

서울 오피스 가격은 거품인가?

Is there Bubble in Seoul Office Price?

2023. 10

리서치센터 류강민



서울 오피스 가격은 거품인가?

Is there Bubble in Seoul Office Price?

01 거품이란?

02 거품의 특성과 사례

03 서울 오피스 가격에 대한 의심

04 서울 오피스 가격은 거품인가

05 소결

서울 오피스 가격은 거품인가

거품에 대한 논의는 항상 흥미롭지만, 대부분 주택시장에 국한되어 분석이 되고 있다.

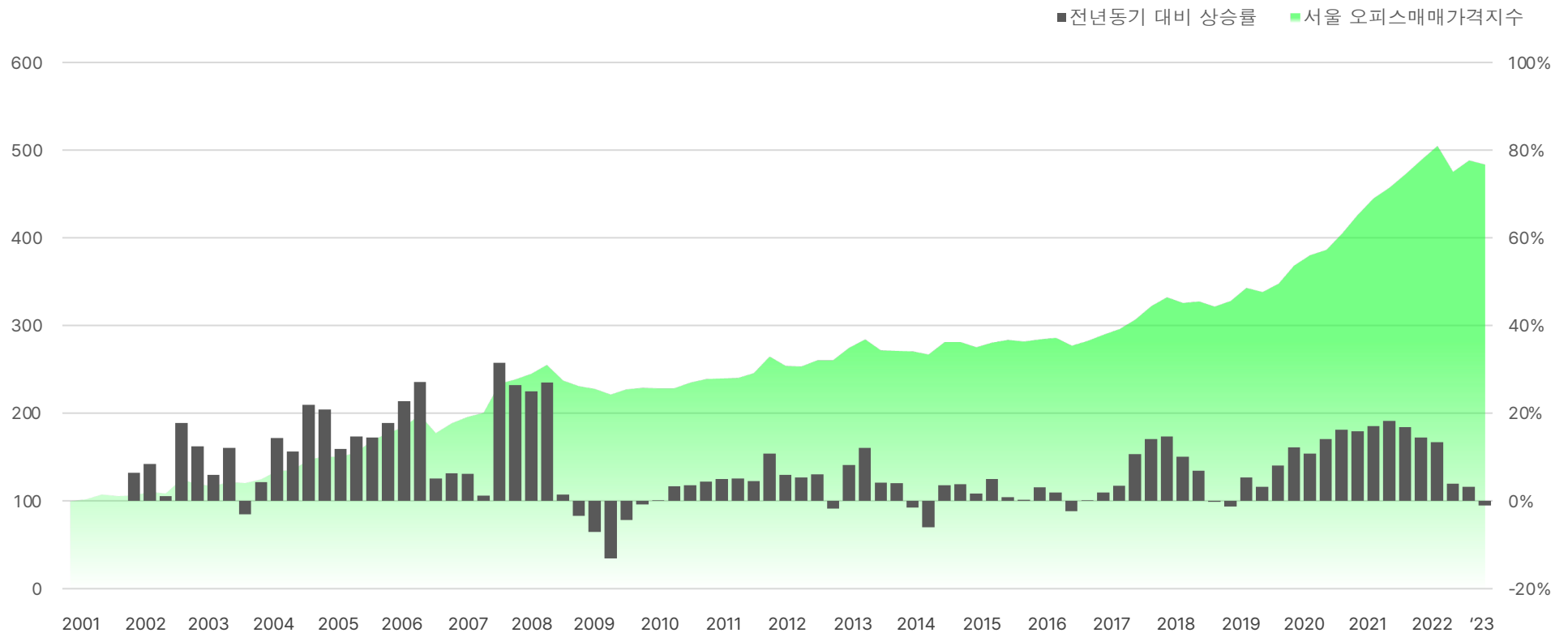
최근 급격한 금리인하와 인상을 경험하면서 오피스 시장에서도 같은 논의가 이루어지고 있다.

이 보고서는 거품이 존재하는 지 또는 과거 존재하였는 지를 살펴보고, 시사점을 보고자 한다.

단, 거품 여부에 대해서는 기술적인 분석이 필요한 바 일부 식과 통계모형이 활용되어 다소 어렵게 느낄 수도 있겠다.

