

금리 인상에 따른 역(-) 레버리지 현상

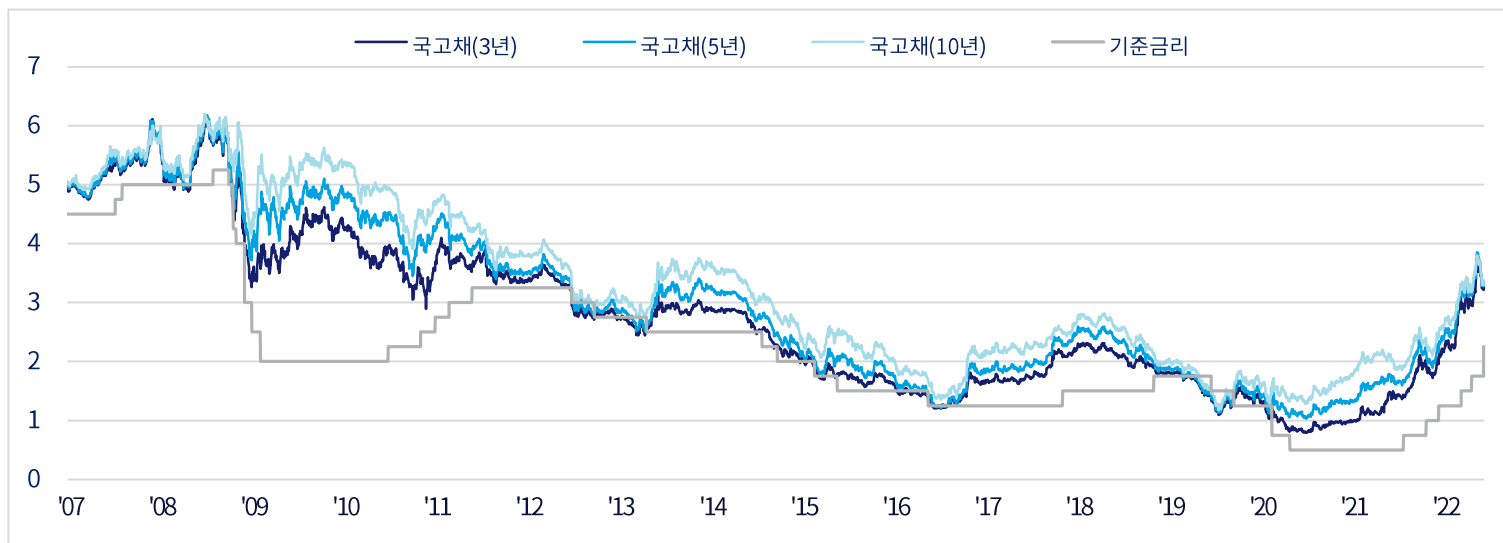
금리 인상과 부동산 투자

기준금리가 급히 올라가고 있다. 근래 주요 선진국 중 유럽(ECB)과 스위스가 빅 스텝(+0.5%p)을, 미국이 자이언트 스텝(+0.75%p)을, 캐나다가 울트라 스텝(+1.0%p)을 밟은 바 있다. 한국은행은 0.5%로 떨어져 있던 기준금리를 지난해 8월부터 올리기 시작해 올해 7월에는 사상 처음으로 빅 스텝(+0.5%p)을 밟았고, 8월에는 사상 첫 네 차례 연속 인상을 단행해 현재 2.5%에 도달했다. 시장금리는 기준금리에 앞서 상승세에 들었다. 국고채(3년·5년·10년) 금리는 2020년 7월 말에 역대 최저수준의 금리를 형성한 다음 8월부터 1년간은 다소 완만하게, 그후 1년간은 다소 가파르게 올랐다. 국고채 3년물은 최저점인 0.795%에서 올해 8월 말 3.685%로, 5년물은 최저점인 1.031%에서 올해 8

월 말 3.781%로, 10년물은 최저점인 1.172%에서 올해 8월 말 3.721%로 올라섰다. 각각 2.89%p, 2.75%p, 2.549%p만큼 올랐다. 이러한 기준금리 인상 기조는 한동안 변동이 없을 것으로 보인다. 최근 잭슨홀 미팅에서 미국 연방준비제도(Fed) 의장은 물가 안정을 강조하며 기준금리 인상을 예고했고, 한국은행 총재는 미국 기준금리 인상에 동조할 것을 시사했다.

