

# 브라질 파이로 살필 수익률

해외채권 허성우



하나증권

## 목차

<b>1. 이제는 신흥국도 봐야할 때</b>	<b>3</b>
1) 고공행진 중인 신흥국 채권	
2) 브라질 채권이 매력적인 5가지 이유	
<b>2. 브라질 채권시장의 현 주소</b>	<b>10</b>
1) 국내 투자자의 채권 투자 현황	
2) 브라질 국채 투자 수익률 점검	
3) 브라질 채권시장 발행 현황	
4) 브라질 국채 종류	
<b>3. 2000년 이전의 브라질</b>	<b>19</b>
1) 식민지로부터 시작한 브라질	
2) 1~2차 오일쇼크 이후 브라질 경제	
3) 라틴아메리카의 외채 위기 (“잃어버린 10년”)	
4) 외채와 통화 위기를 극복한 브라질	
5) 아시아 외환위기 전후 브라질	
6) 변동환율제와 인플레이션 타킷팅제 도입	
<b>4. 브라질 투자 체크 포인트</b>	<b>28</b>
1) GDP 성장률	
2) 인플레이션	
3) 통화정책	
4) 헤알원 환율을 결정짓는 변수들	
<b>5. 브라질 채권시장 전망</b>	<b>61</b>
1) 인하 사이클 진입은 확실. 단, 올해는 동결 국면 지속될 듯	
2) 연말 10년물 12%대 초반. 달러 대비 헤알화 강세 전망	
3) 원화 대비 헤알화 강세 전망. 무역수지 개선 여부가 변수	
4) 헤알화 표시 채권 매수 타이밍	
<b>APPENDIX</b>	<b>73</b>

2025년 8월 11일 | Global Asset Research

## 브라질

# 해외채권

## 브라질 파이로 살찐 수익률

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 이제는 신흥국도 봐야할 때

연초 이후 선진국과 신흥국 간 금리 차별화 장세가 이어지는 모습이다. 수입 증대를 위한 트럼프의 약달러 기조와 불확실한 관세 정책으로 달러 약세 흐름이 이어졌다. 이에 신흥국 로컬 국채 지수는 반사 수혜를 받았다. ① 비미국 국가 통화가 강세를 보였고, ② 금리 하락 ③ 높은 이자 수익 삼박자가 모두 맞아 떨어졌다.

최근 브라질 채권 투자에 대한 관심이 높아지고 있다. 주요국 중 연말까지 금리 동결이 예상되는 국가는 브라질뿐이다. ① 트리플 비과세 ② 높은 실질금리 ③ 풍부한 외환보유고와 유동성이라는 장점도 있다. 현재 국내 투자자들의 외화표시채권 보관 잔고는 미국채가 압도적이다. 앞으로는 브라질 채권 파이가 커질 수 있는 환경이 조성됐다고 판단한다.

### 브라질 채권 수익률 변수는 환율

기준금리 수준이 유사했던 2015년 이후 4년 간의 브라질 국채 투자에 가장 중요했던 요인은 환율이었다. 결국 환율에 초점을 맞출 필요가 있겠다. 먼저 달러 대비 헤알화 소폭 강세를 전망한다. 과거 최종금리 동결 국면에서 헤알화는 달러 대비 소폭 강세를 보였다. 여기에 고용시장이 둔화됨에 따라 연준은 물가 고점을 확인하기 전에 9월에 금리 인하를 단행할 가능성이 높다. 7월 고용지표가 이를 확인시켜줬다. 이는 캐리 트레이드 관점에서 달러 매력도를 낮추는 요인이다.

원화 대비로도 헤알화 강세를 전망한다. 브라질과 한국 간 실질금리 차 확대는 헤알화 강세 요인이다. 과거 브라질 대선 직전 1년 전부터 6개월 전까지도 헤알화는 강세를 보였다. 단, 하반기 무역수지 개선 여부가 변수이다. 상반기까지 누적 데이터는 원화 강세를 지지하고 있지만, 하반기 무역 불확실성이 심화됐다. 과거 양국 무역수지가 전년 대비 악화됐을 때는 헤알화 강세로 이어졌다.

### 헤알화 표시 국채 투자는 매력적

현 국면에서는 헤알화 표시 국채 매력도가 높다고 판단한다. 상반기에 기록했던 원화 대비 헤알화 강세 폭은 완만해질 것으로 예상됨에 따라 환차익에 대한 기대감은 낮출 필요가 있다. 하지만 10%의 높은 이자 수익과 금리 인상 종료 후 동결 국면에서 10년물 국채 금리가 상승폭을 대부분 돌렸다는 점을 감안한 자본 기대 수익은 충분히 매력적이다.

아직까지는 미국 기업들의 이윤이 역사상 최고 수준이라 관세 부담을 흡수할 수 있는 여력이 있다. 하지만 기업 이윤 감소는 고용시장 둔화로 이어진다. 이러한 환경은 달러 약세를 심화시킬 수 있는 재료이다. 수입 물가 상승 리스크도 상존하기에 연말까지 미국채 10년물 금리는 4.1%까지 더디게 하락할 것으로 예상하는 만큼 달러 표시 국채에 대해서는 중립적인 시각을 제시한다.



Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

## 1. 이제는 신흥국도 봐야할 때

### 1) 공공행진 중인 신흥국 채권

신흥국 로컬 채권 지수와  
미국 채권 지수 간 성과 차별화

성과 차별화는 달러 약세에 기인

신흥국 로컬 통화 국채 지수는 연초 이후 약 12% 상승하며 2017년 이후 가장 좋은 성과를 기록 중이다. 이는 달러 약세로 인한 신흥국 통화 강세(환차익), 신흥국 내 금리 하락으로 인한 채권 가격 상승(자본 수익), 높은 캐리(이자 수익)의 삼박자가 모두 맞아떨어졌다.

신흥국 로컬 통화 국채 지수에는 총 19개 국가가 편입되어 있는데, 국가별 편입 비중으로 보면 한국 → 중국 → 인도네시아 순이며, 브라질은 8번째에 위치하고 있다.

연초 이후 로컬 국채 지수 성과의 주된 동인은 달러 약세였다. 터키를 제외한 모든 신흥국 통화에서 뚜렷한 강세를 보였기 때문이다. 국가별로 보면 멕시코, 브라질, 한국 세 국가의 수익률이 전체 지수 수익률의 약 40%를 차지했으며, 자국 통화 강세가 성과 주요 요인으로 작용했다.

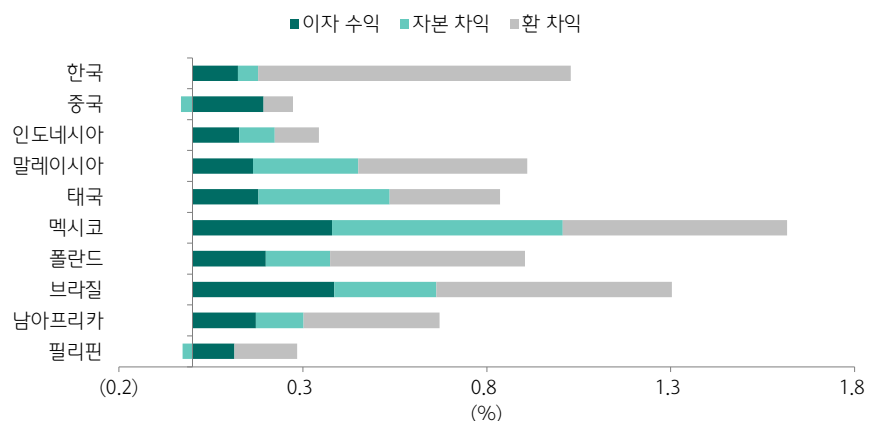
듀레이션(자본 수익) 측면에서 보면 멕시코와 태국의 시장 금리가 큰 폭으로 하락했고, 이자 수익(캐리) 측면에서는 브라질, 멕시코, 터키가 타 신흥국 대비 상대적으로 높은 금리 수준을 유지해 매력적인 이자 수익을 제공했다.

미국 채권 지수 대비로도 높은 수익률을 기록 중이다. 금리 인상을 시작했던 2022년 이후 수익률을 비교해보면 신흥국 로컬 채권 지수는 약 10% 상승한 반면, 미국 채권 지수는 5% 하락하며 여전히 부진한 흐름을 지속 중이다.

신흥국 로컬 채권 지수 내 편입  
비중이 가장 높은 국가는 한국

단, 지수 성과에 가장 크게  
기여했던 국가는 멕시코, 브라질

도표 1. 연초 이후 신흥국 로컬 채권 편입 국가별 수익률

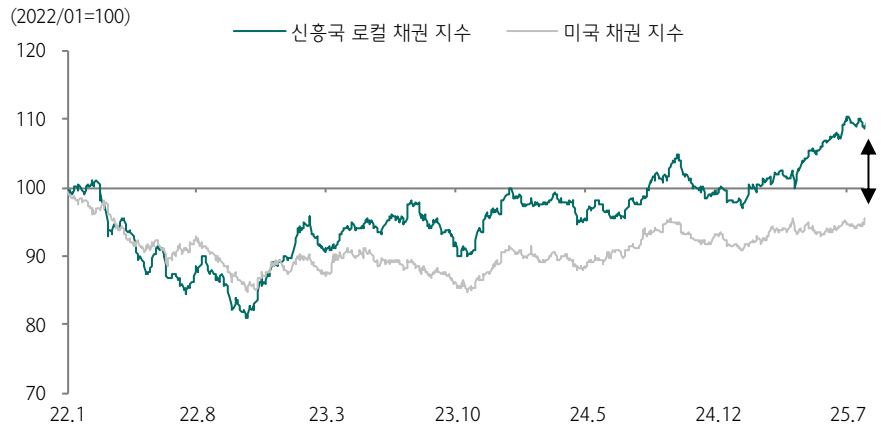


자료: Bloomberg, 하나증권

주: 지수 편입 비중이 높은 상위 10개 국가

도표 2. 2022년 이후 신흥국 로컬 채권 vs 미국 채권 지수 수익률

2022년 이후 신흥국 로컬 채권  
지수는 미국 채권 지수 대비  
높은 수익률 기록



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 2022년 1월 이후 수익률 정규화

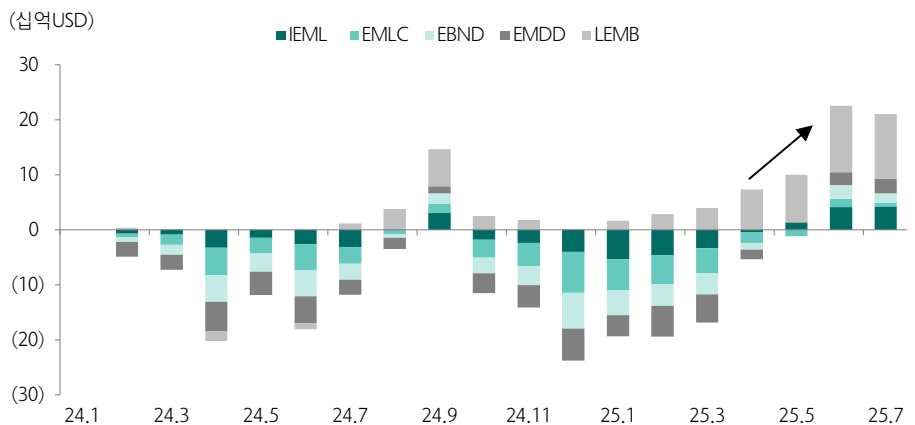
신흥국 로컬 ETF로의  
자금 유입도 본격화되는 중

실제로 4월 초 미국 관세 발표 이후 신흥국 로컬 채권 ETF로의 자금 유입이 크게 늘어났다. 관세가 달러 약세로 이어질 것이라는 기대감과 신흥국 통화에 대한 투자 매력에 부각됐기 때문이다. 비록 전체 AUM은 아직 팬데믹 이전 수준을 회복하지는 못했지만 최근 자금 유입이 늘어나는 현상은 신흥국 채권시장에 대한 투자자들의 관심이 다시 살아나고 있음을 보여 준다. 유동성 제약으로 인해 투자 대상 국가가 제한적임에도 불구하고 높은 수익률을 기록하고 있다는 점은 긍정적인 신호이다.

미국에 상장되어 있는 미국채 ETF와 신흥국 로컬 채권 ETF 수익률을 살펴봤다. 국내 투자자에게 가장 잘 알려진 TLT는 미국채 20년 이상 국채에 투자하며, 대표적인 신흥국 채권 ETF인 EMLC는 인도, 중국, 말레이시아 국채에 주로 투자하는 상품이다. 연초 이후 TLT는 0.5% 수익을 기록한 반면, EMLC는 8.0% 수익을 기록 중이다. 결국 신흥국 채권이 미국 채권보다 성과 측면에서 아웃퍼폼하고 있다.

도표 3. 주요 신흥국 로컬 채권 ETF로의 자금 유입 본격화

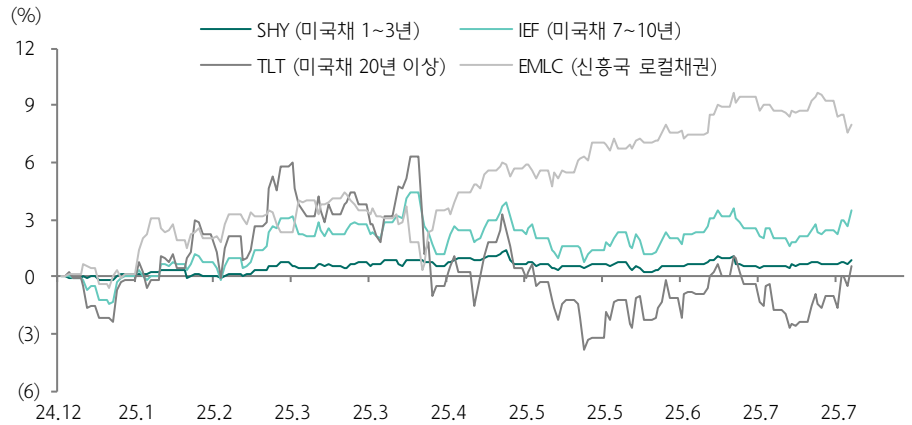
4월 미국 관세 부과 이후 주요  
신흥국 로컬 채권 ETF로  
자금 유입 본격화되는 중



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 2024년 1월 이후 월별 자금 유입 규모

도표 4. 대표적인 신흥국 로컬 채권 ETF vs 미국채 ETF 수익률 비교

연초 이후 신흥국 로컬 채권은  
견조한 성과 기록 중



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 2025년 1월 이후 수익률 정규화

## 2) 브라질 채권이 매력적인 5가지 이유

과거 브라질 채권 열풍이  
불었을 때 환율이 변수로 작용

현재 외화 표시 채권 보유 비중  
은미국채가 압도적

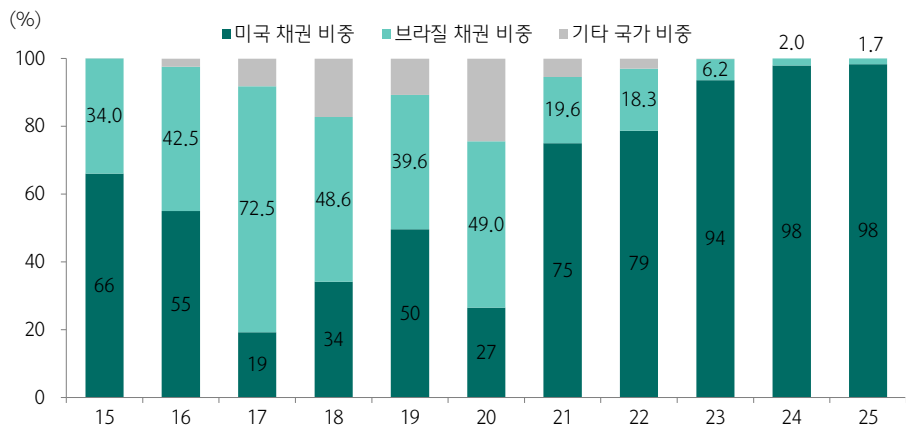
국내 투자자에게 브라질 채권에 대한 인식은 어떨까? 가장 먼저 떠오르는 것은 금리가 높지만 변동성이 높아 투자하기 조심스럽다는 의견이 많다. 브라질 채권 투자 열풍이 불었던 시기가 있었다. 2017년에는 국내 투자자들의 브라질 채권 보유 비중이 70%를 상회하기도 했었다. 2015년에는 기준금리가 14.25%로 높은 수준이었고, 채권 이자 수익률 또한 투자자들에게 상당한 메리트로 작용했다. 다만, 만기까지 보유하지 않고 차익실현이 목적이었던 투자자들에게는 환율이 변수로 작용했다.

현재 브라질 기준금리는 15.00%이다. 2006년 이후 최고치이며, 2015년 14.25%보다 높은 수준이다. 국내 투자자 채권 보유 비중을 살펴보면 미국 채권이 98%를 상회할 정도로 관심이 쏠려있다. 하지만 연초 이후 견조한 성과를 기록 중인 신흥국도 관심을 갖자. 신흥국 중에서도 브라질이 매력적인 이유를 살펴봤다.

도표 5. 2017년 국내 투자자의 브라질 채권 보유 비중은 70%를 상회

2017년 당시 국내 투자자의  
외화 채권 중 브라질 채권  
보유 비중은 70%를 상회

2025년 현재 국내 투자자는  
대부분 미국채를 보유 중



자료: 예탁결제원, 하나증권

## (1) 브라질 채권은 트리플 비과세

**브라질 국채는 트리플 비과세.  
이자 수익, 자본 수익, 환 차익  
모두 비과세 적용**

국내 투자자 입장에서 채권을 투자할 때 세금은 중요한 변수이다. 외화표시채권 중에 이자 수익이 비과세로 처리되는 채권은 브라질뿐이다. 국고채와 미국채 모두 이자 수익에 한해서는 투자자들이 과세 부담을 안게 된다.

브라질 채권이 한국 투자자들에게 비과세 혜택을 받게 된 배경에는 한국과 브라질 양국 간의 실리적인 이해관계가 맞물려 있다. 1980년대 외채 위기를 겪었던 브라질은 외국인 투자 유치 정책을 강화해 주요국 자본을 브라질 채권시장으로 유입하려 했다. 외국 자본 유입이 외환보유고 증가로 이어져 헤알화 환율 안정화에 기여할 수 있다고 판단했기 때문이다.

반면, 당시 한국은 원자재 및 농산물 수입을 늘리고 있었으며, 1980~90년대에 걸쳐 해외 투자를 확대했다. 결과적으로 외국 자본 유입을 원했던 브라질과 해외 투자를 늘리던 한국의 이해관계가 잘 맞아떨어지면서 브라질 채권에 대한 비과세 혜택이 도입되었다.

브라질 채권 투자 시에는 통화정책, 이자율, 그리고 환율을 필수적으로 고려해야 한다. 이와 더불어 세금 이슈는 채권 투자의 중요한 부분을 차지하는데, 브라질 채권은 이자 수익, 자본 수익, 환 차익 3가지 측면에서 모두 비과세 혜택을 받는다.

### ① 이자 수익 비과세

1991년 체결된 한국-브라질 국제조세협약(DTA) 내 이자소득 비과세 조항에 근거한다. 국내 투자자가 브라질 국채에 투자하고 이자를 수령 시 이자 소득을 비과세로 처리한다. 한편, 미국 등 선진국 국채에 투자하고 이자를 수령 시 과세가 적용된다.

현재까지 비과세가 유지되고 있는 이유는 한국-브라질 간 조세협약이 개정 없이 유지되고 있기 때문이다. 또한, 수출입 관점에서도 채권 투자에 대한 세제 혜택은 양국 간 무역 및 자본 흐름을 보완하는 역할을 하고 있다.

### ② 자본 수익 비과세

국내 소득세법 구조상 개인의 채권 매매로 인한 자본 수익은 과세대상 소득으로 보지 않아 비과세로 처리된다. 이는 국고채뿐만 아니라 브라질을 포함한 외화표시채권에도 동일하게 적용된다. 단, 법인은 채권 매매차익 전액이 과세대상으로 적용된다(소득세법 제 17조).

### ③ 환 차익 비과세

국내 소득세법상 외화 자산의 평가 이익 및 실현 이익은 과세대상 소득으로 보지 않으므로, 환 차익 역시 비과세로 처리된다(소득세법 제 16조).

결론적으로, 국내에서 투자하는 브라질 정부가 발행하는 채권에 한해서는 자본 수익과 환 차익은 비과세로 처리되며, 한국-브라질 조세협약에 따라 이자소득 또한 비과세 처리된다. 반면, 미국 등 선진국 국채의 경우 이자소득이 과세되며, 멕시코와 칠레 등 신흥국 채권은 조세조약이 명확하지 않다.

도표 6. 국가별 과세 여부 정리

브라질 국채는 트리플 비과세

국가	구분	① 이자 수익	② 자본 수익	③ 환 차익
브라질 국채	개인	비과세 (조세협약)	비과세	비과세
	법인	비과세	과세	과세
한국 국채	개인	과세	비과세	비과세
	법인	과세	과세	과세
미국 국채	개인	과세	비과세	비과세
	법인	과세	과세	과세

자료: 하나증권

## (2) 높은 실질금리는 매력 포인트

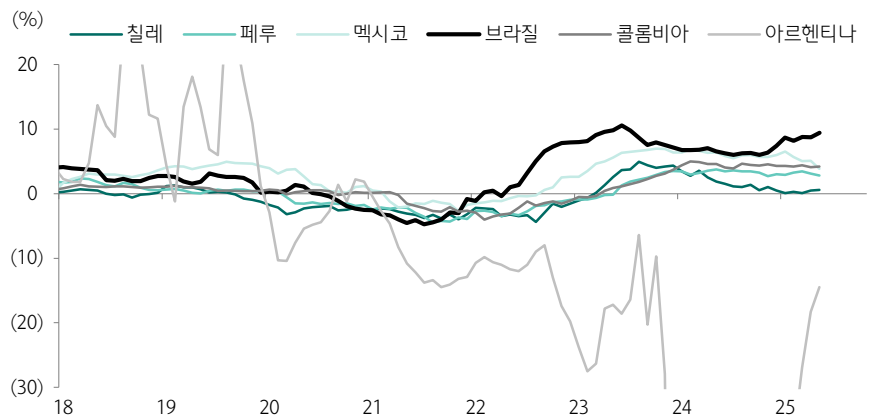
실질금리는 중남미 국가 중  
가장 높음

브라질 국채가 투자자들에게 매력적인 가장 큰 이유는 높은 실질금리 때문이다. 실질금리는 명목금리에서 인플레이션을 차감한 수치로, 투자자가 실제로 얼마만큼의 구매력 이익을 얻을 수 있는지를 보여주는 중요한 지표이다. 브라질의 실질금리는 9.7%에 달한다. 이는 중남미 국가들 중에서 가장 높은 수준으로, 브라질 국채가 제공하는 실질적인 투자 이익이 매우 크다는 것을 의미한다. 반대로 아르헨티나처럼 실질금리가 마이너스인 경우(-14.5%), 국채를 보유하지 않더라도 인플레이션 때문에 오히려 자산 가치가 줄어드는 결과를 초래할 수 있다.

헤알화는 상대적으로 높은 변동성을 가지고 있지만, 브라질 국채가 제공하는 높은 실질금리는 이러한 환 위험을 일부 상쇄할 수 있을 만큼 충분히 큰 기대 수익을 제공한다. 따라서 실질금리 측면에서 브라질 국채는 다른 중남미 국가와 비교했을 때 높은 투자 매력을 지니고 있다. 이는 인플레이션 헤지 효과와 함께 높은 실질 수익률을 추구하는 투자자들에게 중요한 고려사항이다.

도표 7. 브라질 실질금리는 중남미 국가 중 가장 높은 수준

높은 실질금리는 매력포인트



자료: Bloomberg, 하나증권



### (3) CDS 프리미엄은 가장 큰 폭으로 축소

#### 연초 이후 브라질 CDS 스프레드 큰 폭으로 축소

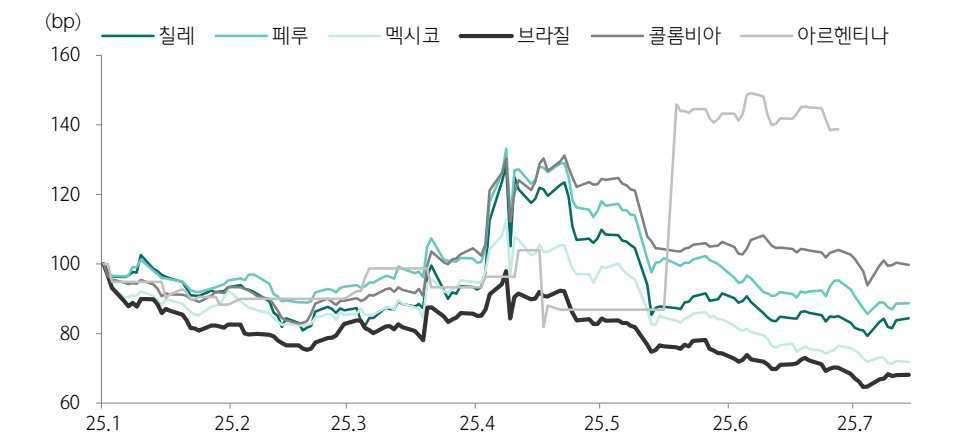
올해 초부터 브라질 CDS(Credit Default Swap) 10년 스프레드가 중남미 국가들 중 가장 큰 폭으로 축소됐다. 이는 브라질 채권의 신용 위험이 상대적으로 낮아졌다는 시장의 인식을 반영한다. CDS 스프레드가 큰 폭으로 축소한 데에는 복합적인 요인이 작용했다.

2023년 새롭게 도입한 재정 프레임워크를 통해 기초 재정수지 흑자 목표, 지출 증가 상한, 그리고 목표 미달 시 자동으로 지출을 억제하는 조정 장치를 제도화했다. 2024년과 2025년 예산에서도 이 목표를 실제로 반영해 균형 재정 의지를 보여주면서, 정책 신뢰도를 높였다. 캐리 트레이드 측면에서도 매력적이다. 세계 최고 수준의 실질금리를 유지하고 있어 외국인 자본 유입이 대폭 확대됐다.

한편, 아르헨티나, 칠레, 콜롬비아, 멕시코 등 다른 중남미 국가들은 정치 불안정과 구조개혁 지연, 경기둔화 등으로 CDS 스프레드 축소가 제한된 반면, 브라질은 상대적으로 대외건전성과 통화정책 운용 능력, 정치 안정성에서 우위를 보이며 신용위험이 큰 폭 감소했다.

도표 8. 연초 이후 브라질 CDS 스프레드는 큰 폭으로 축소

CDS 스프레드 축소되면서  
신용위험 큰 폭으로 감소



자료: Bloomberg, 하나증권

### (4) 탄탄한 외환보유고

#### 중남미 국가 중 최대 외환보유국

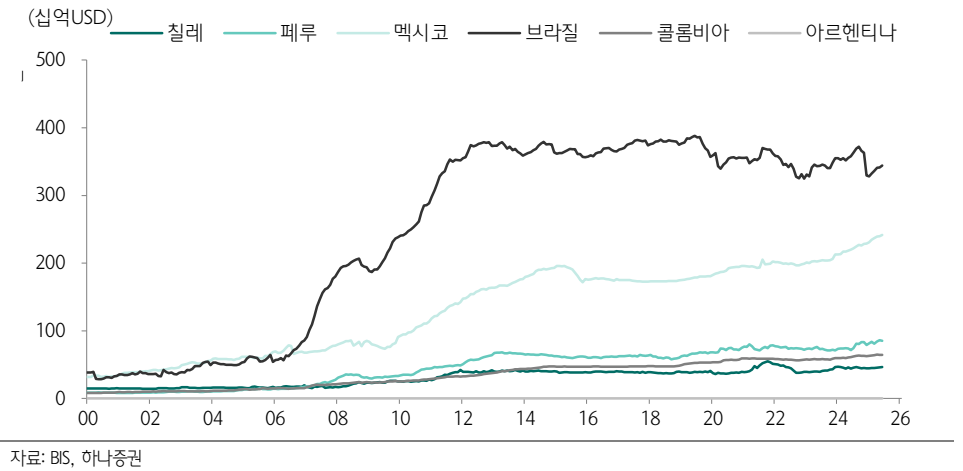
외환보유고는 한 국가의 대외 지급 능력, 환율 안정성, 그리고 외채 상환 여력을 나타내는 핵심 지표이다. 보유액이 많을수록 국가 부도 가능성이 낮아지고 투자 안정성이 높아지며, 중앙은행이 환율 급 변동에 효과적으로 대응할 수 있는 여력 또한 커진다.

브라질은 중남미 최대 외환보유국으로서, 자국 통화 안정과 외채 상환 능력 모두에서 압도적인 방어력을 갖추고 있다. 브라질의 외환보유고 잔액은 약 \$3,400억 수준이다. 이는 중남미 전체 외환보유고의 약 44%에 달하는 압도적인 규모이다(브라질 → 멕시코 → 페루 → 콜롬비아 → 칠레 → 아르헨티나 순).

외국인 투자자 입장에서 브라질은 ‘고금리 수익률’과 ‘안정적인 지급 능력’을 동시에 보장하는 신흥국으로서, 가장 매력적인 투자처이다.

도표 9. 브라질은 중남미 최대 외환보유국

주요 중남미 국가 내 브라질  
외환보유고 비중은  
44%로 가장 큼



### (5) 풍부한 유동성

중남미 국가 중 가장 큰  
채권시장

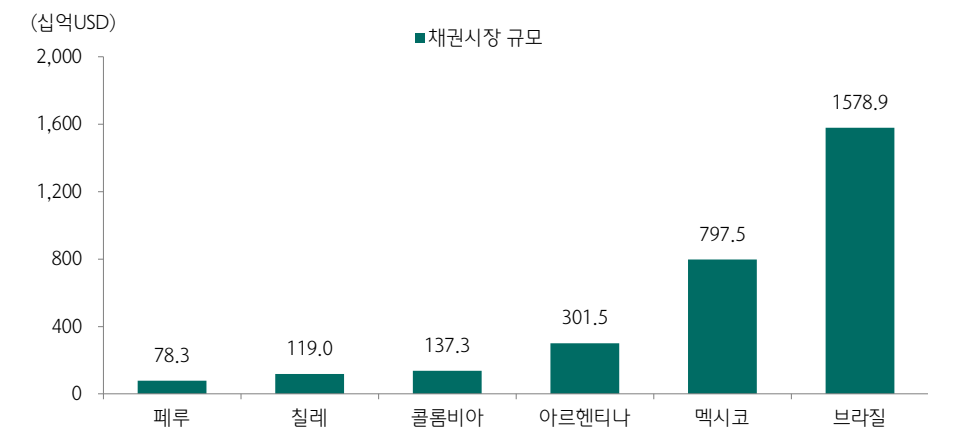
브라질 국채는 트리플 비과세, 높은 실질금리, CDS 스프레드 축소, 탄탄한 외환보유고와 더불어 풍부한 유동성이라는 강력한 투자 매력을 지니고 있다. 브라질 채권시장이 중남미 국가들 중 가장 큰 규모를 자랑하기 때문이다.

시장 규모가 크다는 것은 투자자 입장에서 여러 이점을 제공한다. 거래가 원활하고 가격 변동성이 적어 투자가 용이하며, 시장 수요에 따라 채권 가격이 보다 정교하게 형성된다. 2024년 4분기 기준 브라질 채권 시장 규모는 약 \$1.5조로, 이는 주요 중남미 국가 채권시장 규모를 모두 합친 것보다 큰 수치이다.

단순히 시장 규모만 큰 것이 아니다. 거대한 규모를 뒷받침하는 유동성 및 인프라를 갖추고 있다. 먼저 국채 입찰 제도이다. 미국과 유사하게 체계적이고 예측 가능한 구조로 국채 입찰이 운영된다. 경쟁 입찰이 기본 방식이며, 대부분 매주 입찰이 진행된다. 정기적이고 예측 가능한 발행 일정 덕분에 시장에 안정적인 유동성을 꾸준히 공급한다. 또한 입찰 규모가 크고 수요 또한 견고해 기관 투자자들도 원활하게 시장에 참여할 수 있다. 여기에 중앙은행(BCB)과 1차 달러(Primary Dealers)들이 시장 안정화 기능을 수행하며 유동성 측면에서 더욱 안정적인 투자 환경을 제공한다.

도표 10. 브라질 채권시장은 주요 중남미 국가 채권시장을 모두 합친 것보다 큼

브라질 채권시장 규모는  
주요 중남미 국가 중  
압도적 1위



## 2. 브라질 채권시장의 현 주소

### 1) 국내 투자자의 채권 투자 현황

최근 국내 투자자 브라질 국채  
순매수 규모 큰 폭 확대

국내 투자자의 외화채권 보유 현황을 살펴봤다. 평균적으로 2011~2014년까지 미국채가 전체 외화채권의 85%를 차지했다. 이후 브라질 채권에 대한 열풍이 불기 시작하면서 2015년~2020년까지 전체 외화채권에서 브라질 채권 보유 비중은 평균 47%까지 상승했다(2017년 73% 최고치).

투자 잔고가 급증하기 시작했던 2015년은 통화정책 측면에서 현재 사이클과 유사하다. 2015년 7월 50bp 인상을 마지막으로 기준금리는 14.25%를 기록했고, 이후 14개월 간 금리 동결 국면이 지속됐다. 당시 국내 투자자의 브라질 채권 잔고는 2015년 \$4.9억에서 2017년 \$9.3억까지 급증한 반면, 동기간 미국 채권 잔고는 \$9.5억에서 \$2.5억으로 급감했다. 당시 기준금리가 2006년 9월 이후 가장 높았고, 시장금리(10년물)도 16%까지 상승해 이자 수익 측면에서 매우 매력적인 시기였다.

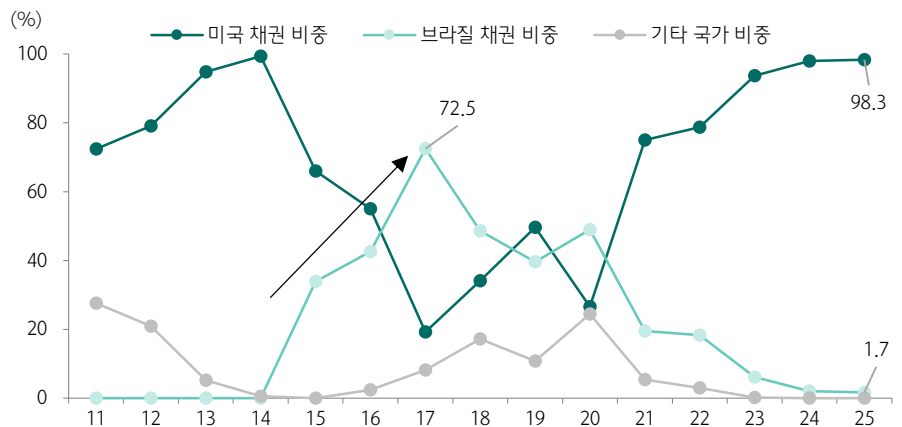
팬데믹 이후부터는 국내 투자자들의 외화채권 관심이 다시 미국채로 쏠려있는 상황이다. 올해 연간 기준으로 미국채 보유 비중은 98%에 달하는 반면, 브라질 채권 비중은 1.7%에 불과하다.

주목할 만한 점은 최근 브라질 채권 투자에 대한 관심이 높아지고 있다는 것이다. 2025년 6월 국내투자자의 브라질 채권 월간 순매수 금액은 2017년 3월 이후 최고치를 기록했다.

현재 브라질 기준금리는 15.00%로 2006년 6월 이후 가장 높은 수준이며, 시장 참여자들이 생각하는 마지막 기준금리 수준 또한 15.00%로 형성되어 있는 만큼 향후 금리 인하기 전환으로 인한 시장금리 하락 기대감이 반영되고 있다고 판단한다.

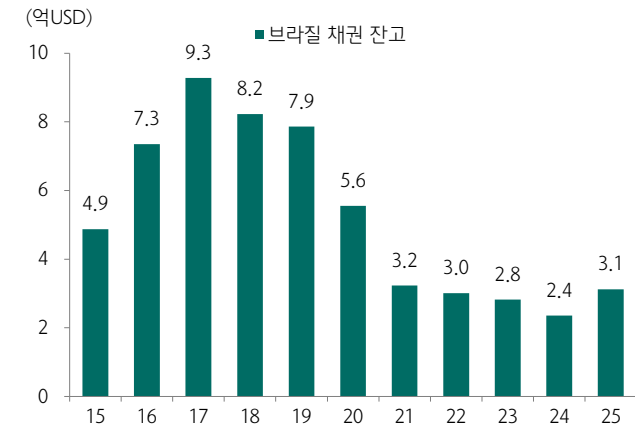
도표 11. 국내 투자자의 채권 투자 비중

2015년 이후 브라질 채권 투자  
비중 큰 폭으로 증가



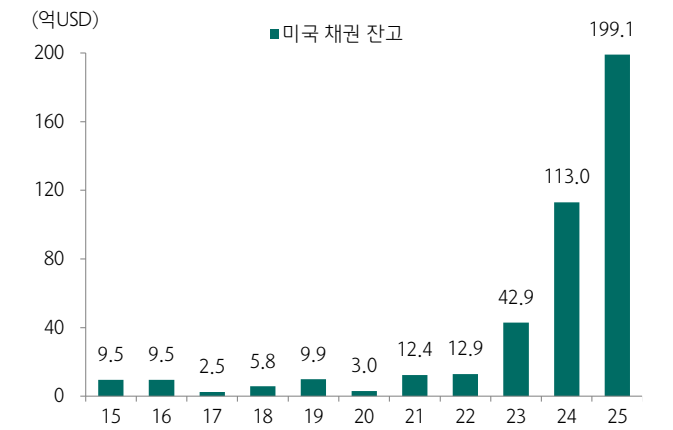
자료: 예탁결제원, 하나증권

도표 12. 2017년을 고점으로 브라질 채권 잔고는 급감한 반면



자료: 예탁결제원, 하나증권

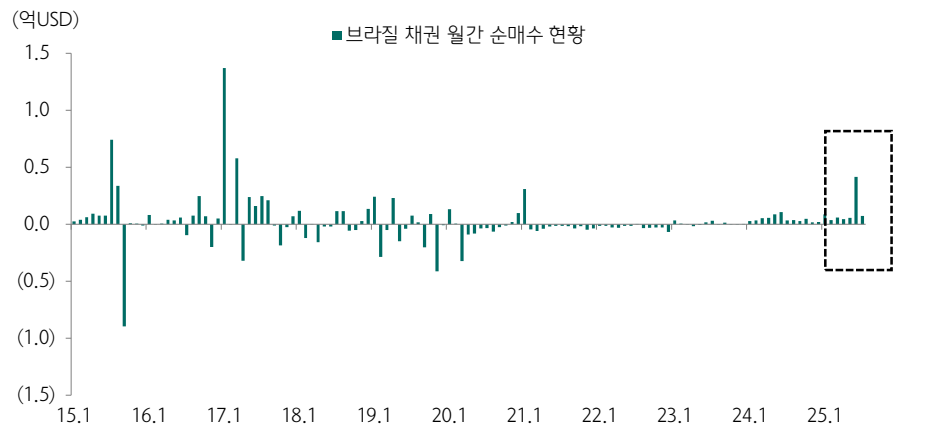
도표 13. 미국 채권 잔고는 급증



자료: 예탁결제원, 하나증권

도표 14. 최근 브라질 국채로의 대규모 자금 유입

2025년 6월 월간 순매수 규모는  
2017년 3월 이후 최고치 기록



자료: 예탁결제원, 하나증권

## 2) 채권 투자 수익률 점검

기준금리 수준이 비슷했던  
2015년 이후 브라질 국채 투자  
수익률을 결정짓는 요인은  
“환율”

국내 투자자의 브라질 채권 잔고가 급증하기 시작했던 2015년부터 2018년까지 연간 기준으로 10년물 만기 헤알화 표시 채권 투자 수익률을 산출했다. 연초에 매수한 채권을 연말까지 보유한다는 가정 하에 환 차익, 이자 수익, 자본 수익을 고려한 연간 채권 수익률을 살펴봤다.

