

투자자 기반 관점에서 본 MBS 시장의 발전 과제

정 화 영 (자본시장연구원 채권연구센터 센터장)

- ⊕ 정책모기지 유동화 자원조달의 안정성은 MBS 투자자 기반의 깊이와 다양성과 밀접하게 연관되며, MBS는 조기상환위험과 콜옵션 구조 등으로 인해 복잡한 위험평가를 요구
- ⊕ 주요국 주택금융 유동화시장은 표준화와 대체가능성, 만기일시상환형 구조, 정보공시, 제도적 여건 등 서로 다른 수단을 통해 투자자의 분석·보유·거래 부담을 낮추는 방향으로 투자자 기반을 확대
- ⊕ 국내 MBS 시장도 만기별 투자자 수요와 채권시장 여건을 반영해 상품구조, 발행전략, 담보·유동성 활용 여건, 정보공시 체계를 정교화할 필요

1. 논의 배경

▶ 정책모기지가 안정적으로 공급되기 위해서는 이를 뒷받침하는 유동화 자원조달 구조가 안정적으로 작동할 필요

- ⊙ 정책모기지는 장기 고정금리 주택금융 공급을 통해 가계의 금리위험을 완화하고 주택금융 접근성을 높이는 중요한 정책수단임
- ⊙ 유동화 자원조달 비용이 낮은 수준에서 안정적으로 관리될수록 정책모기지 공급에 따른 비용 부담이 완화되어, 정책모기지 금리를 보다 안정적으로 유지하는 데 기여할 수 있음

▶ 주택금융공사 MBS는 정책모기지 공급에 필요한 재원을 자본시장에서 조달하는 핵심 수단으로 기능

- ⊙ MBS의 발행 여건과 조달비용은 기초자산인 정책모기지의 공급 여건과 밀접하게 연결됨
- ⊙ MBS 발행물량과 투자자 수요 간 균형이 약화되어 조달비용이 상승하는 경우, 정책모기지 금리의 상승 압력으로 이어질 수 있음

▶ MBS 투자자 기반의 깊이와 다양성은 정책모기지 자원조달의 안정성에 중요한 요인

- ⊙ 투자자 기반이 깊고 다양할수록 MBS 발행물량 증가가 시장가격에 미치는 영향이 완화되고, 투자자가 요구하는 프리미엄도 축소될 수 있음

- Ⓢ 이에 따라 투자자 기반 확충은 MBS 시장의 효율성을 높이고 정책모기지 자원조달의 안정성을 강화하는 요인으로 작용

▶ 다만 MBS는 일반 채권과 구별되는 고유한 상품 특성을 가지므로, 투자자 기반 확충을 위해서는 이러한 특성을 반영한 상품 설계와 투자여건 개선이 필요

- Ⓢ 기초자산의 조기상환 가능성, 콜옵션 구조, 만기별 트랜치 구성 등으로 인해 현금흐름과 실질만기가 일반 채권보다 복잡하게 나타남
 - 특히, 콜옵션이 부여된 MBS는 실질만기가 사전에 확정되지 않아 투자자의 만기매칭, 듀레이션 관리, 재투자 계획에 제약요인으로 작용할 수 있음
- Ⓢ 따라서 MBS 투자자 기반의 깊이와 다양성을 확보하기 위해서는 주요 투자자의 만기별 수요와 위험관리 방식을 상품구조와 투자여건에 반영할 필요

▶ 주요국 주택금융 유동화시장은 각국의 주택금융 구조와 자본시장 여건에 따라 다양한 형태로 발전해 왔지만, 투자자 기반 확대를 중요한 과제로 삼아 왔다는 점에서 공통된 흐름이 확인됨

- Ⓢ 국가별로 모기지 상품 특성, 유동화 방식, 장기채 시장의 발달 정도, 투자자 구성 등이 상이하기 때문에 시장 발전 경로도 서로 다르게 나타남
- Ⓢ 그럼에도 각국은 자국 시장 여건 하에서 투자자 수요에 부합하는 형태로 유동화증권을 공급하고 정보공사·거래·규제 여건을 개선해 투자자 기반을 확대해 왔음
- Ⓢ 이는 투자자 수요를 반영한 상품 설계가 시장 유동성과 자원조달 안정성 측면에서 중요한 과제임을 시사

