연구보고서

한국주택금융공사
주택금융연구원

http://new.hf.go.kr/researcher/

MBS 해외 투자자 유인 방안 검토

안지영 연구위원

국민의 행복과 함께 성장하는 최고의 주택금융기관

주택금융시장/정책

MBS 해외 투자자 유인 방안 검토

2020년 9월

한국주택금융공사
주택금융연구원

▪ 작성자 안지영 연구위원 (051-663-8175 / 6185@hf.go.kr)

목 차

1. 연구개요 ····· 2

2. 외국인 투자자 국내 채권시장 투자 현황 ···· 4

3. 국내 MBS 특성 분석 ····· 19

4. 해외 MBS 시장 : 미국 및 호주 사례 ····· 27

5. 결론 ····· 40

참 고 문 헌 ····· 42

[부록] 미국 공적 MBS 발행기관 현황 ····· 43

요 약

■ **(연구배경) 국내 채권시장에서 MBS 비중은 지속적으로 증가 추세이며, 특히 장기채 시장에서 MBS 중요성은 높아지고 있음**

■ **(연구목적) 본 연구는 외국인 투자자의 국내 채권시장 참여 현황과 해외 MBS 시장을 조사하고 시사점을 도출하고자 함**

- 외국인 투자자 동향 및 국내외 MBS 시장의 특성을 파악함으로써 외국인의 국내 MBS 투자 참여를 위한 당면과제를 모색하고자 함

■ **(투자 현황) 글로벌 금융위기 이후 외국인 투자자의 국내 채권시장 참여가 본격화되었고, 외국인의 국내 채권투자 수요는 지속됨**

- 외국인의 국내 채권투자는 국채나 통안채에 집중된 상황이나 최근 MBS에도 외국인 투자가 이루어지고 있음

■ **(국내 MBS 특성) 공사 MBS는 안정적인 신용등급을 부여받고 있으며 동일만기의 국고채 및 통안채 대비 우월한 투자수익을 제공함**

- 공사에서 MBS는 CMO 및 PT 방식으로 발행하며 공사가 원리금을 지급보증하고 있음

■ **(해외 MBS 시장) MBS 시장에 해외투자자 유치가 활발히 이루어진 사례로는 미국과 호주가 있음**

- (미국) 미국 공적 MBS에서 해외투자자가 참여하는 비중은 10% 내외로 높은 수준의 발행물량과 활발한 유통시장이 해외투자자 유인에 긍정적 역할로 작용
- (호주) 과거에는 해외 MBS 발행을 통해 해외투자자를 확보하였으나 최근에는 국내 MBS 발행이 다수를 차지하고 있음

■ **(결론 및 시사점) MBS 시장의 투자자 다변화를 위해 투자 현황 및 해외 시장 현황을 바탕으로 제도적 개선 방안을 검토할 필요가 있음**

1. 연구개요

가. 연구배경 및 목적

■ **국내 채권시장에서 MBS 비중은 지속적으로 증가 추세이며, 특히 장기채 시장에서 MBS 중요성은 높아져 가고 있음**

- 단일채권 기준 MBS 발행금액은 국채 및 통안채 다음으로 높음 (2019년 기준 국채, 통안채, MBS 발행은 각각 170조, 142조, 25조원임)[1)]
- 2019년말 기준 채권시장 총 잔액 1,971조원 중에서 MBS 잔액 비중은 6.0%이며 2009년말 1.7%보다 3.5배 증가함[2)]

■ **글로벌 금융위기 이후 외국인 투자자의 국내 채권시장 참여가 본격화 되었고, 외국인의 국내 채권투자 수요는 지속되고 있음**

- 2009년 금융위기를 극복하는 과정에서 외화자금이 원활하게 유입될 수 있도록 국채 등에 대해 한시적 세금 면제 조치가 시행됨(2009.05).
  - 비거주자나 외국법인이 국채·통안채 투자 시 발생하는 이자소득(14%)과 양도차익(20%)에 대해 비과세를 시행함('09.5.21~'10.11.12)
- '20년 1분기말 기준 외국인은 100조원 이상의 국내 채권을 보유 중임
  - '09년 1분기말(36조원, 상장채권 전체 3.9%) → '20년 1분기말(133조원, 상장채권 전체 7.0%)[3)]

■ **한편, 외국인의 국내 채권투자는 국채나 통안채에 집중된 상황이나 최근 MBS에도 외국인 투자가 이루어짐**

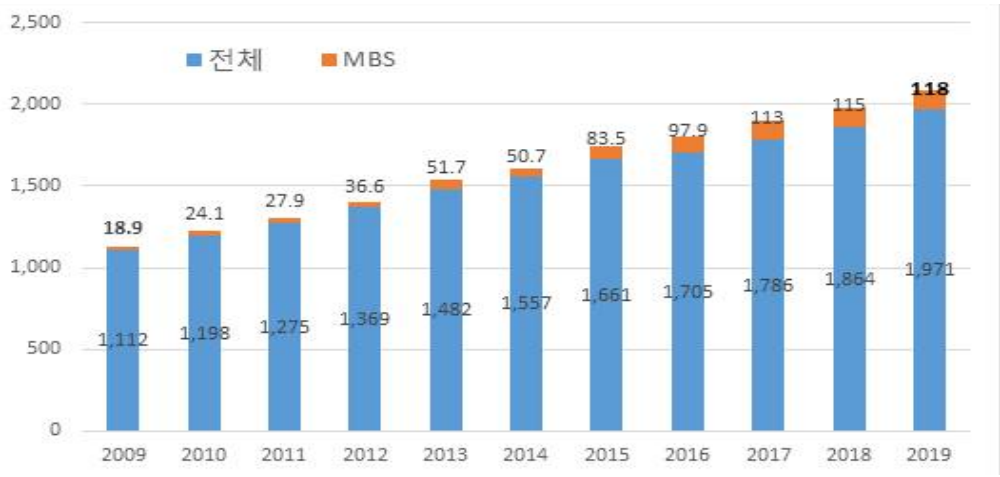
- 2004년 공사 설립 이후 최초로 국내 MBS에 외국인이 2차례에 걸쳐 3천억원을 투자함(한국주택금융공사, 2020).

---

1) 국채는 국고채, 국민주택채권 등을 합산한 수치임
2) 2019년 채권시장 총 잔액은 1,971조원 그리고 MBS 잔액은 118조원이며, 2009년의 경우 채권시장 총 잔액과 MBS 잔액은 각각 1,112조원 및 19조원 수준임(상장 및 비상장채권 전체)
3) 금융감독원 보도자료, 외국인 증권투자 동향(2020.04).

■ MBS 시장이 활성화되기 위해서는 투자자 다변화 또는 신규 투자 수요 발굴이 필요한 상황임

[그림1] 국내 채권 잔액 및 MBS 잔액 현황



※ 자료: 인포맥스, (단위: 조원)

※ 전체는 국채, 지방채, 공사공단채, 통안증권, 금융채, 회사채 등을 합산한 수치이며 ELS/DLS는 제외함

나. 주요 연구내용

■ 본 연구는 외국인 투자자의 국내 채권시장 참여 현황과 해외 MBS 시장을 조사하고 시사점을 도출하고자 함

■ 본 연구의 주요 연구내용은 아래와 같으며, 본 연구를 통해 외국인의 국내 MBS 참여를 위한 당면과제에 대해 모색해 보고자 함

- 첫째, 국내 채권시장 동향 및 외국인 투자자의 국내 채권투자 현황을 살펴보고자 함
- 둘째, 국내 MBS 특성을 파악하고 투자성과를 분석하고자 함
- 셋째, MBS 시장이 가장 활성화 된 미국시장과 함께 추가적으로 호주 MBS 시장에 대해 조사하고 시사점을 제시하고자 함

2. 외국인 투자자 국내 채권시장 투자 현황

가. 국내 채권시장 개요

■ 채권 발행시장(Primary Market)

• 채권 발행시장은 자금 수요자에 의해 최초로 채권이 발행되는 시장을 의미함

- 채권 발행자 : 정부, 지방자치단체, 특수법인, 금융기관, 주식회사 등

* 국채(국고채 등), 지방채, 통화안정증권, 금융특수채(특수은행), 비금융특수채(공사·공단) 등

* 국채, 특수채 등 국내 채권발행은 관련 법률에 근거하고 있으며, 해당 법률에 따라 발행한도가 정해짐

* 채권분류 상 MBS는 특수채(비금융특수채)로 분류되고 있음

- 채권 투자자 : 국내외 기관투자자(금융기관, 연기금 등), 일반 개인투자자 등

[표1] 주요 채권의 발행제도 요약

구분	종류	발행기관	근거법률	발행한도
국채	국고채	정부	국채법	국회동의를 받은 한도 이내
	국민주택채권	〃	주택도시기금법	〃
	재정증권	〃	국고금관리법	〃
특수채	통화안정증권	한국은행	한국은행 통화안정증권법	금융통화위원회가 설정한 한도 이내
	MBS	한국 주택금융공사	한국 주택금융공사법	공사 자기자본의 50배 이내 (지급보증한도)
회사채 등	은행채	시중은행	은행법	자기자본 3배 이내
	회사채	회사채	상법	–

※자료 : 한국은행(2016)

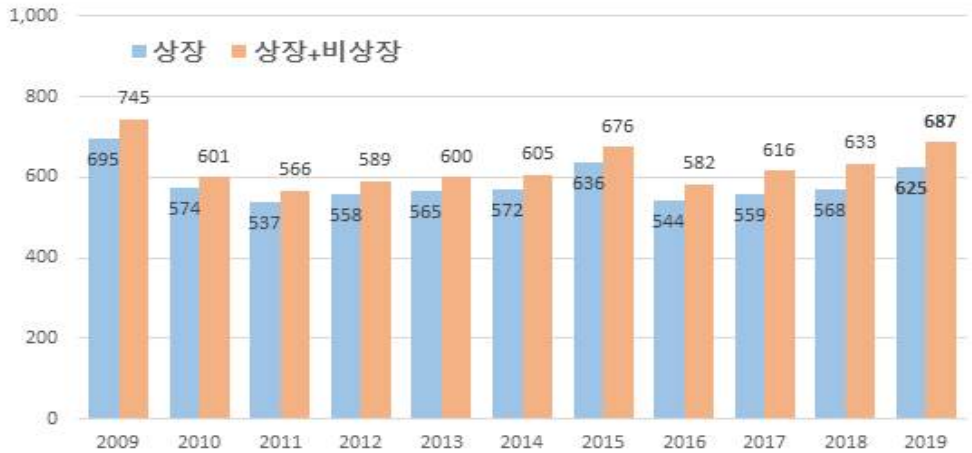
- 2019년 기준 국내 채권은 총 687조원이 발행됨

  - 국내의 채권발행은 2015년까지 증가한 후 2016년 일시적으로 감소하였으나, 이후 지속적으로 증가 추세에 있음

  - 연도별 신규발행 채권의 경우 약 90%이상이 상장되고 있음

  * 국채와 통안채를 제외한 지방채나 공사·공단채 등 일부 채권은 비상장되고 있는 상황임

[그림2] 연도별 채권 발행 추이



※ 자료: 인포맥스, ELS/DLS는 제외함, (단위: 조원)

[표2] 연도별 채권발행 현황

구분	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
상장	695	574	537	558	565	572	636	544	559	568	625
비상장	50	26	28	31	36	34	39	38	57	65	62
상장+비상장	**745**	**601**	**566**	**589**	**600**	**605**	**676**	**582**	**616**	**633**	**687**
상장비중	93%	96%	95%	95%	94%	94%	94%	93%	91%	90%	91%

※ 자료 : 인포맥스

※ 상장비중(%) = 상장 / (상장+비상장), (단위: 조원)

- 채권 종류별로 볼 때 회사채가 가장 많이 발행되었고, 다음으로 국채 및 통안증권 순으로 발행됨 (2019년 기준)

- 2019년 기준 국내에서 발행한 채권 중에서 국채와 통안증권의 발행 비중은 각각 25%, 21% 수준이며 MBS의 발행 비중은 4% 수준임

* 국채와 통안증권은 각각 170조원과 142조원이 발행되었으며, MBS의 경우 약 25조원이 발행됨

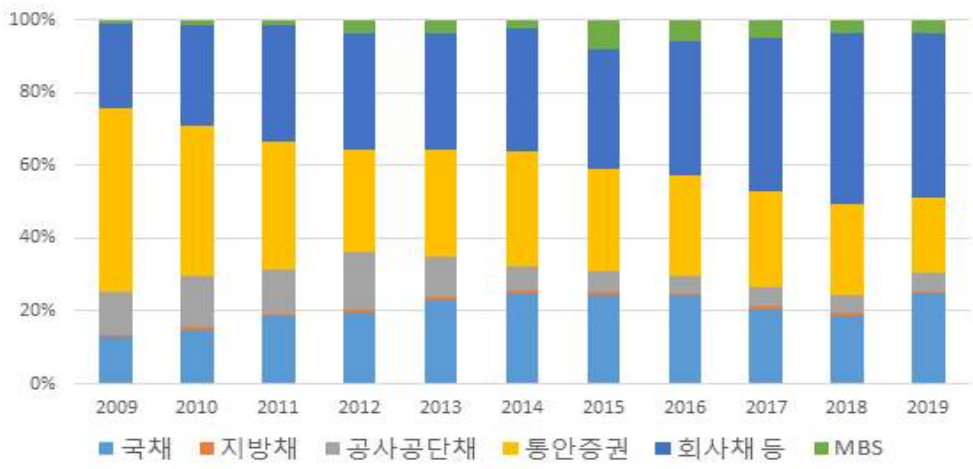
- 국채 발행은 2011년 100조원을 넘어섰고 이후 꾸준한 증가 추세를 보임

* 공공사업 및 사회복지정책 확대에 따른 재정지출 증가에 기인하여 국고채 발행이 증가함(한국거래소, 2015).

- MBS는 2015년 안심전환대출이 시장에 공급됨에 따라 일시적으로 발행 물량이 급증함(약 32조원 수준).

- 한편, 공사·공단채는 정부의 공공기관 부채 감축정책 영향으로 발행 물량이 감소함(한국거래소, 2015).