헤알원 환율(BRLKRW)은 1월 대비 12월 평균치 변동폭으로 산출했으며, 고정금리인 이자 수익률은 연간 기준금리 평균치를 활용했다. 헤알원 환율이 상승하면 원화 대비 헤알화 강세이며, 헤알원 환율이 하락하면 원화 대비 헤알화 약세를 의미한다.

자본 수익의 경우 10년물 국채금리 변화폭과 수정 듀레이션(Modified Duration)을 활용했으며, 브라질 정부가 발행한 BNTNF 10년물 채권(BNTNF 10 01/01/33)의 수정 듀레이션(4.39년)을 자본 수익 산출에 적용했다.

연초에 매수한 채권을 계속 보유하지 않고 연말에 매도한다는 시나리오로 산출한 수익률 이기에 실제 수익률은 투자 시점에 따라 달라질 수 있다는 점은 감안할 필요가 있다.

### ① 2015년 연간 채권 수익률: -29.2%

- 환율 변동: 헤알원 환율 26.8% 하락(1월 414원→12월 303원)
- 이자수익: 2015년 기준금리 연평균 13.58%를 이자수익률로 가정
- 자본수익: 10년물 국채금리가 1월 11.9%→12월 15.6%으로 상승.  
수정 듀레이션을 감안한 자본수익은 -16.0%
- 총 수익률: 2015년 연간 채권 수익률은 -29.2%으로 산출. 높은 이자수익에도 불구하고 헤알화 약세와 금리 상승으로 전체 수익률은 마이너스를 기록

### ② 2016년 연간 채권 수익률: +52.0%

- 환율 변동: 헤알원 환율 18.8% 상승(1월 297원→12월 353원)
- 이자수익: 2016년 기준금리 연평균 14.17%를 이자수익률로 가정
- 자본수익: 10년물 국채금리가 1월 16.1%→12월 11.7%로 하락.  
수정 듀레이션을 감안한 자본수익은 +19.1%
- 총 수익률: 2016년 연간 채권 수익률은 +52.0%으로 산출. 2015년과 달리 헤알화 강세 및 금리 하락(채권 가격 상승)을 동시에 경험했으며, 높은 이자수익까지 더해져 ‘트리플 강세’ 국면을 보였음

### ③ 2017년 연간 채권 수익률: +3.1%

- 환율 변동: 헤알원 환율 10.0% 하락 (1월 368원→12월 332원)
- 이자수익: 2017년 기준금리 연평균 9.92%를 이자수익률로 가정
- 자본수익: 10년물 국채금리가 1월 10.9%→12월 10.2%로 하락.  
수정 듀레이션을 감안한 자본수익은 +2.9%
- 총 수익률: 2017년 연간 채권 수익률은 +3.1%으로 산출. 높은 이자수익에도 헤알화 약세로 인해 전체 수익률은 미미한 수준을 기록

④ 2018년 연간 채권 수익률: -5.7%

- 환율 변동: 헤알원 환율 13.0% 하락 (1월 331원→12월 298원)
- 이자수익: 2018년 기준금리 연평균 6.56%를 이자수익률로 가정
- 자본수익: 10년물 국채금리가 1월 9.87%→12월 9.74%로 하락.

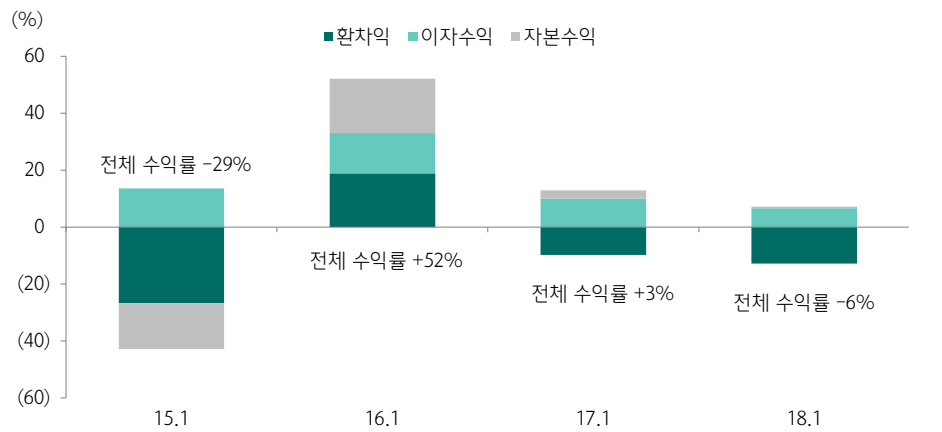
수정 듀레이션을 감안한 자본수익은 +0.6%

→ 총 수익률: 2018년 연간 채권 수익률은 -5.7%으로 산출. 이자수익과 자본수익에도 불구하고 헤알화 약세로 인해 전체 수익률은 마이너스를 기록

통화정책 기조와 기준금리 수준이 유사했던 2015년 이후 4년간의 사례를 살펴보면, 헤알화 표시 채권의 연간 수익률에 가장 중요한 영향을 미친 요인은 환율이었다. 헤알화가 강세를 보였던 국면에서는 채권 수익률이 극대화된 반면, 약세를 경험했던 국면에는 채권 수익률이 미미하거나 마이너스로 전환됐기 때문이다.

도표 15. 2015~2018년 연간 채권 수익률 시나리오

과거 채권 수익률 변수는 환율



자료: 인포맥스, 하나증권

### 3) 브라질 채권시장 발행 현황

#### 외국인의 브라질 국채 보유 비중은 9.9%

브라질 재무부에 따르면, 브라질의 로컬 채권 발행 규모는 7.4조 헤알로 꾸준히 증가하는 추세이다. 이는 브라질 정부의 재정 운용에 있어 채권시장의 중요성이 커지고 있음을 시사한다. 변동금리채가 전체 발행의 50%로 로컬 채권의 절반을 차지하고 있으며, 물가채와 고정금리채는 각각 28%, 22% 수준이다.

전체 로컬 채권의 70%를 금융기관, 연기금, 펀드가 보유하고 있다. 그 중 가장 많이 보유하고 있는 곳은 금융기관으로, 약 30%를 보유 중이다(2.2조 헤알). 정부의 로컬 채권 보유 비중은 2011년 이후 꾸준히 감소 중이며, 약 3%로 역대 최저치를 기록 중이다.

비거주자(외국인)의 로컬 채권 보유 비중은 9.9% 수준이다(7,270억 헤알). 2020년 팬데믹 이후 외국인의 로컬 채권 보유 비중은 약 9~10% 레인지에서 등락을 거듭하고 있으며, 최근에는 큰 변동이 없는 안정적인 흐름을 보이고 있다.

외국인은 고정금리 장기채(NTN-F)를 가장 많이 보유하고 있으며, 비중은 약 47%로 기타 로컬 채권의 외국인 보유 비중 대비 압도적인 수준이다. 최근 1년 간 고정금리 단기채(LTN) 보유 비중도 소폭 확대됐다(2024년 5월 25%→2025년 5월 30%).

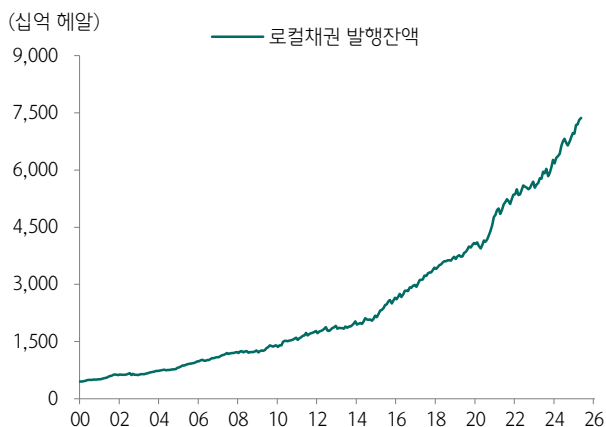
#### 달러 표시 발행 채권이 전체 발행의 90% 이상을 차지

외화표시 채권 발행 규모는 3,090억 헤알로, 2012년 이후 꾸준히 증가하는 추세이다.

2025년 1분기 기준 브라질의 전체 외채는 약 \$3,629억으로, 2024년 4분기 \$3,475억 대비 상승했으며, 2011년 이후 평균치인 \$3,268억도 상회하고 있다. 브라질 외채는 ① 상품 대금 관련 외채(Goods) ② 헤알화(주로 외국인의 헤알 표시 브라질 채권 투자) ③ SDR(IMF 등 국제기구 특별인출권) ④ 미국 달러 ⑤ 유로화 ⑥ 엔화 ⑦ 파운드화 ⑧ 위안화와 ⑨ 기타 통화로 구성되어 있다.

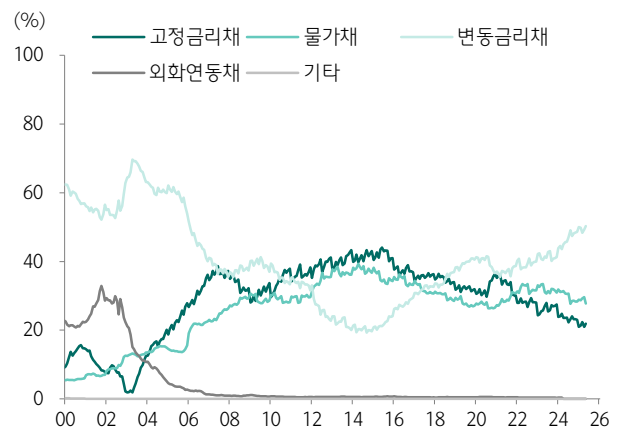
달러(USD)가 전체 발행의 90% 이상을 차지하고 있어 브라질의 외화표시 채권은 대부분 달러표시 채권이라고 볼 수 있다. 그 뒤로는 헤알화와 유로화가 5~6% 수준을 차지한다. 결국 달러 흐름이 브라질 외화표시채권 환 차익을 결정짓는 요인으로 작용한다.

도표 16. 브라질 로컬채권 발행잔액은 꾸준히 증가 중



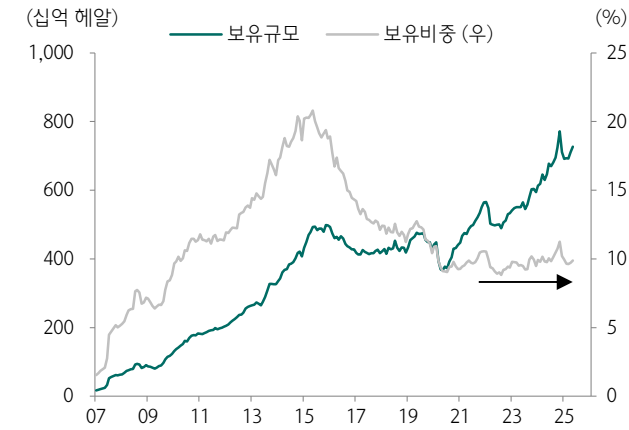
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 17. 변동금리채 중심으로 발행하는 추세



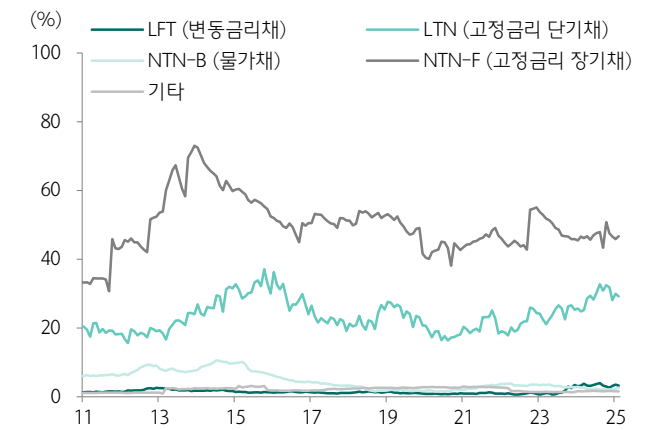
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 18. 외국인의 로컬채권 보유 비중은 9~10%에서 등락 중



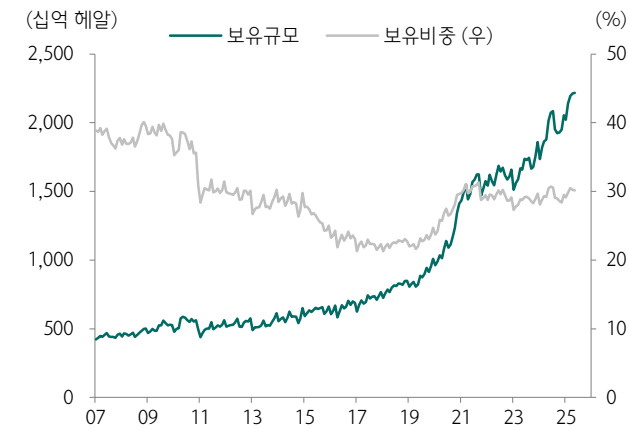
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 19. 외국인은 고정금리 장기채 (NTN-F) 중심으로 보유 중



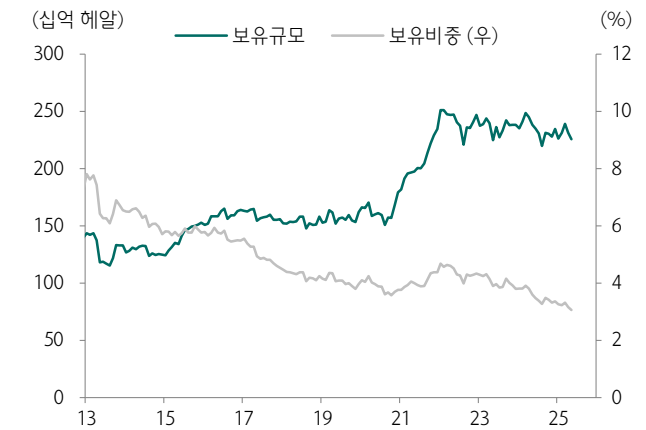
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 20. 로컬채권 최대 보유자는 금융기관



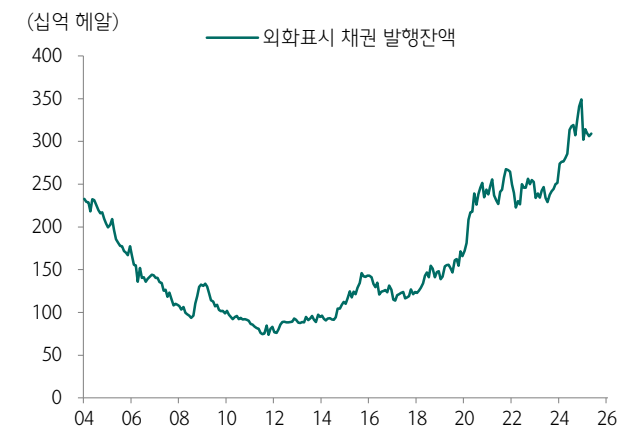
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 21. 브라질 정부의 로컬채권 보유 비중은 감소 추세



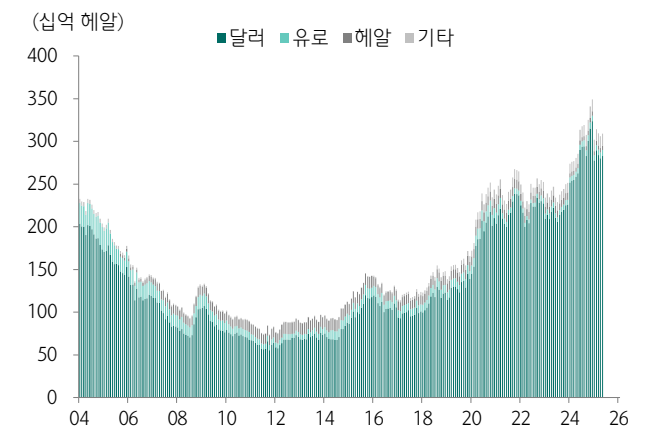
자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 22. 외화표시 채권 발행 잔액도 꾸준히 증가 중



자료: Brazil Treasury, 하나증권

도표 23. 달러 발행이 전체의 90% 이상을 차지



자료: Brazil Treasury, 하나증권



도표 24. 브라질 전체 외채 규모는 과거 평균치를 상회 중

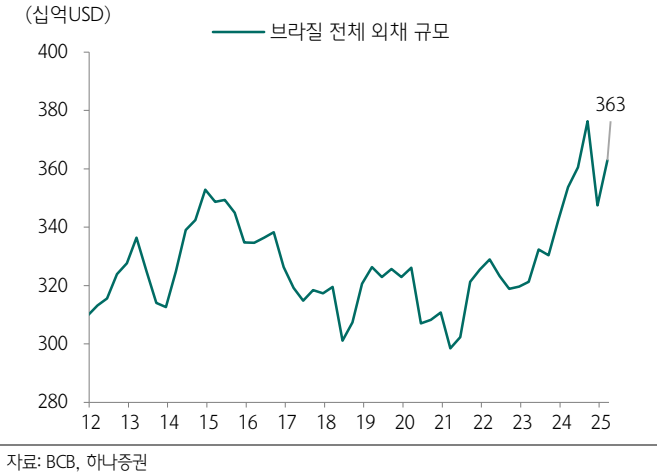
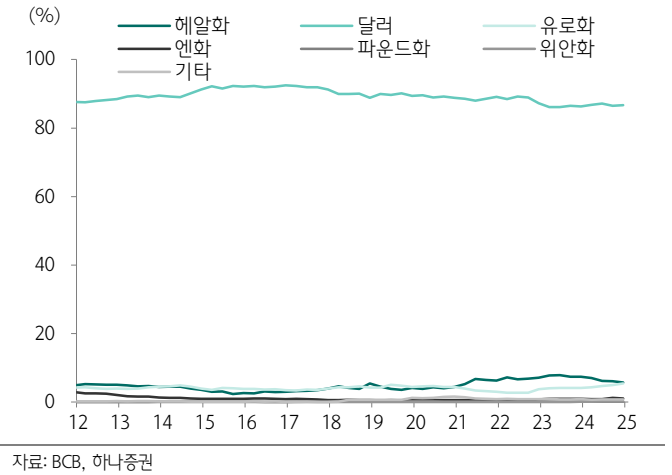


도표 25. 통화 별로 살펴보면 역시 달러가 압도적



#### 4) 브라질 채권 종류

##### (1) 국내 발행 채권 (DPMFi)

브라질의 경우 투자자들의 다양한 수요에 맞춰 여러 종류의 헤알화(BRL) 표시 채권을 발행하고 있다.

###### ① 고정금리 채권 (LTN, NTN-F)

만기에 원금과 이자를 모두 수취한다. 대표적으로 LTN(단기채)과 NTN-F(장기채)가 있다. LTN의 경우 무이표채로 이자 지급 없이 할인 발행되기에 만기에 액면가를 지급받는 형태이고, NTN-F는 이표채로 정기적으로 이자를 지급한다. 고정금리 채권의 경우 확정된 수익을 선호하는 투자자에게 유리한 채권이다.

###### ② 물가연동 채권 (NTN-B)

이자 는 브라질 공식 인플레이션 수치인 IPCA 물가상승률과 고정금리를 합산한 수치로 산출되며, 매 6개월 마다 지급된다. 대표적으로 NTN-B가 있다. 인플레이션 상승기에 원금과 이자의 실질 가치를 보호하고자 할 때 유리한 채권이다.

###### ③ 변동금리 채권 (LFT)

이자 는 브라질 기준금리인 Selic 금리에 100% 연동된다. Selic 일일 금리를 원금에 누적 반영하는 방식으로, 만기 시 원금과 복리 방식으로 적용된 누적 수익률을 모두 수취한다. 대표적으로 LFT가 있다. 금리 인상 사이클에 있을 때 금리 인상에 따라 이자 수익이 증가하므로 유리한 채권이다. 금리 인상이 진입 시 기준금리 인상에 따라 이자 수익이 증가한다.

###### ④ 달러연동 채권 (NTN-D)

헤알화(BRL) 표시 채권이지만, 이자 는 달러(USD)에 연동되는 동시에 고정금리를 합산한 수치로 산출된다. 이자 지급 통화는 헤알화(BRL)이지만, 달러 강세 시 이자도 상승하는 구조이다. 대표적으로 NTN-D가 있다. 달러 강세 시 헤알화 약세로 인한 손실을 채권 이자 수익으로 일부 상쇄할 수 있다.

## (2) 외화 표시 채권 (DPFe)

브라질 정부가 해외 투자자 대상으로 외화로 발행한 채권을 '외화표시채권'이라고 한다. 주로 달러 표시 채권이며, 발행 시점에 고정된 쿠폰 금리(고정금리)를 약 6개월마다 지급하는 것이 일반적이다.

달러 표시 채권의 수익률은 무위험 금리인 미국채 수익률에 브라질의 신용 리스크를 반영한 달러채권 스프레드를 합산해 산출된다.

달러 표시 채권 수익률 = 미국채 금리 + 달러 채권 스프레드(브라질 CDS 스프레드)"

달러 채권 스프레드는 CDS 스프레드와 밀접한 관련이 있다. 동일하게 브라질이라는 국가의 신용 위험을 반영한다. 브라질의 신용도가 나빠지면 달러 채권 스프레드(투자자 요구 수익률)도 확대되고, CDS 스프레드(보험료)도 높아지게 된다.

여기서 CDS(Credit Default Swap) 스프레드는 브라질 정부의 채무 불이행 위험에 대한 보험료라고 간주할 수 있다. 브라질의 재정 및 정치 리스크가 확대되면 CDS 스프레드가 상승해 투자자들이 요구하는 수익률이 상승하게 되고, 이는 채권 가격 하락으로 이어진다. 반대로 브라질의 재정과 정치 상황이 안정화되면 CDS 스프레드가 하락해 요구 수익률이 하락하고, 반대로 채권 가격은 상승하는 구조이다.

CDS 스프레드는 환율과 밀접한 관련이 있다. 데이터가 유효한 2004년 이후 CDS 10년물 스프레드가 급격하게 상승했던 3차례 당시 헤알화가 달러 대비 급격하게 평가 절하되는 현상이 나타났다. 달러헤알 환율(USDBRL)이 상승하며 헤알화 약세를 의미한다.

- ① 2009년 2월: CDS 스프레드 390bp까지 상승. 달러헤알 환율은 저점 대비 52% 상승
- ② 2015년 12월: CDS 스프레드 563bp까지 상승. 달러헤알 환율은 저점 대비 81% 상승
- ③ 팬데믹 직후 2020년 4월: CDS 스프레드 376bp까지 상승. 달러헤알 환율은 팬데믹 직전 대비 42% 상승

결국 CDS 스프레드는 1) 헤알화 표시 채권과 2) 달러 표시 채권 모두에게 중요한 변수로 작용한다. 1) 헤알화 표시 채권 투자 시 헤알화 약세로 환차손이 발생하며 2) 달러 표시 채권 투자 시 요구 수익률이 높아져 자본 손실 위험이 커지게 된다.

도표 26. CDS 스프레드 축소는 헤알화 강세 요인

연초 이후 브라질 CDS 10년  
스프레드는 60bp 이상 하락  
USDBRL 환율도 10% 하락

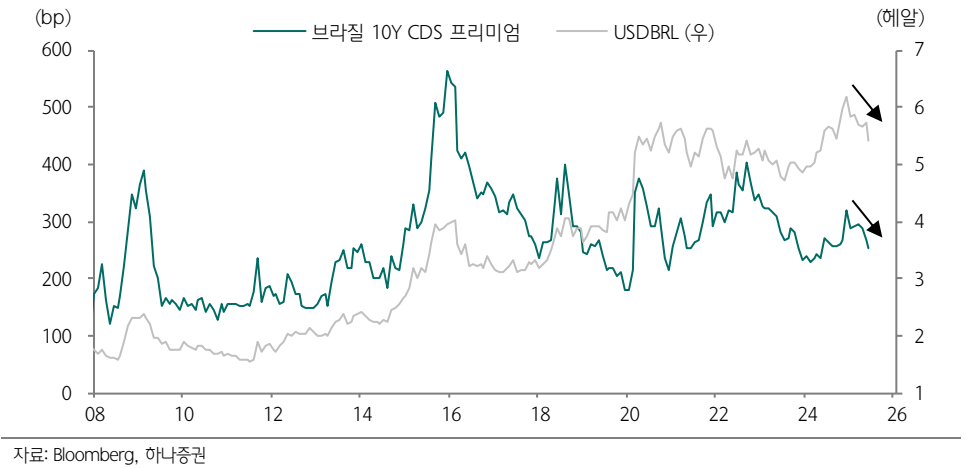


도표 27. CDS 스프레드 축소 → 헤알화 표시 채권 지수 상승

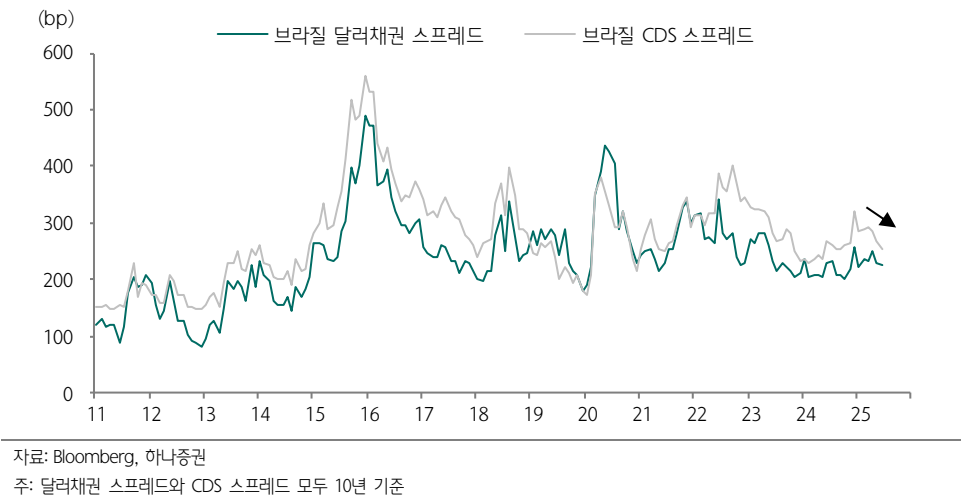


도표 28. CDS 스프레드 축소 → 헤알화 표시 채권 지수 상승



도표 29. 달러채권 스프레드와 CDS 스프레드 추이

연초 이후 CDS 스프레드와  
달러채권 스프레드 모두 하락



### 3. 2000년 이전의 브라질

#### 1) 식민지로부터 시작한 브라질

##### 브라질 수출의 중심은 커피

브라질은 1500년 포르투갈에 의해 발견된 이래 오랫동안 식민 지배를 받았다. 이후 나폴레옹의 대륙봉쇄령으로 인해 포르투갈 상류층이 영국의 비호를 받으며 브라질로 이주하는 이례적인 사건이 발생했다. 1822년 포르투갈 국왕이 본국으로 돌아간 후, 일부 왕족들이 브라질에 남아 독립을 선언하면서 ‘브라질’이라는 국가로 자리매김하게 된다.

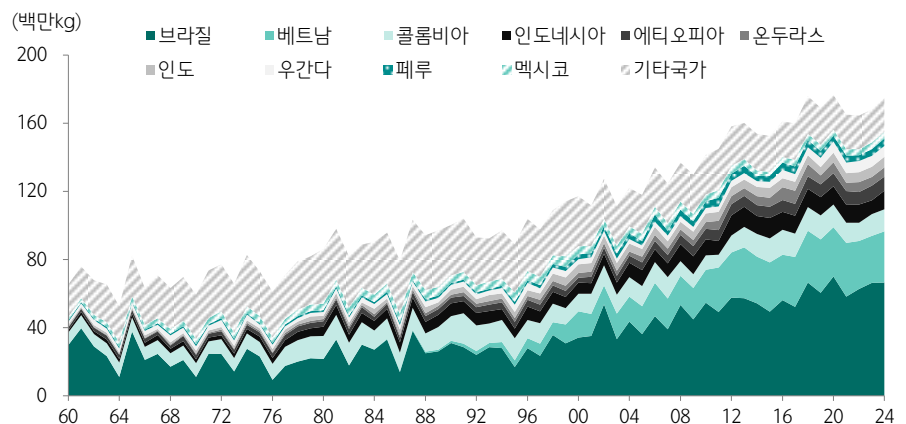
워낙 풍부한 천연자원 덕분에 식민 지배 시절부터 수출이 경제의 핵심 동력이었다. 주요 수출 품목은 시대에 따라 설탕, 금, 그리고 커피 순으로 변화했다. 특히 커피는 19세기부터 20세기까지 브라질 국가 경제의 중심축이었으며, 20세기 초반에는 브라질 커피 생산량이 전 세계 커피 생산량의 80%를 차지할 정도였다.

그러나 1929년 세계 대공황이 닥치면서 국제 커피 수요가 급감했고, 생산이 수요를 초과하면서 커피 수출 가격이 폭락했다. 커피 수출에 절대적으로 의존하던 브라질로서는 특단의 대책이 필요했다. 이에 1930년 혁명으로 집권에 성공한 바르가스 대통령(1930~45년)은 과잉 생산된 커피 재고를 불태우는 “커피 재고 화형식”을 단행했다. 과감한 조치 덕분에 커피 가격은 안정화를 찾을 수 있었다.

이후 1946년 집권한 두트라 정부는 자국의 외환 보유고를 기반으로 수입 자유화를 추진하며 경제 개방을 시도했다. 하지만 이는 사치재, 기계류 등 외국산 소비재 수입의 폭발적인 증가로 이어져 과잉 수요를 유발했고, 결과적으로 무역 적자를 더욱 심화시키는 결과를 낳았다. 수입 제품에 대한 의존도가 높아지면서 국내 제조업의 경쟁력은 약화되었고, 브라질 경제는 다시 1차 산업 수출 중심의 구조로 회귀하는 부작용을 겪게 되었다.

도표 30. 브라질 커피 생산량은 글로벌 30% 이상을 차지

19세기~20세기 커피 수출이  
브라질 경제의 핵심



자료: USDA, 하나증권

## 2) 1~2차 오일쇼크 이후 브라질 경제

### 오일쇼크 이후 외채 부담 급증

브라질은 1954년부터 1964년까지 정치적 불안정과 물가 및 외채 급증으로 혼란스러운 시기를 겪은 후, 1964년부터 20년 넘게 군사독재 시대를 맞이했다. 군사독재 초기 약 10년간 브라질 경제는 오히려 호황기를 누리게 된다.

군사정부는 자국 내 산업을 육성하기 위해 수입 대체 산업화(SI) 정책을 적극적으로 추진했다. 이는 수입품을 국내 생산으로 대체하는 전략으로, 인프라 및 중공업 투자 활성화에 주력했다. 이를 통해 브라질은 산업 기반을 확충하고 경제 규모를 키워나갔다.

그러나 당시 브라질은 낮은 국내 저축률과 미성숙한 금융시장이라는 한계를 가지고 있었다. 이 때문에 대규모의 성장을 위해 막대한 외채를 차입해 몸집을 불려 나갔다.

이러한 상황에서 1973년 1차 오일쇼크가 결정적인 트리거로 작용했다. OAPEC(아랍 석유 수출국 기구)의 석유 감산 및 수출 제한 조치로 인해 국제 유가가 급등했고, 이는 브라질의 외채 부담을 더욱 가중시켰다.

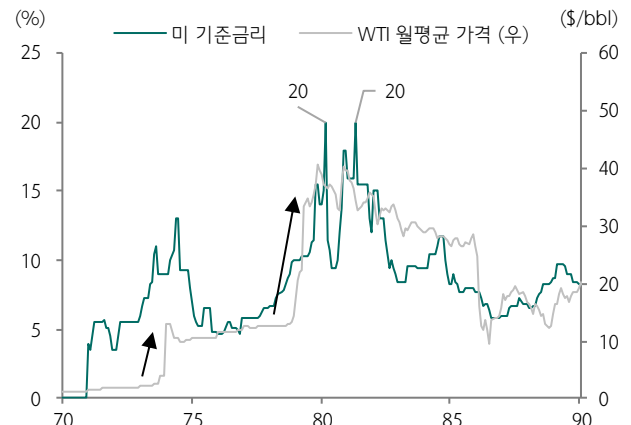
설상가상으로 1979년 2차 오일쇼크까지 발생하자, 폴 볼커 미국 연준(Fed) 의장은 스태그플레이션(경기 침체+물가 상승)에 대응하기 위해 1980년부터 1981년에 걸쳐 정책금리를 20%까지 인상했다. 미국의 급격한 금리 인상 여파로 브라질 헤알화 환율은 큰 폭 하락했고, 대부분 달러로 이루어졌던 외채 이자 부담이 눈덩이처럼 불어나면서 브라질 경제는 크게 위축되었다. 결국 1981년 브라질은 연간 성장률이 처음으로 마이너스를 기록하는 심각한 경제 위기를 맞이하게 된다.

도표 31. 1~2차 오일쇼크로 국제유가 급등



자료: WorldBank, 하나증권

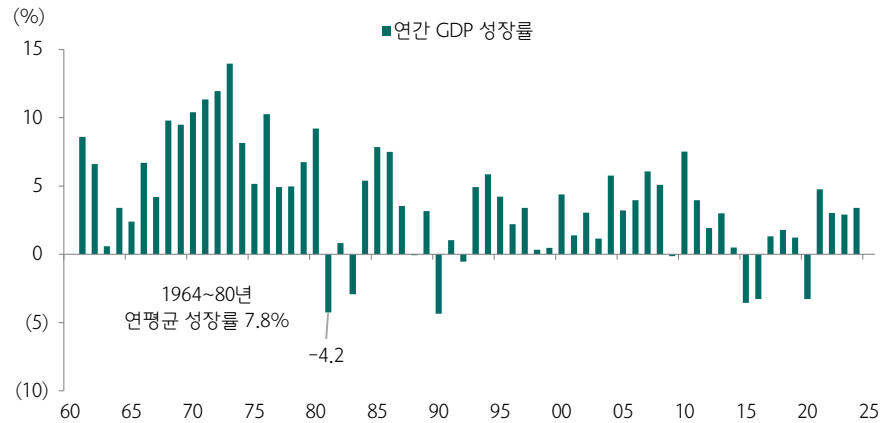
도표 32. 폴 볼커 연준 의장, 미 정책금리 20%까지 인상



자료: WorldBank, 하나증권

도표 33. 호황기 누렸던 브라질은 1981년 처음으로 성장을 역성장 기록

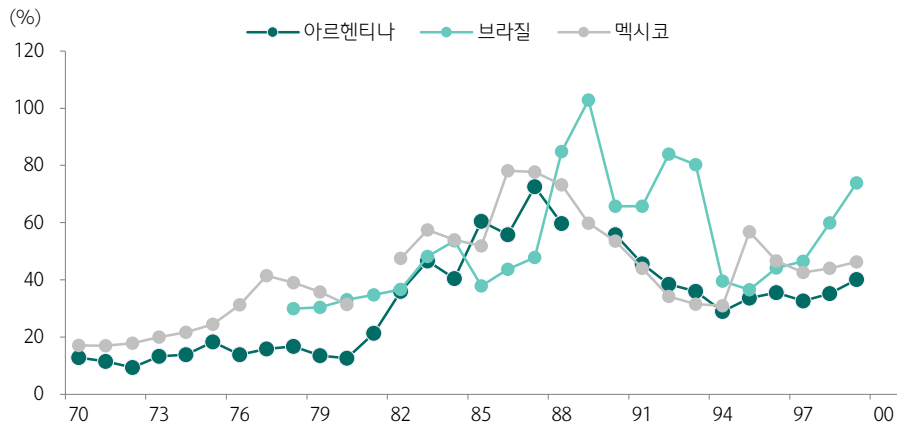
미 기준금리 인상 이후 브라질  
외채 이자 부담이 커지면서  
1981년 역성장 기록



자료: WorldBank, 하나증권

도표 34. 라틴아메리카 주요국 GDP 대비 외채 비율 (70년대 이후)

오일쇼크 이후 브라질 외채  
큰 폭으로 상승



자료: IMF, 하나증권

### 3) 라틴아메리카의 외채 위기 (“잃어버린 10년”)

오일쇼크 이후 미국 기준금리  
인상은 외채 부담을 가중

1차~2차 오일쇼크를 겪으면서 브라질을 포함한 라틴아메리카 주요국들은 막대한 외채의 이자를 감당하기 어려운 수준에 직면했다. 오일머니 유입으로 간신히 버티던 라틴아메리카 통화 가치는 미국의 급격한 금리 인상으로 인해 순식간에 절하되면서 위기가 심화됐다.

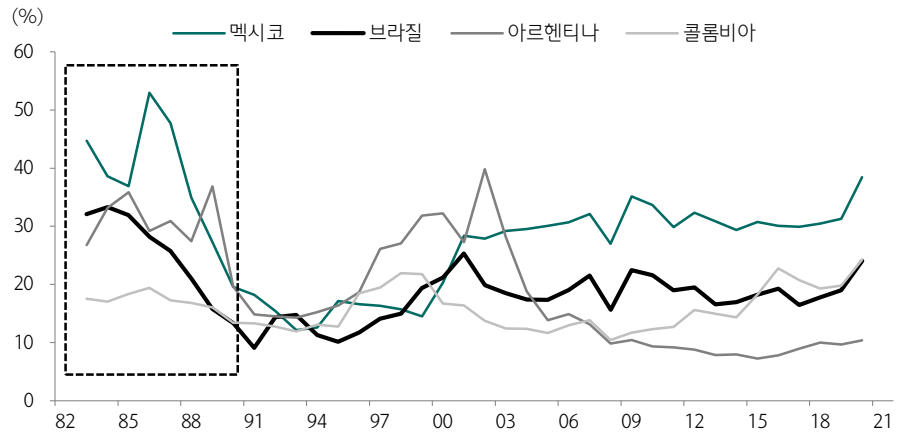
이러한 외채 위기의 시작은 멕시코였다. 당시 BIS(국제결제은행)에 보고하는 은행들의 멕시코에 대한 익스포저(대출 노출액)는 멕시코 GDP의 약 50%에 달하는 엄청난 규모였다. 외채 부담이 감당할 수 없을 정도로 가중되자, 1982년 8월 멕시코는 공식적으로 모라토리엄(일시적 외채 상환 유예)을 선언했다. 이는 1970년부터 시작된 라틴아메리카에 대한 대규모 대출 불에 종지부를 찍는 상징적인 사건이 되었다. 1980년대 초반 브라질 역시 외국 은행들의 익스포저가 전체 GDP의 30% 수준에 달했다.

멕시코의 모라토리엄 선언 이후, 미국의 대형 은행들은 브라질을 포함한 라틴아메리카 국가들에 대한 과도한 대출 노출로 인해 1980년대 내내 장기 신용등급이 하향 조정되는 결과를 겪었다.

