

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2024. 1. 4 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

변동성 큰 시장, 투자 대안으로 미국 REITs

오늘의 차트

공실률로 알아보는 미국 오피스 시장의 회복 가능성

칼럼의 재해석

Fact Book: 전기차 수요 둔화에 대한 진실

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea



▲ 킴트

Analyst 이정연

02. 6454-4895

jungyeon.lee@meritz.co.kr

변동성 큰 시장, 투자 대안으로 미국 REITs

- ✓ 지난해 연말 미국 증시, M7종목 중심 강세 속 부동산 업종지수 수익률 상위 기록
- ✓ 4%대 이상에서의 미국채 금리 하락 + 양호한 미국 소비 경제로 REITs 종목 전반 강세
- ✓ 낮은 수익률 상관관계, 저밸류에 따른 가격 안정성, Retail 종목들의 이익 턴어라운드로 인한 배당여력 유지로 REITs 투자 매력에 연초에도 잔존할 가능성

연말 자산가격 급등에 따른 지속
가능성 우려 존재

지난해 연말 미국 증시는 10월말 저점 이후 16% 가까이 상승했다. 미국 국고채도 같은 기간 100bp이상 하락하며 증시 상승을 이끌었다. 다만, 최근 주식, 채권 자산 모두 가격이 급등함에 따라 과도한 기대감의 선반영으로 증시 조정 가능성을 우려하는 투자자도 공존하고 있다. 따라서 이번 전략공감 자료에서는 금융시장 과열 우려 속 안정적인 투자처로써 미국 REITs 투자에 대해 다뤄보고자 한다.

연말 M7 강세 속 부동산 업종
수익률 상위 기록

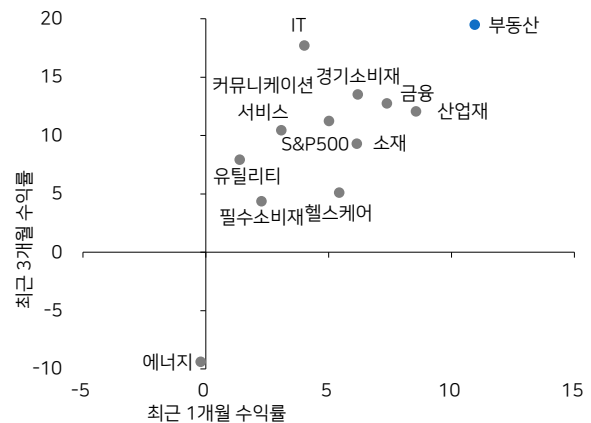
연말 M7 종목들이 미국 주가지수 상승을 이끌었다. 다만, 업종별로 연말 수익률을 살펴보면 가장 수익률이 높았던 업종이 부동산 업종이다. 7개 대장주 종목들이 속한 업종은 대장주로의 수급 쏠림이 있었던 반면, 종목 전반적으로 가격이 상승한 업종은 부동산 업종이었다는 것을 확인할 수 있다.

그림1 S&P500 지수 추이_10월말 이후 급등



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 S&P500 업종별 수익률_1개월 VS 3개월



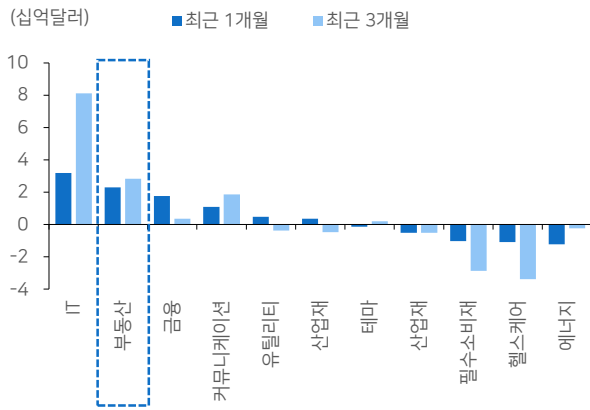
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 부동산 ETF 순유입폭 확대, REITs 종목 중심 주가 강세

부동산 ETF 투자 관심 증가
소매, 호텔/리조트 REITs 주가
아웃퍼폼

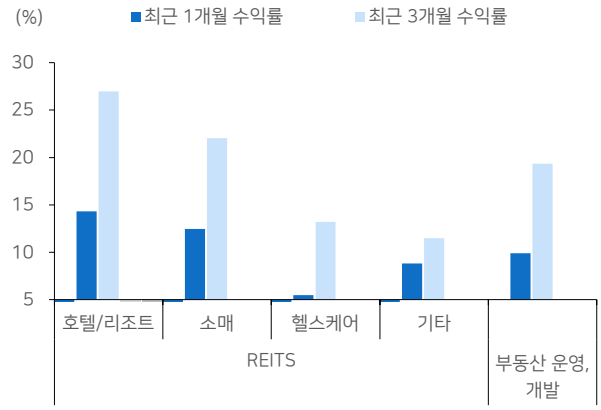
연말 부동산 업종 강세에 따라 최근 부동산 ETF로의 자금 순유입액이 확대됐다. 12월 한 달간 미국 부동산 ETF 순유입액은 약 20억 달러로 IT업종 ETF 순유입액과 비슷한 수준이다. 세부업종으로 살펴보면, REITs 종목 중 호텔/리조트, 소매(Retail) 부동산을 보유한 REITs의 성과가 돋보인다. 이들 종목은 최근 한 달간 15% 가까이 상승해 S&P500 지수 대비 크게 웃돈 성과를 기록했다.