[그림3] 연도별 · 채권 유형별 발행 비중



※ 자료: 인포맥스

※ ELS/DLS는 제외함, 공사 · 공단채 비중은 MBS를 차감한 것임

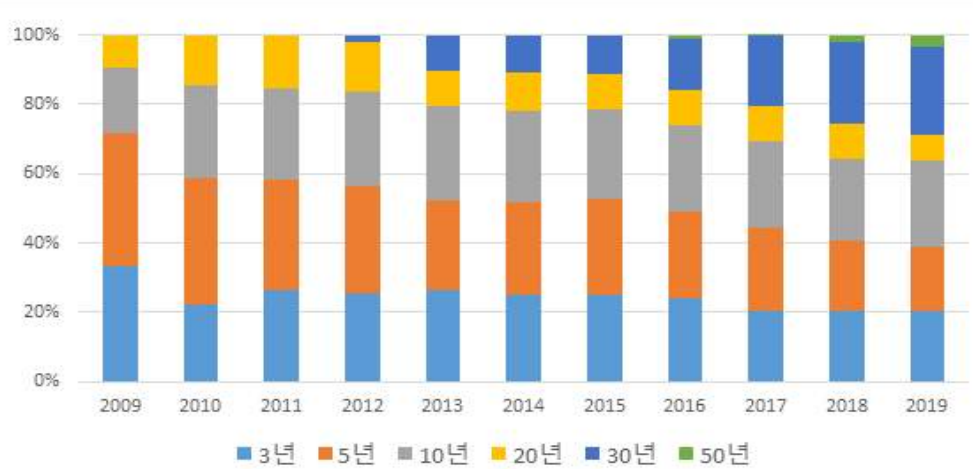
- 국고채 발행의 경우 단기물은 감소 추세이나, 장기물 발행 비중은 점차 증가 추세에 있음

- 2019년 기준 장기물(20년, 30년, 50년) 발행 비중은 36%를 차지하고 있으며, 2017년부터 장기물의 발행 비중은 30%를 상회하고 있음

* 정부는 IFRS17 시행(2022년) 등에 따른 장기물 수요 증가에 대응하기 위해 20년 이상 장기물의 발행비중을 지속적으로 확대하고 있음(기획재정부, 2020)

* 국고채 20년물은 2006년, 30년물은 2012년 그리고 50년물은 2016년부터 발행이 시작됨

[그림4] 국고채 연도별 · 만기별 발행 비중



※ 자료: 인포맥스, ELS/DLS 및 물가연동국고채는 제외

[표3] 연도별 · 채권종류별 발행 현황

구분	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
전체	**745**	**601**	**566**	**589**	**600**	**605**	**676**	**582**	**616**	**633**	**687**
국채	97	89	105	116	138	150	165	141	127	119	170
지방채	5	4	3	4	5	5	6	4	4	3	5
공사공단채	97	93	78	113	89	56	94	61	65	55	60
MBS	**9**	**8**	**8**	**20**	**22**	**14**	**55**	**34**	**32**	**23**	**25**
통안증권	375	248	198	167	175	190	188	161	164	160	142
금융채	97	104	106	106	115	129	140	143	172	190	191
회사채	73	62	76	83	78	76	82	72	85	105	118
기타	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

※ 자료 : 인포맥스

※ 상장 및 비상장 발행 채권 전체, 공사공단채의 경우 MBS를 제외한 수치임, (단위: 조원)

■ 채권 유통시장(Secondary Market)

• 채권 유통시장은 발행 채권이 투자자들 사이에서 거래되는 시장으로써 장내 및 장외시장으로 구분됨

- 장내시장은 대표적으로 국채전문유통시장, 일반채권시장, 소액채권시장으로 구분됨(환매조건부채권시장 제외)[4]

* 국채전문유통시장은 국고채시장 활성화를 위해 1999년 개설한 시장이며, 일반채권시장은 거래소에 상장된 모든 채권이 거래되는 시장임

* 소액채권시장은 주택구입이나 부동산 등기, 자동차 등록 등 각종 인·허가 시 의무적으로 매입한 국공채의 환금성을 높이기 위해 개설된 특수목적 시장임

[표4] 국내 채권 유통시장 개요

구분	장내시장			장외시장
	국채전문유통시장	일반채권시장	소액채권시장	
참가자	국채딜러, 기관투자자(위탁)	거래소회원사, 일반투자자(위탁)	거래소회원사, 일반투자자(위탁)	통상 금융투자회사, 기관투자자
대상	국고채, 통안채, 예금보험공사채	국채, 지방채, 특수채 등 모든 상장채권	소액채권	모든채권
거래 시간	09:00~15:30	09:00~15:30	09:00~15:30	통상 09:00~15:30
거래 단위	액면 10억원 정수배	액면 1,000원 (전자단기사채는 1억원)	액면 1,000원	주로 100억원
호가 방식	지정가 (1원단위)	지정가 (1원단위)	지정가 (1원단위)	수익률호가
체결 방식	복수가격 개별경쟁매매	단일가격 개별 경쟁매매(시가), 복수가격 개별 경쟁매매(장중)	단일가격 개별 경쟁매매(시가), 복수가격 개별 경쟁매매(장중), 전일 신고시장가격매매 (종료직전 20분)	상대매매 (전화, 메신저, FreeBond)
결제일	익일(T+1)	당일(T)	당일(T)	익일~30영업일 (통상 익일)

※자료 : 채경래(2017), 한국거래소(2019)

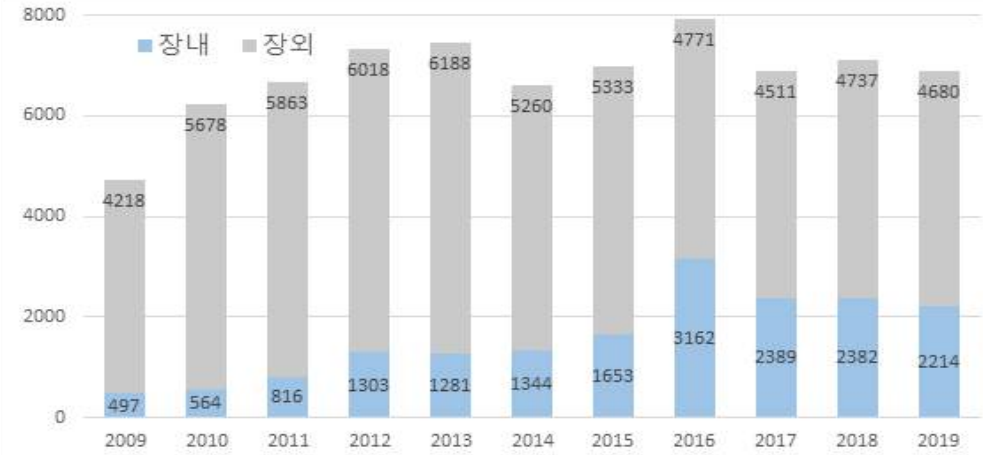
4) 환매조건부채권(REPO)시장도 존재하나 해당시장의 거래대상 채권 및 참가자 등이 국채전문유통시장과 유사하여 유통시장 구분에서 제외함

- 장내시장에서의 채권 거래 비중이 꾸준히 증가 추세에 있으나 여전히 장외시장의 거래가 활발한 상황임

  - 2019년의 장내 및 장외시장 총 거래대금은 각각 2,214조원과 4,680조원 수준임

  - 2016년부터 장내시장 거래 비중이 30%를 넘어섰으며, 2019년 기준 장내시장 거래 비중은 32% 수준임

[그림5] 채권 유통시장 거래현황(거래대금)



※ 자료: 금융투자협회 채권정보센터, (단위: 조원)

※ 연도별 거래대금을 합산한 수치임

- 유형별로 보면 국채 거래대금이 가장 많으며 다음으로 통안증권과 은행채 순임 (2019년 기준)

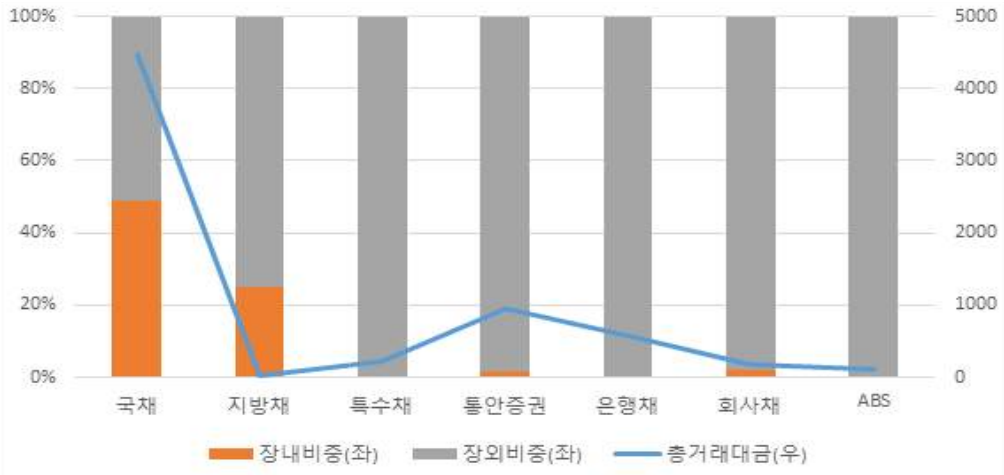
  - 국채의 경우 장내 및 장외시장에서의 거래 수준이 유사하나 국채 이외의 채권은 주로 장외시장에서 활발하게 거래되고 있음

[표5] 채권 유형별 장내 · 장외시장 거래대금(2019년)

구분	국채	지방채	특수채	통안증권	은행채	회사채	ABS
총 거래대금	4,479	16	220	952	576	173	120
장내시장	2,192	4	0	14	1	3	0
장외시장	2,287	12	220	938	575	170	120

※ 자료 : 금융투자협회 채권정보센터, (단위: 조원)

[그림6] 채권 유형별 장내·장외시장 거래 비중(2019년)

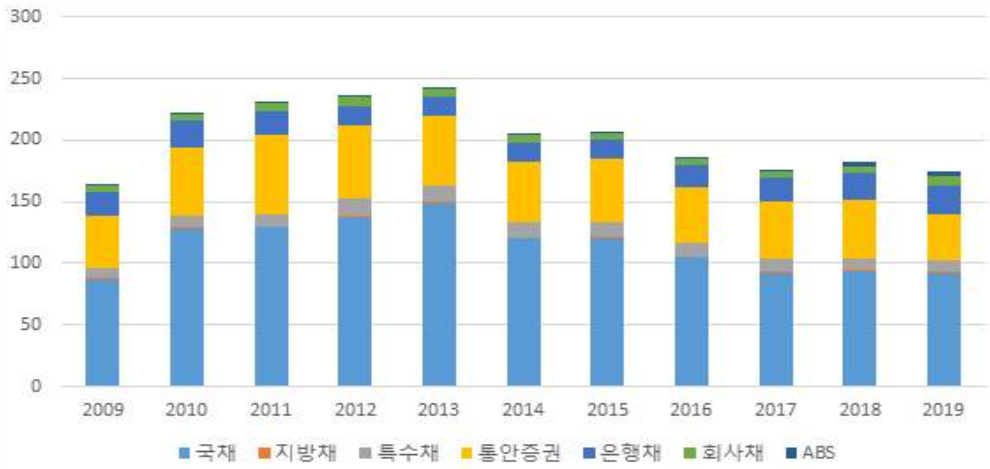


※ 자료: 금융투자협회 채권정보센터, (단위: 조원)

- 채권 유형별 장외시장 거래 현황을 보면 국채의 거래 비중이 2013년 고점 이후로 감소 추세이나 여전히 50% 내외로 가장 높음

- 2019년 기준 장외시장 일평균 거래대금은 국채 9.3조원, 통안증권 3.8조원, 은행채 2.3조원, ABS 0.5조원임

[그림7] 채권 유형별 장외시장 거래 현황

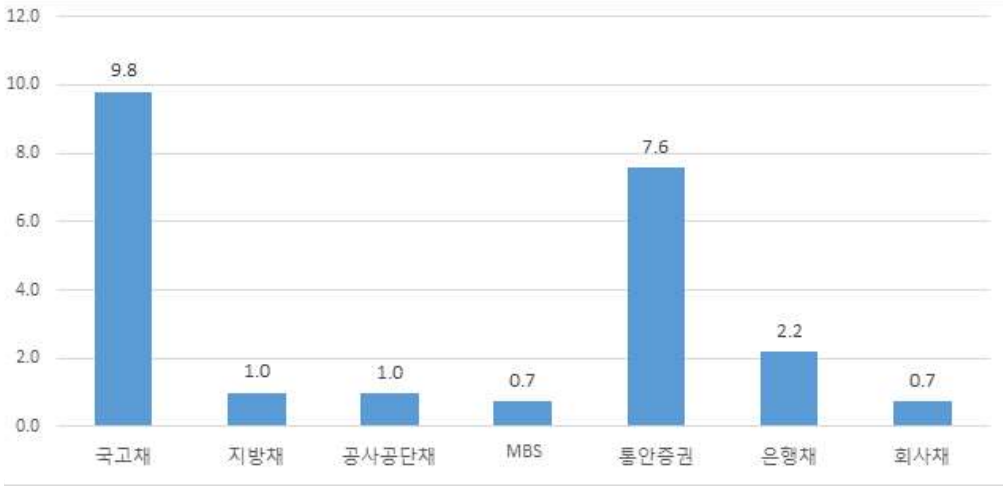


※ 자료: 금융투자협회 채권정보센터, 일평균 거래대금임, (단위: 천억원)

- 채권 유형별 유통시장(장내 및 장외) 회전율의 경우 국고채가 가장 높아 국고채의 거래가 가장 활발하게 이루어지고 있음

  - 연평균 회전율은 국고채 9.8, 통안증권 7.6, MBS는 0.7 수준이며, MBS는 거의 모든 연도에서 1을 하회하여 국고채나 통안채와 큰 차이를 보임