서울 오피스 매매지수와 연간 상승률

출처 알스퀘어



거품이란?

가격은 왜 변하는가?

Cap. Rate을 이용하여 가격이 왜 변하는 지를 살펴보자

$$Cap. Rate = \frac{NOI}{P} \longrightarrow P = \frac{NOI}{Cap. Rate}$$

먼저 가격 P는 Cap. Rate에 반비례하고 NOI에 비례한다.

또한 Cap. Rate는 무위험수익률 i_{free} 과 위험프리미엄 p_{risk} , 기대가격상승률 $E(P)$ 로도 표현된다.

$$Cap. Rate = i_{free} + p_{risk} - E(P)$$

무위험수익률 위험프리미엄 기대가격상승률

요구 수익률이기 때문에 위험없이 얻을 수 있는 최소 수익률인 무위험수익률에 비례하며, 위험할수록 더 많은 수익률을 요구한다. 또한 미래가격 상승에 대한 기대는 클수록 현재 가격 P가 높아져 반비례한다.

가격은
무위험수익률(또는 금리)와
위험이 높을수록 하락하고,
순운영수익과 미래 가격상승에 대한
기대가 높을수록 상승하는 것을
알 수 있다.

위에서 나온 가격과 다른 요인들과의 관계를 정리하면,

$$P = \frac{NOI}{Cap. Rate} = \frac{NOI}{i_{free} + p_{risk} - E(P)}$$

무위험수익률 위험프리미엄 기대가격상승률

거품은 무엇인가

이처럼 미래에 대한 기대는 가격에 영향을 주는데,
거품은 **근거가 없는 막연한 기대로 현재 가격이 상승하는 경우**를 말한다.

가격이 상승할 근거가 있는 합리적인 기대라면, 아무리 가격 상승이 높게 나타나도 거품이 아니다

Ex) 똑같은 강남 주택의 투자라도

주택수급과 금리의 상황을 살펴보고 투자 거품인가? NO

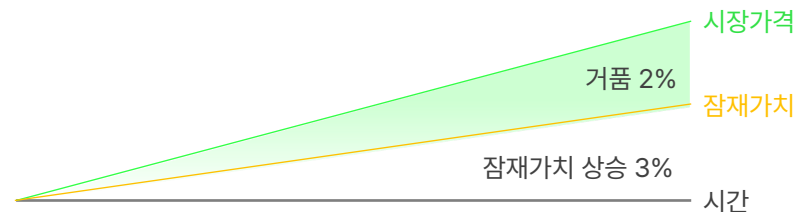
강남불패라서 투자 거품인가? YES

잠재가치와 거품

주식투자의 귀재인 워렌버핏은 트렌드가 아닌
기업의 잠재가치를 보고 투자한다고 한다.

잠재가치란 거시경제 및 수요, 공급 등 관련 정보를 이용한 합리적인 기대로 만들어진 가격이다.

거품은 **시장가격과 잠재가치의 차이**라 볼 수 있으며,
거품이 존재하는 동안에 **거품의 크기는 커진다.**



잠재가치로는 향후 3%가 상승할 것으로 생각되지만, 막연한 기대가 추가로 포함되어
총 5%가 상승할 것이다 라고 생각한다면, 잠재가치와 시장가격의 상승률 차이는 2%p 이지만
그 차이인 거품은 누적되어 커진다.

거품은 말 그대로 거품의 특성을 가진다

거품은 말 그대로 거품처럼 점점 커지다
나중에는 터져서 한순간에 사라지는 특성을 가진다.