미국 대형 은행들은 라틴아메리카 국가들에 대한 대출 회수를 가속화했다. 이로 인해 라틴 아메리카 국가들은 무역 적자 심화와 더불어, 변동 금리를 기반으로 하는 외채의 이자 부담에 직면해 경제 위기가 더욱 심화되었다. 실제로 1982년 브라질 무역수지는 사상 최대 규모의 적자를 기록했다.

도표 35. 국가별 GDP 대비 외국은행 자금 익스포저 비율

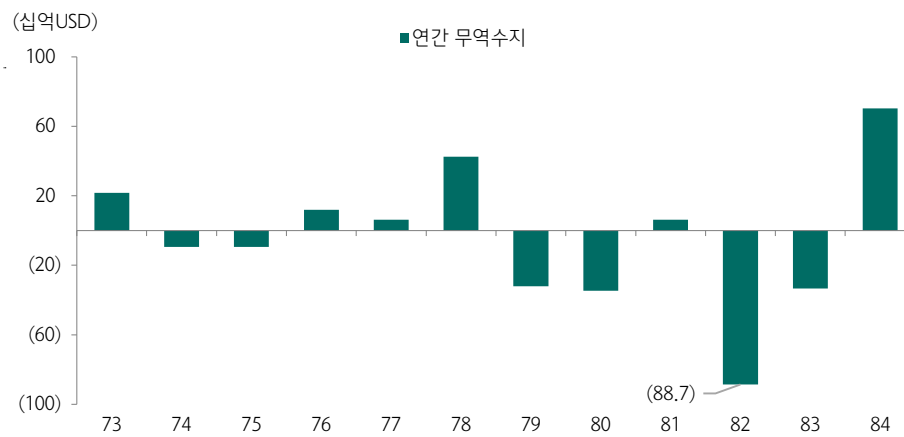
중남미 국가는 외국은행 자금 의존도가 상당히 높았음



자료: FRED, 하나증권

도표 36. 1982년 사상 최고치 무역적자 기록

외채 이자 부담이 무역적자 주요 요인



자료: IGBE, 하나증권

#### 4) 외채와 통화 위기를 극복한 브라질

##### 브래디 채권 발행으로 외채 부담 완화

1차~2차 오일쇼크를 겪으며 심각한 외채 위기에 직면했던 브라질은 1983년부터 국제통화 기금(IMF)과 긴밀히 협력하여 재정 및 통화정책을 조정했다. 그러나 단순한 채무 유예만으로는 당시의 위기를 근본적으로 해결할 수 없었고, 결국 1992년부터 “브래디 플랜”에 최종적으로 참여하게 된다.

“브래디 플랜”은 1989년 미국 재무장관 니콜라스 브래디가 제안한 정책으로, 1980년대 중남미 외채 위기에 대응하기 위한 채무 구조조정 방식이다. 이 플랜의 핵심은 기존 상업은행 대출을 “브래디 채권(Brady Bonds)”으로 전환하고, 미국 재무부의 제로쿠폰 국채를 담보로 제공함으로써 원금 또는 이자의 일부를 보장받는 구조이다. 궁극적으로는 채무국(브라질)의 신용도를 회복시켜 다시 국제 자본시장에 접근할 수 있도록 하는 것을 목표로 했다.

대표적인 유형은 ① 액면채(Par Bond)와 ② 할인채(Discount Bond)로 나뉜다.

##### ① 액면채 (Par Bond)

원금을 감면하지 않는 대신 낮은 고정금리를 적용한다. 채무국은 30년 만기 미국 제로쿠폰 채를 매입해 원금 전액을 보장하며, 브래디 채권의 만기와 미국채의 만기가 일치한다.

##### ② 할인채 (Discount Bond)

원금은 할인하지만 변동금리를 적용하며, 이자 일부만 보장한다. 담보로 사용되는 미국채는 만기가 짧은 제로쿠폰채일 수 있으며, 브래디 채권 만기와 반드시 일치하지는 않는다.

브래디 채권의 구조는 다음과 같다.

- 기존 외채를 브래디 채권으로 전환하는 구조조정 협상 진행
- 미국 제로쿠폰 국채 매입 후 연준에 예치
- 미국 제로쿠폰을 담보로 브래디 채권을 국제시장에 발행
- 브래디 채권 발행 자금으로 원금/이자 상환
- 제로쿠폰 국채 만기 시 매도 후 브래디 채권 원금 상환

브라질은 1994년부터 브래디 채권을 성공적으로 발행해 상업은행 부채 구조조정에 성공했다. 이로 인해 브라질의 GDP 대비 외채 비중은 1993년 80%에서 1994년 40%로 크게 급감했다.

브라질은 막대한 외채 상황을 위해 대규모 화폐를 발행하면서 1980년대 후반부터 하이퍼인플레이션에 시달렸다. 브라질 정부는 물가 안정을 위한 안정화 계획을 시도했지만, 근본적인 재정개혁 없이 통화와 가격만 억제하려 했다. 또한 다수의 정부가 각기 다른 방식으로 정책을 시행해 신뢰도가 낮아 효과를 거두지 못했다.

1993년 중반에 도입된 “헤알 플랜(Real Plan)”은 인플레이션 악순환의 고리를 끊는 데 결정적인 역할을 했다. 먼저 인플레이션 관성을 제거하고 가격 체계의 안정성을 회복하기 위해 가상 화폐 형식인 “URV”를 도입했다. 이는 임금과 가격이 과거 인플레이션 수치를 기반으로 자동으로 인상되어 더 높은 인플레이션을 유발하는 현상을 막기 위함이었다.

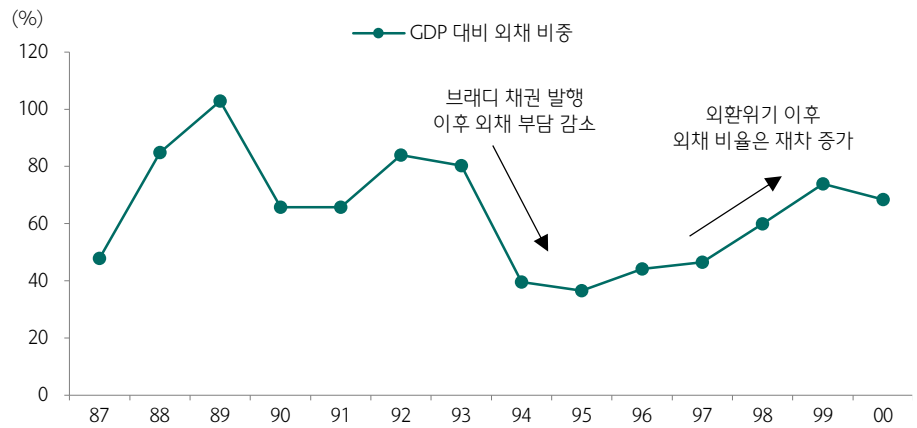


기존 통화인 크루제이루 헤알(CR\$)이 물가 상승률에 자동으로 연동되는 가격 결정 구조를 가졌던 반면, 가상 화폐 형식인 URV는 실질적으로 미국 달러에 고정된 통화 역할을 함으로써 시장의 물가 안정 기대를 형성했다. 이는 통화 당국에 대한 신뢰 부족을 외부 안전 자산(달러)로 보완한 성공적인 사례이다.

1994년 1월, 1 URV를 1 브라질 헤알(BRL)로 전환하면서 브라질 경제는 전면적으로 헤알화를 기준으로 하는 가격 체계로 바뀌었다. 헤알화 도입 이후 IPCA(소비자물가지수) 인플레이션은 1994년 6월 4,922%에서 12월 916%로 급락했으며, 1995년에는 22%까지 하락해 인플레이션을 성공적으로 제어했다.

도표 37. 브래디 채권 발행 이후 외채 비중 축소

브래디 채권 발행 이후  
외채 부담 대폭 완화



자료: IMF, 하나증권

도표 38. 헤알플랜 도입 이후 인플레이션 큰 폭 하락

헤알플랜 도입 이후  
환율 안정화는 물가 하락에 기여



자료: Bloomberg, 하나증권

## 5) 아시아 외환위기 전후 브라질

헤알 플랜 도입은  
인플레이션 안정화에 기여

헤알 플랜 도입으로 환율이 비교적 안정되고 고금리가 지속되면서 브라질은 매력적인 투자처로 급부상했다. 그 결과, 브라질 국제수지 내 자본 계정 항목 중 하나인 포트폴리오 투자 규모가 큰 폭으로 증가했다. 포트폴리오 투자는 주식, 채권, 펀드로 구성되는데, 당시 브라질에서는 포트폴리오 내 주식과 채권의 합이 약 95%로 대부분을 차지했다.

외환 위기 직전까지 브라질로 유입된 외국 자본은 채권 비중이 매우 높았다(1995~98년 평균 68%). 그 중에서도 해외에서 발행된 대표적인 장기 채권이 바로 “브래디 채권”이었다. 브래디 채권은 매력적인 고금리와 더불어 1999년 이전까지 유지되었던 고정환율제 덕분에 환 위험이 상대적으로 적었다. 이에 자본 유입이 매우 활발하게 이루어졌다. 이러한 캐리 트레이드(금리 차익을 노린 투자) 성격의 외국 자본 유입은 브라질 정부가 외채 구조조정을 원활하게 추진하는 데 큰 도움이 되었다.

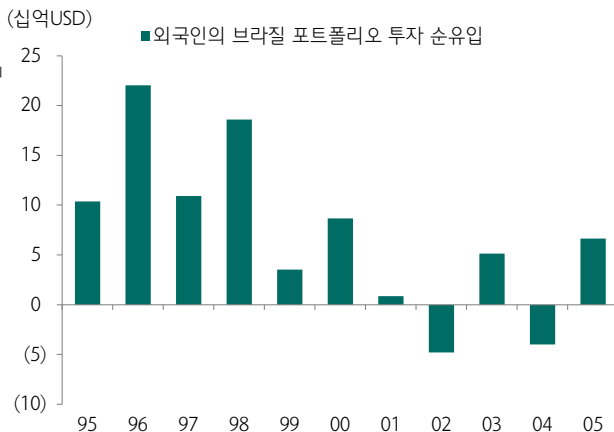
그러나 1997~98년 아시아 외환 위기가 발생하면서 브라질 경제는 위기를 맞았다. 아시아 외환 위기의 여파로 브라질에 유입되었던 외국 자본이 대규모로 유출됐기 때문이다. 헤알 플랜 이후 유입된 포트폴리오 투자는 단기적인 성격이 강한 자금이었기에, 장기적인 사업을 목적으로 하는 외국인직접투자(FDI)에 비해 자금 이동이 훨씬 수월했다.

포트폴리오 자금 유출이  
금융시장 불안정 주요 요인으로  
작용

포트폴리오 자금 유출이 급증하면서 헤알화는 폭락했다. 이에 중앙은행(BCB)은 금리 인상 및 외환보유고 소진을 통해 환율을 방어하려는 긴급 조치를 취했다. 결국 외환 위기 직전까지 대규모로 유입됐던 포트폴리오 투자 자금의 유출이 금융 시장 불안정의 주요 원인으로 작용한 것이다.

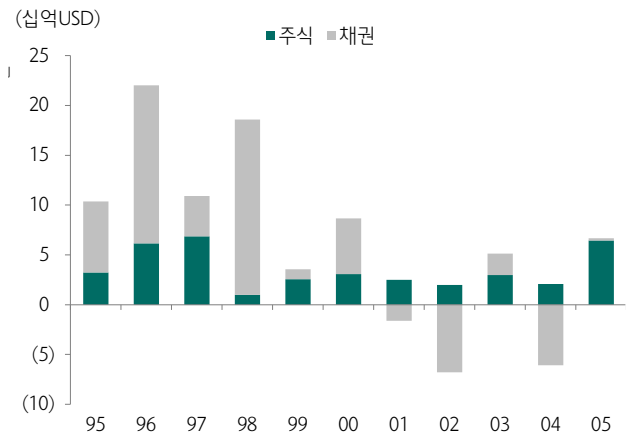
이에 브라질 정부는 외국인직접투자(FDI) 자금 유치에 집중하기 위해 민영화를 확대하고 외국인 투자 제한을 완화하는 조치를 취했다. 대표적으로 국영 통신사인 텔레브라스(Telebras)의 민영화로 통신 분야 FDI가 폭증했으며, 항공 및 에너지 등 전략 산업에 대한 외국인 지분 상한도 확대됐다. 이러한 노력 덕분에 아시아 외환 위기 이후 외국인직접투자(FDI) 비중이 포트폴리오 투자 비중을 처음으로 상회하는 결과로 이어졌다.

도표 39. 외환위기 이전 포트폴리오 투자 형식 자본 유입 확대



자료: BCB, 하나증권

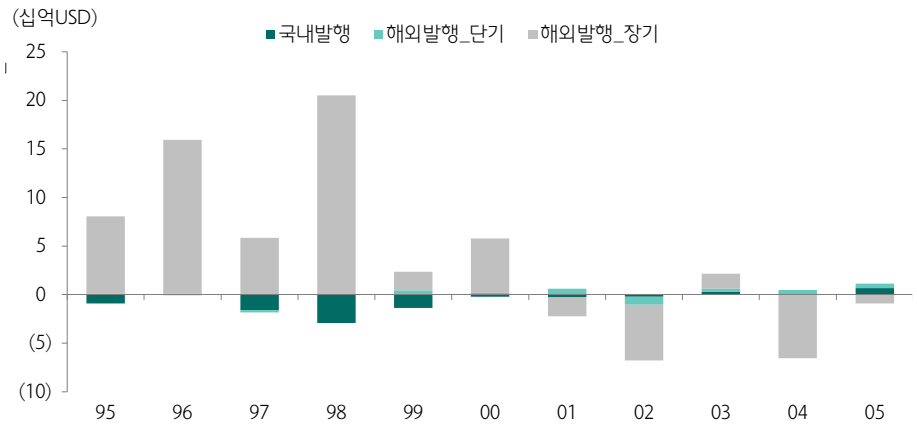
도표 40. 포트폴리오 내 채권 비중이 상대적으로 높았음



자료: BCB, 하나증권

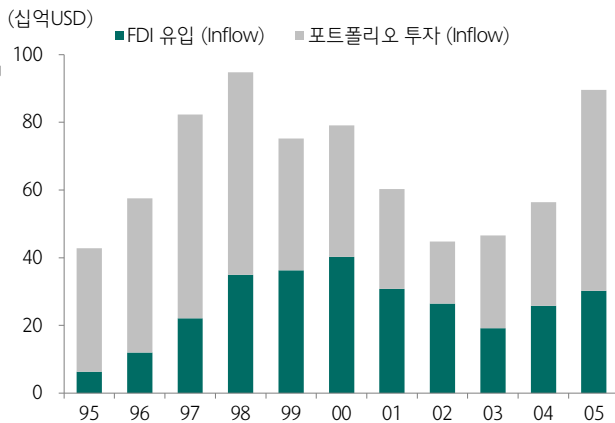
도표 41. 1990년대 후반 해외 장기채권(브래디 채권)으로 자금 조달

해외에서 발행한 장기채권  
(브래디 채권) 중심으로  
외국 자본 유입



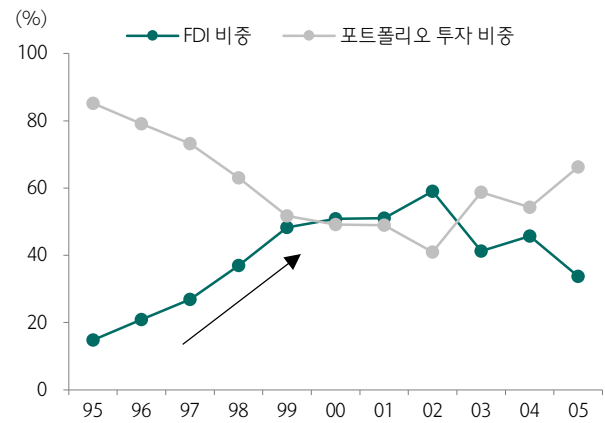
자료: BCB, 하나증권

도표 42. 외환위기 이전까지 포트폴리오 투자 비중이 더 높았음



자료: BCB, 하나증권

도표 43. 외환위기 이후 FDI 비중이 점차 증가하는 추세



자료: BCB, 하나증권

## 6) 변동환율제와 인플레이션 타겟팅 도입

변동환율제 전환 이후  
헤알화 급락

헤알 플랜 이후 고정환율제를 유지하던 브라질은 재차 위기에 직면했다. 신흥국 투자 심리가 악화되면서 헤알화가 투기 대상이 되었기 때문이다. 외환보유고를 소진하며 환율을 방어하려 했으나 실패로 돌아갔고, 결국 국제통화기금(IMF)에 긴급 지원 요청을 하게 된다.

1999년 1월, IMF 주도의 외환 위기 구조조정 프로그램의 일환으로 브라질 헤알화는 기존 고정환율제에서 변동환율제로 전환됐다. 이로 인해 1월 한달 간 달러 대비 헤알화는 69% 폭락했고, 이는 수입 물가 급등을 야기해 인플레이션 반등 요인으로 작용했다. 실제로 IPCA(소비자물가지수) 전년 동월 대비 상승률은 변동환율제로 전환을 시작했던 1999년 1월(1.65%)을 저점으로, 같은 해 12월 8.9%까지 급등했다.

물가 안정이 통화정책 목표로  
설정되면서 인플레이션  
타겟팅제 도입

변동환율제 도입 이후 환율은 더 이상 통화 정책의 직접적인 목표로 설정되지 않았다. 이에 물가 안정을 위한 새로운 통화 정책 목표 설정의 필요성이 대두되었다. 브라질은 1996년 6월 인플레이션 타겟팅제를 공식 도입했다.

도입 초기부터 작년까지는 연간 인플레이션 상승률을 기준으로 목표치를 설정했다. 하지만 올해 1월부터는 매달 측정되는 전년 동월 대비 인플레이션 수치를 기준으로 목표 측정 방식이 변경됐다.

인플레이션 수치가 해당 연도의 허용 오차 범위를 벗어날 경우 목표 미달성으로 간주하며, 중앙은행 총재는 재무장관에게 공개서한(Open Letter)을 발송해야 한다. 2025년 1월부터는 12개월 누적 인플레이션이 6개월 연속 허용 범위를 벗어날 경우 목표 위반으로 간주되며, 마찬가지로 공개서한 제출 의무와 함께 통화정책보고서에도 관련 내용을 포함해야 한다.

브라질 중앙은행(BCB)이 발표한 인플레이션 목표치 상하단과 실제 IPCA 연간 인플레이션을 비교해 보면, 인플레이션 타겟팅제 도입 이후 목표치를 벗어난 사례는 총 8차례 존재했다. 그중 목표치 상단을 초과한 사례가 7차례였다.

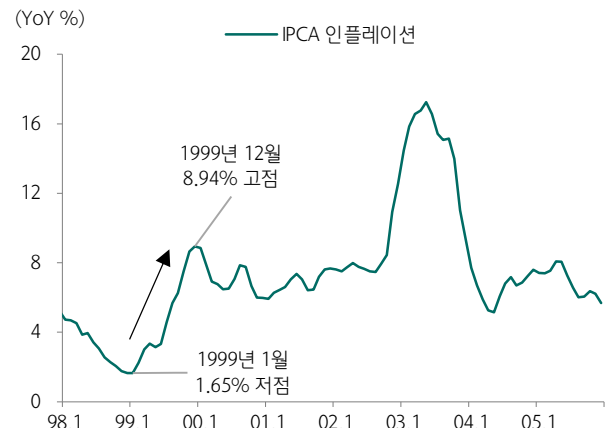
가장 최근 사례는 2025년 6월이다. 올해 초부터 적용된 새로운 규칙에 따르면, 6월까지 6개월 연속 인플레이션 목표치 상단인 4.5%를 초과함에 따라 중앙은행 총재는 재무장관에게 공개서한을 발송했다. 물가 상승에 기여했던 요인은 뒤에서 자세하게 설명할 예정이다.

도표 44. 변동환율제 전환 직후 헤알화 큰 폭으로 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

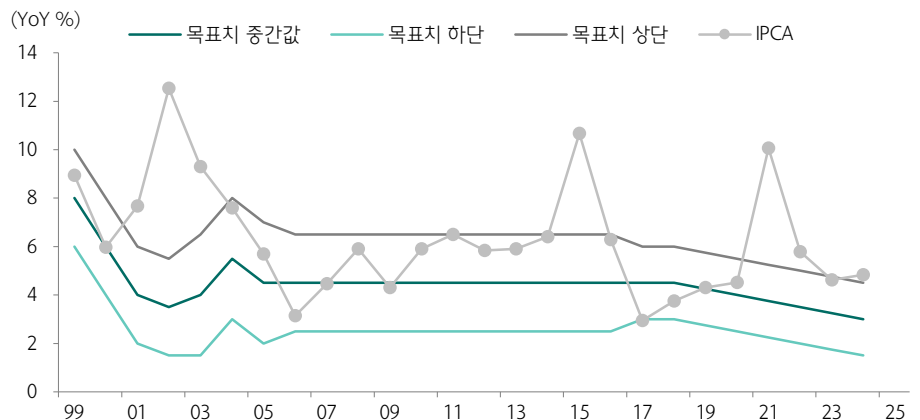
도표 45. 변동환율제 전환 직후 물가 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 46. 브라질 중앙은행(BCB) 인플레이션 목표치

1999년 이후 인플레이션  
목표치를 벗어난 적은 8차례



자료: BCB, 하나증권

## 4. 브라질 투자 체크 포인트

### 1) GDP 성장률

#### (1) V자 반동을 보인 브라질 경제

브라질과 미국 성장률은  
팬데믹 이전 대비 큰 폭으로  
상승

국가별 실질 GDP 규모를 산출해보면 미국이 \$22.6조로 단연 1위를 차지하고 있으며, 중국이 \$17.1조로 그 뒤를 잇고 있다. 브라질은 \$1.95조로 9위에 위치하며, 캐나다(\$1.78조, 10위), 한국(\$1.76조, 11위), 러시아(\$1.52조, 12위)가 그 뒤를 잇는다.

팬데믹 이후 주요국 성장률은 각기 다른 회복 양상을 보였다. 2019년을 기준으로 실질 GDP 추이를 살펴보면, 미국과 브라질은 팬데믹 직전 대비 큰 회복세를 기록했지만, 유로존과 영국은 상대적으로 더딘 회복세를 보였다. 국가별 성장률 회복 속도 차이는 재정 및 통화 정책과 같은 경기 순환적 요인뿐만 아니라, 노동 시장 및 기업 투자와 같은 구조적 요인들이 복합적으로 작용한 결과로 판단된다. 또한, 러시아-우크라이나 전쟁이 유럽 경제에 미치는 충격 역시 고려해야 할 중요한 요인이다.

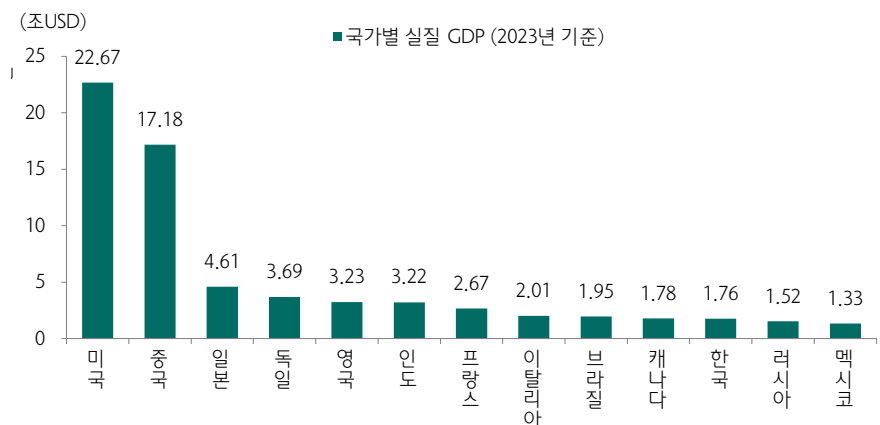
미국과 브라질 GDP가 팬데믹 이후 가장 큰 회복세를 보인 주된 요인은 소비와 투자가 크게 증가했기 때문이다. 국가별 가계 소비 현황을 살펴보면, 미국과 브라질이 가장 큰 회복세를 보인 반면, 유로존과 영국 등 주요국은 회복세가 미미했다. 국내 투자의 경우 브라질이 가장 큰 회복세를 보였고 미국이 그 뒤를 이었으며, 한국과 유로존은 팬데믹 이전과 유사하거나 오히려 낮은 수준을 기록했다.

경기 부양을 위한 재정 정책 차별화도 국가별 성장률 격차 요인으로 작용했다. GDP 대비 재정적자 비율을 보면 미국, 브라질, 중국이 주요국 대비 높은 재정적자 비율을 기록했다. 특히 팬데믹 이후 경제 회복을 위한 국가별 재량 지출 규모는 미국이 약 \$5.3조로 압도적인 규모를 보였다. 브라질은 약 \$1,330억으로 한국의 \$1,050억 대비 지출 규모가 더 컸다.

GDP 대비 재량 지출 비율 또한 미국이 25%로 단연 압도적인 수준이었으며, 브라질과 한국은 각각 9.2%, 6.4%를 기록했다. 흥미로운 점은 재량 지출 규모가 컸다고 해서 재정적자 비율이 반드시 비례하여 확대된 것은 아니라는 점이다. 주요국 대비 재량 지출 규모가 압도적으로 컸던 미국은 오히려 영국과 독일 대비 GDP 대비 재정적자 비율 변동 폭이 낮았다. 브라질의 경우 재정적자 비율이 2.1% 확대됐다.

도표 47. 전세계에서 브라질 GDP 규모는 9위

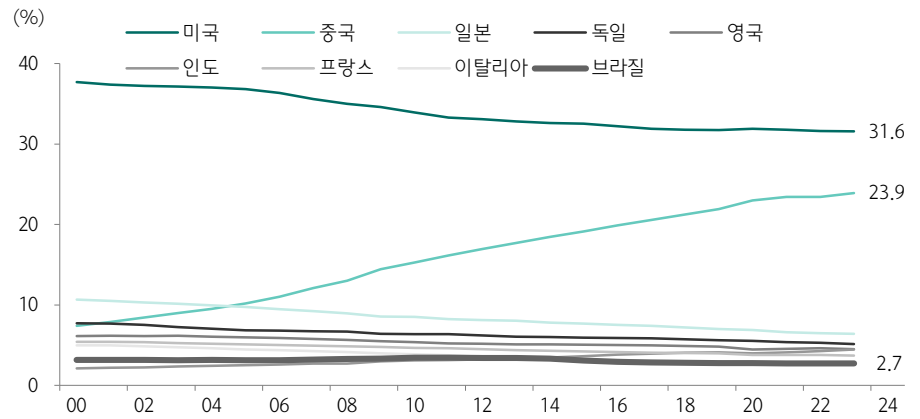
브라질 GDP 규모는 \$1.95조



자료: Bloomberg, 하나증권

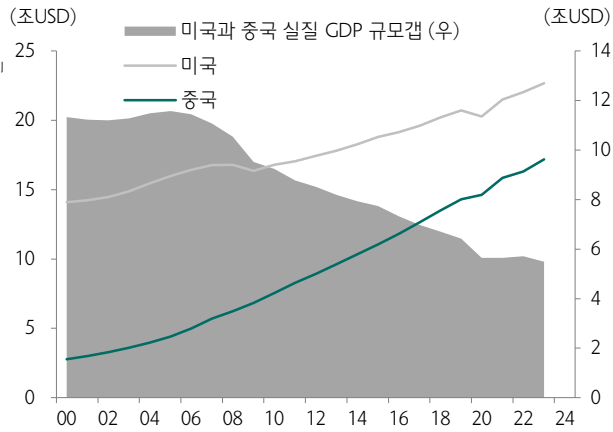
도표 48. G20 국가 내 국가별 GDP 규모 비중

글로벌 GDP 비중  
미국은 축소, 중국은 확대



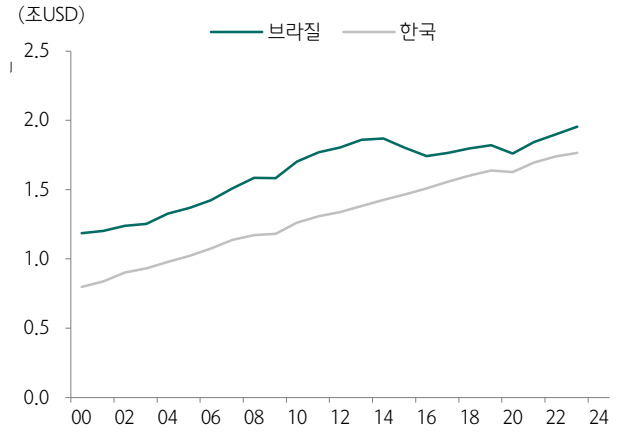
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 49. 미국과 중국 간 GDP 규모 갭은 축소 중



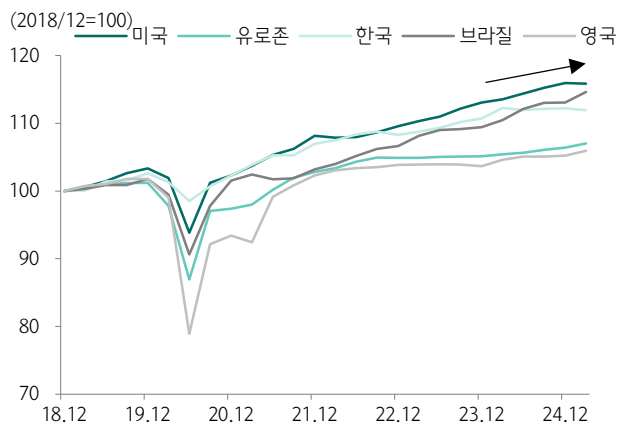
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 50. 브라질 GDP 규모는 한국보다 항상 컸음



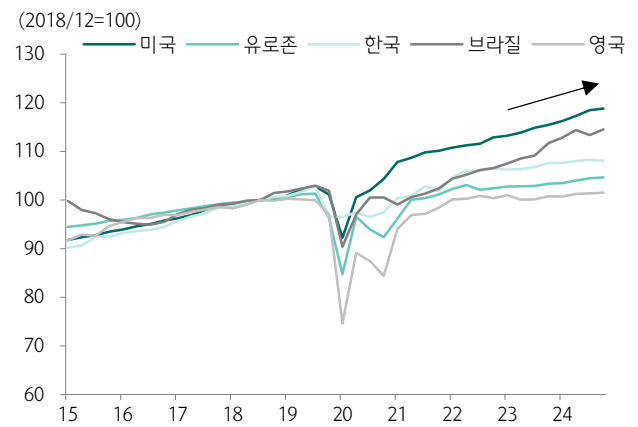
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 51. 미국과 브라질 GDP는 팬데믹 이후 큰 폭으로 성장



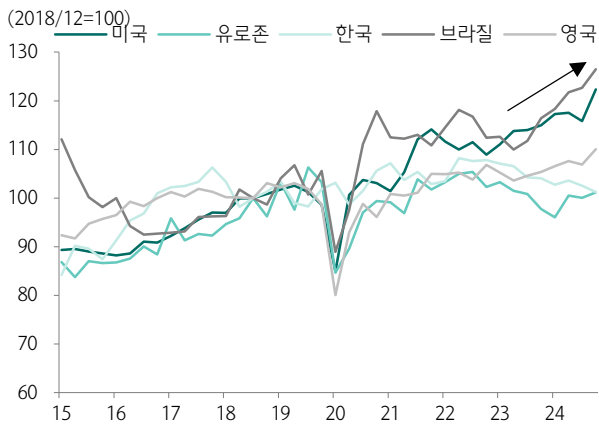
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 52. 미국과 브라질 가계소비는 큰 폭으로 증가



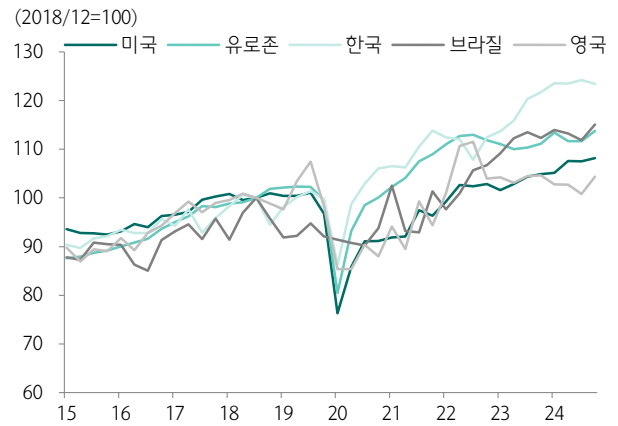
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 53. 미국과 브라질 국내 투자도 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

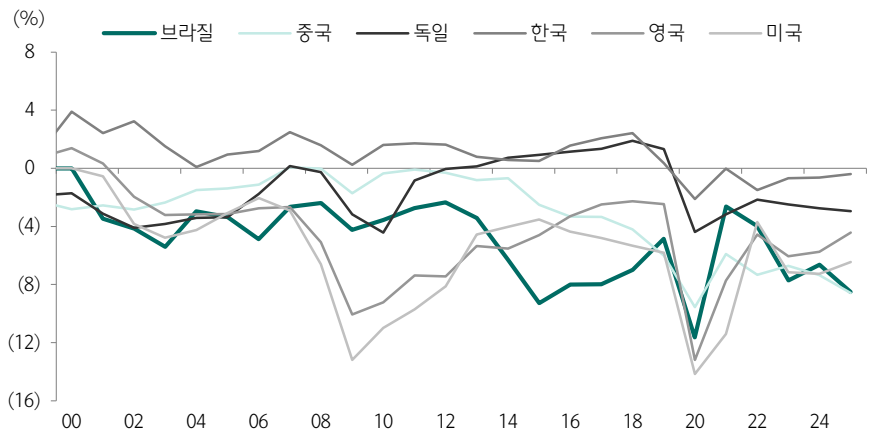
도표 54. 브라질 수출 규모도 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

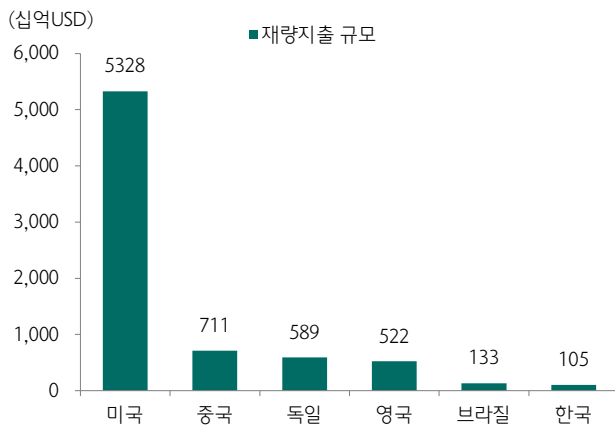
도표 55. 주요국 GDP 대비 재정적자 비율

미국, 브라질, 중국의 GDP 대비  
재정적자 비율은 상대적으로 높음



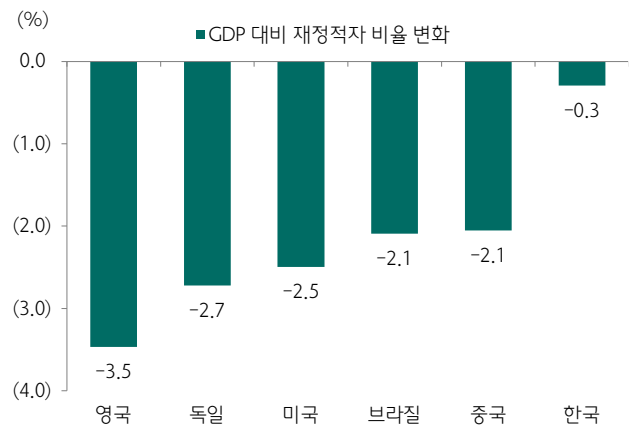
자료: IMF, 하나증권

도표 56. 팬데믹 이후 재량지출 규모는 미국이 압도적



자료: IMF, 하나증권

도표 57. 그럼에도 재정적자 비율이 비례해서 상승하지는 않았음



자료: IMF, 하나증권

## (2) 2000년 이후는 룰라의 시대 (룰라 1~2기 vs 3기)

룰라 집권 3년차 성장률은  
2년차 대비 항상 부진  
  
2025년은 집권 3년차에 해당

2000년 이후 5명의 대통령이 집권하면서 브라질 경제는 호황과 불황을 번갈아 경험했다. 특히 룰라 대통령 재임 기간에 브라질 경제가 가장 큰 폭으로 성장했다. 대통령 집권 시기별 연간 평균 성장률을 산출해 보면, 룰라 1기(평균 3.5%)와 룰라 2기(평균 4.7%)가 가장 높은 성장률을 기록했다. 2024년까지의 룰라 3기 평균 GDP 성장률은 3.3%이다. 결국 브라질은 룰라 집권 때 가장 큰 폭으로 성장했다.

룰라 1기 및 2기 재임 기간 내 연도별 성장률 추이를 분석한 결과, 공통적으로 집권 3년차의 연간 성장률이 직전 2년차 대비 축소되는 경향을 보였다. 경제 활동의 주요 항목인 농업, 산업, 서비스업 모두에서 집권 2년차 대비 성장세가 둔화됐다.

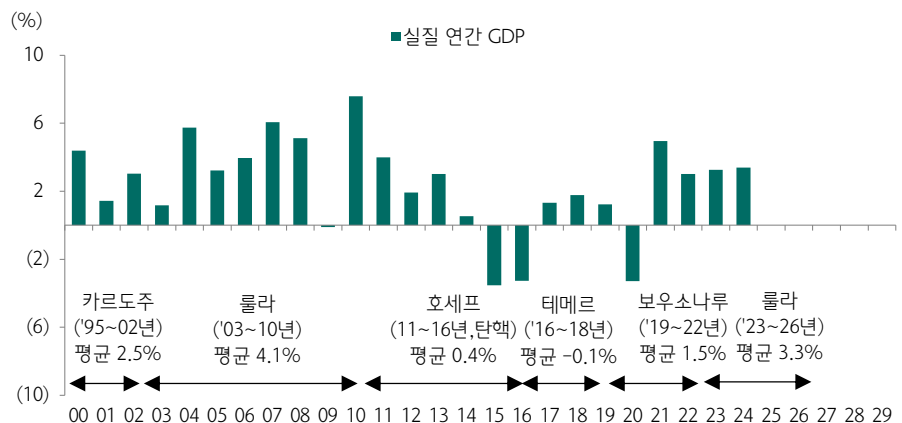
지출 항목별로 살펴보면, 룰라 1기와 2기의 집권 3년차 가계 소비와 정부 소비는 견조한 수준을 유지했다. 그러나 투자는 상대적으로 부진했으며, 수출과 수입 모두 집권 2년차 대비 하락하거나 역성장을 기록했다. 시기별로 대내외 경제 요인은 달랐지만, 공통적으로 집권 3년차 성장률은 집권 2년차 대비 부진했다. 올해는 룰라 집권 3년차에 해당된다.

룰라 1기와 2기, 그리고 3기(2023년~2024년)의 연간 GDP 평균 성장률은 각각 3.5%, 4.7%, 3.3%를 기록 중이다. 브라질 중앙은행(BCB)은 2025년 3월 1.9%로 예상했던 올해(2025년) GDP 성장률 전망치를 2025년 6월에는 2.1%로 상향 조정했다.

만약 2025년 성장률이 2.1%라고 가정한다면, 2026년을 제외한 룰라 3기의 평균 GDP 성장률은 2.9%로 하락하게 된다. 결국 룰라 3기는 과거 룰라 1기와 2기 대비 성장률이 낮으며, 이전의 경제 호황기와는 다른 양상을 보일 가능성이 높다.