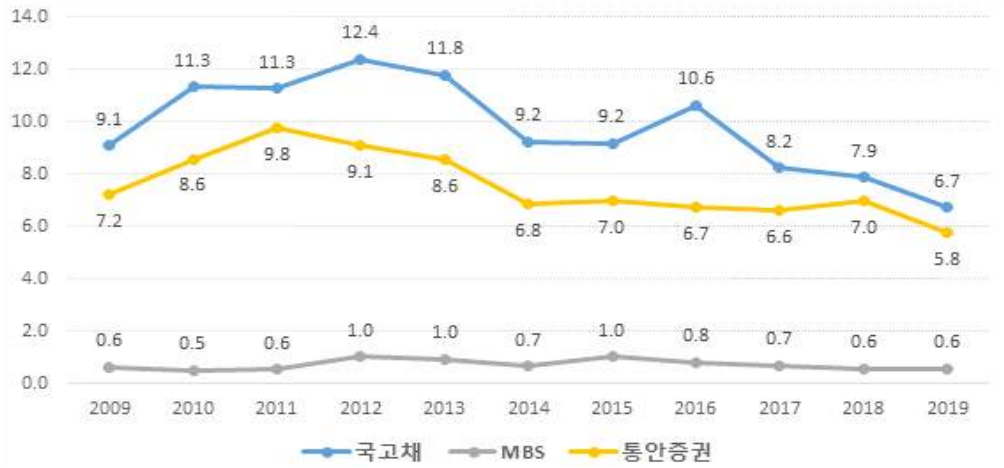
[그림8] 채권 유형별 유통시장 회전율 비교



※ 자료: 인포맥스, 회전율 = 연간 총 거래량 / 연도말 발행잔액

※ 2009년부터 2019년까지 연도별 회전율을 평균한 수치임

[그림9] 주요 채권의 연도별 회전율 추이



※ 자료: 인포맥스, 회전율 = 연간 총 거래량 / 연도말 발행잔액

나. 외국인 투자자의 국내 채권투자

■ 외국인투자자의 국내 채권시장 참여 현황

• 국내 채권시장에서 외국인 투자는 '94년 회사채에 대해 최초로 허용된 이후 국공채 및 특수채 등에 대해서도 점진적으로 개방됨

- '97년 말 외국인투자자의 국고채 등에 대한 투자한도가 폐지되며, 전면적인 채권시장 개방이 이루어짐

- '09년 5월 외국인의 국내 채권투자 확대를 목표로 국채투자 과세를 완화 조치를 시행함

* 이자소득에 대한 법인세 및 소득세 원천징수를 면제하고, 양도차익에 대해 비과세함

* 하지만, 과도한 외국인 채권투자 확대에 따른 외환시장 변동성 증가로 제도 시행 1년 6개월 후인 2010년 11월에 원천징수 면제 및 비과세를 폐지함

■ 외국인투자자의 국내 채권투자 과세 현황[5)]

• 채권의 경우 소득세법과 법인세법에 의거 투자자구분(개인 또는 법인)에 관계없이 이자소득은 원천징수됨(양도차익은 아님)

- 개인투자자는 이자소득만 과세되며, 법인은 이자소득과 양도차익에 과세됨 (외국인도 동일하게 적용됨)

- 현행 이자소득에 대한 세율은 14%임

* 개인투자자 : 이자소득세 15.4% (14% + 14%×10%)

* 법인투자자 : 이자소득세 14% + 자본차익(양도차익)에 따른 법인세

5) 참고로 주식의 경우 증권 거래세, 양도 차익, 배당에 대해 세금이 부과되며, 구체적인 부과내용은 다음과 같음
- 주식매매 시: 개인, 기관 그리고 외국인투자자 모두 증권거래세는 매도금액의 0.25%로 동일함
- 양도차익 발생 시 양도소득세가 부과되나 개인, 기관, 외국인투자자에 따라 상이하게 적용됨
* 개인투자자: 대주주에 대해 부과중이며 세율은 금액에 따라 20~25% 수준임
* 국내 기관투자자: 법인소득세과 부과되며, 10~25% 수준임
* 외국인투자자: 소속 국가 세법에 따라 자국에서 납부함
- 배당소득세 : 15.4%

[표6] 개인 · 기관 · 외국인 투자자 채권 과세 개요

구분	개인투자자	기관투자자
적용세법	소득세법	법인세법
과세대상	이자소득(분리과세 가능)	이자소득 + 자본차익
원천징수 여부	이자소득에 대해 모두 원천징수 (보유기간 과세)	
원천징수 세율	14%(소득세의 10% 주민세 추가)	14%
원천징수 방법	이자지급 또는 중도 매도시, 각 보유기간에 해당하는 이자소득 원천징수	
원천징수자	· 중도 매도시: 원칙은 매도자가 원천징수 (개인 매도시 매수법인이 원천징수) · 이자 지급 시: 이자를 지급하는 자	
외국인	내국인과 동일하게 취급	

※ 자료 : 한국거래소(2019)

- 외국인의 원천징수 채권이자소득세율은 14%로 내국인과 같으나, 조세조약을 체결한 국가는 제한세율을 한도로 원천징수 할 수 있음

[표7] 주요 체약국과의 제한세율

네덜란드	뉴질랜드	독일	룩셈부르크	미국	벨기에	브라질	사우디
15%	10%	10%	10%	12%	10%	15%	5%
스웨덴	**싱가포르**	**영국**	**일본**	**중국**	**캐나다**	**프랑스**	**호주**
15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	15%

※ 자료 : 한국거래소(2019)

■ 외국인투자자의 국내 채권투자 현황

- 외국인의 채권투자는 2016년 감소하였으나 이후 지속적으로 증가하고 있으며, 2019년 말 기준 상장채권 전체 중 6.8%를 보유하고 있음

  - 순매수에서 만기상환을 차감한 순투자 금액도 2016년을 제외하고는 양수를 기록하여, 외국인의 채권투자가 지속적으로 확대되고 있는 상황임

[그림10] 연도별 외국인 투자자 채권투자 추이

※자료: 금융감독원, 연도말 보유잔액 기준임, (단위: 십억원, %)

[표8] 연도별 외국인투자자 매수 및 보유금액

	순매수	만기상환	순투자	보유금액(연말)	보유비중(연말)
2010	63,120	46,210	16,910	74,192	6.6%
2011	41,234	34,128	7,106	83,027	6.9%
2012	37,984	30,588	7,396	91,016	7.0%
2013	40,453	36,983	3,470	94,704	6.8%
2014	37,090	31,923	5,167	100,362	6.9%
2015	34,771	34,304	467	101,364	6.5%
2016	12,992	−25,334	−12,342	89,336	5.6%
2017	36251	26,804	9,447	98,548	5.9%
2018	50,930	35,305	15,625	113,797	6.6%
2019	**54,443**	**45,224**	**9,219**	**123,651**	**6.8%**

※자료 : 금융감독원, 순매수/만기상환/순투자는 누계한 수치임, (단위: 십억원)

- 외국인의 채권 유형별 거래 행태를 보면 주로 국채와 특수채(통안채)를 대상으로만 거래가 활발하게 이루어지고 있음

- 2019년 말 기준 국채와 특수채(통안채) 보유비중은 99.3% 수준이며, 2013년 이후 국채 보유 비중은 지속적으로 확대되는 추세임

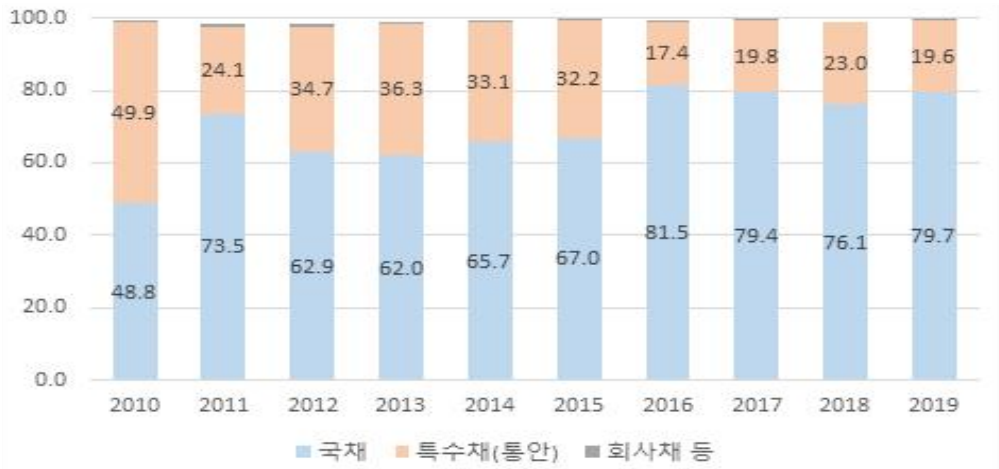
* 국채 보유 비중 : 2010년 48.8% → 2019년 79.7% (약 31%p 증가)

* 2019년 말 기준 외국인 투자자의 국채 보유금액은 98.5조원으로써, 2010년 47.7조원 대비 약 2배 증가함

- 국내 채권 중에서 통안채 보유 비중은 2010년 50% 가량을 차지하였으나, 이후 지속적으로 감소하여 2019년 기준 19.6% 수준임

* 2019년 말 기준 통안채 보유 금액은 24.3조원으로써, 2010년 25.4조원 대비 약 1.1조원 감소함

[그림11] 채권 유형별 외국인 투자자 보유비중



※자료: 금융감독원, 화사채 등(회사채+지방채), (단위: %)

- 한편, 2019년 말 기준 회사채와 지방채의 보유비중과 보유 금액은 각각 0.1% 및 630억원임

* 회사채의 경우 2011년과 2012년에 순투자를 행함에 따라 보유비중이 증가하였으나, 이후 지속적으로 감소하는 추세임

[표9] 채권 유형별 외국인투자자 보유 추이(연말)

	금액			비중		
	국채	특수채(통안)	회사채 등	국채	특수채(통안)	회사채 등
2010	47,745	25,420	305	48.8%	49.9%	0.6%
2011	60,992	19,995	538	73.5%	24.1%	0.6%
2012	57,228	31,586	601	62.9%	34.7%	0.6%
2013	58,691	34,386	317	62.0%	36.3%	0.3%
2014	65,889	33,230	213	65.7%	33.1%	0.2%
2015	67,890	32,658	185	67.0%	32.2%	0.2%
2016	72,843	15,507	52	81.5%	17.4%	0.1%
2017	78,265	19,521	102	79.4%	19.8%	0.1%
2018	86,646	26,227	43	76.1%	23.0%	0.0%
2019	**98,528**	**24,281**	**63**	**79.7%**	**19.6%**	**0.1%**

※ 자료 : 금융감독원, 비중=채권별 금액/총 보유채권 금액, (단위: 십억원)

[표10] 채권 유형별 외국인투자자 순투자 현황

	국채	특수채	특수채(통안)	회사채	지방채
2010	19,785	−2,844	−3,064	−31	−0.2
2011	11,428	−4,891	−5,555	568	0.1
2012	−4,254	11,593	11,601	57	0
2013	1,773	2,068	2,800	−371	−2
2014	7,128	−1,623	−1,293	−338	−1
2015	1,676	−1,054	−571	−155	0
2016	4,908	−17,112	−17,151	−137	0
2017	5,617	3,814	4,014	16	0
2018	8,506	7,185	6,966	−66	0
2019	**10,698**	**−1,501**	**−1,401**	**22**	**0**

※자료 : 금융감독원, 순투자는 연도별 누계한 수치임, (단위: 십억원)

- 채권 만기별 거래비중을 보면 단기채 보다는 중·장기채의 거래가 확대되는 추세임[6)]

6) 금융감독원에서 집계 및 공표하는 외국인 채권투자 현황에 있어 만기별 거래내역은 2016년부터 확인이 가능함

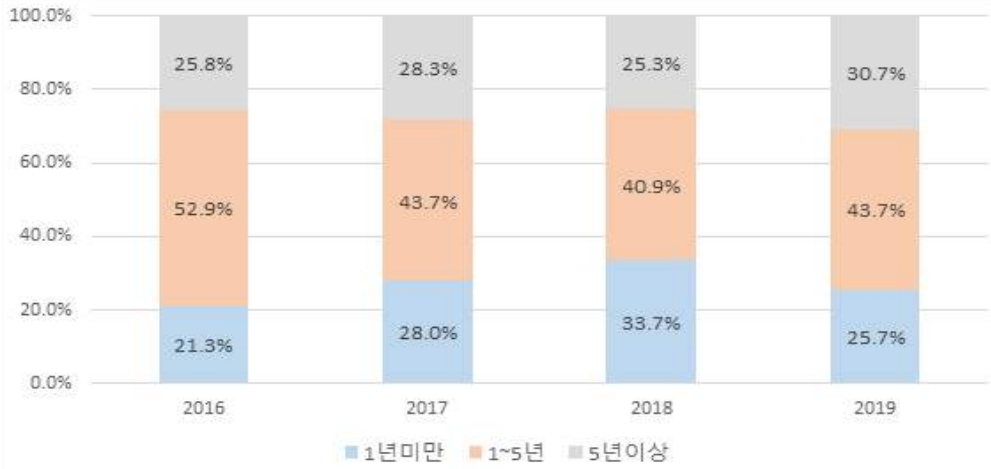
- 2019년말 기준 5년 이상 장기채 보유 비중은 30.7%로써 2016년부터 지속적으로 증가하고 있음

* 2019년말 기준 외국인투자자의 단기채(1년 미만), 중기채(1~5년), 장기채(5년 이상) 보유금액은 각각 32조원, 54조원, 38조원 수준임

- 단기채(1년 미만)는 2016년부터 순투자 규모가 음(-)으로 나타남

- 반면, 5년물 이상 장기채의 2019년간 누적 순투자 금액은 1.4조원으로써 2016년 대비 약 2배 가량 증가함

[그림12] 채권 만기별 외국인 투자자 보유비중



※ 자료: 금융감독원, 화사채 등(회사채+지방채), (단위: %)

[표11] 채권 만기별 외국인투자자 투자 현황

	순투자금액			보유금액(연말)		
	1년미만	1~5년	5년이상	1년미만	1~5년	5년이상
2016	-39,269	19,440	7,487	18,991	47,268	23,078
2017	-8,901	10,805	7,543	27,598	43,069	27,882
2018	-5,733	15,358	6,000	38,362	46,592	28,842
2019	**-27,426**	**22,961**	**13,686**	**31,729**	**54,015**	**37,907**

※ 자료 : 금융감독원, 순투자는 연도별 누계한 수치임, (단위: 십억원)

다. 외국인 투자자의 국내 MBS 투자 사례

■ 공사는 올해 두 차례에 걸쳐 MBS에 대한 외국자본을 유치함

- 2004년 공사 설립 이래로 원화 MBS에 대한 외국계 기관투자자의 투자 사례는 최초임

  - 싱가포르 제2위 투자은행인 UOB(United Overseas Bank Limited Co.)가 국내 MBS에 투자함

  * UOB는 올해 2월 21일과 3월 13일 두 차례에 걸쳐 총 3천억원을 투자함

[표12] UOB의 국내 MBS 투자 현황

구분	발행회차	발행일	만기	투자금액	발행금리
1차	MBS 2020-06	20.02.21	3년	1,500억원	1.467%
2차	MBS 2020-08	20.03.13	3년	1,500억원	1.250%

※ 자료 : 한국주택금융공사 보도자료(2020)

