

# 따로 또 같이, 세대 믹스를 위한 새로운 주거형태

강 영 신 (주택금융연구원 연구원)

- ▶ 인구구조 변화로 고령화 문제가 심각해지고, 육아에 대한 부담이 저출산으로 이어지는 가운데 고령화와 육아의 해결방안 중 하나로 부모-자녀세대의 동거 또는 근거리 주거가 제안됨
- ▶ 인구 고령화를 우리보다 먼저 겪은 일본과 싱가포르에서는 3세대 동거, 세대 간 근거리 주거 등을 위한 주거형태와 지원 정책을 운영 중

## ▶ 서울시는 지난 7월 말 세대 공존형 주택 시범사업 계획을 언급하며 은평구 혁신파크 부지는 노인복지주택으로, 노원구 하계5단지 영구임대 아파트는 3대 거주용 주택으로 시범 조성할 예정이라고 발표

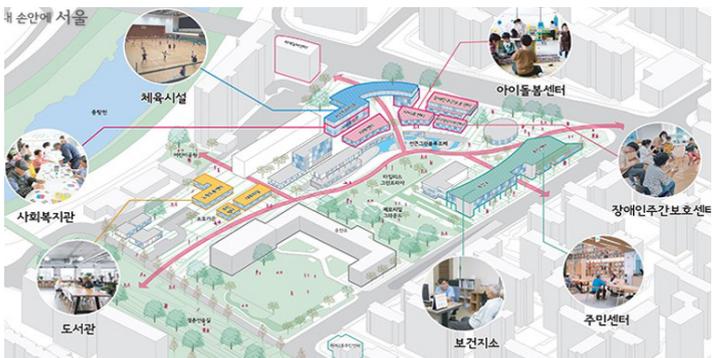
- ▶ 세대 공존형 주택은 싱가포르 실버타운인 ‘캄퐁 애드미럴티’를 벤치마킹한 노인복지주택인 ‘골드빌리지’와 부모-자녀-손자녀가 거주하는 ‘3대 거주형 주택’ 두 가지 유형으로 추진
  - 3대 거주형 주택은 한집이지만 세대 분리 등을 통해 부모와 자녀가 각각 독립적인 생활을 유지하며 살 수 있도록 특수한 주택 평면을 개발할 예정
- ▶ 서울시는 부모가 노인복지주택에 거주하고 자녀가 인근 주택으로 이사하거나, ‘3대 거주형 주택’에 입주할 경우 임차보증금 이자 지원, 양육친화형 보증금 지원, ‘3대 거주 특별공급 청약제도’ 신설 등의 인센티브 제공을 고려 중임

### 〈서울시 세대 공존형 주택 시범사업〉

[서울시 세대 공존형 주택 공급계획]

[하계5단지 조감도]

노인복지주택단지 골드빌리지(가칭)	한지붕 두가족 3대 거주형 주택
주거-의료-편의시설이 갖춰진 공공형 주택으로 시민들이 이용할 수 있는 보금자리주택, 아이를 키우는 부부가 많이 사는 아파트 단지 인근에 조성	부모와 자녀가 한 집에서 세대 분리 등을 통해 공간을 분리해 생활하는 거주 형태. 가변형 벽체 등을 적용해 주거 유형 및 생애주기에 따라 공간 분리 가능
시범조성 검토 위치 ① 은평구 서울혁신파크 → 이촌신 주거 100~200가구 → 자녀 주거 100~200가구 → 어린이집 등 보육시설 → 커뮤니티 시설 → 상업·업무 시설	시범조성 위치 ③ 노원구 공공임대주택 하계5단지

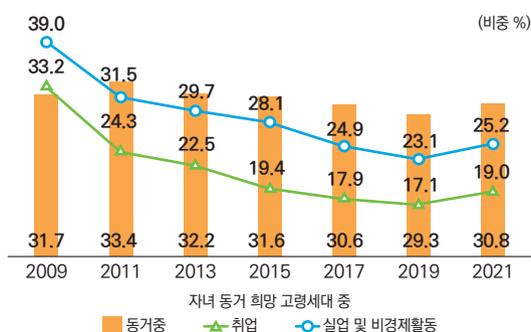



※ 출처: 연합뉴스, 서울시

## ◆ 자녀세대와 부모세대의 동거는 자녀양육과 생활 유지의 측면에서 서로에게 도움을 줄 수 있다는 측면이 있으나 개인 생활을 중시하는 문화 발달로 고령층의 자녀동거 희망 비중이 낮아지는 추세이며, 개인의 독립성이 보장되는 자녀·부모세대 간 근거리 주거가 늘어나는 경향