도표 58. 연간 실질 GDP 성장률 추이

2000년 이후  
총 5명의 대통령이 집권



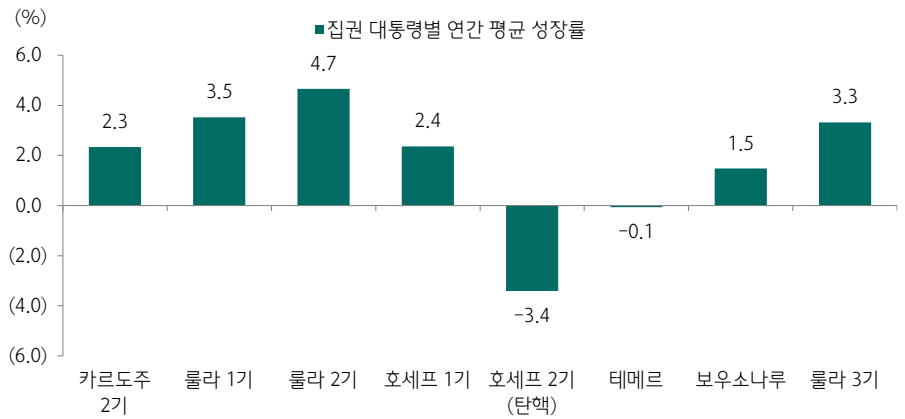
자료: Bloomberg, 하나증권



도표 59. 대통령 집권 시기 별 연간 평균 성장률

룰라 집권 당시  
성장률이 가장 높았음

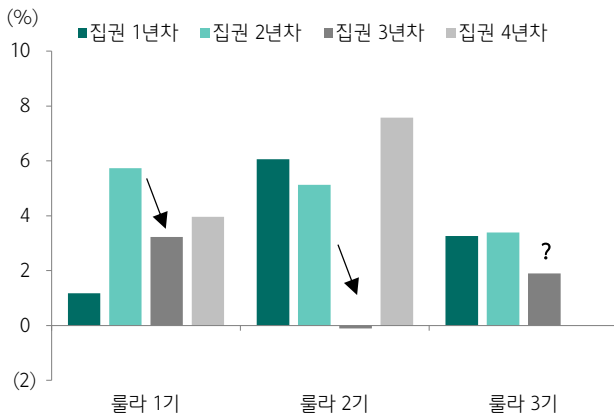
올해 성장률 2.1%로 가정하면  
룰라 3기 성장률 평균은 2.9%



자료: Bloomberg, 하나증권

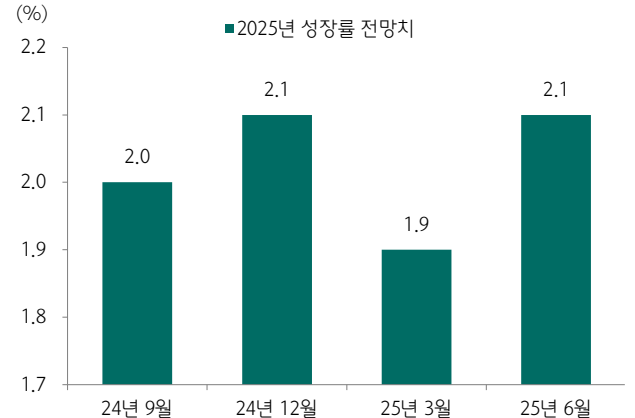
주: 룰라 3기는 2024년 연간 성장률까지 감안한 수치

도표 60. 룰라 집권 당시 3년차 성장률은 항상 2년차 대비 둔화



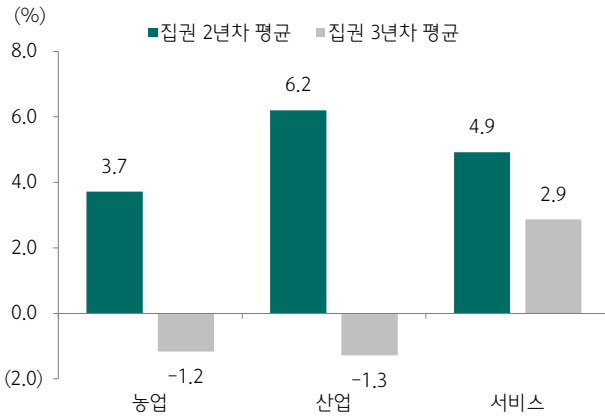
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 61. BCB의 2025년 경제성장률 전망치 변화



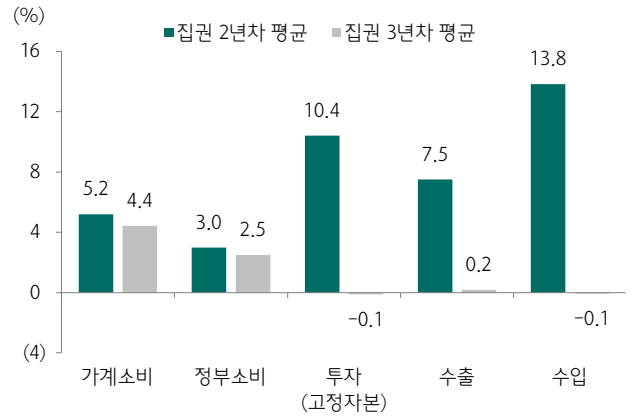
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 62. 경제활동: 1~2기 모두 집권 3년차에는 2년차보다 둔화



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 63. 지출항목: 1~2기 모두 집권 3년차에는 2년차보다 둔화



자료: Bloomberg, 하나증권

### (3) 2분기 GDP 성장률: 추세는 유지되나 완만하게 둔화될 가능성

2분기 브라질 GDP 성장률,  
1분기 대비 성장세 완만해질 것

브라질 1분기 실질 GDP 성장률은 견조한 수치를 기록했다(전분기 대비 +1.4%/전년 동월 대비 +2.9%). 작년 4분기 +0.1%를 기록했던 점을 감안하면 올해 1분기 성장률 발표 직후 시장 참여자들로 하여금 금리 인하에 대한 기대감을 축소시켰다.

지출 항목별로 보면 높은 기준금리에도 불구하고 1분기 내수는 강세를 보였다. 전분기 대비 ① 가계소비는 +1.0% / ② 투자(고정자본)는 +3.1% 상승했다. 반면, ③ 정부소비는 +0.1% 상승에 그쳤다. ④ 수출은 +2.9%, ⑤ 수입은 +5.9%로 모두 증가했지만, 수입이 2022년 3월 이후 최고치를 기록하며 순수출은 2023년 3분기 이후 마이너스를 지속 중이다.

경제활동 항목별로 보면, 농업 부문의 성장세가 두드러진다. 전분기 대비 12.2%를 기록하며 2023년 1분기 이후 최고치를 기록했다. 농업 호조는 주로 대두와 옥수수의 풍작에 기인했다. 반면, 광업, 제조업, 건설업을 포함하는 산업은 -0.1%를 기록하며 2022년 4분기 이후 처음으로 역성장을 기록했다. 서비스업의 경우 +0.3%로 견조했다.

브라질 경제는 15개 분기 연속 확장세를 보이고 있다. 이러한 추세는 2분기에도 이어질 것으로 보이나, 속도는 더욱 완만해질 것으로 예상된다. GDP 성장률의 프록시 개념인 경기활동지수 전월비 증가율은 4월 0.16%→0.05%로 하향 조정됐으며, 5월에는 -0.74%로 2024년 12월 이후 처음으로 역성장을 기록했다. 1분기 성장률 호조에 가장 크게 기여했던 농업 부문은 전월 대비 -4.25%로 크게 부진했으며, 견조했던 서비스업 부문도 +0.01%로 성장률이 크게 둔화된 모습이다.

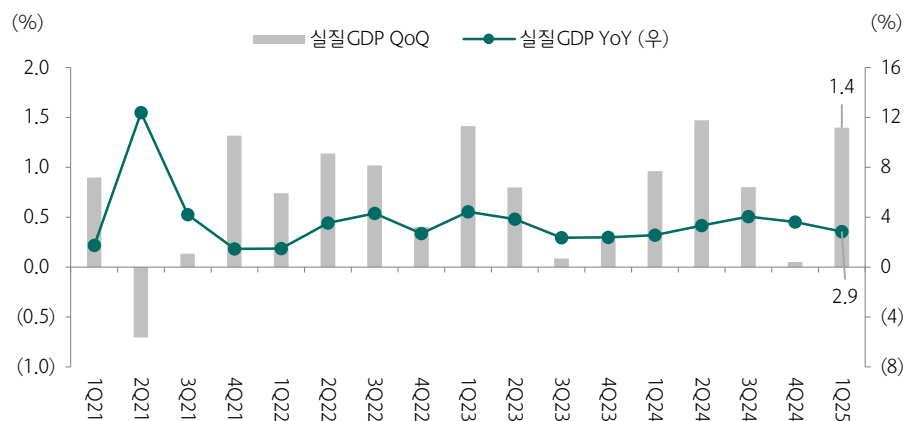
관세는 성장률에 변수로  
작용할 전망

관세도 성장률에 변수로 작용할 전망이다. 미국은 브라질에 10% 상호관세와 추가 관세 40%를 적용했다. 일부 품목에 대한 관세 면제를 제외하면 50%를 그대로 유지한 것이다.

브라질의 대미 수출 비중은 약 12% 수준이다. 대미 수출 규모를 줄이는 대신 BRICS 국가 내 중국, 인도 등 수출 경로를 다변화하거나 관세를 공동 부담하는 방안을 추진한다면 미국의 고율 관세가 성장률에 미치는 영향은 제한적이라고 판단한다.

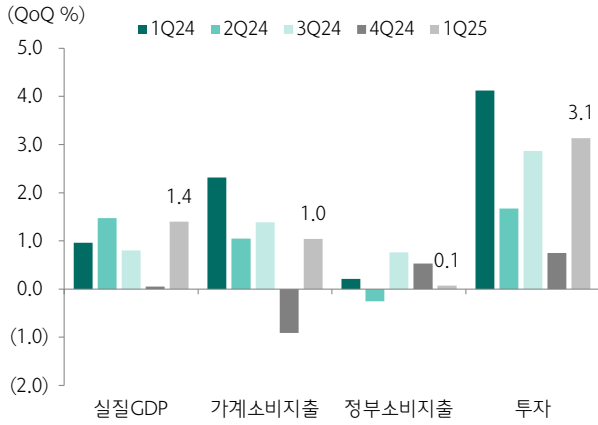
도표 64. 브라질 실질 GDP 성장률

브라질 1분기 성장률  
QoQ +1.4% / YoY +2.9%



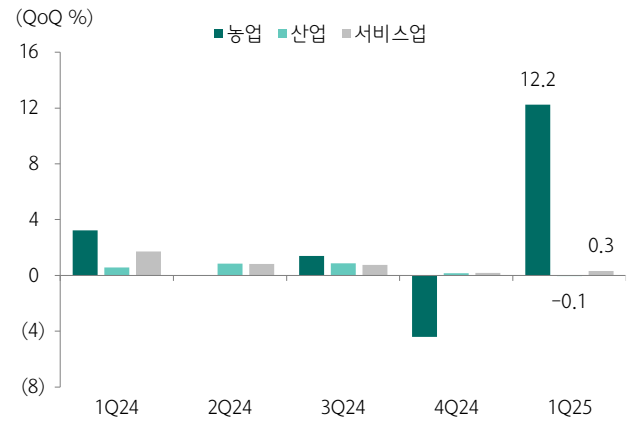
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 65. 지출항목별: 가계소비와 투자가 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

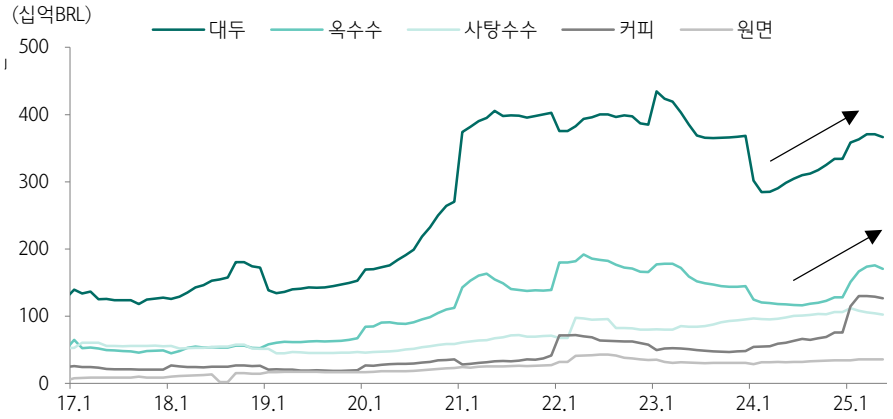
도표 66. 경제활동별: 농업 부문이 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 67. 1분기 성장을 호조는 농업 호조가 견인

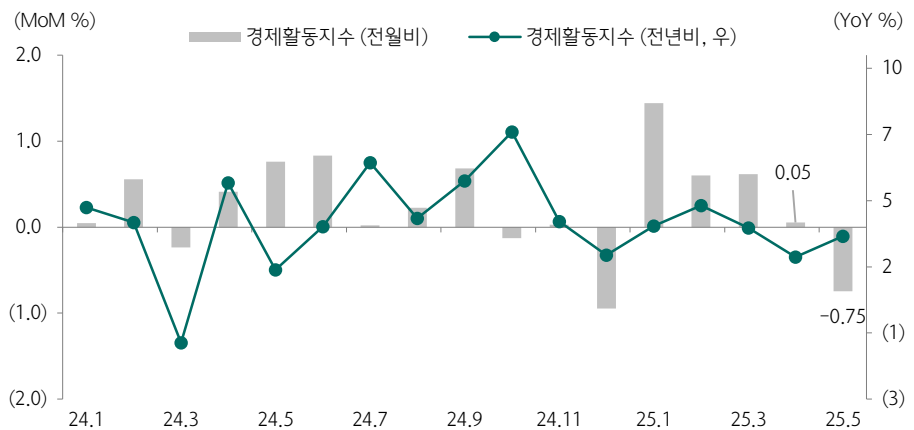
대두와 옥수수 생산량 급증



자료: Bloomberg, 하나증권

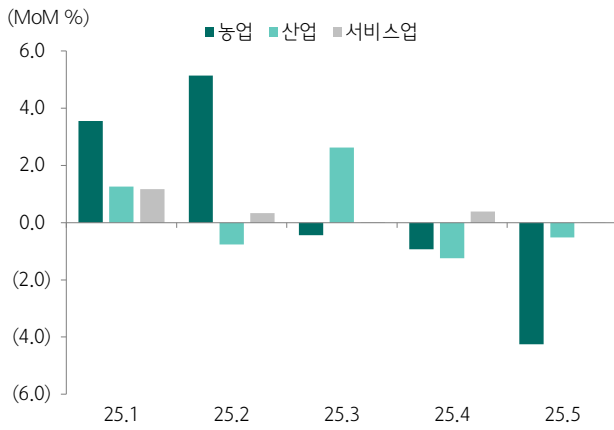
도표 68. 하지만 GDP 성장률의 프록시 개념인 경제활동지수는 역성장

경제활동지수 역성장은  
2분기 성장률 둔화 가능성을  
높이는 재료



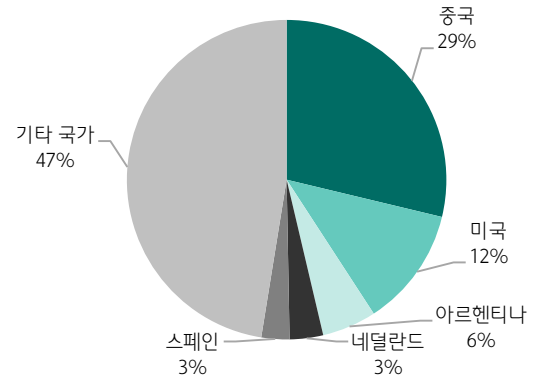
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 69. 성장률 호조를 견인했던 농업 부문은 3개월 연속 역성장



자료: Bloomberg, 하나증권

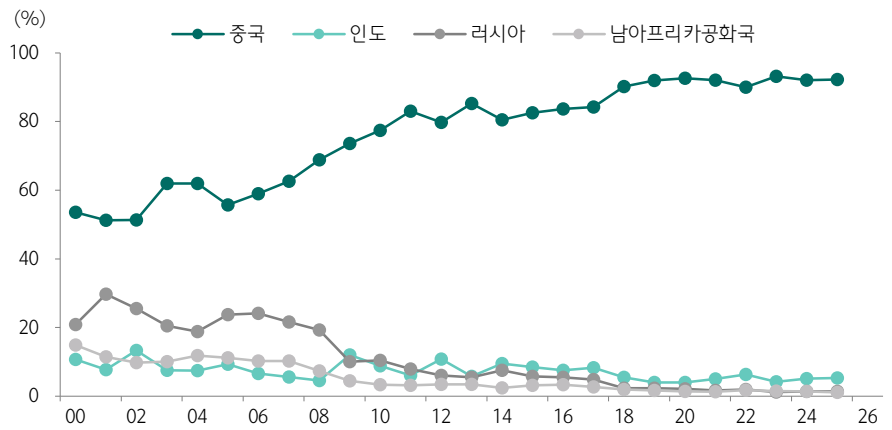
도표 70. 대미 수출 비중은 12%로 크지 않은 편



자료: Comex Stat, 하나증권

BRICS 국가 내 브라질의 수출  
비중이 가장 큰 국가는 중국

도표 71. 중국과 인도 등 수출 경로 다변화도 옵션 중 하나



자료: Bloomberg, 하나증권

## 2) 인플레이션

### (1) 2024년 인플레이션은 왜 목표치 상단을 벗어났나

작년 물가가 높았던 이유는  
수입 물가가 급등했기 때문

2024년 연간 기준  
달러 대비 헤알화 21% 하락

2024년 브라질 연간 인플레이션은 중앙은행 목표치 중간값인 3.00%를 1.83%p 초과했다. 인플레이션을 유발한 요인들의 역할은 거시경제 모델을 통해 정량적으로 평가할 수 있다. 브라질 중앙은행의 Semi-Structural 모델에 따른 기여도 분석 결과는 다음과 같다.

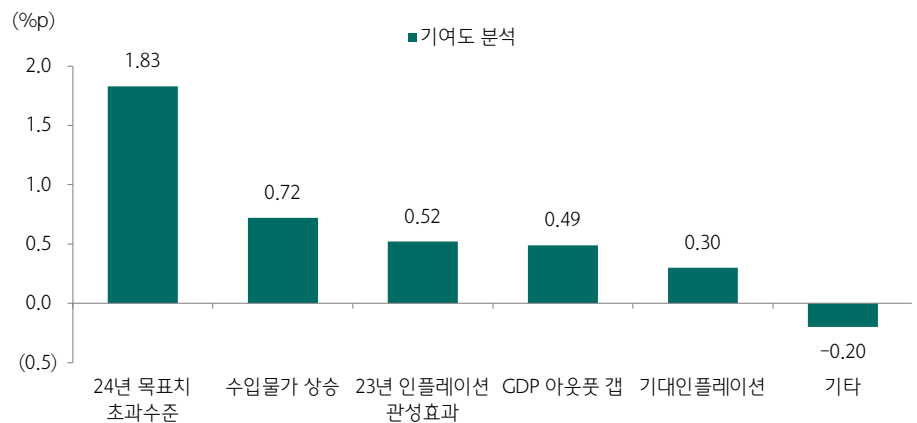
가장 크게 인플레이션에 기여한 요인은 ① 수입 물가 상승(0.72%p)으로 나타났다. 이는 국내외 요인이 복합적으로 작용하여 헤알화가 큰 폭으로 평가절하되었기 때문이다. 대내 재정 건전성 악화 우려가 심화되는 가운데, 미국 기준금리 인하 기대 폭 축소 및 트럼프 당선 가능성에 따른 달러 강세가 헤알화 약세를 부추겼다. 2024년 연간 기준으로 헤알화는 주요국 통화 중 가장 큰 폭으로 평가절하됐다.

② GDP 아웃풋 갭 (+) 요인도 0.49%p의 높은 기여도를 보였다. 이는 실제 경제 활동이 잠재 수준을 웃돌면서 인플레이션 상승 요인으로 작용했음을 의미한다. 2024년 연간 실질 GDP 성장률은 3.4%를 기록했는데, 농업을 제외한 산업 및 서비스 부문의 큰 폭 성장에 힘입은 결과이다. 지난 2023년 12월에 발표된 BCB의 잠재 성장을 추정치인 2%와 비교하면, 2024년 기준 GDP 아웃풋 갭이 크게 벌어진 상황이다.

여기에 ③ 인플레이션도 0.30%p로 크게 작용했다. 가장 큰 요인은 헤알화 약세로 인한 수입 물가 상승이다. 또한 2024년 하반기부터 옥류, 곡물 등 식품 가격이 상승했고, 가뭄으로 인한 수력 발전량이 줄면서 전기요금도 크게 인상됐다. 이런 1차 비용 충격이 물가 전반으로 파급되며 기대인플레이션을 자극했다.

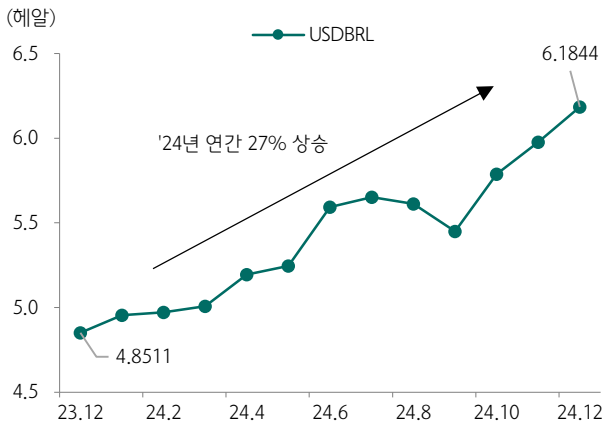
도표 72. 2024년 인플레이션 목표치 초과 기여도 분석

헤알화 약세로 인한  
수입 물가 상승이  
가장 크게 기여



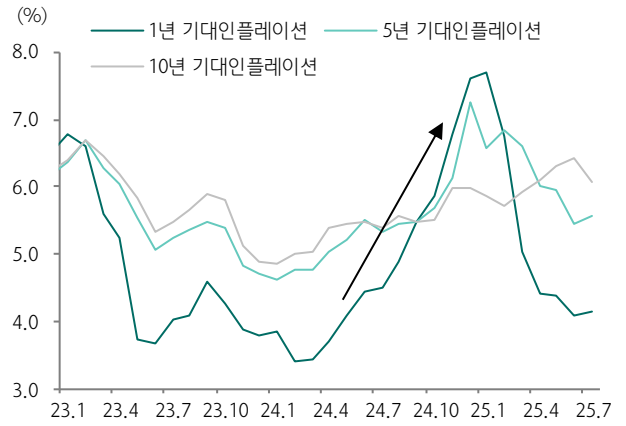
자료: BCB, 하나증권

도표 73. 2024년 연간 기준 달러 대비 헤알화 큰 폭으로 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

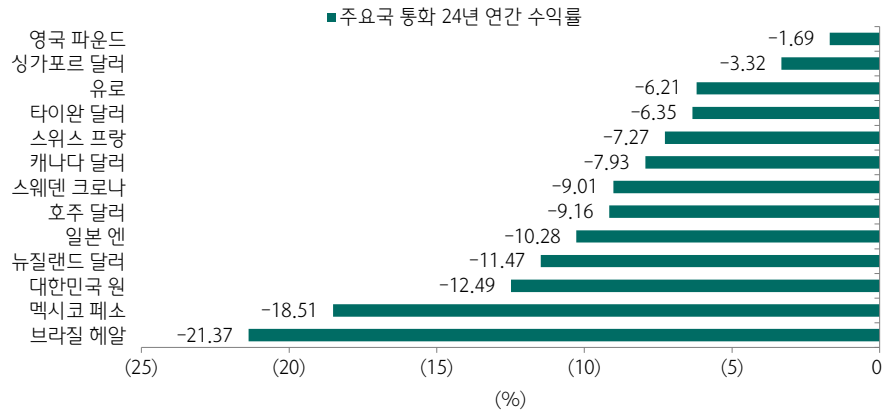
도표 74. 중장기 기대 인플레이션은 여전히 높은 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 75. 2024년 주요국 통화 달러 대비 스팟수익률

작년 한 해 헤알화가  
가장 큰 폭으로 평가절하



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2) 올해도 인플레이션 목표치 상회 중

6월까지 6개월 연속  
목표치 초과.  
공식적으로 목표치 이탈

2025년 3월 통화정책보고서(MPR)에 제시했던 2분기 인플레이션 전망치는 5.45%로 2024년 12월 전망치 5.00% 보다 상향 조정됐다. 6월까지 12개월 누적 인플레이션은 5.35%를 기록하며 2분기 전망치보다 소폭 낮은 수치를 기록했다.

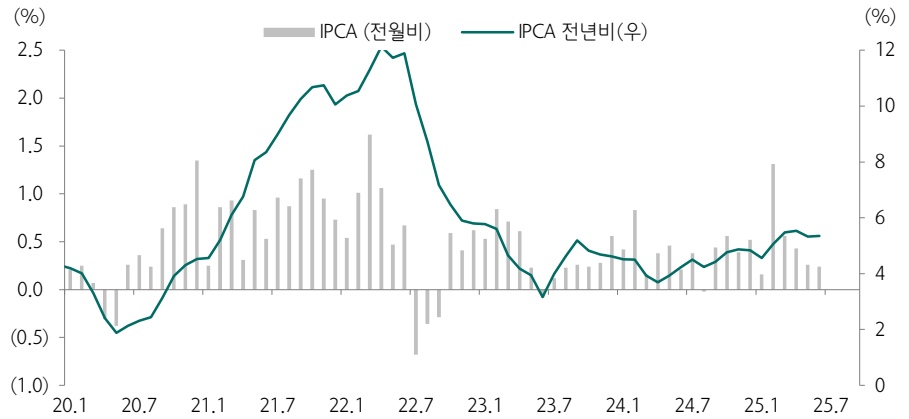
현재 인플레이션 목표치 중간값은 3.0%로, 허용 오차 범위는 1.5%에서 4.5%이다. 12개월 누적 소비자물가지수(IPCA)가 6개월 연속 목표 범위를 벗어나면, 목표치가 공식적으로 이탈한 것으로 간주된다. 연초 이후 12개월 누적 인플레이션은 지속적으로 목표치 상단 4.5%를 초과해왔으며, 6월까지 연속 6개월 초과를 기록함에 따라 올해 초부터 시행된 새로운 규칙을 적용하면 공식적인 목표 이탈로 간주된다. 이에 7/10 중앙은행은 재무장관에 공개 서한을 발송해 목표 이탈의 원인, 인플레이션을 목표 범위 내로 되돌리기 위한 조치와 예상 기간을 포함한 내용을 기술했다.

인플레이션이 목표치 중간값을 2.35%p 초과한 데에는 다음과 같은 요인들이 기여했다.

- ① 직전 12개월의 인플레이션 관성(0.69%p): 인플레이션이 목표치를 초과한 데에는 과거 물가 상승 영향이 계속 이어진 것(인플레이션 관성)이 큰 역할을 했다. 물가가 많이 올랐었기 때문에 지금도 물가 압력이 남아 있는 것이다. 예를 들어, 물건을 만드는 데 드는 재료비나 서비스 비용이 이미 오른 상태이고, 임금도 예전 물가 상승을 기준으로 올라가면서 기업들의 비용이 더 높아졌다. 실제로 임금 협상에서는 단순히 과거 인플레이션만 반영한 게 아니라 그보다 더 많이 올리는 경향이 있다. 2025년 최저임금도 1,518헤알로 전년 대비 7.5% 상승했다. 전기요금 같은 공공요금도 과거 물가상승률을 기준으로 자동 조정되는 구조를 갖고 있어, 제도적인 부분이 물가 상승 압력을 높였다.
- ② 기대 인플레이션(0.58%p): 기대 인플레이션은 계속해서 중앙은행의 목표치 중간값 3%를 상회 중이다. 2025년 1월에 발송한 공개 서한과 비교해보면, 기대 인플레이션의 기여도는 기존 0.30%p에서 0.58%p로 높아졌다. 중장기 기대 인플레이션도 3%를 상회하는 높은 수준에서 고착화되는 모습이다.
- ③ GDP 아웃풋 갭(0.47%p): 경기 상황은 견조했다. 1분기에는 농업 중심으로 경제가 크게 성장했고, 노동시장도 강세를 보여 실업률이 6.2%까지 하락하며 최저 수준을 기록했다. 중앙은행은 2025년 1분기와 2분기 GDP 아웃풋 갭을 각각 +0.9%, +0.5%로 추정 중인데, 이는 실제 경제 성장률이 잠재 성장률보다 더 활발하게 돌아가고 있다는 의미이다. 이처럼 견조한 경기는 물가를 끌어올리는 요인으로 작용했다.
- ④ 수입 물가 상승(0.46%p): 수입 물가 상승 영향도 컸다. 2024년 연간 기준으로 헤알화는 주요국 통화 대비 가장 크게 평가절하됐다. 파급효과가 늦게 나타나면서, 대표적인 가공식품인 커피 가격은 크게 상승했다. 다만, 국제 유가가 하락하면서 휘발유 가격 상승 압력은 다소 완화됐다.

도표 76. 소비자물가지수(IPCA) 추이

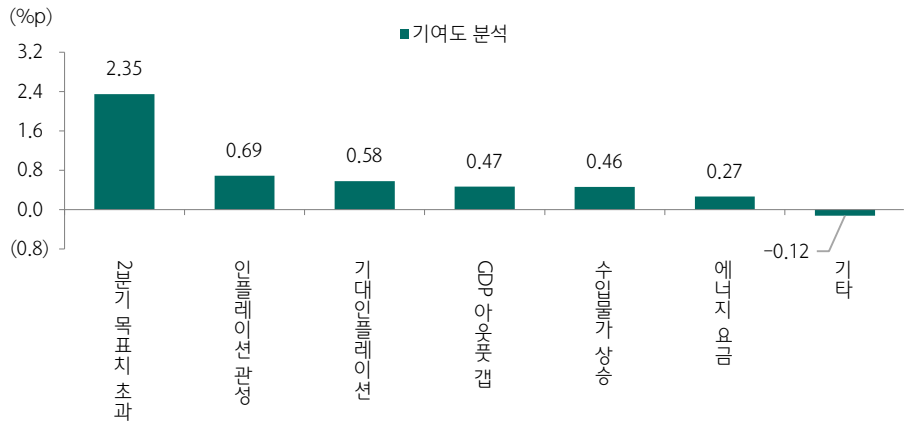
2025년 6월 기준  
12개월 누적 인플레이션 5.35%



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 77. 2025년 상반기 인플레이션 목표치 초과 기여도 분석

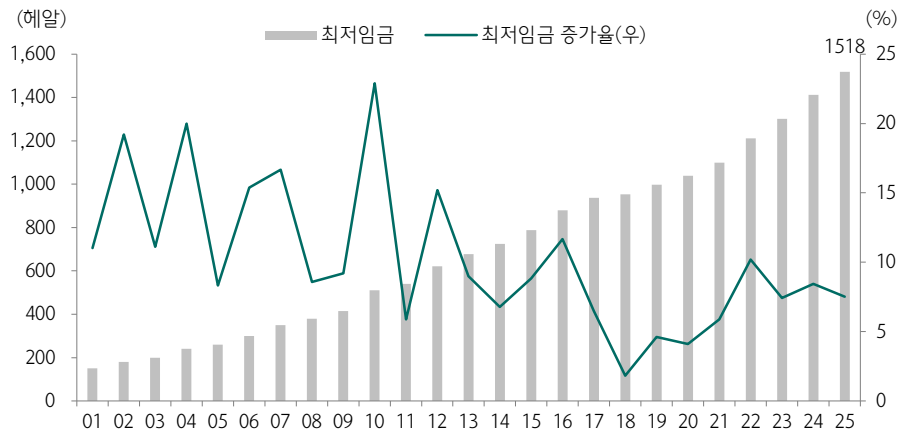
6개월 연속 물가 목표치 초과해  
공식적인 목표 이탈로 간주



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 78. 브라질 연간 최저임금 추이

2025년 최저임금은 1,518헤알  
작년 대비 7.5% 증가



자료: Bloomberg, 하나증권



### 3) 통화정책

#### (1) 브라질 통화정책은 변동성이 심하다

##### 변동성이 심한 브라질 통화정책

브라질 중앙은행의 통화정책은 변동성이 심해 예측하기 어렵다. 브라질은 언제 인하 사이클에 진입할까? 과거 데이터로 브라질의 통화정책 특성을 파악하고 현재 상황을 분석했다.

##### ① 롤러코스터 같은 브라질의 통화정책

2001년 이후 브라질의 금리 인상기와 인하기는 각각 7차례 존재했다. 금리 인상 시작 후 종료까지는 평균 12개월 소요됐다(최소 5개월, 최대 28개월). 금리 인하 시작 후 종료까지는 평균 17개월이 소요됐다(최소 6개월, 최대 47개월).

인상 폭은 평균 586bp였지만, 인하 폭은 평균 654bp로 상대적으로 더 컸다. 총 7번의 사이클 중 2002년과 2023~24년 2차례를 제외하고는 모두 인하 폭이 더 컸다. 평균적으로 인상 폭의 130%가 넘는 인하를 단행했다. 이는 브라질 경제가 인플레이션에 강경하게 대응한 뒤 경기 부양을 위해 과감하게 금리를 낮추는 경향이 있음을 시사한다.

금리를 최종적으로 인상하거나 인하한 후, 동결 기간은 매우 짧았다. 평균적으로 인상 후 동결은 6개월, 인하 후 동결은 5개월에 불과했다. 결국 브라질 통화정책이 시장 상황에 민감하게 반응하며 빠르게 전환되는 특징이 있었다.

##### ② 최근 브라질 금리 인상 배경 (2024년 9월 첫 인상)

중앙은행은 2024년 5월 최종금리 인하 후 3개월 만에 재차 금리 인상을 단행했다. 이번 인상 결정에는 다음과 같은 물가 상승 압력이 크게 작용했다.

- 높은 인플레이션: 2024년 7월 소비자물가지수(IPCA)는 전년 동월 대비 4.5% 상승하며 인플레이션 목표치 중간값(3.00%)을 크게 웃돌았고, 심지어 목표치 상단에 근접했다.
- 재정 지출 우려: 룰라 정부의 재정 지출 확대 정책에 대한 우려는 기대 인플레이션을 자극했다.
- 견조한 경제 성장: 2분기 경제성장률이 호조를 보인 것도 인플레이션 상승 요인으로 작용했다(전분기 대비 +1.5% 상승). 견조한 노동시장과 임금 상승의 영향이 컸다.

이러한 요인들을 종합적으로 고려하여 중앙은행은 물가와 통화정책 간의 시차를 감안해 선제적으로 금리 인상을 단행했다.

### ③ 현재의 금리 인상 사이클

2024년 9월부터 6월까지 중앙은행은 총 450bp의 금리를 인상했으며, 2025년 7월 통화정책위원회(Copom) 회의에서 7차례 연속 인상을 끝으로 기준금리를 처음으로 동결했다(15.00%).

- 건조한 경제 상황: 브라질의 경제 활동과 노동 시장은 여전히 탄탄하며, 올해 성장률 전망치도 상향 조정되고 있다(3월 1.9%→6월 2.1%).
- 여전히 높은 물가: 헤드라인과 근원 인플레이션 모두 목표 수준을 웃돌고 있다. IPCA의 선행 지표 격인 IPCA-15지수가 7월 전월 대비 0.33% / 전년 동월 대비 5.30%를 기록하며 재차 상승했다. 구성 요소별로 보면 주택 부문에서의 가격 상승이 주도했다.

### 금리 인상 중단 가능성 시사

#### ④ 중앙은행의 신중한 스탠스: 인상 마무리. 동결 시작?

7월 Copom 회의에서 중앙은행은 성명서 내 "금리 인상 주기를 중단하는 현재의 기조를 유지하면서 그동안의 금리 인상의 누적 효과를 지켜볼 것이다(the Committee foresees a continuation of the interruption of the rate hiking cycle to examine its yet-to-be-seen cumulative impacts)"는 문구를 통해 금리 동결 가능성을 시사했다.

그럼에도 중앙은행은 물가 상방 및 하방 리스크 요인이 평소보다 높아졌다고 판단하며 신중한 스탠스를 유지하고 있다.

인플레이션 상방 위험으로는 1) 인플레이션 기대치가 장기간 목표치에서 벗어날 경우 2) 건조한 경제 성장으로 인한 서비스 물가 상승 3) 환율 약세로 인한 인플레이션 상승 압력 가능성을 제시했다.

인플레이션 하방 위험으로는 1) 경제 활동이 예상보다 빠르게 둔화될 경우 2) 무역 불확실성으로 인한 글로벌 경기 둔화 3) 원자재 가격 하락이 디스인플레이션 요인으로 작용할 가능성을 제시했다.

7차례 연속 인상 후 처음으로 금리를 동결했지만, 여전히 높은 인플레이션과 불확실한 경제 상황을 주시하며 언제든지 추가 금리 인상을 재개할 수 있다는 유연한 입장을 취하고 있다.

그렇다면 과거 금리 인상기와 인하기 당시 브라질 10년물 국채 금리와 헤알화 환율은 어떤 패턴을 보였을까? 다음 파트에서는 브라질 채권 투자에 중요한 금리와 환율의 과거 행적을 자세하게 살펴봤다.

2000년 이후 금리 인상기는  
7차례 존재 (이번 사이클 제외)

도표 79. 브라질 금리 인상기 정리

인상 시작	인상 종료	첫 인하 직전	인상 개월 수	인상 폭 (bp)	인상 후 동결 (개월)
2001/03	2001/07	2002/01	5	375	6
2002/10	2003/02	2003/05	4	850	3
2004/09	2005/05	2005/08	9	375	3
2008/04	2008/09	2008/12	6	250	3
2010/04	2011/07	2011/07	16	375	0
2013/04	2015/07	2016/09	28	700	14
2021/03	2022/08	2023/07	18	1175	11
2024/09	2025/06 (예상)	?	?	?	?
평균			12	586	6

자료: Bloomberg, 하나증권

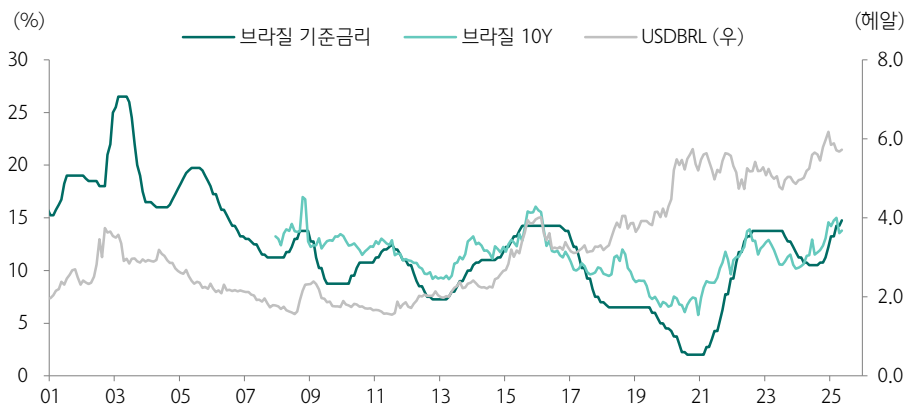
2000년 이후 금리 인하기도  
7차례 존재

도표 80. 브라질 금리 인하기 정리

인하 시작	인하 종료	첫 인상 직전	인하 개월 수	인하 폭 (bp)	인하 후 동결 (개월)
2002/02	2002/07	2002/09	6	-100	2
2003/06	2004/04	2004/08	11	-1050	4
2005/09	2007/09	2008/03	25	-850	6
2009/01	2009/07	2010/03	7	-500	8
2011/08	2012/10	2013/03	15	-525	5
2016/10	2020/08	2021/02	47	-1225	6
2023/08	2024/05	2024/08	10	-325	3
평균			17	-654	5

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 81. 브라질 기준금리, 10년물 국채금리, USDBRL 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2) 브라질 통화정책, 금리와 환율의 숨겨진 이야기 (요약)

통화정책 국면 별 브라질 10년물 금리 패턴을 요약했다.