- 국내 MBS 기초자산의 건전성 및 MBS 발행구조 안정성을 적극적으로 어필함으로써 외국계 자본이 MBS를 투자할 수 있는 계기가 됨

■ 외국계 자본의 국내 MBS 투자 시사점

- MBS 수요처는 국내 기관투자자로 국한되었었으나, UOB 참여를 통해 외국인 투자자까지 확대될 수 있는 계기가 마련됨

- 한편, UOB는 MBS 트렌치 중 3년물에 대해서만 투자함

  - CMO 방식 MBS는 5년물 이상부터 콜 조항이 부여되어 있어, 투자자 측면에서 볼 때 원금 상환의 불확실성이 상존함

  - 반면, 3년물 이하는 투자자가 중도에 매각하지 않는 한 정해진 시점에 이자를 수취할 수 있으며 약정 만기에 원금을 상환 받아 현금흐름이 고정적임

  - 따라서 국내 MBS 투자 시 원/달러에 대한 환헤지를 사전에 가능하므로, 콜조항이 부여되지 않은 MBS 트렌치 중(3년물 이하) 상대적으로 투자수익률이 높은 3년물을 매수한 것으로 평가해 볼 수 있음

3. 국내 MBS 특성 분석

가. 국내 MBS 개요

■ **현재 공사는 CMO 및 PT 방식 MBS를 발행하며 공사가 원리금을 지급보증하고 있음**

- CMO(Collateralized Mortgage Obligation: 모기지담보부증권) 방식 MBS는 선순위 8개 및 후순위 1개로 구성됨

- CMO는 MBS의 한 종류로 Pass-through형 MBS를 우선순위별(Class)로 구분하여 각각의 트렌치(Tranches)를 발행하는 형태임

- CMO MBS는 만기 1년부터 20년까지의 8종류 만기로 발행하며, 1~3년물은 만기 일시상환 형태 그리고 5년물 이상은 콜옵션 조건이 부여됨

- 공사는 지난 '16년 11월부터 PT(Pass-Through)-MBS도 발행 중임

- PT-MBS는 미국의 MBS의 일반적인 형태로 기초자산에서 발생한 조기상환 금액을 그대로 투자자에게 상환시키는 구조임

- 당초 PT-MBS 선순위는 3개(2년, 5년, 20년 만기) 트렌치로 구성하였으나, 2018-12회차부터 10년 만기도 신규로 추가하여 총 4개 트렌치로 발행 중임

[표13] 일반 MBS(CMO-MBS) 발행구조 개요

기초자산	· 주택저당채권(보금자리론, 디딤돌대출, 적격대출 등)
발행금액	· 약 1조원(1회 기준)
발행구조	· 공사가 선순위 MBS 원리금에 대해 전액 지급보증 제공 · 선순위는 1,2,3,5,7,10,15,20년의 8개 종목(트렌치)로 구성 · 만기 5년 이상 트렌치부터 콜옵션 부여 · 만기가 짧은 종목부터 순차적으로 매 3개월 부분콜옵션 행사
발행조건	· 고정금리(국고채 유통수익률+가산금리) · AAA 신용등급, 한국거래소 채권시장부 상장, 공모 발행
채권관리자	· 대출취급 금융기관(매월 채권관리수수료 수취)

※자료 : 한국주택금융공사 내부자료
※U-보금자리론·디딤돌대출을 기초자산으로 하는 MBS는 공사가 직접 채권관리

■ 국내 MBS는 수익증권으로써, 고유동성 자산으로 분류되며 공개시장운영 대상증권으로 활용되고 있음

• 공사법에 의거 MBS는 수익증권으로 정의되나 채권으로 인정받고 있음

- 공사법 제2조 5항에 주택저당증권(MBS)은 수익증권으로 정의함

> **제2조(정의)** 이 법에서 사용하는 용어의 뜻은 다음과 같다.
>
> 1. "채권유동화"란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 것을 말한다.
>
> 가. 한국주택금융공사(이하 "공사"라 한다)가 금융기관으로부터 양수한 주택저당채권을 담보로 하여 주택저당채권담보부채권을 발행하고 그 소지자에게 원리금을 지급하는 행위
>
> 나. 공사가 금융기관으로부터 양수한 주택저당채권을 기초로 주택저당증권을 발행하고 그 수익자에게 주택저당채권의 관리·운용 및 처분으로 생긴 수익을 분배하는 행위
>
> <중략>
>
> 4. "주택저당채권담보부채권"이란 공사가 주택저당채권을 담보로 하여 발행하는 채권을 말한다.
>
> 5. "주택저당증권"이란 공사가 주택저당채권을 기초로 하여 발행하는 수익증권을 말한다.

• 공사 MBS는 은행 LCR 규제 상 Level1 자산으로 분류되며, 위험가중치 0%를 적용받음

- 2014년 8월 은행업법감독규정 개정에 따라 국내 금융기관은 2015년부터 BaselⅢ LCR(Liquidity Coverage Ratio, 유동성커버리지비율) 규제를 적용받고 있는 상황임

- LCR은 1개월 이내의 순현금유출액에 대비하기 위한 고유동성자산 비율로 정의

* LCR 규제는 뱅크런(bank run)과 같은 위기상황을 대비하기 위한 목적임

$$\text{유동성커버리지비율}(LCR) = \frac{\text{고유동성자산}}{\text{향후30일간순현금유출}} \geq \text{규제수준}(100\%)$$

- 원칙적으로 신용등급 AA이상 주택담보대출 유동화증권(RMBS)은 25% 할인율을 적용받음

* 공사 MBS는 정부보증채로 인정받아 Level 1 등급을 적용받고 있음

[표14] LCR 고유동성자산 현황

구분	주요내용	할인율
Level1	· 주화나 지폐 · 지급준비금 · 국가, 중앙은행, 공공기관 등이 발행 또는 보증한 유가증권 (위험가중치 0%)	· 0% (시장가치 100% 인정)
Level2A	· 신용등급 AA- 이상의 회사채, 커버드본드 등 · 국가, 중앙은행, 공공기관 등이 발행 또는 보증한 유가증권 (위험가중치 20%)	· 15% (시장가치 85% 인정)
Level2B	· 신용등급 A~BBB- 회사채 등 · AA 이상의 RMBS	· 50% (시장가치 50% 인정) · RMBS: 25% 할인율 적용

※자료 : 한화투자증권(2019)

- MBS는 최근 공개시장운영 대상증권에도 포함됨(한국은행, 2020)

- 한은은 공개시장운영 단순매매 대상증권에 기존 국채 및 정부보증채와 함께 공사 MBS, 산업금융채권, 중소기업금융채권, 수출입채권을 포함함

- 공사 MBS는 2020년 4월14일부터 한국은행 공개시장운영 단순매매증권에 포함됨으로써 안심전환대출 관련 은행의 MBS 보유 부담을 완화시키는 한편, MBS의 유동성이 개선될 것으로 기대되고 있음

■ 추가적으로 공사 MBS는 가장 안정적인 신용등급을 부여받고 있음

- 신용평가 시 선순위 MBS는 가장 높은 신용등급인 “AAA”를 부여함

- MBS 기초자산 LTV는 대략 50% 수준으로써, 기초자산의 회수 가능성이 양호한 것으로 평가받고 있음

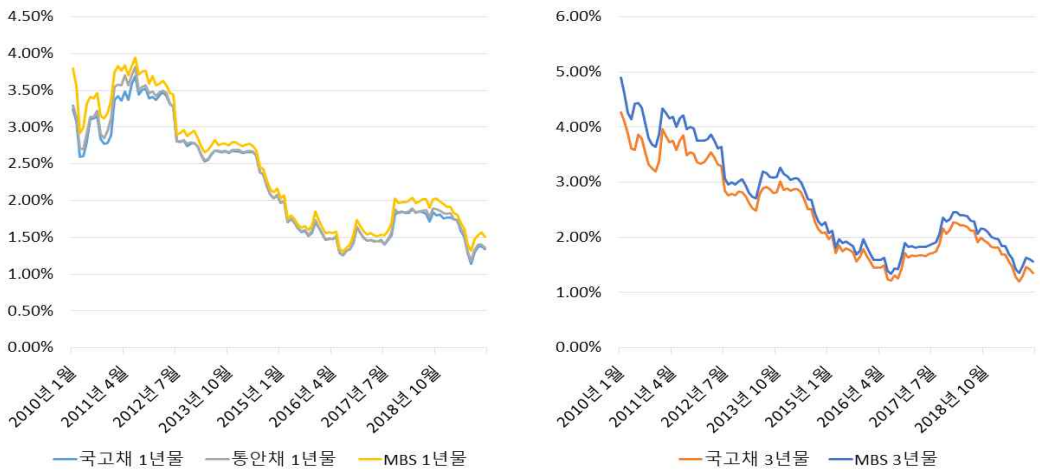
- 또한, 기초자산 현금흐름이 부족한 경우 수익증권의 원본 및 배당수익을 공사가 지급보증 하므로 투자자의 금융손실 가능성은 없는 상황임

나. 국내 MBS 투자성과 분석

■ 국내 MBS는 동일 만기의 국고채 및 통안채 대비 우월한 투자수익을 제공하고 있음

- MBS는 국고채 금리에 일정 스프레드(spread)를 가산하여 발행금리가 결정되므로 동일 만기 국고채에 비해 높은 투자수익률을 제공함
- 특히, MBS는 발행 당시 결정된 이자율이 만기까지 고정(fixed)되어 있으므로 안정적인 투자자산의 역할을 수행함
  - 또한, 국내 MBS 중 5년 미만 트랜치의 경우 콜조항 없이 발행되므로 안정적인 현금흐름을 제공함

[그림13] 국내 주요 채권의 수익률(YoY) 비교



※ 자료 : 금융투자협회 채권정보센터 시가평가기준수익률(민평3사 평균), (단위: %)

■ 한편, 투자자산으로서 MBS의 가치를 평가하기 위해서는 수익성뿐만 아니라 위험 측면도 고려할 필요가 있음

- 2010년부터 2019년까지(10년) 월평균 수익률 및 수익률 변동(표준편차)을 반영한 위험조정(Risk-adjusted) 수익을 비교하는 경우 동일만기 국고채보다 성과가 소폭 낮게 나타남

- 하지만, 시장금리 추이에 따른 기간별 위험조정수익은 전체 기간과 상이한 패턴을 보임

- 2013년 5월부터 2014년 7월까지의 금리 안정기를 제외한 모든 기간에서 MBS 위험조정수익이 동일만기 국고채의 위험조정수익을 상회함

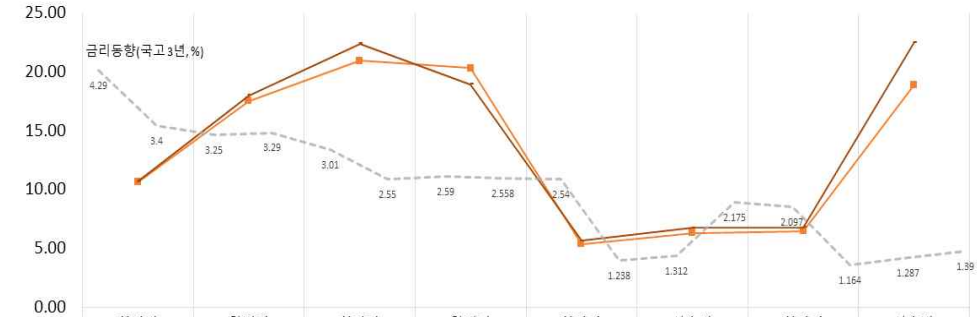
- 즉, 공사 MBS는 명목수익률(Yield) 측면과 변동성을 감안한 위험조정수익성 모두에서 양호한 성과를 보인다고 평가해 볼 수 있음

[표15] 국고채 및 MBS 위험조정 수익성 비교

	국고채 1년물	국고채 3년물	통안채 1년물	MBS 1년물	MBS 3년물
월평균수익률(%)	0.19%	0.20%	0.19%	0.20%	0.22%
표준편차(%)	0.06%	0.07%	0.06%	0.07%	0.08%
월간위험조정수익(배)	**3.078**	**2.934**	**3.020**	**3.026**	**2.835**
연율화 수익률(%)	2.28%	2.46%	2.31%	2.44%	2.71%
표준편차(%)	0.21%	0.24%	0.22%	0.23%	0.27%
연간위험조정수익(배)	**10.774**	**10.276**	**10.570**	**10.600**	**9.943**

※ 자료: 금융투자협회 채권정보센터 2010년 1월 2019년 12월 시가평가기준 수익률(민평3사 평균), 주택금융연구원

[그림14] 금리 변동 기간별 위험조정(Risk-adjusted) 수익성 비교



	하락기 2010년 1월 2010년 11월	안정기 2010년 12월 2012년 6월	하락기 2012년 7월 2013년 4월	안정기 2013년 5월 2014년 7월	하락기 2014년 8월 2016년 8월	상승기 2016년 9월 2018년 6월	하락기 2018년 7월 2019년 8월	상승기 2019년 9월 2019년 12월
국고3년	10.62	17.52	20.93	20.29	5.35	6.30	6.45	18.86
MBS3년	10.71	17.99	22.37	18.94	5.65	6.71	6.77	22.47

※ 자료 : 금융투자협회 채권정보센터 시가평가기준수익률(민평3사 평균),
(단위: 배, 월평균수익률 및 표준편차는 %)

다. 국내 MBS와 여타 투자자산과의 관련성

■ **국내 MBS는 여타 위험자산과 낮은 상관관계를 보여 국내 투자자산에 대한 포트폴리오 구성 시 위험분산 효과를 제공할 수 있음**

• 2010년 이후 10년간의 월별 수익률 자료를 이용하여 투자자산 간의 상관관계를 분석한 결과는 아래와 같음

- 국내 MBS는 주식시장(주가지수) 및 외환시장(원/달러 환율) 자산과 음(-)의 상관관계를 보임

- 음(-)의 상관관계를 갖는 투자자산으로 포트폴리오를 구성하는 경우 위험이 상쇄된다는 이점이 존재함

* Bernhardt, Kolbe and Zagst (2013)는 2001년부터 2003년까지의 자료를 활용하여 분석하였는데, 미국시장에서 발행된 MBS를 투자 포트폴리오에 포함하는 경우 동일위험 포트폴리오 대비 기대수익이 증가한다는 결과를 제시함

