금리차 확대를 이끄는 '두통' 전략

2025.11.12

2026년 해외채권 전망

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권

Contents

미국 채권시장 전망 3

Part 1. 금리 인하는 계속된다 6

Part 2. 연준의 새로운 전략 19

Part 3. 연준과 재무부의 공조 30

Part 4. 내년 주목해야 할 이슈 37

브라질 채권시장 전망 46

Part 1. 2025년 Review 48

Part 2. 인하를 하기 위한 조건들 55

Part 3. 2026년 전망과 리스크 요인 63

하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 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.

미국 채권시장 전망

금리차 확대를 이끄는 '투톱' 전략

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

Summary

[Part 1] 금리 인하는 계속된다

- 미국채 10년물 금리 방향성은 성장률과 물가가 핵심. AI 투자를 제외한 실질 성장률은 부진하지만, AI 투자는 당분간 지속될 전망
- 미국 가계 총자산이 증가하고 있음에도 실질 소득 감소와 소비 양극화(K자형 경제)가 나타나고 있으며, 최근 기업들의 정리 해고 본격화로 노동시장 추가 둔화 가능성이 커진 상황. 금리 인하 기조는 계속될 전망
- 무역 갈등은 단기간 해소되기 어려움. 달러 반등 시 기업들의 관세 부담 전가 가능성 낮아지지만, 유의미한 달러 반등 가능성은 낮음. 달러 자체의 힘보다는 다른 G10 국가들의 경제 부진을 상대적으로 반영하고 있다고 판단. 실물 경제와 정책 불확실성 감안 시 단기적 반등 있을 수 있겠으나 추세 전환은 시간이 필요. 물가의 경우 목표치 2%로 수렴하기까지 시간이 걸릴 것. 만약 관세 전가가 본격화된다면 하반기로 갈수록 인플레이션에 대한 우려 높아질 것

[Part 2] 연준의 새로운 전략

- QT 종료 ≠ QE 시작. 연준은 단기적으로 대차대조표를 일정하게 유지할 것. MBS/기관채 만기 회수분을 단기채에 재투자하며 총 자산 변화를 막고, 경제 성장으로 유통통화 등 비지준 항목 증가 시 단기채 매입으로 지준 감소에 대응할 것. 이는 단기채에 우호적인 수급 재료
- 하지만 QE 처럼 장기채를 매입하지 않으므로 장기채에는 공급 부담 요인으로 작용할 것. 이에 2/10년 스프레드는 추가 확대될 가능성이 높다고 판단. 연준의 단기채 보유 규모는 '26년 말 $5,400억, '27년 말 $1조로 크게 늘어날 것으로 추정

[Part 3] 연준과 재무부의 공조

- 미국채 10년물이 높은 수준을 유지하고 있는 것은 텀 프리미엄이 높은 수준을 유지하고 있기 때문. 결국 재정적자와 공급 부담을 해결해야 함. 관세 인상만으로는 적자 개선이 미미하며, 금리 인하로 순이자 비용을 감축하더라도 재정적자 우려는 지속되어 대규모 채권 발행은 불가피
- 4분기 QRA를 통해 재무부는 내년부터 단기채 발행 확대를 시사. 이는 공급 부담 요인. 하지만 1) 연준의 단기채 비중 확대 2) 은행 SLR 규제 완화에 따른 국채 보유 증가 3) 스테이블코인의 단기채에 대한 약 $9,000억의 추가 수요는 단기채 발행 부담을 완화시키는 요인