▶ 이러한 관점에서 본고는 먼저 해외 문헌을 통해 투자자 기반이 주택금융 유동화시장의 효율성에 미치는 영향을 검토한 후, 주요국 주택금융 유동화시장의 투자자 기반 확대 논의를 살펴보고 국내 MBS 시장의 발전 과제와 정책적 시사점을 도출

- Ⓢ 해외 사례를 국내에 직접 적용하기보다는, 각국 사례에서 확인되는 투자자 수요 반영 방식과 국내 MBS 시장의 만기별 투자자 기반을 함께 고려할 필요
 - 국내 MBS는 만기별 투자자층이 구분된 채권시장 여건을 반영해 다계층(CMO) 구조로 발행되고 있어, 미국·유럽 등과는 구조적 차이가 존재
- Ⓢ 이에 따라 국내 MBS 시장의 상품구조와 발행전략을 채권시장 여건 및 투자자 수요와 연계해 점검하고, 정책모기지 유동화 자원조달의 안정성 제고를 위한 시사점을 도출

2. 투자자 기반과 주택금융 유동화시장의 효율성

▶ 주택금융 유동화시장의 효율성은 발행제도, 신용보강, 기초자산의 건전성 등 공급측 요인뿐 아니라 안정적인 투자자 기반 형성에도 영향을 받음

- ③ 투자자층이 폭넓고 수요가 지속적으로 형성될수록 발행물량을 원활히 흡수하고 유통시장 거래를 뒷받침할 수 있어, 유동성 프리미엄과 조달비용이 낮아질 수 있음
- ③ 관련 문헌과 정책 논의는 투자자 기반이 시장 유동성과 스프레드에 영향을 미치며, 그 효과가 표준화된 상품구조, 정보공시, 상품 간 비교가능성 제고 등을 통해 강화될 수 있음을 제시
- ③ 이러한 논의는 주요국 주택금융 유동화시장에서 표준화와 대체가능성(fungibility)¹⁾, 만기일시상환형 구조, 정보공시, 제도적 안정성 확보 등으로 구체화되어 왔음

▶ MBS는 기초 모기지의 조기상환 가능성으로 인해 현금흐름과 듀레이션이 금리 변화에 따라 달라지므로, 이를 평가하고 부담할 수 있는 투자자 기반의 존재가 가격 형성에 중요

- ③ 금리 하락기에는 조기상환 증가에 따른 재투자위험이, 금리 상승기에는 조기상환 둔화에 따른 듀레이션 확대 위험이 발생할 수 있어 MBS 투자자는 일반 채권보다 복잡한 위험평가를 수행해야 함
 - 이러한 위험을 평가하기 위해서는 기초자산 풀의 특성과 함께 금리 변화, 차주의 상환행태, 차환비용 등을 고려할 필요
- ③ Gabaix, Krishnamurthy & Vigneron(2007)은 차주의 조기상환위험이 MBS 가격에 반영되며, 이러한 위험의 가격은 시장 전반에 걸쳐 분산투자하는 대표투자자를 가정할 때보다 MBS 시장에 특화된 투자자를 가정할 때 더 잘 설명된다고 분석
- ③ 이는 MBS 시장의 효율성이 투자자의 폭넓은 참여뿐 아니라, 조기상환위험과 듀레이션 변동성을 이해하고 관리할 수 있는 전문성을 갖춘 투자자 기반에 의해 뒷받침될 필요가 있음을 의미

▶ MBS 스프레드는 조기상환 위험뿐 아니라 시장 수급, 유동성, 투자자 위험선호 등 다양한 요인의 영향을 받기 때문에 투자자 기반의 폭과 깊이도 조달비용 안정화에 중요

- ③ MBS 발행물량을 안정적으로 흡수할 수 있는 투자자 기반이 충분하지 않을 경우, 공급 증가가 위험 프리미엄 상승과 조달비용 확대로 이어질 수 있음

1) 대체가능성이란 일정한 공통 요건을 충족하는 자산들이 거래상 동등하게 취급되어 상호 대체될 수 있는 성질을 의미. 대체가능성이 높을수록 투자자는 개별 종목의 세부 차이를 분석하거나 종목별로 거래 상대방을 찾는 부담이 줄어들어, 거래가 집중되고 시장 유동성이 높아질 수 있음