[표16] 국내 MBS와 여타 금융자산 간 상관관계

		채권				주식			외환
		국고 1년물	국고 3년물	MBS 1년물	MBS 3년물	KOSPI	MSCI EM	MSCI Asia	원/달러 환율
채권	국고 1년물	1.000							
	국고 3년물	0.959	1.000						
	MBS 1년물	0.994	0.975	1.000					
	MBS 3년물	0.948	0.997	0.970	1.000				
주식	KOSPI	−0.028	−0.001	**−0.029**	**−0.004**	1.000			
	MSCI EM	−0.063	−0.045	**−0.064**	**−0.048**	0.799	1.000		
	MSCI Asia	−0.054	−0.042	**−0.060**	**−0.050**	0.769	0.932	1.000	
외환	원/달러 환율	−0.036	−0.052	**−0.033**	**−0.041**	−0.548	−0.770	−0.715	1.000

※자료: 주택금융연구원

※MSCI EM과 Asia는 각각 모건스탠리의 신흥시장(Emerging Market) 및 아시아 시장 주가지수를 의미함

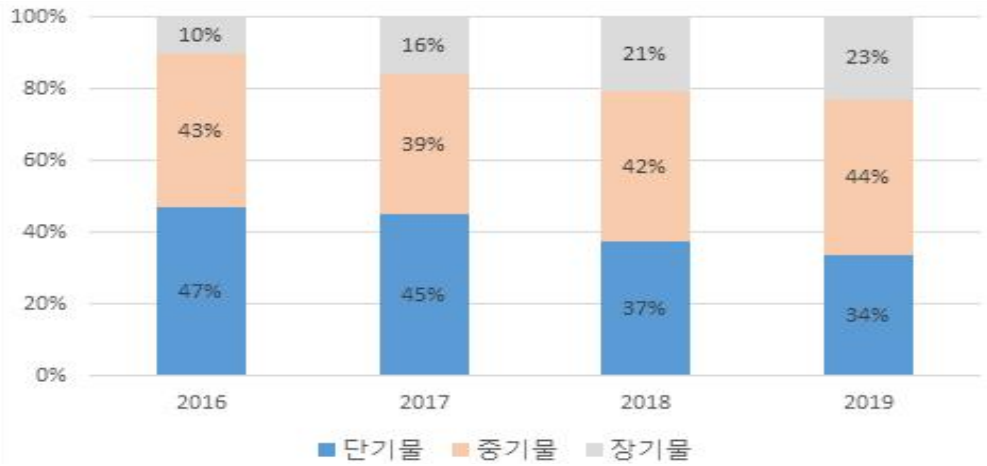
라. 국내 MBS 발행 및 투자자 현황

■ **최근 4년('16~'19) 간 MBS는 단기물 보다는 중·장기물의 발행이 확대되고 있는 추세임**

• 2019년 기준 단기, 중기, 장기물의 발행 비중은 각각 34%, 44%, 23%를 차지하고 있음

- 단기물의 경우 '16년 16.3조원에서 '19년 9.1조원으로 발행금액 감소함

[그림15] 연도 및 만기별 MBS 투자 추이



※자료: 공사 연차보고서
※단기물(3년물 이하), 중기물(5년 및 7년), 장기물(10년물 이상)

[표17] 연도 및 만기별 MBS 투자 현황

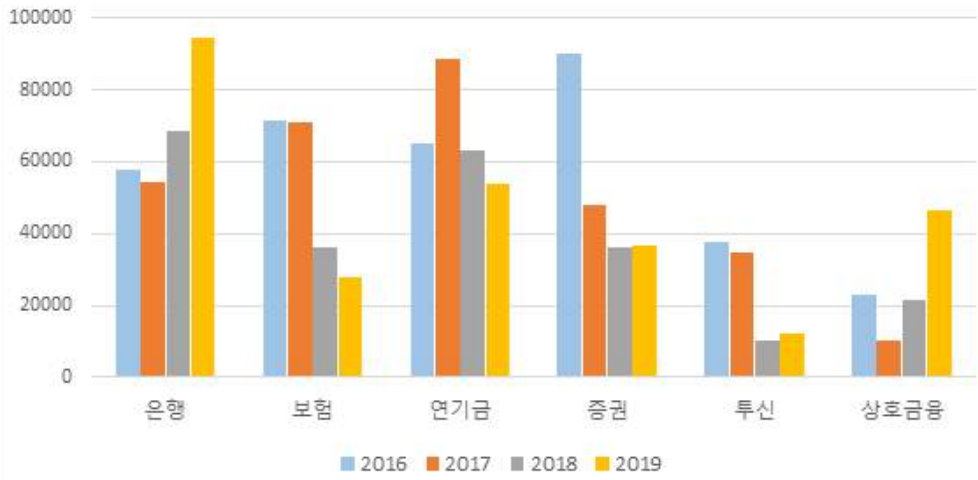
	금액(억원)				비중(%)		
	단기물	중기물	장기물	합계	단기물	중기물	장기물
2016	163,054	147,200	35,000	345,254	47%	43%	10%
2017	137,797	120,500	48,100	306,397	45%	39%	16%
2018	87,995	99,300	48,500	235,795	37%	42%	21%
2019	**90,912**	**118,500**	**61,900**	**271,312**	**34%**	**44%**	**23%**

※자료: 공사 연차보고서
※단기물(3년물 이하), 중기물(5년 및 7년), 장기물(10년물 이상)

■ **국내 기관투자자의 MBS 투자추이를 보면 은행 및 상호금융의 투자는 확대 중이나 보험 및 증권사 투자는 감소하고 있음**

- 2019년 기준 은행 투자비중은 35%로 가장 높으며, 다음으로 연기금 20% 및 상호금융 17% 순임
- 보험사의 투자금액은 2017년까지 약 7조원 수준이었으나, 2018년 및 2019년에는 절반 이하 수준으로 감소함

[그림16] 연도 및 투자자별 MBS 투자 추이



※자료 : 공사 연차보고서, (단위: 억원)
※단기물(3년물 이하), 중기물(5년 및 7년), 장기물(10년물 이상)

[표18] 연도 및 만기별 MBS 투자 현황

	은행	보험	연기금	증권	투신	상호금융
2016	57,706	71,392	65,262	90,114	37,880	22,900
2017	54,078	71,065	88,600	47,828	34,626	10,200
2018	68,485	36,233	63,134	36,410	10,209	21,324
2019	94,566	27,735	53,880	36,640	12,020	46,471

※자료: 공사 연차보고서
※단기물(3년물 이하), 중기물(5년 및 7년), 장기물(10년물 이상)

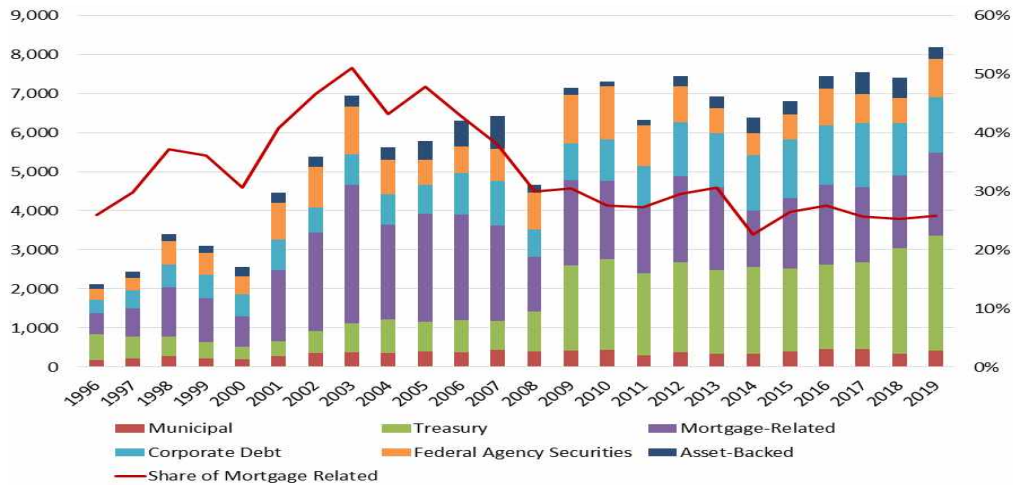
4. 해외 MBS 시장 : 미국 및 호주 사례

가. 미국 채권시장 개요

■ 미국 채권시장 발행규모는 국채, 모기지 관련 채권, 회사채 순임

- 2008년 서브프라임 이전까지는 모기지와 관련된 채권이 미국 채권 시장에서 가장 큰 비중을 차지함
- 하지만, 2008년 이후부터 국채 발행이 증가하기 시작하였고, 2019년 말 기준 모기지 채권 비중은 약 30% 수준을 유지하고 있는 상황임

[그림17] 미국 채권시장 발행 규모

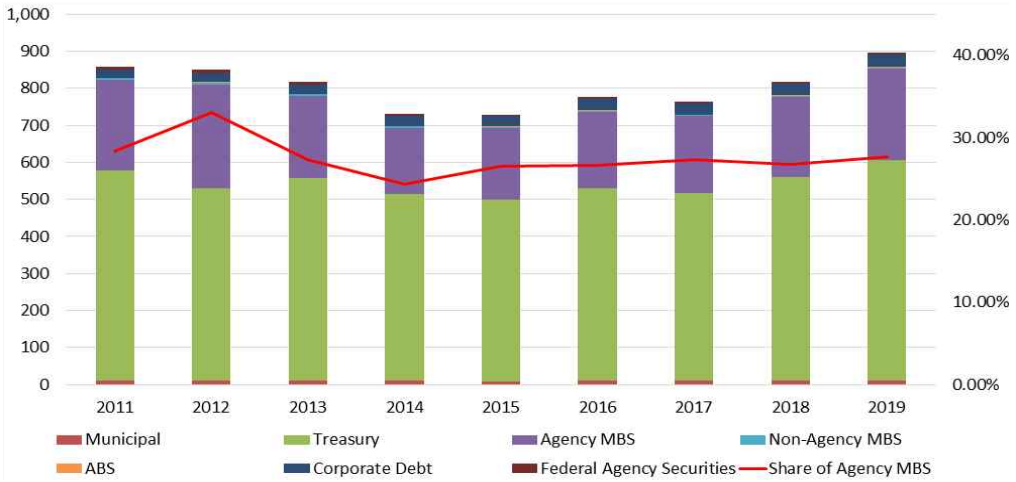


※ 자료 : SIFMA, (단위: 십억달러)

■ 2019년 기준 미국 채권시장의 일평균 거래 규모는 약 9,000억달러로 추산되며, 국채와 공적 MBS 거래 비중이 대부분을 차지함

- 미국 채권시장에서 거래되는 채권유형 중에서 국채의 거래 비중이 가장 높음
- 다음으로, 공적 MBS(Agency MBS) 거래 규모는 전체 일평균 총 거래 금액 중 약 30%를 차지함

[그림18] 미국 채권시장 일평균 거래규모



※ 자료 : SIFMA, (단위: 십억달러)

나. 미국 MBS 발행 및 유통시장

■ 미국 MBS는 2가지로 구분되어 발행 중임

- 미국 MBS는 PT(Pass-Through) 방식과 CMO(Collateralized Mortgage Obligations) 방식으로 구분됨

  - PT-MBS는 1970년 지니매(Ginnie Mae)에서 최초로 발행 한 뒤, 1971년 프레디맥(Freddie Mac), 1981년 패니매(Fannie Mae)도 발행하기 시작함

  - CMO MBS는 1983년 프레디맥이 최초로 발행한 구조화된 MBS 형태임

  - 현재 미국 MBS 시장에서는 PT-MBS가 대부분을 차지하고 있음

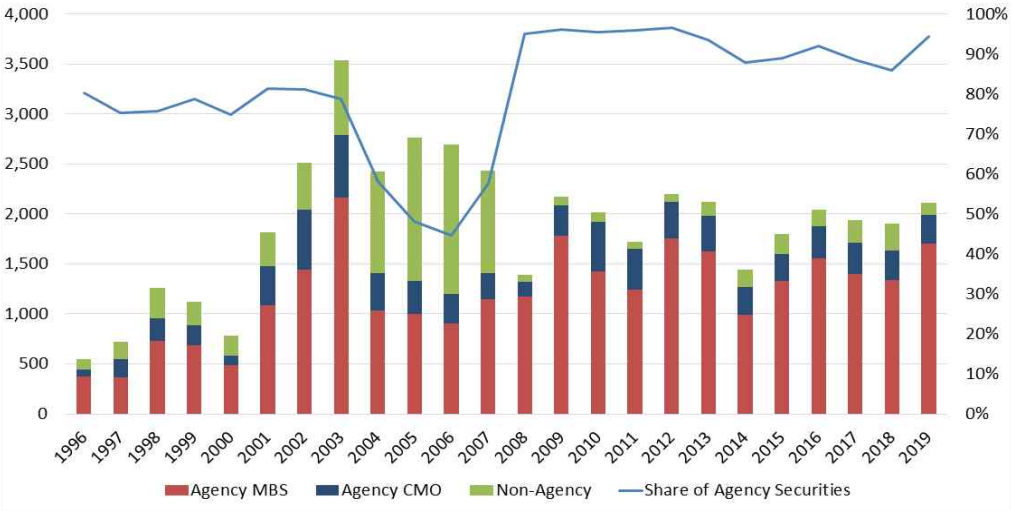
■ 미국 MBS 발행주체는 공적 부문(Agency MBS)과 민간 부분(Non-Agency MBS)으로 이원화 됨

- 공적 MBS는 대표적으로 지니매, 패니매, 프레디맥과 같은 정부보증기관(GSEs)에서 보증 및 유동화하는 유동화증권을 의미함

  - 유동화 기관에 따라 발행하는 MBS 풀 내에 포함하는 기초자산의 특징이 다르며, 발행 및 관리나 위험관리 방법 등에도 차이가 있음

- 민간 MBS는 은행 또는 여타 금융기관 주택담보대출을 기초로 정부 보증기관이 아닌 기관에서 발행되는 유동화 증권을 의미함

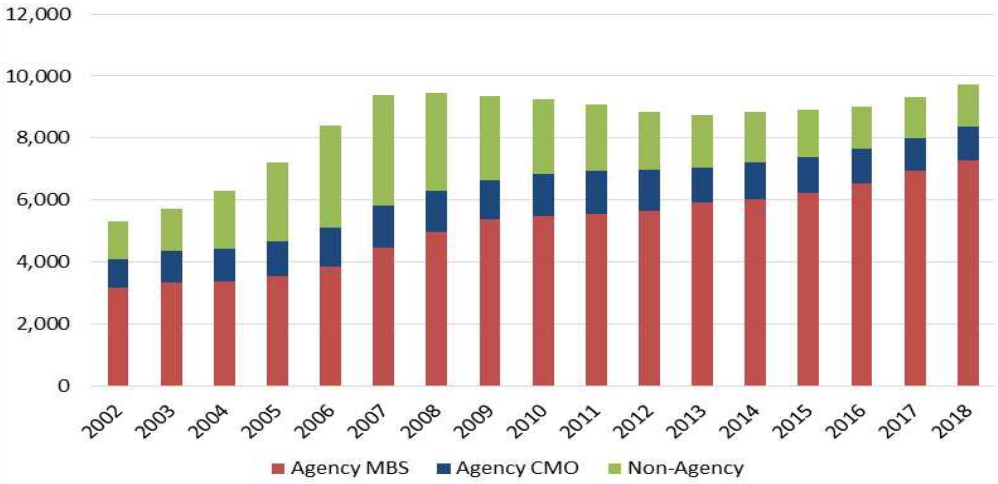
[그림19] 미국 부문별 MBS 발행 구성



※ 자료 : SIFMA, (단위: 십억달러)