[Part 4] 내년 주목해야 할 이슈

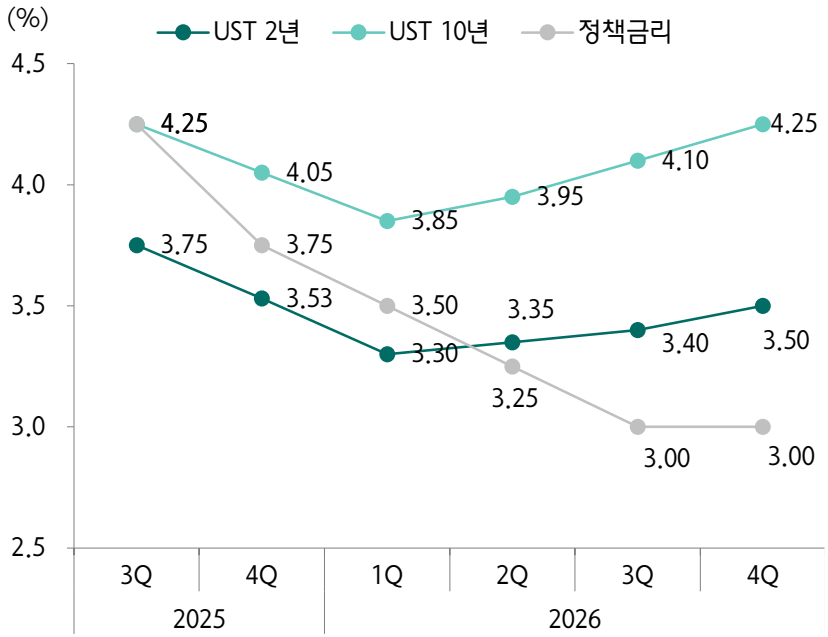
- 새롭게 꾸려질 연준과 중간선거를 주목할 필요. 파월 의장 임기 만료 후 트럼프 진영이 연준 이사회의 과반을 차지할 것. 내년 투표권이 있는 지역 연은 총재들이 매파적 인물로 교체되더라도, 새로운 의장과 함께 비둘기파적으로 변할 이사회를 감안하면 금리 인하는 계속될 것
- 내년 11월 중간선거 이후에는 공화당이 하원에서 과반수를 상실할 것으로 예상. 과거 중간선거와 인하기가 동시에 진행되었던 1998년처럼 성장률 반등과 함께 미국채 금리가 반등했던 사례를 참고할 필요

[2026년 미국 채권시장 전망] 금리차 확대를 이끄는 '투톱' 전략

2026년 미국 채권시장 전망

- 내년 말 미국 정책금리 3.00% 전망. 올해 12월 추가 1차례, 내년 추가 3차례 인하 전망
- 내년 1분기까지 성장률 둔화 이어지다 경기 부양책에 힘입어 장기물 중심 금리 반등 예상. 2/10년 스프레드 점진적 확대 전망

2026년 정책금리 및 국채 금리 전망



자료: 하나증권
주: 25년 3분기는 확정치, 4분기부터는 평균치

2026년 정책금리 및 국채 금리 전망

구분	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
UST 2년	3.75	3.53	3.30	3.35	3.40	3.50
UST 5년	3.80	3.68	3.50	3.60	3.65	3.70
UST 10년	4.25	4.05	3.85	3.95	4.10	4.25
UST 30년	4.85	4.60	4.40	4.50	4.60	4.65
정책금리	4.25	3.75	3.50	3.25	3.00	3.00

