



## 브라질

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 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.



Analyst 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 11월 17일 | Global Asset Research

# 해외채권

## 2026년 브라질: Bumpy Road

- 연말까지 기준금리 동결 예상 (15.00%)
- 신흥국이 주도한 채권시장. 브라질 로컬 채권은 금융위기 이후 3번째로 높은 수익률 기록
- 내년 2분기부터는 헤알화 약세 및 금리 반등에 유의할 필요

### 내년 1분기 인하기 진입

브라질 중앙은행은 11월 통화정책회의에서 정책금리를 15.00%로 3차례 연속 동결하며 여전히 강한 긴축 기조를 유지하고 있다. 실질금리는 10.5%로 중앙은행이 중립 수준으로 보는 5%를 두 배 이상 상회 중이다.

일주일 뒤 공개된 의사록은 성명서보다 덜 매파적으로 해석되며 인플레이션 위험에도 불구하고 내년에 '상당한 완화(substantial easing)' 경로가 열릴 수 있음을 시사했다. 물가 전망을 살펴보면, 올해 IPCA 전망치 4.6%은 목표치 상단 4.5%를 여전히 상회하지만, '26년과 '27년 2분기 전망치가 각각 3.6%, 3.3%로 제시되면서 내년부터 물가 압력이 점진적으로 완화될 것으로 예상된다.

중앙은행이 제시한 물가 상하방 위험 요인을 살펴보면, 상방 위험으로 1) 기대인플레이션 장기화 2) GDP 아웃풋 갭 (+) 유지에 따른 서비스 물가 반등 3) 통화 약세 전환이 언급되었고, 하방 위험으로는 1) 경기 둔화 가속 2) 글로벌 경기 침체 3) 원자재 가격 하락에 따른 디스인플레이션 가능성을 언급했다.

10월 IPCA는 전년대비 4.68%로 9월 5.17% 대비 둔화되며 목표치 상단(4.5%)에 근접해가는 중이다. 올해까지는 기준금리 동결을 전망하며, 내년 1분기부터 금리 인하기에 진입할 것으로 예상된다.

### 2분기부터는 헤알화 약세와 금리 반등에 유의할 필요

올해 채권시장은 신흥국 통화 강세에 힘입어 신흥국이 주도했으며, 그 중에서도 브라질 로컬 채권은 금융위기 이후 세 번째로 높은 수익률을 기록하며 두드러진 성과를 보였다. 연초 이후 헤알화는 원화 대비 15% 상승했고, 브라질 10년물 금리는 145bp 이상 하락하며 성과를 견인했다(11월 한달 간 원화 대비 헤알화 3.6% 상승).

국내 투자자의 브라질 국채 보관액은 작년 말 2.3억 달러에서 10월 3.5억 달러로 약 50% 증가했다. 매월 순매수를 기록했으며, 특히 6월 최종 금리 인상 직후 대규모 자금이 유입됐다. 과거 최종금리 동결 국면에서 국채 금리 상승폭이 되돌려졌던 패턴이 올해도 반복되었으며, 미국과의 금리차 확대, 달러 인덱스 하락으로 헤알화도 강세 국면이 지속됐다.

하지만 투자자는 앞으로 헤알화 강세 기조가 지속될 수 있을지에 대한 의구심을 품고 있다. 매년 반복되는 연말 달러 유출 우려가 남아 있으며, 이는 달러헤알 환율의 내재 변동성(implied vol)이 실제 변동성(realized vol)보다 확대되는 현상으로 반영되고 있다.

향후 헤알화 강세 지속 가능성에 대한 의구심이 확대될 때 내재 변동성이 실제 변동성보다 크게 확대되는 경향이 있다. 실제로는 헤알화가 상대적으로 안정적인 상황임에도 불구하고 미래의 불확실성에 대비해 높은 가격을 지불하고 옵션을 매수하고 있다는 뜻이다. 즉, 스프레드 확대는 투자자들의 연말 달러 유출(헤알화를 달러로 환전해 본국으로 송금)이나 내년 10월 대선과 같은 불확실성에 대비해야 한다는 경계심을 반영하는 신호이다. 브라질 대선은 항상 변동성 확대 재료로 작용해왔기 때문이다.