※ Agency MBS는 Pass-Through 방식의 MBS를 의미함

[그림20] 미국 부문별 MBS 발행 잔액



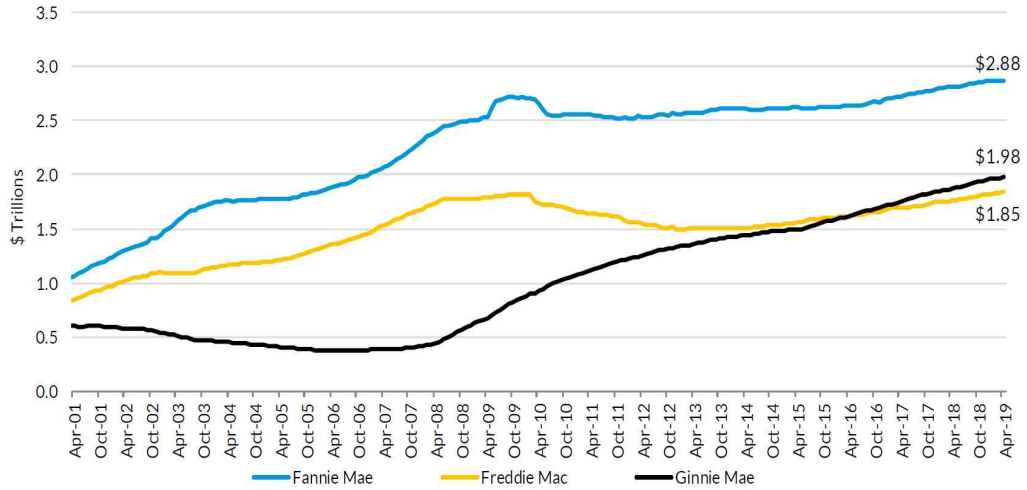
※ 자료 : SIFMA, (단위: 십억달러)

※ Agency MBS는 Pass-Through 방식의 MBS를 의미함

■ 현재 미국에서 거래되는 대부분의 MBS는 공적 MBS임

- 서브프라임 사태 이후 미국 2차 모기지 시장에서 정부보증기관이 보증 및 유동화하는 공적 MBS 점유율이 크게 증가함
  - 2000년대 초반에는 민간 MBS 비중이 높았으나, 2008년 이후 민간 MBS 발행이 대폭 감소하고, 공적 MBS 발행이 증가함
  - 현재 전체 MBS 발행규모 중 공적 MBS가 차지하는 비중이 90%를 상회함
- 2008년 이후 공적 MBS 중에서도 지니매 MBS가 가장 급격하게 증가함

[그림21] 미국 유동화기관별 공적 MBS 잔액 추이



※ 자료: Housing Finance Policy Center, Urban Institute, (단위: 조달러)

■ 미국 Pass-through(PT) Agency MBS의 대부분은 TBA(To-Be Announced)라고 불리는 선도거래 시장에서 거래되고 있음[7)]

- TBA 시장은 1970년대 지니매에서 PT-MBS가 도입되며 시작됨
- PT-Agency MBS는 일평균 2,190억달러 규모를 기록함(2018년 기준)
- TBA 시장에서 유통되는 PT-Agency MBS 비중은 90%를 상회함

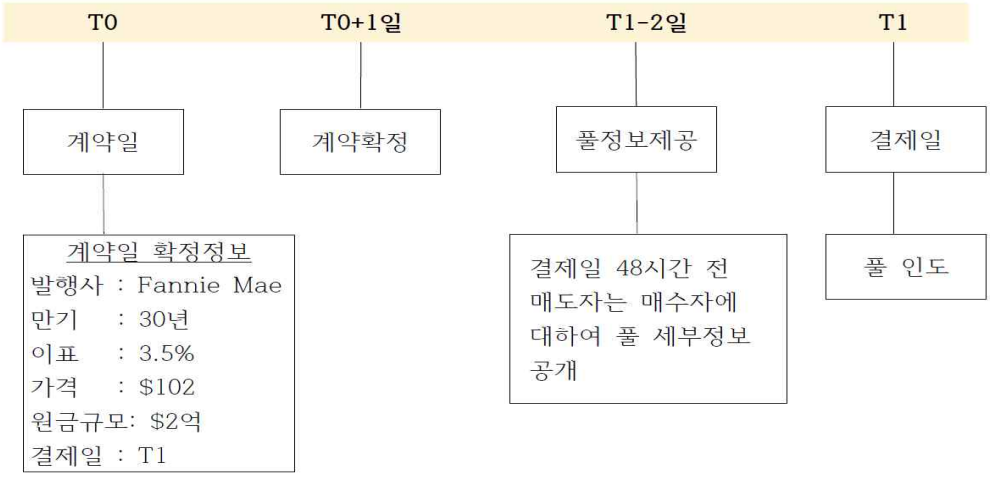
7) 미국 MBS 시장의 TBA 거래에 관한 상세한 내용은 김계홍(2015a)을 참고 바람

■ **TBA란 특정 조건을 갖춘 모기지 풀(pool)을 기초자산으로 하여 모기지론에서 발생하는 현금흐름을 고정금리 형태로 지급하는 채권(MBS)의 선도(Forward) 매매계약을 의미함**

- 계약일에 가격과 수량을 결정하지만, 구체적인 모기지풀 구성 내역은 결제일 2일(48시간) 전에 공시됨
- MBS 매도자와 매수자가 계약일에 결정하는 사항은 다음의 6가지임

- ① (MBS 발행사) Fannie Mae 등의 GSE, ② (만기) 3개월 이내로 결정되고 만기 1개월과 2개월의 비중이 매우 높음, ③ (이표) 50pb 단위 (e.g. 3.0%, 3.5%, 4.0% 등), ④ (가격) 원금규모 $100당 계약가격, ⑤ (원금규모) 풀에 속하는 모기지 수, ⑥ (결제일) 모기지 풀을 실제 인도하는 날. 월별로 단 하루의 결제일이 결정되며, 발행사 별로 서로 다른 결제일이 지정됨

[그림22] 미국의 전형적인 TBA 거래 일정



※ 자료 : 김계홍(2015a)

■ **TBA 시장에서는 모기지풀의 대체 가능성을 증진시키기 위한 조건을 확립하여 거래의 효율성을 증진시키고, 시장의 유동성을 제고시킴**

- 모기지풀 간 동질성 또는 대체 가능성 증진을 위하여 적격자산 동질성 여부를 판단하는 표준화된 거래절차 및 규정을 두고 있음

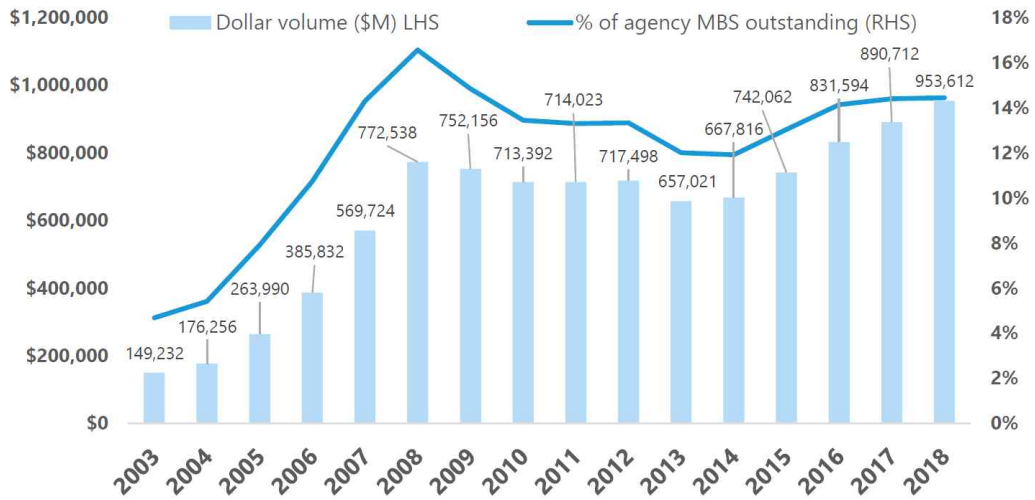
- TBA 거래를 통해 Agency-MBS가 동질화됨에 따라 회사채 등 기타 고정금리형 투자자산에 비해 MBS의 투자 매력도가 증가함
- 그 결과 거래규모가 증가하고 매수-매도 호가(bid-ask spread)가 작아져 유동성이 풍부하고 투명한 시장 형성이 가능함

다. 미국 공적 MBS 시장에 대한 해외 투자자 현황

■ **미국 공적 MBS에 대한 해외 투자자 수요는 2003년부터 2008년까지 급격히 증가하였으나, 이후 10여 년간 큰 변동 없이 유지되고 있음**

- 공적 MBS 투자 규모 : 1,490억달러(2003년) → 7,725억달러(2008년) → 9,540억달러(2018년)
- 공적 MBS 중 해외투자자 보유 비중 : 5%(2003년) → 16%(2008년) → 14%(2018년)

[그림23] 미국 연도별 공적 MBS 해외투자자 규모 및 비중



※ 자료: Housing Finance Policy Center, Urban Institute,
(단위: 백만달러, %)

■ **공적 MBS의 발행 및 보증기관별로 해외투자자 비중에는 차이가 존재하며, 패니매와 프레디맥 MBS 보다 지니매 MBS가 해외투자자에게 더 매력적인 투자 유인이 있는 것으로 판단됨**

- 지니매 MBS는 미국 정부에서 보증하는 대출(FHA & VA 발행 대출)을 기초자산으로 하므로 타 공적 MBS보다 투자 안정성이 보장됨

- 지니매 MBS는 미국 정부가 명시적으로 지원하고 있음

- 반면, 패니매와 프레디맥의 경우 정부에서 보증하지 않는 대출을 양수하여 유동화하기 때문에 지니매의 MBS에 비해 투자 안정성이 낮은 것으로 평가됨

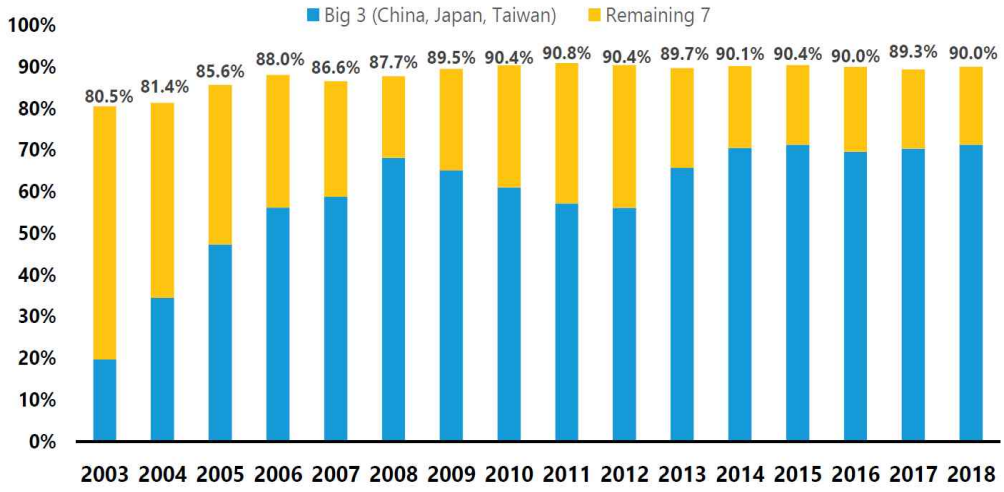
- 지니매 MBS와 달리 패니매와 프레디맥 MBS는 미국 정부의 명시적 지원 대상이 아님

■ 미국 공적 MBS에 대한 해외투자자는 소수 몇 개 국가에 집중적으로 분포되어 있고 아시아 국가의 투자 비중이 대부분을 차지함

- 2018년 기준 투자비중 상위 10개국이 차지하는 비중은 90%에 육박하며, 그 중 상위 3개국(중국, 일본, 대만)이 총 71.3%를 차지함

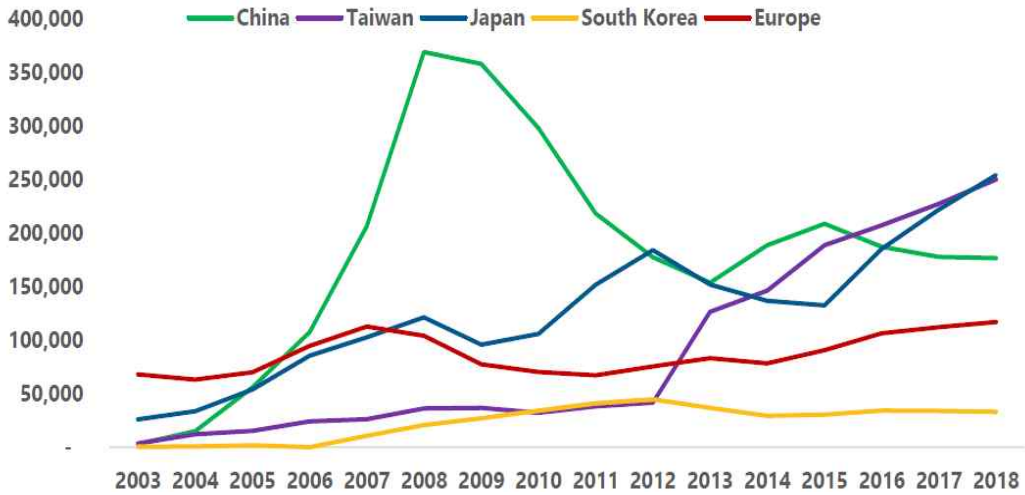
- 말레이시아, 홍콩, 사우디아라비아, 싱가포르 등 기타 아시아 국가들을 포함한 아시아 전체 투자비중은 79.7%를 차지하고 있으며 유럽 국가들은 전체 해외투자자 비중에서 12%를 상회함