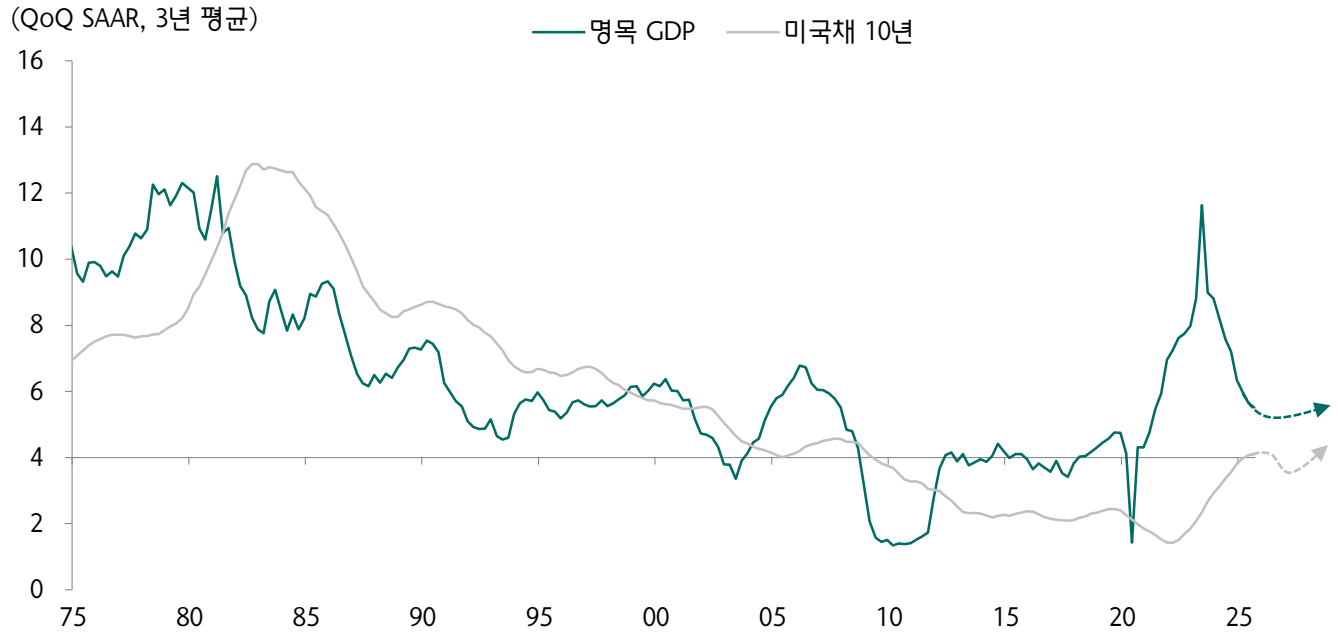
자료: 하나증권
주: 25년 3분기는 확정치, 4분기부터는 평균치

Part 1. 금리 인하는 계속된다

성장률과 물가가 핵심

- 큰 틀에서 보면 미국채 10년물 금리는 명목 성장률(실질 성장률+인플레이션)과 유사한 흐름. 결국 성장률과 물가가 핵심
- 1분기까지 성장률 둔화 흐름 이어지다 11월 중간 선거를 앞두고 경기 부양에 힘입어 장기물 금리 중심 반등하는 흐름 전망