- ⊕ 특히 특정 투자자군에 수요가 편중된 시장에서는 해당 투자자군의 포트폴리오 조정이나 위험부담 여력 변화가 MBS 수급과 스프레드에 큰 영향을 미칠 수 있음
- ⊕ Boyarchenko, Fuster & Lucca(2019)는 개별 MBS 간 스프레드 차이는 조기상환 특성과 관련이 큰 반면, 시장 전체 스프레드의 시계열 변동은 조기상환 특성만으로 설명되기 어렵고 MBS 공급, 투자자 위험 선호, 시장 유동성 등 수급 및 시장 여건의 영향을 함께 받는다고 분석
- ⊕ 이러한 분석은 MBS 조달비용의 안정성을 확보하기 위해 상품 자체의 위험관리와 함께, 발행물량을 안정적으로 흡수할 수 있는 투자자 기반의 확충이 필요함을 시사

▶ 주택금융 유동화증권의 투자자 기반을 확대하기 위해서는 투자자가 해당 상품을 쉽게 비교·거래할 수 있는 구조가 마련되어야 함

- ⊕ 유동화증권은 기초자산, 현금흐름 배분 구조, 만기, 신용보강 방식 등에 따라 상품 특성이 달라지므로, 거래 단위가 지나치게 분절될 경우 유동성이 제약될 수 있음
- ⊕ 반대로 발행조건과 거래방식이 표준화되고 유사 상품 간 대체가능성이 높아질수록 투자자는 개별 상품의 세부 차이에 따른 거래 부담을 줄이고 보다 쉽게 시장에 참여할 수 있음
- ⊕ Vickery & Wright(2013)는 미국 Agency MBS 시장의 높은 유동성이 공적 보증만으로 설명되기 어렵고, TBA 거래를 통한 표준화와 대체가능성이 중요한 역할을 한다고 분석
 - TBA(to-be-announced) 거래는 매매계약 체결 시점에는 인도될 개별 MBS 풀을 특정하지 않고 발행기관, 만기, 쿠폰, 액면금액, 결제월 등 표준화된 조건을 기준으로 거래한 뒤, 결제 시점에 적격 MBS를 인도하는 미국 Agency MBS 시장의 거래 관행을 의미²⁾
- ⊕ 따라서 표준화와 대체가능성 제고는 신용보강이나 보증과는 별개로 유동성 프리미엄을 낮추고 조달비용을 안정화하는 경로로 작용할 수 있으며, 투자자 기반 확대와 시장 효율성 제고를 위한 중요한 조건으로 평가됨

▶ 유동화증권의 구조적 복잡성을 고려할 때, 정보공시와 비교가능성은 투자자의 분석비용을 낮추고 투자자 기반을 확대하는 중요한 조건

- ⊕ 주택금융 유동화증권은 기초자산의 구성과 조기상환 특성에 따라 위험·수익 구조가 달라지므로 발행자와 투자자 간 정보비대칭이 발생하기 쉽고, 투자자가 이를 평가하기 위해서는 충분하고 표준화된 정보가 필요

2) 이러한 표준화된 조건을 충족하는 MBS는 기초자산 구성이 서로 다르더라도 동일한 거래에 인도될 수 있다는 점에서, TBA 거래는 대체가능성이 실제 거래에서 구현되는 대표적 사례에 해당

- BCBS & IOSCO(2015)는 단순·투명·비교가능한(simple, transparent and comparable: STC) 유동화 기준을 제시하면서, 투자자가 기초자산과 거래구조를 이해하고 동일 자산군 내 상품 간 위험을 비교할 수 있는 정보 제공의 중요성을 강조
- IMF(2015)는 STC 기준을 유동화시장 개선을 위한 진전으로 평가하면서도, 투자자의 자체 위험분석을 지원하기 위해서는 위험 요소별로 세분화된 정보공시와 표준화가 필요하다고 지적
- 즉, 투자자 기반 확대를 위해서는 기초자산, 조기상환 구조, 예상 현금흐름 등을 투자자가 분석 가능한 형태로 제공하는 것이 중요

3. 주요국 주택금융 유동화시장의 투자자 기반 확대 논의

▶▶ 주요국 사례는 특정 제도를 보편적 모델로 삼기보다는, 각국이 자국의 시장 여건과 투자자 수요를 반영해 상품구조와 투자여건을 조정해 왔다는 점에 주목할 필요