이것은 거품의 **자기실현적 예언** 때문인데,
어떤 계기로 가격이 상승하면,

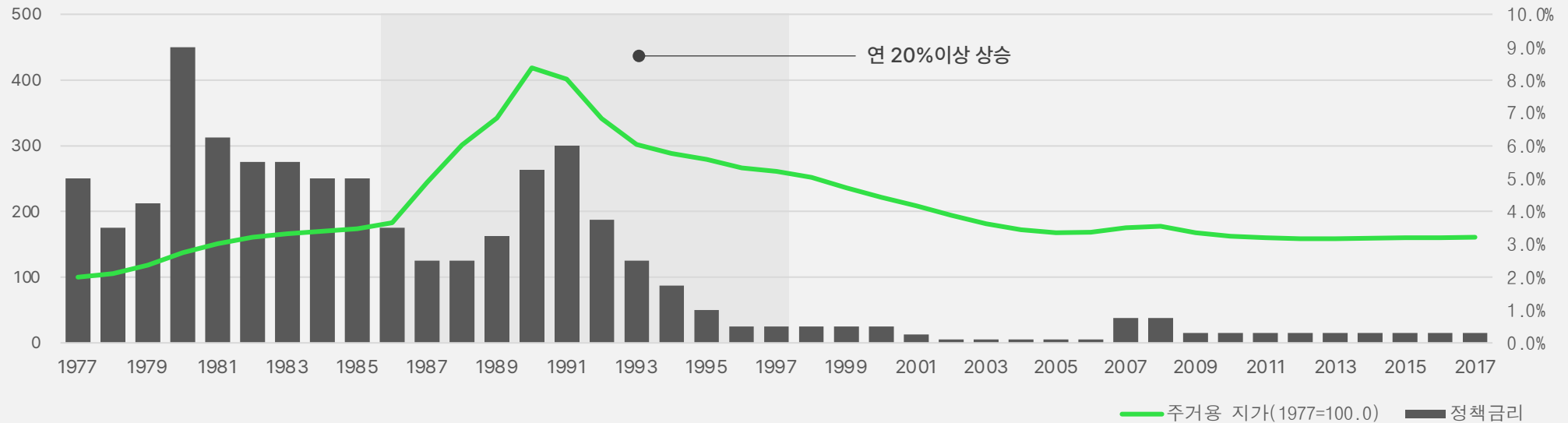
- ① 수익으로 증가한 투자금을 다시 재투자하여 추가수요를 발생시키고,
- ② 이 수요가 다시 가격을 상승시키고, 다시 증가한 투자금은 재투자가 되는 반복과정을 가지기 때문이다.

문제는 높게 상승한 가격이 계속 유지되기 위해서는
그 가격에 대한 근거가 확실해야 하는데

막연한 기대로 만들어진 가격은 근거가 없기 때문에,
어느 순간 가격은 좀 더 싸게 팔아 빨리 Exit 하기 위한 경쟁으로
곤두박질치게 된다.

일본의 정책금리와 주거용 지가

자료 Statistics Japan



대표적으로 일본의 거품이 있다

일본 부동산 거품의 경과

일본은 1986~1987년 경기부양을 위해 기준금리를 5.0%에서 2.5%로 하락시켜, 주식을 비롯한 부동산 가격을 상승시켰다.

문제는 부동산 가격 상승이 막대한 기대인 거품의 발생으로 은행에서 **LTV 120%**까지 대출되는 상황까지 벌어지게 된다.

그러나 1989~1990년 기준금리의 인상(2.5% → 6.0%)과 대출총량 규제정책으로 거품이 꺼지면서 가격이 폭락하였다

이 시기를 기점으로 부동산도 위험이 존재하기 때문에
운용이 중요하다는 인식이 생기면서 J-REITs가 활성화되기 시작하였다.

거품에 대한 의심 1

가격과 금리

그렇다면 서울 오피스 가격은 어떠한가?