그림3 선진국 주식형 ETF 순유입액_최근 1개월, 3개월



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림4 부동산 세부 업종별 수익률_최근 1개월, 3개월



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

부동산 업종 강세 요인: 금리와 REITs 수익률간의 음의 상관관계(?)

4%대 이상 금리수준에서 REITs
vs 금리 역상관관계

이러한 REITs 자산의 가격 방향성을 결정짓는 요인은 크게 두 가지 이다. 첫 번째로 '금리' 인데, 일반적으로 금리와 REITs 수익률은 음의 상관관계로 본다. 금리가 낮아지면 자금조달 부담이 적어져 배당여력이 커지며, 인컴형 자산이라는 측면에서 상대적으로 REITs 배당수익률이 채권 금리 대비 매력적이기 때문이다. 과거에 이러한 금리와 REITs 수익률간의 역상관관계는 금리가 4%대 이상일 경우에 형성된 것을 볼 수 있다. 따라서 지난해 미국채 10년물이 4%대 금리 위에서 100bp 이상 하락하자 REITs 투자 성과가 반대로 크게 개선된 것이다.

그림5 미국채 10년물 금리, 부동산 섹터 vs 미국채 10년물 가격 지수 수익률 상관관계 추이(52주 주간 수익률 기준)



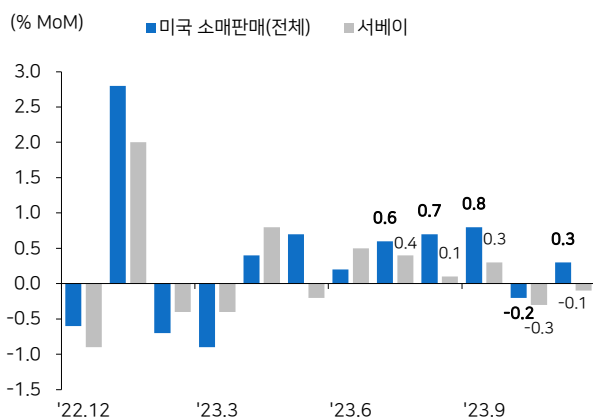
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

부동산 업종 강세 요인2: 예상보다 양호한 미국 경기

결국은 경기가 좋아야 부동산
수요 증가 → REITs 가격 상승

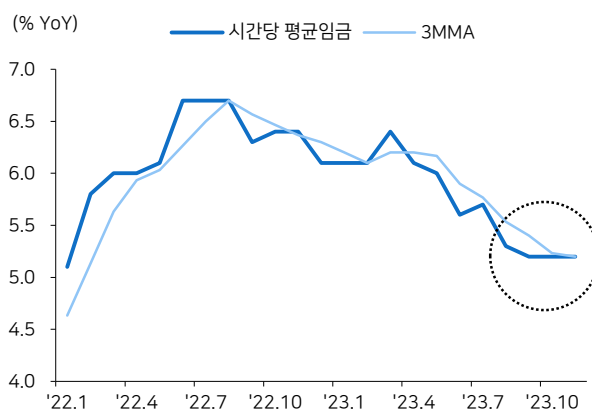
금리와 함께 '미국경기' 역시 미국 REITs 자산의 가격 방향성을 결정한다. 일반적으로 경기가 좋을 때 부동산 수요도 증가하고, 금리는 상승함에 따라 REITs 수익률과 금리가 같은 방향성을 보이기도 한다. 특히 이러한 패턴은 금리가 4%대 아래에 있을 경우 뚜렷하게 나타난다. 최근 REITs 자산 가격의 강세는 이 두 가지 요인이 복합적으로 작용했다. 파월 연준의장의 예상보다 완화적인 통화정책 발언과 예상치를 웃도는 미국 소매판매 지표 발표로 금리하락과 양호한 미국 경제 심리가 부동산 업종 상승을 이끌었다.

그림6 미국 소매판매 발표치 vs 서베이



자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 시간당 평균 임금



자료: BLS, 메리츠증권 리서치센터

연초 부동산 업종 투자매력은?

금융시장 가격부담 있는 환경에서
REITs로 자산배분 효과 기대

연초 주식과 채권 모두 가격 부담이 있다면 미국 REITs에 대한 투자가 자산배분 측면에서 효과적일 수 있다. 부동산 업종은 최근 변동성이 큰 IT업종과 상관관계가 낮기 때문이다. 채권 금리와 상관관계는 금리 수준에 따라 다른데 지금과 같은 4% 전후 금리 수준에서는 0에 가까운 상관관계를 보인다.