이렇게 연이은 금리 인상은 낮은 대출이자 부담을 활용해 투자 수익률을 높이는 레버리지 활용을 어렵게 하고, 결국 부동산 투자 심리를 위축시킨다. 이른바 ‘역 레버리지(부의 레버리지)’ 상황을 맞으며 불안정한 시장에 던져진 투자자들은 투자 수익률을 최대한 끌어 올리기 위해 신중을 기하고 있는 상황이다.

<그림 1> 기준금리와 시장금리 추이



※ 출처: 한국은행

<표 1> 대출금리에 따른 수익률 변화

| | Case 1 | Case 2 | Case 3 | Case 4 | Case 5 |
|--------------------------------|--------------------|------------------------|------------------------|------------|--------|
| ① 매입가 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| ② 운영수익(NOI) | 40 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| ③ 대출원금 | - | 600 | 600 | 600 | 600 |
| ④ 대출금리 | - | 3.0% | 5.0% | 2.4% | 4.8% |
| ⑤ 대출이자 | - | 18 | 30 | 14 | 29 |
| ⑥ Cash Flow After Debt Service | 40 | 22 | 10 | 26 | 11 |
| ⑦ 투자원금(Equity, ①-③) | 1,000 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| ⑧ 캡레이트(②/①) | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| ⑨ 수익률(CoC, ⑥/⑦) | 4.0% | 5.5% | 2.5% | 6.4% | 2.8% |
| 설명 | 무차입 (Unlevered) | 정의 레버리지 효과 (+1.5%p) | 부의 레버리지 효과 (-1.5%p) | 근래 최저금리 시기 | 현재 |

※ 출처 : 젠스타메이트 리서치센터

금리와 레버리지 효과

그렇다면 금리 변동에 투자 수익률이 미치는 영향은 어느 정도 일까. <표 1> 과 같이 캡레이트가 4.0%인 자산에 대해 Case 2부터 Case 4까지 다양한 금리 상황을 가정하여 금리 수준별 레버리지 효과를 살펴보기로 한다. 만일 Case 1과 같이 전액 에쿼티로 투자하면 에쿼티 수익률(CoC)은 4.0% 그대로지만, 연 3.0% 금리로 담보비율(LTV) 60%의 대출을 활용하면 에쿼티 수익률은 5.5%로 확대된다. 즉 담보비율(LTV)이 60%인 상태에서는 대출금리가 연 1%p 변할 때 수익률은 연 1.5%p만큼 역방향으로 변하는 것이다. Case 2처럼 대출금리가 캡레이트보다 연 1.0%p 낮다면 수익률은 연 1.5%p 올라가는 효과를 볼 수 있다. 반대로 Case 3처럼 대출금리가 캡레이트보다 연 1.0%p 높으면 수익률은 연 1.5%p 낮아진다. Case 2와 같은 정의 레버리지(Positive Leverage) 효과를 얻기 위한 전제는 당연히 대출금리가 캡레이트보다 낮다는 것이고, 이러한 상태가 정상적인 혹은 부동산 투자시장에서 기대하는 시장환경이다.

