



## Readers' Cut

MBS, QT가 오래갈 수밖에 없는 또 다른 이유

채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com 3772-7616

연준은 향후 금리 흐름과 상관없이 MBS의 더딘 축소를 전망. 이는 기보유 MBS 금리가 매우 높아, 재융자 수요가 약하기 때문. 저금리 시나리오 하에서는 재융자 수요가 소폭 개선될 것으로 보았으나 축소 속도에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상. 연준은 非 국채 자산을 빨리 줄이고 싶어하지만 정작 가장 큰 비중을 차지하는 非 국채 자산인 MBS는 빠르게 털어내기 어려울 것. 자의든 타의든 QT와 자산 재조정은 장기간 진행될 정책

### MBS 보유 배경과 동향

연준이 처음으로 MBS를 매입한 것은 2009년 1월 초(매입 발표는 2008년 11월). MBS 시장에서 발생한 금융위기로 동 자산의 매입 필요성이 대두. 이에 따라 당시 진행된 1차 양적완화 일환으로 2010년 7월까지 약 1조 1,290억달러어치를 보유. 이후, 보유량을 서서히 줄여 나가다(2011년 11월: 8,270억달러) 2012년 월 400억달러 한도로 재매입 실시. 2013년 12월에는 테이퍼링을 실시했지만 당시 시장 변동성 확대(Taper Tantrum)로 중지

2017년 9월 재차 테이퍼링을 시도, 종료 시점인 2019년 7월까지 1조 7,824억달러에서 1조 5,118억달러로 총 2,706억달러 축소 성공. 그러나 2020년 3월 코로나 대응 일환으로 QE 재개. MBS도 월 2,000억달러 한도 매입을 발표(3/15)했으나, 시장상황 악화에 따라 무제한 매입 실시(3/23). 그 해 연말까지 MBS 보유량은 6,676억달러 증가한 2조 395억달러 기록. 다른 자산들과 마찬가지로 MBS도 2022년 6월부터 QT가 실시되며 꾸준히 보유량을 축소하면서 고점(2022년 4월 2조 7,402억달러)에서 2024년 12월 현재 2조 2,488억달러로 줄어들었음

### 연준의 MBS 매입 메커니즘

연준 보유 자산 중 매매가 가능한 유가증권은 뉴욕 연준의 공개시장운영계정(System Open Market Account)에 예치되어 있고, 매매는 데스크(Open Market Trading Desk)에서 담당. MBS도 마찬가지. MBS는 거래 중 약 90%가 TBA 방식\*으로 이루어지는데, 뉴욕 연준도 동 방식을 통해 거래. 가장 최근에 발행되었거나 유통이 활발한 채권, 그리고 금리가 Primary Mortgage Rate\*\*에 최대한 근접한 채권 위주로 매입. 실제로 연준의 MBS를 매입 시점별로 나누어보면 그 당시 모기지 금리와 매입 채권 금리가 비슷함. 금리 레벨별 보유 MBS도 1.5~6.5%로 다양하게 분포

\* TBA(To-Be-Announced) 거래: MBS 발행일로부터 최대 3개월 이전에 금리(Coupon), 원금 규모 및 만기 등의 조건을 확정하는 선도 거래 방식. 실제 기초자산 Pool의 정보는 발행일 2일 전 공시. 동 거래방식 하에서는 MBS의 거래가 기초자산의 확정 이전에 이루어짐. 이는 Pool의 구성요건이 제도화되어 있어 비슷한 조건의 Pool은 서로 대체 가능한 것으로 간주되기 때문