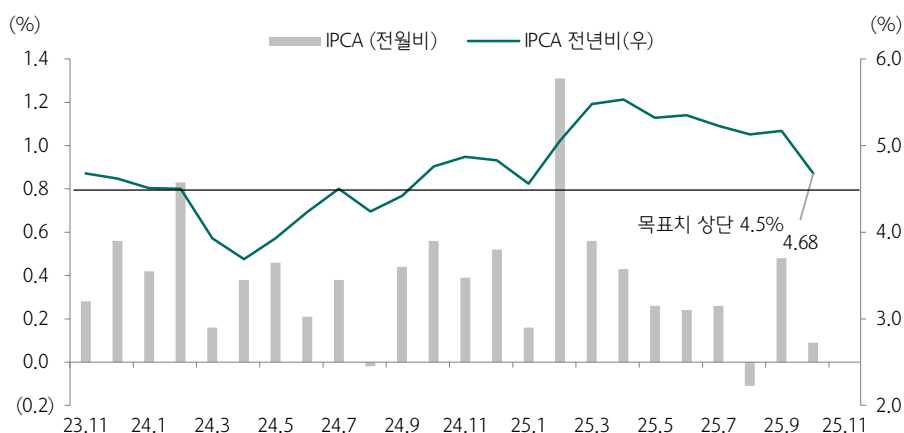
헤알화 강세 기조는 내년 1분기까지 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 과거 대선 당해 연도의 패턴을 보면 1분기까지는 헤알화가 달러와 원화 대비 평균적으로 강세를 보였으나, 2분기부터는 약세로 전환되는 경향이 있었다. 장기물 금리 또한 대선 당해 연도에 인하기였던 사례를 살펴보면 1분기까지는 소폭 하락하다가 2분기부터는 재차 반등하는 흐름을 보였다. 시장은 이미 내년 1분기 금리 인하를 가격에 반영하기 시작했다. 기존 보유자는 내년 1분기 중 차익 실현을, 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략을 권고한다.

도표 1. 10월 IPCA는 목표치 상단에 근접

#### 10월 IPCA

전년비 4.68% (9월 5.17%)

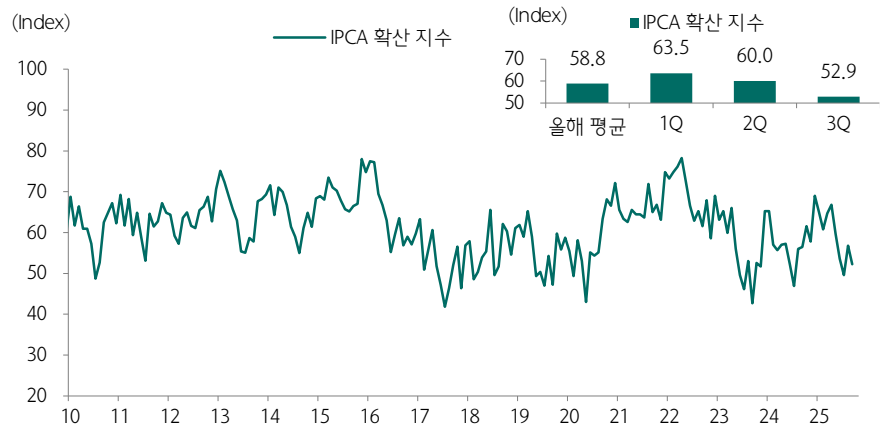
전월비 0.09% (9월 0.48%)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 전반적인 물가 확산세는 낮아지는 중