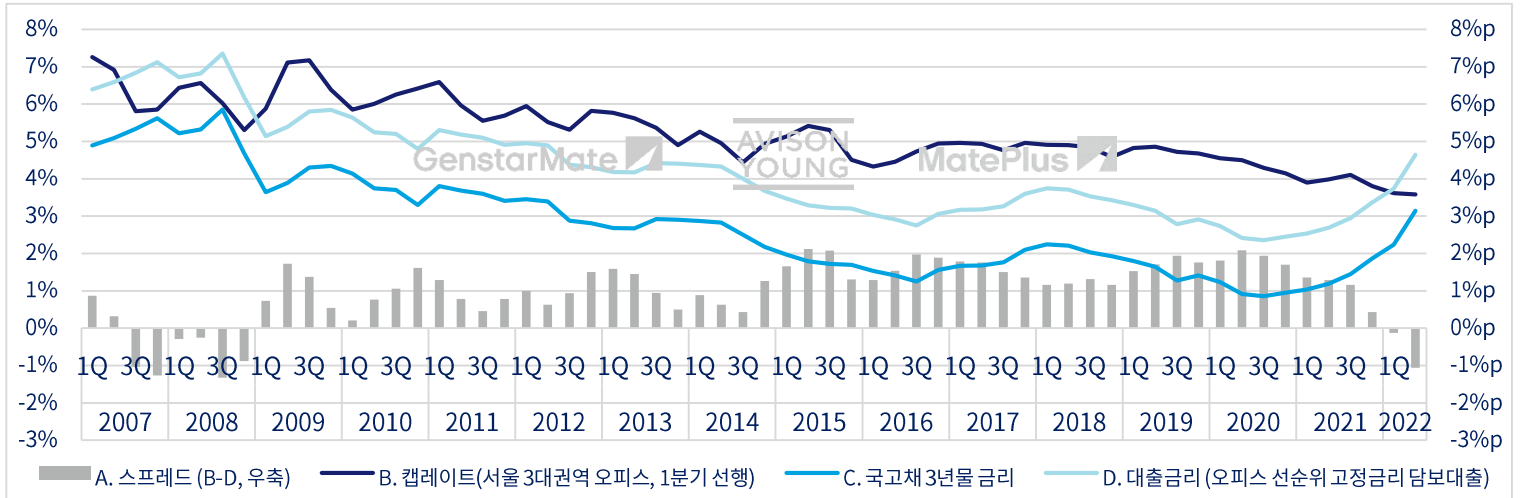
오피스 투자에서 지렛대 효과는 기초공식과 같다. 대출을 활용해 수익률을 높이는 지렛대 효과를 의심할 필요가 없었다. 적어도 지난 10년 동안에는 그랬다. 2008년 글로벌 금융 위기 이후 시장금리는 지속적으로 낮아져 전세계적으로 근래까지 상당기간 저금리 시대를 이어왔으며, 일시적인 경우를 제외하고 대출금리는 항상 캡레이트보다 낮았기 때문에

대출이자보다 높은 운영수익(NOI)을 낼 수 있었다. 그러나 최근 시장환경은 새로운 국면을 맞이하였다. 캡레이트와 국고채 금리 간 차이(스프레드)가 거의 없는 상황에 이르게 된 것이다. 국고채 금리가 2020년 7~8월경 최저 수준(3년물 0.795%, 5년물 1.031%)으로 떨어지는 기간 동안 오피스 캡레이트도 함께 하향 추세를 이어갔으며, 시장금리가 2020년 2분기부터 상승하고 있는 중에도 캡레이트 하락은 꾸준히 이어졌다(서울 3대권역 오피스 캡레이트는 2008년 1분기에 6.6%에서 2022년 2분기 3.4%까지 하락하였다). 이로써 대출금리가 캡레이트보다 높은 부의 레버리지(Negative Leverage)가 발생할 수 있는 환경이 되었다.

부의 레버리지와 금리 인상 현황에 대한 이해

지나온 기간 동안에는 오피스 투자에서 부의 레버리지 상태가 있었을까. 오피스 투자에서의 레버리지 분석을 위해 캡레이트는 서울 3대권역 거래 캡레이트를 적용하였으며, 대출금리는 과거 데이터 취득이 제한되므로 일부 보험회사의 현재 금리 적용방식인 '국고채 3년물 금리 + 150bps'를 과거까지 일괄 적용했다. 실제 대출금리는 과거 국고채 금리가 4%대이던 시절엔 가산금리가 300bps 수준이기도 했으므로 다소 차이가 있을 수 있다. 그리고 매매가와 대출금리 결정시점 간 차이를 고려하여 캡레이트는 대출금리보다 1개 분기만큼 선행하는 것으로 적용했다. 분석 결과는 <그림 2>와 같다.

<그림 2> 오피스 캡레이트와 담보대출 금리



※ 출처 : 한국은행, 젠스타메이트 리서치센터

<그림 2>에 따르면 글로벌 금융위기 직전인 2007년 2분기부터 2008년 4분기까지 부의 레버리지 상태로 나타났습니다. 이후 2010년 1분기, 2014년 2분기에 일시적으로 부의 레버리지 현상이 보이나 2022년 1~2분기 동안 다시 부의 레버리지 상태에 접어들었다. 즉 오피스 담보 선순위 대출 금리(국고채 3년물 금리 + 150bps)로 비추어보면 현재 상업용 부동산 투자시장은 부의 레버리지 상태이고, 부의 레버리지는 사실상 글로벌 금융위기 전후 시기 이후 십여 년 만인 올해 처음 나타난 것으로 해석할 수 있다.