- 국가별 제도·시장 여건의 차이에 따라 투자자 기반 확대 방식도 상이하게 나타났으며, 각국은 거래 편의성, 현금흐름 예측가능성, 위험평가 용이성, 제도적 안정성 등 투자자가 중시하는 요인을 상품구조와 투자여건에 반영해 왔음
 - 이는 투자자 기반 확대에 보증 수준이나 발행 규모뿐 아니라 상품구조와 투자여건도 중요함을 시사
- 이하에서는 미국, 캐나다, 호주, 유럽의 사례를 통해 각국이 투자자 수요를 반영해 온 방식을 검토

▶▶ 미국 Agency MBS 시장은 장기 고정금리 모기지가 보편화된 시장 여건을 배경으로, 표준화와 대체가능성을 통해 투자자의 거래 부담을 낮추고 폭넓은 투자자 기반을 형성해 온 대표적 사례

- 미국 Agency MBS 시장에서는 적격요건을 충족하는 장기 고정금리 모기지를 기초로 한 증권이 발행되며, 발행기관, 만기, 쿠폰 등 핵심 조건이 동일한 MBS가 TBA 거래를 통해 표준화된 방식으로 거래됨
 - Vickery & Wright(2013)가 인용한 연구에 따르면 표준화된 TBA 거래의 평균 왕복거래비용은 약 5bp인 반면, 개별 MBS 풀을 특정하여 거래하는 경우에는 약 48bp로 나타남
- 이러한 거래구조는 개별 MBS 풀의 세부 특성 차이에 따른 분석·거래 부담을 낮추고, 투자자가 Agency MBS를 보다 표준화된 채권상품처럼 보유·거래할 수 있도록 하는 기반으로 작용

- ⑤ 2019년에는 Fannie Mae와 Freddie Mac이 공통 기준에 따라 발행하는 UMBS(Uniform Mortgage-Backed Security)가 도입되어 양 기관 MBS 간 시장 분절을 완화하고 대체가능성을 확대
 - Liu, Song & Vickery(2021)는 UMBS 도입 이후 기존 고유동성 종목의 유동성을 훼손하지 않으면서 상대적으로 유동성이 낮았던 종목의 유동성과 가격이 개선되었다고 분석
- ⑤ 미국 사례는 표준화와 대체가능성이 시장 유동성을 높이고 거래 부담을 낮춤으로써 투자자의 MBS 시장 참여 여건을 개선할 수 있음을 시사
 - 다만 표준화와 대체가능성의 효과는 기초자산의 동질성이 일정 수준 이상 확보될 때 강화되며, 증권 단계에서 상품이 과도하게 세분화될 경우에는 오히려 유동성이 저해될 수 있음

▶▶ **캐나다 CMB(Canada Mortgage Bonds)는 정부보증 MBS를 기초로 만기일시상환형 구조를 제공함으로써, 현금흐름 예측가능성과 만기관리 편의성에 대한 투자자 수요를 반영한 사례**

- ⑤ 캐나다의 NHA MBS는 모기지보험이 적용된 주택담보대출을 기초로 CMHC의 원리금 적시 지급 보증을 받아 발행되며, Canada Housing Trust는 만기일시상환 구조의 CMB를 발행해 조달한 자금으로 NHA MBS를 매입
 - CMHC(Canada Mortgage and Housing Corporation)는 캐나다의 공적 주택금융기관이며, Canada Housing Trust는 CMB 발행을 위해 설립된 특수목적기구임
- ⑤ 이러한 구조는 기초 모기지의 조기상환 가능성에도 불구하고 투자자에게 보다 예측 가능한 현금흐름을 제공함으로써, 장기투자자의 만기매칭과 포트폴리오 관리에 유리한 투자수단으로 기능
 - IMF(2020)는 CMB가 NHA MBS의 조기상환위험을 투자자에게 직접 전가하지 않는 만기일시상환형 채권으로 설계되어 있으며, 동일 만기 국채 대비 통상 20~40bp 높은 수준에서 거래되고 연기금과 외국인투자자를 포함한 다변화된 투자자 기반을 형성하고 있다고 평가
- ⑤ 캐나다의 사례는 주택금융 유동화증권의 투자자 기반을 확대하기 위해서는 투자자가 보유기간과 현금흐름을 예측할 수 있는 상품구조가 중요함을 보여줌
 - 다만 만기일시상환형 구조는 기초 모기지의 조기상환위험 자체를 제거하는 것이 아니라, 이를 발행구조 내에서 관리재배분하는 방식이므로, 안정적 운영을 위해서는 프로그램 운영기관의 위험관리 역량이 요구됨