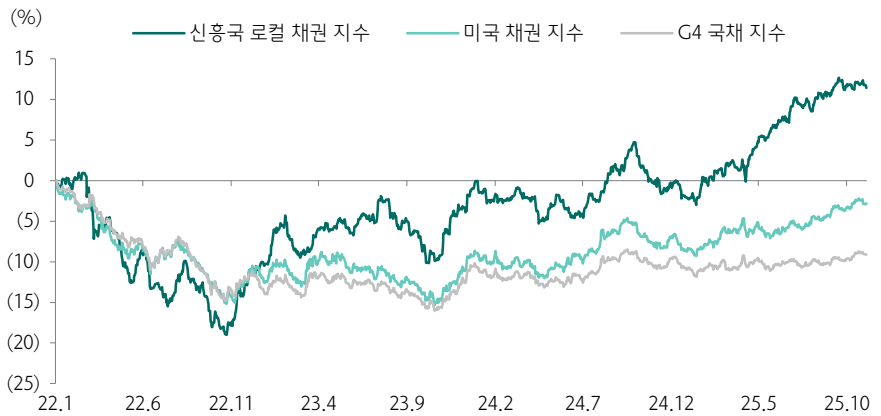
3분기 들어 물가 품목별 확산세 유의미하게 낮아지는 중



자료: Bloomberg, 하나증권

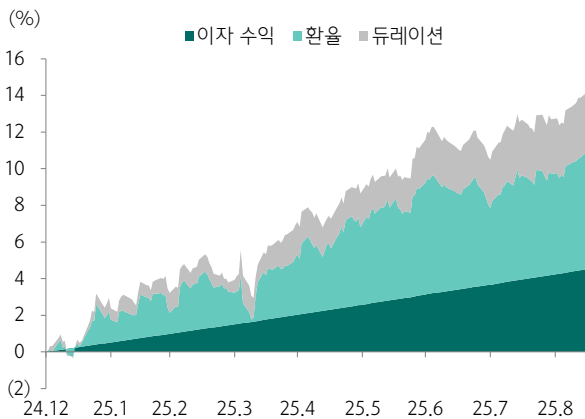
도표 3. 올해 채권시장은 신흥국이 주도

신흥국 로컬 채권 지수는 G4(미국, 유럽, 일본, 영국) 국채 및 미국 국채 대비 아웃퍼폼



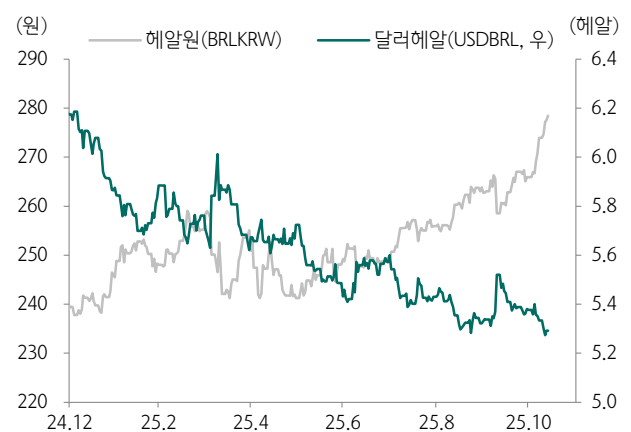
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 신흥국 통화 강세가 성과를 주도



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 연초 이후 헤알화 강세 지속



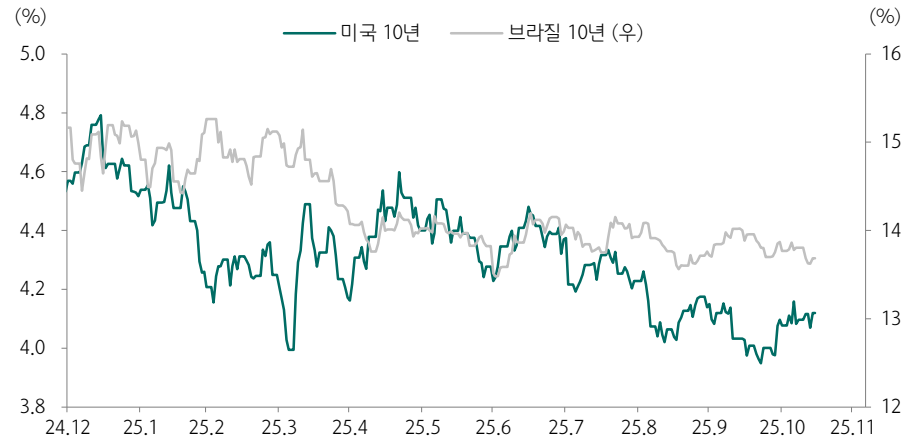
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국과의 금리 차별화 장세 이어지는 중