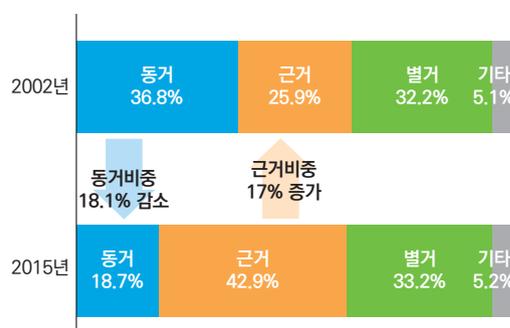
- ◆ 고령화연구 패널자료를 활용한 패널로짓분석 결과 ① 손자녀가 출생하거나 어린 손자녀를 돌볼 때, ② 고령 부모가 식사준비, 청소, 빨래, 외출 등의 생활이 불가능할 경우에 부모가 자녀와 동거하거나 근거리로 이사하는 경향이 높아지는 것으로 나타남<sup>1)</sup>
  - 하지만 오히려 고령부모가 옷 갈아입기, 씻기, 식사하기, 화장실 이용 등의 일상생활이 어려울 경우에는 동거에는 영향이 없고 근거리 거주 경향은 오히려 줄어드는 것으로 나타남
- ◆ 부모세대의 경우 자녀세대와의 동거를 희망하는 비중은 점차 낮아지고 있는 추세를 보이나 경제활동을 하지 않고 있는 고령세대의 자녀 동거 희망 비중이 더 높게 나타나 경제적 여건이 동거 희망 여부에 영향을 줄 것이라는 추측이 가능
- ◆ 우리나라보다 앞서 고령화와 저출산을 겪은 일본에서는 이미 2000년대 근거리 주거가 자리 잡았으며 3세대 '동거' 형태보다 '근거' 형태를 더 선호하는 경향이 두드러지고 있음
  - 일본정부는 '근거리 주거'에 대해 공식적으로 정의하면서 '주거는 다르나 일상왕래가 가능한 범위에 사는 것'이라고 표현하였으며, 교통수단(자전거, 자가용, 대중교통)을 활용할 경우 30분, 도보로는 1시간 내외 정도에서 살 경우를 근거리 주거로 인정
- ◆ 한국은 아직 3세대 동거, 근거리 주거 유형을 알아볼 수 있는 실태조사가 없어 현재 추이를 알 수는 없으나 위에 언급한 연구 등을 고려하면 부모봉양과 손자녀 양육으로 인한 3세대 근거리 주거는 점차 늘어날 가능성이 높음

〈자녀 동거 비중 및 경제활동 여부와 동거 희망〉



※ 출처: 통계청 사회조사, 사회보장인구문제연구소

〈일본의 3세대 주거 유형 변화〉



1) 유재연(2017), 세대 간 돌봄이 성인자녀와 부모간의 지리적 근접성에 미치는 영향, 『여성연구』, vol.92 no.1 pp.31~56

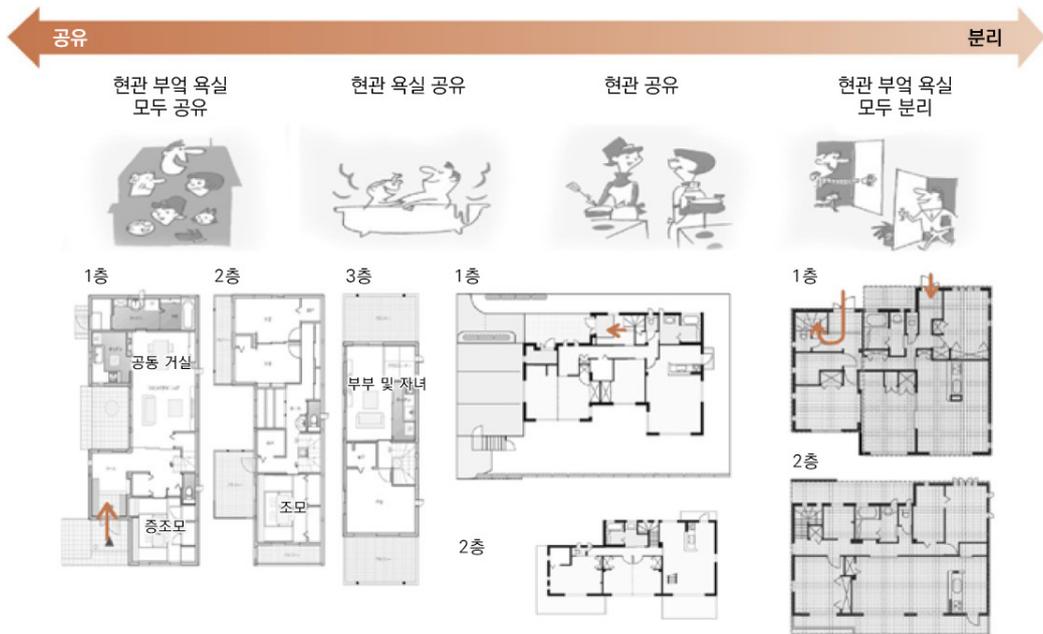
◆ **세대 공존형 주거는 젊은층과 고령층이 함께 거주하며 노년세대에게 필요한 도움을 젊은 세대가 지원하며, 젊은 세대의 자녀 양육을 노년세대가 도울 수 있다는 장점이 존재**

- ▶ 하지만 ① 개인 생활 및 시간 존중 보장을 위해 세대별로 독립적인 공간이 확보될 필요가 있으며, ② 고령세대는 의료시설, 개호시설 등, 유아세대는 보육시설, 놀이터 등 세대별로 필요한 생활 SOC의 차이가 있음
- ▶ 성공적인 세대 공존형 주거를 위하여 ① 3세대 동거 시 한 세대 안에 분리될 수 있는 주택 평면 또는 부모, 자녀세대 간 근거리 주거가 가능한 주거 단지와, ② 세대 간 서로 다른 필요를 채워주는 생활 편의시설 및 세대를 어우를 수 있는 공간이 필요