▶▶ **호주 RMBS 시장은 공적 보증에 주로 의존하지 않는 시장 구조하에서, 기초자산과 현금흐름 구조에 관한 표준화된 정보 제공을 통해 기관투자자의 위험평가 여건을 개선한 사례**

- ⑤ RMBS는 기초 대출의 LTV, 금리구조, 지역 분포, 연체율, 조기상환율, 현금흐름 배분 구조 등에 따라 위험·수익 특성이 달라지므로, 투자자가 이를 분석하기 위해서는 충분하고 표준화된 정보 제공이 중요

- ⑤ 호주 중앙은행(RBA)은 repo 담보 적격 유동화증권에 대해 대출 단위, 증권 단위, 유동화거래 단위, 기초자산 풀 단위 정보와 현금흐름 배분모형 등을 매월 표준화된 형식으로 제출하도록 요구
- ⑥ 이러한 정보공시 체계는 중앙은행 담보 적격성 관리를 위한 제도이지만, 동시에 유동화증권의 기초자산과 현금흐름 구조에 관한 정보를 표준화함으로써 투자자의 실사와 상품 간 비교를 용이하게 하는 기능도 함께 수행
- ⑦ 호주 사례는 주택금융 유동화증권의 투자자 기반 확대를 위해 상품의 신용도나 발행 규모뿐 아니라, 투자자가 위험을 직접 분석하고 비교할 수 있는 정보환경도 중요함을 시사
 - 다만 투자자 기반 확대를 뒷받침하기 위해서는 공시 항목을 늘리는 것뿐 아니라, 투자자가 공시 정보를 실제 위험평가와 포트폴리오 관리에 활용할 수 있도록 표준화하는 것이 중요

▶ 유럽 커버드본드는 MBS와 법적 구조는 다르지만, 법적 보호장치와 규제상 적격성이 기관 투자자의 참여를 뒷받침하는 사례

- ⑧ 커버드본드는 발행기관에 대한 청구권과 커버풀에 대한 우선청구권이 결합된 이중상환청구권(dual recourse) 구조를 통해 투자 안전성을 제고
- ⑨ EU는 커버드본드 지침(Covered Bond Directive)을 통해 커버자산의 적격요건과 법적 분리, 유동성 완충장치, 투자자 정보 제공 등에 관한 공통 요건을 마련함으로써 상품의 안전성과 비교가능성을 제고
 - EBA(2025)는 지침 도입 이전에는 국가별 제도가 충분히 조화되지 않아 성격과 위험수준이 상이한 상품에 동일한 규제상 우대가 적용되었으며, 이는 시장 통합의 장애로 작용했다고 평가
- ⑩ 일정 요건을 충족하는 커버드본드의 LCR상 고유동성자산 인정과 우대 위험가중치는 은행이 커버드본드를 유동성 포트폴리오에 편입하는 유인으로 작용
 - 투자자 구성은 만기별로 차별화되어, 만기 10년 이하에서 은행의 비중이 가장 높으며 10년 초과 구간에서는 보험연금의 비중이 은행과 유사한 수준으로 나타남(Eichert, Kunze & Allon, 2025)
- ⑪ 유럽 사례는 주택금융 유동화증권의 투자자 기반 확대를 위해 법적 보호장치와 함께 규제상 적격성도 중요함을 시사
 - 다만 커버드본드는 기초자산이 발행기관의 대차대조표에 남고 투자자에게 이중상환청구권이 부여되는 구조라는 점에서 MBS와 차이가 있으므로, 국내 MBS 시장에 직접 적용하기보다는 투자자 기반을 뒷받침하는 제도적 여건 측면에서 참고할 필요

▶ 이상의 논의를 종합하면, 주택금융 유동화시장의 투자자 기반 확대는 각국의 시장 여건에 따라 서로 다른 방식으로 이루어졌지만, 공통적으로 투자자의 분석·보유·거래 부담을 낮추는 방향으로 전개되어 왔음