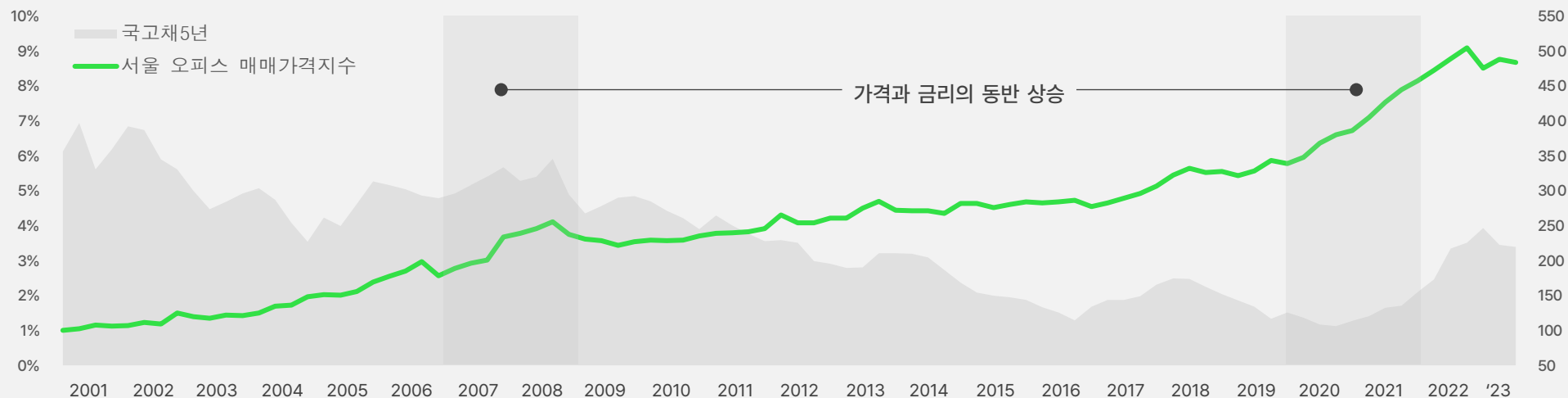
앞서 살펴본 **가격과 금리(또는 무위험수익률) 관계는 반비례**이며,
실제로 2001년부터 2023년 2분기까지 서울 오피스의 가격과 금리의 상관계수는 -0.7로 강한 반비례 관계를 보인다.
그러나 과거 글로벌 금융위기 직전과 2021년부터 2022년 3분기까지 가격과 금리는 비례 관계를 가진다.

이 시기는 양호한 임대시장으로 가격상승에 긍정적인 영향을 미치긴 하였지만,
금리 인상도 있었기 때문에 연간 10% 이상의 가격 상승은 이례적인 것으로 생각된다.

'08년 연간 상승률은 25% 이상, '22년 연간 상승률은 13% 이상

서울 오피스 매매지수와 국고채 5년

자료 알스퀘어, 한국은행



거품에 대한 의심 2

Cap. Rate Spread

Cap. Rate에 무위험수익률을 뺀 Cap. Rate Spread는 투자자가 이 시장의 위험에 대해 어떻게 생각하는 지를 보여 준다.

낮은 Spread는 이 시장의 위험 p_{risk} 이 실제 그렇지 않더라도 별로 없으며, 향후 가격이 높게 상승한다는 기대 $E(P)$ 를 할 때 나타난다.

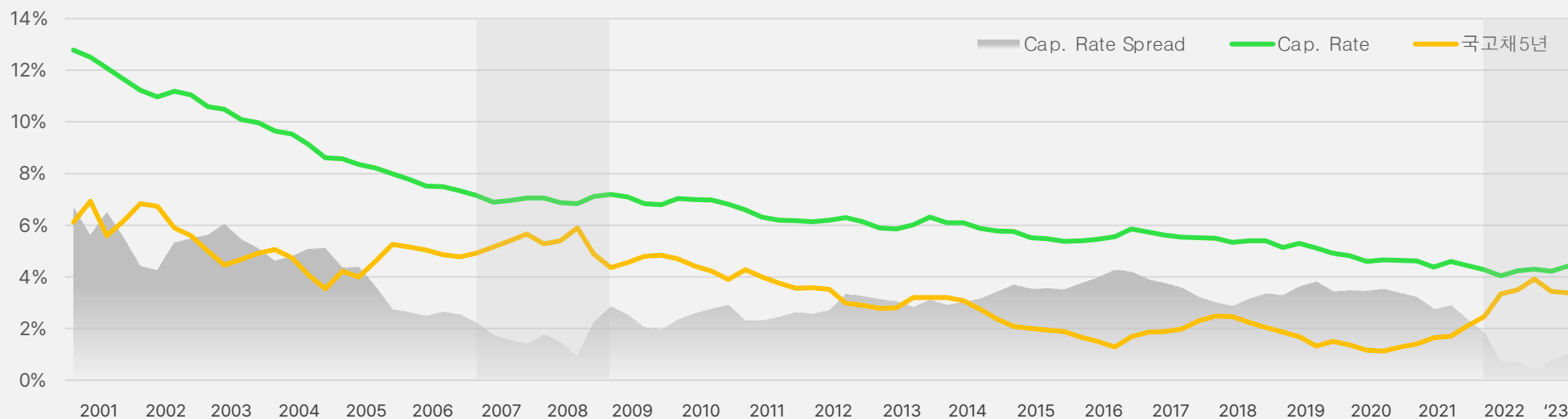
$$Cap. Rate Spread = Cap. Rate - i_{free} = p_{risk} - E(P)$$