◆ **아파트에서도 공간이 분리된 형태의 다양한 주택 평면이 개발됨에 따라 각자의 독립적인 공간이 일정 수준 유지되는 3세대 동거가 가능하게 됨**

- ▶ 일본에서는 2000년대부터 어린자녀를 둔 맞벌이 부부와 부모세대의 동거를 위한 주택 평면이 다양하게 개발됨
  - 결혼한 자녀세대와 부모세대의 분리를 위해 현관, 부엌, 욕실의 공유 여부를 선택해 설계할 수 있으며 서로의 독립적인 생활과 자녀 육아, 정신적 안정이나 신체적 도움이 가능

〈2세대 주택 평면 종류〉



※ 출처: 세대 공존형 주거트렌드를 읽어라, 주택저널 2014.4

- ◆ 국내에서도 2012년 세대 구분형 아파트가 가능하도록 법이 개정된 이후 세대 구분형 평면을 적용한 아파트가 건축되었으며, LH에서도 2016년 세대 공존형 주택을 처음 공급하기 시작
  - 세대 구분형 아파트는 주택 내부 공간 일부를 구분하여 한 집에 두 가구가 살 수 있도록 분리해 놓은 평면을 적용한 아파트로 현관, 주방, 욕실이 모두 분리되어 있음
  - LH의 세대 공존형 아파트는 2016년 7월 하남미사지구에서 처음으로 시작한 이후 화성 동탄, 과천시식정보 등으로 확대 적용되었으며 민간에서도 인구변화에 대응 및 공간 활용을 위해 세대 구분형 평면을 적용한 아파트들이 나오고 있음

## ◆ 해외에서는 인구 구조의 변화로 인한 미래 주거 트렌드를 예상하고 세대 믹스를 위한 세대 분리형 평면이나 고령자 주택과 분양·임대주택이 함께 배치된 아파트 등을 개발

- ◆ 싱가포르의 실버타운 ‘캄퐁 애드미럴티’는 활동 반경을 넓히기 어려운 노인이 생활에 필요한 서비스를 원스톱으로 이용할 수 있도록 조성된 프로젝트형 주택단지로 급격한 고령화에 대응하기 위해 주택개발청과 보건부, 유아개발기구, 국립환경기구, 육상교통청 등 다양한 정부기관이 참여
  - 공공주택 10여개 단지 가운데 위치하고 있어 가까이에 자녀세대가 살기 용이하며 지하철역에서 가까워 근처에 거주하는 자녀세대가 부모세대에게 육아를 부탁하고 출근하기에도 편리함
  - 고령층의 생활 편리를 위하여 노인 의료시설과 호커센터(푸드코트), 슈퍼마켓 등의 각종 편의시설이 내부에 위치하고 있을 뿐만 아니라 보육시설을 공동 배치하여 육아 친화적 환경조성

### 〈캄퐁 애드미럴티〉



※ 출처: Ramboll Studio Dreiseitl

- ◆ 일본은 다양한 방식의 세대 공존형 주택 및 주거 단지를 시도하고 있는 편으로 3세대 거주 주택뿐만 아니라 30, 40대 자녀와 부모가 거주하는 2세대 거주 주거유형도 존재
  - 도쿄도 히노시에 위치한 '유이마루'는 고령자 아파트 2개동과 젊은 세대 아파트 3개동으로 구성되어 있음. 젊은 세대 아파트 3개동 중 1개동은 30대 직장인 부부, 나머지 2개동은 20대 학생들이 셰어하우스로 활용되며, 고령층과 젊은 세대의 융합을 위한 프로그램도 개최
  - 일본 시바우라 아일랜드 아파트는 분양맨션, 임대주택, 고령자 주택을 혼합하여 개발한 사례로 단지 내 중앙에는 건강한 노인이 거주하는 시니어주택과 개호가 필요한 노인주택을 배치하고, 분양주택이나 임대주택을 근처에 배치하여 부모, 자녀세대가 근거리에서 주거하기 용이하며 육아 도움과 부모 보살핌이 가능한 구조

〈시바우라 아일랜드 단지 조감도〉



※ 출처: 세대 공존형 주거트렌드를 읽어라, 주택저널(2014.4)

**◆ 세대 공존형 주거를 위한 주거 단지의 개발뿐만 아니라 세대 공존형 주거를 장려하기 위해 보조금 지급, 임대료 할인 등의 정책들도 시행 중**

- ◆ 싱가포르의 자녀와 왕래가 용이한 세대융합 주택을 공급하거나 부모와 가까운 곳에 주택을 구매할 경우 '근거리 주거 보조금'을 지급
- ◆ 일본의 경우에는 공공임대주택을 취급하는 UR도시기구에서 근거리 주거 관련 지원정책을 시행중으로 부모·자녀세대\*가 같은 단지거나 2km 이내의 임대주택에 살 때는 물론 두 집 중 한 집이 신규로 입주하면 임대료의 5%(일부 단지는 20%)를 할인

\* 자녀세대는 미성년자 자녀(임신 포함)를 양육 중인 경우, 부모세대는 만 60세가 넘는 경우 해당

- 도쿄도 주택공급공사에서는 근거리 주거 수요자를 우선해 소개하는 안심등록제도를 시행 중으로 근거리 주거 기준을 기존 2km에서 5km로 늘려 지원 대상을 확대
- 도쿄 스미다구는 직선거리 1km내에서 부모·자녀세대가 거주할 경우 신축주택은 50만 엔, 중고주택은 30만 엔의 보조금을 제공