\*\* Primary Mortgage Rate: Freddie Mae에서 주간 단위로 조사 후 발표하는 모기지 금리

## 장기간 QT에도 불구하고, MBS 축소가 더딘 이유

2022년 6월 QT 실시 이래 MBS는 동년 9월 이후 단 한번도 재투자 중단 한도를 넘어선 적이 없음. 양적긴축 실시 이후 이표채는 2022년 6월 초 보유량 대비 약 73.9%(-1조 2,953억달러)까지 줄어든 반면 MBS는 83.0%(-4,587억달러)에 불과. 더딘 MBS 축소 실적은 높은 모기지 금리에 기인. 현재 30년 모기지 금리는 6%대 후반으로 연준이 보유한 MBS 금리보다 높은 상황. 이는 기존 모기지 대출자로 하여금 재융자 또는 조기 상환 수요를 크게 약화 시킴과 동시에 만기가 도래하는 MBS 채권이 거의 없음을 의미. 또한, 연준이 가지고 있는 대부분 모기지 채권은 금리가 낮은 편. 연준은 미국 내 잔존 MBS(Agency 기준) 중 약 30%를 보유 중. 연준이 소유한 MBS 중 금리가 4%미만인 채권 비중은 약 92.5%. 전체 시장 비중은 69.8%. 따라서 만기가 도래하는 MBS도 없고, 연준의 MBS는 대부분 낮은 금리 채권이기에 때문에 연준은 모기지 채권을 줄이고 싶어도 줄일 수가 없음\*\*\*

\*\*\*MBS는 여러 모기지 대출상품을 묶어 하나의 자산으로 유동화한 증권. 미국 모기지 대출은 대부분 30년 만기 고정 금리 + 원금균등분할상환이 원칙. 또한, 대출자는 위약금 없이 조기 상환이 가능(금리 하락 시 재융자)하며, 일정 기간이 지나면 모기지 재계약(다른 은행 또는 다른 조건으로)이 가능. 재융자 또는 조기 상환 여부에 따라 MBS는 만기가 빠르게 도래할 수 있음

## MBS 보유량 전망

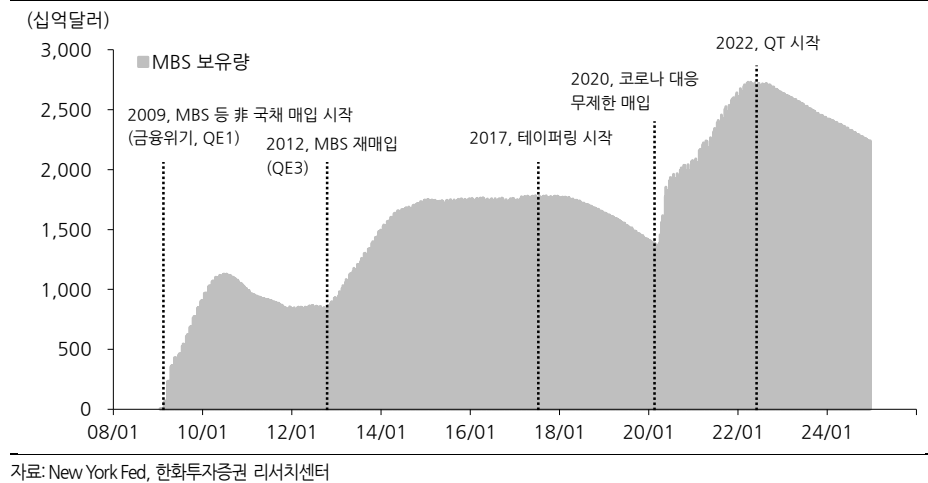
연준은 세 개의 시나리오(Baseline, High-Rate Scenario, Low-Rate Scenario)별 모기지 금리(30-Year Primary Mortgage Rates) 추정과 함께 금리 시나리오별 MBS 축소 속도 및 보유량을 전망. 기본 시나리오 기준 모기지 금리는 2024년 말 6.35%에서 2033년 3분기 5.40%까지 하락한 뒤 2035년 말까지 동 수준을 유지할 것으로 예상. 고금리 가정 하(2024년 4분기: 6.90% → 2035년 4분기: 6.25%)에서는 기본 시나리오 대비 평균적으로 140bp, 최대 200bp까지 금리가 높고, 저금리 상황(5.53% → 4.55%)의 경우 평균 120bp, 최대 160bp까지 낮은 금리 수준을 보일 것으로 추정