표1 부동산 섹터와 자산군별 상관관계

(상관관계)	부동산	금융	경기소비재	산업재	소재	필수소비재	유틸리티	IT	헬스케어	에너지	채권	원유	금
부동산	1.00	0.73	0.7	0.7	0.66	0.58	0.57	0.57	0.53	0.48	-0.05	0.19	0.17
금융	0.73	1.00	0.77	0.84	0.75	0.56	0.49	0.66	0.61	0.59	-0.26	0.23	0.04
경기소비재	0.70	0.77	1.00	0.84	0.78	0.63	0.49	0.82	0.63	0.57	-0.18	0.24	0.07
산업재	0.70	0.84	0.84	1.00	0.86	0.64	0.55	0.76	0.68	0.69	-0.26	0.28	0.1
소재	0.66	0.75	0.78	0.86	1.00	0.59	0.49	0.73	0.6	0.73	-0.26	0.33	0.25
필수소비재	0.58	0.56	0.63	0.64	0.59	1.00	0.63	0.54	0.68	0.44	-0.08	0.12	0.06
유틸리티	0.57	0.49	0.49	0.55	0.49	0.63	1.00	0.48	0.57	0.46	0.00	0.14	0.11
IT	0.57	0.66	0.82	0.76	0.73	0.54	0.48	1.00	0.6	0.52	-0.22	0.23	0.09
헬스케어	0.53	0.61	0.63	0.68	0.6	0.68	0.57	0.60	1.00	0.46	-0.13	0.13	0.04
에너지	0.48	0.59	0.57	0.69	0.73	0.44	0.46	0.52	0.46	1.00	-0.22	0.59	0.23
채권	-0.05	-0.26	-0.18	-0.26	-0.26	-0.08	0.01	-0.22	-0.13	-0.22	1.00	-0.17	0.19
원유	0.19	0.23	0.24	0.28	0.33	0.12	0.14	0.23	0.13	0.59	-0.17	1.00	0.22
금	0.17	0.04	0.07	0.1	0.25	0.06	0.11	0.09	0.04	0.23	0.19	0.22	1.00

자료: 메리츠증권 리서치센터

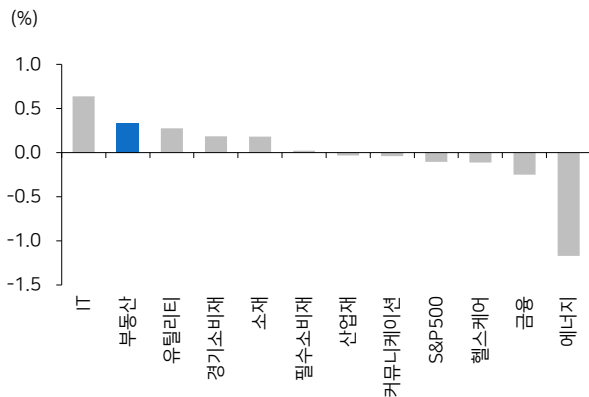
업종 전반 이익하향 조정 속 눈에 띄는 부동산 업종 이익 개선세

부동산 업종의 이익전망도 긍정적이다. S&P500 12MF EPS 상승세가 지난해 11월 이후 주춤한 상황에서 부동산 업종은 최근 1개월간 EPS 전망치가 상향조정됐다. 이익 상향조정을 주도하고 있는 IT업종의 경우 이익 상승 대비 큰 폭의 주가 상승으로 밸류에이션 부담이 커지며 증시 변동성이 커진 국면에서 가격 조정이 나타나기도 한다. 다만, 부동산 업종은 밸류에이션 우려가 없기 때문에 가격 부담도 다른 업종 대비 적어 안정적인 가격 움직임을 보이고 있다.

미국 내수 매출비중 큰 Retail 종목들의 이익 턴어라운드

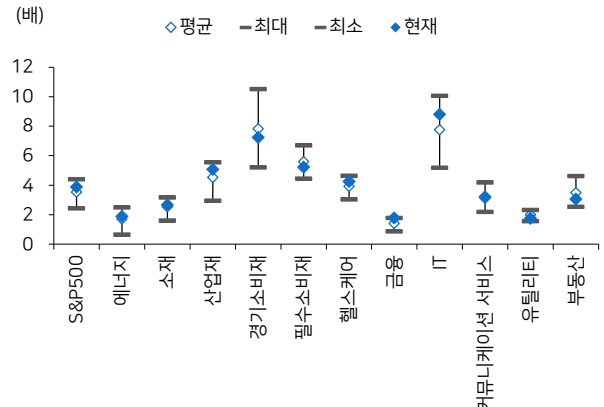
또한 소매와 호텔/레저 주요 종목의 이익 개선세도 눈에 띈다. 결국 이들 기업의 이익 개선이 이어져야 소매, 호텔/레저 REITs의 배당 여력도 입증되기 때문이다. 미국 내수 매출비중이 높은 대표적인 소매 종목인 룰루레몬, VF코퍼레이션, 랄프로렌, 태피스트리 모두 지난해 4분기 이후 이익 개선세가 나타나고 있다. 미국 여행 수요 역시 지난해 연중 회복세를 보이며 호텔/레저 종목의 이익 모멘텀 개선세도 지속되고 있다.