HF 한국주택금융공사

# 미국 MBS와 비교분석을 통한 국내 MBS 발행구조의 발전방향 모색

허 지 향 (유동화증권부 대리)

- ◆ MBS 유통의 활성화라는 발전과제에 당면하여 미국 선진사례와 비교분석을 통해 국내 MBS 발행구조의 장기적 개선방향 제시

## 1. 검토배경

- ◆ **국내 MBS 시장은 2004년 공사 설립 이후 괄목할만한 성장을 이루며 국채, 통화안정증권과 함께 국내 3대 채권\*으로 자리매김**

\* 채권별 잔액(22.8월기준): (국채)1,019조원, (MBS)145조원, (통안채)122조원

- ◆ MBS 발행시장의 양적 성장과 더불어, 도약적 발전을 위한 과제로써 유통시장의 활성화를 도모하고 있음
  - 유통시장은 투자자에게 거래를 통한 투자수익을 실현할 기회를 제공하고 합리적 가격결정 기능 등을 수행하므로
  - MBS 투자수요를 확대하고 발행안정성을 강화하는 데 있어 중요한 의의를 가지며 궁극적으로는 저리의 서민 주택자금 조달이라는 정책목표 달성에 기여

- ◆ **MBS 유통활성화 및 장기적 발전을 위하여 미국 선진사례와의 비교분석을 통해 MBS 발행구조의 개선 방향을 모색하고자 함**

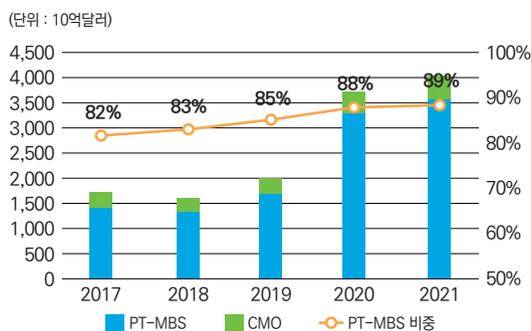
- ◆ 미국의 MBS 시장은 Pass-Through 방식을 중심으로 발행시장과 유통시장이 조화롭게 발전함
- ◆ 한국과 미국 MBS의 발행구조를 비교하고, 구조적 특징이 MBS 가치평가 및 유통성과 가지는 연관을 살펴봄으로써 시사점을 도출

## 2. MBS 시장 개관

### ◆ 미국 MBS 시장에서 Pass-Through 구조의 발행비중은 약 89%로, 일반 MBS(CMO구조) 위주의 국내 시장과 달리 PT-MBS가 일반적 형태

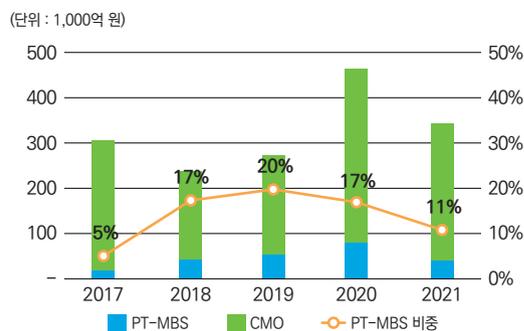
- ◆ MBS는 금융기관으로부터 매입한 모기지론을 기초자산으로 하여 발행하는 수익증권으로, 발행구조에 따라 크게 'Pass-Through'와 'CMO(Collateralized Mortgage Obligations)' 방식으로 구분 가능
- ◆ PT-MBS는 미국의 가장 일반적인 MBS 형태로써 기초자산인 모기지론으로부터 상환되는 원리금이 투자자에게 그대로 지급(pass-through)되는 구조
- ◆ 국내시장의 주류인 일반 MBS는 기초자산으로부터 다수 트렌치의 새로운 현금흐름을 구조화하는 CMO 방식으로, 5년물 이상부터는 콜옵션이 부여됨
  - 9개 만기(1~30년)의 트렌치를 구성하여 다양한 투자자의 수요를 충족하고 있음
- ◆ 한국은 보다 투자자 친화적인 MBS 시장을 조성하기 위하여 2016년 최초로 PT-MBS 구조를 도입하였으나, 미국 전통적 방식과는 차이가 있음(후술)
  - 발행자의 임의적인 콜옵션 행사가 가능한 일반 MBS에 비해 PT 구조는 현금흐름의 예측가능성이 높고 가격분석이 용이하다는 점에서 투자자 친화적

