방주택금융청), SK증권

# 2022년 하반기 주택시장 약세의 초기 국면

- 앞 페이지에서 보듯이 전년동기대비 (YoY) 가격 상승률이 주는 정보에는 한계가 있기 때문에, 아래 <그림>에서는 전분기대비 (QoQ) 증가율로 주택가격을 표시하고, 긴축 국면 (금리인상기)을 (A)~(F) 시기로 표현→ 금리 인상 후 부동산 조정이 더 분명하게 보임
- 오히려 이번 2022년 하반기 주택가격 약세는 그 어느 때보다 빠르게 진행되고 있는 흐름
- **<Chapter 1>의 결론 : 2023년 금융시장 환경은 부동산 시장에 부정적**

1970년대 이후 긴축 시기 (A~F)와 미국 주택가격 상승률 (전분기대비)의 비교



자료: Bloomberg, FHFA (미 연방주택금융청), SK증권



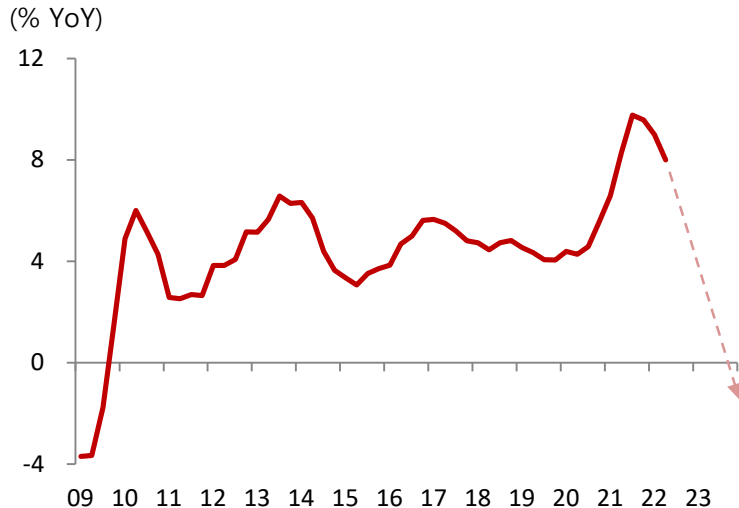
## Chapter 2

### 글로벌 주택시장 추이와 전망

# 결론: 글로벌 주택시장은 하락기에 진입하겠지만, 심각하지는 않을 것

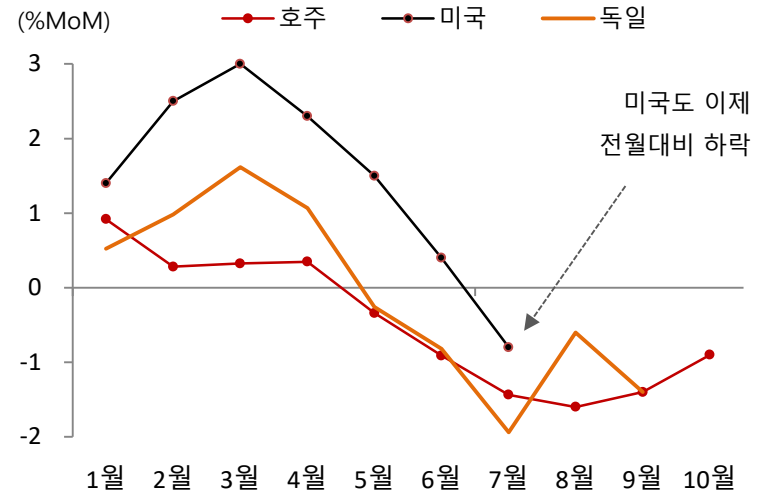
- 글로벌 중앙은행들의 긴축 정책이 과잉유동성을 줄이면서 주택의 초과수요와 건축비용 (인플레이션)을 줄일 전망이어서, 2023년 글로벌 주택시장은 조정기에 진입할 전망
- 현재 글로벌 주택 가격에는 버블이 일부 포함되어 있어, 향후 버블이 해소되는 과정이 진행될 전망→ 밸류에이션의 하락
- 실물시장이 금융시장에 후행하는 경향이 많아, **2022년보다 2023년 하락 폭이 클 수도 있음**
- 미국 서브프라임 사태와 달리 지금은 심각한 '그림자금융'이 없어, **가격 폭락을 불러올 Trigger가 없음**→ 주택 조정기는 큰 사태 없이 지나갈 것

BIS의 전세계 주택가격지수 상승률 (YoY)



자료: BIS, SK증권

미국, 호주, 독일의 월간 주택가격 상승률 비교

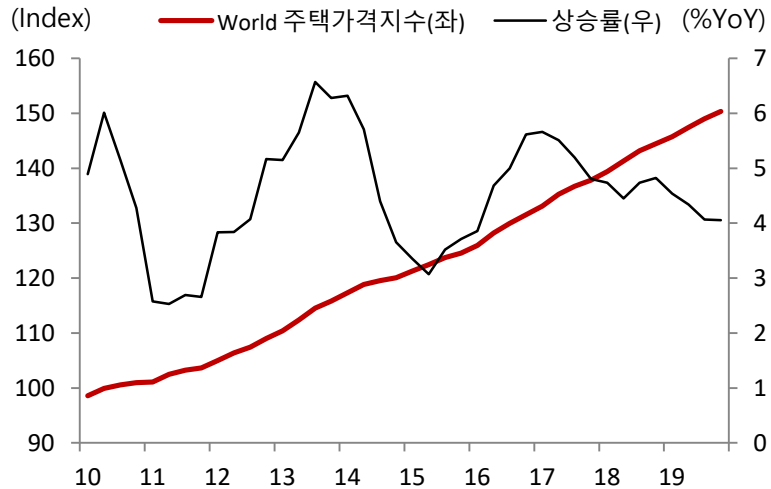


자료: FHFA, Hypoport, CoreLogic, SK증권

# 팬데믹 기간 중 과잉 유동성으로 글로벌 주택시장에 버블 형성

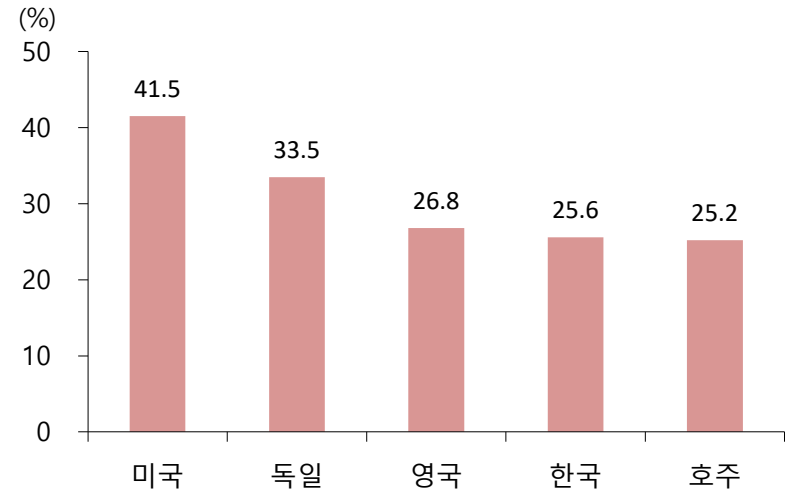
- 2010년대 (2010~2019년)는 전세계적으로 저금리와 금융완화로 주택시장으로 자금이 유입되어, 장기적인 호황 기록
- 2010~2019년 글로벌 평균 주택가격 상승률은 57.6%로, 1970년대 이래 가장 높은 상승률 기록
- 이러한 환경 하에서 2020년 팬데믹을 타개하기 위한 '무제한 유동성공급'은 주택시장에 버블이 형성되는데 배경으로 작용
- 2020년부터 2022년까지 2년이 조금 넘는 기간 동안 미국은 주택가격이 최대 41.5% 상승했으며, 독일 (+33.5%), 영국 (+26.8%) 등도 급격히 상승
- 결국 향후에 나타날 주택가격 하락은 이 버블이 해소되는 현상으로 봐야 할 것

2010년대 (2010~2019) 전세계 주택가격지수 추이



자료: BIS, SK증권

2020~2022년 국가별 주택가격 최대 상승률

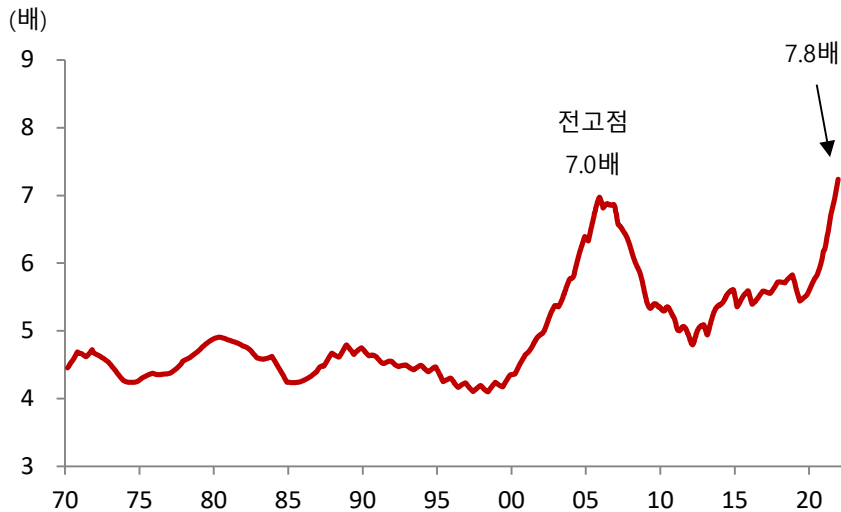


자료: BIS, FHFA, 국민은행, SK증권

# 버블 논란, 주택 시장의 Valuation은 역사상 최고치

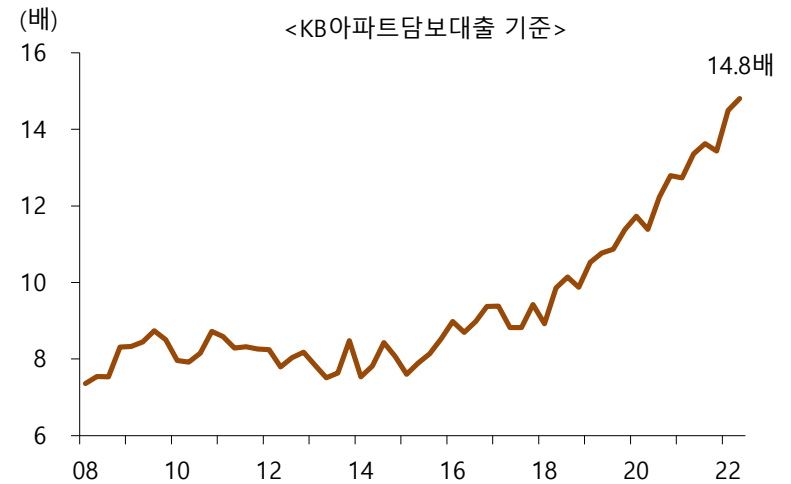
- 주택 시장의 Valuation은 일반적으로 PIR (Price to Income Ratio: 중위가구 기준 소득 대비 주택가격의 비율)로 측정
- 2022년 7월 현재 미국 주택 시장의 PIR은 7.8배로 역사상 가장 높은 수준이며, 서브프라임 버블이 형성되었던 2006년 (7.0배)보다도 높게 형성
- 한국의 경우 2022년 2분기 기준 전국 7.0배, 서울 17.6배로, 데이터 집계 후 최고치를 기록. KB금융이 집계하는 아파트담보대출 기준 PIR은 14.8배 (역시 사상 최고치)
- 과도하게 높은 Valuation 이 형성되어 있기 때문에, 약세장에서 버블이 빠질 것으로 예상

### 1970년대 이후 미국의 PIR 장기 추이



자료: Longtermtrends, SK증권

### 한국 서울지역의 아파트 담보대출 PIR

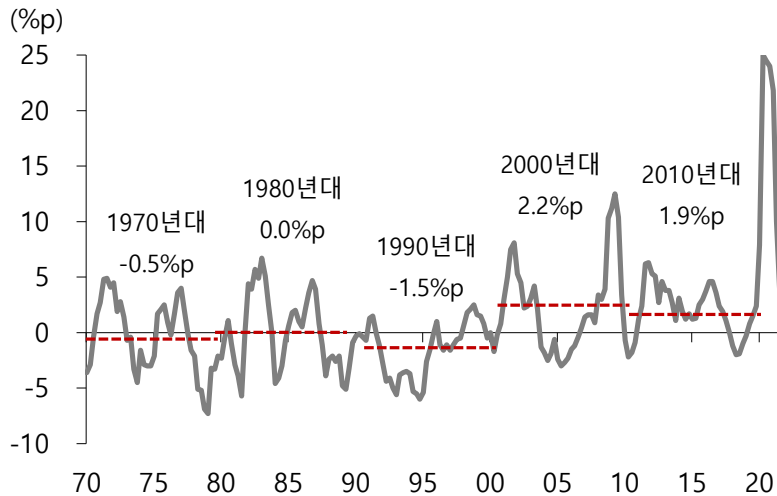


자료: KB국민은행, SK증권

# 장기간 유지된 '인위적 저금리'가 집값 버블의 근본 원인

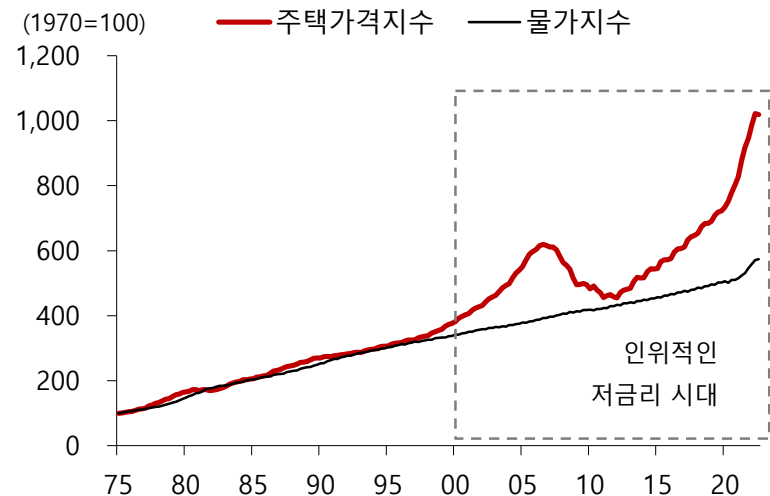
- 팬데믹 이후의 집값 폭등은 금리하락과 함께 과잉유동성이 큰 역할을 함→ 버블을 더 확대
- 장기적인 관점에서, 집값 상승률이 물가 상승률을 넘어서는 2000년 이후에는 과잉유동성 (통화증가율-명목경제성장률 갭)이 2%p 선에 달해, 그 이전 시기와 다른 흐름을 보임 → 시중 자금을 주택 시장으로 유인한 결과가 됨
- 무엇보다 2000년대 이후 중국산 제품의 글로벌 시장점유율이 높아지면서 전세계적으로 저물가 현상이 나타났는데, 중앙은행들이 중국발 저물가 현상을 믿고 '인위적인 저금리' 정책을 펼친 것이 지난 20년간 주택시장에 형성된 버블의 근본 원인