그림8 미국 업종별 EPS 전망치 변화율_최근 1개월 기준



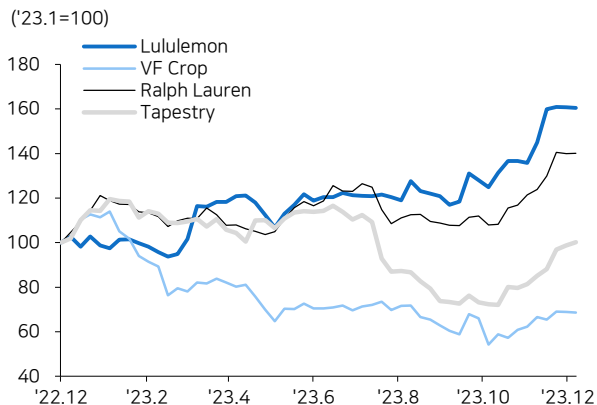
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림9 미국 업종별 최근 5년 PBR 밴드



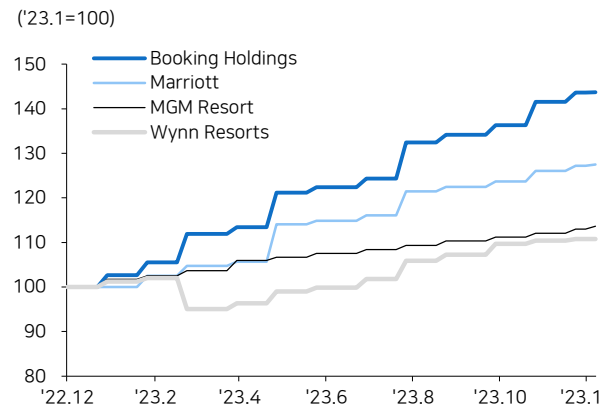
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 Retail 주요종목 12MF EPS 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림11 미국 호텔/레저 주요종목 12MF EPS 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

미국 Retail, Hotel/Resort REITs

정리하면 미국 REITs 종목들이 예상보다 완화된 연준과 양호한 경기에 상승세를 보였다. 최근들어 금융시장 변동성이 커진 가운데 1) IT업종, 채권과의 낮은 수익률 상관관계, 2) 저밸류에 따른 가격 안정성, 3) Retail 종목들의 이익 턴어라운드로 인한 배당여력 유지 등으로 미국 REITs 투자 매력은 연초에도 잔존할 것으로 보인다.

표2 미국 Retail, Hotel/Resort REITs 리스트

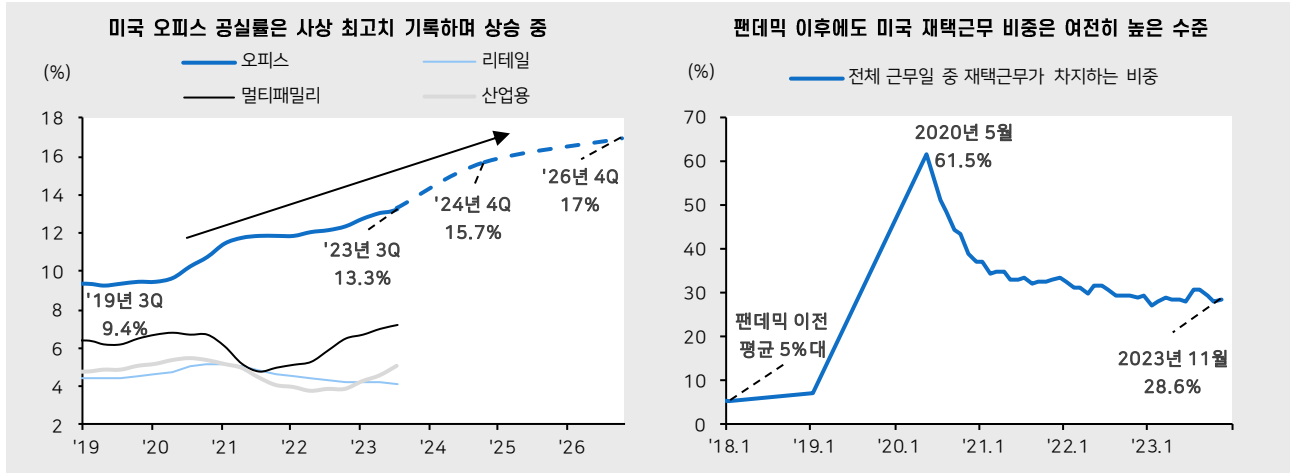
구분	티커	종목명	시가총액	예상 배당수익률	내용
			(십억달러)	(%)	
Retail	SPG	Simon Property Group	46.7	5.4	미국 내 지역 쇼핑몰, 프리미엄 아울렛, 커뮤니티/라이프스타일 센터 등 소매 관련 부동산 소유 및 개발관리
	O	Realty Income	42.4	5.4	전체 자산 중 소매 부분 80% 이상 보유. Dollar General, Fedex, Dollar Tree, 세븐일레븐, 월마트 등 대형 유통사
	FRT	Federal Realty	8.5	4.3	미국 대도시 중심 프리미엄 쇼핑몰
	KIM	Kimco Realty	14.3	4.8	미국 쇼핑센터, 슈퍼마켓, 대형매장
	REG	Regency Centers	12.5	3.9	쇼핑센터, 식료품점 중심 소유
Hotel/Resort	HST	Host Hotels & Resorts	13.9	5.4	미국 내 80여개 이상 고급 호텔 중심 소유