- ⑤ 거래 편의성(미국), 현금흐름 예측가능성(캐나다), 정보공시·데이터 표준화(호주), 제도적 여건(유럽) 등 각국이 활용한 수단은 상이하나, 모두 투자자 수요를 상품 설계와 시장 여건에 반영한 사례로 볼 수 있음

4. 국내 MBS 시장의 발전 과제 및 정책적 시사점

▶ 국내 MBS 시장에서도 투자자의 분석·보유·거래 부담을 낮추는 것이 과제이나, 그 방식은 국내 채권시장 여건 및 투자자 수요와 연계해 상품구조와 발행전략을 조정하는 문제로 접근할 필요

- ⑤ 국내 MBS는 만기 구간별로 참여 투자자가 나뉘는 채권시장 구조를 반영해 다계층(CMO) 형태로 설계되어 있으며, 이는 수익률곡선의 단기 구간까지 활용해 정책재원을 효율적으로 조달할 수 있는 이점이 있음
 - 일반 MBS는 만기 1·2·3·5·7·10·20·30년의 선순위 트랜치로 구성되고, 이 중 만기 5년 이하 트랜치는 만기일시상환형, 만기 7년 이상 트랜치는 콜옵선평 증권으로 설계
- ⑤ 다만 트랜치가 만기별로 세분화되어 있어 종목별 발행·거래 물량이 분산되고, 콜옵선평 트랜치의 경우 실질만기와 현금흐름을 별도로 평가해야 하는 등 투자자의 거래·분석 부담이 수반
- ⑤ 또한 국내 MBS 시장에서는 콜옵선평 트랜치의 발행금리가 법정만기를 기준으로 결정되는 관행이 있어(김동규, 2023), 예상 현금흐름에 따른 가중평균만기(WAL)와 법정만기의 차이가 투자자의 가치평가와 투자판단을 어렵게 할 수 있음
- ⑤ 따라서 주요국 사례를 그대로 적용하기보다는, 상품구조, 활용 여건, 정보공시 체계, 발행전략을 국내 여건에 맞추어 단계적으로 조정하는 접근이 현실적

▶ 국내 MBS의 발행금리 스프레드는 상품 자체의 특성뿐 아니라 채권시장 수급 여건에도 영향을 받으므로, 만기 구간별 투자자 수요에 부합하는 상품구조와 발행전략이 조달비용 안정화에 중요

- ⑤ 임병관·김형근(2022)은 특히 금리인상 기간에 MBS를 제외한 여타 비금융 특수채에 대한 투자자 순매수가 증가할수록 MBS 발행금리 스프레드가 확대된다는 점을 확인하고, 이를 MBS와 특수채 간 대체관계로 해석
 - 반면 국채 발행액 변동이나 국채 순매수는 유의한 영향을 보이지 않아, 국내 MBS의 수요가 주로 특수채 시장 내에서 형성·경쟁되는 구조임을 시사

- ⑤ MBS 발행금리 스프레드에 영향을 미치는 요인은 만기 구간별로 차이가 있으며, 만기 5년 이상 중장기물의 스프레드 확대는 여타 특수채와의 수요 경쟁과 밀접하게 관련된 것으로 나타남
 - 이는 2장에서 살펴본 바와 같이 MBS 스프레드가 조기상환 특성만으로 설명되기 어렵고, 수급 및 시장 여건의 영향을 함께 받는다는 해외 연구 결과와도 일관된 흐름
- ⑥ 따라서 조달비용의 안정성을 높이기 위해서는 신용보강 수준의 문제를 넘어, 각 만기 구간에서 MBS가 경쟁 채권과 비교하여 선택될 수 있도록 투자자의 분석-거래 부담을 낮추는 방향으로 현금흐름과 만기 구조를 갖추고, 발행계획 수립 시 만기별 수급 여건을 함께 고려하는 것이 중요