글로벌 금융위기 직전 Spread를 보면, 빠르게 낮아져 투자자들이 위험에 다소 둔감한 판단을 하다, 글로벌 금융위기를 겪으면서 이 시장도 위험하다는 인식을 하게 되었고 그 결과 2020년까지 일정 수준 이상의 Spread (평균 310bps)를 보였다.

그러나 Spread는 2021년부터 낮아지면서 투자자들이 또 다시 위험에 둔감한 판단을 하고 있음을 알 수 있다

Cap. Rate와 Spread, 국고채 5년

자료 알스퀘어, 한국은행



어떻게 판단할 수 있는 가

앞서 살펴본 것처럼

- ① 잠재가치와 시장가격의 차이가 거품이며,
- ② 거품은 차이가 누적되어 점점 커진다는 특성을 이용한다.

정리하면

시장가격 P_t = 잠재가치 $\hat{P}_t$ + 거품 $(1 + r)^t$ 으로

거품이 존재한다면, 거품의 크기는 시간이 지나면서 커진다.

잠재가치 $\hat{P}_t$ 는 최근 금리, 수요, 공급 등과 같은 정보들이 고려된 합리적 기대로 만들어진다.

거품 $(1 + r)^t$ 은 시간 t 가 커질수록 그 크기가 커지게 된다.

$$P_t = \hat{P}_t + (1 + r)^t$$

시장가격 잠재가치 거품

거품변수에서 $r = 0.02$ 이면,
시간(t)이 흐를수록 2%씩 복리로 증가하게 된다

거품 $(1 + r)^t$ 가 존재하는 지, 존재하지 않는 지는
그 변수가 시장가격 P_t 과 관련이 있는 지를 판단할 수 있는
통계모형을 이용하여 확인할 수 있다.

시계열 통계모형인 ARDL-ECM을 이용하였다.

ARDL-ECM 거품 검정결과

서울 오피스 가격에 거품이 존재하는 지를 3개의 시점으로 살펴보았다.

가격과 금리가 동반 상승한

'06. 4Q - '08. 3Q , '21. 3Q - '22. 3Q

가격이 하락한

'22. 4Q - '23. 2Q

변수명	MODEL 1	
	계수	t 값
상수항	-4.995	-0.906
ln실질임대지수(-1)	0.965***	5.655
공실률(-1)	-2.600***	-3.481
국고채5년(-3)	-6.517***	-3.302
lnGDP(-3)	0.591*	1.793
ln총공급량(-1)	-0.214	-0.411
공급예정물량비중(-1)	0.322	0.697
거품항	'06.4Q-'08.3Q	4.179***
	'21.3Q-'23.2Q	-2.282
	'21.3Q-'22.3Q	
	'22.4Q-'23.2Q	

*, p<0.1, **, p<0.05, ***, p<0.01

변수명	MODEL 2	
	계수	t 값
상수항	-11.150	-1.56
ln실질임대지수(-1)	1.005***	6.39
공실률(-1)	-2.419***	-3.96
국고채5년(-3)	-6.593***	-3.73
lnGDP(-3)	0.513*	1.74
ln총공급량(-1)	-0.132	-0.28
공급예정물량비중(-1)	0.393	0.93
거품항	'06.4Q-'08.3Q	4.243***
	'21.3Q-'23.2Q	
	'21.3Q-'22.3Q	3.966**
	'22.4Q-'23.2Q	-0.674