〈미국MBS 부문별 발행규모〉



※ 자료: SIFMA

〈국내MBS 부문별 발행규모〉



※ 자료: 한국주택금융공사

### ◆ 미국 채권 유통시장에서 MBS는 국채와 양대 축을 이루어 활발한 거래가 이루어지는 반면, 한국의 채권거래는 국채에 편중된 양상

- ◆ 2021년 기준 미국 MBS의 회전율\*은 약 653%로 국채(691%)와 비슷한 수준

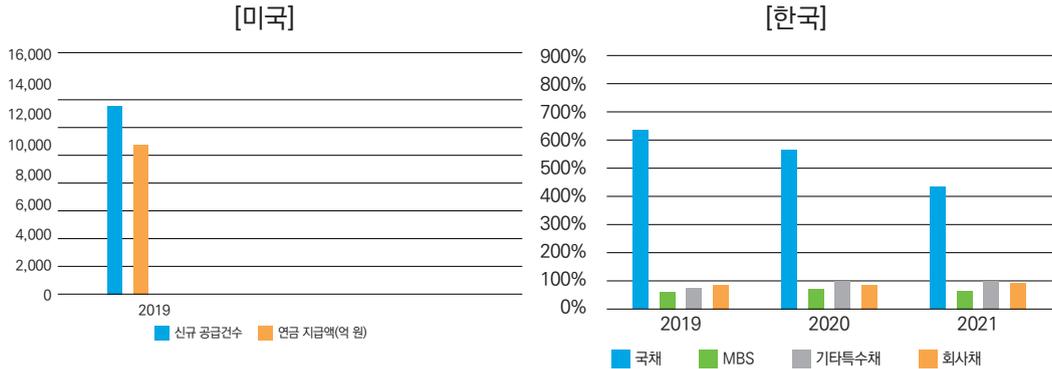
\* 회전율 = 연간 총 거래량/ 연도 말 발행잔액

◆ 국내 유통시장에서 MBS의 회전율은 약 60%로 국채(435%)와는 큰 차이를 보이며 회사채(88%) 및 기타 특수채(103%) 보다 다소 낮은 수준

- 다만, 국채와 MBS 회전율의 비교에 있어서 한국의 경우 MBS가 전체 채권시장에서 차지하는 비중 또한 국채와는 큰 차이\*가 있다는 점을 감안할 필요

\* 21년말 발행잔액 비중: (한국) 국채 38%, MBS 6% / (미국) 국채 44%, MBS 21%

〈채권유형별 유통시장 회전율 비교〉



※ 자료: SIFMA, 연합인포맥스

### 3. MBS 발행구조 비교분석

◆ 미국 MBS의 기초자산은 만기, 금리 등에 있어 비슷한 성질을 가진 모기지론으로 구성(Pooling)되어 각 Pool은 표준화된 특성을 가짐

◆ 미국의 경우 MBS의 발행금리, 법정 만기 등 기본구조를 결정하는 핵심 요인은 기초자산 Pool의 속성임

- MBS 발행금리는 기초자산 Pool의 금리에서 지급보증료, 자산관리수수료 등 제비용을 차감한 수준으로 “Pass-Through rate”이라고도 불림
- MBS 만기는 기초자산의 최장만기 이상의 기간을 법정 만기로 하며, 발행만기별로 Pool에 포함될 수 있는 기초자산의 최소·최장만기는 제한됨

〈(예시) 미국 MBS 발행만기별 Pool 구성요건〉

MBS 만기	Pool Prefix	Pool 최소만기	Pool 최장만기
30년	CL	181개월	360개월
20년	CT	181개월	240개월
15년	CI	85개월	180개월
10년	CN	85개월	120개월

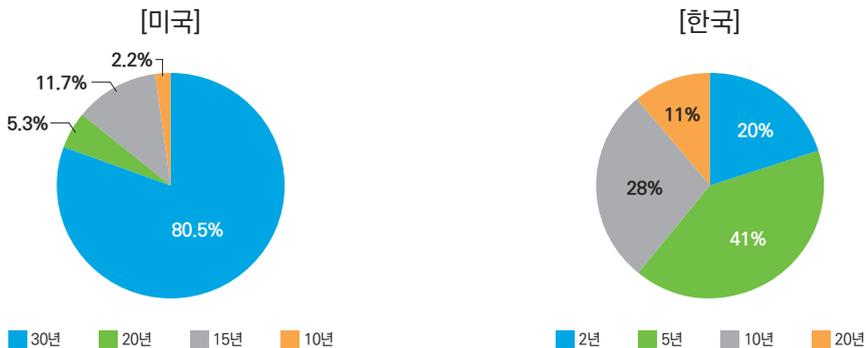
※ 자료: Fannie Mae, Freddie Mac

- ▶ 국내 MBS는 정교한 구조설계의 과정을 거쳐 발행되는데, 기초자산에서 유입될 현금흐름을 추정된 후 트렌치별 발행금액을 구성하고 경쟁입찰을 통해 발행금리 결정
  - 기초자산 현금유입과 트렌치별 현금흐름 유출을 적절하게 매칭하는 구조화 작업이 핵심

▶ 미국의 PT-MBS는 주로 30년 만기의 단일 트렌치로 발행되는 반면 한국의 PT-MBS는 총 4개, 일반 MBS는 총 9개의 다중 트렌치로 발행됨

- ▶ 2021년 미국 MBS 발행액 중 30년 만기의 비중은 80.5% 수준
  - 법정 만기는 30년 장기채의 형태이나 MBS의 조기상환을 반영한 실제 예상만기를 기준으로 투자수요가 형성됨
  - 또한, MBS 유통시장에서 만기 이전에 현금화가 원활하여 단기투자자의 수요를 충족
- ▶ 국내 MBS는 하나의 기초자산 Pool에 대하여 다수의 트렌치를 구성하여 발행되며, 이는 現 채권시장 토양을 고려한 형태임
  - 국내 채권시장에서 MBS의 가격결정(Pricing)이 법정 만기를 기준으로 이루어짐에 따라, 중단기 만기의 트렌치로 분할하여 발행함으로써 조달금리를 최소화할 수 있음
  - 또한, 유통이 경직된 환경에서는 다양한 트렌치 구성을 통해 기간별(단기·중기·장기) 투자수요 흡수 가능