축소 규모는 세 가지 시나리오 모두 2024년 2,000억달러에서 시작한 뒤 꾸준히 감소. 특기할만한 점은 기본, 고금리 시나리오는 2035년 말까지 축소 속도가 매우 비슷하다는 것(2035년 말 기준 Baseline, 고금리 축소량 모두 960억달러). 두 시나리오가 비슷한 흐름을 보이는 이유는 무엇이 되었든 모기지 금리가 이전 대비 높기 때문. 어떤 금리 레벨도 재융자 수요를 자극시키기가 힘든 것. 이는 저금리 시나리오도 마찬가지. 초중반부까지(2029년) 축소 속도는 나머지 두 상황 대비 빠르지만 월등한 수준은 아니며, 후반부부터는 큰 차이가 없음. 이에 따라 2035년 말 기준 세 가지 시나리오 상 연준 보유 MBS는 Baseline, 고금리, 저금리 각각 6,600억달러, 6,680억달러, 5,970억달러

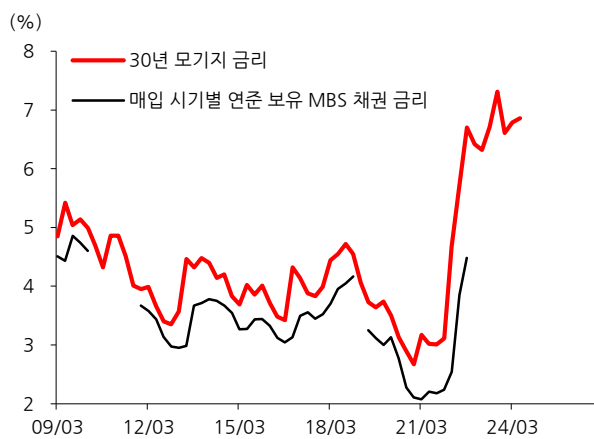
## 결론: 금리 흐름이 MBS 축소에 유의미한 영향을 미치지 못함

기본 및 고금리 시나리오 하에서 MBS 축소는 확실히 더딘 편. 저금리 상황에서는 재융자 수요를 자극시키는 것으로 보이지만 유의미한 수준은 아님. 이는 기보유 MBS 금리가 매우 높아 재융자 수요가 약하기 때문. 연준은 非 국채 자산을 빨리 줄이고 싶어하나, 정작 가장 큰 비중을 차지하는 非 국채 자산인 MBS는 빠르게 털어내기 어려울 것. 자의든 타의든 QT와 자산 재조정은 장기간 진행될 정책