### 최종금리 인상 후 동결 국면에서 금리 하향 안정화 예상

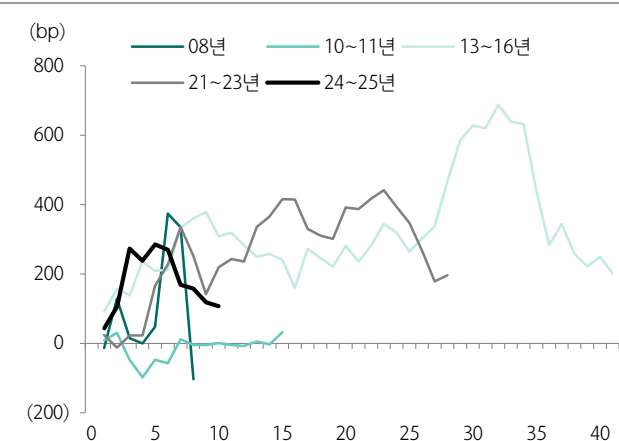
#### ① 금리 인상기

- 인상 시작~종료: 10년물 금리는 대부분 상승하는 일반적인 모습을 보였다.
- 최종금리 동결 국면: 10년물 금리는 인상기 때 올랐던 폭을 대부분 되돌리며 하향 안정화되는 경향을 보였다.
- 현재 사이클과 금리 전망: 이번 사이클에서도 10년물 금리가 상승했지만, 과거와 비교했을 때 기준금리 인상 폭 대비 10년물 금리 상승 폭이 유난히 컸다. 이는 기대 인플레이션, 재정 리스크, 외부 요인 등 시장의 불확실성이 장기 금리에 반영되었음을 시사한다. 이번 사이클에서 10년물 금리의 최대 상승 시점은 과거 패턴과 유사했다. 통화 정책만 본다면 향후 장기 금리 하향 안정화를 예상한다.

#### ② 금리 인하기

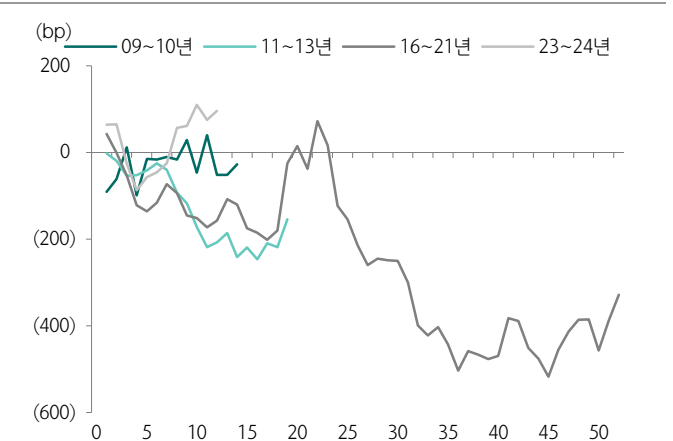
- 인하 시작~종료: 10년물 금리는 대체로 하락했다. 그러나 최근 인하기에는 기준금리를 큰 폭 인하했음에도 불구하고 오히려 10년물 금리가 상승하는 이례적인 현상이 발생했다.
- 최종금리 동결 국면: 10년물 금리는 재차 상승하는 경향을 보였으나, 금리 상승 폭은 적었고 때로는 추가 하락하는 등 혼재된 양상을 보였다.
- 제한적 하락: 전반적으로 기준금리를 크게 인하하더라도 10년물 금리 하락 폭은 상대적으로 제한적이었다. 또한, 10년물 금리 최대 낙폭은 인하 사이클이 상당 부분 진행된 후에 나타나는 경향을 보였다.

도표 82. 금리 인상기 10년물 금리 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 83. 금리 인하기 10년물 금리 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

통화정책 국면 별 달러헤알 환율(USDBRL) 추이를 살펴봤다. USDBRL 환율이 오르면 헤알화 약세, 반대로 하락하면 헤알화 강세를 의미한다.

### 최종금리 인상 후 동결 국면에서 헤알화 안정적 강세 예상

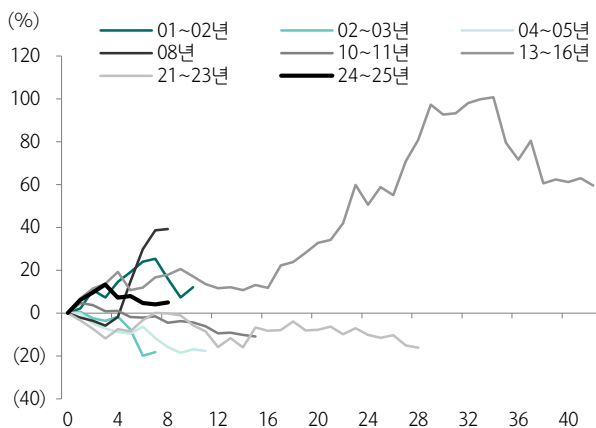
#### ① 금리 인상기

- 인상 시작~종료: 전체로 보면 헤알화 약세를 기록했다. 하지만 2013~15년 이례적 시기를 제외하면, 금리 인상기에 헤알화 강세 우위를 보였다.
- 최종금리 동결 국면: 헤알화는 소폭 강세를 보이며 안정되는 모습을 보였다
- 현재 사이클과 헤알화 전망: 이번 인상 사이클에서도 헤알화는 과거 패턴과 유사하게 소폭 강세를 기록 중이다. 통화 정책만 놓고 본다면, 향후 금리 동결 시 헤알화의 소폭 강세가 예상된다. 물론, 미국 관세와 정부 재정 리스크는 변동성 요인이다.

#### ② 금리 인하기

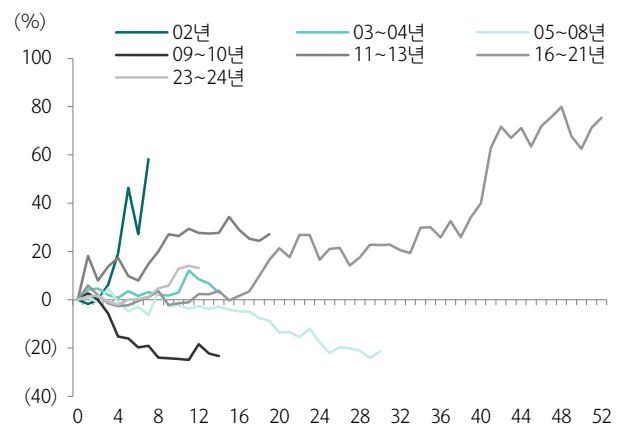
- 인하 시작~종료: 브라질의 고금리 매력이 줄어들어 외국 자본 유출 압력이 커지면서 대부분 헤알화 약세로 이어졌다.
- 최종금리 동결 국면: 헤알화는 소폭 강세를 보였다. 하지만 변동성이 매우 컸으며, 오히려 강세를 보인 경우도 있었다.
- 추세의 연속성: 금리 인하기에도 헤알화가 강세를 보였던 특정 시기에는 강세 추세가 동결 국면까지 이어지는 경향을 보였다.

도표 84. 금리 인상기 달러헤알 환율 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 85. 금리 인하기 달러헤알 환율 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2)-1 브라질 인상기: 10년물 국채금리

### 하반기 금리 하향 안정화 예상

통화정책 변화가 10년물 금리에 어떤 영향을 미쳐왔는지 과거 사례를 통해 분석하고, 현재 사이클을 진단했다.

#### ① 금리 인상기, 10년물 금리 상승

데이터가 유효했던 과거 4차례의 금리 인상 사이클 동안 10년물 국채 금리는 평균적으로 187bp 상승했다. 기준금리를 인상하면 장기 금리 역시 동반 상승하는 일반적인 현상이다.

하지만 기준금리 인상 폭에 따라 10년물 금리 상승 폭은 크게 달랐다. 최소 32bp에서 최대 337bp를 기록했다. 이는 기준금리 인상 외에 경제 상황, 글로벌 유동성, 재정 건전성 등 복합적인 요인이 장기 금리에 복합적으로 영향을 미쳤다.

#### ② 금리 동결 국면, 10년물 금리 하락

과거 4차례의 최종금리 동결 국면 동안 10년물 금리는 평균 150bp 하락했다. 단, 2011년처럼 인상 직후 바로 인하가 이루어져 동결 국면이 없었던 경우는 제외했다.

이는 금리 인상기에 겪었던 10년물 금리 상승 폭을 대부분 되돌렸음을 의미한다(최소 131bp에서 최대 166bp 하락). 긴축 사이클 종료를 예상하면서 장기 금리가 안정되거나 하락하는 경향을 보였다.

#### ③ 이번 사이클에서의 10년물 금리

만약 현재 기준금리 수준인 15.00%가 이번 사이클의 최종금리라고 가정한다면, 2024년 9월 금리 인상 시작부터 2025년 6월 인상 종료까지 10년물 금리는 약 116bp 상승하게 된다.

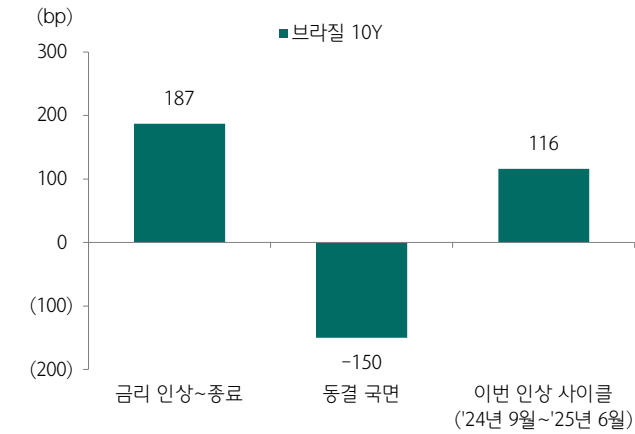
과거 4차례 인상기 동안 10년물 금리가 가장 높은 수준을 기록했던 시점은 평균적으로 68% 지점이었으며, 이후에는 하락세로 전환됐다. 흥미롭게도 이번 사이클 역시 과거 평균과 유사한 60% 지점에서 10년물 금리가 최대 상승폭을 기록했다. 이는 현재 사이클이 과거 패턴에 부합하며, 향후 10년물 금리의 하향 안정화를 예상해볼 수 있다.

과거 평균적으로 10년물 금리의 최대 상승 폭은 기준금리 인상 폭의 37% 수준이었다. 그러나 이번 사이클에서는 이 비율이 64%로, 과거 대비 가장 높은 수준을 기록했다(450bp 인상 대비 10년물 금리 최대 상승폭 286bp).

이는 현재 사이클에서 10년물 금리가 기준금리 인상에 더 민감하게 반응하여, 과거보다 더 가파르게 올랐다는 것을 의미한다. 인플레이션과 재정 리스크, 그리고 트럼프 관세에 대한 우려가 장기 금리에 반영됐음을 시사한다.

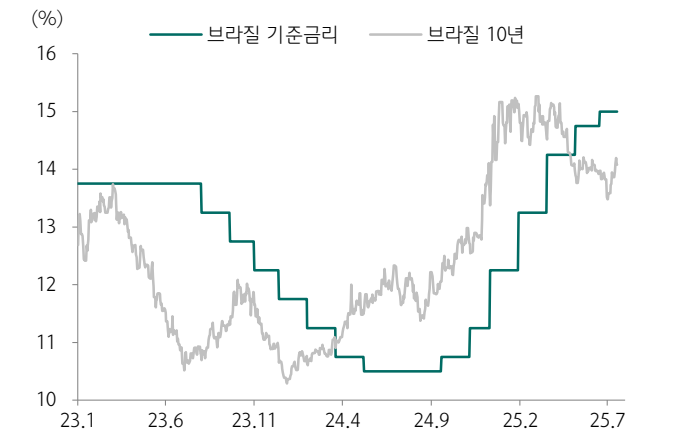
결론적으로, 브라질 10년물 금리는 금리 인상기에 상승하고 동결 국면에서 하락하는 일반적인 패턴을 보였다. 하지만 현재 사이클에서는 기준금리 인상 폭 대비 10년물 금리의 상승 폭이 과거보다 훨씬 크게 나타나 시장의 높은 불확실성과 우려를 반영 중이다.

도표 86. 금리 인상기: 브라질 10년물 금리 추이



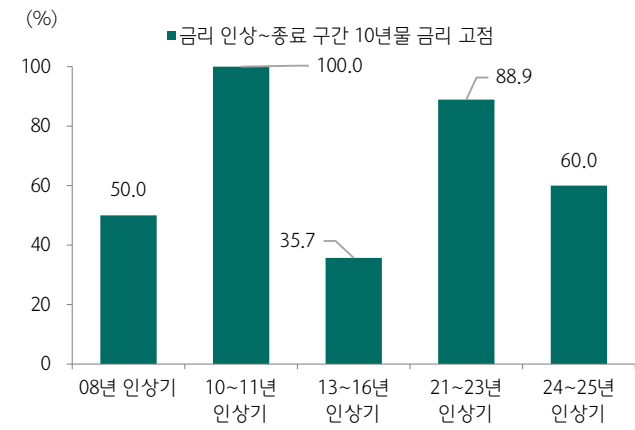
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 87. 2025년 7월 기준금리 동결



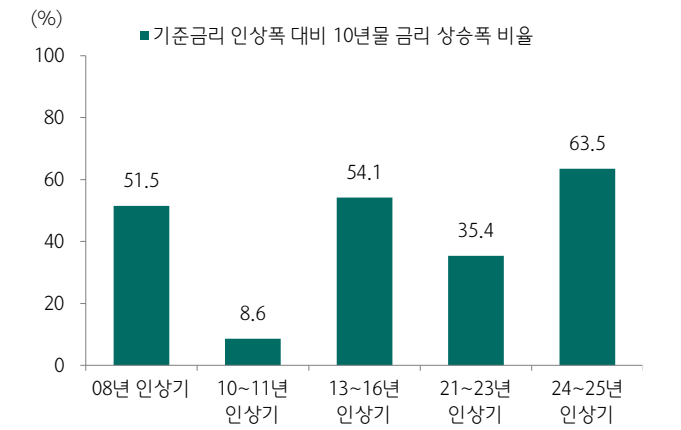
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 88. 금리 인상~종료 구간 10년물 금리 고점 기록 시점



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 89. 이번 사이클에서 기준금리 폭 대비 10년물 상승폭이 가장 큼



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2)-2 브라질 인상기: 달러헤알 환율 (USDBRL)

### 하반기 헤알화 소폭 강세 예상

통화정책 변화는 장기 금리에 직접적인 영향을 미쳤다. 그렇다면 국내 투자자에게도 민감한 달러헤알 환율(USDBRL)은 통화정책에 어떻게 반응했을까? 먼저 금리 인상기를 살펴봤다.

#### ① 금리 인상기, 달러 대비 헤알화 강세 우위

이번 사이클을 제외한 7차례의 금리 인상 사이클 당시 금리 인상 시작 시점부터 종료 시점까지 달러헤알 환율은 평균 9.1% 상승했다. 이는 헤알화 약세를 의미한다.

하지만, 2013년에서 2015년 사이 달러헤알 환율이 70% 이상 급등했던 이례적인 국면을 제외하면 이야기가 달라진다. 이 시기를 제외한 나머지 기간 동안에는 평균 1.2% 하락하며 헤알화가 달러 대비 오히려 강세를 보였다. 즉, 금리 인상기 동안 헤알화의 변동 폭은 크지만, 외부 충격이 없다면 헤알화는 강세를 나타내는 경향이 있었다

#### ② 금리 동결 국면, 헤알화 안정적 강세

금리 인상 종료 후 첫 인하 직전까지의 동결 국면 동안 달러헤알 환율은 평균 2.2% 하락했다. 이는 헤알화 강세를 의미한다. 단, 2011년의 경우 금리 인상 직후 인하기로 전환되어 동결 국면이 없었으므로, 해당 시기를 제외한 6차례 평균 수치를 산출했다.

#### ③ 이번 사이클에서 달러헤알 환율 (USDBRL)

첫 인상 시점인 2024년 9월부터 마지막 인상 시점인 2025년 6월까지 달러헤알 환율은 0.3% 하락하며 헤알화는 제한적 강세 흐름을 보였다. 이는 2013~15년과 같은 이례적 시기를 제외한 과거 흐름(1.2% 하락)에 부합한다.

과거 패턴으로 살펴본다면, 중앙은행이 금리 인상 사이클을 마무리하고 올해 하반기부터 동결 국면에 접어들 경우, 헤알화의 소폭 강세 흐름을 예상한다.

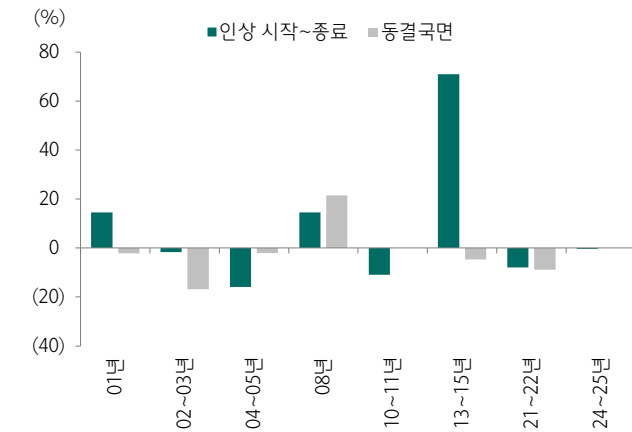
종합적으로 보면, 금리 인상 시작부터 종료까지의 국면이 헤알화에 미치는 영향은 특정 이례적 시기(2013~15년)를 제외하면 제한적이나 강세를 보였고, 최종금리 인상 후 동결 국면에서도 헤알화는 달러 대비 소폭 강세를 나타냈다.

물론, 미국의 50% 관세 부과와 같은 외부적인 요인이나 브라질 내부의 재정 건전성 우려 등은 환율 변동성 요인이다. 하지만 과거 통화정책의 기본적인 흐름만을 고려한다면 금리 동결 국면에서의 헤알화의 안정적 강세가 예상된다.

**\*\* 2013~2015년 브라질 기준금리 인상에도 불구하고 헤알화가 이례적으로 약세를 기록했던 이유는 자료 Appendix 참고**

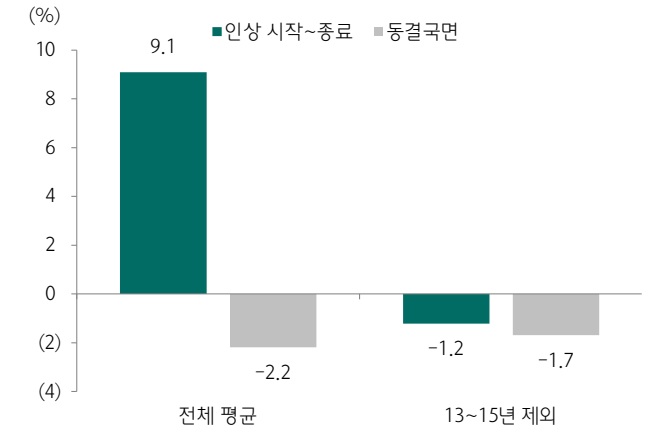


도표 90. 금리 인상기: 달러 대비 해알화 추이 (USDBRL)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 91. 인상 국면 해알화 vs 동결 국면 해알화



자료: Bloomberg, 하나증권

### (2)-3 브라질 인하기: 10년물 국채금리

시장은 내년 상반기  
금리 인하기 진입 예상

앞서 금리 인상기에서 10년물 금리와 환율 패턴을 알아봤다면, 이번에는 금리 인하기 전환 이후 10년물 금리와 환율 패턴을 살펴봤다. 데이터가 유효한 2007년 이후 4차례의 금리 인하 사이클 당시 평균치를 산출했다.

선물시장과 Focus Survey 모두 올해 말까지 금리 동결을 예상하고 있다(15.00%). 2026년부터는 전망치 차이는 있지만 상반기에 첫 인하를 단행할 것이라는 전망은 동일하다. 현재 선물시장은 2026년 상반기까지 약 5차례 인하(13.8%)를 반영 중이며, Focus Survey 내 시장 참여자들은 2026년 연말까지 약 10차례 인하(12.5%)를 반영 중이다.

가장 최근 인하기에는  
10년물 금리 오히려 상승

#### ① 금리 인하기, 10년물 금리 하락

과거 4차례의 인하 사이클 동안 10년물 금리는 인하 시작부터 종료까지 평균 163bp 하락했다. 하지만 최근 금리 인하기(2023년 8월~2024년 5월)에는 오히려 장기 금리가 상승했다. 기준금리를 총 325bp 인하했음에도 불구하고, 10년물 금리는 60bp 이상 상승했다.

미국이 고금리 기조를 유지하는 등 글로벌 금리가 상승한 영향도 있었겠지만, 룰라 정부의 확장재정정책으로 인해 재정 리스크가 부각된 점이 주요 요인으로 작용했다. 여기에 2024년 들어 기대 인플레이션까지 반등하기 시작하며 투자자들은 장기 금리에 높은 프리미엄을 요구하기 시작했다.

#### ② 금리 동결 국면, 10년물 금리 방향성 부재

금리 인하기 최종적으로 끝난 후, 기준금리를 동결했던 4차례 시기를 살펴보면 10년물 금리는 평균 29bp 상승했다. 다만, 4차례 동결 국면에서는 금리가 상승했던 경우(2차례, 평균 87bp 상승)도 있었고, 오히려 추가 하락했던 경우(2차례, 평균 28bp 하락)도 있었다.

### ③ 기준금리 인하 폭 대비 떨어지지 않는 10년물 금리

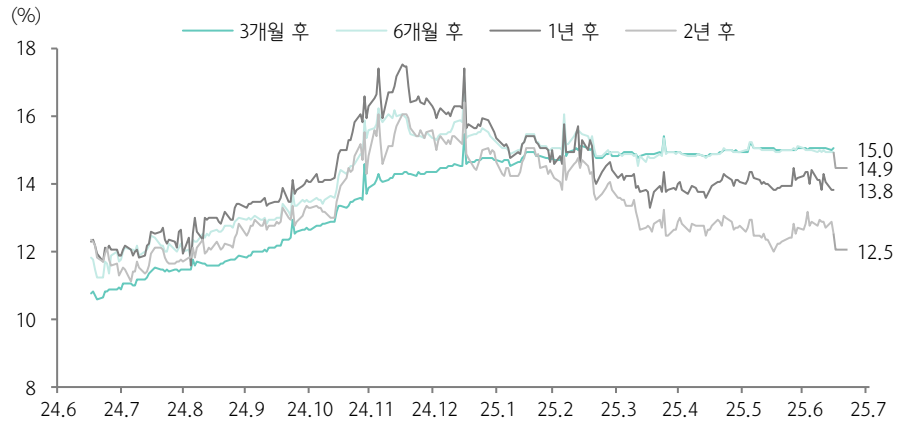
2007년 말 이후 4차례의 금리 인하기 동안 중앙은행은 기준금리를 평균 640bp 인하했다. 하지만 같은 기간 10년물 금리는 평균 163bp 하락하는 데 그쳤다. 결국 기준금리 인하 폭 대비 10년물 금리 하락 폭은 상대적으로 적었다.

금리 인하 시작부터 종료 구간에서 10년물 금리가 가장 크게 하락했던 시점은 평균적으로 인하 사이클의 80% 지점이었다. 기준금리 인하 폭 대비로는 약 34% 수준을 기록했다. 즉, 금리 인하가 상당 부분 진행된 후에야 장기 금리가 큰 폭으로 하락했으며, 기준금리가 크게 내려가도 장기 금리는 비례해서 떨어지지 않는 경향을 보였다.

도표 92. 선물시장은 연말까지 기준금리 동결 예상

선물시장은 올해 말까지  
기준금리 동결 예상

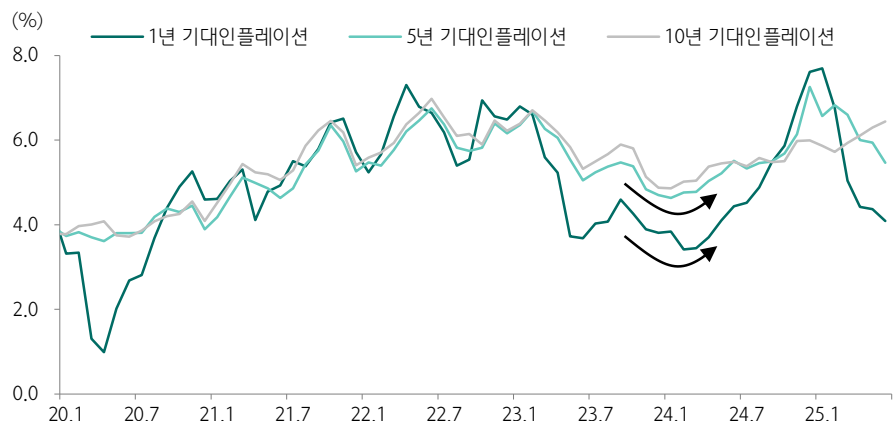
금리 인하 시점은  
내년 상반기로 반영 중



자료: Bloomberg, 하나증권

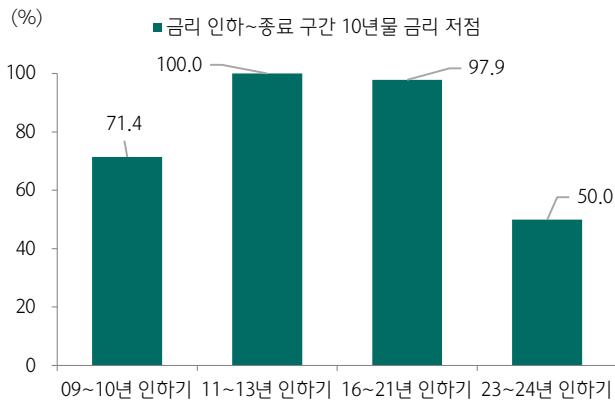
도표 93. 2024년 상반기 기대인플레이션 반등

2024년 2월부터  
기대인플레이션은 재차 반등



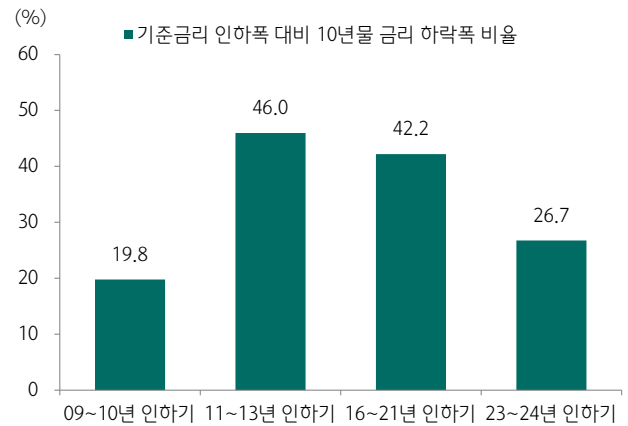
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 94. 금리 인하기 10년물 최대 낙폭은 평균 80% 지점



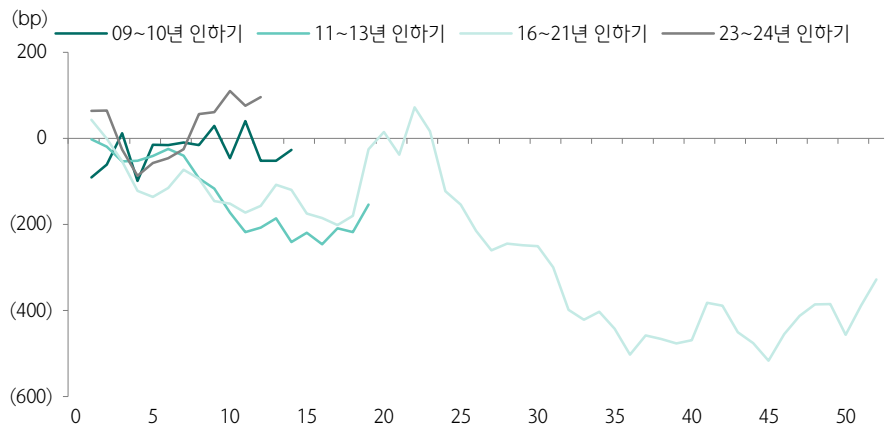
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 95. 기준금리 인하폭 대비 10년물 하락폭은 평균 34% 수준



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 96. 금리 인하기 (인하 시작~첫 인상 직전) 10년물 금리 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2)-4 브라질 인하기: 달러헤알 환율 (USDBRL)

### 금리 인하기에는 헤알화 약세 우위 전망

앞서 금리 인하기 당시 10년물 금리 패턴을 살펴보았다. 시선을 바꿔, 달러헤알 환율(USDBRL)은 금리 인하에 어떻게 반응했을까?

브라질은 전통적으로 높은 금리를 통해 글로벌 투자 자금을 유치해왔다. 그러나 금리가 낮아지면 캐리 트레이드(금리 차익을 노린 투자)의 매력이 줄어들기 마련이다. 이에 브라질의 금리 인하는 대부분 헤알화 약세로 이어지는 경향을 보였다.

#### ① 금리 인하기, 달러 대비 헤알화 약세

과거 7차례의 금리 인하기를 분석한 결과, 인하 종료까지 달러헤알 환율은 평균 16.8% 상승하며 헤알화 약세로 이어졌다.

7차례 중 5차례의 금리 인하기에서 헤알화 약세로 이어졌으며, 달러헤알 환율은 평균 31% 급등했다. 이는 브라질 경제가 외국 자본 의존도가 높고, 금리 인하로 인한 자본 유출 압력이 커졌기 때문이다

## ② 금리 동결 국면, 헤알화 강세 우위

금리 인하 사이클이 종료된 후 기준금리가 동결되는 국면은 평균 5개월 간 지속되었다. 동결 국면에서 달러헤알 환율은 평균 1.1% 상승했다. 이는 헤알화 약세를 의미한다. 하지만 동 기간 최소 4.5% 하락(헤알화 강세)에서 최대 8.1% 상승(헤알화 약세)까지 매우 높은 변동성을 보였다.

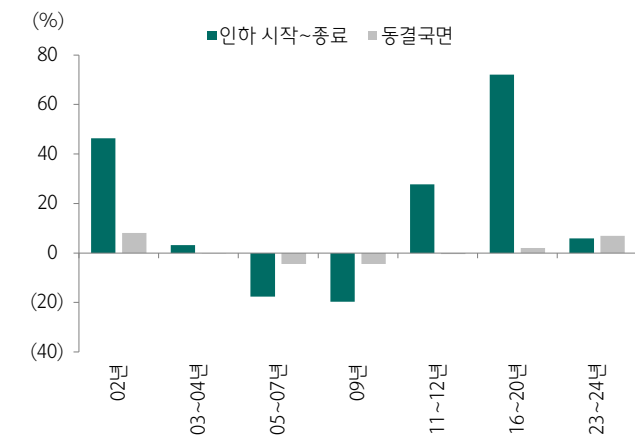
7차례 동결 국면 중 4차례에서는 달러헤알 환율이 평균 2.4% 하락하며 헤알화가 강세를 보였다. 이는 금리 인하기에 캐리 트레이드 매력도가 일시적으로 낮아지지만 최종적으로 금리 인하가 멈추고 동결되면, 이후 금리가 다시 오를 수 있다는 기대감이 반영됐기 때문이다. 이는 캐리 트레이드의 매력이 재차 높아질 수 있음을 시사한다.

### 금리 인하기 헤알화 강세 → 최종금리 동결 국면 헤알화 강세

흥미로운 점은, 금리 인하 시작부터 종료까지 헤알화가 강세를 보인 경우 최종금리 동결 국면에서도 헤알화가 항상 추가 강세를 보였다는 특징이 있다. 비록 평균 인하 기간(17개월)에 비해 동결 기간(5개월)이 짧았음을 감안하면, 추가 강세 정도는 상대적으로 낮았다. 하지만 금리 인하기에서도 헤알화 강세를 보였던 시기에는 그 추세가 동결 국면까지 이어질 가능성이 있음을 시사한다.

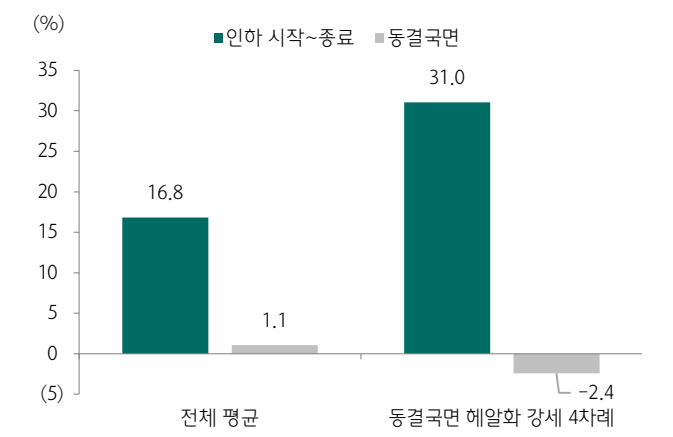
**\*\* 브라질 기준금리 인하기 당시 헤알화 강세를 보였던 2차례에 대한 자세한 내용은 자료 Appendix 참고**

도표 97. 금리 인하기: 달러 대비 헤알화 추이 (USDBRL)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 98. 인하 국면 헤알화 vs 동결 국면 헤알화



자료: Bloomberg, 하나증권

#### 4) 헤알원 환율을 결정짓는 변수들

##### (1) 기준금리와 실질금리 차

실질금리 차 확대는  
원화 대비 헤알화 강세 요인

국내 투자자 입장에서 브라질 채권을 투자할 때 환율은 매우 중요한 변수이므로, 원화와 헤알화 모두 복합적으로 고려해야 한다. 헤알원 환율(BRLKRW)은 한국과 브라질의 상대적인 통화 강세의 결과이므로, 양국의 경제 여건, 정책 기조, 그리고 글로벌 환경 모두 환율 변동 요인으로 작용한다.

트럼프 2기 행정부의 “달러 약세 + 비미국 통화 강세” 기조는 원화와 헤알화 모두에게 강세 요인으로 작용한다. 실제로 연초 이후 달러 대비 원화와 헤알화 스팟 수익률은 각각 +5.5%, +13.9%로 비미국 통화 강세장이 지속됐다. 다만, 원화와 헤알화 간 상대적 강도를 가늠하기 위해서는 양국의 금리차와 무역수지, 대선 이벤트를 고려할 필요가 있다.

2001년 이후 브라질과 한국 간 기준금리 차가 확대된 적은 총 9차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 평균 0.5% 상승했다(헤알화 강세). 특히 9차례 중 7차례에서 헤알화 강세 우위를 보였는데, 헤알원 환율은 평균 8.5% 상승했다.

반대로 기준금리 차가 축소된 경우는 총 7차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 평균 9.3% 하락했다(원화 강세). 7차례 중 5차례에서 원화 강세 우위를 보였는데, 헤알원 환율은 평균 18.9% 하락했다(원화 강세).

결국 기준금리 차가 확대될 때 헤알화 강세 움직임은 미미했지만(헤알원 환율 0.5% 상승), 기준금리 차가 축소될 때 원화 강세 우위를 보였다(헤알원 환율 9.3% 하락).

동일한 방식으로 실질금리 차에 따른 헤알원 환율 방향성을 분석했다. 실질금리 차는 6개월 이동평균을 기준으로 삼았으며, 6개월 이상 전월 대비 상승/하락한 경우를 분석했다.

2001년 이후 브라질과 한국 간 실질금리 차가 확대된 적은 총 9차례 존재했다. 실질금리 차 확대 직전부터 마지막 확대 시점까지 헤알원 환율은 평균 10.6% 상승했다(헤알화 강세). 9차례 중 8차례에서 헤알화 강세를 보였으며, 평균 13.4% 상승했다.

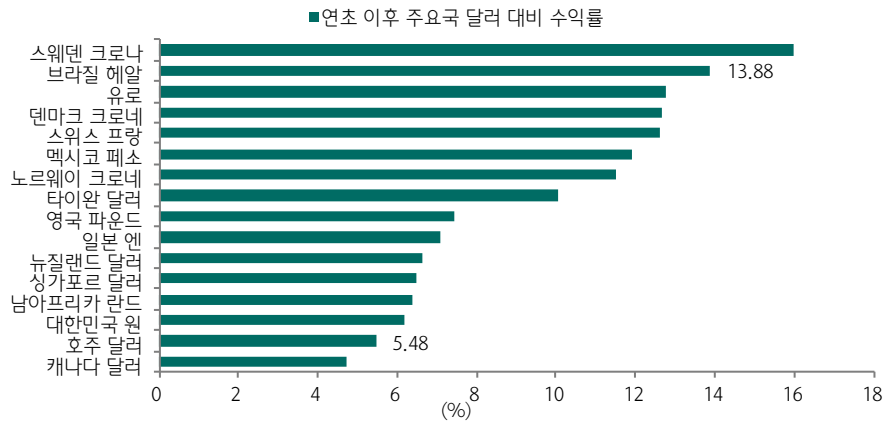
마찬가지로 실질금리 차가 축소된 적도 총 9차례 존재했다. 실질금리 차 축소 직전부터 마지막 축소 시점까지 헤알원 환율은 평균 9.8% 하락했다(원화 강세). 9차례 중 6차례에서 원화 강세를 보였으며, 평균 20% 하락했다.

종합해보면, 기준금리 차보다는 실질금리 차가 확대될 때 헤알화가 원화 대비 크게 강세를 보였다. 브라질과 한국 간 실질금리 차 확대 국면에서 헤알화 강세가 뚜렷했으며, 반대로 축소되는 국면에서는 헤알화 약세가 뚜렷했다. 따라서 향후 브라질 채권 투자 시에는 브라질과 한국 간의 실질금리 차 방향성을 주시할 필요가 있겠다.