미국 과잉유동성 추이



자료: Bloomberg, SK증권  
 주: 과잉유동성=통화(M2) 증가율-명목GDP증가율 갭

미국 주택가격과 소비자물가지수 비교

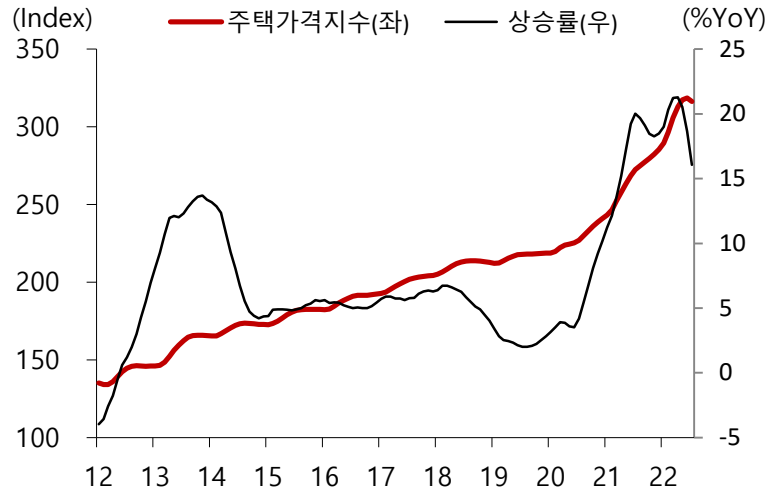


자료: FHFA (미 연방주택금융청), Bloomberg, SK증권

# 미국: 이제 막 하락이 시작되고 있다

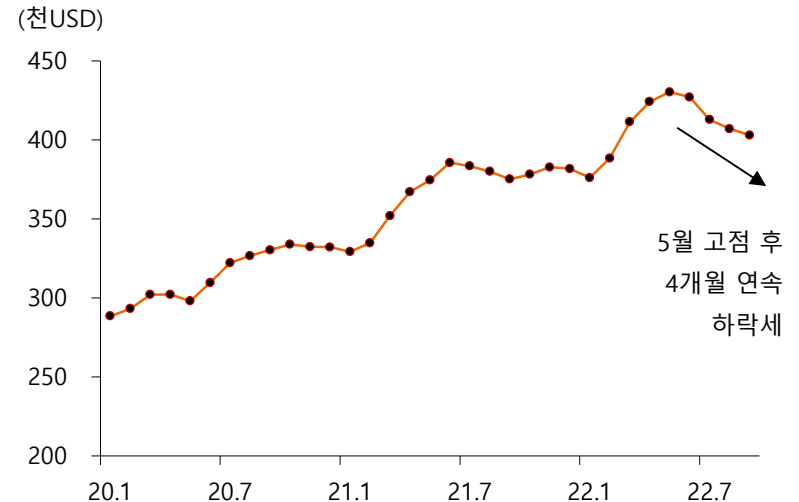
- 주택가격 상승세가 팬데믹 이후 더 가팔라지면서 금년 상반기 YoY 상승률 +20% 상회하며 1970년대 이후 역사상 최고 기록
- 그러나 6월부터 상승세가 둔화되더니 가장 최근 발표치인 7월에 드디어 전월대비 -0.8%를 기록하면서, 2012년 이후 10년만에 하락세를 기록
- 민간 부동산업체인 Redfin에 의하면 이미 미국 주택가격은 5월에 고점을 기록한 후 4개월 연속 하락세 (총 -6.3%)
- 주택가격지수가 비교적 실제 흐름을 늦게 반영하는 점을 고려하면, 미국 주택시장은 이미 약세로 전환된 것으로 추정

미국의 주택가격지수와 상승률 (YoY)



자료: Bloomberg, SK증권  
 주: 케이스실러 20대도시 주택가격지수 기준 (최근치 7월)

Redfin 미국 평균주택가격 월별 추이



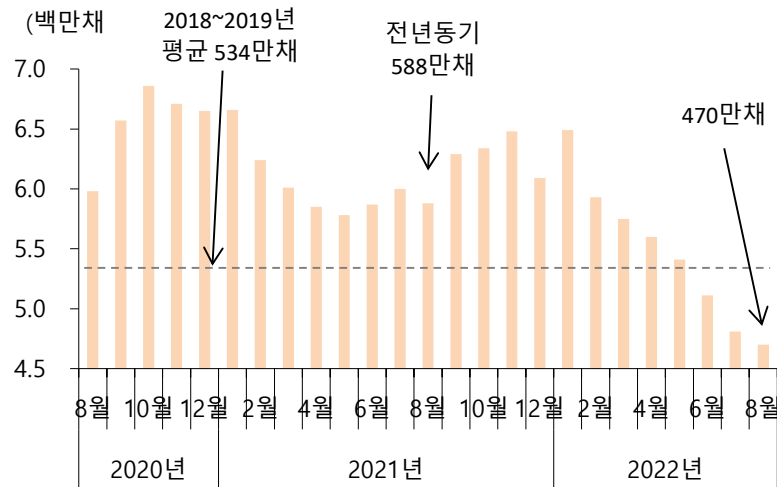
자료: FHFA (미 연방주택금융청), SK증권  
 주: 최근치는 9월



# 미국: 거래 절벽과 주택재고 증가세 전환

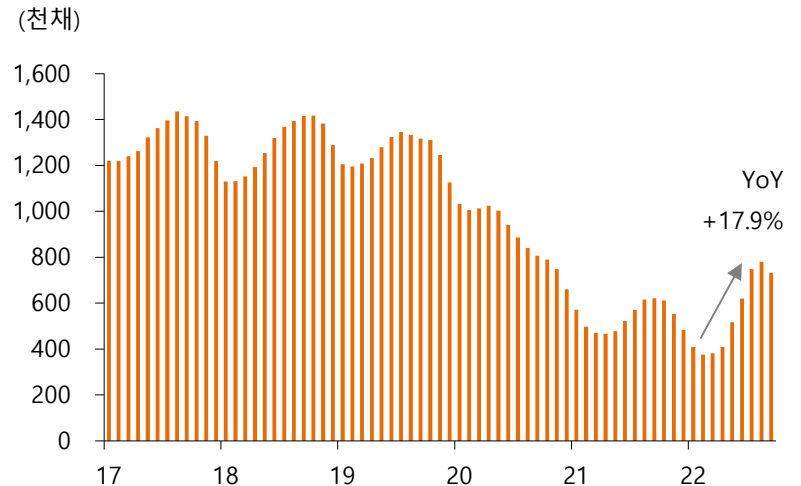
- 2022년 상반기 주택가격 급등세가 유지되던 시기에도 미국 주택거래는 감소→ 거래절벽은 일반적으로 수요자와 매도자의 가격 Gap이 크다는 것을 의미
- 최근 들어 주택거래 급감. 최근치인 8월 470만채 (연환산)로 팬데믹 이전 2년간 평균치인 534만채를 크게 하회
- 게다가 2020~2021년 급감했던 주택재고가 금년 들어 증가세로 전환. 9월 주택재고는 73.2만채로 전년동기대비 +17.9% → 아직 팬데믹 이전에 비해서는 적은 편이지만, 추세 자체가 나빠지고 있는 상황

미국의 기존주택거래 추이



자료: NAR, SK증권

미국 주택재고 추이

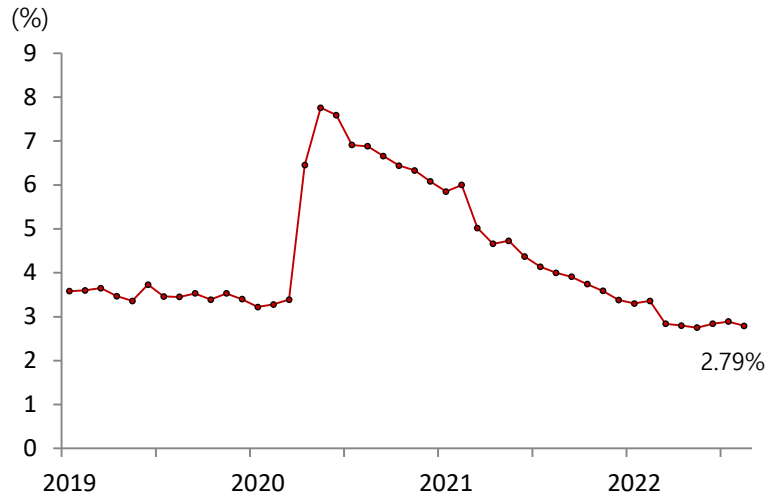


자료: Fred, SK증권  
주: 최근치는 9월

# 미국: 연체는 안정적이거나 금리 부담이 커지는 중

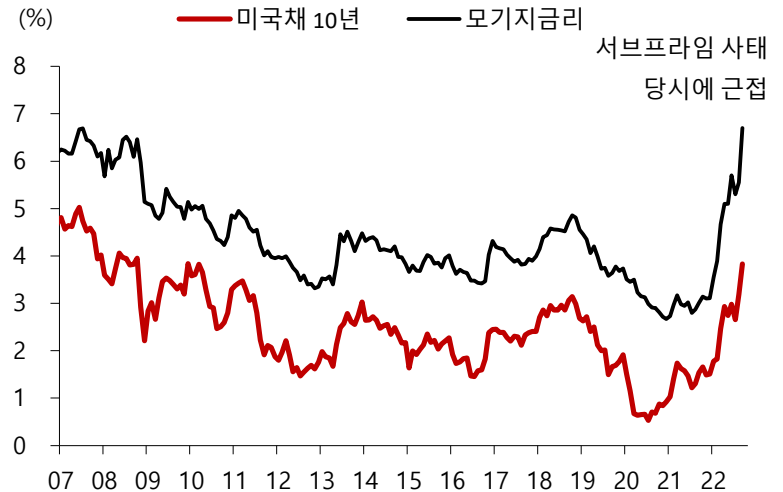
- 미국 경기가 상대적으로 호조세이기 때문에 금리급등에도 불구하고 모기지 연체율은 2.8% 내외에서 안정적으로 유지 중
- 근본적으로 미국 모기지금리는 대부분 장기 고정형이기 때문에, 금리 급등이 차주들에게 주는 부담은 서서히 늘어나는 구조
- 그럼에도 불구하고 최근 금리급등으로 모기지금리가 6.7%를 상회 (프레디맥 30년)하고 있다는 것은, 신규 주택수요자 입장에서 매우 큰 부담이 될 수 밖에 없음 → **특히 투자용 주택 수요에 큰 저해 요인**으로 작용

미국의 모기지연체율 추이



자료: Black Knight, SK증권  
 주: 금액이 아니라 연체건수 기준

미국 모기지금리 추이

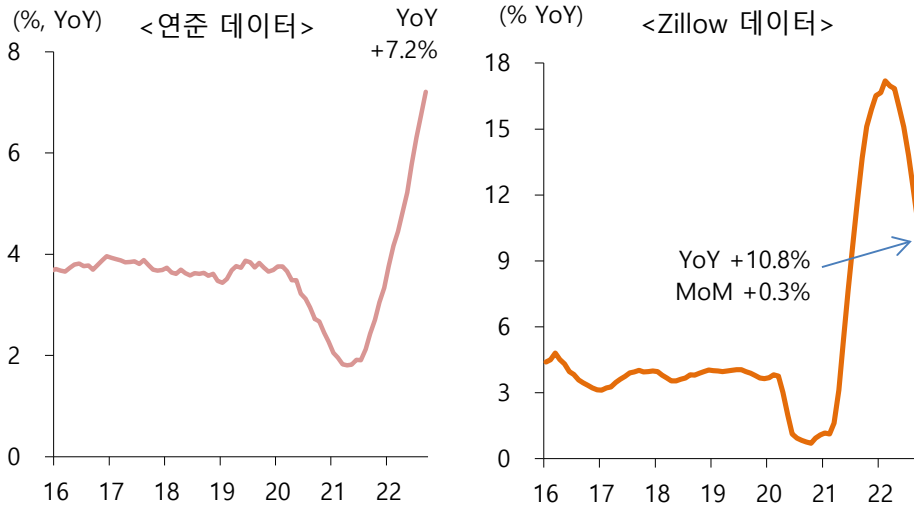


자료: Bloomberg, SK증권  
 주: 모기지금리는 프레디맥 30년

# 미국: 임대료 급등, 사회적으로는 문제지만 주택 급락을 막아 줄 수 있다

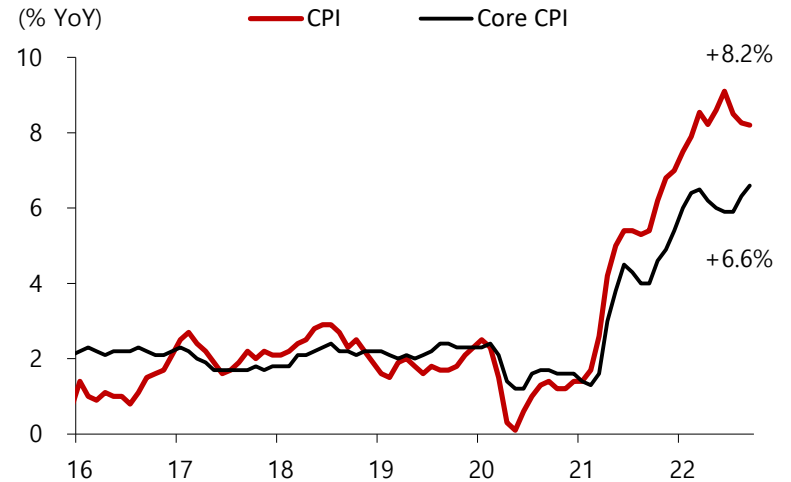
- 미국은 2021년부터 주택 임대료가 급등하고 있어, 소비자물가에 큰 부담으로 작용하는 동시에, 무주택 서민층의 어려움을 가중시키는 사회적인 문제로 작용 중
- 연준 데이터 (Fred)로는 주택 임대료가 최근 +7.2% (YoY)를 기록 중이지만, 민간업체인 Zillow에 의하면 이미 지난 2월 고점 (+17.2%)을 형성한 바 있음→ 지난 1980년대 이후 거의 40년 만에 최고치를 기록하고 있는 상황
- 반면 임대료의 상승은 '투자가치의 하방경직성'에 도움이 되기 때문에, 가격 하락을 방어하는 역할을 할 것으로 판단

미국의 주택임대료 상승률 추이



자료: Fred, SK증권

미국 소비자물가상승률 추이

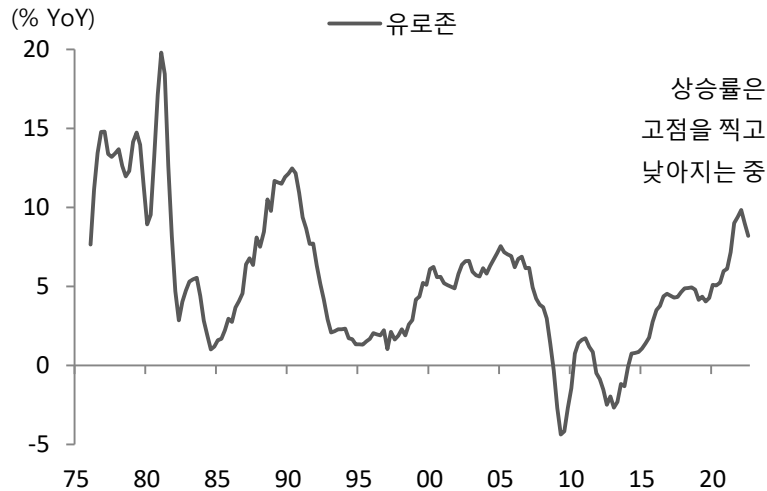


자료: Bloomberg, SK증권

# 유럽: 어려운 경제 상황이 주택시장 약세로 이어질 것

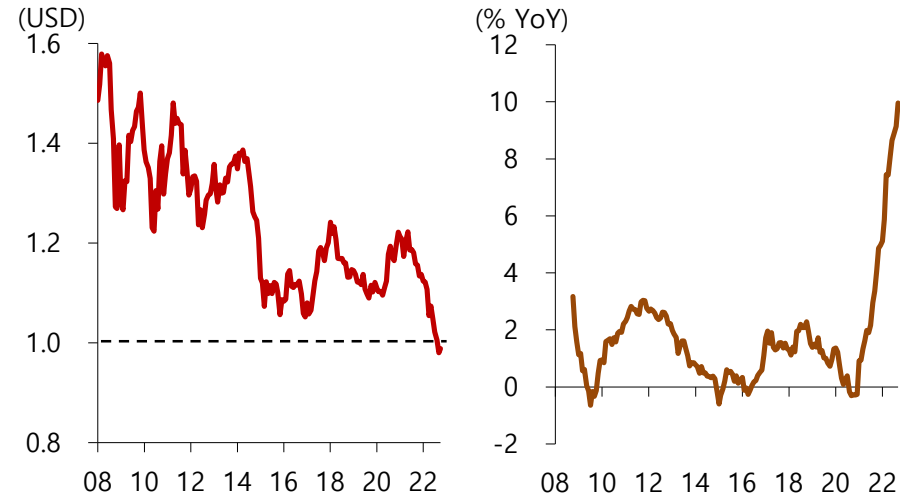
- 유로존 기준으로 유럽 주택가격 상승률은 YoY +9.8%로 Peak-out 후 최근 8%대로 하락. 그럼에도 불구하고 1990년 이후 30년만에 가장 강한 상승세를 기록
- 경기가 부진한 상황 하에서 집값이 급등했기 때문에, 향후 긴축 국면에서 주택가격 하락세를 피하기는 어려울 전망. 특히 미 달러 대비 유로화의 약세, 러시아 전쟁의 여파 등으로 인해 물가가 잡히기 어려워 (9월 CPI +10.0%), 금융 완화정책은 어려움
- 유레 없는 고물가로 인해 주택시장이 버티고 있으나, 향후 글로벌 주택시장의 약세장이 펼쳐지면 **유럽 지역의 주택가격은 상대적으로 더 크게 하락할 가능성이 있음**