*, p<0.1, **, p<0.05, ***, p<0.01

분석결과

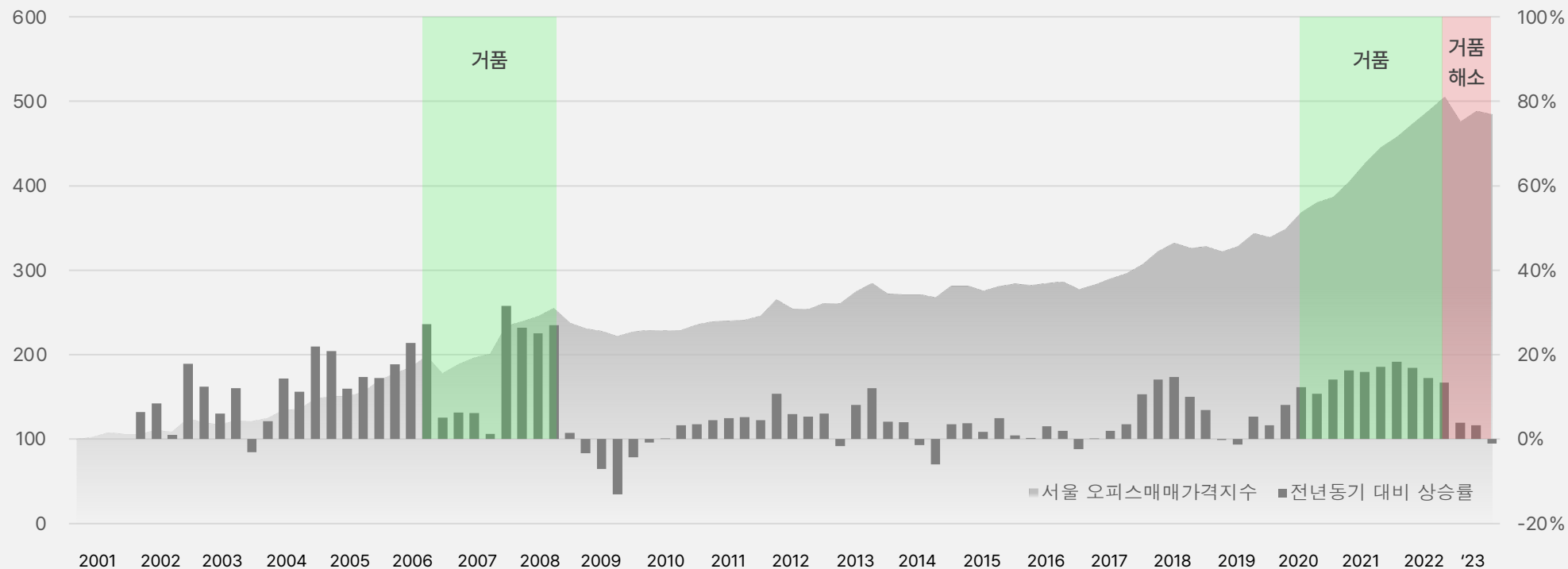
서울 오피스 가격에 거품이 존재하는 지를 3개의 시점으로 살펴보았다.

가격과 금리가 동반 상승한 '06. 4Q - '08. 3Q , '21. 3Q - '22. 3Q

가격이 하락한 '22. 4Q - '23. 2Q

가격과 금리가 동반 상승한 2개의 시점에서는 거품이 존재하는 것으로 나타났으나, '22.4Q부터 현재까지는 거품이 사라진 것으로 나타났다.