연초 이후

미국 10년물 45bp 하락

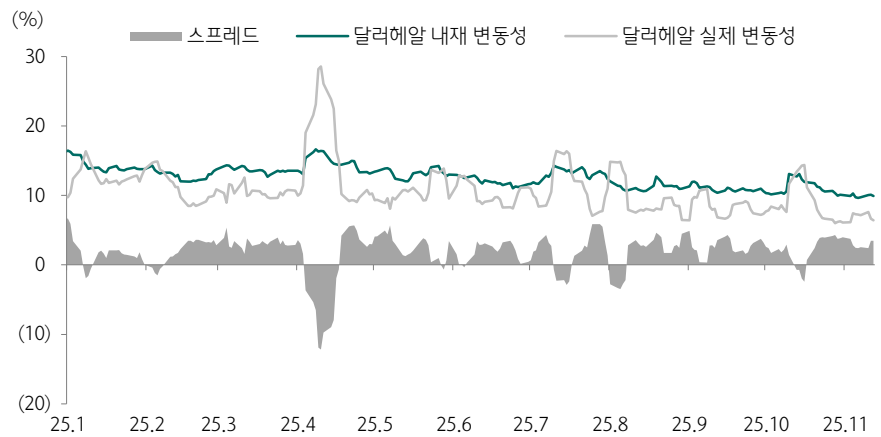
브라질 10년물 145bp 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

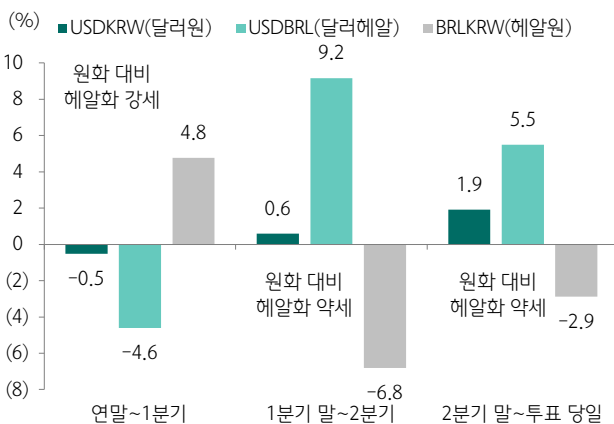
도표 7. 헤알화 강세 지속 가능성에 대한 의구심 확대되는 중

헤알화 강세 지속 가능성에 대한  
의구심을 보일 때 내재 변동성이  
실제 변동성보다 확대되는 경향



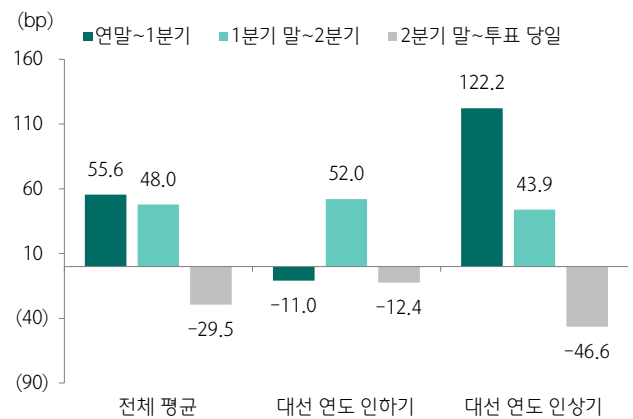
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 2분기부터 헤알화 약세 전환 가능성



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 환율 변동폭

도표 9. 장기물 금리 반등도 유의할 필요



자료: Bloomberg, 하나증권  
주: 브라질 10년 국채 금리 기준