2025년 1월 트럼프 취임 후  
달러 약세 지속

원화와 헤알화는 각각  
+5.5%/+13.9% 상승

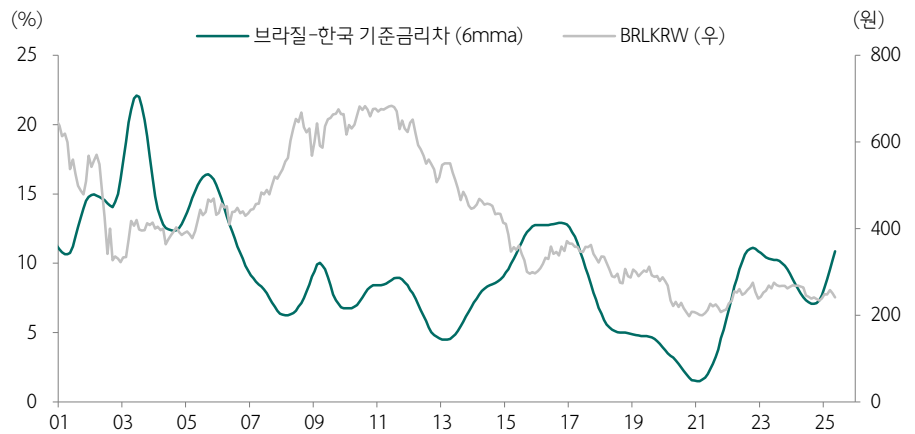
도표 99. 연초 이후 주요국 달러 대비 스팟 수익률



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 스팟 수익률은 8/8 기준

기준금리 차 확대가 헤알화  
강세에 미치는 영향은 제한적

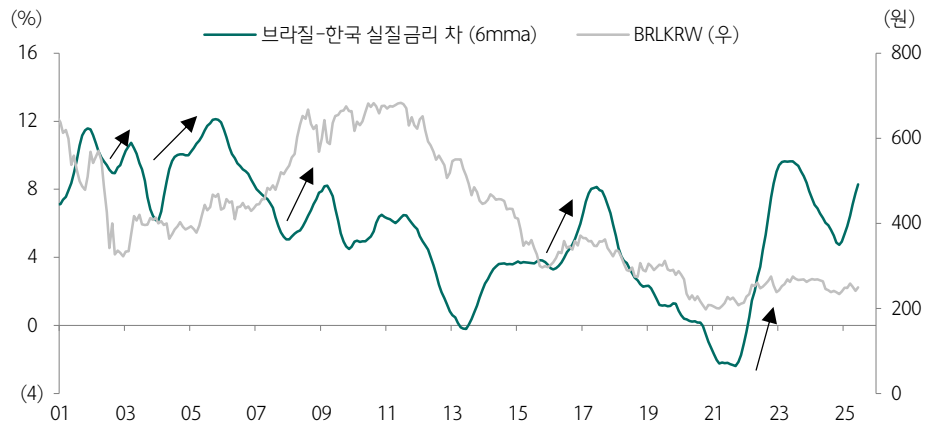
도표 100. 기준금리 차 확대는 헤알화 강세 요인. 단, 평균 강세 폭은 미미함



자료: Bloomberg, 하나증권

실질금리 차 확대는  
원화 대비 헤알화 강세 요인

도표 101. 실질금리 차 확대는 헤알화 강세 요인



자료: Bloomberg, 하나증권

## (2) 무역수지

미국의 50% 관세는  
무역 불균형 해소가 아닌  
정치적 목적

브라질 무역 통계 시스템(Comex Stat)에 따르면, 브라질은 대미 무역 적자국으로 분류된다. 그럼에도 불구하고, 트럼프는 브라질에게 고율 관세를 통보했다. ‘관세 폭탄’을 부과한 결정적인 이유는 무역 불균형 해소와 같은 경제적 목적보다는 정치적 목적의 성격이 강하다.

‘브라질의 트럼프’라 불리는 보우소나루 전 대통령에 대한 재판 중단을 요구하고 있으며, 브라질의 ‘불공정 무역 관행’ 및 ‘디지털 무역 공격’을 주장하고 있다. 여기에 BRICS 국가들이 달러 의존도를 줄이고 자국 통화 결제를 확대하려는 움직임을 경계하며 BRICS 연합에 대한 경고성 메시지를 고율 관세 부과로 나타낸 것이라고 판단한다.

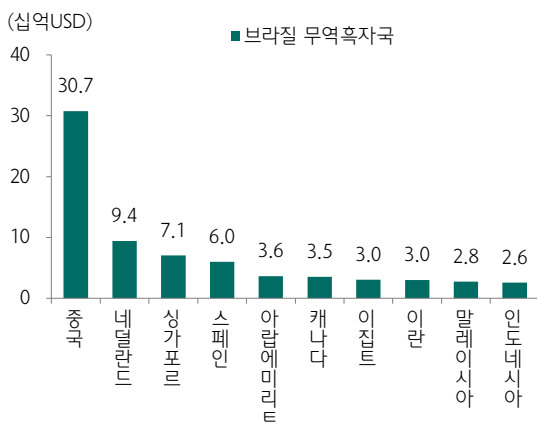
브라질과 미국 간 연간 무역수지를 살펴보면, 브라질은 2000년부터 2008년까지 대미 무역 흑자국이었지만, 2009년부터 2024년까지 16년 연속 대미 무역 적자국으로 전환됐다.

2024년 연간 기준 브라질의 무역 흑자국은 중국 → 네덜란드 → 싱가포르 순이며, 무역 적자국은 러시아 → 독일 → 프랑스 순이다. 브라질의 무역 적자국 중 미국은 22위에 위치하며, 적자 규모는 \$3억으로 다른 국가들에 비해 크지 않다.

브라질 전체 수출입 품목을 살펴보면, 가장 많이 수출한 품목은 원유 → 대두 → 철광석 → 사탕수수 순이며, 가장 많이 수입한 항목은 석유/광물유 → 원유 → 승용차 → 백신이다. 결국 브라질 수출의 중심은 여전히 원자재와 농업 품목들이다.

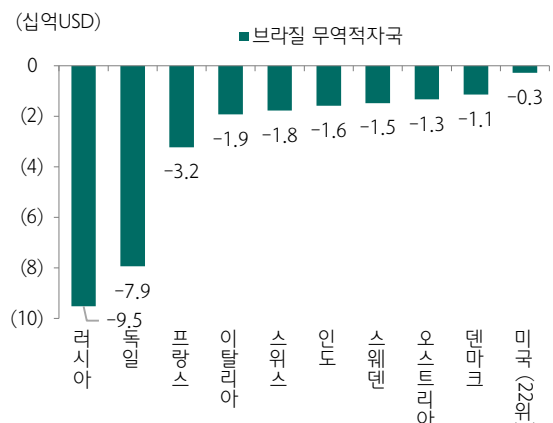
대미 수출입 품목으로 좁혀보면 수출 품목은 석유/원유 → 철강 → 커피 순이며, 수입 품목은 석유 제품 → 엔진용 부품 → 터보제트 엔진 순이다.

도표 102. 브라질 국가별 무역 흑자국



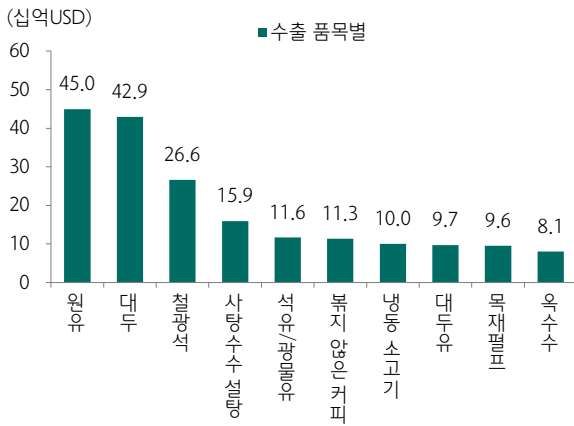
자료: Comex Stat, 하나증권

도표 103. 브라질 국가별 무역 적자국



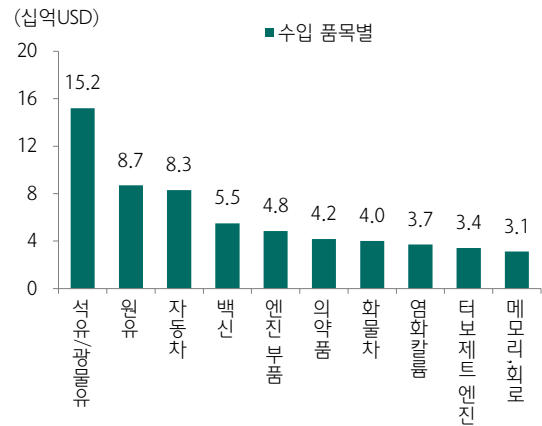
자료: Comex Stat, 하나증권

도표 104. 브라질 전체 수출 항목별 (TOP 10)



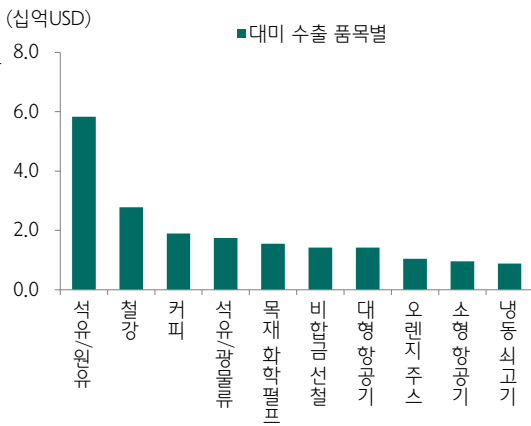
자료: Comex Stat, 하나증권

도표 105. 브라질 전체 수입 항목별 (TOP 10)



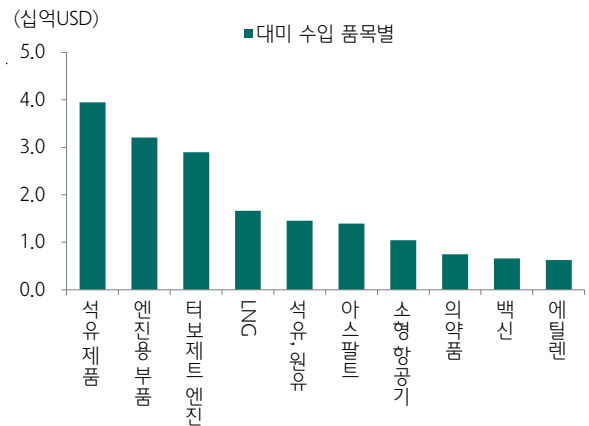
자료: Comex Stat, 하나증권

도표 106. 브라질 대미 수출 항목별 (TOP 10)



자료: Comex Stat, 하나증권

도표 107. 브라질 대미 수입 항목별 (TOP 10)



자료: Comex Stat, 하나증권

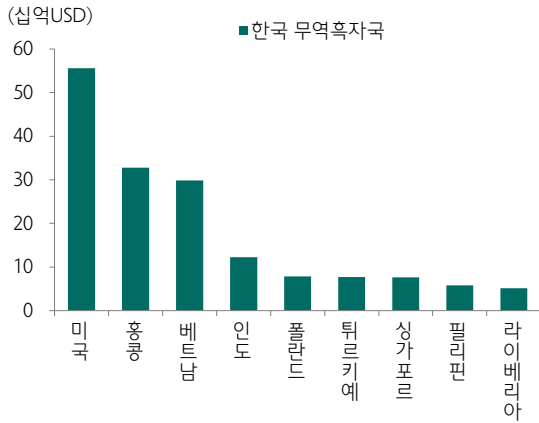
한국의 경우 2000년 이후 꾸준히 대미 무역 흑자를 유지해왔다. 특히 2024년에는 대미 무역 흑자 규모가 사상 최대치인 \$556억을 기록했다. 주로 자동차(대미 수출의 27%)와 반도체 및 컴퓨터 부품(대미 수출의 7.1%) 수출 호조에 기인했다.

2024년 연간 기준 한국의 무역 흑자국은 미국 → 베트남 → 홍콩 순이며, 무역 적자국은 사우디아라비아 → 일본 → 호주 순이다. 한국의 최대 무역 흑자국이 미국인 반면, 한국은 미국의 8번째 무역 적자국이다. 이러한 무역 불균형이 미국이 추가 관세 부과를 통해 무역적자를 개선하려고 하는 이유이다.

한국 전체 수출입 품목을 살펴보면 가장 많이 수출한 품목은 반도체 칩 → 자동차 → 석유 제품 순이며, 가장 많이 수입한 항목은 원유 → 반도체 칩 → 가스 순이다. 이 중 대미 무역으로 좁혀보면 수출 품목은 자동차 → 반도체 칩 → 차량 부품 순이며, 수입 품목은 원유 → 석유가스 → 반도체 장비 순이다.

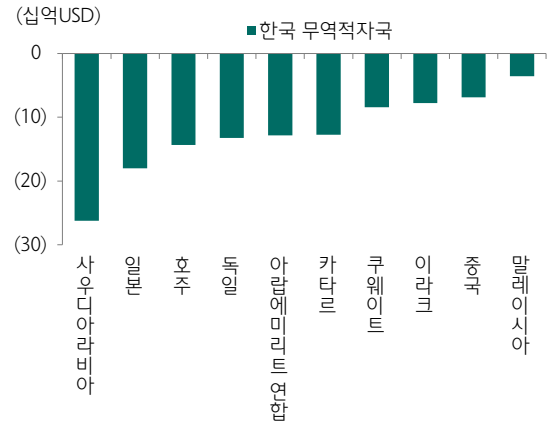


도표 108. 한국의 국가별 무역 흑자국



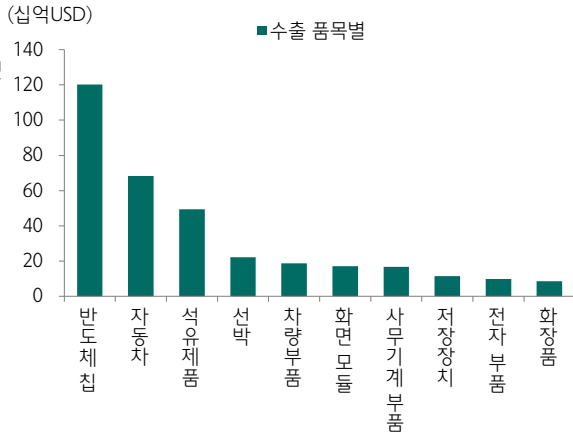
자료: KITA, 하나증권

도표 109. 한국의 국가별 무역 적자국



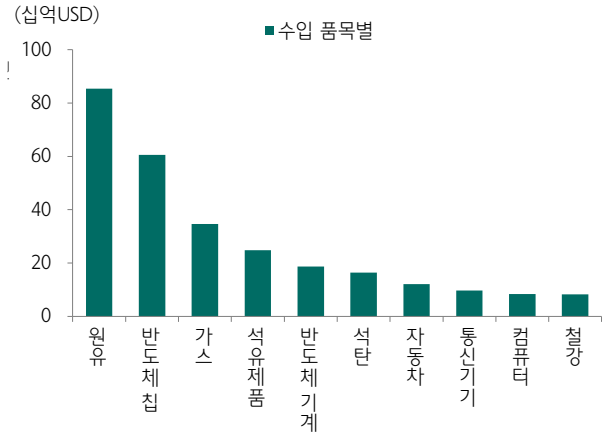
자료: KITA, 하나증권

도표 110. 한국 전체 수출 항목별 (TOP 10)



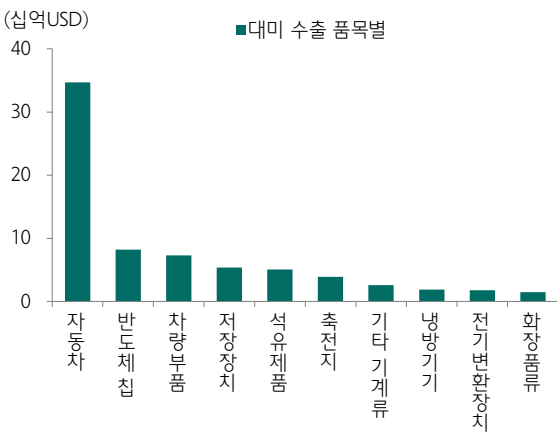
자료: KITA, 하나증권

도표 111. 한국 전체 수입 항목별 (TOP 10)



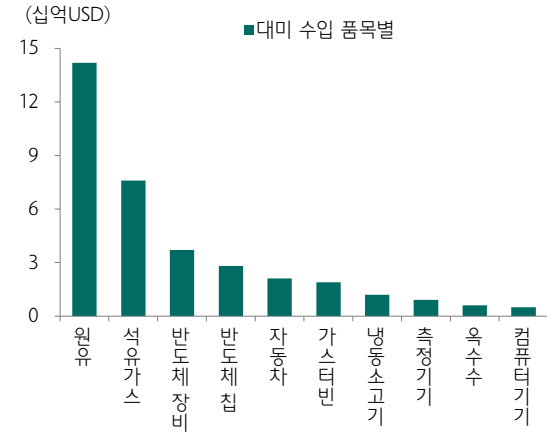
자료: KITA, 하나증권

도표 112. 한국 대미 수출 항목별 (TOP 10)



자료: KITA, 하나증권

도표 113. 한국 대미 수입 항목별 (TOP 10)



자료: KITA, 하나증권

### (3) 무역수지와 헤알원 환율 (BRLKRW)

하반기 무역수지 악화 가능성  
양국 모두 무역수지가 악화될  
경우 헤알화 강세에 무게

브라질과 한국의 무역수지 개선 정도는 헤알화와 원화 간의 상대적 강도에 상반된 영향을 미쳤다. 2000년 이후 양국의 무역수지 흐름과 규모를 살펴보면, 2020년 이후 브라질의 연간 무역흑자 규모는 한국보다 높았다. 2024년 기준 브라질은 \$740억 규모의 무역흑자를 기록했고, 한국은 \$518억을 기록했다. 특히 한국은 2022년과 2023년 2년 연속 무역적자를 기록한 후 2024년 흑자로 전환되며 무역수지가 큰 폭으로 개선됐다.

양국의 무역수지 개선 정도가 헤알원 환율(BRLKRW)에 미친 영향을 4가지 케이스로 나누어 분석했다.

#### 1) 브라질 무역수지 증가+한국 무역수지 증가 (원화 강세 우위)

2000년 이후 브라질과 한국의 연간 무역수지가 모두 전년 대비 개선된 사례는 총 8차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 전년 대비 평균 7.7% 하락했다(원화 강세). 8차례 중 5차례에서 원화 강세 우위를 보였다.

#### 2) 브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 감소 (헤알화 강세 우위)

브라질과 한국의 무역수지가 모두 전년 대비 하락한 사례는 총 5차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 평균 0.3% 상승했다(헤알화 소폭 강세). 5차례 중 3차례에서 헤알화 강세 우위를 보였지만, 강도는 미미한 수준이었다.

#### 3) 브라질 무역수지 증가+한국 무역수지 감소 (헤알화 강세 우위)

브라질의 무역수지는 개선된 반면 한국은 하락한 사례는 총 8차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 평균 4.1% 상승했다(헤알화 강세). 8차례 중 6차례에서 헤알화 강세 우위를 보였다.

#### 4) 브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 증가 (원화 강세 우위)

브라질의 무역수지는 하락한 반면 한국의 무역수지가 개선된 사례는 총 4차례 존재했다. 당시 헤알원 환율은 평균 7.3% 하락했다(원화 강세). 4차례 중 3차례에서 원화 강세 우위를 보였다.

종합해보면, 브라질과 한국의 전년 대비 무역수지 개선 여부에 따라 양국 통화의 상대적 강도가 상반된 흐름을 보였다. 양국 모두 무역수지가 개선되거나 한국만 무역수지가 개선된 경우 원화가 상대적으로 강세를 보였다. 반면, 양국 모두 무역수지가 악화되거나 브라질만 무역수지가 개선된 경우 헤알화가 상대적으로 강세를 보였다.

결론적으로 향후 양국의 무역수지 개선 여부가 헤알화와 원화의 상대적 강도를 가늠할 수 있는 중요한 척도이다.

도표 114. 브라질과 한국 연간 무역수지 흐름

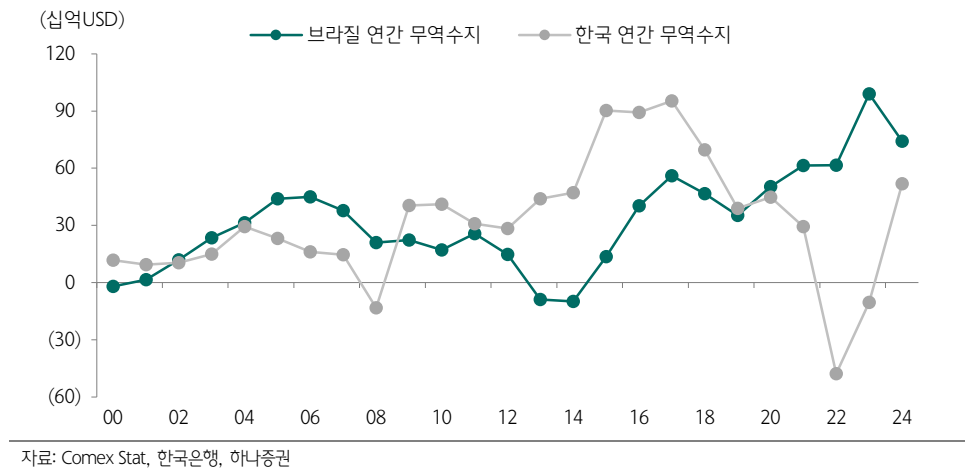


도표 115. 브라질과 미국 무역수지 모두 개선 시 원화 강세

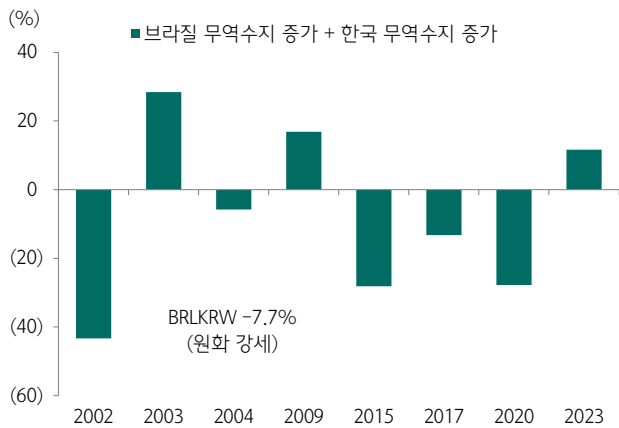


도표 116. 브라질과 미국 무역수지 모두 악화 시 헤알화 강세

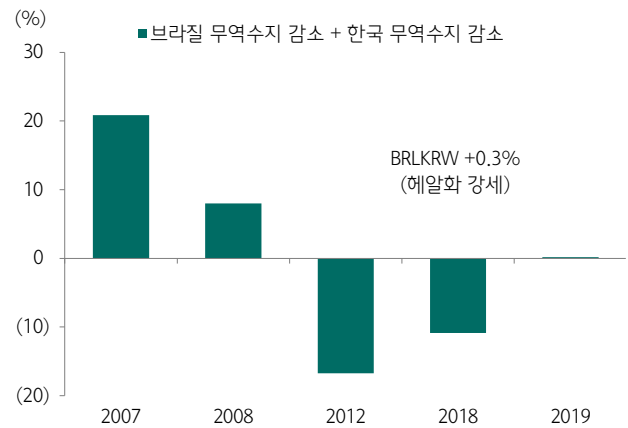


도표 117. 브라질 개선 + 한국 악화 시 헤알화 강세

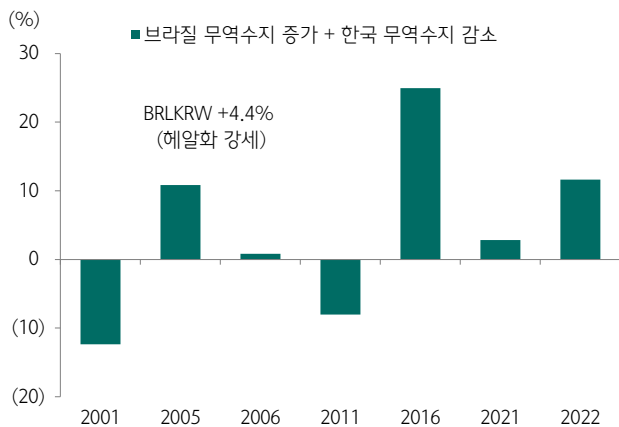
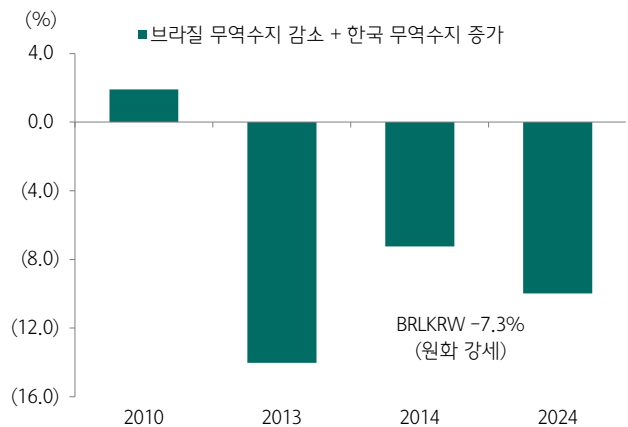


도표 118. 브라질 악화 + 한국 개선 시 원화 강세



#### (4) 브라질 대선 D-1년: 과거 데이터로 보는 헤알원 환율

대선 직전 1년 간  
원화 강세 우위

단, 대선 직전 1년~6개월은  
헤알화 강세 우위

약 1년 앞으로 다가온 브라질 대선, 룰라 대통령의 재선 성공 여부는 불확실하다. 역대 브라질의 주요 정치적 이벤트는 환율 변동성을 확대시키는 요인으로 작용해왔다.

2000년 이후 브라질에서는 총 6차례의 정기 대선이 있었다. 4년마다 10월 첫째 일요일에 1차 투표를 실시하며, 과거 득표자가 없을 경우 3주 뒤 결선 투표를 진행한다. 과거 6차례의 대선 모두 결선 투표까지 진행되었다. 특정 정당의 소속과 관계없이, 대선 1년 전 시점 (6차례 모두 10월 초로 유사)부터 1차 투표가 진행되는 시점까지의 환율 추이를 살펴봤다.

4가지 시계열 구간으로 나누어 점검했다. 1) 대선 1년 전~연말 / 2) 연말~대선 6개월 전 / 3) 대선 6개월 전~3개월 전 / 4) 대선 3개월 전~1차 투표 당일

##### ① 헤알화 대비 원화 (BRLKRW)

대선 1년 전부터 1차 투표 당일까지 BRLKRW 환율은 평균 7.3% 하락하며 원화 강세. 시계열을 나눠보면 1) 원화 강세 → 2) 헤알화 강세 → 3) 원화 강세 → 4) 원화 강세

##### ② 달러 대비 원화 (USDKRW)

대선 1년 전부터 1차 투표 당일까지 USDKRW 환율은 평균 0.01% 하락하며 변동 없음. 시계열을 나눠보면 1) 원화 강세 → 2) 원화 추가 강세 → 3) 달러 강세 → 4) 달러 추가 강세

##### ③ 달러 대비 헤알화 (USDBRL)

대선 1년 전부터 1차 투표 당일까지 USDBRL 환율은 평균 9.3% 상승하며 헤알화 약세. 시계열을 나눠보면 1) 달러 강세 → 2) 헤알화 강세 → 3) 달러 강세 → 4) 달러 추가 강세

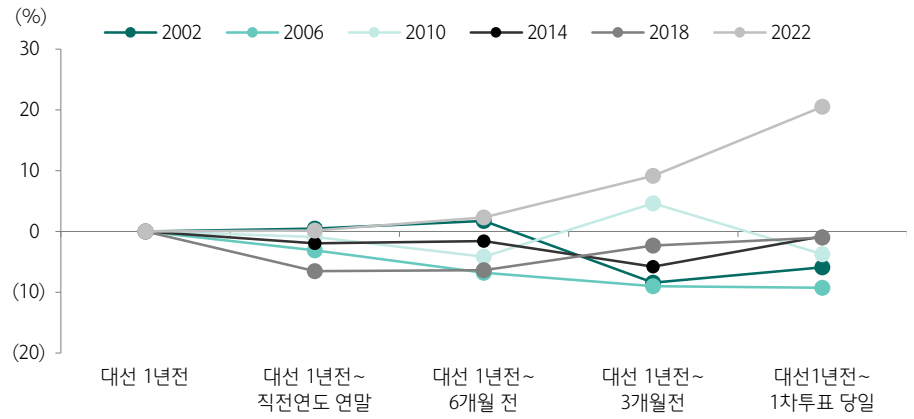
시계열별 원화와 헤알화 간 상대적 강도를 종합해보면 다음과 같다.

- 1) 대선 1년 전~연말: 원화가 소폭 강세 흐름을 보였다. 이는 달러 대비 원화가 강세를 보이고 달러 대비 헤알화가 약세를 보인 데 기인한다.
- 2) 연말~대선 6개월 전: 헤알화가 강세 흐름을 보였다. 원화와 헤알화 모두 달러 대비 강세를 보였으나, 헤알화의 강세 폭이 상대적으로 컸기 때문이다.
- 3) 대선 6개월 전~3개월 전: 원화가 강세 흐름을 보였다. 원화와 헤알화 모두 달러 대비 약세를 보였으나, 헤알화의 약세 폭이 상대적으로 컸기 때문이다.
- 4) 대선 3개월 전~1차 투표 당일: 원화가 추가 강세 흐름을 보였다. 원화와 헤알화 모두 달러 대비 약세를 보였으나 헤알화의 약세 폭이 상대적으로 컸기 때문이다.

종합하면, 브라질 대선 직전 1년 동안 원화 대비 브라질 헤알화는 약세 흐름을 보이는 경향이 뚜렷했다. 달러원 환율(USDKRW)은 큰 변동이 없었던 반면, 달러헤알 환율(USDBRL)이 전반적으로 상승했기 때문이다. 단, 대선 직전 1년부터 6개월 전까지는 헤알화 강세 우위를 보였다. 헤알화가 약세로 전환되는 시점인 내년 상반기 이후 룰라 정부가 대선을 앞두고 재정 건전성과 관련된 정책을 펼친다면 헤알화 약세를 제한하는 요인으로 작용할 수 있겠다.

역대 브라질 대선 직전 1년 간  
달러 대비 원화 강세

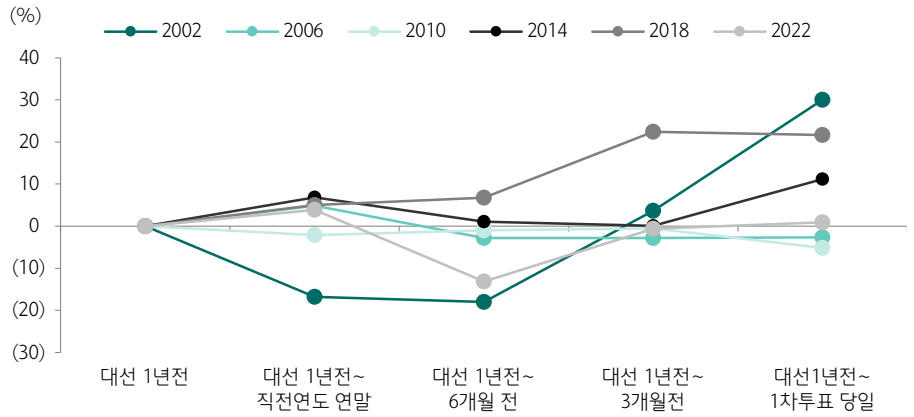
도표 119. 브라질 대선 직전 1년 달러원 환율 (USDKRW) 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

역대 브라질 대선 직전 1년 간  
달러 대비 헤알화 약세

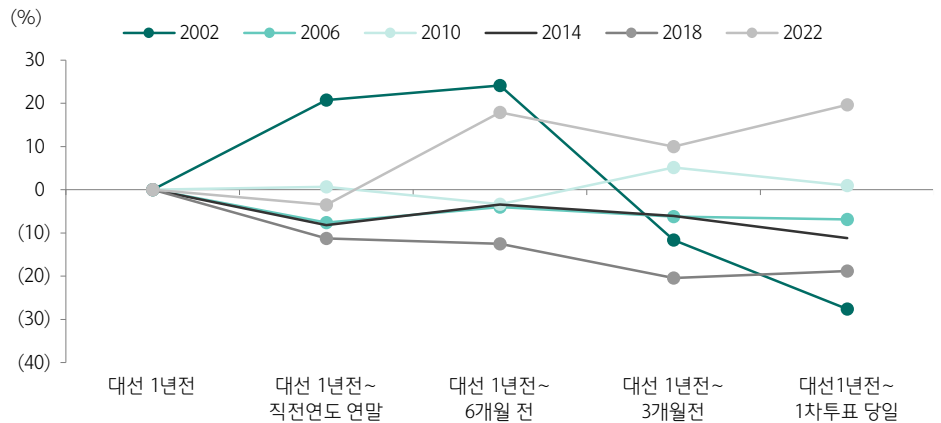
도표 120. 브라질 대선 직전 1년 달러헤알 환율 (USDBRL) 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

달러 대비 원화 강세 +  
달러 대비 헤알화 약세  
= 헤알화 대비 원화 강세

도표 121. 브라질 대선 직전 1년 헤알원 환율 (BRLKRW) 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

## 5. 브라질 채권시장 전망

### 1) 인하 사이클 진입은 확실. 단, 올해는 동결 국면 지속될 듯

주요 경제지표는 부진한 상황  
하반기 금리 동결 전망

브라질 중앙은행(BCB)이 발표한 2025년 2분기 통화정책 보고서는 경제 불확실성이 지속되는 가운데, 미국의 무역 및 재정정책 변화와 그 파급효과를 핵심 변수로 지목했다.

1분기 브라질 경제는 경기 민감도가 낮은 농업 부문의 호조와 실업을 하락, 경제활동참가율 증가에 힘입어 견조한 성장세를 보였다. 다만, 중앙은행(BCB)은 연중 후반에 성장 둔화 가능성을 제기하며 신중한 입장이다.

주요 경제지표도 점진적 경기 둔화를 가리킨다. 먼저 브라질의 소비 둔화이다. 5월 실질 소매판매는 2개월 연속 전월비 역성장을 기록했다. 확장 소매판매(자동차, 건축자재 포함)는 4월에 큰 폭 하락 후 반등했지만, 폭은 미미한 수준이다.

브라질 제조업과 서비스업 PMI 또한 2025년 6월 기준 기준선 50을 모두 하회했다. 2개월 연속 제조업과 서비스업 PMI가 50을 하회해 위축 국면에 있는데, 이는 2023년 9월 이후 처음이다. 특히 제조업의 경우 2월을 고점으로 4개월 연속 하락 추세가 심화되고 있으며, 제조업 설비 가동률도 부진하다. 2025년 6월 기준 설비 가동률은 78.5% 수준으로 2003년 이후 평균치(80%)에 미치지 못하고, 2023년 9월 이후 가장 낮은 수준을 기록 중이다.

제조업에서 큰 비중을 차지하는 자동차 생산 지표도 부진한 흐름을 보이고 있다. 2025년 6월 기준 자동차 생산량은 200k로 2000년 이후 평균치(219k)를 하회하고 있으며, 전년 동월 대비 증가율도 -5%를 기록했다.

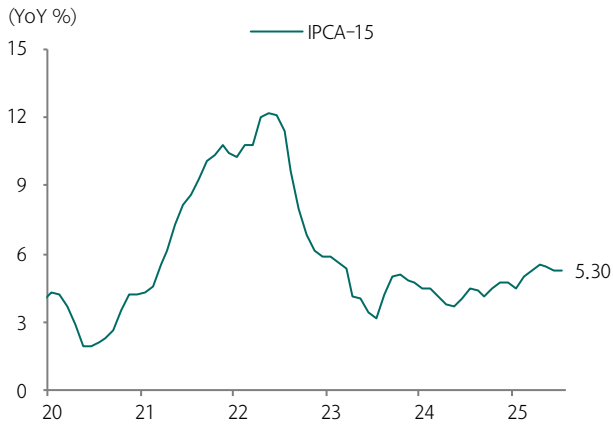
소비자심리지수도 부진한 모습이다. 2025년 6월 기준 82.9p를 기록하며 올해 2월 이후 처음으로 전월비 하락했다. 현재 경기 및 향후 경기 전망치도 올해 1월 이후 처음으로 전월비 모두 하락했다.

2분기 통화정책 보고서(MPR)에서 발표한 중앙은행(BCB)의 공식 인플레이션 전망치는 시장 컨센서스보다 낮은 수준으로 발표됐다. 2025년 말 4.9%, 2026년 말 3.6%를 전망하는 반면, Focus Survey 내 시장 참여자들은 각각 5.1%, 4.4%를 전망 중이다. 중앙은행의 공식 전망치는 안정적인 헤알화 환율과 정책금리가 시장 예상 경로(2026년 말 12.5%)를 따라가는 것을 전제로 한다.

지난 3월 통화정책 보고서(MPR) 당시 전망치와 비교하면 2026년 2분기와 2027년 1분기를 제외한 모든 분기에서 인플레이션 전망치를 하향 조정하며 그간 4분기 연속 이어졌던 상향 조정 흐름에 제동을 걸었다(2025년 말: 3월 5.1%→6월 4.9%, 2026년 말 3월 3.7%→6월 3.6%, 2027년 말 6월 3.2%).

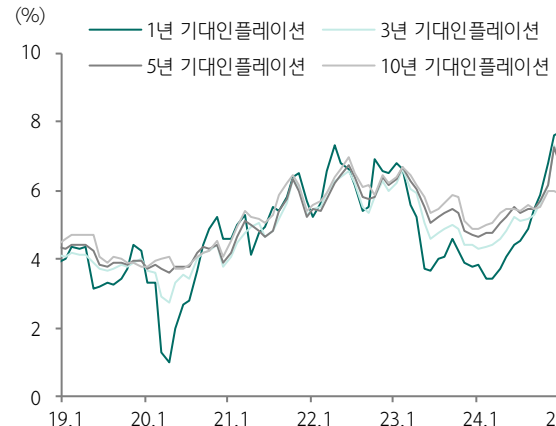
하지만 2027년 말 인플레이션 전망치(3.2%)가 목표치 중간값(3.00%)에 도달하지 못할 것으로 예상되기에, 중앙은행(BCB)의 신중한 금리 인하 스탠스는 유지될 가능성이 높다.