서울 오피스 매매지수와 연간 상승률



소결 및 시사점

**서울 오피스 가격은 글로벌 금융위기 직전,
그리고 최근에도 거품이 존재하였으나 지금은 사라진 상황이다.**

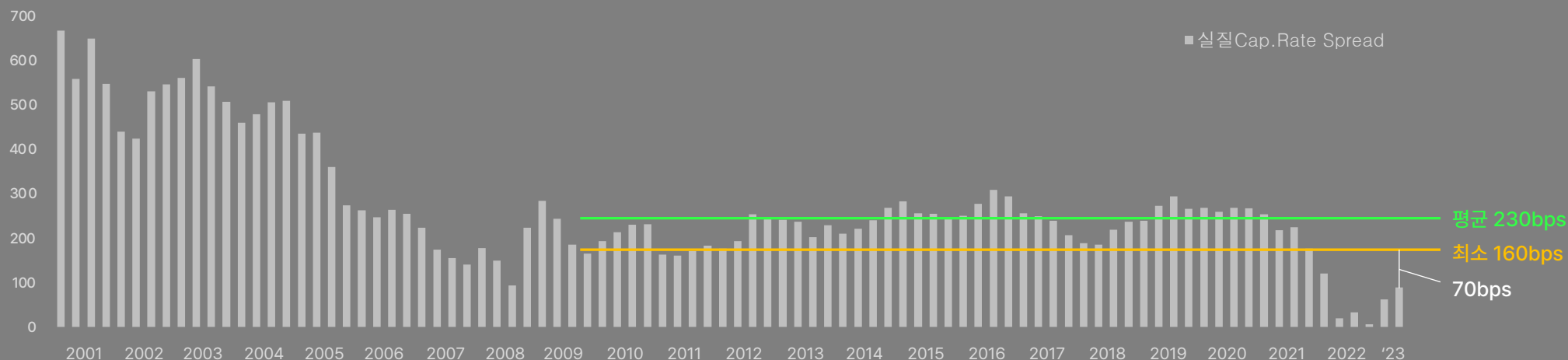
최근까지 존재하였던 거품이 사라지면서 매수자는 과거와 같은 가격 상승이 있을 것이라 생각하지 않는 반면, 매도자는 그 상승세가 여전히 존재할 것이라 생각할 수 있다.

이러한 매도자와 매수자의 생각 차이는 가격 차이로 나타나 현재와 같이 거래규모의 감소를 불러일으키는 원인이 된 것으로 보인다.

**거품이 사라진 시장에서의 투자는
거품이 존재했던 이전과는 다르게 이루어져야 한다.**

시장에 위험이 존재한다는 인식을 하게 된 글로벌 금융위기 이후 2009 ~ 2020년의 최소 Cap. Rate Spread는 명목 190bps, 실질 160bps 수준이다.

2023년 2분기 Spread는 90bps로 거품이 없을 때인 160bps와 70bps 차이가 나타나,
이 차이가 없어져야 투자가 활성화될 수 있다



소결 및 시사점

거품이 사라진 시장에서 Cap. Rate Spread는 상승할 수 밖에 없으며, 이에 대한 대안 시나리오는 2가지가 가능할 것 같다.

시나리오 ①

적극적인 가격조정으로 Spread 상승
⇒ 가격 하락, 단기간 거래 회복, 거래규모 증가

시나리오 ②

양호한 임대시장을 바탕으로 NOI의 상승으로 Spread 상승
⇒ 가격 보존, 임대료 상승 시간 필요, 거래규모 감소

양호한 임대시장과 적극적인 가격조정은 쉽지 않을 것으로 생각되어
시나리오 ②가 될 가능성이 높다.

현재 서울 오피스의 임대료와 공실률 지표는 양호하며, 최근의 트렌드가 되고 있는 1인당 사무면적의 증가가 경기침체에도 불구하고 향후에도 지속될 것으로 보여 시나리오 ① 보다는 ②가 더 가능성이 높아 보인다.

물론 실제로 1인당 사무공간이 증가하였다기 보다는 공유오피스에서 보았던
카페 분위기의 공유공간이 늘어난 것이 트렌드가 되어 가고 있는 것으로 보인다.

시나리오 ②를 가정할 경우 투자 활성화가 되기 까지 2년의 시간이 필요해 보인다.

가격의 하락 없이 실질 Cap. Rate Spread가 160bps가 되기 위해서는
현재보다 NOI가 16% 높아야 달성할 수 있는 수치이다.

향후 연간 임대료 인상률이 8% 정도라면 금리가 추가 인상되지 않는 한,
2년 내 시장은 정상화될 수 있을 것으로 보인다.

물론 금리의 인상과 임대료 인상률의 둔화는 이 기간을 더 지연시키며,
적극적인 가격 조정은 이 기간을 단축시킬 것이다.

서울 오피스 가격은 거품인가?

Is there Bubble in Seoul Office Price?

2023. 10

리서치센터 류강민