유로존의 주택가격 상승률 (YoY)



자료: BIS, SK증권

유로/USD 환율과 유로존 소비자물가상승률

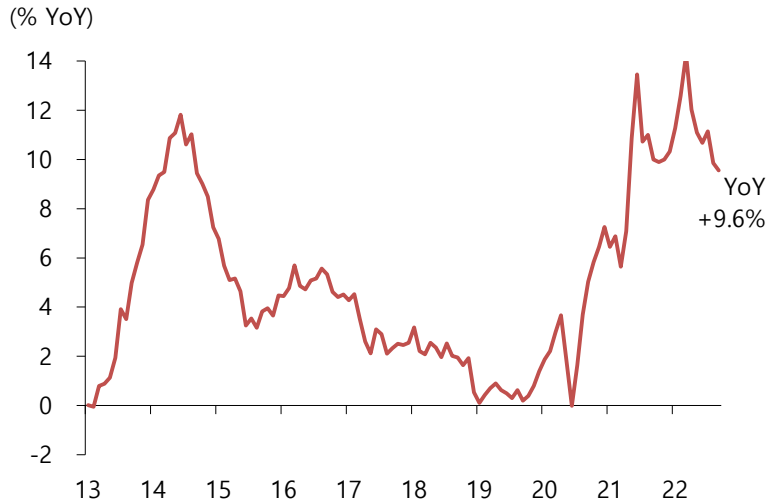


자료: Bloomberg, SK증권

# 영국: 주택가격이 급격히 약세로 돌아설 가능성이 높음

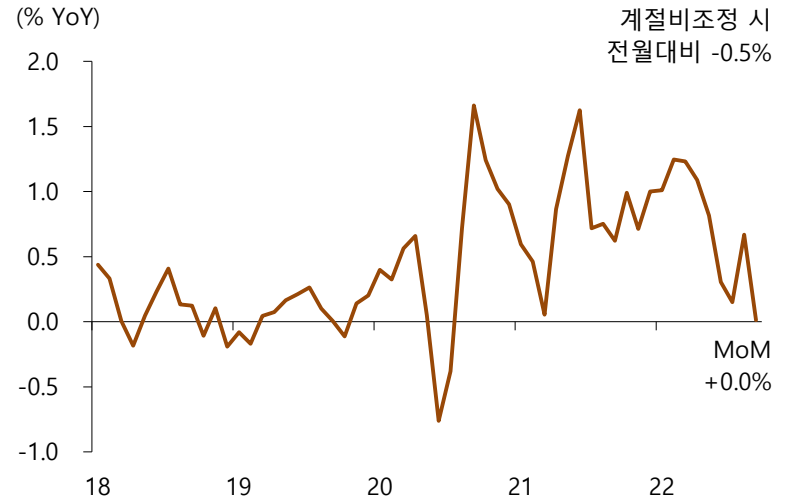
- 영국은 경기부진에도 불구하고 유럽에서도 주택가격이 크게 오른 편에 속하는데다, 최근까지도 주택가격 상승세가 지속
- 하지만 최근 발표치인 9월 Nationwide 주택가격지수는 542.7로 전월과 같은 (+0.0%) 수치를 기록. 게다가 계절조정을 하지 않은 지수 기준으로는 전월대비 -0.5%를 기록
- 영국은 경기 부진에 금리 상승, 정치권의 혼란이 겹치면서 향후 주택가격이 급격한 약세로 돌아설 가능성이 높다고 판단

영국의 주택가격 상승률 (YoY)



자료: Nationwide, SK증권  
주: 계절조정지수

영국의 주택가격 상승률 (MoM)

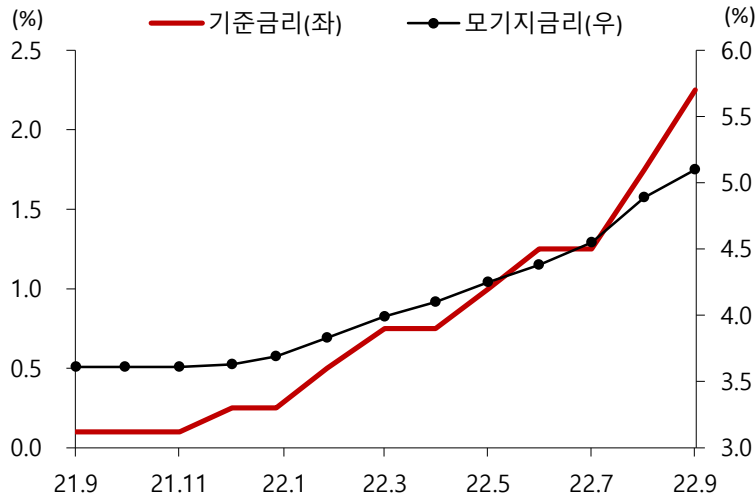


자료: Nationwide, SK증권  
주: 계절조정지수

# 영국: 경제가 부진하고 금리도 오르는데도 집값은 사상 최고치

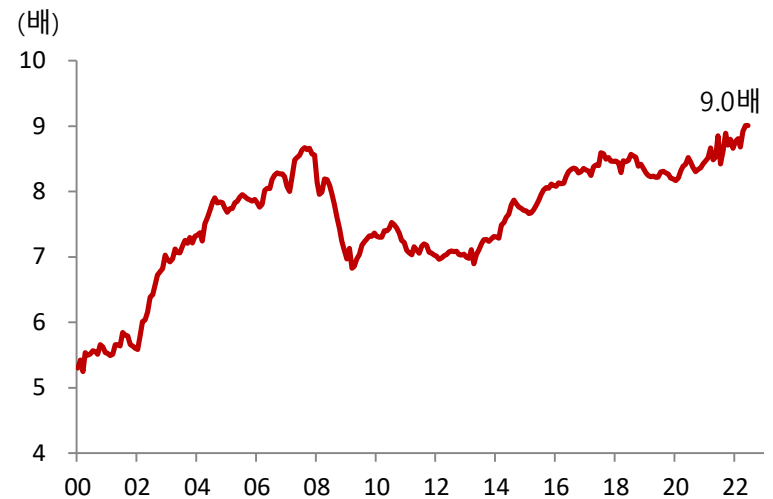
- 영국은 1) 경제가 부진한 상황 하에서 2) 금리가 급등한데다, 3) 금융시장도 불안한 흐름 (예: 최근 연기금의 부채연계투자)을 보이고 있음. 여기에 4) 주택의 Valuation도 사상 최고치를 기록
- 영국의 PIR (Price to Income Ratio: 중위가구소득 대비 주택가격의 비율)은 2022년 7월 현재 9.0배로, 지난 80년 래 최고치를 기록 중. 전고점은 지난 2008년의 8.6배
- 소득 대비 집값이 역사상 가장 높은 상황 하에서 펀더멘탈이 악화되고 있어, 향후 **영국 주택시장은 약세로 돌아설 전망**

영국의 최근 기준금리와 모기지금리 추이



자료: Bloomberg, SK증권

2000년 이후 영국의 PIR 장기 추이

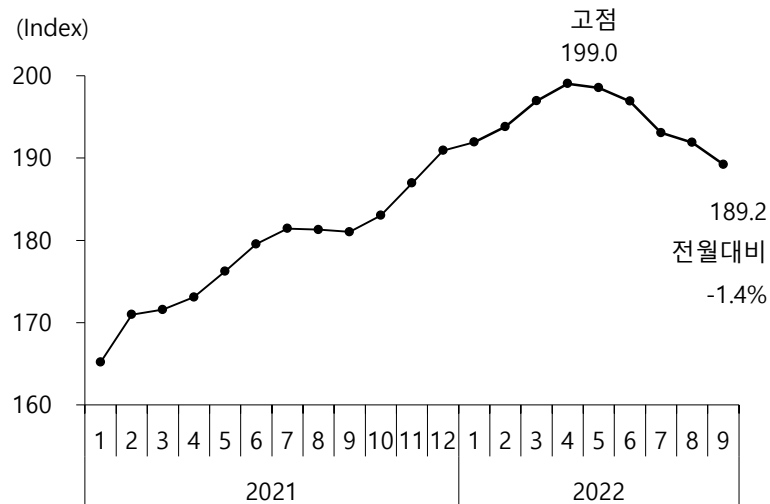


자료: Longtermtrends, SK증권

# 독일: 기존주택 가격은 이미 하락세로 전환

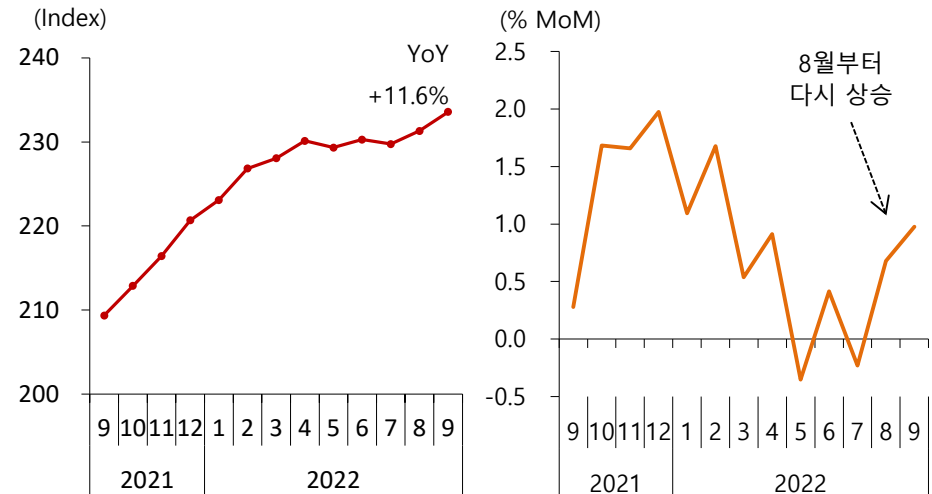
- 독일은 기존주택가격은 4월을 고점으로, 이미 하락세를 기록하고 있는 추세 (9월 MoM -1.4%)
- 독일도 유로존에서는 팬데믹 이후 가장 집값이 많이 오른 국가들 (2020년 이후 2년 반 동안 +34%)에 속하고 있어, 집값에 대한 부담이 큰 편이었음
- 다만 주택종합지수는 여전히 9월까지도 상승세를 유지 중인데, 이는 생산자 물가 급등으로 신규주택 가격이 상승하면서 나타난 현상으로 판단
- 향후 독일도 현재의 높은 주택가격을 유지하기에는 다소 어려워, 약세장이 펼쳐질 가능성이 높음

독일 기존 주택가격 상승률 (YoY)



자료: Hypoport, SK증권

독일 주택종합지수 추이와 전월대비 상승률

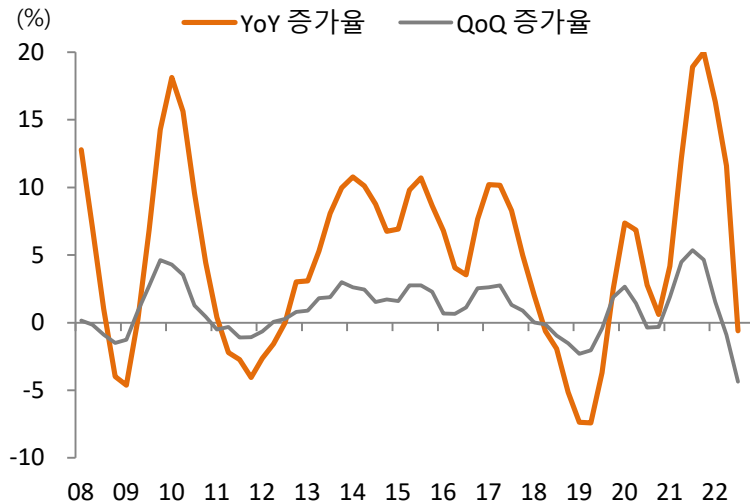


자료: Hypoport, SK증권

# 호주: 오를 때만큼이나 내릴 때에도 변화무쌍한 흐름

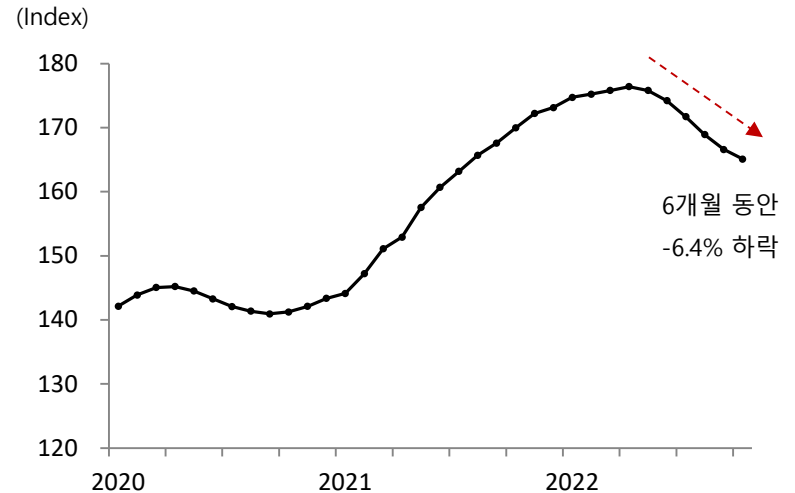
- 팬데믹 후 호주는 비교적 늦은 2020년 4분기부터 주택가격 상승세가 시작되었으며, 월간 상승 폭도 매우 컸음. 하지만 다른 나라들에 비해 하락세도 빠르게 진행되는 중 → 2022년 4월 고점 이후 10월까지 6개월 동안 -6.4% 하락
- 호주는 비교적 해외 자금의 유출입이 많아 부동산 시장의 등락 폭이 큰 특징을 갖고 있음. 특히 최대 도시인 시드니의 경우 부동산 시황에 따라 주택가격 등락 폭이 매우 큼
- 향후 중국 등 외국으로부터의 자금 유입이 쉽지 않아, 당분간 약세장이 지속될 것으로 예상