〈2021년 PT-MBS 발행금액의 만기별 비중 비교〉



※ 자료: 블룸버그

※ 자료: 한국주택금융공사

◆ 투자자에 대한 MBS 상환방식을 살펴보면 미국의 경우 투자지분에 따라 안분하여 상환하고, 한국은 전순위 종목부터 상환이 완료되어야 차회 상환이 시작되는 순차상환 형태임

- ◆ 미국 MBS 투자자는 모기지론의 조기상환에 따른 위험을 오롯이 부담
- ◆ 국내 PT-MBS는 상환의 우선순위를 구분한다는 점에서 CMO와 유사한 특성이 있으며, 투자자 입장에서는 조기상환위험이 트렌치별로 이전되는 효과가 있음
  - 지급보증을 제공하는 발행자 입장에서는 조기상환을 하락으로 각 지급만기 이전에 충분한 현금이 유입되지 않은 경우 대지급 위험에 노출

◆ 미국은 MBS 발행금리(Coupon rate)가 50bp 단위로 사전에 정해진 상태에서 할인/할증\* 발행이 이루어지는 반면, 한국은 MBS 발행시점에 시장금리 및 투자수요에 따라 발행금리가 결정되는 방식

\* 예시) MBS 상품이 시장의 기대수익률보다 낮은 금리(Coupon rate)를 제공한다면 액면금액 대비 할인된 가격에 발행

- ◆ 미국 MBS 발행금리(Coupon rate)는 일반적으로 시장의 동종자산 수익률과 비슷한 수준으로 사전에 결정되고, 기초자산의 Pool은 발행금리에서 일정범위(25~250bp)내의 모기지로 구성
  - 발행금리 단위의 표준화는 MBS의 상대가치 분석, 투자 전략 수립을 용이하게 한다는 점에서 유통거래를 증진시키는 영향

〈(예시) 30-year MBS 발행금리별 기초자산 WAC〉

발행금리	1.5%	2%	2.5%	3%
Fannie Mae	2.52	2.84	3.26	3.81
Freddie Mac	2.52	2.86	3.26	3.76

※ 자료: Federal Housing Finance Agency

- ◆ 한국의 경우 발행시점 법정 만기별 국고채 금리에 경쟁입찰 스프레드를 더하여 발행금리가 결정됨
  - 트렌치별 발행금액에 따라 MBS 미래 현금흐름의 양상이 달라지기 때문에 사전에 발행금리를 특정하기 어려운 구조

## 4. MBS의 가격결정 및 거래방식 비교

### ◆ MBS 가치평가의 핵심은 기초자산의 조기상환을 예측에 있음

- ▶ 일반적으로 채권의 가격은 이자율, 상환스케줄, 듀레이션, 유동성 등에 의해 결정되나, MBS는 기초자산의 조기상환에 따라 채권의 미래현금흐름이 달라진다는 특이점이 있음
- ▶ 조기상환율은 시장이자율, 주택거래량, 정부정책 등 경제전반 요소의 복잡한 작용으로 변화하기 때문에 완벽한 예측이 어려움
  - 이자율과 조기상환율 관계의 불확실성을 설명하는 이론의 한 예로, 번아웃 효과\*가 있음
    - \* 대출실행 이후 시간이 흐를수록 동일한 시장이자율이 하락하더라도 조기상환율이 이전만큼 증가하지 않는 현상으로, 채무자가 이자율변화에 둔감해지는 경향 등에 기인
- ▶ 따라서, MBS의 투자자는 조기상환에 대한 정교한 예측을 바탕으로 채권의 수익률을 판단하고 전략적 투자에 활용하기도 함
  - 할인발행된 MBS의 경우 조기상환 속도가 빨라질수록 할인된 가격으로 산 원금이 빠르게 회수되기 때문에 채권의 투자수익률(yield)은 상승
  - 이와 반대로 할증발행된 MBS는 조기상환 속도가 느려져서 더 오랜 기간동안 시장대비 높은 이자수익을 얻는 것이 유리함

〈(예시) 미국 30-year MBS의 조기상환속도(PSA\*) 가정별 YTM〉

구분	Coupon	Price Paid	0% PSA	100% PSA	300% PSA	500% PSA
할인발행	3.5%	99.69%	3.532	3.536	3.544	3.553
할증발행	4.5%	103.41%	4.231	4.071	3.713	3.351

\* PSA Prepayment Model: PSA(Public Securities Association)에서 개발한 대표적인 조기상환예측모형으로, 기본가정 100%는 매월 조기상환율이 0.2% 증가하고 30개월 후 6%에서 일정하다는 의미 (PSA 0%: 조기상환 없음 가정)

※ 자료: Fannie Mae, Federal Housing Finance Agency

### ◆ 미국에서는 조기상환을 예측능력에 따라 시장 초과수익을 추구할 수 있다는 시장참여자의 기대를 바탕으로 MBS 가치평가모델의 발전이 이루어짐

- ▶ 대형투자은행, 시가평가사 등 시장참여자는 금리 및 조기상환 예측에 따른 가격분석 모형을 투자의사결정에 활용
  - 대중적 모델로는 블룸버그의 BAM(Bloomberg Agency MBS Index Prepayment Model)이 있으며,
  - 금융기관의 예상 조기상환율 정보(Bloomberg), 분기별 실제 조기상환율 모니터링(FHFA), 기초자산 수준의 공시정보(Fannie Mae) 등 풍부한 정보인프라가 활용됨