[그림24] 미국 해외투자자 중 투자규모 상위 10개국 투자 집중도



※ 자료: Housing Finance Policy Center, Urban Institute

[그림25] 미국 공적 MBS에 대한 연도별 주요국 투자규모 추이



※ 자료: Housing Finance Policy Center, Urban Institute, (단위 : 백만달러)

■ 2000년대의 급격한 해외 투자 수요 증가는 중국의 해외 투자 확대에 기인한 것으로 파악됨

- 2000년대 초반 중국은 경상수지 및 외환보유액의 증가를 기반으로 미국 공적 MBS를 포함한 해외투자를 확대함

  - 2003년까지 중국의 공적 MBS 투자는 30억달러 규모로 전체 해외투자자의 2%를 차지하였으나, 2008년 3,680억달러 규모로 투자를 확대하여 전체 해외 투자 수요의 약 48%를 차지함

  - 그러나 2010년 중국의 성장이 둔화됨에 따라 공적 MBS에 대한 투자 규모도 축소되어 2018년 기준 약 1,763억달러 규모를 보유함(전체 해외 투자 수요의 18.5%를 차지함)

- 2010년 이후 중국의 투자 규모는 축소되었으나 여타 아시아 국가의 투자 규모는 증가하기 시작함

  - 일본은 꾸준히 투자규모를 증가시켜 2003년 26억달러 규모였던 공적 MBS 투자를 2018년 2,220억달러 규모까지 확대함

  - 일본은 미국 공적 MBS 투자처 중 가장 투자 규모가 큰 국가로 부상함

- 대만은 2013년 전년 대비 3배 규모인 1,260억달러를 미국 공적 MBS에 투자함으로써 미국 공적 MBS의 주요 투자국으로 성장하였고, 이후 투자 규모가 증가하고 있음

■ **해외투자자의 경우 정부, 정부기관, 중앙은행, 국부펀드 등 공공부문 비중이 증가하는 추세이며, 2018년 기준 약 60%의 공적 MBS에 대한 해외 투자 수요는 공공부문에서 이루어짐**

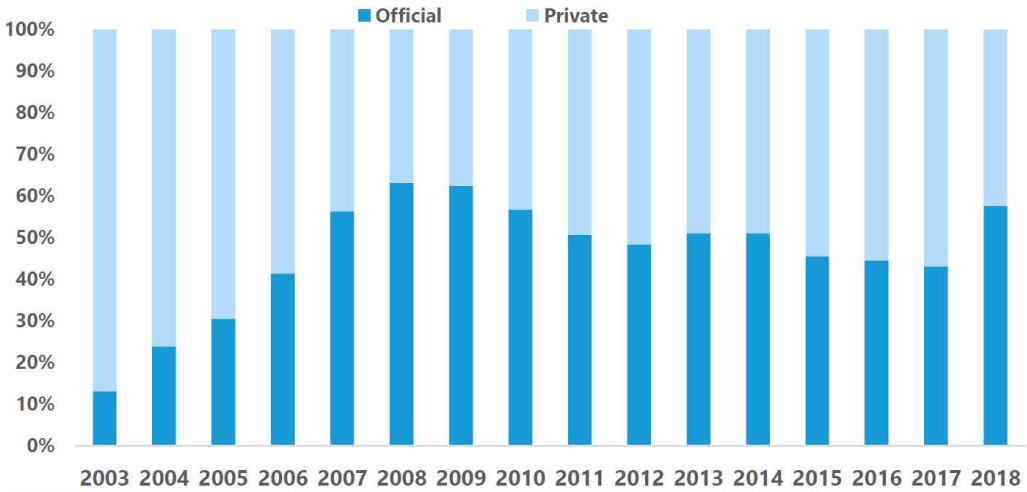
• 미국 공적 MBS의 해외 투자기관 중 공공부문이 차지하는 비중은 2000년대 초반 약 13%를 차지하였으나, 2008년까지 급격히 증가하여 전체 해외투자 수요에서 약 60%를 차지함

- 중국 해외투자 주체가 공공부문 중심으로 이루어졌고 중국의 투자규모가 변화함에 따라 전체 해외 수요 비중에서 공공부문이 차지하는 비중이 변화함

- 2008년 이후 민간과 공공부문의 비중이 비슷한 수준으로 유지되었으나, 2018년 공공부문의 비중이 60%로 급격하게 증가함

• 한편, 해외 공공기관 투자 비중이 높다는 점을 고려할 때 투자국의 무역수지와 외환보유액 등이 공적 MBS 투자 수요에 큰 영향을 미칠 개연성이 있음

[그림26] 미국 공적 MBS에 대한 해외투자자 기관 유형별 비중



※ 자료: Housing Finance Policy Center, Urban Institute

라. 미국 MBS 시장 사례의 시사점

■ 미국 MBS 유통시장 측면

■ 미국 장기채 시장에서 MBS는 국채 다음으로 거래가 활발하게 이루어져 투자자산으로써 중요한 역할을 수행 중임

- 모기지 관련 채권의 발행물량이 국채 다음으로 높은 수준을 차지하고 있어 유통시장에서 투자자들이 거래하기에 충분한 수량이 존재함

* 김계홍(2015b)은 채권의 잔액규모와 회전율 간 유의적 정(+)의 상관관계(잔액규모가 클수록 회전율이 높음)가 있다는 실증결과를 제시함

■ 한편, 미국은 다양한 종류의 MBS를 발행함에도 불구하고 TBA 시장에서 투자자 간 표준화 된 거래절차 및 규정을 두고 있음

- 이질적인 모기지 풀 간 대체가능성 증진을 위해 TBA 적격 풀 속성에 대한 구분 조건을 제시하고 있음

* 가중평균 만기, 가중평균 이표, 대출규모, 대출소재지, 신용등급 및 LTV 등

■ 미국 MBS에 대한 해외투자자 참여 측면

• 미국 공적 MBS에서 해외투자자가 참여하는 비중은 10% 내외 수준을 유지하고 있음

- 공적기관 MBS 중에서 지니매 상품이 해외투자자에 가장 매력적인 것으로 나타나는데 이는 기초자산의 건전성이 가장 높은데 기인함

* 지니매는 건전성 확보를 위해 MBS의 기초자산에 제한을 둠(FHA, VA 등)

• 과거 미국의 공적 MBS 해외투자자는 주로 중국이었으나, 현재 일본이나 대만 등이 주요 투자국이며 공공측면의 비중이 높음

- 이는 투자국의 무역수지와 외환보유액 등이 미국 MBS에 대한 투자의사결정 시 중요한 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단됨

마. 호주 MBS 시장

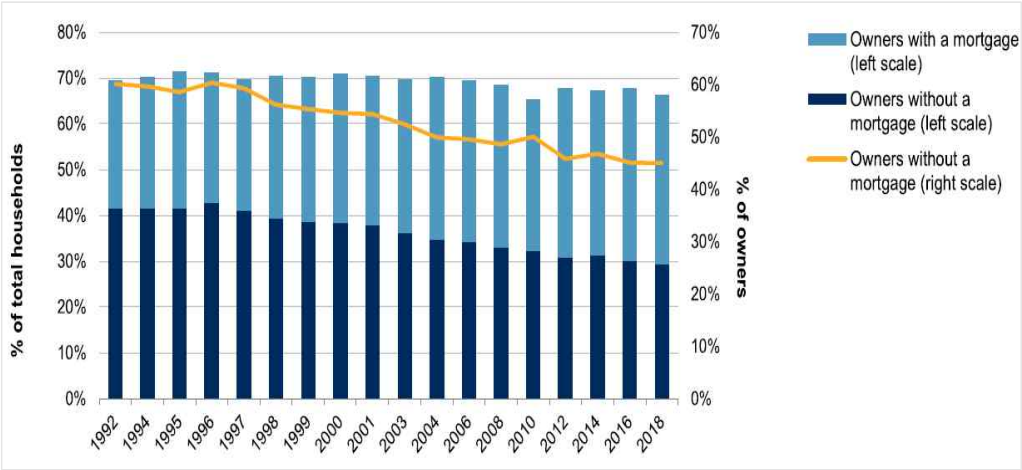
■ **호주의 경우 자가주택 소유에 대한 비중이 높은 상황이며, 저금리 및 주택가격 상승 등에 기인하여 모기지시장이 발전한 상황임**

■ 2018년 기준 약 66% 가구에서 자가 주택에 거주하고 있으며, 해당 비율은 지속적으로 약 70% 수준을 유지하고 있음

- 지속적인 저금리 상황 및 호주의 주택가격 상승 등에 기인하여 모기지론 규모는 점차 증대되는 상황임

- 호주 통계청(Australian Bureau of Statistics)에 의하면, 총 927만 가구 중 614만 가구가 자가 주택에 거주 중이며 이중에서 340만 가구가 모기지론을 이용하고 있는 상황임(2018년 기준)

[그림27] 호주 자가주택 보유 및 모기지론 추이



※ 자료: Australian Bureau of Statistics

■ **2018년 기준 호주의 모기지론 시장 규모는 1.82조달러(AUD) 수준으로, 이중 약 7.5% 가량이 증권화 된 상황임**

■ 호주 모기지 시장의 경우 2004년~2005년 가장 호황기였던 상황으로써, 2004년 모기지론 시장의 성장률을 22%를 기록함

- 당시 모기지론의 총 시장규모는 6,800억달러(AUD) 수준을 기록함

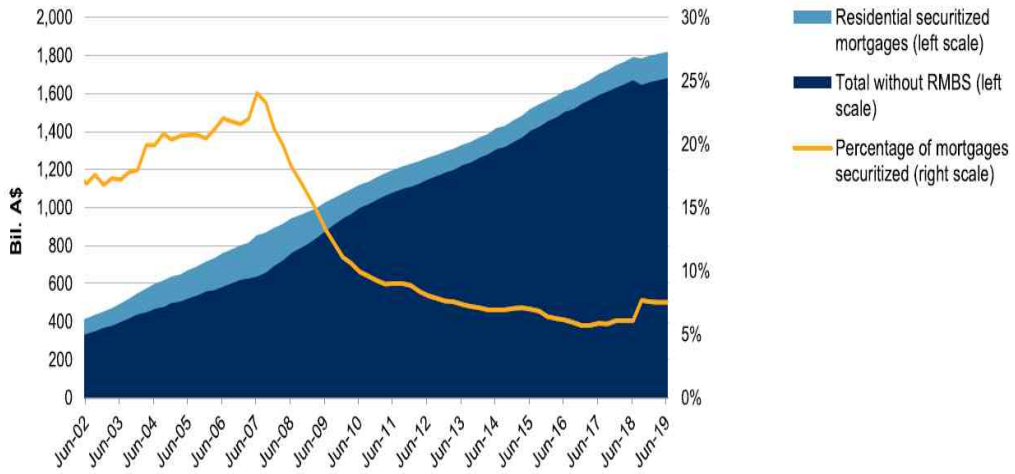
■ 모기지론을 유동화한 MBS는 2007년 24%를 기록하였으나, 이후 지속적으로 감소함

- 호주 MBS 시장은 1995년 시티은행이 호주 최초로 주거용 모기지론을 기초로 RMBS를 발행하였고, 이후 지역은행까지 확대됨

- 현재 호주의 모기지 공급은 4대 주요 은행(Commonwealth, ANZ, NAB, Westpac)이 담당하고 있는 상황임

* 4대 은행의 모기지론 공급 비중 : 77%(2002년) → 96%(2018년)

[그림28] 호주 주택금융과 모기지 증권화 추이



※ 자료: Australian Bureau of Statistics

■ 호주의 경우 2007년까지 해외 MBS 발행이 활발하게 이루어진 상황이었으나, 2008년 이후부터는 국내 MBS 발행이 다수를 차지하고 있음

- 2019년 기준 AUD26.2십억의 MBS가 발행된 상황임

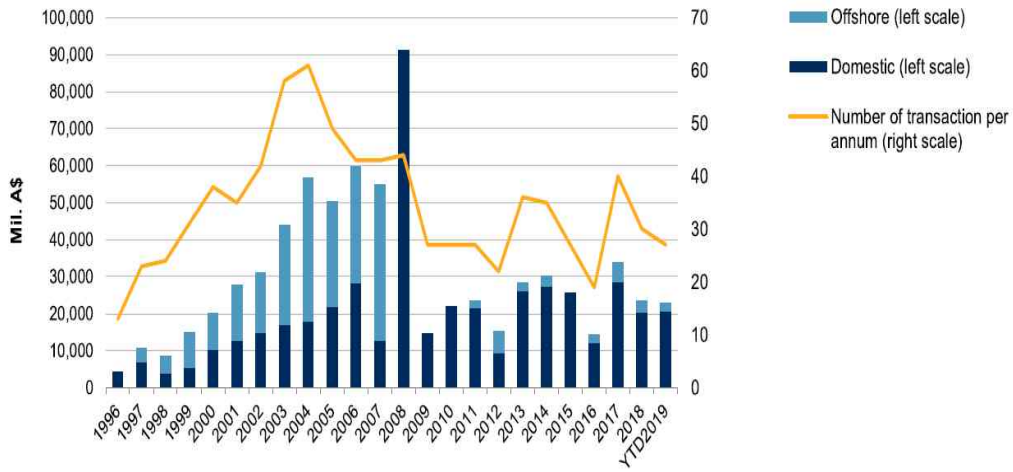
- 2019년 기준 은행과 비은행 발행기관의 MBS 발행 비중은 각각 50% 수준을 차지하고 있음

- 전술한 바와 같이 호주 모기지론 시장은 2000년대 중반까지 급격한 증가세를 보였고, MBS 발행 확대에 따른 투자자를 확보하기 위해 해외 MBS 발행을 확대하였음

* 1997년 호주 최초로 US$ 7억 규모의 MBS를 유로시장에서 발행함

* 1998년 Westpac은 US$ 1억 4천만 규모의 MBS를 발행하며 본격적인 해외 MBS 발행이 시작됨

[그림29] 호주 RMBS 신규 발행 현황



※ 자료: S&P Global Ratings(2019)

- 호주의 해외 MBS 발행은 다양한 투자자를 확보함으로써 조달금리 안정성을 확보할 수 있는 계기가 되었고, 국제금융시장에서 해외투자자 기반을 확보할 수 있는 기반이 됨