호주의 주택가격 상승률 장기 추이



자료: CoreLogic, SK증권

호주의 최근 주택가격지수 추이



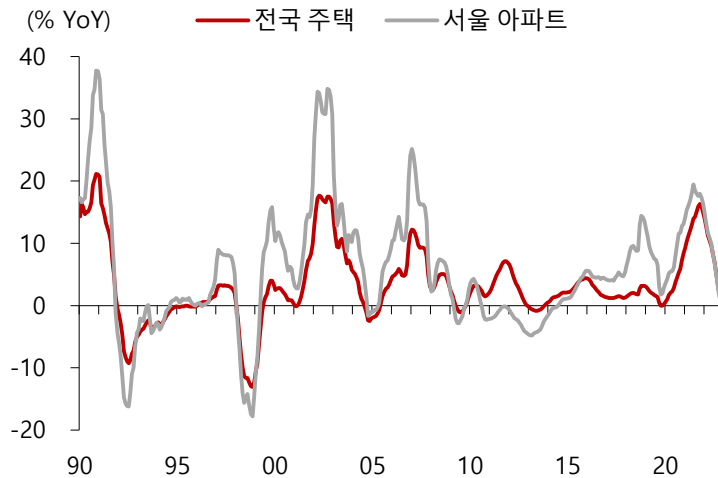
자료: CoreLogic, SK증권



# 한국: 금년 들어 상승세 끝나고 약세로 반전

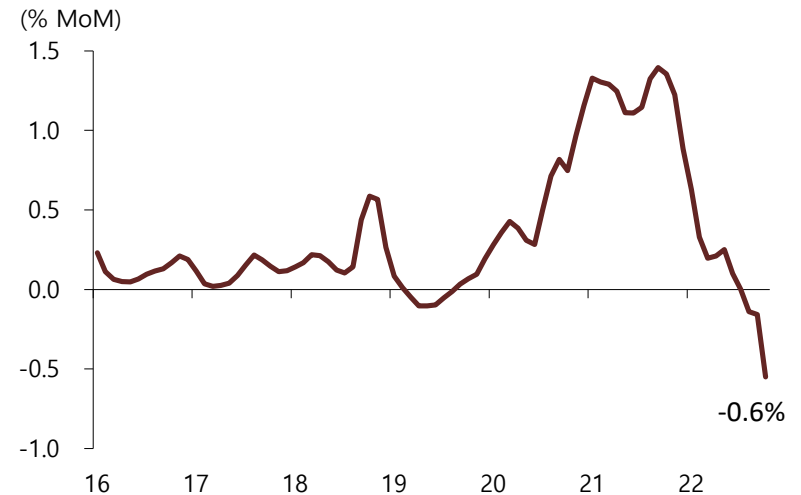
- 2022년 들어 KB주택가격지수는 7월부터 하락세 (전월대비)로 돌아섰으며, 10월에는 하락 폭이 -0.6% (MoM)로 확대. 서울 아파트 가격은 낙폭이 조금 더 커서 10월 -0.7%를 기록
- 서울 아파트 가격은 금년 초부터 약세로 돌아섰다는 것이 현장의 평가이며, 최근 실질적인 하락 폭은 공표 데이터보다 훨씬 크다는 것이 중론

### 한국의 주택가격 상승률 (YoY)



자료: KB국민은행, SK증권

### 전국 주택가격 상승률 (전월대비)

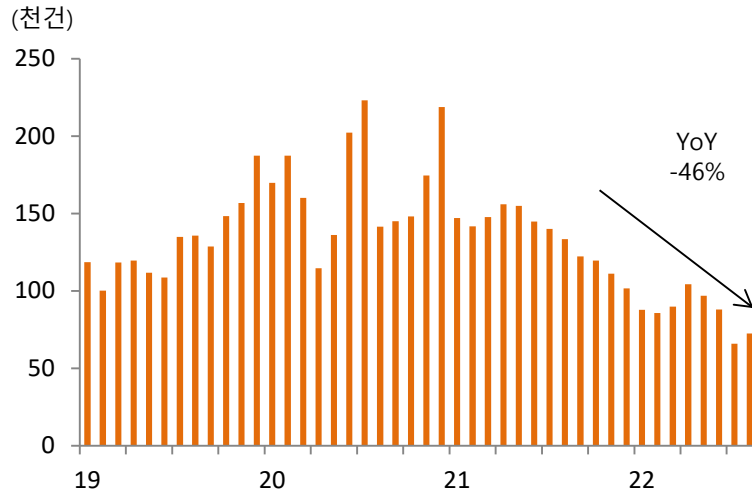


자료: KB국민은행, SK증권

# 한국: 금리 상승과 매도-매수자 Gap이 거래절벽을 야기

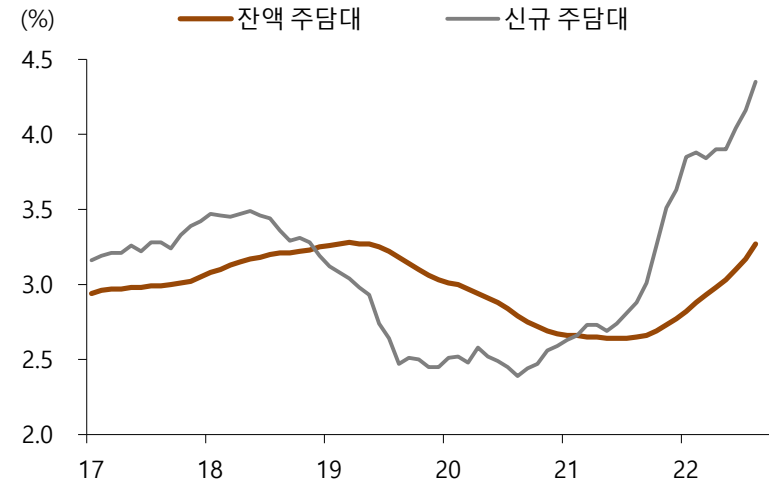
- 8월 국내 주택거래는 총 72,600건으로 전월대비 소폭 늘었으나, 전년동기로는 -46% 감소한 결과
- 2021년 중반부터 가격 상승 및 주택담보대출금리 상승으로 인해 수요자들의 부담이 커지면서, 매도자와의 가격 Gap이 확대된 것이 소위 '거래절벽' 현상의 주 원인
- 최근 은행들의 신규 주택담보대출금리는 4.4%에 이르고 있으며, 매월 상승하고 있는 추세→ 신규 주택구입자의 부담 급증
- 글로벌 주택시장의 약세 전환과 더불어 한국도 비슷한 흐름이 펼쳐질 것으로 예상

국내 월별 주택거래 추이



자료: 한국부동산원, SK증권

주택담보대출 금리 추이

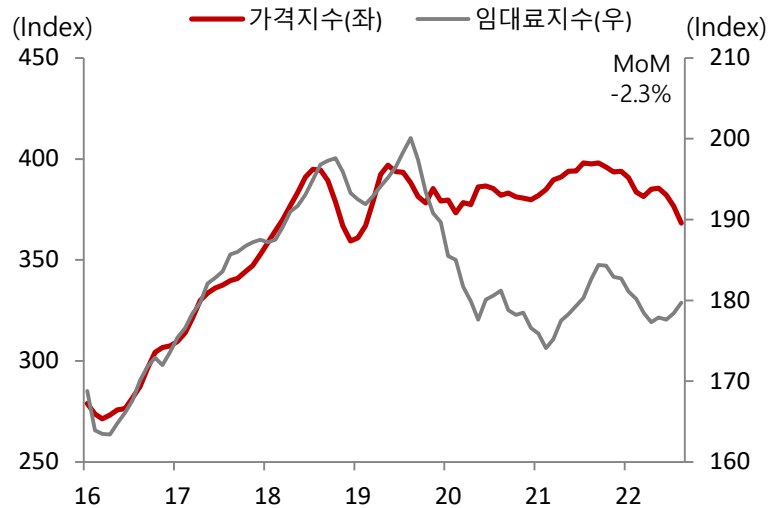


자료: 한국은행 (BOK), SK증권

# 홍콩: 경기가 부진하고 투자자금 유입 기대감도 낮음

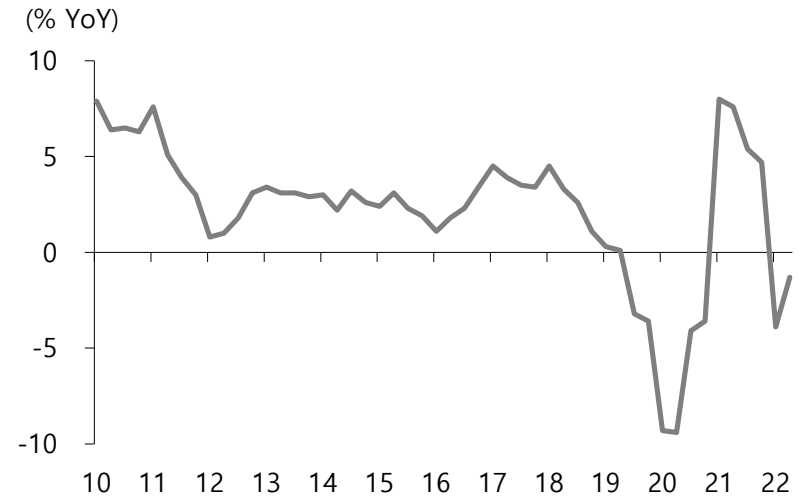
- 홍콩 주택가격은 2016~2018년 급등한 후 최근까지 횡보하다가, 2021년 하반기부터 오히려 하락하고 있는 추세
- 2019년 하반기부터 임대료가 큰 폭으로 하락한 후 2년 동안 등락하고 있는 흐름→ 2020년 팬데믹 이후 전세계 집값이 다 오를 때 홍콩이 못 오른 이유 중 하나
- 경제성장률 자체가 부진한데다 과거처럼 중국 본토의 투자자금의 유입을 기대할 수 있는 상황도 아니어서, 향후 홍콩의 주택 시장에 대해 부정적인 전망을 하는 전문가들이 많음

홍콩의 주택시장 Index



자료: 홍콩통계청, SK증권

홍콩의 GDP 성장률 추이

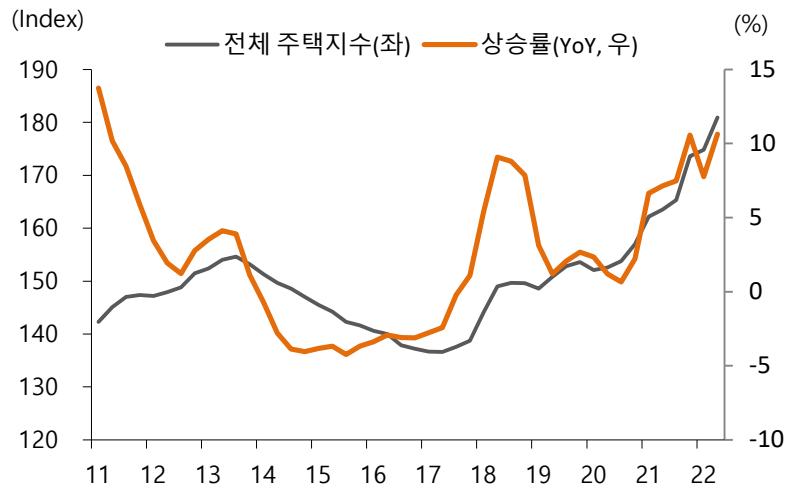


자료: Bloomberg, SK증권

# 싱가포르: 2022년 상반기까지는 주택시장 강세 유지함

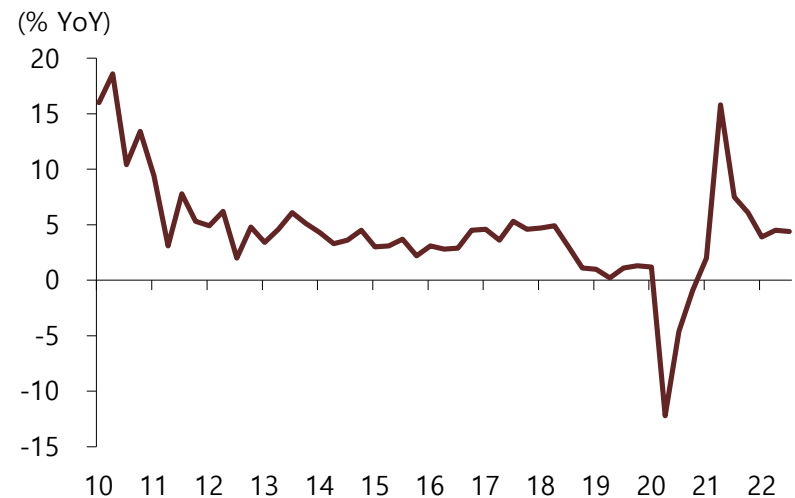
- 2010~2013년 경기 호황으로 주택시장 급등 후 2018년부터 다시 강세를 보이고 있는 추세. 최근 집값 상승률은 2Q22 기준으로 전년동기대비 +10.6%를 기록
- 금년 들어 싱가포르의 GDP 성장률은 전년동기대비 3.9~4.4%의 양호한 수치를 기록 중. 상대적으로 경기가 안정적인 측면이 홍콩과 달리 주택가격이 상승세를 보이는데 유리하게 작용한 바 있음

싱가포르의 주택가격지수와 전년동기대비 상승률 추이



자료: 싱가포르통계청, SK증권

싱가포르의 GDP 성장률 추이



자료: Bloomberg, SK증권















## Chapter 3

### 글로벌 상업용 부동산 전망

# 결론: 약세장이 예상되는 2023년 글로벌 상업용 부동산 시장

- 긴축과 금리 상승, 유동성 축소 등의 환경은 주택 뿐 아니라 상업용 부동산에도 부정적으로 작용할 전망. 현재 주택 시장에 비해 상대적으로 잘 버티고 있으나, 경험적으로 주택보다 후행적으로 움직이는 성향 때문이라고 판단
- 2023년 글로벌 상업용 부동산 시장은 약세로 전망
- 장기간 시장을 이끌었던 **산업 부동산, 데이터센터 등은 비교적 가격 하락 폭이 크게** 나타날 수 있으며, 반대로 상승 폭이 낮거나 하락했던 **오피스, 호텔/리조트 등이 상대적으로 가격의 하방경직성이 작용할** 전망

향후 상업용 부동산 섹터별 장기 전망 (대략적인 의견)					
대분류	중분류	소분류	지난 성과	향후 전망	투자 코멘트
글로벌 부동산	상업용 부동산	오피스			경기부진에도 저가메리트가 부각될 것
		산업(물류) 부동산			과열되었던 시장이 조정국면 진입
		리테일 부동산			미국(호조)과 타 지역의 차별화 확대
		데이터센터			고성장세가 꺾인 상황
		호텔/리조트			엔데믹 시대 여행 수요 증가
	주택			금리상승이 주택시장 약세를 견인	