### <블룸버그 MBS 가격계산기>

100% INCL 4.5 N	5.325(358)2	0151P	31418EF21	Pool Level	4.5% 만기	6/1/52	CA	25%	2022	100%			
7/2022	1723P	6.9C	0.08	특성	CL 30/360	미리							
수익률	--	--	--	05/01/2022	2.88MM	LTV/HLTV	81/81	금과	8/1-8/31	WA	7%	2021	0%
리스크	--	--	--	07/25/2022	2.79MM	MAXLS	1,225,000	Next Pay	9/25/22	FL	TX	6%	
리스크	--	--	--	리스크	0.9997159	MMLS	454,947						
Life	1575	4.7		# 대출	6,824								
변경액	05/11/22	0 MED	+300 MED	+200 MED	+100 MED	-100 MED	-200 MED	-300 MED					
변경액	0	271 PSA	104 PSA	115 PSA	142 PSA	647 PSA	1008 PSA	1488 PSA					
가격	100.26%	4.3081	4.3962	4.3905	4.3764	4.1202	3.9600	3.7651					
평균 기간	5.96	10.82	10.30	9.19	2.98	2.09	1.53						
수익률(미시)	4.83	7.73	7.44	6.81	2.68	1.94	1.45						
인원도	9/22-5/52	9/22-5/52	9/22-5/52	9/22-5/52	9/22-8/50	9/22-1/36							
Spread	43	155	157	156	112	92	73						
1723P 1254	--	--	--	--	--	--	--						
6.9C 2.5	--	--	--	--	--	--	--						

※ 자료: Bloomberg

### <Fannie Mae 공시사이트 Pooltalk>

MA6684	Fannie Mae	CL	05/01/2022	05/2022	UMBS
4.500	\$2,754,172,077.00	\$2,705,097,778.84	6885	6788	Active
0.98218183	08/2022	FAMS 04-5000 CL-HM684			

※ 자료: Fannie Mae

## ▶ 한국은 4개의 시가평가사\*에서 MBS 수익률을 산출하여 고시하고 있으나 평가사간 가격 격차, 정보의 부족 등으로 시장의 신뢰도는 저조한 상황임

\* KIS채권평가, FN자산평가, NICE P&I, 한국자산평가(KAP)

- 가격 괴리의 주요 원인은 시가평가사간 미래현금흐름 예측의 차이, 일반 MBS 콜옵션 행사 예측의 어려움 등으로 파악

## ▶ 미국 MBS 거래의 약 90%는 TBA(To-Be-Announced)시장에서 이루어지며, 일평균 거래량 \$2,528억 규모의 높은 유동성 보유

- ▶ TBA는 MBS 발행일로부터 최대 3개월 이전에 발행금리(Coupon), 가격, 원금규모, 만기, 발행자 등의 조건을 확정하는 선도거래 방식이며 실제 기초자산 Pool의 정보는 발행일 2일전에 공시됨
  - TBA 시장에서는 MBS의 거래가 기초자산의 확정 이전에 이루어지며, 이는 Pool의 구성요건이 제도화되어 있어 비슷한 조건의 Pool은 서로 대체가능한 것으로 간주되기 때문에 가능
  - TBA 방식의 발행 및 유통 거래는 다수의 시장참여자(투자자)가 이용하는 Bloomberg, Tradeweb과 같은 플랫폼에서 이루어짐
  - 투자자가 실제 MBS를 인도받는 거래뿐만 아니라 수익실현을 목적으로 선도계약을 정산하는 거래가 매우 활성화되어 있어 시장의 유동성을 높임
  - 패니매와 프레디맥은 2019년부터 UMBS(Uniform MBS)의 명칭으로 TBA 시장에서 공통 거래되는 상품을 발행함으로써 유통을 더욱 촉진
- ▶ TBA 방식 이외에는 Specified Pool 시장이 있으며, 투자가치가 높은 기초자산으로 Pool을 구성하여 비교적 높은 가격에 거래가 이루어짐

- ▶ 국내 MBS의 경우 만기일시상환 구조의 단기물(1~3년)은 기타 특수채 수준\*으로 거래가 이루어지나, 콜옵션이 부여된 중장기물(5~30년) 및 PT-MBS에 대한 유통거래의 장은 활성화되지 않은 실정