▶ 최근 국내 MBS 발행구조의 변화는 현금흐름 예측가능성을 중시하는 투자자 수요를 반영하는 방향으로 전개되어 왔음

- ⑦ 2021년 모든 트랜치를 콜옵션 없는 만기일시상환형으로 설계하고 최장만기를 5년 이하로 제한한 Straight MBS를 도입
 - 공사는 투자자 수요에 맞추어 발행만기를 축소하고 콜옵션에 따른 불확실성을 줄인 것이 조달금리 인하로 이어졌다고 설명
- ⑧ 이어 2024년에는 기관투자자 의견 수렴을 거쳐 일반 MBS의 5년물 트랜치에서 콜옵션을 제거해 만기일시상환형 구조로 전환하고, 15년물 트랜치를 폐지하여 트랜치 구성을 단순화
- ⑨ 두 조치는 만기일시상환형 구조를 통해 현금흐름 예측가능성과 만기관리 편의성을 제고한 캐나다 사례와 같은 방향의 대응으로 볼 수 있으며, 특히 2024년 조치는 콜옵션 제거를 통한 현금흐름 확정과 트랜치 구성 단순화를 함께 추진해 투자자의 현금흐름 분석과 거래에 따른 부담을 완화하는 방향의 조정으로 평가할 수 있음
- ⑩ 다만 만기일시상환형 트랜치가 확대될수록 조기상환에 따른 현금흐름 변동이 잔여 콜옵션부 트랜치에 집중되거나 발행기관으로 이전될 수 있으므로, 트랜치 간 위험 배분과 발행기관의 위험관리 부담을 함께 고려할 필요

▶ 만기일시상환형 구조의 확대가 투자자 기반 강화로 이어지기 위해서는 MBS의 실제 활용 여건도 함께 개선될 필요

- ⑪ 국내 MBS는 이미 유동성자산으로 인정되고 있으므로, 추가적인 발전 과제는 투자자가 이를 담보 제공, 환매조건부매매, 대차거래 등에서 실제로 활용하기 용이한 시장 여건을 마련하는 데 있음
 - 콜옵션이 제거되면 잔존만기와 현금흐름이 사전에 확정되므로 담보 제공이나 환매조건부매매 과정에서 평가-관리 부담이 완화되어 활용성이 높아지고, 이에 수반해 대차거래 수요도 확대될 수 있음

- ⑤ 3장의 유럽 사례는 규제상 적격성 등 제도적 여건이 은행 등 투자자의 보유 유인에 영향을 미칠 수 있음을 보여줌
- ⑤ 따라서 만기일시상환형 트랜치 확대가 실제 활용 확대로 이어지는지, 그리고 제도나 시장 관행에 제약이 남아 있는지 함께 점검할 필요
 - 특히 만기일시상환형 전환이 이루어진 단기·중기 구간에서 활용 여건이 개선될 경우, 유동성 규제 대응과 담보 운용 필요가 있는 은행 등의 참여 유인이 커질 수 있음

▶ 아울러 국내 정책모기지의 상품 단위 표준화 특성이 투자자의 풀 단위 현금흐름 분석과 조기상환위험 평가에 활용될 수 있도록, 기초자산 풀 구성 관리와 정보공시 방식의 개선 여지를 검토할 필요

- ⑤ 국내 정책모기지는 대출 대상자 요건, 근저당권 설정순위, LTV·DTI 등 상품 단위에서 표준화 수준이 높은 편이나, 유동화 기간 단축 등을 위해 성격이 다른 정책모기지를 혼합해 MBS를 발행하고 있어 기초자산 풀 단위의 현금흐름 예측이 제약될 수 있음(김동규, 2023)
 - 상품별로 금리 수준에 차이가 있어 대환 유인과 조기상환 행태가 다르게 나타날 수 있고, 혼합비율도 발행 시점의 유동화 대상 자산 구성에 따라 달라질 수 있다는 점이 예측가능성을 제약하는 요인
- ⑤ 3장의 호주 사례는 기초자산과 현금흐름 구조에 관한 표준화된 정보 제공이 투자자의 위험평가와 상품 간 비교를 용이하게 할 수 있음을 보여줌
- ⑤ 따라서 기초자산 풀의 구성과 조기상환 실적에 관한 정보를 투자자가 위험평가에 활용할 수 있는 형태로 제공하고, 가능한 범위에서 성격이 유사한 자산을 구분해 집합화함으로써 기초자산의 동질성을 높이는 방안을 검토할 필요
 - 다만 기초자산의 동질성을 높이는 과정에서 회차별 발행대상 자산 확보나 발행 일정의 안정성이 제약될 수 있으므로, 기초자산 구분 관리는 유동화 운영의 효율성과 함께 고려할 필요