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

윤여삼 연구위원

공실률로 알아보는 미국 오피스 시장의 회복 가능성



자료: Wells Fargo, CoStar, WFH Research, 메리츠증권 리서치센터

미국 오피스 공실률 사상 최고치
2024년에도 회복 부진 우려 지속

미국 상업용 오피스 공실률은 2019년 3분기 9.4%에서 2023년 3분기 13.3%까지 상승하며 사상 최고치를 기록했고, 오피스 가격지수는 2022년 1분기 고점(103.02pt, '20.3=100)을 찍었으나 이후 6개 분기 연속 하락하며 81.93pt까지 바닥을 낮추었다. 2024년 연준의 금리인하 기대가 유입되며 전반적인 부동산 경기 개선 기대감이 높아졌으나 오피스 시장의 경우 2024년에도 여타 상업용 부동산 시장에 비해 회복이 부진할 것이라는 우려의 목소리가 존재하고 있다.

재택근무 비중은 여전히 팬데믹
이전 대비 높은 수준을 유지

미국의 대표적인 상업용 부동산 정보업체인 CoStar는 오피스 공실률이 2024년 말 15.7%, 2026년 말에는 17%를 상회하며 정점을 찍을 것으로 전망하는데, 이는 높은 재택근무 비중으로부터 기인한다. 팬데믹 이전까지는 전체 근무일 중 재택근무 일수가 차지하는 비중이 평균 5%대 수준에서 머무를 뿐이었다. 그러나 팬데믹을 거치며 2020년 5월 61.5%까지 급등했고 2023년 말 여전히 28.6%의 높은 수준을 유지하고 있다. 여전히 재택근무를 적극 활용하고 있는 것이다.

오피스 수요 감소로 이어지며
공실률의 추가 상승 가능성

WFH(Work From Home) 조사에 따르면 작년 4분기 미국 기업의 62%가 재택근무와 오피스 출근의 혼합 형태인 하이브리드 근무를 허용하고 있다. 이는 오피스에 대한 수요 감소로 이어짐과 동시에 팬데믹 이전 체결되었던 계약의 만기가 도래하면서 기존 임차인이 이탈할 경우 공실률이 추가 상승할 수 있음을 시사한다.

가격 회복 유인 부재한 상황에서
오피스 시장 부진 장기화될 것

팬데믹 영향에서 벗어나며 점차 가격 회복 기대감이 높아지고 있는 타 자산군과 달리 향후 공실률의 추가 상승이 예상되는 오피스의 경우 가격 회복의 유인이 부재하다. 더불어 2024년 상업용 모기지 대출의 만기 도래에 따른 리파이낸싱 리스크도 잠재하고 있다. 오피스에 대한 수요 개선이 우선적으로 선행된 후 시차를 두고 오피스 시장의 회복세를 목격할 수 있을 것이다.

칼럼의 재해석

김준성 연구위원

Fact Book: 전기차 수요 둔화에 대한 진실 (BloombergNEF)

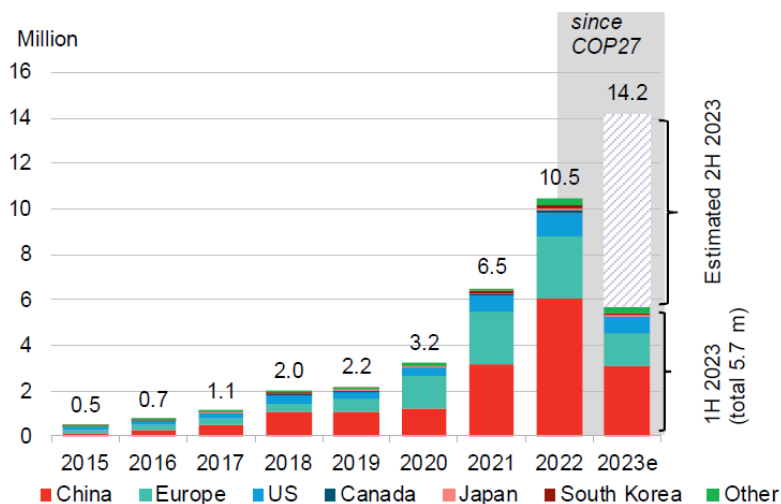
올해 고금리 부담과 보조금 감축, 충전 인프라 한계 등으로 세계 전기차 수요 둔화 우려가 제기되었지만, BNEF는 이러한 수요 둔화 우려가 다소 과장된 시선이라 반박하였다. 해당 보고서에 따르면 연간 승용 전기차(EV) 판매량은 지난 2021년 650만대에서 2022년 1050만대, 올해 약 1420만대로 빠르게 성장하고 있으며, 수요에 대한 우려가 가장 큰 지역인 미국 시장의 경우 전년 동기 대비 약 50% 증가할 것으로 전망된다. 우려와는 다르게 순수 전기차 브랜드의 약진과 신흥국의 침투율 가속, 미국 IRA 법안 등 여러 요인으로 전기차 시장은 성장을 거듭하였고 주요 국가 및 제조업체의 장기 목표는 성장을 보장하고 있다. 성장의 방향성이 명백한 시점, 한 해의 전기차 시장을 돌아보며 성장이 주춤한 지역 내 더딘 체감으로 인한 과장된 우려가 아닐지 생각할 필요가 있다.