도표 122. IPCA-15는 2개월 연속 둔화 후 소폭 반등



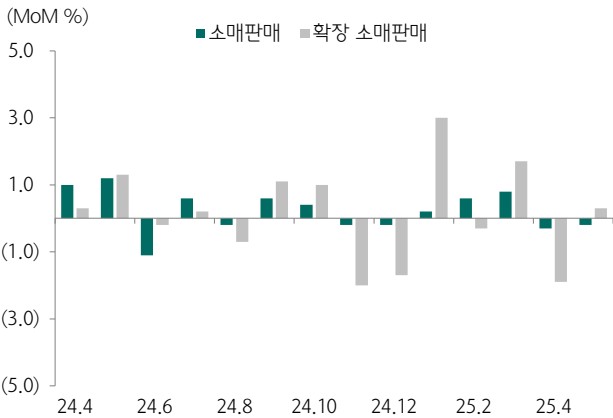
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 123. 중장기 기대 인플레이션도 여전히 높은 수준 유지 중



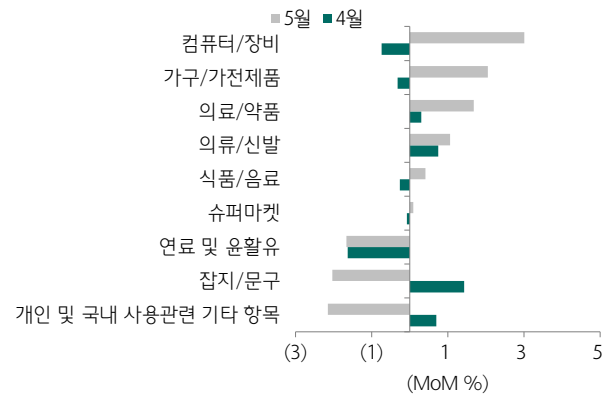
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 124. 소매판매 2개월 연속 전월비 역성장



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 125. 역성장 기록 항목 수는 3개로 전월 대비 소폭 회복하는 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 126. 제조업 설비 가동률은 2023년 9월 이후 가장 낮은 수준

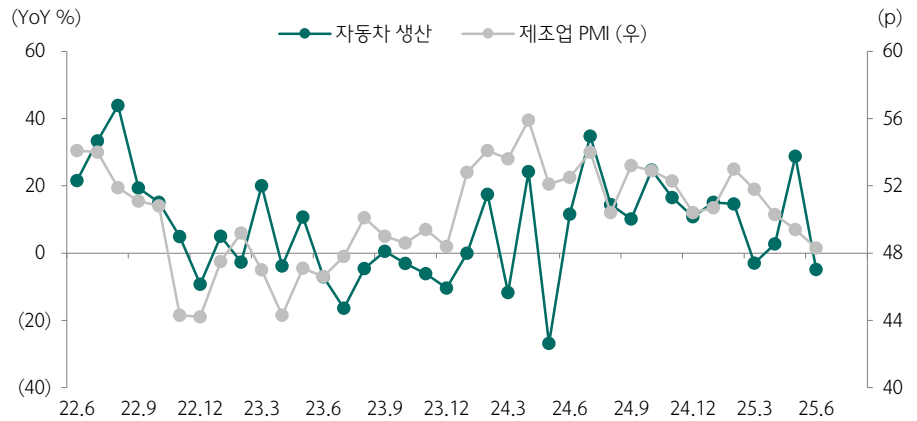
제조업 설비 가동률은  
2003년 이후 평균치를 하회 중



자료: Bloomberg, 하나증권

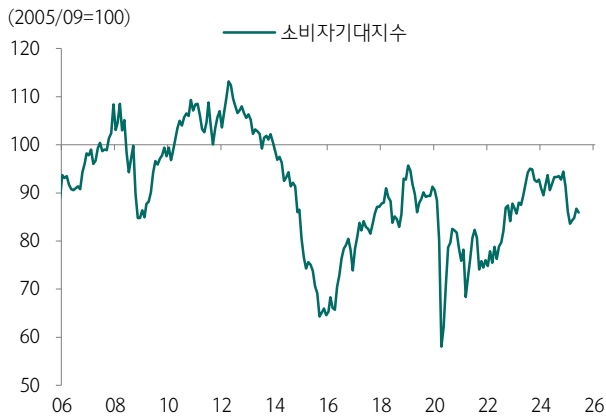
도표 127. 브라질 자동차 생산은 제조업 핵심

제조업 PMI 반등을 위해서는  
자동차 생산이 반등할 필요



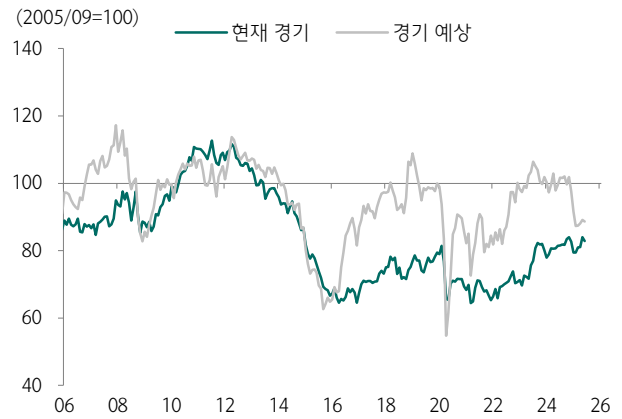
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 128. 소비자심리지수는 부진한 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 129. 경기 전망치도 여전히 부진



자료: Bloomberg, 하나증권

금리 인하를 제약하거나 지지하는 요인은 다음과 같다.

금리 인하 제약 요인은 1) 기대 인플레이션의 탈동조화 2) 실제 물가 전망치가 여전히 목표치를 상회 중인 점 3) 경기와 고용이 예상보다 견고한 흐름을 보이고 있다는 점이며

금리 인하 지지 요인으로서는 1) 중장기 기대 인플레이션이 안정 및 하락하는 경우 2) 헤알화 가치 상승이 수입 물가 안정에 기여하는 경우 3) 정부의 재정 지출 자제 기조가 유지되어 재정 건전성 우려가 줄어드는 경우가 있다.

여기에 미국 고용시장 둔화로 정책금리 인하 기대감이 확산됨에 따라 달러의 추가 약세로 이어질 가능성이 높다. 달러 약세는 비미국 국가로 하여금 기준금리 인하 운신의 폭을 넓혀줄 수 있다.

7월 미국 고용지표는 관세 부과에도 노동시장은 여전히 탄탄하다고 주장했던 트럼프의 발언과 대치되는 양상이다. 물론 트럼프는 고용 수치가 정치적 목적으로 조작됐다는 이유를 들며 BLS 국장을 해임했다. 그럼에도 금리 인하를 여전히 압박 중이다.



미국 선물시장은 연내 2차례 이상 인하를 반영 중이다. 6월에는 고용시장 퀄리티 감소에 대한 우려가 있었는데, 이번 7월 수치는 퀄리티 감소뿐 아니라 둔화 시그널이 명백하게 확인됐기 때문이다.

파월이 주목했던 실업률은 소수 셋째자리까지 보면 4.248%를 기록하며 2021년 10월 이후 가장 높은 수준을 기록했지만, 추세는 작년 하반기 이후의 좁은 변동 범위 안에 있다. 일할 능력이 있는 사람(노동가능인구)은 20k 증가했음에도 불구하고 정작 구직 활동을 하는 사람(경제활동인구)은 3.8k 감소했고, 비경제활동인구(24k)는 큰 폭으로 증가했다. 즉, 일할 의사가 있었던 사람들이 구직 활동을 포기했다는 의미이다.

결국 노동력 공급이 감소한다면 실업자 수(분자)와 경제활동인구(분모)가 모두 감소해 실업률이 하락하고 임금 상승 압력이 커질 수 있다. 실제로 시간당 평균 임금과 주간 평균 근로시간 모두 상승해 주당 총 임금소득 증가율은 전월비 0.67%로 큰 폭 상승했다. 미국 소비 모멘텀은 역설적으로 강해진 것이다.

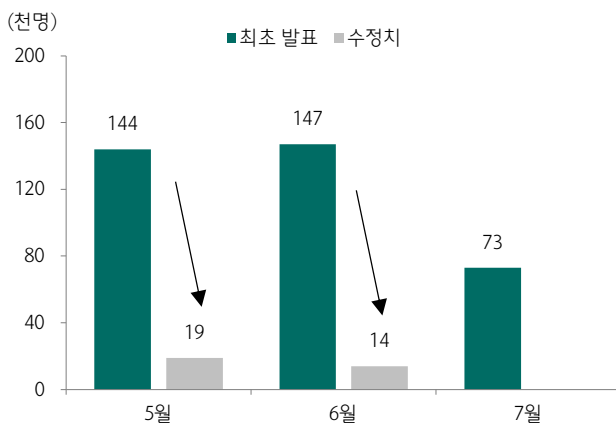
#### 미국 고용시장 둔화 본격화 달러 추가 약세 가능성

그럼에도 고용시장 둔화는 명백한 사실이다. 7월 헤드라인 고용 수치가 예상치를 하회했을 뿐만 아니라 직전 5~6월 수치가 대폭 하향조정됐다. 여기에 정부와 교육/헬스케어를 제외한 경기 민감 업종에서의 신규 고용 창출은 사실상 멈췄다. 신규로 노동시장에 진입한 인력들은 구직난을 겪고 있으며, 27주 이상 실업이 지속된 사람들은 2021년 12월 이후 가장 많은 수준을 기록했다.

#### 하반기 금리 동결 전망 내년 상반기 인하 사이클 돌입

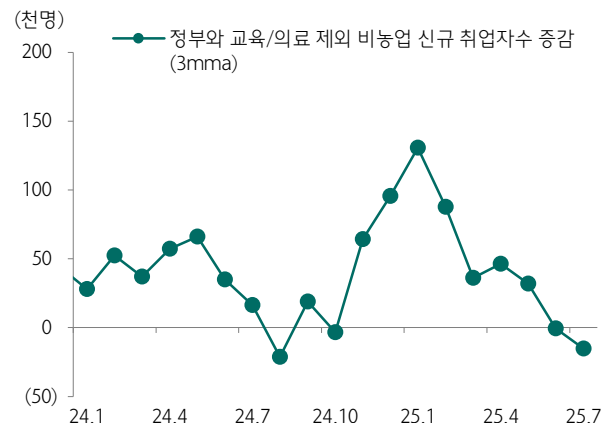
결국 미국의 추가 정책금리 인하로 인한 달러 약세 기초를 감안할 때 하나증권은 브라질 중앙은행(BCB)이 올해 연말까지 금리를 동결한 뒤, 2026년 상반기부터 점진적인 인하 사이클에 돌입할 것으로 예상한다(2026년 말 13.00%). 과거 금리 동결 국면이 평균 6개월간 지속되었다는 점을 고려할 때, 기준금리 동결 국면은 올해 말까지 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

도표 130. 미국 고용시장 둔화는 본격화되는 모습



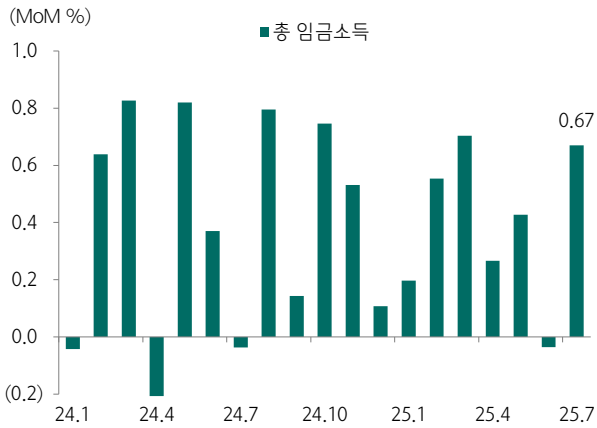
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 131. 경기 민감 업종에서의 신규 고용은 멈춘 상황



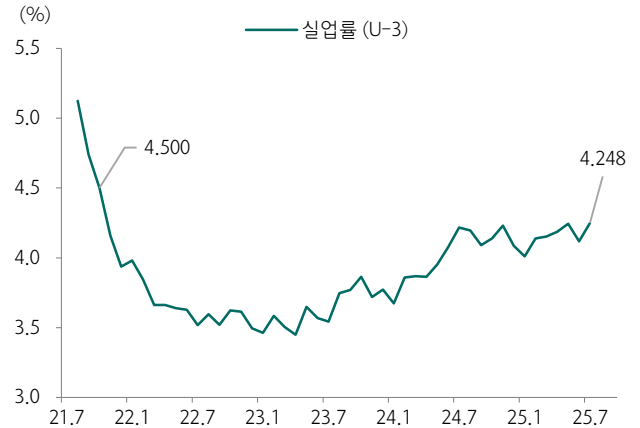
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 132. 임금과 근로시간 모두 상승해 임금소득은 큰 폭으로 증가



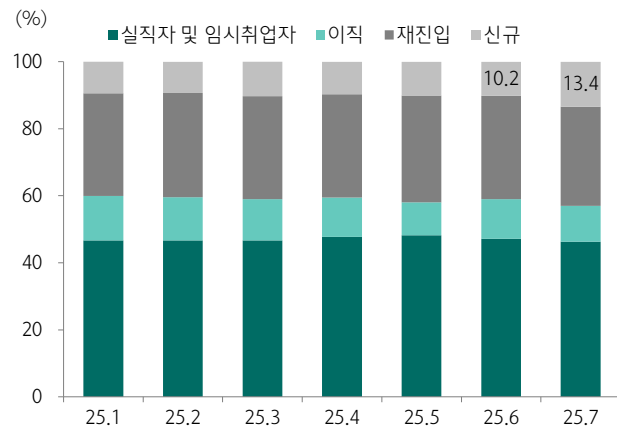
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 133. 실업률은 2021년 10월 이후 최고치



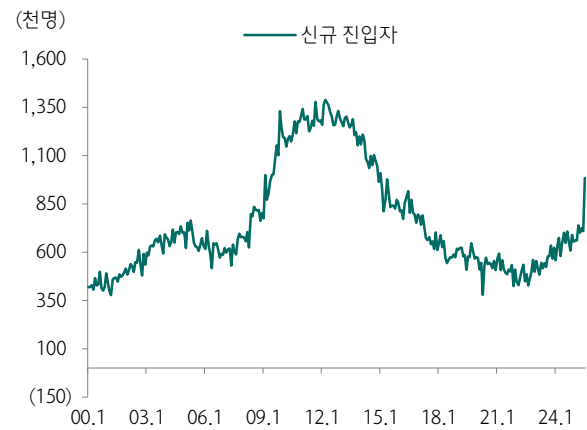
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 134. 연초 이후 실업 사유별 비중



자료: Bloomberg, 하나증권

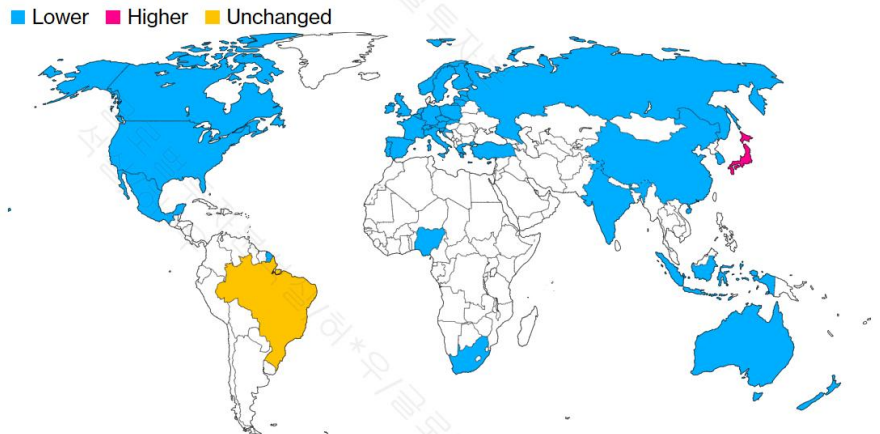
도표 135. 신규 진입자는 구직난을 겪고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 136. 올해 말까지 금리 동결이 예상되는 국가는 브라질 뿐

Bloomberg Economics에서도  
올해 말까지 브라질 기준금리  
동결 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

## 2) 10년물 12%대까지 하락. 달러 대비 헤알화 강세 전망

연말 브라질 10년물 금리  
12% 초반까지 하락 가능성

과거 브라질 중앙은행이 최종적으로 금리를 인상한 후 동결했던 시기(2011년 제외한 3차례)에 10년물 국채 금리는 평균 150bp 하락했다. 월평균으로는 약 23bp 하락했다. 과거 평균 동결 기간 6개월을 적용하면 전체 금리 동결 국면에서의 금리 낙폭은 총 133bp로 산출된다. 올해 6월이 마지막 금리 인상이라고 가정한다면, 올해 연말까지 10년물 금리는 12.2%까지 하락 례이 있다고 추정된다(6월 말 10년물 국채 금리 13.59% 적용).

환율은 채권 투자 수익률에 매우 중요한 변수이다. 통화정책과 미국의 양적 긴축(QT) 종료 가능성을 고려할 때, 연말까지 달러 대비 헤알화 강세 가능성이 높다고 판단한다.

과거 마지막 금리 인상 후 동결 국면(2011년 제외 6차례)에서 달러헤알 환율은 평균 2.2% 하락하며 헤알화 강세를 기록했다. 특히 2008년 금융위기 이후의 예외적인 시기를 제외하면, 5차례 모두 헤알화가 달러 대비 강세를 기록했다.

QT 종료는 달러 약세 요인

가능성은 낮지만 미국 연준이 하반기에 양적 긴축(QT)을 종료한다면, 시장에 달러 유동성이 상대적으로 늘어나면서 달러 약세 요인으로 작용할 가능성이 높다. 즉, 양적 긴축(QT) 종료로 연준이 달러를 더 이상 흡수하지 않게 되면, 경제 및 무역 활동을 통해 시중에 달러가 계속 유입되거나 순환하면서 상대적으로 달러 유동성이 증가하는 효과가 나타난다.

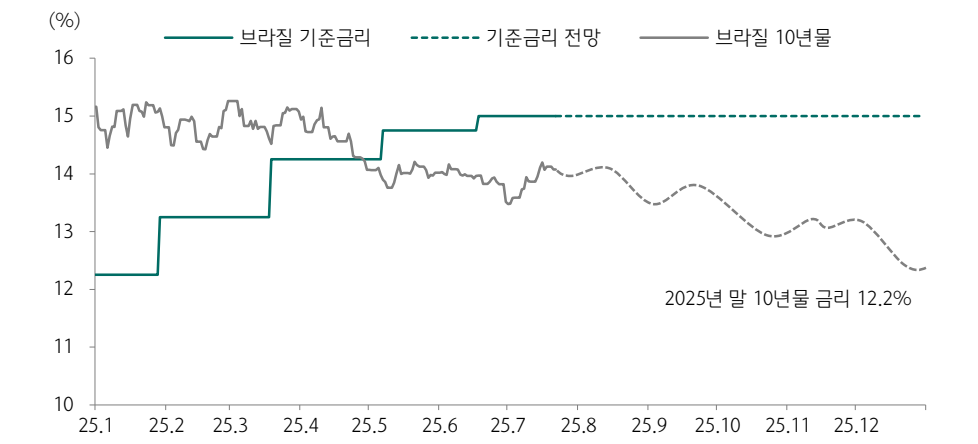
연말까지 달러 대비  
헤알화 강세 전망

트럼프의 파월 해고 캠페인, 스테이블코인 규제 법안, 재무부 부채 관리는 모두 이자 비용 상승 억제와 관련이 있다. 트럼프가 OBBB(One Big Beautiful Bill Act) 법안을 통과시키면서 재정적자 우려가 심화됐기 때문이다. 다만, 고용시장이 본격적으로 둔화되면서 장기채 금리 상승 압력도 완화될 전망이다. 이는 캐리 트레이드 관점에서 달러의 매력도를 낮출 수 있다.

결국 통화정책과 트럼프 행정부의 현 정책 기조 감안 시 연말까지 달러 대비 헤알화 강세를 전망한다.

도표 137. 금리 동결 국면에도 10년물 금리는 하락 전망

과거 금리 동결 국면에서의  
평균 금리 하락 폭 적용 시  
올해 말까지 10년물 금리  
12.2%대까지 하락 가능



자료: Bloomberg, 하나증권

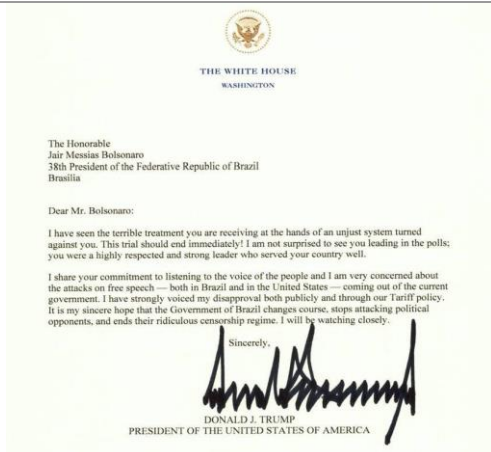
50% 관세 부과는 리스크 요인  
헤알화 변동성 확대 재료지만  
헤알화 강세 추세는 이어질 것

다만, 최근 미국의 고율 관세 부과는 리스크 요인이다. 브라질은 트럼프가 4월 상호 관세 인상을 발표했을 당시 무역 상대국 목록에 포함되지 않았던 국가 중 관세 통보를 받은 첫 번째 국가이다. 트럼프는 공개서한을 통해 브라질 전 대통령 보우소나루를 지지했다. 브라질과 미국 현 정부에서 언론의 자유가 침해되는 것에 대해 매우 우려하고 있으며, 관세 정책을 통해 강력이 반대 의사를 표명했다고 밝혔다.

결국 미국이 브라질을 상대로 무역 흑자를 내고 있음에도 불구하고 최대 관세를 부과한 것은 무역 불균형 해소가 아닌 정치적 목적이다. 이에 고율 관세가 유지되기 보다는 관세가 인하될 가능성이 높다.

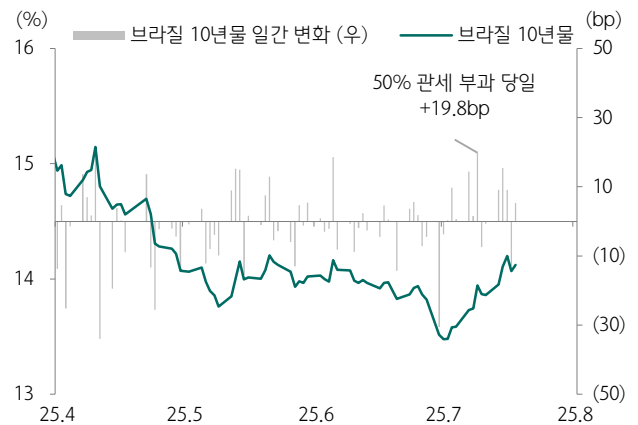
미국과의 관계가 개선이 되지 않는다면 브라질은 단기적으로 대미 수출 비중을 줄이는 대신 BRICS 국가 내 중국과 인도 등 수출 경로 다변화를 통해 돌파구를 마련할 수도 있다. 기존 실효 관세율 8.5% 대비 고율 관세가 부과된다면 헤알화 변동성 재료로 작용하겠지만, 연말까지 달러 대비 헤알화 강세 추세는 이어질 것으로 예상된다.

도표 138. 미국의 고율 관세 부과는 정치적 목적



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 139. 브라질 50% 관세 부과 직후 10년물 금리는 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

### 3) 원화 대비 헤알화 강세 전망. 단, 무역수지 개선 여부가 변수

#### 내년 상반기까지 원화 대비 헤알화 강세 전망

헤알원 환율(BRLKRW)은 국내 투자자들의 브라질 채권 투자 수익률에 직접적인 영향을 미치는 핵심 변수이다. 현재 시점에서 환율의 방향성을 가늠할 수 있는 변수인 실질금리 차와 대선 직전 환율 흐름을 살펴보면, 내년 상반기까지 원화 대비 헤알화 강세 흐름이 나타날 가능성이 높다고 판단한다. 단, 무역수지 개선 흐름의 비대칭성이 향후 환율의 주요 변수로 작용할 전망이다.

먼저 기준금리와 헤드라인 물가를 감안한 한국과 브라질 실질금리 차는 추가 확대 가능성이 높다고 판단한다. 이는 헤알화 강세 요인이다.

브라질은 올해 연말까지 기준금리를 동결할 것으로 예상된다. 물가 전망치가 여전히 목표치를 상회하고 있으며, 기대 인플레이션이 불안정하기 때문이다. 반면, 한국은 추가 1차례 기준금리 인하를 통해 연말까지 기준금리가 2.25% 수준까지 낮아질 것으로 전망한다.

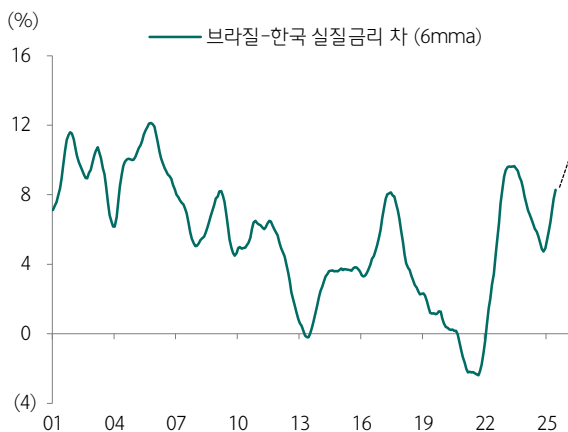
브라질과 한국 간 물가 전망 경로는 다소 상반된 흐름이다. 먼저 브라질 중앙은행과 시장 참여자는 연말까지 물가가 소폭 하락할 것으로 전망하고 있다(2025년 말 중앙은행과 시장 참여자들의 인플레이션 전망치 평균 5.05%).

한편, 한국은 사뭇 다른 모습이다. 한국은행이 발표한 5월 수정경제전망에 따르면, 연간 인플레이션 전망치는 1.9%이다(상반기 2.1% / 하반기 1.8%). 7월까지의 수치를 감안하면 상반기 물가상승률은 평균 2.08%로 한국은행의 전망치와 부합하는 흐름이다. 다만, 하반기의 경우 기존 전망치(1.8%) 대비 소폭 상향조정 될 가능성이 높다고 판단한다.

과거 20년 헤드라인 전년대비 증가율을 활용해 연말까지 물가 경로를 추정해봐도 연평균 2.16%로, 하반기에 헤드라인 물가가 소폭 상승할 것으로 추정된다(하반기 평균 2.24%).

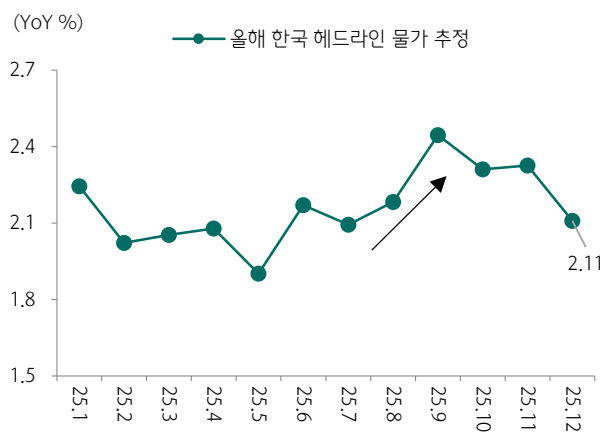
브라질 대선 이벤트도 환율 변동성 재료로 작용해왔다. 대선 직전 1년 전부터 6개월 전까지는 원화 대비 헤알화 강세 흐름이 나타났다. 헤알화가 약세로 전환된 시점은 대선 6개월 전부터였다.

도표 140. 한국과 브라질 간 실질금리 차 확대 가능성



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 141. 한국 헤드라인 물가는 하반기 반등 가능성이 높음



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 양국 간 무역수지  
개선 여부가 환율에 변수

한국과 브라질 간 실질금리 차와 대선 직전 1년 전부터 6개월 전까지의 환율 흐름을 종합해보면 원화 대비 헤알화 강세에 무게를 뒀야 한다는 판단이다.

그럼에도 하반기 무역수지 개선 여부가 헤알원 환율에 변수로 작용할 전망이다. 7월까지의 무역수지 누적 데이터는 ‘한국 무역수지 증가와 브라질 무역수지 감소’ 케이스에 부합한다. 이는 원화 강세 지지 요인이다.

다만, 글로벌 무역 환경은 미국 관세 정책으로 인해 불확실성이 높은 상황이다. 7/31 트럼프는 상호관세를 추가 조정안을 발표했다. 이번 행정명령으로 미국의 전방위 관세 부과는 8/7부터 현실화됐다.

불확실성이 높은 상황 속에서도 한국과 브라질 모두 7월 누적 기준 무역수지 흑자를 기록했다. 하지만 전년 대비 무역수지 개선 정도를 살펴보면 양국 간 뚜렷한 차이가 확인된다.

한국의 전체 무역수지는 7월 누적 344억 달러 흑자를 기록하며, 이는 최근 5년 중 가장 높은 수준을 기록했다. 전년 동기 대비 29% 상승했으며, 특히 4월 초 미국의 ‘해방의 날’ 선언 이후 수출 규모가 큰 폭으로 확대된 점이 긍정적으로 작용했다.

브라질 전체 무역수지는 7월 누적 370억 달러 흑자를 기록했다. 4월 이후 대미 수출 규모가 큰 폭으로 확대된 점은 주목할 만하지만 이는 미국의 ‘탈중국’ 전략에 따른 수혜로 해석된다. 실제로 최근 3개월(5~7월 합산) 브라질의 미국과 중국 수출 전년 대비 증가율은 각각 5.4%, -0.2%를 기록했다. 브라질의 최대 수출국인 중국과의 교역이 부진한 흐름을 보이면서 올해 누적 무역흑자 규모는 전년 대비 24% 하락했다.

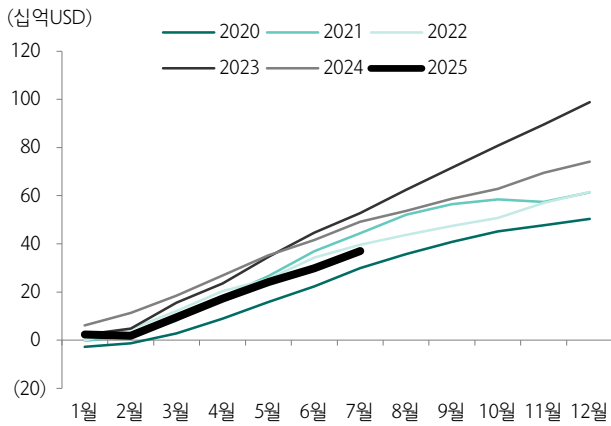
실제로 미국과 중국 간 관세 협상이 부분적으로 타결 및 휴전 상태에 접어들면서, 중국의 미국 수입 점유율은 2001년 이후 최저치인 7%를 기록했다. 이는 트럼프 취임 이전인 2024년 9월 15% 대비 큰 폭으로 하락한 수치이다. 이 과정에서 브라질과 동남아 국가들의 미국 수입 점유율이 상승하며, 중국산 제품의 주요 수입 대체국으로 부상했다.

룰라 대통령은 미국의 일방적인 고율 관세 통보에 강경한 입장을 보이고 있어 빠른 시일 내에 관세 인하 가능성은 낮다고 판단한다. 다만, 고율 관세가 지속될 가능성은 낮다.

한국은 일부 품목에 한해 시장을 개방하는 조건으로 관세를 15%까지 인하했다. 미국 투자 및 미국산 제품 구입과 관련해 무역흑자 규모가 유사한 일본보다 유리한 조건으로 협상을 마무리 지었지만, 품목별 추가 관세에 대한 우려는 여전하다. 반도체와 의약품 등 다양한 품목에 대한 관세 부과를 검토하고 있는데, 한국도 대만과 인도에 이어 품목별 관세에 노출도가 큰 국가이기 때문이다.

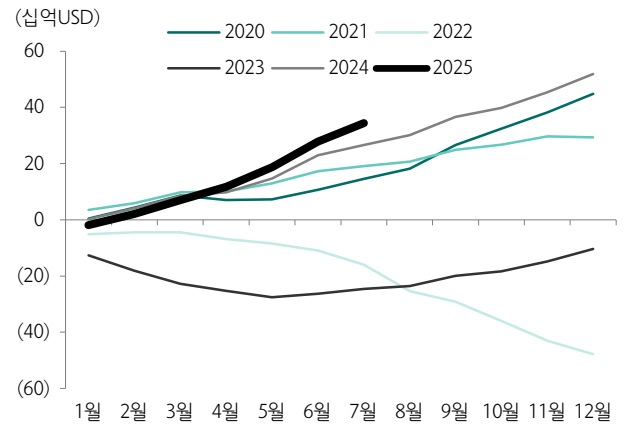
결론적으로, 7월까지의 무역수지 누적 데이터는 원화 강세 지지 요인이지만, 하반기 무역 불확실성은 심화될 전망이다. 이에 한국과 브라질 모두 무역수지가 전년 대비 악화될 가능성도 배제할 수 없다. ‘한국 무역수지 감소와 브라질 무역수지 감소’ 케이스는 헤알화 강세 요인이다.

도표 142. 브라질: 전년 대비 무역수지 감소



자료: Comex Stat, 하나증권  
주: 7월 누적 데이터 기준

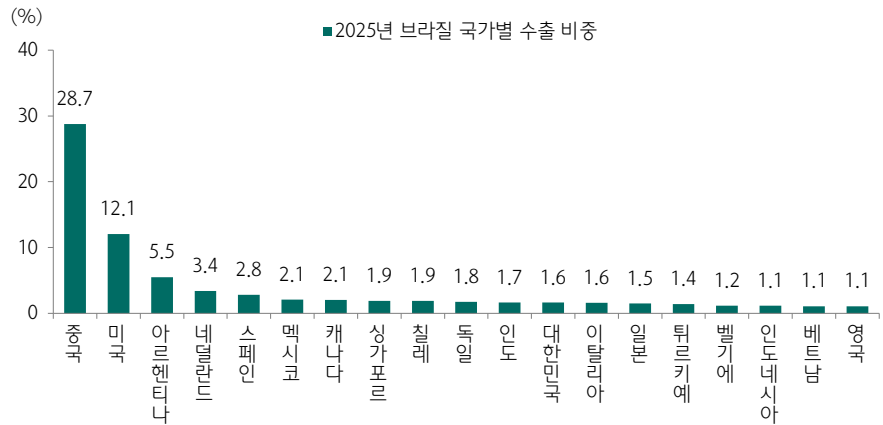
도표 143. 한국: 전년 대비 무역수지 증가



자료: 관세청, 하나증권  
주: 7월 누적 데이터 기준

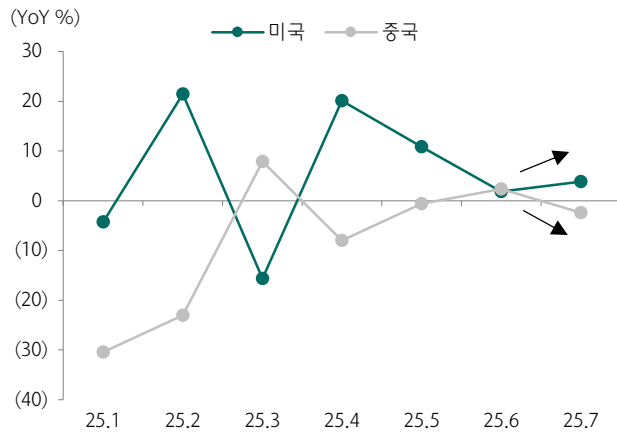
도표 144. 올해 들어 중국과의 교역량이 줄어들면서 무역흑자 규모 축소

브라질의 국가별 수출 비중  
중국: 29% / 미국 12%



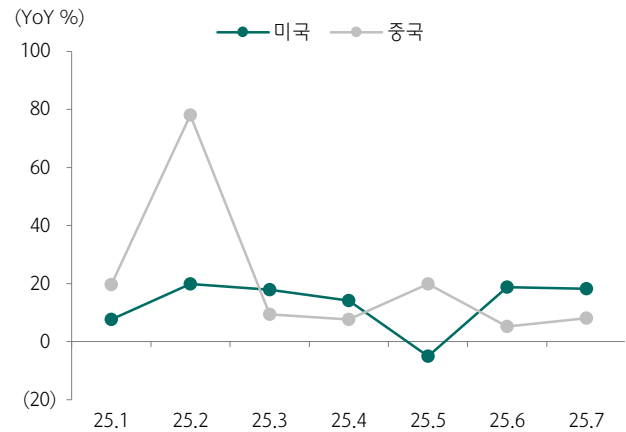
자료: Comex Stat, 하나증권

도표 145. 브라질 국가별 수출 전년비 증가율



자료: Comex Stat, 하나증권

도표 146. 브라질 국가별 수입 전년비 증가율



자료: Comex Stat, 하나증권

#### 4) 헤알화 표시 채권 매수 타이밍

하반기 헤알화 표시 브라질 국채  
진입하기 좋은 타이밍

국내 투자자를 위한 결론: 브라질 국채 진입하기에 좋은 타이밍. 현 국면에서는 헤알화 표시 채권 매력도가 높음. 달러 표시 채권은 중립 의견 제시

결론적으로 헤알화 표시 브라질 국채를 투자하기에 적합한 타이밍이다. 높은 이자 수익과 자본 차익 기회가 공존하는 환경에 놓여 있다. 하지만 환율이라는 변수도 고려해야 하기에 신중한 접근이 요구된다.

국내 투자자 입장에서 헤알화 표시 브라질 국채 투자 기회는 여전히 열려 있다. 연초 이후 브라질 10년물 금리가 약 130bp 하락했고, 헤알원 환율(BRLKRW)은 약 6% 상승했다. 상반기 헤알화 표시 브라질 국채는 견조한 성과를 기록했다. 상반기에 기록했던 원화 대비 헤알화 강세 폭은 점차 완만해질 것으로 예상된다. 이에 환차익에 대한 기대감은 낮출 필요가 있지만, 10%의 높은 이자 수익과 금리 하락으로 인한 자본 수익은 충분히 매력적인 투자 요인이다. 결국 하반기에도 헤알화 표시 채권에 대한 긍정적인 시각을 제시한다.

하반기 달러 표시 브라질 국채  
중립 의견 제시

달러 표시 브라질 국채의 경우 올해 하반기에는 중립적인 시각을 제시한다. 이미 진입한 투자자 입장에서 헤알화 표시 국채처럼 높은 수익을 기대하는 것보다는 안정적인 이자 수익에 초점을 맞출 필요가 있겠다.

미국채 10년물 금리는 4월 초 관세 발표 직후 급락했던 사례를 제외하면 사실상 4.1~4.6% 레인지에서 등락을 반복 중이다. 미국 CBO(의회예산처)에 따르면, 트럼프의 OBBB 법안 통과로 인해 미국 GDP 대비 재정적자 비율이 5%로 점진적으로 감소하는 대신 7%까지 증가할 것으로 예상했다.

하지만 여기에 관세 수입을 더하면 트럼프 예산안의 추가 경기 부양책의 대부분을 상쇄할 것으로 예상된다. 파월은 미국의 재정정책 변화가 중요한 것이 아니며, 연준이 논의할 만한 것이 아니라고 언급한 바 있다. 결국 연준은 트럼프의 금리 인하 압박에도 기존 양대 책무(물가와 고용)를 최우선 과제로 삼으며 통화정책을 결정할 것이다.

향후 연준은 딜레마에 직면할 것으로 예상된다. 고용시장 둔화는 달러 추가 약세로 연결되며, 이는 수입 물가를 상승시킨다. 스태그플레이션 가능성을 높이는 재료이다.

관세 인상은 고용시장과 연결된다. 현재 미국 기업들의 이윤율은 역사상 최고치 수준이다. 수입 물품 가격이 인상되더라도 아직까지는 관세 충격을 흡수할 수 있는 여력이 있다는 의미이다. 다만, 관세 부담이 본격화된다면 기업 이윤 감소로 이어져 고용시장은 약화된 다. 이러한 환경은 달러 약세를 심화시킬 재료이다.

달러 약세는 수입물가 상승과 연결된다. 교역 가중 명목 달러가 하락하면 수입 물가도 시차를 두고 상승하는 흐름을 보였다(약 3개월 시차). 아직까지는 물가에 관세 영향이 실질적으로 반영되지 않았다. 관세가 현실화되기 이전에 기업들이 충분한 재고를 미리 비축해 놓은 영향도 있다. 다만, 하반기로 갈수록 재고가 소진되면서 관세 발 비용 증가분은 가격에 반영될 가능성이 높다.

종합해보면, 하반기 들어 고용시장 둔화 조짐을 보이고 있고, 여름 이후에도 둔화 흐름은 지속될 전망이다. 하지만 달러 약세로 인한 수입 물가 상승과 관세 발 비용 부담이 소비자에게 전가될 가능성은 스태그플레이션 내러티브를 확산시키는 요인이다.



9월부터 연내 2차례 인하를 전망한다(4.00%). 그럼에도 미국채 10년물 금리는 스태그플레이션에 대한 경계감이 작용하면서 연말까지 더디게 하락할 것으로 전망한다(4.1%). 결국 자본 수익 기대감은 낮출 필요가 있겠다.