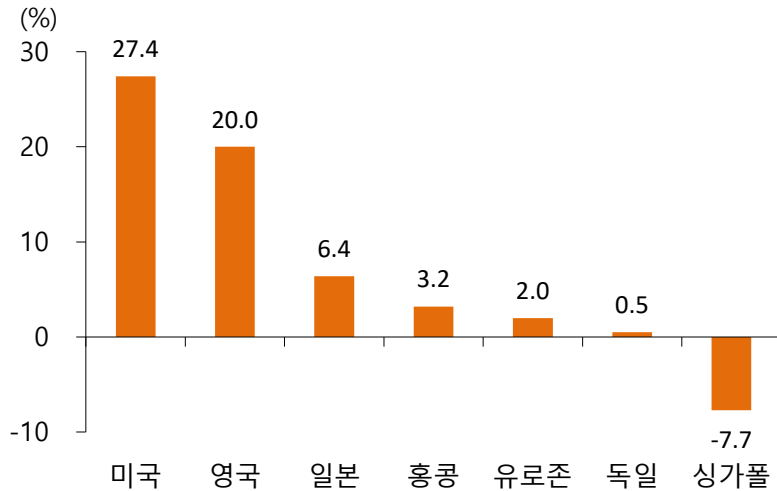
자료: SK증권

주: 지난 성과 및 향후 전망은 ±1년 기준

# 글로벌 상업용 부동산은 지역별, 섹터별로 혼조세

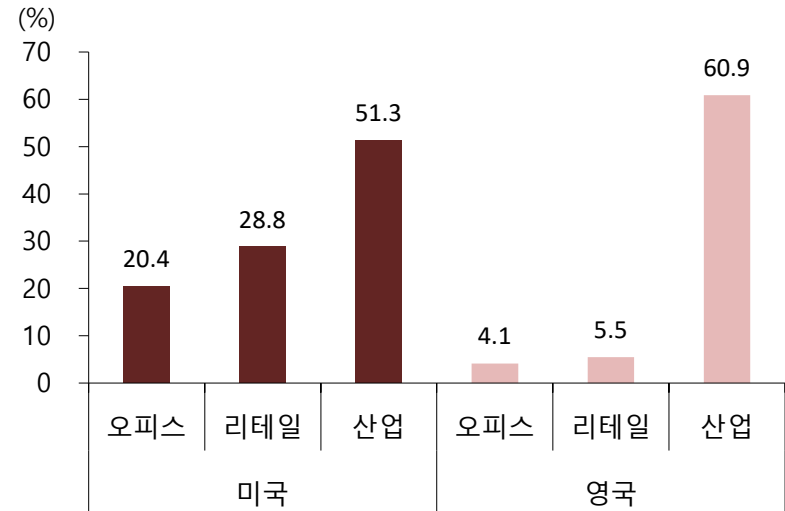
- 팬데믹 이후 글로벌 상업용 부동산 시장은 지역 (국가)과 섹터별로 편차가 커, 호황/불황을 논하기 어려운 혼조세를 지속
- 미국은 상업용 부동산 시장도 초호황. 2020년 5월 저점 이후 미국 상업용 부동산 가격 지수는 2년 여 동안 최대 29% 상승했는데, 섹터별로는 산업 부동산 (주로 물류시설)이 51% 급등하면서 상승세를 주도
- 영국도 팬데믹 기간 중 상업용 부동산이 호황이었는데, 산업 부동산 (2년간 +61%)에 대한 의존도가 과도함
- 그 외에는 네덜란드 (2년간 +15%), 한국 (공식 지수는 없지만 수도권 부동산 급등) 등을 제외하면 대부분의 국가에서 상업용 부동산 시장은 횡보하는 등 크게 부각되지 않는 흐름이었음

2020.3~2022.6 국가별 상업용 부동산지수 상승률



자료: BIS, Bloomberg, SK증권

2020년 5월 저점 이후 미국과 영국 상업용 부동산 내 섹터별 상승률

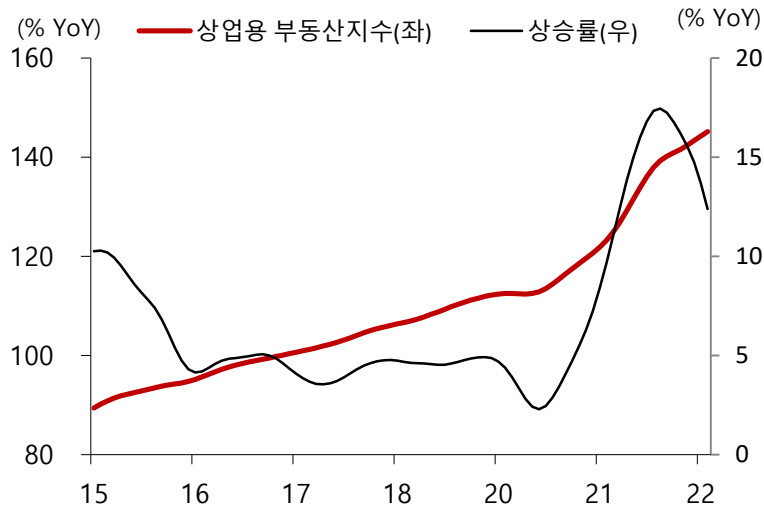


자료: Bloomberg, CBRE, SK증권

# 미국: 세계에서 가장 강한 상승세

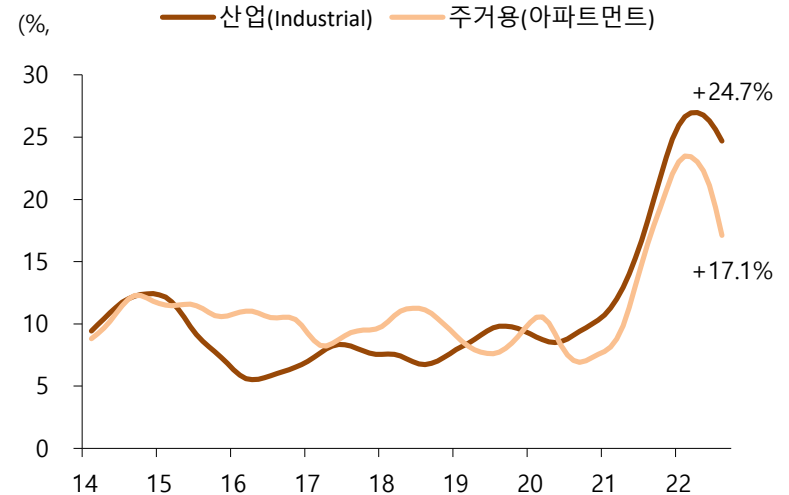
- 미국 상업용 부동산은 2020년 상반기 일시적인 부진을 끝내고 급등, 최근까지 상승세 이어지는 중
- 주로 물류시설로 이루어진 산업 (Industrial) 부동산이 상업용 부동산 시장의 상승세를 이끌었음. 산업 부동산은 한때 상승률이 +27% (YoY)를 기록할만큼 급등세를 보였으며, 최근에도 높은 상승세를 유지하고 있음
- 그 다음으로는 주택시장 호황에 힘입어 주거용 부동산 (아파트먼트)의 상승률이 높았으며, 다른 나라들과 달리 리테일 부동산의 상승률도 최근까지 +16% (YoY)를 유지하는 중

미국 상업용 부동산지수와 전년대비 상승률



자료: Bloomberg (RCA지수 기준), SK증권

미국 상업용 부동산 섹터별 상승률 (전년동기대비)



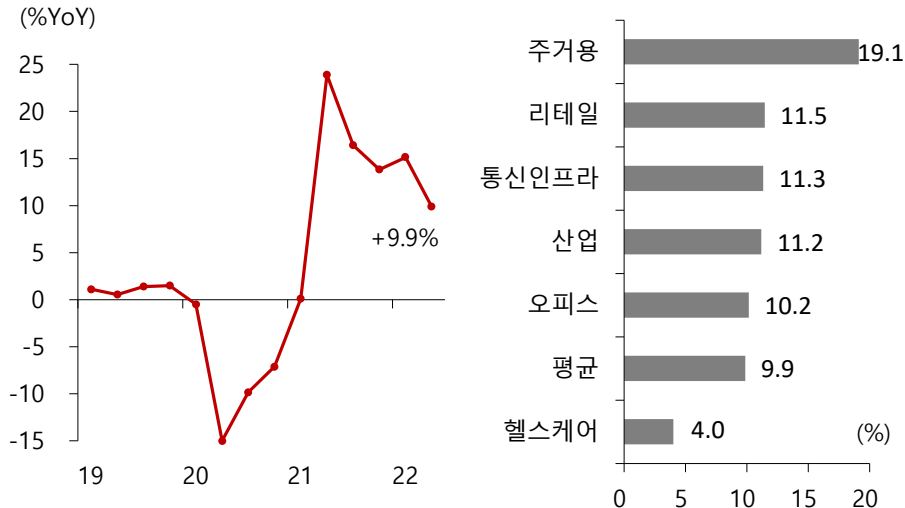
자료: Bloomberg (RCA지수 기준), SK증권



# 미국: 펀더멘탈의 호조세가 가격 상승으로 이어진 결과

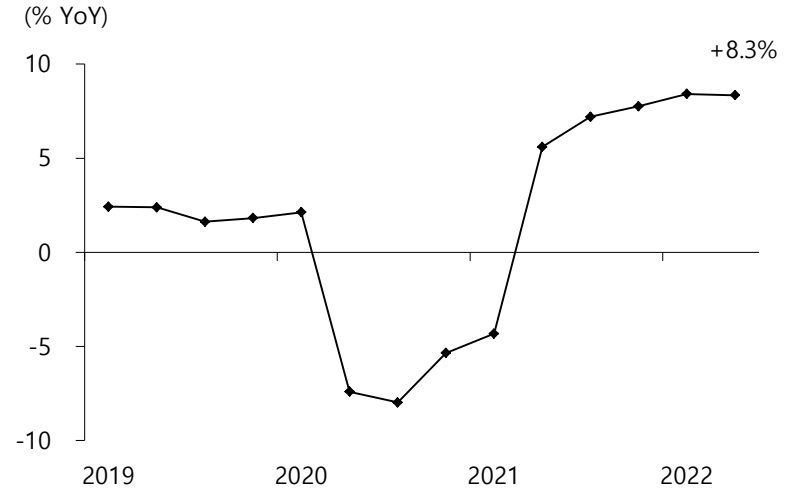
- NAREIT (미국 리츠협회)에 따르면 2022년 2분기 미국 상업용 부동산의 NOI는 전년동기대비 9.9% 늘어나는 호조세를 기록. 이는 2020년 부진에 의한 '기저효과'가 제거된 수치여서, 더 긍정적인 결과
- 순임대수익의 증가세가 높은 섹터는 주거용 부동산 (YoY +19.1%), 리테일 부동산 (+11.5%) 등이었으며, 반대로 헬스케어 (+4.0%), 데이터센터 (-12.9%) 등은 부진한 편
- 동일면적 NOI 증가율을 임대료 상승률의 Proxy로 보면, 임대료 상승세는 연 8.3% 정도의 호조세를 보이고 있음

미국 상업용 부동산의 NOI (순임대수익) 상승률



자료: NAREIT, SK증권  
 주: 오른쪽 그림은 2Q22 기준 전년동기대비 증가율

미국 상업용 부동산 임대료 상승률 (전년동기대비)

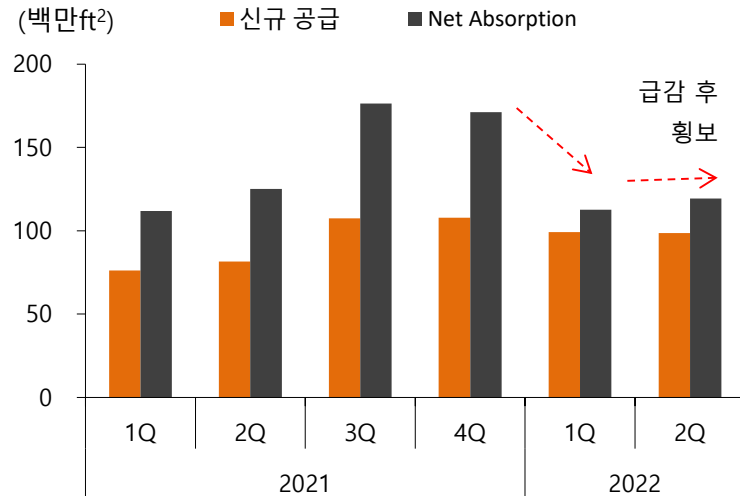


자료: NAREIT, SK증권  
 주: 동일면적NOI 상승률을 임대료 상승률의 Proxy로 사용

# 미국: 산업부동산의 호황도 곧 끝날 가능성이 있음

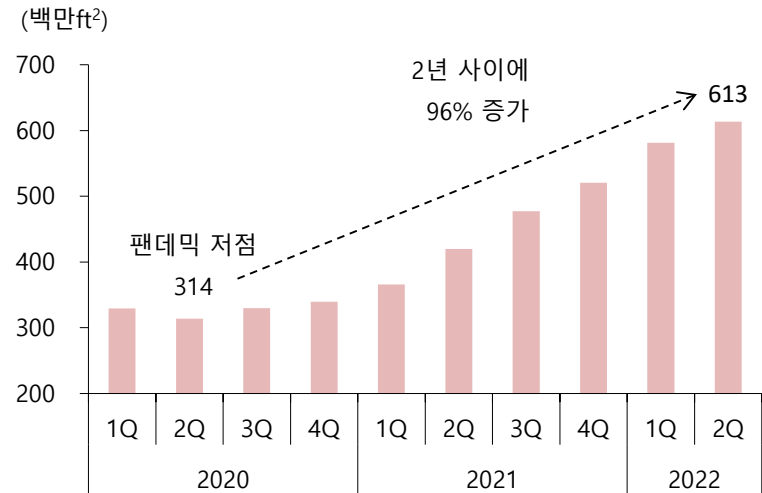
- 지난 2년 동안 미국의 산업 부동산이 초호황을 기록한 것은 '수요초과'로 인해 수급불균형 현상이 나타났기 때문
- 지난 2021년 하반기 산업 부동산의 신규공급은 총 2.2억 제곱피트인 반면, 시장에서 순흡수 (Net Absorption)된 물량은 3.5억 제곱피트에 달함→ 극심한 수요초과
- 반면 2022년 상반기에는 신규공급 2.0억 제곱피트, 순흡수 2.3억 제곱피트로 여전히 수요초과 상태지만, 수급불균형은 많이 완화
- 게다가 공사 중 (Under Construction)인 면적이 6.1억 제곱피트로, 지난 2년 사이에 96% 증가→ 향후 공급초과 현상으로 이어질 수 있어, 산업부동산의 호황도 곧 끝날 가능성이 있음

미국 산업 부동산의 신규공급과 순흡수 면적 추이



자료: Colliers, SK증권

미국에 공사 중인 산업 부동산 면적 추이

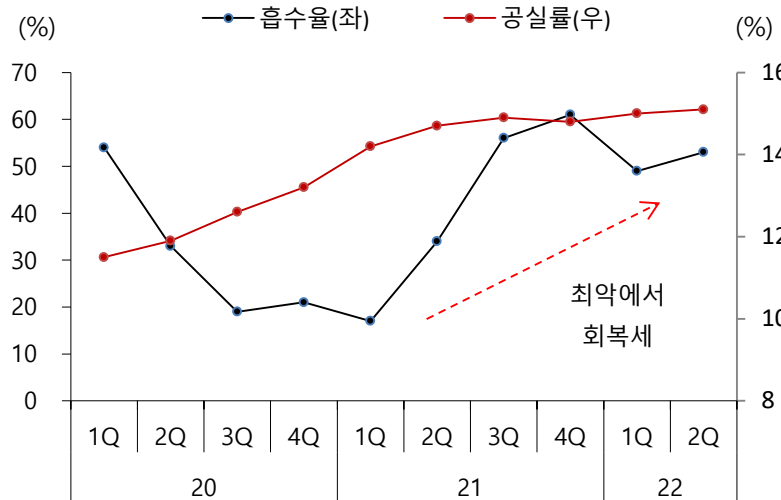


자료: Colliers, SK증권

# 미국: 오히려 지금 불황인 오피스가 나중에는 유망할 수도 있음

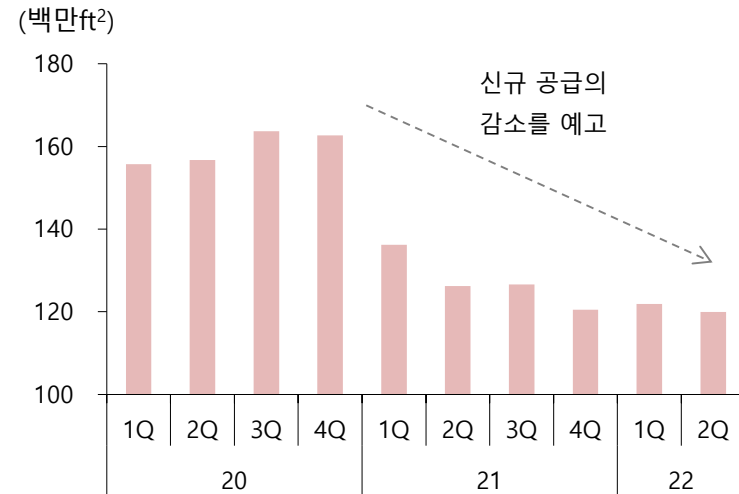
- 지난 2년 동안 미국 오피스 시장은 가격이 상승했음에도 불구하고 다른 섹터에 비해서는 완만한 상승세를 시현
- 그 동안 공실률이 상승하고 흡수율(공급이 시장에서 수요로 흡수/해소되는 비율)이 낮아지는 등 펀더멘탈이 약화되었기 때문
- 하지만 그렇기 때문에 공사 중인 면적도 크게 감소 (공급과잉 축소)하여, 장기적으로는 공실률이 낮아질 가능성이 높음. 흡수율도 금년 들어 1Q 49%에서 2Q 53%로 회복
- 지금 불황인 오피스가 장기적으로는 오히려 유망할 수도 있음