5. 결론

가. 연구내용 및 목적

■ **본 연구는 외국인 투자자의 국내 채권시장 투자현황 및 해외 MBS 시장을 조사하고 국내 MBS 투자자 다변화를 당면 과제를 검토함**

- 첫째, 국내 채권시장 동향 및 외국인 투자자의 국내 채권투자 현황을 살펴봄
- 둘째, 국내 MBS 특성을 파악하고 투자성과를 분석함
- 셋째, 해외 MBS 시장(미국, 호주)을 포괄적으로 조사함

나. 연구결과 요약

■ **국내 채권시장 및 외국인투자자 참여 현황**

- 국내 채권시장은 지속적으로 증가추세이며, 회사채, 국채, 통안채 순으로 발행됨(2019년 기준)
  - 국채는 170조원이 발행 되었고, 통안채는 142조원 그리고 MBS는 약 25조원이 발행됨
  - 국고채의 경우 20년 이상 장기물 발행 비중이 확대되는 상황임
- 국내 채권 유통시장의 경우 국고채를 제외하고는 주로 장외시장에서 거래되고 있는 상황임
  - 장외시장의 경우 주로 국채나 통안채 거래가 활발하게 이루어지고 있음
- 외국인의 국내 채권시장 참여는 지속적으로 증가하고 있으며, 2019년 말 기준 상장채권의 6.8%(123조원)를 보유 중임
  - 외국인의 국내 채권 투자는 국채나 통안채에 집중된 상황임
  - 만기별 거래비중은 중·장기채 거래가 확대되는 추세임

■ **해외 MBS 시장 현황**

- 미국에서 MBS는 국채 다음으로 거래가 활발하여 중요한 역할을 수행 중임

- 모기지 관련 채권의 발행물량이 국채 다음으로 높은 수준을 차지하고 있어 유통시장에서 투자자들이 거래하기에 충분한 수량이 존재함

- 미국은 다양한 종류의 MBS를 발행함에도 불구하고 TBA 시장에서 투자자 간 표준화 된 거래절차 및 규정을 두고 있음

- 미국 공적 MBS에서 해외투자자가 참여하는 비중은 10% 내외 수준임

- 공적기관 MBS 중에서 지니매 상품이 해외투자자에 가장 매력적인 것으로 나타나는데 이는 기초자산의 건전성이 가장 높은데 기인함

- 과거 미국의 공적 MBS 해외투자자는 주로 중국이었으나, 현재 일본이나 대만 등이 주요 투자국이며 공공측면의 비중이 높음

- 호주의 경우 자가 주택 거주 비중이 높으며, 이에 따라 모기지론 시장 규모도 점차 증대되고 있음

- 호주의 경우 모기지론을 기초자산으로 한 MBS 발행이 2000년대 중반까지 활발하게 이루어진 상황이나 이후 지속적인 감소 추세에 있음

- 호주는 2000년 대 중반 MBS 발행 확대에 따른 투자자를 확보하기 위해 해외 MBS 발행을 확대하였으나 현재는 해외 발행 보다는 국내 발행이 대다수임

다. 시사점

■ **서민형 안심전환 대출 공급 등 국내의 MBS 발행금액은 지속적으로 증가 추세에 있어 보다 다양한 투자자 확보가 필요한 상황임**

- 일례로 외국인 투자자 유치를 위해 한시적 세금 감면 등의 방안을 검토해 볼 수 있음

- 다만, 해외 투자자 유치로 인해 국내 투자자의 투자 위축이 발생하지 않도록 다각적인 요인을 고려한 투자 환경 조성이 필요할 것임

<참 고 문 헌>

기획재정부, 2020, 「국채 2019」.

금융감독원, 2020, "2020년 3월 외국인 증권투자 동향," 보도자료.

김계홍, 2015(a), "MBS TBA 거래의 이해 및 시사점," 한국주택금융공사 주택금융연구소.

김계홍, 2015(b), "국내채권시장에서 MBS 영향력 강화방안," 한국주택금융공사 주택금융연구소.

한국주택금융공사, 2020, "주택금융공사, MBS 발행 최초 외국자본 유치," 보도자료.

한국거래소, 2015, 「한국의 채권시장」.

한국거래소, 2019, 「한국의 채권시장(개정판)」.

한국은행, 2016, 「한국의 금융시장」.

한국은행, 2020. "한국은행, 공개시장운영 대상증권 확대, 보도자료.

한화투자증권, 2019, "LCR·안심MBS·예대율규제 이슈와 은행채"

채경래, 2017, 우리나라 채권시장의 이해와 최근 동향, 한국은행.

Bernhardt, E., A. Kolbe, and R. Zagst, 2013, Optimal Portfolios with Mortgage-backed Securities, Journal of Real Estate Portfolio managenet, 19(2), 121-136.

S&P Global Ratings, 2019, An Overview of Australia's Housing market and Residential Mortgage-Backed Securities.

<홈페이지>

K-MBS http://kmbs.hf.go.kr

기획재정부 http://www.moef.go.kr

기획재정부 국채시장 http://ktb.moef.go.kr

[부록] 미국 공적 MBS 발행기관 현황

① 지니매(Ginnie Mae)

- 1968년 패니매(Fannie Mae)로부터 분리된 정부기관으로, 미국 주택도시 개발부(HUD) 소속된 정부기관임
- 연방주택관리국(FHA), 재향군인국(VA) 등 정부기관에서 보증한 주택저당대출을 기초자산으로 발행된 MBS의 보증을 주 업무로 함

■ 지니매 MBS는 Pass-Through 방식이 가장 먼저 도입되었으며, 미국 공적 MBS 시장에서 가장 널리 알려진 형태의 MBS임

- 지니매 MBS는 미국 정부기관에서 보증한 주택저당채권을 집합하여 구성한 풀을 기초자산으로 하여 발행됨

- 지니매는 MBS의 건전성 확보를 위해 다음과 같이 MBS풀에 포함되는 주택저당채권에 대한 제한을 두고 있음

* 1) FHA[8]보험부나 VA[9] · RHS[10] · PIH[11] 보증부 주택저당대출로 풀 구성

* 2) 국가주택법(National Housing Act), 주택법(Housing Act), 군인재적응지원법(Servicemen's Re- adjustment Act) 또는 주택 및 지역사회개발법에 따라 보험이 제공되거나 보증되어야 함

■ 지니매는 투자자가 원리금을 적기에 지급받을 수 있도록 보증을 제공함

- 지니매 MBS 투자자는 기초자산인 주택저당채권에서 유입되는 원리금에서 채권관리비용 및 보증수수료를 차감한 금액을 자동이체(Pass-through) 방식으로 지급 받음

- 주택저당대출 차주가 원금 및 이자를 적시에 상환하지 못할 경우 투자자에 대한 지급 의무는 MBS 발행기관에게 있음

---

8) Federal Housing Administration
9) Department of Veterans Affairs
10) Department of Agriculture Rural Housing Service
11) Public and Indian Housing

- 발행기관이 적기지급에 필요한 자금을 제공하지 못하거나 자신의 책임을 이행하지 못하는 경우, 지니매가 보증약정에 따라 발행기관을 대신하여 투자자에게 지급함

• 즉, 지니매 MBS 투자자는 대출에 대한 차입자의 상환 여부에 관계없이 원금과 이자를 적기에 지급받을 수 있다는 이점이 존재함

■ **지니매는 MBS 풀을 구성하는 주택저당채권의 특성에 따라 2가지 구분되는 유형의 MBS를 발행함**

• 1) Ginnie Mae I MBS: 동일 발행자에 의한, 동일한 이자율 및 동일한 타입의 주택저당대출로 풀이 구성된 증권임

- 동일한 이자율을 가진 고정금리 대출만 포함될 수 있으며, 대출이 실행된 지 4년 이내 이어야함

• 2) Ginnie Mae II MBS: 하나 또는 복수의 발행자의 유사한 이자율을 가진 주택저당대출을 집합하여 발행되는 증권임

- 1% 범위 내에서 다른 이자율을 가진 고정금리 대출뿐만 아니라 변동금리 대출도 포함할 수 있음

■ **그 외 다계층증권 프로그램(Multi-class Security Program)을 통해 파생적인 MBS 상품인 REMIC 및 Platinum을 제공함**

• 1) REMIC(Real Estate Mortgage Investment Conduit): MBS 원리금을 직접적으로 지급하는 대신에 각각의 계층 또는 트렌치에 따라 원금잔고·이자율·평균 잔존기간·조기상환특성 및 최종만기 등에 차등을 두어 발행

- 투자자는 자신의 위험선호나 자산·부채관리에 적합한 투자대상 선택 가능함

• 2) Platinum: 지니매 MBS 풀을 합쳐 보다 큰 규모의 새로운 풀을 기초자산으로 발행되는 MBS임

- 투자자에게 보다 큰 시장유동성을 제공하고 있으며 구조화금융(structured finance)을 효과적으로 활용해 효율적인 자금 조달을 가능케 함

② 패니매(Fannie Mae)

■ **패니매는 유통시장에서 주택저당채권을 매입하여 MBS를 발행하는 정부보증 기업임**

• 공적 유동화 기관 중에서 가장 오랜 역사를 지녔으나, 가장 뒤늦게 Pass-Through MBS 발행을 시작함

- MBS 시장에 후발주자로 참여했으나 90년대 후반부터 현재까지 Pass-Through MBS 시장에서 가장 우위를 점하고 있음

■ **패니매는 매입한 주택저당채권을 기초로 MBS를 발행하는데, 발행한 MBS의 대부분을 시장에 매각하고 일부는 자산으로 보유함**

• 패니매는 주로 민간 상업은행의 주택저당채권을 매입하여 주택저당증권 풀을 구성하고 있음

• 패니매는 대출채권을 매각하려는 금융기관에게 최저자본, 신원보증 등 기본적인 요건을 갖추도록 요구하고 있음

■ **패니매는 투자자의 다양한 니즈에 부합하기 위해 여러 형태의 MBS를 발행 중임**

• 1) Fannie Major: 지리적으로 분산된 여러 대출기관으로부터 매입한 대출채권을 담보로 발행되는 MBS임

- 7 · 10 · 15 · 20 · 30년 고정금리대출을 기초자산으로 하며, 2억달러(경우에 따라서는 5억달러) 이상의 대규모 풀을 담보로 하여 발행됨

- 지리적으로 분산된 대출을 담보로 발행되어 조기상환 예측이 용이하므로 원리금 지급이 비교적 안정적이라는 장점을 가지고 있음

• 2) Fannie Mega: 주로 패니매나 지니매가 기 발행한 MBS를 100만달러 이상의 대규모 풀로 만들어 이를 담보로 발행함

- 지리적인 분산효과를 누릴 수 있어 일반 MBS에 비하여 높은 가격에 거래되고 관리비용이 절약된다는 이점이 있음

- 3) SMBS(Stripped MBS): 동일한 풀에 대해서는 동일한 조건의 증권만 발행되는 일반적인 MBS와는 달리, SMBS는 대출로부터 지급되는 원리금 상환금액 중에서 원금분과 이자분을 분리한 후 각각에 대하여 증권을 발행함

- 원금수령증권(principal only : PO)은 원금만 받고, 이자수령증권(interest only : IO)은 이자만 받음

- 4) REMIC: 원리금 지급방식을 달리하는 여러 형태의 증권을 발행하는 다계층증권상품(multiple-class security vehicle)임

■ **한편, 패니매는 리스크 관리를 위해 다음과 같은 규정을 두고 있음**

- 1) 신용위험 관리를 위해 증권화한 대출이 신용기준에 맞도록 인수기준(underwriting policy)을 결정함

- 대출기관에 대하여 구상권을 행사하거나, 보험에 가입하도록 함

- 2) 패니매에 주택저당채권을 매각하는 금융기관은 각각의 주택저당채권에 대해 계속적으로 채권관리를 할 의무가 있음

- 원리금 상환이 제대로 이루어지지 못하는 대출금에 대해서는 대출기관이 지속적으로 관리할 것을 요구함

- 패니매 MBS를 발행할 주택저당채권 풀을 조성할 때, 발행기관은 패니매로부터 제공받을 서비스의 수준을 결정할 수 있음

*보통 서비스: 발행기관이 대출채무자의 채무불이행으로 인한 모든 손실 위험을 부담함

*특별 서비스: 패니매가 전체 위험을 부담함

- 3) 대출채무자가 전체 월별 PITI 금액보다 부족한 금액을 지불하면, 채권관리기관은 부족한 금액을 받아내야 하며, 그렇지 못하면 자신의 자금으로 패니매에 선납을 해야 함

③ 프레디맥(Freddie Mac)

■ **패니매와 마찬가지로 주택저당대출기관의 주택저당대출을 매입하여 MBS를 보증 및 발행하는 정부보증 기업임**

- 프레디맥은 소규모 은행으로부터 주택저당채권을 매입하여 MBS를 발행한다는 점에서 패니매와 차별점이 있음
- 1971년에 MBS 발행을 시작한 이래로 현재는 Participation Certificates(PCs)라는 지분증권 형태로 Pass-Through 증권을 발행함

■ **프레디맥은 다양한 형태로 지분증권을 발행하여 보급함**

- 1) Gold PC: 가장 대표적인 증권형태로 풀 안에 있는 주택저당채권에 대해 분할할 수 없는 지분을 갖도록 하는 Pass-Through 증권임
- 2) ARM PC: 증권에 적용 가능한 각종 지수와 주택저당 대출조건에 따라 정기적으로 이자율을 조정할수 있는 변동금리 증권임

- 유동성이 높아 단기부채 또는 변동금리를 가진 부채를 보유하고 있는 투자자들이 자신들의 신용위험관리를 위해 구입함

- 3) Giant PC: 단일계층 Pass-Through 증권으로서 여러 투자자가 자신의 PC를 모아 Giant를 구성한 후 투자한 만큼의 지분을 나눠 갖는 형태임

- 고정금리 Gold Giant와 변동금리 Giant 및 Ginnie Mae 보증 Giant 등이 있음

- 4) Gold PC STRIP: Strip은 주택저당증권의 변형된 형태로서 투자자에게 원금과 이자를 둘 다 지급하는 전통적인 증권과 달리, 원금과 이자 중 한쪽만을 지급하는 형태의 증권
- 5) 지니매 보증 REMIC 및 STRIP: 지니매가 보증하는 증권을 모아 프레디맥 지니매 보증 REMIC 또는 STRIP을 발행하기도 함

- 지니매 증권에 대한 보증은 지니매가 하나 일단 프레디맥 REMIC이나 STRIP으로 증권화되면 프레디맥이 이러한 증권에 대한 투자자들에게 적기 지급을 보증하는 형식으로 변경됨