지속된 전기차 수요 둔화에 대한 우려, 진실은?

BNEF, 전기차 수요 둔화에 대한
과도한 우려에 반박

Bloomberg New Energy finance는 2023년 12월 5일 두바이에서 열린 유엔 기후변화협약 당사국 총회 (COP28)를 맞아 'Zero-Emission Vehicles Factbook'를 발표하였다. 2023년 고금리 부담과 보조금 감축, 충전 인프라 부족 등으로 전기차 수요 둔화에 대한 우려의 목소리가 대두되었지만, BNEF는 이러한 수요 둔화 우려가 다소 과장된 시선이라 반박하였다. 지난 6개월 동안 전기차 수요에 대한 우려가 글로벌 뉴스의 헤드라인을 장식한 것에 비해 전기차 시장의 수요 둔화 조짐은 발견되지 않았으며, 실제 데이터는 시장의 과도한 우려를 뒷받침하지 못한 것으로 드러났다. BNEF에 따르면 올해 승용 전기차(EV) 판매량은 2022년 보다 36% 증가한 약 1,420만 대를 기록할 것으로 예상되며, 수요에 대한 우려가 가장 큰 지역인 미국 시장의 경우 판매량은 더욱 가파르게 증가해 전년 동기 대비 약 50% 증가할 것으로 전망된다. 미국의 EV Mobility Consumer에 의하면 지난 2022년 미국 소비자들의 BEV 신차 구매 의지는 7%에 불과했으나 IRA 수혜가 시작된 2023년 이후 22%로 성장하며 소비자 선호가 급증하는 것으로 나타났다.

그림1 BNEF, 2023년 전체 EV 판매량 약 1420만 대 전망



주: EV=BEV+PHEV

자료: BloombergNEF

순수 전기차 브랜드의 약진과 신흥국 침투율 가속

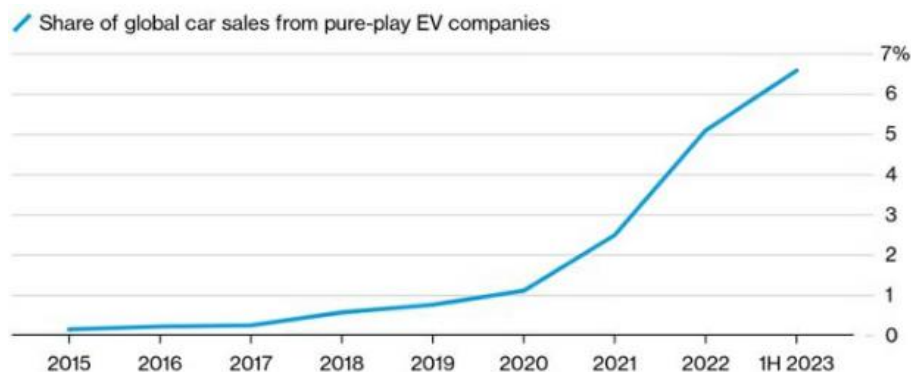
순수 전기차 브랜드, 편의성과 경제성을 앞세워 소비 이전을 주도

동 기관은 경기 둔화는 여전한 상황이지만, 현재로서는 전반적인 전기차 수요 감소보다는 시장에서 경쟁력 있는 업체를 가려내는 과정으로 판단한다. Tesla, BYD, Li Auto 등 순수 전기차 제조사의 2020년 점유율은 1%대로 미미한 수준이었지만, 2023년 점유율은 7~8%로 확대되며 소비 이전을 주도하였다.