미국 오피스 시장의 흡수율과 공실률 추이



자료: Colliers, SK증권

미국에 공사 중인 오피스 면적 추이



자료: Colliers, SK증권

# 미국: 상업용 부동산 가격도 완만한 하락세로 돌아설 가능성 높아

- 현재 호황인 미국의 상업용 부동산 시장도 금리상승 및 경기둔화의 여파, 그리고 **고평가된 Valuation의 하락으로 2023년 약세**로 돌아설 전망
- 최근 Cap Rate의 하락 (p.8 참조)으로 상업용 부동산의 기대수익률이 낮아진 반면, 시장금리 상승으로 상업용 부동산의 매력도가 급격히 하락함 → Cap Rate와 무위험수익률의 Gap이 2%로 축소해, 과거 2007년 버블기 (1%대)에 근접
- 다만 달러 강세, 미국 경제가 상대적으로 나은 점, 임대료 상승이 고물가를 헛지할 수 있는 점 등을 감안하면, **미국 상업용 부동산 시장의 조정 폭은 완만할 것**으로 판단

미국 상업용 부동산 시장의 Cap Rate 추이



자료: Bloomberg, SK증권  
 주: Cap Rate= NOI/자산가격

미국 Cap Rate와 국채 수익률(10년물)의 Gap

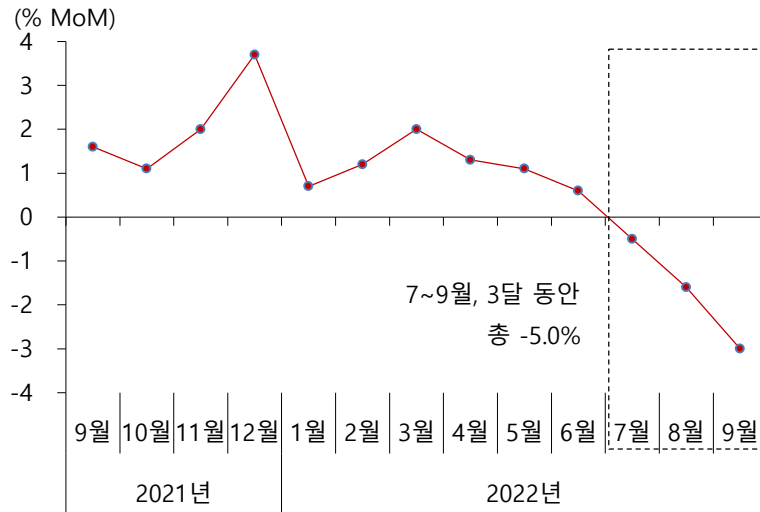


자료: Bloomberg, SK증권  
 주: 무위험 수익률대비 부동산의 초과 기대수익률을 의미

# 영국: 경제 상황에 비해 과도하게 올랐던 상업용 부동산, 최근 하락세 시작

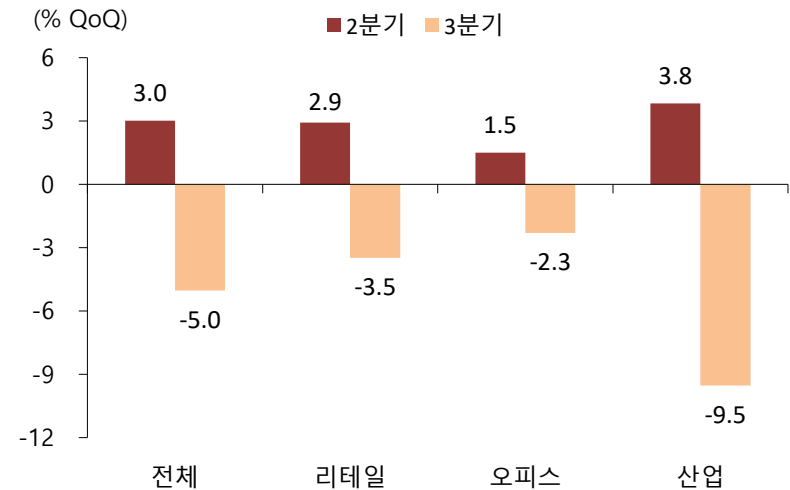
- 영국 상업용 부동산 시장은 2020년 11월 저점을 기록한 후 급등, 2022년 6월만 해도 YoY +18.8%를 기록 (CBRE 데이터)
- 그러나 7월부터 급격히 하락세→ 3분기 세 달 동안 총 -5.0% 하락
- 특히 초호황을 보였던 산업 부동산이 3분기에 -9.5% (QoQ)

영국 상업용 부동산 가격지수 월별 상승률



자료: CBRE UK, SK증권

2022년 2~3분기 영국 상업용부동산 자산가격 변화율 (전분기대비)

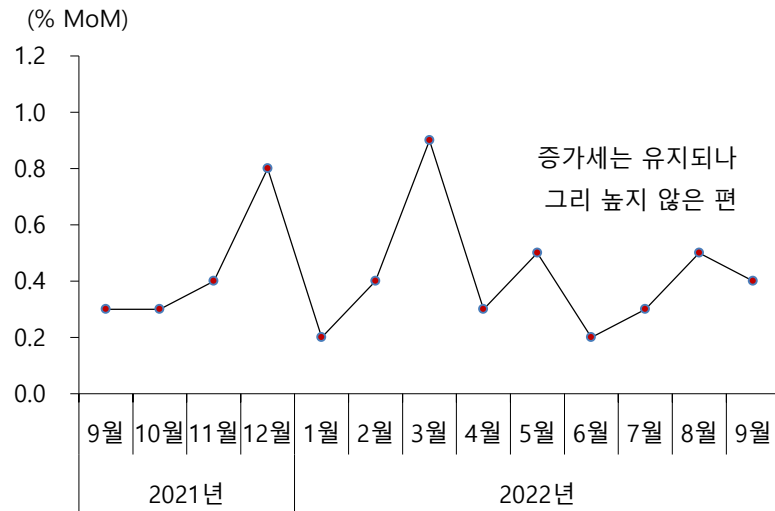


자료: CBRE UK, SK증권

# 영국: 임대료는 상승 중이나, 그 폭은 미미

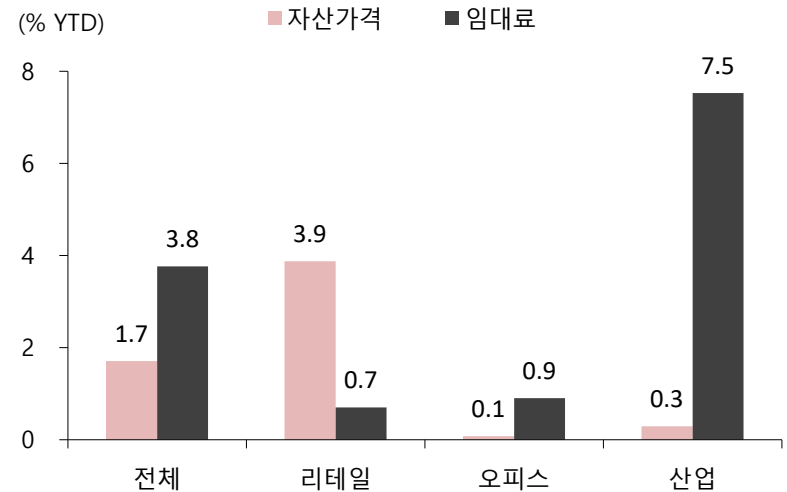
- 금년 하반기 영국 상업용 부동산 시장의 가격 급락과는 달리, 임대료는 완만한 상승세를 이어가는 중
- 9월말 기준으로 상업용 부동산 가격 상승률 (전년말대비)이 +1.7%로 낮아진 반면, 임대료 상승률은 +3.8%를 기록
- 다만 영국의 물가 상승률이 매우 높은 (9월 CPI +10.1%) 것에 비하면 부동산 임대료 상승 폭은 완만한 편

영국 상업용 부동산 시장의 임대료 상승률 (전월대비)



자료: CBRE UK, SK증권

9월말 영국 상업용 부동산 가격과 임대료 상승률 비교 (전년말대비)

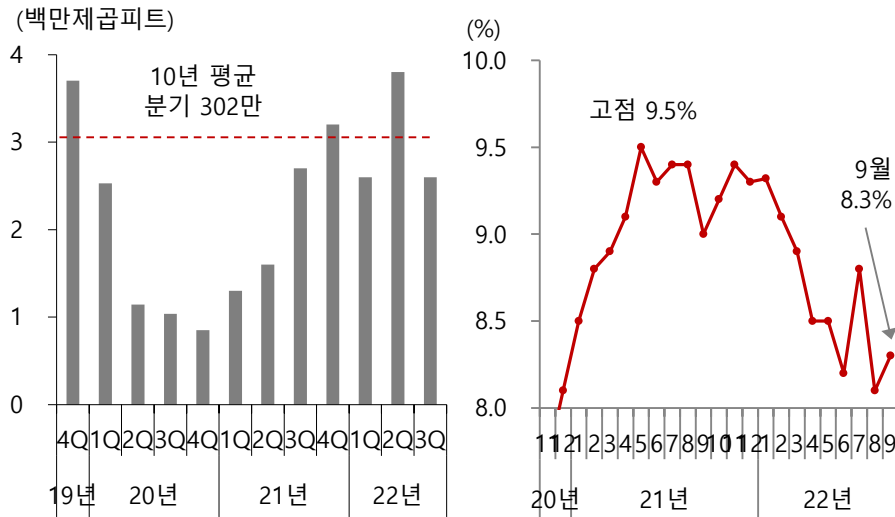


자료: CBRE UK, SK증권

# 영국: 경제가 너무 안 좋아, 2023년 상업용 부동산 약세 지속 예상

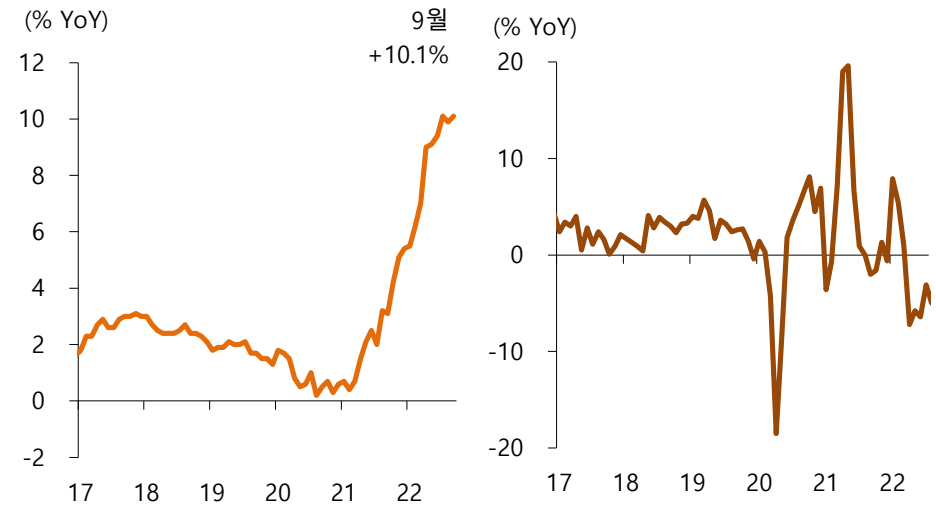
- 브렉시트로 장기간 부진했던 런던 지역의 오피스 시장은 옆친 데 뺏친 격으로 팬데믹 이후 큰 불황을 겪음. 여전히 신규임대 및 공실률 등의 데이터는 팬데믹 이전 수준을 회복하지 못하고 있음
- 전반적으로 영국 경제가 너무 어렵기 때문에 향후 **영국 상업용 부동산은 2023년에도 약세를 지속할 것으로 예상**
- 9월 소비자 물가상승률이 10.1% (YoY)에 달하고 있고, 소매판매는 여전히 감소세

영국 런던 오피스의 신규임대 (좌)와 공실률 (우) 추이



자료: CBRE UK, SK증권

영국 물가상승률 (좌)과 소매판매증가율 (우)

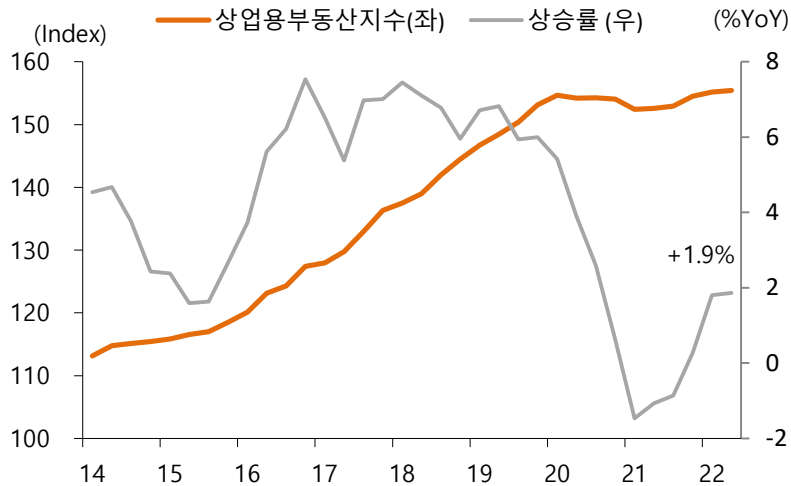


자료: Bloomberg, SK증권

# 독일: 최근 오피스 시장이 좋고 리테일 부동산이 부진한 혼조세

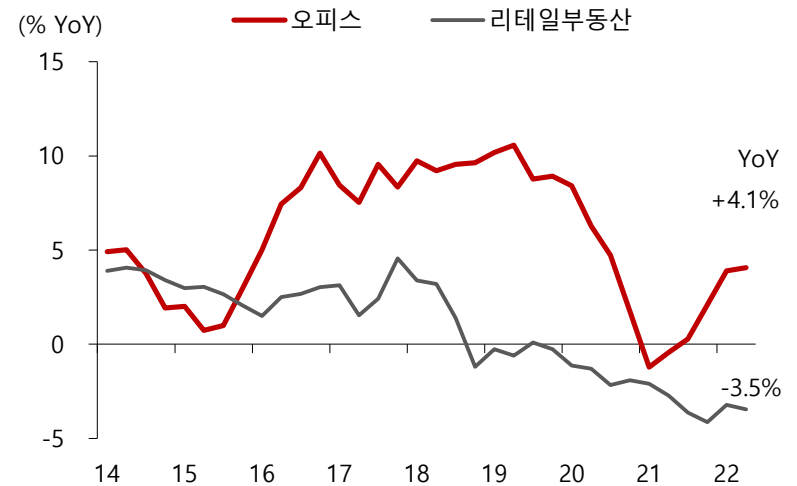
- 2022년 2분기 (최근치) 독일 상업용부동산 가격은 전분기대비 +0.2% (YoY +1.9%)의 완만한 상승세를 기록
- 오피스 가격지수는 전분기대비 +0.7% (YoY +4.1%)의 호조세를 유지했으나, 리테일부동산은 전분기대비 -1.1% (YoY -3.5%)의 저조한 흐름을 지속
- 독일 상업용 부동산의 임대료 추세는 혼조세를 기록 중. 2022년 2Q 오피스 임대료는 전년동기대비 +2.9%의 호조세를 보였지만, 리테일 부동산은 전년동기대비 -1.9%를 기록