\* MBS 단기물 회전율은 약 164%로 기타 특수채 단기물(194%)과 유사한 수준

- 투자자들은 발행시장에서 MBS를 매입하여 대부분 만기보유목적으로 투자

## 5. 시사점

### ▶ 미국의 MBS 시장은 Pass-Through 방식을 중심으로 발행시장과 유통시장이 조화롭게 발전된 선진적 사례임

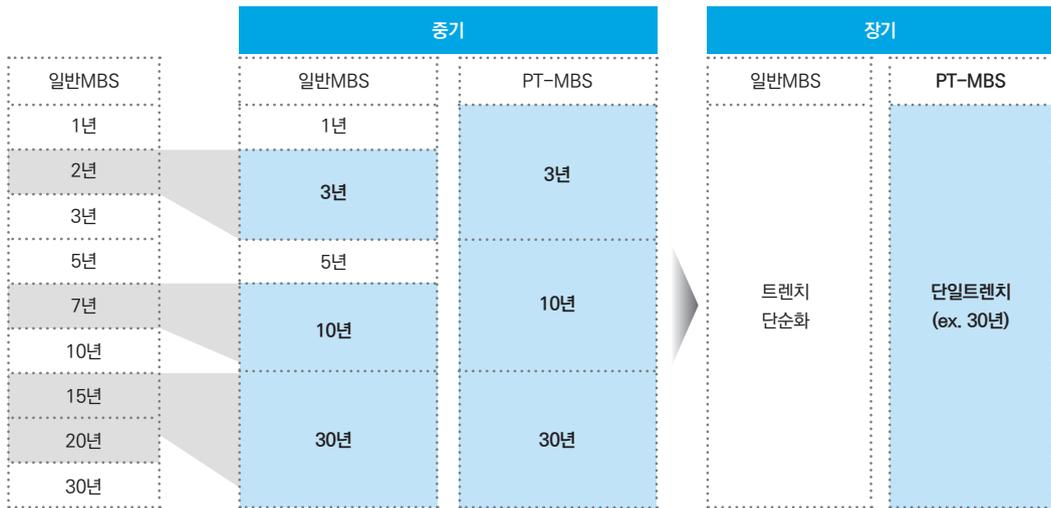
- ▶ 단일 트렌치 장기채의 단순한 구조적 특성을 바탕으로 MBS 현금흐름 예측 및 가치평가 기술의 발전이 이루어졌으며,
- ▶ TBA 시장과 같은 제도적 지원, 데이터의 축적 및 정보인프라 확충이 병행되며 유통시장이 성장함

### ▶ 국내 MBS 또한 장기적 발전을 위한 과제로써 유통의 활성화를 도모하고 있으나, 발행구조의 복잡성으로 인한 제약 존재

- ▶ 유통거래가 활발히 이루어지기 위해서는 시장에서 신뢰할만한 가격 형성이 우선되어야 하지만,
- ▶ 국내 MBS의 세분화된 구조적 특성은 기초자산과 MBS 현금흐름의 직관적 연결을 어렵게 함으로써 가치평가의 어려움을 더함
  - 국내시장의 주류는 일반 MBS(CMO구조)로 콜옵션 행사의 불확실성을 내포하고 있으며, 9개 다중 트렌치 구성으로 인해 현금흐름 예측에 변동성이 더욱 커짐
  - PT-MBS의 경우에도 4개 트렌치의 순차상환 구조로써 CMO 방식과의 차별화가 어려운 실정
- ▶ MBS 현금흐름의 정교한 예측에 따른 가격분석이 이루어지기 위해서는 발행구조의 단순화를 통한 시장의 이해도 제고가 필수적

▶ 따라서 미국 선진사례와 같이 MBS의 발행구조를 더욱 단순하고 표준화된 형태로 개선하기 위한 단계적 접근방향을 제시함

- ▶ [중기] MBS 트렌치를 단순화하고 발행형태(일반/PT) 간 차이를 축소하여 투자자의 비교분석 가능성 및 이해도 제고
  - 투자자의 트렌치별 선호와 조달안정성 등을 종합적으로 반영할 필요
- ▶ [장기] PT-MBS의 경우 단일 트렌치 발행을 정례적으로 실시하여 국내시장에서의 안정적 정착을 도모
  - 도입 초기에는 장기물로 인식되어 조달금리 상승의 위험이 있으나,
  - 시장여건 성숙 및 유통 활성화에 따른 중장기적 스프레드 인하 효과 기대 가능



- ▶ 다만, 구조개선 과정에서 시장의 수용성을 충분히 타진하여 조달금리 상승 등 리스크를 최소화할 필요
  - 또한, 유통시장 활성화를 위한 제도 및 인프라 구축 등을 병행하여 궁극적으로 MBS 시장의 발전을 도모

# HF 한국주택금융공사



## 참고문헌

- Fannie Mae(2021), Basics of Fannie Mae Single-Family MBS
- Frank J. Fabozzi(2016), The Handbook of Mortgage Backed Securities, 7th edition
- Ginnie Mae(2022), Ginnie Mae MBS Guide
- Fannie Mae, Freddie Mac(2017), Single Security Initiative Market Adoption Playbook
- 안세룡 강수미 장윤종(2018), 한미 Pass-Through MBS 비교 및 시사점, HF 이슈리포트 18-6호, 한국주택금융공사
- 김계홍(2015), MBS TBA 거래의 이해 및 시사점, HF 이슈리포트 15-22호, 한국주택금융공사
- 정수현(2016), 한국주택금융공사(Pass-Through) MBS의 발행구조와 의미, 주택금융월보(2016. 12월호), 한국주택금융공사
- Federal Housing Finance Agency(2021), Prepayment Monitoring Report
- Securities Industry and Financial Markets Association 홈페이지([www.sifma.org](http://www.sifma.org))
- Federal Housing Finance Agency 홈페이지([www.fhfa.gov](http://www.fhfa.gov))
- Fannie Mae PoolTalk 공시사이트([www.fanniemae.mbs-securities.com](http://www.fanniemae.mbs-securities.com))
- 연합인포맥스
- 블룸버그