신흥국을 중심으로 가파른 전기차 전환 확대

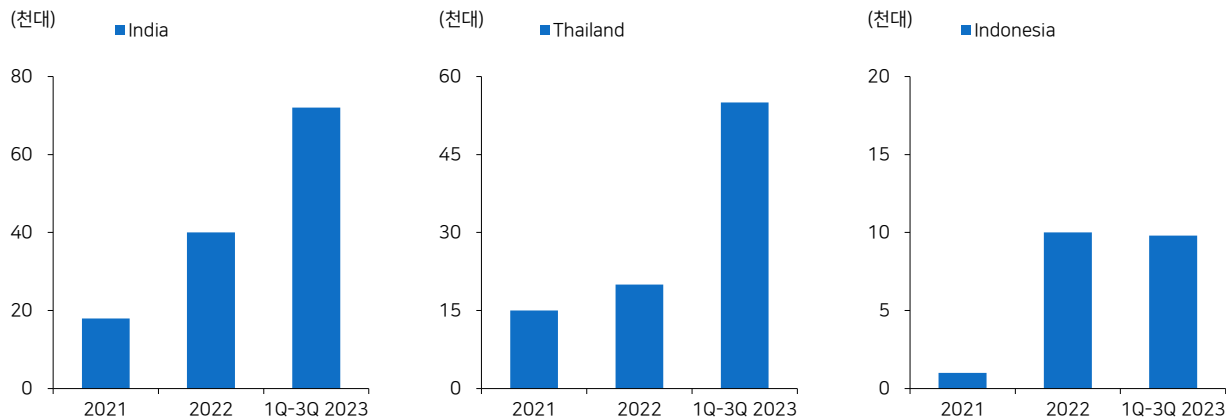
그동안 선진국 위주로 전기차 수요 둔화 우려가 일어났지만, 인도, 태국, 인도네시아 등 저가 모델이 수요를 주도하는 신흥국을 중심으로 전기차 도입이 빠르게 증가하고 있다. 태국에서는 이미 신차 출하량의 9%가 전기차로, 미국의 전기차 침투율과 유사한 수준을 보이고 있다. 이는 부유한 국가에서 침투율의 가속도가 빠를 것이라는 기존의 통념과 상반된 결과이다. 전체 시장을 놓고 보았을 때는 미미한 수준이지만 성장률은 고무적이다. 동 기관은 1~2만 달러 대의 새로운 모델들이 출시되며 저가형 전기차를 중심으로 한 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

그림2 순수 전기차 브랜드의 EV 시장 내 점유율



자료: BloombergNEF

그림3 신흥국을 중심으로 빠르게 성장 중인 전기차 시장



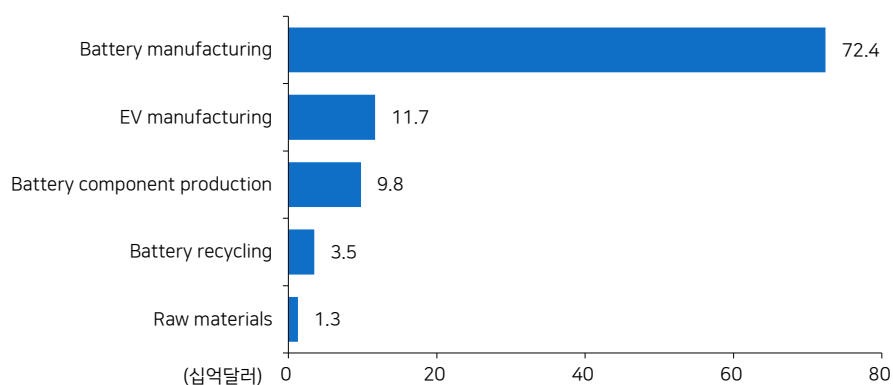
자료: BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

미국 IRA 타결로 북미 전기차 공급망 투자 급증

1,000억 달러의 신규 투자를 이끌어낸 미국 IRA 법안

BNEF 데이터에 따르면 IRA는 전기차 및 배터리 제조와 관련된 분야에서 약 1,000억 달러의 신규 투자를 유치한 것으로 나타났다. 이 중 상당수는 이미 건설이 진행 중이며, 동 기관은 2024년 하반기에 IRA와 관련된 첫 번째 전기차 및 배터리 제조 시설이 완전히 가동되고 2025년 이후에는 점차 확대될 것으로 예상된다. 캐나다와 멕시코 또한 미국 자동차 공급망에 통합되고 있으며 주요 핵심 광물에 대한 접근성이 높아 혜택이 확대될 것으로 전망된다.