독일 상업용 부동산 지수와 상승률



자료: Bundesbank, SK증권  
 주: Pfandbriefbank의 데이터를 Bundesbank에서 사용

독일 오피스와 리테일부동산 상승률



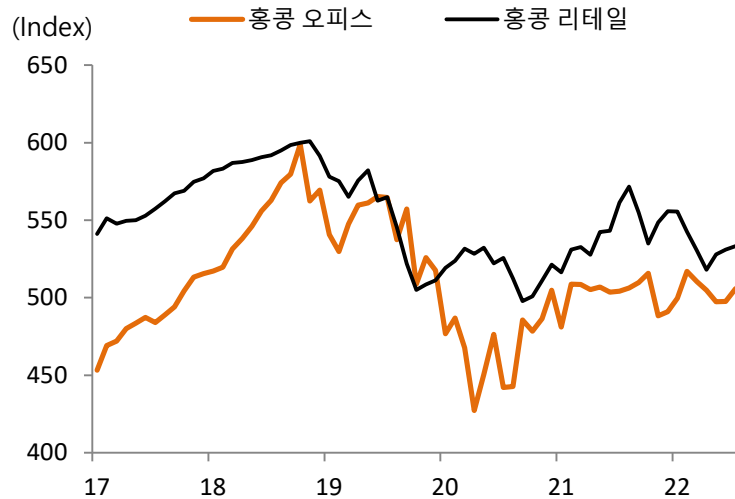
자료: Bundesbank, SK증권  
 주: Pfandbriefbank의 데이터를 Bundesbank에서 사용



# 홍콩, 싱가포르: 당분간 부진한 흐름이 이어질 것으로 예상

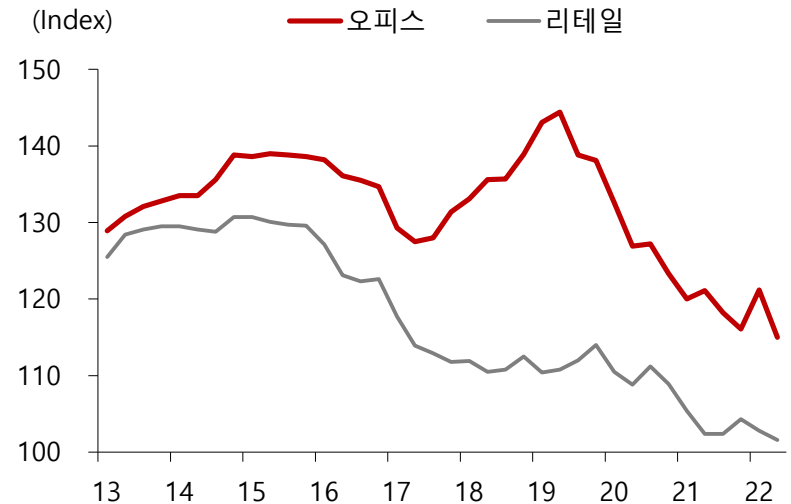
- 홍콩 상업용부동산 시장은 2021년 들어 반등을 모색하기도 했으나 2021년 4분기부터 다시 조정세
- 싱가포르는 오피스와 리테일 부동산 모두 약세를 보이는 중. 2021년 상업용 부동산 거래대금이 96억 USD로 전년대비 3.0배로 급증했으나, 저가 매수세 유입이었을 뿐 가격에 큰 영향을 주지는 못한 것으로 나타남
- 전반적으로 홍콩, 싱가포르의 상업용 부동산 시장은 중국 경기의 회복이 나타나야 긍정적인 영향을 받을 수 있을 전망. 현재로서는 **당분간 부진한 흐름을 예상**

홍콩 상업용 부동산 가격지수 추이



자료: 홍콩통계청, SK증권

싱가포르 상업용 부동산 가격지수 추이



자료: 싱가포르통계청, SK증권



## Chapter 4

### 1980년대 초 부동산 조정 사례

# 1970년대 후반 부동산 급등 후 1980년대 초반 조정국면 전개

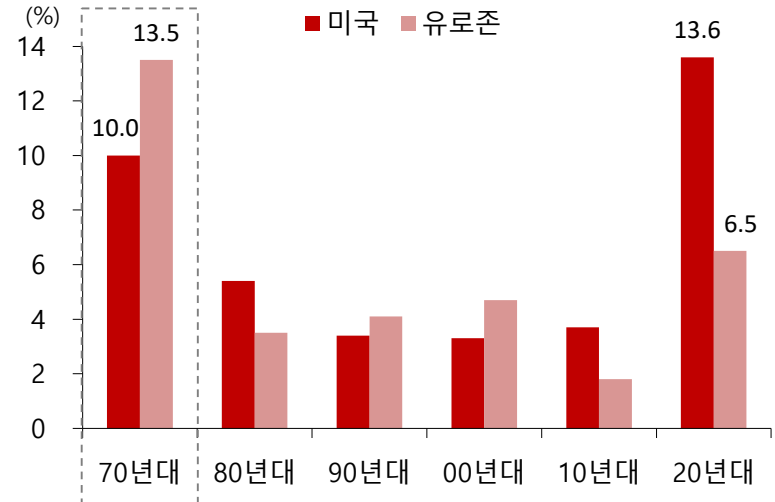
- 미국을 기준으로 지난 50년 래 집값이 가장 많이 오른 시기는 1) 1970년대 후반과, 2) 2000~2006년, 그리고 3) 2020~2022년
- 1970년대 후반에는 전세계적으로 주택 가격이 큰 폭으로 상승했으며, 유럽도 미국 못지 않게 큰 폭으로 상승
- 부동산 폭등세가 나타난 후 **1980년부터 1982년까지 3년 간 부동산 가격이 조정**을 받으면서 안정세를 되찾음 (미국 기준)
- 그 이후 간간히 부동산 상승세가 나타나기는 했으나, 1990년대 중반까지 글로벌 부동산 시장은 안정적으로 움직임

미국과 유로존의 주택가격 상승률 장기 추이



자료: FHFA, Bloomberg, SK증권

1970년대 이후 주택가격 상승률 (연평균)을 10년씩 비교



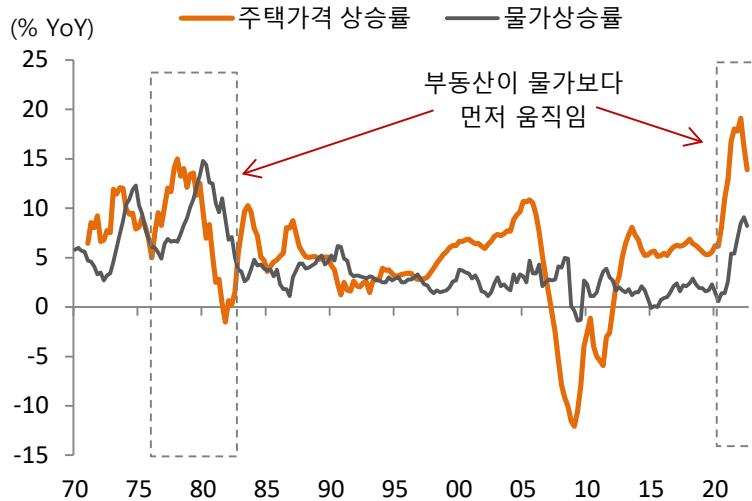
자료: FHFA, BIS, SK증권

주: 전년대비상승률을 각 10년마다 단순평균한 것

# ‘인플레이션의 결과’라는 측면에서 1970년대 후반 주택 급등기와 비교된다

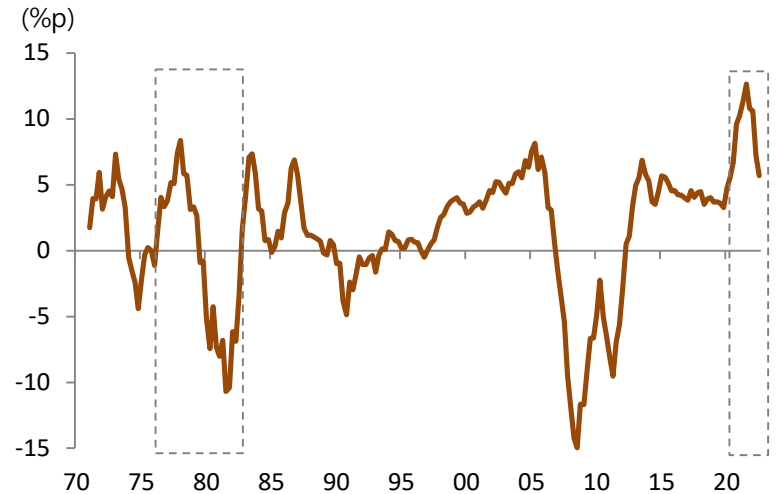
- 1978년을 전후한 집값 급등기가 ‘인플레이션의 결과’라는 측면에서 2020년 이후 주택 급등 Cycle과 비슷한 점이 많음
- 1970년대 후반의 사례를 보면, 주택가격이 먼저 급등한 후 물가급등이 후행
- 반대로 1980년대 들어 주택가격이 먼저 안정세 (상승률 둔화)를 찾은 후 물가상승률이 둔화되었으며, 주택가격이 일시적으로 하락세를 보이면서 물가상승률과의 Gap을 맞추는 모습이 나타남

미국 주택가격 상승률과 CPI 상승률 추이



자료: FHFA, Bloomberg, SK증권

미국 주택가격 상승률과 CPI 상승률의 갭



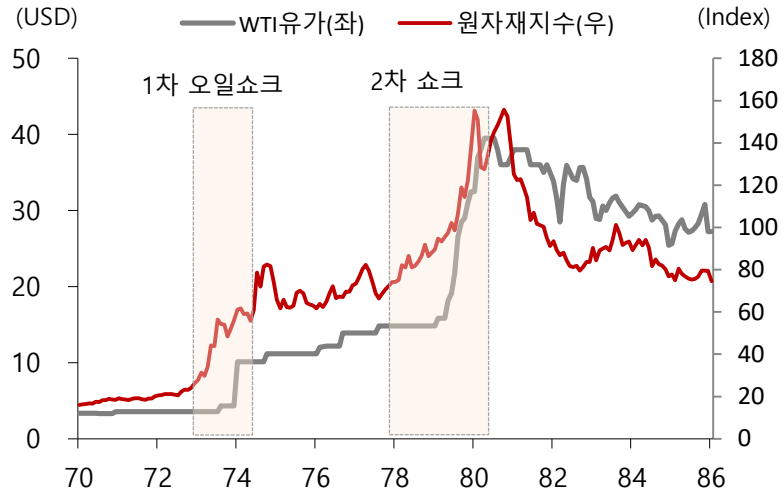
자료: FHFA, BIS, SK증권

주: 전년대비상승률을 각 10년마다 단순평균한 것

# 1970년대는 원자재發 인플레이션의 시대

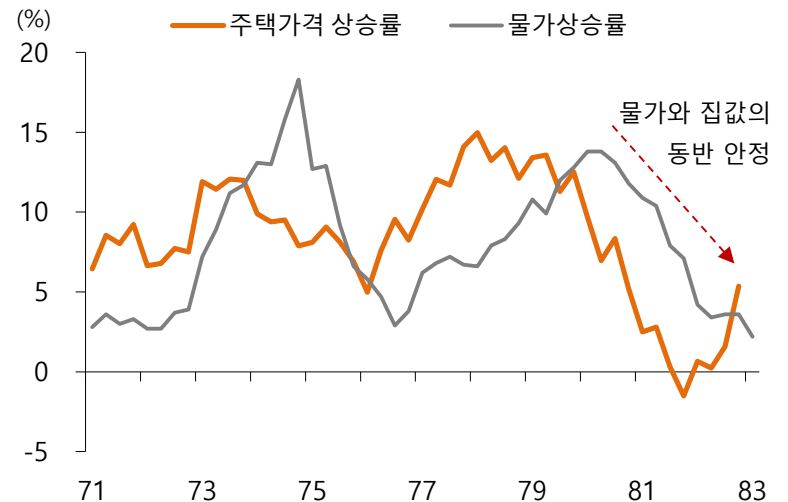
- 1970년대는 고물가의 시대임. 1973년과 1978년, 두 차례에 걸쳐 발생한 '오일 쇼크'로 인해 공급 측면에서의 인플레이션이 발생
- 그렇기 때문에 과잉 유동성이 없었고 물가 변화에 따라 기준금리도 적절히 인상했음에도 불구하고 주택 가격이 큰 폭으로 상승
- 1980년대 들어 유가가 약세로 접어들면서 인플레이션이 안정화
- 2020년 이후에는 과잉유동성과 저금리, 그리고 전쟁으로 인한 물가 상승이라는 측면에서 1970년대와 조금 차이가 있으나, 종합적으로 '인플레이션'이라는 환경에서 비슷한 점이 있어, 이 당시 사례를 볼 필요가 있음

1970~1980년대 유가와 원자재 가격 추이



자료: Bloomberg, SK증권

1970년대 미국 주택가격 및 공급자물가 (PPI) 상승률 비교



자료: Bloomberg, SK증권

주: 물가상승률은 PPI (공급자물가) 전년대비 상승률

# 80년대 초 기준금리 10% 넘은 후부터 부동산 조정이 전개됨

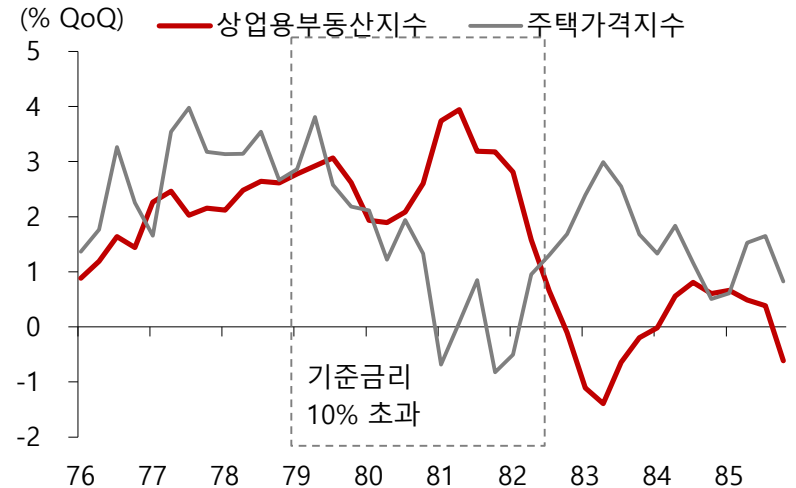
- 미 연준은 1977년 8월부터 기준금리를 올리기 시작했으나, 오일쇼크로 인한 물가폭등을 잡는데 실패. 지속적으로 금리를 올리다가 1979년부터는 10%를 상회했으며, 두 자리수 기준금리는 1982년 7월까지 유지
- 1980년 경부터 폭등했던 집값의 상승률이 둔화되더니, 1981년에는 일시적이거나 하락세로 전환
- 상업용부동산은 이보다 다소 늦은 1982년부터 상승률이 둔화되었으며, 1983년에 일시적인 하락세 기록
- **결론: 적극적인 긴축은 1980년대 초 미국 부동산 시장의 조정을 이끌었으며, 주택시장이 먼저 하락하고 그 다음 상업용 부동산이 하락하는 순서로 진행 → 2023년은 1980년대 초와 비슷할 것**