부의 레버리지 상황에서의 오피스 투자 전망

상업용 부동산 담보대출 금리가 가장 낮았던 시기는 2020년인데, 이 시기에 프라임 오피스 담보대출 금리는 고정금리 기준 연 2.4%로 형성되어 있었다. 약 1년 반 정도 흐른 지금의 금리는 국고채 3년물에 가산금리 150bps를 그대로 적용하면 대략 연 4.8% 수준이다. <표 1>의 Case 4와 5는 각각 최저 금리(연 2.4%)와 현재 금리(연 4.8%) 상태에서 수익률 변화를 보여준다. Case 4처럼 2020년 최저 금리(연 2.4%) 시기에서는 수익률이 연 6.4%로 Case 1보다 연 2.4%p 상승한 효과를 누렸다. 하지만 현재(Case 5)는 대출금리가 연 4.8%인 부의 레버리지 환경에서 수익률은 2.8%로 줄어든다.

부의 레버리지 상황이라 하더라도 시장 환경이 그러하다는 것일

뿐 모든 거래 건이 캡레이트보다 높은 금리의 대출을 조달했다는 뜻은 아니다. 실제로는 은행들로부터 낮은 수준의 변동금리 대출을 통해 조달해 투자하기도 하며, 혹은 마이너스 레버리지 상태로 투자하는 건도 실재한다. 이러한 투자가 가능한 것은 향후 임대차 개선을 통해 운영수익(NOI)을 높일 것으로 기대할 수 있거나, 적어도 2~3년 후 대출을 새로 조달(리파이낸싱)할 때 금리가 낮아질 것을 기대하기 때문이다(특히 장기 투자라면 더 그럴 수 있다). 또는 아예 대출 조달 없이 전액 자본금(에퀴티)으로 투자할 수도 있으며, 운영수익(Income Gain)보다 매각차익(Capital Gain)을 목적으로 할 수도 있을 것이다. 특히 자산의 미래가치에 주목하여 개발 후 매각차익을 실현하려는 전략은 공사비 인상에도 불구하고 현 시장 상황에서 수익성을 늘릴 수 있는 대표 전략으로 활용되고 있으며, 최근 1만평 미만 중형 오피스 자산을 매입하여 개발한 후 매각차익을 실현하려는 사례가 다수 포착되고 있다(<표 2> 참고).

높아진 금리로 인한 역 레버리지 상황은 당분간 지속될 것으로 예측된다. 이러한 불안정한 시장 상황은 딜 클로징에 악영향을 미칠 수 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 투자자 및 이해관계자들의 관심도가 높은 다수의 코어 자산들이 현재 거래 진행중에 있으며, IFC와 같은 대형 매물을 고려하였을 때 올해 서울 오피스 거래규모는 작년 거래규모(12조 1천억 원)를 상회할 것으로 예상된다.

<표 2> 개발목적 주요 거래사례

(단위: 평, 천원)

| | 권역 | 거래시기 | 연면적 | 매도자 | 매수자 | 거래가 | 평당 거래가 |
|--------------------|--------|-----------------|-------------------|------------|----------|-------------|--------|
| ① 동화빌딩(거래 진행중) | CBD | 2022.2H (예정) | 8,507 | 마스턴투자운용 | - | - | - |
| ② 삼창빌딩(거래 진행중) | Others | 2022.2H (예정) | 2,756 | 삼창빌딩경영주식회사 | - | - | - |
| ③ 하나투어빌딩(지상 7~12층) | CBD | 2022.3Q | 8,328 | 이화자산운용 | 키움투자자산운용 | 120,552,000 | 31,000 |
| ④ 유안타증권빌딩 | CBD | 2022.2Q | 8,477 | NH아문디자산운용 | 캡스톤명동PFV | 306,000,000 | 36,096 |
| ⑤ KT마포솔루션 | Others | 2022.1Q | 4,421 | KT에스테이트 | 마스턴투자운용 | 79,220,000 | 17,920 |
| ⑥ 성수이마트(오피스) | Others | 2022.1Q | 11,091 (오피스부분) | 이마트 | 미래에셋자산운용 | 428,371,815 | 37,793 |

※ 출처 : 한국은행, 젠스타메이트 리서치센터