[그림1] 연준의 MBS 보유량 추이



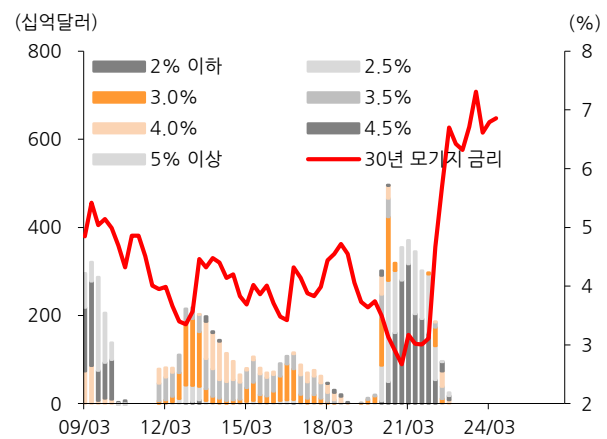
[그림2] 연준의 MBS 매입 채권 금리 및 모기지 금리 추이



주: 연준 보유 MBS 금리는 가중평균 금리

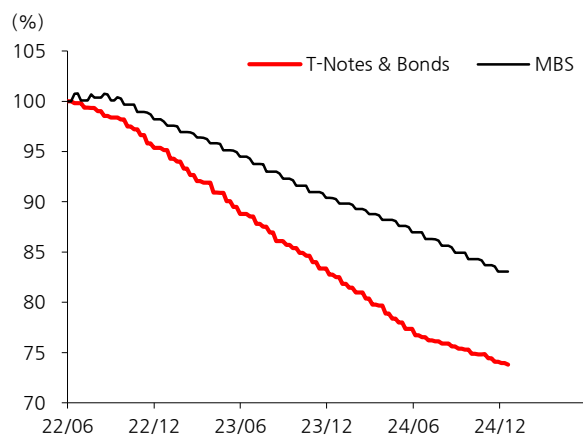
자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 연준의 MBS 매입량 추이와 금리 수준, 모기지 금리 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

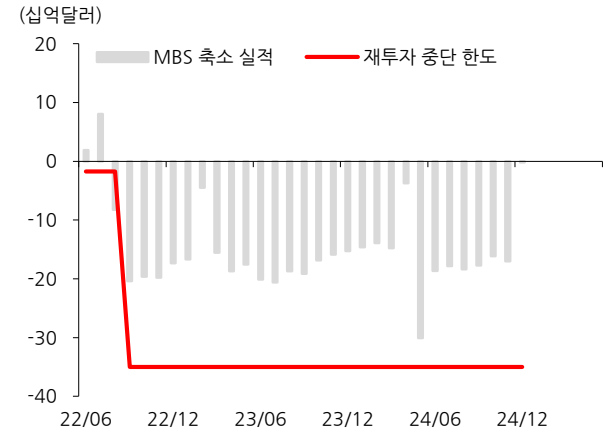
[그림4] 이표채와 MBS 보유량 축소 속도 비교



주: 2022년 6월 초 보유량 = 100%

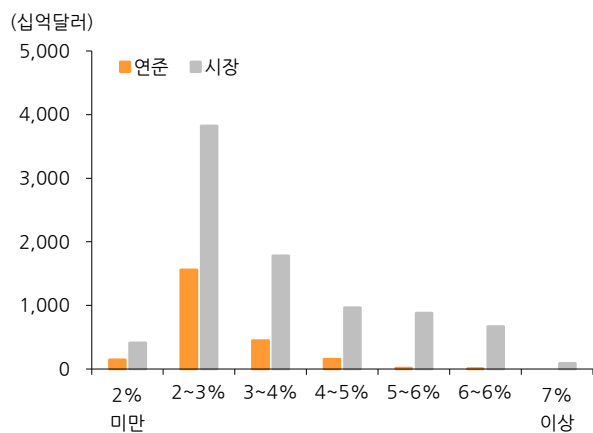
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 9월 이후 MBS 축소 규모는 매달 한도를 미달



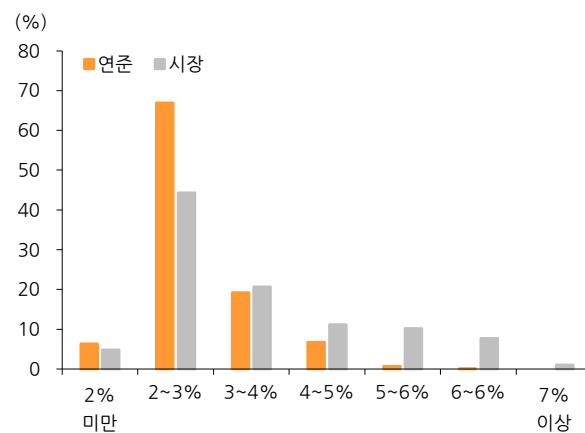
자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연준과 시장의 금리 구간별 MBS 보유량