1976~1985년 미국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, SK증권

1976~1985년 미국 상업용 부동산과 주택가격 상승률 (전분기대비)



자료: Bloomberg, SK증권



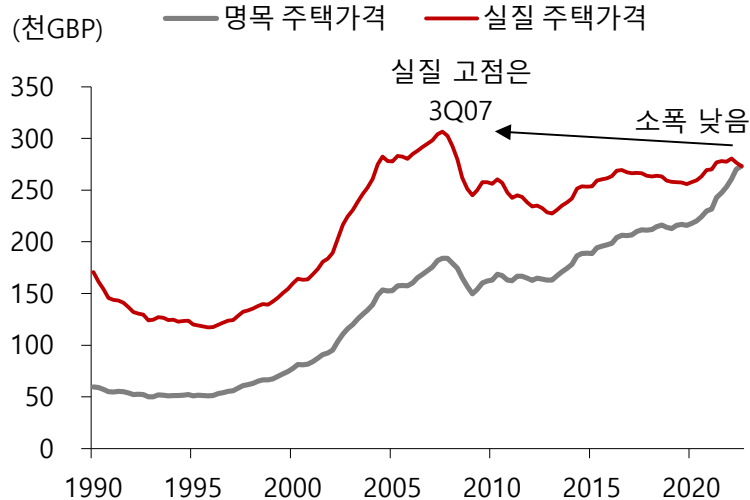
## Chapter 5

약세장에도 시장 붕괴는 없을 것으로 보는 이유

# 이유: 1. 물가 급등을 감안하면 집값 버블은 생각보다 심각하지 않을 수 있다

- 부동산의 가격을 결정하는 변수로는 금리가 가장 중요하지만, 물가의 중요성도 큼. 이 세상 모든 재화와 서비스의 가격이 올랐는데 부동산 가격이 같이 올랐다고 무조건 버블이라고 할 수는 없음
- 영국의 Nationwide는 '물가 감안한 실질 주택가격지수'를 집계. 2022년 3분기 현재 영국 집값은 27.3만 GBP로 사상 최고이지만, 그 동안의 물가 상승을 감안한 실질 집값의 고점은 **2007년 3Q**(표면상 18.3만 GBP, 물가 감안한 현 시점 가치로 **30.7만 GBP**)
- 물가 급등으로 신규주택을 짓는 비용이 상승한 점을 감안하면 주택가격의 버블이 크지 않을 수도 있음 → 미국의 주택공사비용지수는 최근 연 +17~19% (YoY)를 기록 중인데, 지난 3년 (2019.8~2022.8) 동안 주택 공사비용은 총 +39% 상승

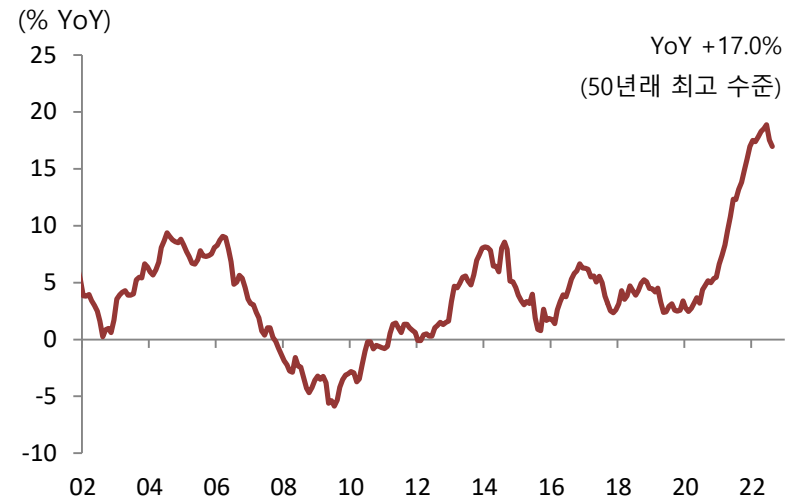
영국의 명목과 실질 주택가격 비교



자료: Nationwide, SK증권

주: 실질주택가격= 소비자물가지수를 감안하여 측정된 가격

미국 주택 공사비용지수 상승률 (전년동기대비)



자료: 미 통계청, SK증권

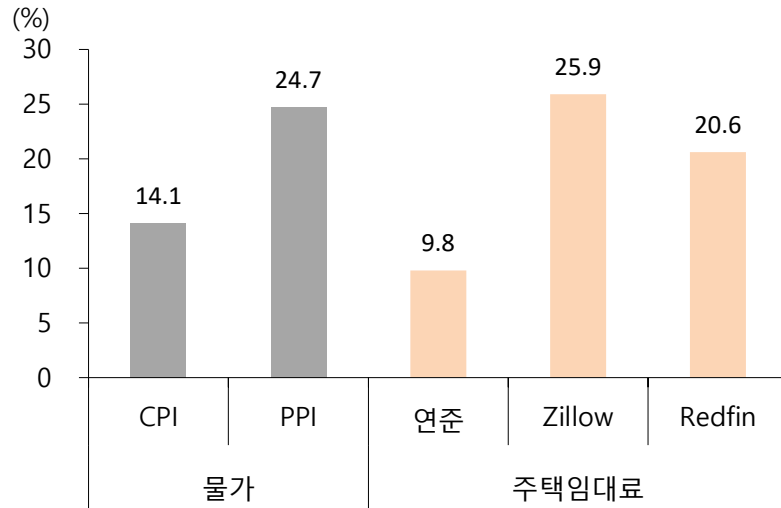
주: 이전 고점은 15.4% (1978년 4월)



## 이유: 2. 임대료가 오른 부동산, 가격이 올라도 합당한 근거가 있는 것

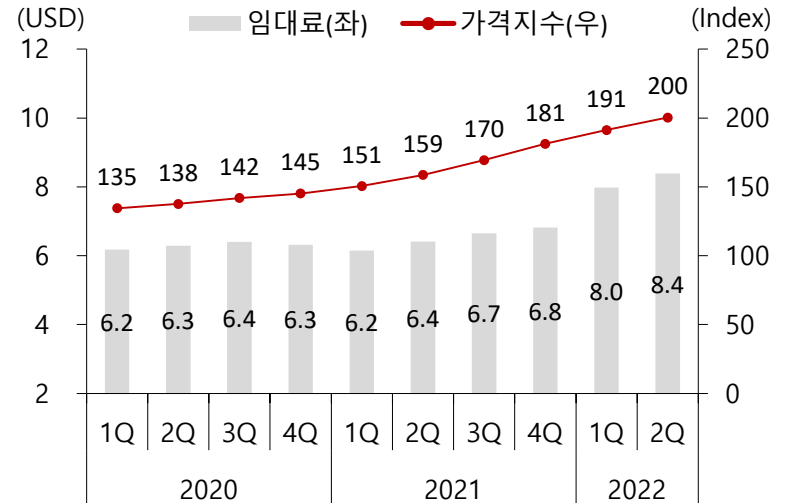
- 2022년 9월 현재 과거 2년 동안 미국은 소비자물가 +14.1%, 생산자물가 +24.7% 급등. 주택 임대료는 연준 데이터 상으로는 동 기간 중 +9.8% 상승했으나, 민간업체인 Zillow에 의하면 +25.9%, Redfin은 +20.6% 상승한 것으로 나타남
- 결국 '주택이라는 실물자산'의 가격 상승은 일종의 '배당&인컴'인 임대료의 상승이 뒷받침해 주었다고 볼 수 있음
- 미국 상업용 부동산의 상승세를 이끌었던 산업 부동산의 경우 지난 2년 동안 임대료가 +33% 상승→ 2Q20 당시 제곱피트당 6.3 달러에서 2Q22에는 8.4달러로 상승

2022.9 기준 과거 2년간 미국 물가와 주택 임대료의 상승률 비교



자료: Bloomberg, Zillow, Redfin, SK증권  
 주: 연평균 아니고 총 상승률

미국 산업 부동산의 임대료와 가격지수 추이

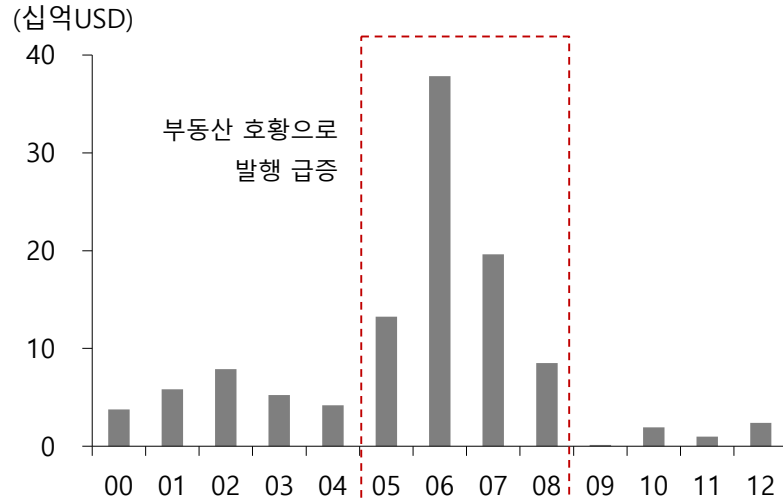


자료: Colliers, RCA, SK증권  
 주: 임대료는 제곱피트당 연 임대료

# 이유: 3. 금융위기 당시 폭락은 'Wag the dog'으로 인한 이례적인 현상

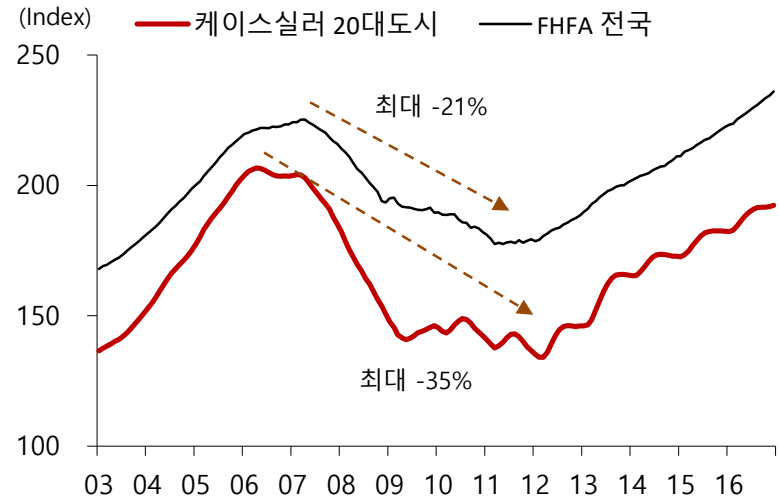
- 2008년 글로벌 금융위기의 원인에는 여러 가지가 있지만, 보통의 자산가격 약세 시기보다 집값 하락 폭이 컸던 데에는 '과도한 레버리지와 구조화'가 큰 영향을 미쳤음
- 금융위기 당시 서브프라임 및 각종 모기지를 구조화한 CDO (Collateralized Debt Obligation)가 부실화되면서 금융시장을 뒤흔들고, 청산 과정에서 매물이 급증하는 'Wag the Dog' 현상으로 이어진 것
- 결국 역사적으로 미국의 '서브프라임 사태'와 같은 경우는 매우 이례적인 상황이며, 현재 상황과 비교하기는 어려움. 현재 글로벌 주택시장에는 2008년 당시와 같은 그림자금융, 파생상품 등이 많지 않은 것으로 알려짐

2000년대 미국 CDO 신규 발행 추이



자료: Bloomberg, SK증권

2003~2016년 미국 주택시장 가격지수

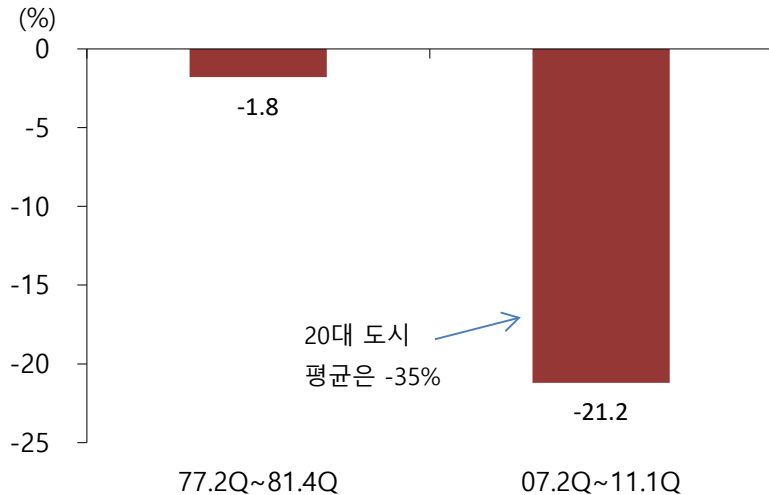


자료: FHFA, Bloomberg, SK증권

# 주택 가격의 급락은 흔하게 일어나지 않는 현상

- 지난 50년 래 미국 주택가격이 1년 이상 하락세를 보인 것은 2번 뿐이며, 그 중에도 심각한 하락세를 보인 것은 2007년 2Q부터 2011년까지 -21% (20대 도시는 -35%) 하락한 서브프라임 사태 뿐
- BIS의 데이터에 의하면 서브프라임 금융위기 당시 전세계 평균 주택가격은 최대 -4.0% 하락했으며, 유로존도 -6.4%로 미국에 비해서는 하락 폭이 작았음 → 아일랜드, 아이슬란드 등 경제규모가 작은 국가들의 폭락이 언론에 크게 보도된 영향이 큼
- 한국의 경우도 집값이 10% 이상 하락한 적은 1) 90년대 초반 200만호 건설 후유증, 2) 97~98년 외환위기 등 두 번 뿐

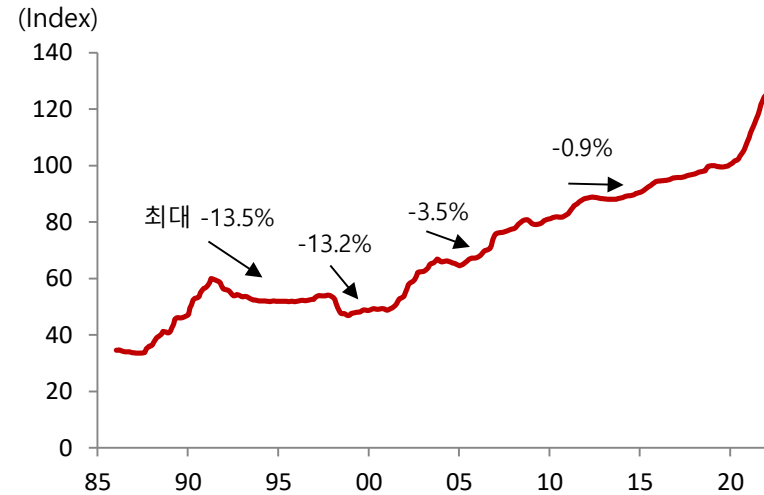
미국 주택시장 조정기의 집값 변화율



자료: FHFA, SK증권

주: YoY 가격 상승률이 추세적으로 하락한 시점의 고점 대비

한국 주택시장 조정기의 집값 하락률



자료: KB국민은행, SK증권