그림4 IRA 발표 이후 전기차 및 배터리 투자 현황

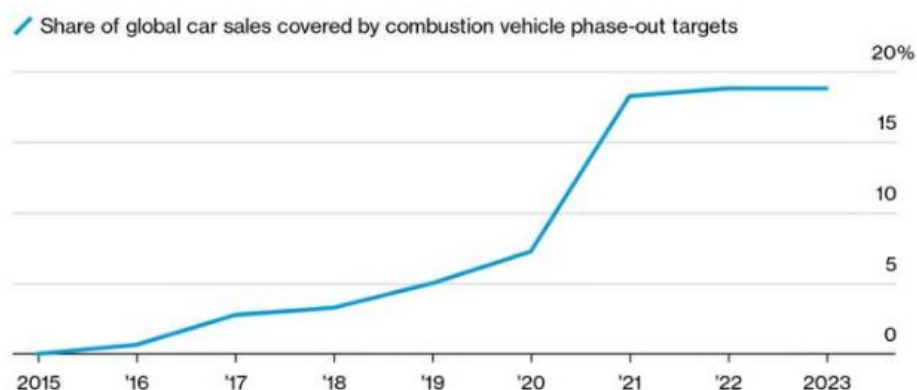


자료: BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

주요 국가를 중심으로 여전히 성장 중인 전기차 시장

2015년부터 2021년까지 유럽 내 ICE 차량의 '단계적 폐지'를 약속한 국가의 수는 빠르게 증가하였다. 2021년에는 EU가 2035년을 목표로 ICE의 단계적 폐지를 발표하면서 큰 탄력을 받았지만, COP27 이후 지난 2년간 유럽 내 몇 개 국가가 목록에 추가되었을 뿐 진전이 소폭 정체된 모습이다.

그림5 2022년 승용 판매량의 19%가 단계적 폐지를 내세운 국가에서 판매



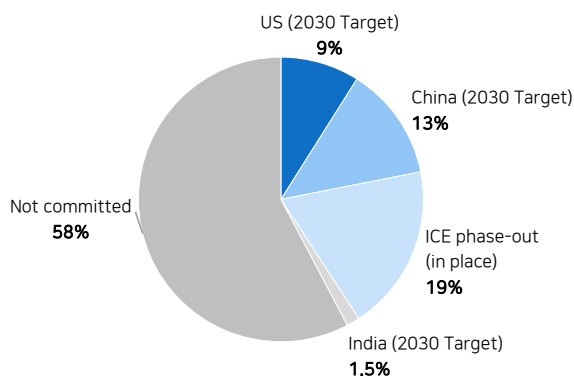
자료: BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

여전히 순항 중인 전기차 전환

다만, BNEF은 중국, 미국 등 주요국을 포함하였을 시, 전기차 수요 둔화 조짐이 우려할 만한 수준이 아니라고 지적한다. 중국과 미국은 ICE의 '단계적 폐지'를 목표하지 않았지만 전기차 보급을 가속하기 위한 '판매 목표'를 내세웠다. 중국은 2030년까지 전체 신차 판매의 40%를 전기차로 목표하며, 미국의 전기차 판매 비중 목표는 50%로 알려져 있다. 중국의 경우 빠르면 내년까지 해당 목표를 조기 달성 가능할 전망이다. 전세계 승용차 시장 판매의 54%를 차지하고 있는 주요 OEM들도 2030년 자체적인 전기차 전망과 2050년 탄소중립 공약을 내놓은 상태이다. 순수 전기차 업체를 포함, Volvo, Jaguar 등 ICE 차량의 완전한 판매 중단을 약속한 Legacy OEM은 전체 전기차 판매의 32%를 차지한다.

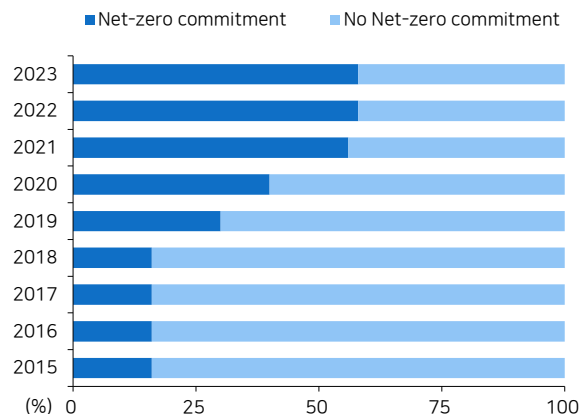
전기차는 에너지 전환에 있어 가장 빠르고 활발한 분야 중 하나이다. 동 기관의 집계에 따르면 신차 중 전기차가 차지하는 비중은 2021년 8.9%, 2022년 14% 대비 올해 상반기 15.5%까지 성장한 것으로 나타났다. 주요 제조업체는 2030년까지 4,700만대의 전기차를 판매할 계획이며, 중국과 유럽의 올해 상반기에 판매된 신차 중 27%와 22%가 전기차다. 우려와는 다르게 순수 전기차 브랜드의 약진과 신흥국의 침투율 가속, 미국 IRA 법안 등 여러 요인으로 전기차 시장은 성장을 거듭하였고 주요 국가 및 제조업체의 장기 목표는 성장을 보장하고 있다. 일부 역성장을 기록한 시장 내의 더딘 체감으로 인한 과도가 우려가 아닐지 생각해 볼 필요가 있는 시점이다.

그림6 2023년, 제조국가 42%가 EV 전환 목표를 제시



자료: BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2023년, 제조업체 54%가 Net-Zero 기여를 목표



자료: BloombergNEF, 메리츠증권 리서치센터

원문: Zero-Emission Vehicles Factbook: COP28 Edition (BloombergNEF)