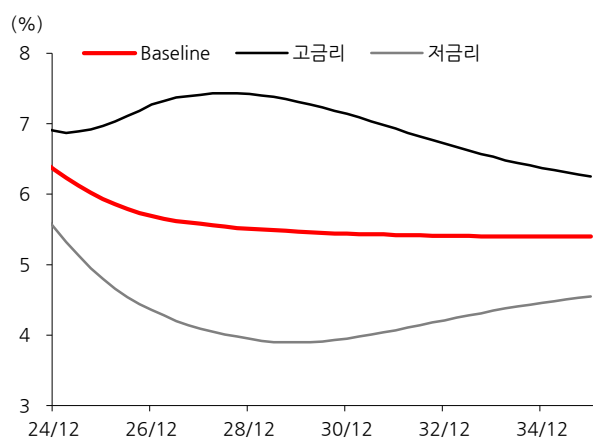
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 연준과 시장의 금리 구간별 MBS 보유 비중



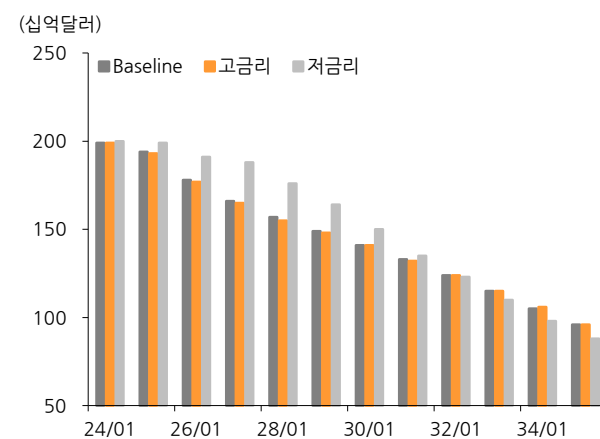
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 시나리오별 모기지 금리 추정치



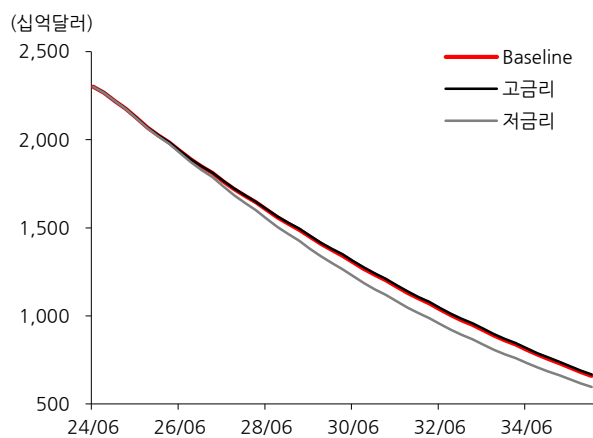
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 시나리오별 MBS 축소 규모 추이



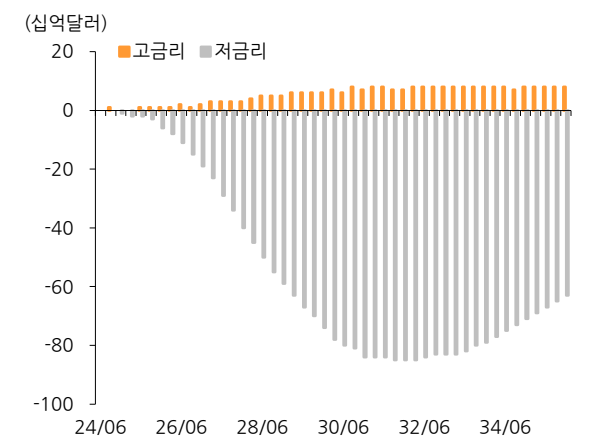
자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 시나리오별 MBS 보유량 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 기본 시나리오 대비 MBS 보유량 변동 차이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

---

**[ Compliance Notice ]**

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].

---