이에 달러 표시 브라질 국채에 대한 중립적인 시각을 제시한다. 안정적인 이자 수익을 감안하더라도 더디게 하락할 미국채 금리와 달러 추가 약세 가능성은 투자 매력도를 하락시키는 요인이다.

9월 FOMC 전까지 2번의 물가 지표와 1번의 고용지표가 남아있다. 만약 물가가 예상보다 높게 발표되고 8월 고용지표에서 6~7월 고용 추정치가 상향조정된다면 미국채 금리는 7월 고용 발표 후 금리 급락 분을 되돌릴 가능성이 높다.

만약 1) 고용시장이 빠르게 악화되며 미국채 10년물이 4%를 하회할 경우(R의 공포) 2) 관세 인상에도 소비자들에게 비용이 최종적으로 전가되지 않아 소비가 탄력적으로 회복될 경우(달러 강세)에는 달러 표시 채권에도 관심을 가져보자.

도표 147. 달러 약세는 수입 물가 상승을 야기

스태그플레이션 내러티브 확대

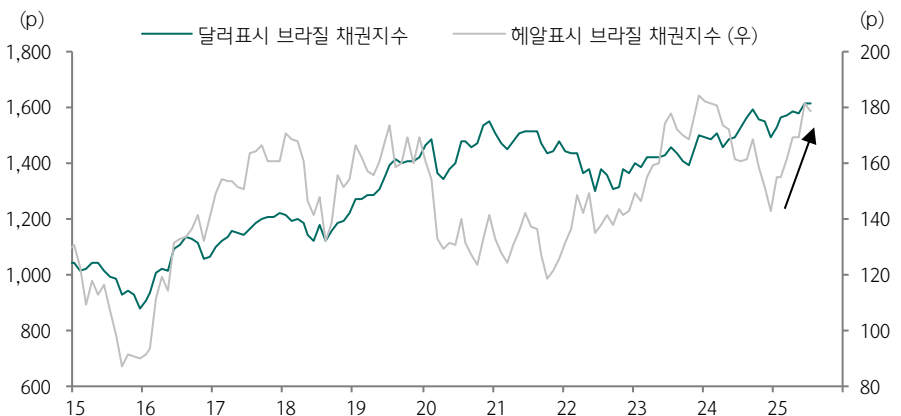
연말까지 미국채 10년물  
더디게 하락할 전망



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 148. 하반기에도 헤알화 표시 채권 상승세 이어갈 전망

현 국면에서는  
헤알화 표시 채권이 매력적



자료: Bloomberg, 하나증권

## APPENDIX

### 통화정책과 환율

#### 금리 인상에도 헤알화가 약세를 보였던 사례

통상적으로 기준금리 인상은 자국 통화 강세로 이어진다. 과거 7차례 금리 인상기 중 4차례는 달러헤알 환율(USDBRL)이 하락해 헤알화 강세 우위를 보였다(4차례 평균 9.1% 하락). 그러나 2013년부터 2015년까지 브라질 중앙은행(BCB)이 기준금리를 700bp나 인상했음에도 불구하고 달러헤알 환율(USDBRL)은 70% 급등하며 헤알화는 큰 폭의 약세를 경험하는 이례적인 현상이 발생했다. 당시 헤알화 급락 요인을 살펴봤다.

##### ① 2013년 미국 연준의 QE 테이퍼링

2013년 5월 22일, 벤 버냉키 당시 미국 연준 의장이 미 하원 청문회에서 양적 완화(QE) 테이퍼링(자산 매입 축소) 가능성을 언급하기 시작했다("If we see continued improvement, we could take a step down in our pace of purchases"). 투자자들은 이를 미국의 조기 긴축 신호로 해석하며, 시장은 미국 국채 금리의 급등과 리스크 자산 매도로 반응하는 테이퍼 트랜트럼(Taper Tantrum)'을 겪었다. 이로 인해 브라질 국채 금리는 급등하고 헤알화도 큰 폭으로 절하되기 시작했다.

이후 12월 FOMC에서 QE 테이퍼링이 공식적으로 발표됐다(The Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases. Beginning in January ~). 미국채 10년물 금리는 QE 테이퍼링 가능성이 언급되기 시작한 시점 전후로 급등하여, 저점 대비 고점(2013년 5월 2일~12월 31일)까지 약 140bp 상승했다. 같은 기간 브라질 10년물 국채 금리 또한 미국채 금리와 유사한 시점부터 상승하기 시작해 저점 대비 고점(2013년 5월 7일~2014년 1월 2일)까지 약 526bp 상승했다.

##### ② 2014년 국제 원자재 가격 하락

2014년 하반기부터 2016년 상반기까지 국제 원자재 지수가 크게 하락했다. WTI 국제 유가는 동 기간 68% 하락했는데, 이는 사우디아라비아를 비롯한 OPEC 국가들의 원유 감산 거부(공급 과잉)와 중국 경기 둔화(수요 둔화)가 복합적으로 작용한 결과이다.

브라질은 철광석 주요 수출국이다. 당시 브라질의 발레(Vale)와 호주의 리오틴토(Rio Tinto)와 같은 대표적인 철광석 생산 기업들의 대규모 증산(공급 증가)과 중국의 부동산 및 인프라 투자 둔화(수요 감소)가 맞물려 철광석 가격이 급락했다.

##### ③ 곡물 가격 하락

1차 산업인 농업은 여전히 브라질 경제의 핵심적인 부문이다. 당시 브라질을 포함한 주요 생산국(아르헨티나, 미국)들의 대두 및 옥수수 생산량이 크게 늘어나면서 공급이 풍부해졌다. 그러나 중국의 수요 부진 영향으로 공급 과잉이 가격 하락을 초래했다.

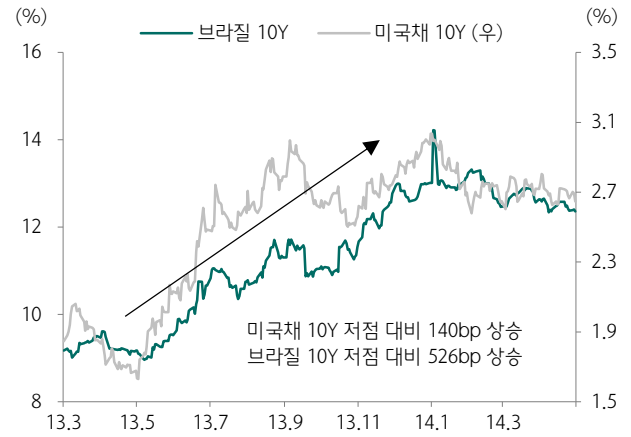
또한, 브라질은 곡물 수출을 주로 달러로 거래하는데, 미국의 QE 테이퍼링으로 비롯한 달러 강세는 곡물 수입국들로 하여금 수입 매력도를 하락시켰다. 수입 단가 상승은 수요 감소로 이어지는 요인으로 작용하여 브라질의 곡물 수출 수익에 부정적인 영향을 미쳤다.

도표 1. 2013년 12월 FOMC 성명서 원문: QE 테이퍼링 시작

growing underlying strength in the broader economy. In light of the cumulative progress toward maximum employment and the improvement in the outlook for labor market conditions, the Committee decided to modestly reduce the pace of its asset purchases. Beginning in January, the Committee will add to its holdings of agency mortgage-backed securities at a pace of \$35 billion per month rather than \$40 billion per month, and will add to its holdings of longer-term Treasury securities at a pace of \$40 billion per month rather than \$45 billion per month. The

자료: Bloomberg, 하나증권

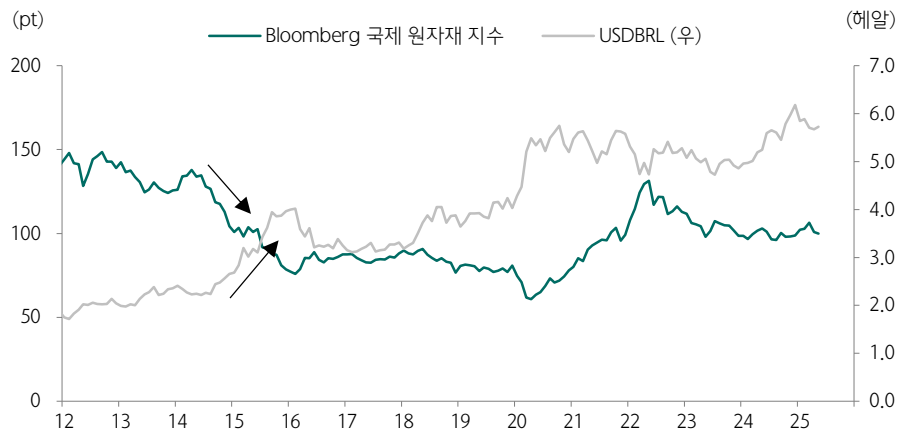
도표 2. 2013년 Taper Tantrum으로 금리 급등



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 국제 원자재 가격과 달러헤알 환율 (USDBRL)

2014년 이후 국제 원자재 가격  
하락으로 헤알화 약세 본격화



자료: Bloomberg, 하나증권

## 금리 인하에도 헤알화가 강세를 보였던 사례

통상적으로 브라질의 금리 인하는 헤알화 약세로 이어지는 경향이 강하지만, 예외적으로 금리 인하 사이클 도중 헤알화가 강세를 보였던 시기도 존재했다(7차례 중 2차례). 2005년 9월~2007년 9월과 2009년 1월~7월까지 달러헤알 환율(USDBRL)은 평균 18.7% 하락했다.

### ① 2005~2007년 헤알화 강세: 매력적인 실질금리와 원자재 슈퍼사이클

브라질 중앙은행(BCB)은 2005년 9월을 시작으로 약 2년간 총 850bp의 기준금리 인하를 단행했다. 그럼에도 불구하고, 인하 시작부터 종료 구간에서 달러헤알 환율(USDBRL)은 오히려 하락하며 헤알화가 강세를 보였다. “기준금리 인하=헤알화 약세”라는 공식이 적용되지 않는 예외적인 국면이었다.

기준금리를 인하했음에도 불구하고, 동 기간 인플레이션 또한 동반 하락하면서 브라질 실질금리는 높은 수준을 유지했다. 인하 시작부터 종료 구간에서 IPCA(소비자물가지수)는 전년 동월 대비 6.04%에서 4.15%까지 하락해 2005~07년 인플레이션 목표치 중간값인 4.50%를 하회하는 수준까지 안정됐다. 비록 금리 인하 후 실질금리가 소폭 하락하기는 했지만, 인하 구간의 실질금리 평균치는 약 10.4%로, 2001년 이후 평균치 10.2%보다 여전히 높게 유지됐다.

브라질의 높은 실질금리 덕분에 캐리 트레이드 자금이 대규모로 유입되며 헤알화 강세를 이끌었고, 주식과 채권시장도 견조한 수익률을 기록했다.

원자재 슈퍼사이클도 헤알화 강세 주요 요인으로 작용했다. 중국과 인도 등 주요국의 산업화 노력에 따른 원자재 수요가 폭증하면서 원자재 가격은 2002년 이후 꾸준히 상승했다. 수출 물량과 가격이 동시에 상승하는 효과를 가져왔고, 상품수지(무역수지) 흑자 폭이 확대됐다. 이는 경상수지 흑자로 이어져 헤알화 강세에 긍정적인 영향을 미쳤다.

도표 4. 금리 인하 + 헤알화 강세 국면

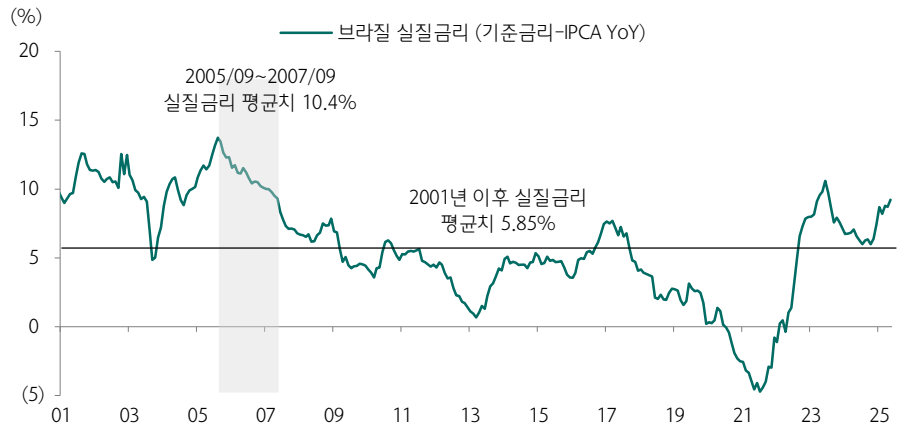
금리 인하기 당시 헤알화가  
큰 폭 평가절상된 적은 2차례



자료: Bloomberg, 하나증권

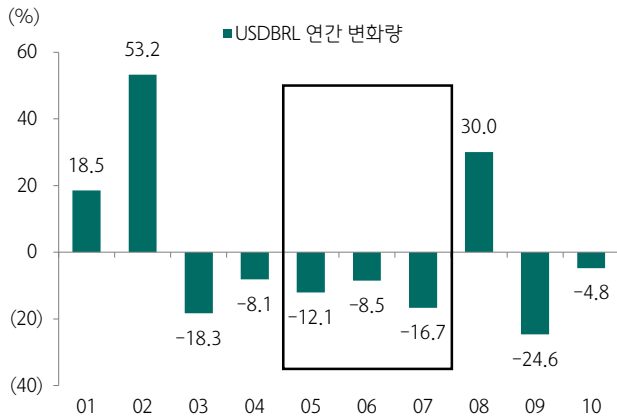
도표 5. 기준금리 인하에도 여전히 높은 실질금리

브라질 실질금리는  
2001년 이후 평균치를 상회



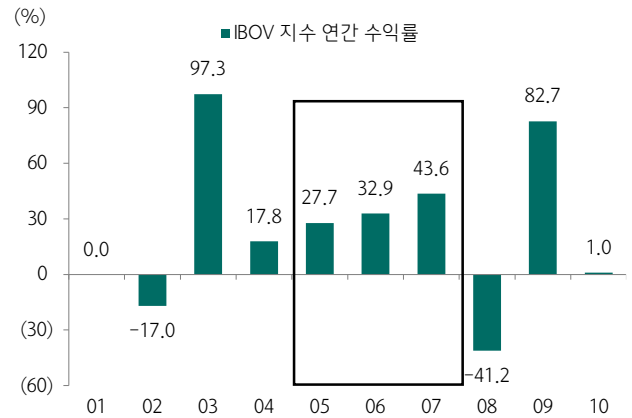
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 2005~2007년 헤알화 강세 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

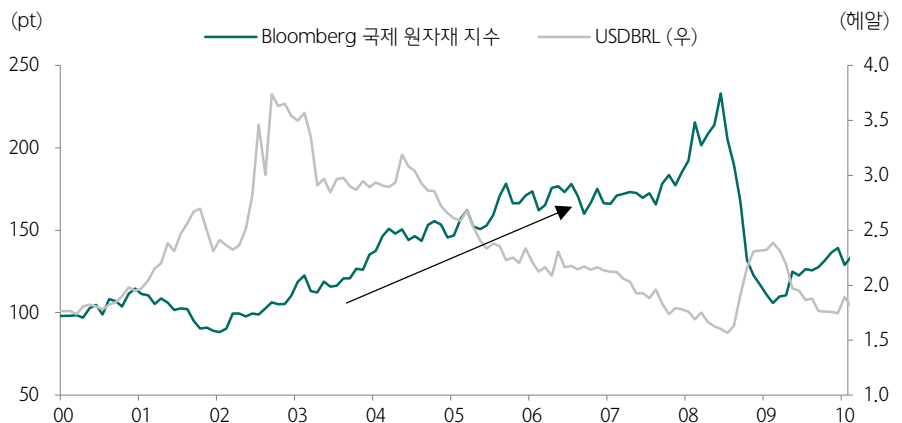
도표 7. 외국인 자금 유입으로 브라질 주식시장도 호황기



자료: Bloomberg, 하나증권

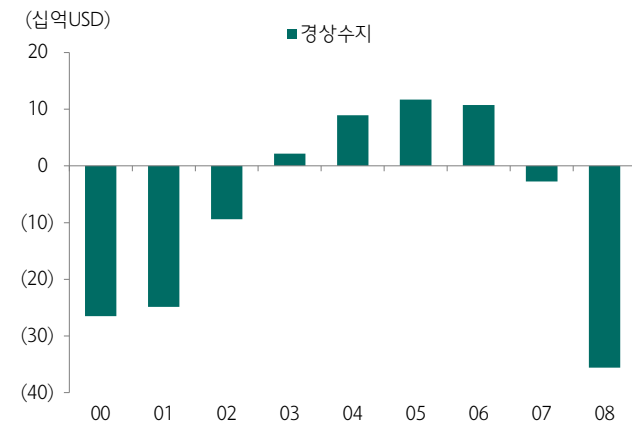
도표 8. 원자재 슈퍼사이클

2005~2007년 헤알화 강세는  
원자재 슈퍼 사이클에 기인



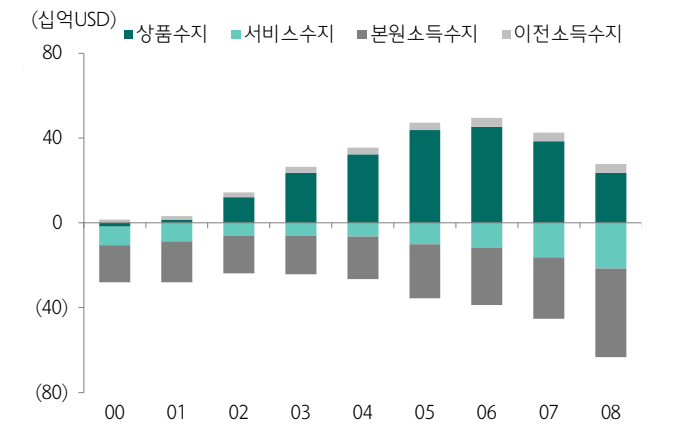
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 원자재 슈퍼사이클로 경상수지 흑자폭 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 경상수지 흑자는 원자재 수출 발 상품수지 흑자에 기인



자료: Bloomberg, 하나증권

## ② 2009년 헤알화 강세: 초과 유동성 유입과 원자재 가격 반등

브라질 중앙은행(BCB)이 2009년 1월부터 7월까지 기준금리를 500bp 인하했음에도 불구하고 달러헤알 환율(USDBRL)은 오히려 20% 하락했다(헤알화 강세).

2008년 이후 글로벌 금융위기를 겪으면서, 미국과 중국을 비롯한 주요국들은 경기 부양을 위해 통화량을 큰 폭으로 확대했다. 실제로 M2 통화량 증가율은 2008년 하반기 이후 급증하는 양상을 보였다. 특히 미국 연준이 1차 양적완화(Quantative Easing)를 발표한 이후, 글로벌 투자자들은 시중에 풀린 초과 유동성을 수익률이 높은 신흥국 자산에 재투자하기 시작했다.

초과 유동성 유입 관점에서 브라질은 매우 매력적인 투자처였다. 브라질은 2000년대 초반부터 원자재 수요와 가격이 동시에 증가하면서 무역수지 흑자 기반의 외환보유고가 급증했고, GDP 대비 외채 비중 또한 상대적으로 잘 관리되어 왔기 때문이다.

금융위기로 인해 폭락했던 국제 원자재 가격이 2009년 이후 빠르게 반등한 점도 헤알화 강세 요인으로 작용했다. 원자재 수출 의존도가 높은 국가이기 때문에 원자재 가격 상승은 수출 수익을 증대시키고 경상수지 개선에 기여해 헤알화 강세 압력을 높였다.

도표 11. 미국 1차 양적완화 (QE) 시작 (08년 11월~10년 3월)

The Federal Reserve announced on Tuesday that it will initiate a program to purchase the direct obligations of housing-related government-sponsored enterprises (GSEs)—Fannie Mae, Freddie Mac, and the Federal Home Loan Banks—and mortgage-backed securities (MBS) backed by Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae. Spreads of rates on GSE debt and on GSE-guaranteed mortgages have widened appreciably of late. This action is being taken to reduce the cost and increase the availability of credit for the purchase of houses, which in turn should support housing markets and foster improved conditions in financial markets more generally.

자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 2008년 하반기 이후 글로벌 유동성 확대



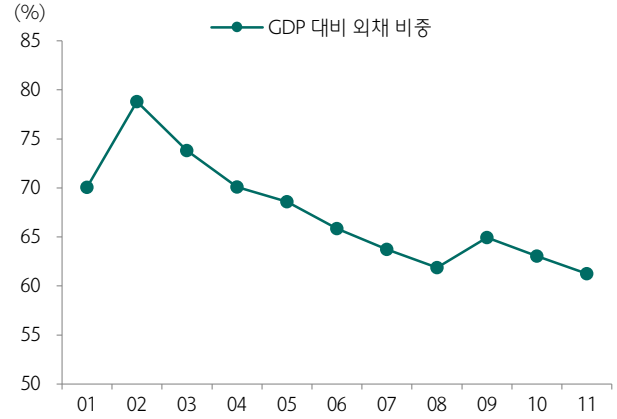
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 2000년대 초반부터 수출 급증하며 외환보유고를 축적



자료: Bloomberg, 하나증권

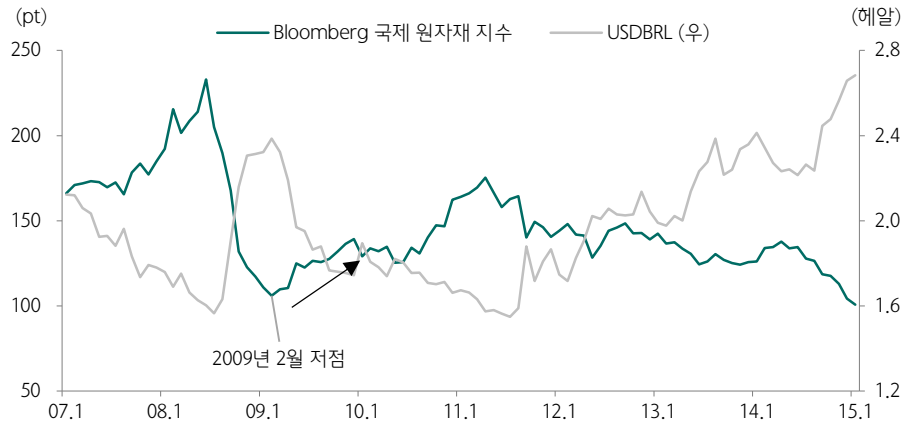
도표 14. 글로벌 금융위기에도 상대적으로 잘 버틴 브라질



자료: World Bank, 하나증권

2009년 이후 해알화 강세도  
원자재 가격 반등에 기인

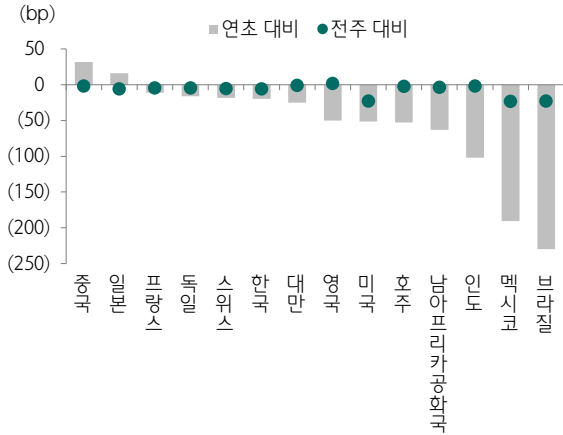
도표 15. 2009년 이후 원자재 가격 반등



자료: Bloomberg, 하나증권

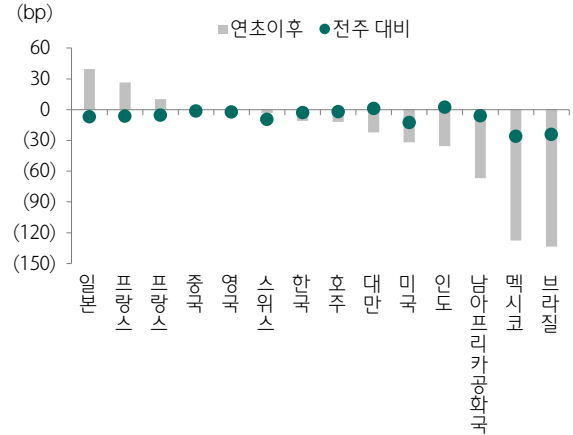
## 글로벌 채권시장 동향

도표 1. 주요국 단기물 (2년, 3년) 금리 연초 이후 변화량



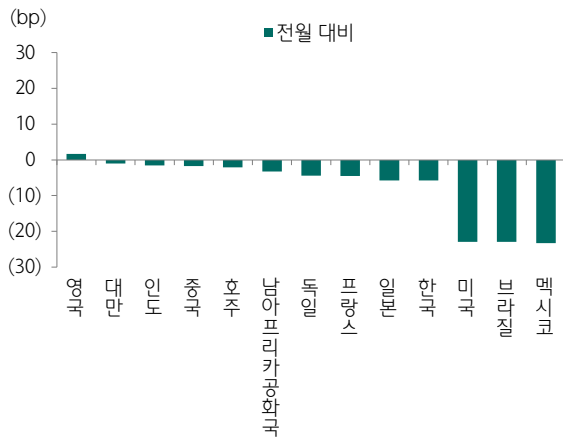
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 주요국 장기 (10년) 금리 연초 이후 변화량



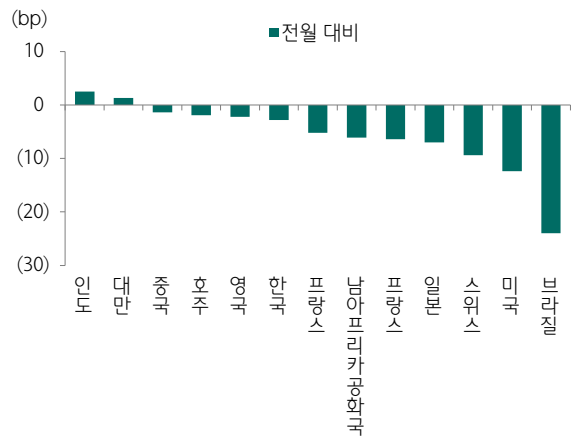
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 주요국 단기물 (2년, 3년) 금리 전월 대비 변화량



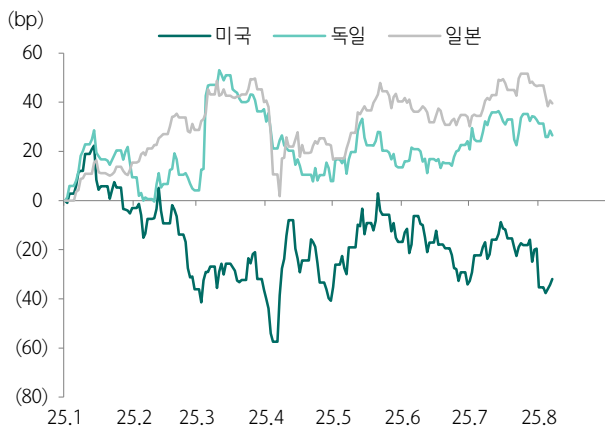
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 주요국 장기 (10년) 금리 전월 대비 변화량



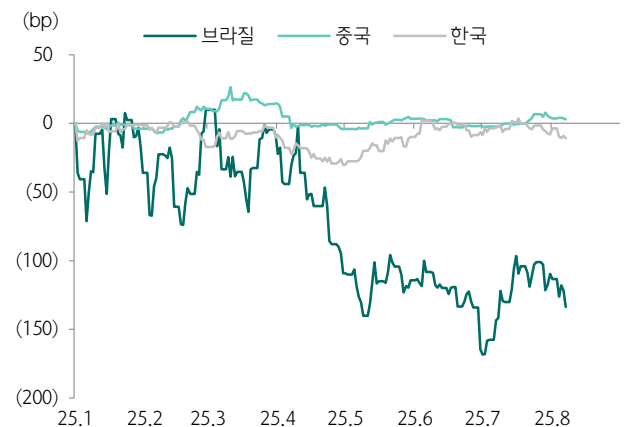
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 연초 이후 선진국 10년물 금리 정규화



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 연초 이후 신흥국 10년물 금리 정규화

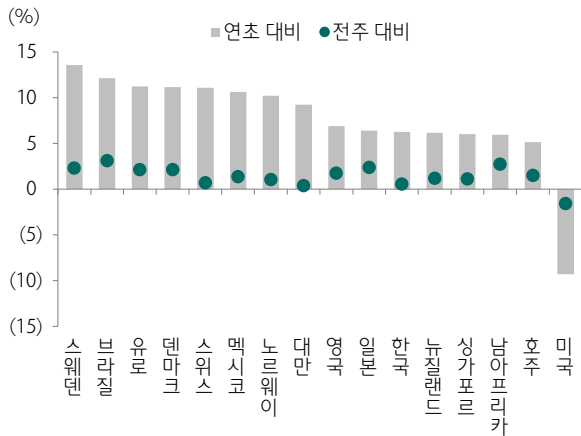


자료: Bloomberg, 하나증권



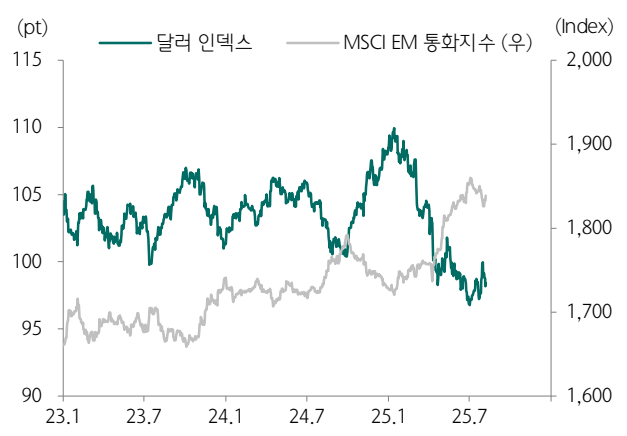
## 글로벌 외환 및 원자재 시장 동향

도표 7. 주요국 통화 변화율



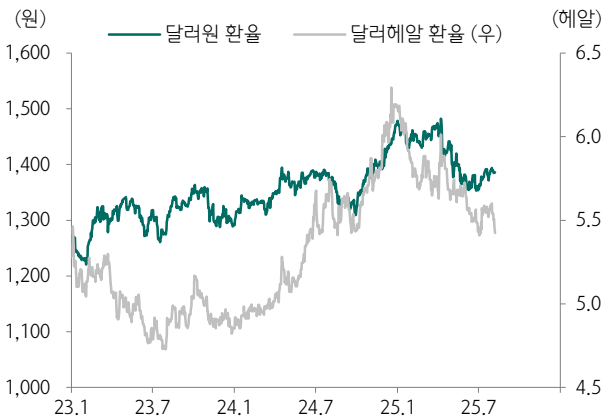
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 달러 및 신흥국 통화 지수 추이



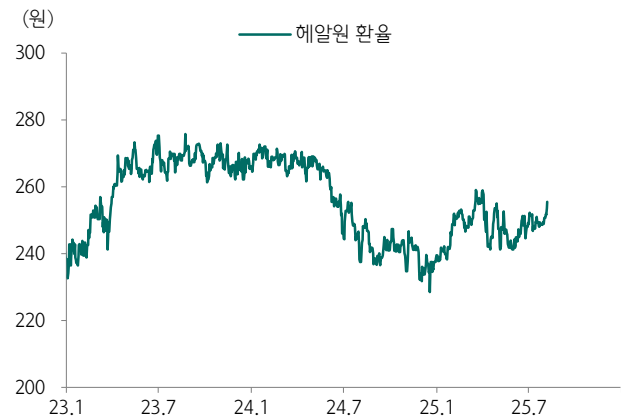
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 달러원 환율과 달러해알 환율 추이



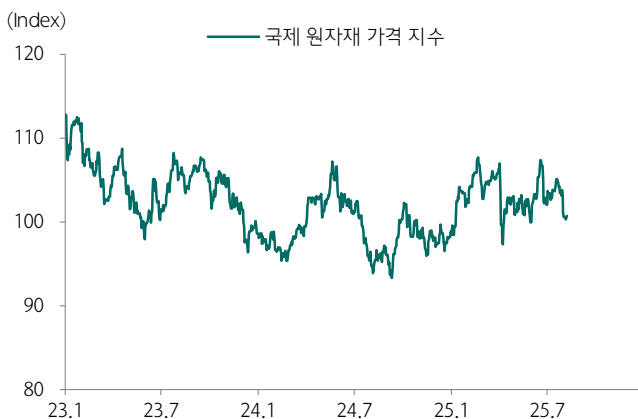
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 헤알원 환율 추이



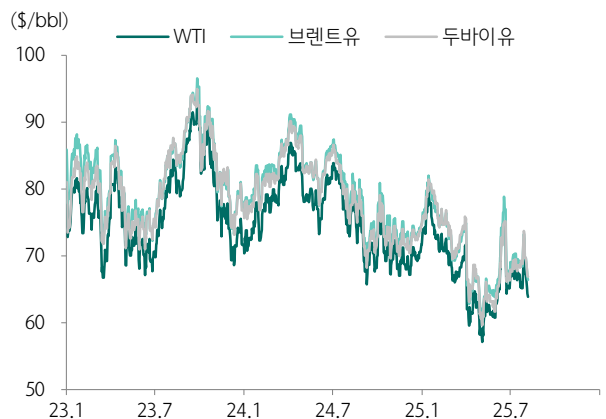
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 국제 원자재 가격 지수 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

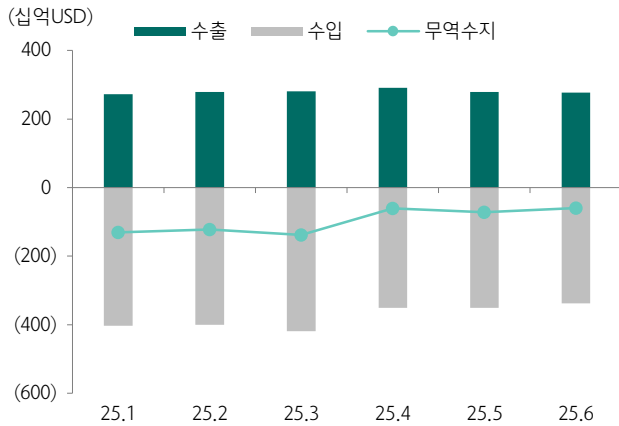
도표 12. 국제유가 (WTI, 브렌트유, 두바이유) 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

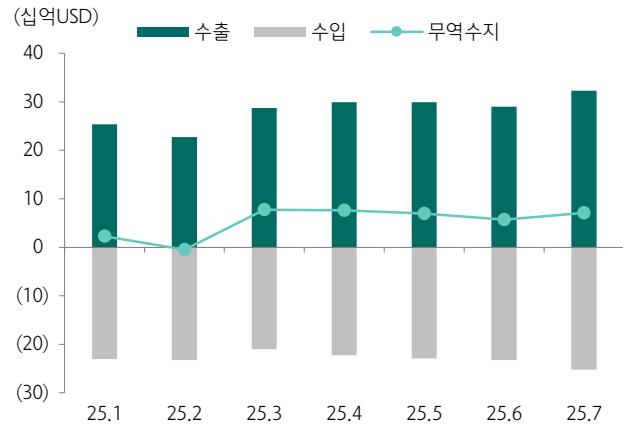
## 글로벌 무역시장 동향

도표 13. 미국 월간 수출입 규모 추이



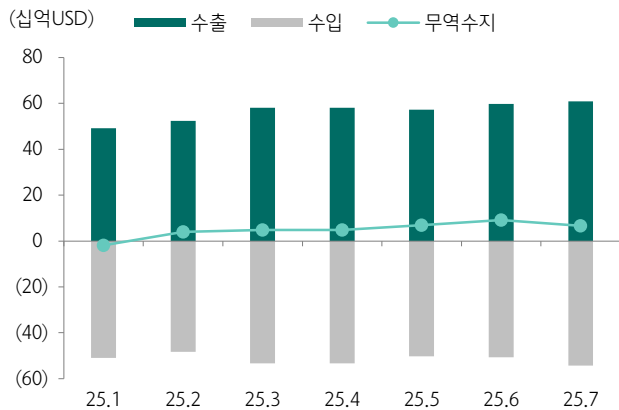
자료: BEA, 하나증권

도표 14. 브라질 월간 수출입 규모 추이



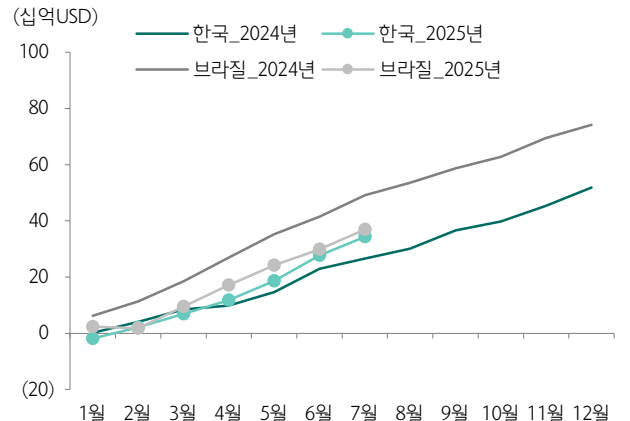
자료: ComexStat, 하나증권

도표 15. 한국 월간 수출입 규모 추이



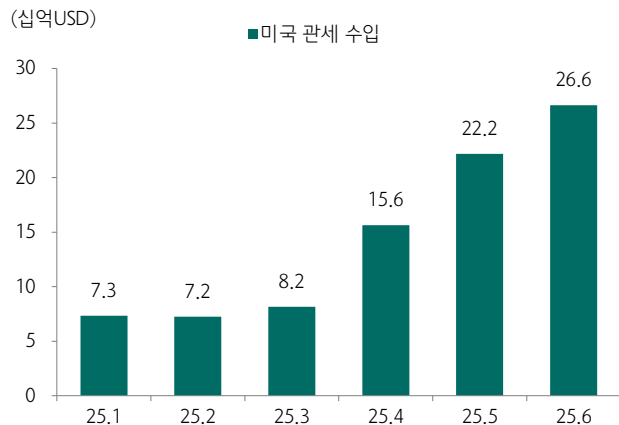
자료: 관세청, 하나증권

도표 16. 한국과 브라질 누적 무역수지 추이



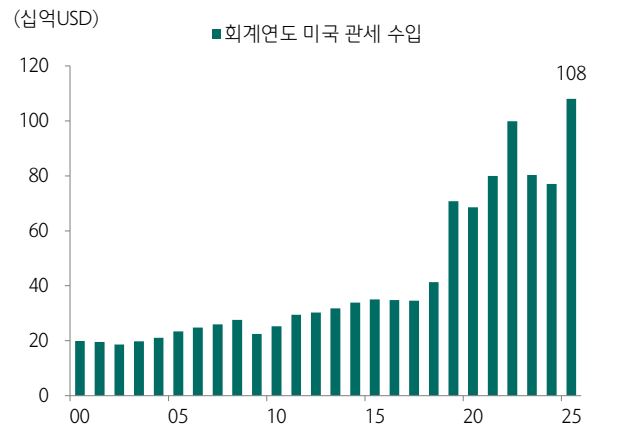
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 미국 관세 수입 추이



자료: US Treasury, 하나증권

도표 18. 미국 회계연도 기준 관세 수입 추이



자료: US Treasury, 하나증권