▶ 종합하면, 국내 MBS 시장의 투자자 기반 확대는 투자자의 분석·보유·거래 부담을 낮추는 관점에서 만기 구간별 상품구조와 발행전략, 담보·유동성 활용 여건, 기초자산 구성 및 정보공시 여건을 함께 점검·보완하는 과제로 접근할 필요

- ⑤ 상품구조 측면에서는 투자자 수요 및 위험관리 방식의 변화를 반영해 현금흐름 예측가능성을 높이는 방향으로 콜옵션 구조와 트랜치·만기 구성을 조정할 필요
- ⑤ 표준화와 단순화는 기초자산 단계에서 풀 단위 현금흐름 예측가능성을 높이고, 증권 단계에서 투자자의 비교·거래 부담을 낮추는 방향으로 추진할 필요

- 투자자 수요와 무관한 과도한 세분화는 트랜치별 발행물량을 분산시켜 유동성을 저해할 수 있으므로, 표준화와 단순화는 만기별 수요를 고려해 판단할 필요
- ➡ 아울러 발행 규모가 크고 지속적인 정책모기지 재원조달의 특성상, 정기적이고 예측 가능한 발행은 투자자의 참여 유인을 뒷받침하는 조건으로 작용
 - Chiquier, Hassler & Lea(2009)도 유동성이 투자자가 요구하는 핵심 특성이라는 점에서 발행기관의 정기적 발행에 대한 약속이 중요하다고 지적
 - 수급 여건을 반영한 발행계획 조정도 발행의 정기성을 유지하는 범위에서 이루어질 필요가 있으며, 발행 시기나 물량의 과도한 조정은 오히려 투자자의 예측가능성을 낮출 수 있음
- ➡ 결국 MBS 투자자 기반의 깊이와 다양성을 확보하는 것은 정책모기지 재원조달의 안정성과 지속가능성을 높이는 과제이며, 이를 위해서는 국내 시장 여건을 반영한 상품구조와 발행전략의 정교화와 함께 조기상환위험을 평가·부담할 수 있는 투자자층의 형성이 병행될 필요

| 참고문헌 |

- 김동규 (2023). 한국주택금융공사 주택저당증권(MBS) 발행구조의 이해 및 발전방향 모색. 『주택금융리서치』, 제30호, 34-49.
- 임병권-김형근 (2022). 국내 기준금리 변동이 MBS(Mortgage-Backed Securities) 발행금리에 미치는 영향. 『주택금융연구』, 6(2), 51-71.
- BCBS & IOSCO (2015). Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations. Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions.
- Boyarchenko, N., Fuster, A., & Lucca, D. O. (2019). Understanding mortgage spreads. *Review of Financial Studies*, 32(10), 3799-3850.
- Chiquier, L., Hassler, O., & Lea, M. (2009). Mortgage securities in emerging markets. In L. Chiquier & M. Lea (Eds.), *Housing finance policy in emerging markets* (pp. 293-323). Washington, DC: World Bank.
- EBA (2025). EBA advice on the review of the EU covered bond framework: Response to the Commission's call for advice of July 2023 (EBA/Rep/2025/24). Publications Office of the European Union.
- Eichert, F., Kunze, F., & Allon, N. (2025). Covered bond investors - Navigating wide spreads vs swaps against higher public sector deficits. In ECBC European Covered Bond Fact Book (20th ed., pp. 110-117).
- Gabaix, X., Krishnamurthy, A., & Vigneron, O. (2007). Limits of arbitrage: Theory and evidence from the mortgage-backed securities market. *Journal of Finance*, 62(2), 557-595.
- IMF (2015). Securitization: The road ahead (IMF Staff Discussion Note No. SDN/15/01). International Monetary Fund.
- IMF (2020). Canada: Financial Sector Assessment Program—Technical Note—Housing Finance, IMF Country Report No. 20/17.
- Liu, H., Song, Z., & Vickery, J. (2021). Defragmenting markets: Evidence from agency MBS (Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 965). Federal Reserve Bank of New York.
- Vickery, J., & Wright, J. (2013). TBA trading and liquidity in the agency MBS market. Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 19(1), 1-18.