미국채 금리는 명목 성장률과 유사한 궤적

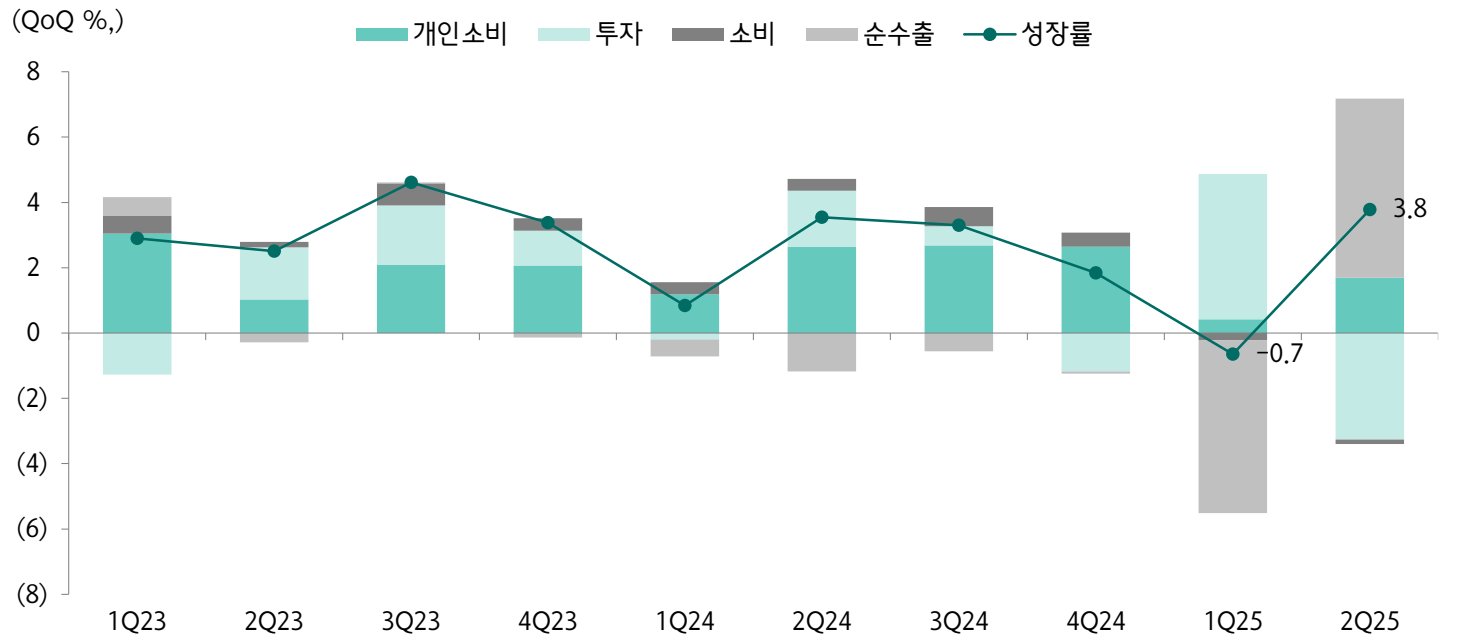


자료: Bloomberg, 하나증권

아직까지는 견조한 성장률

- 미국 2분기 GDP는 3.8%로 견조한 성장세 이어갔음. 수입 급감으로 순수출이 크게 상승했고 개인소비가 반등한 영향
- 하지만 성장률 펀더멘털은 취약해져가는 중. 가장 큰 비중을 차지하는 소비가 늘었음에도 불구하고 투자가 큰 폭으로 감소

미국 성장률 Breakdown

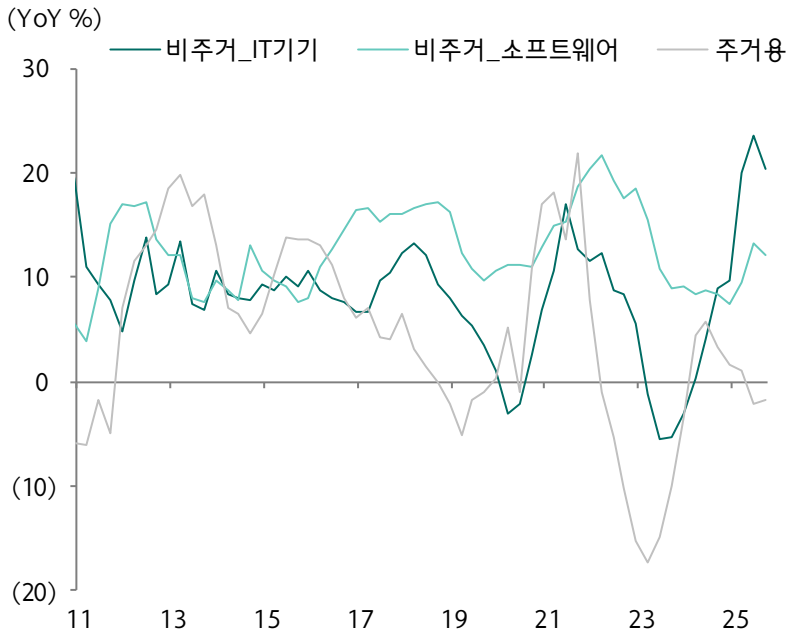


자료: Bloomberg, 하나증권

AI BOOM!

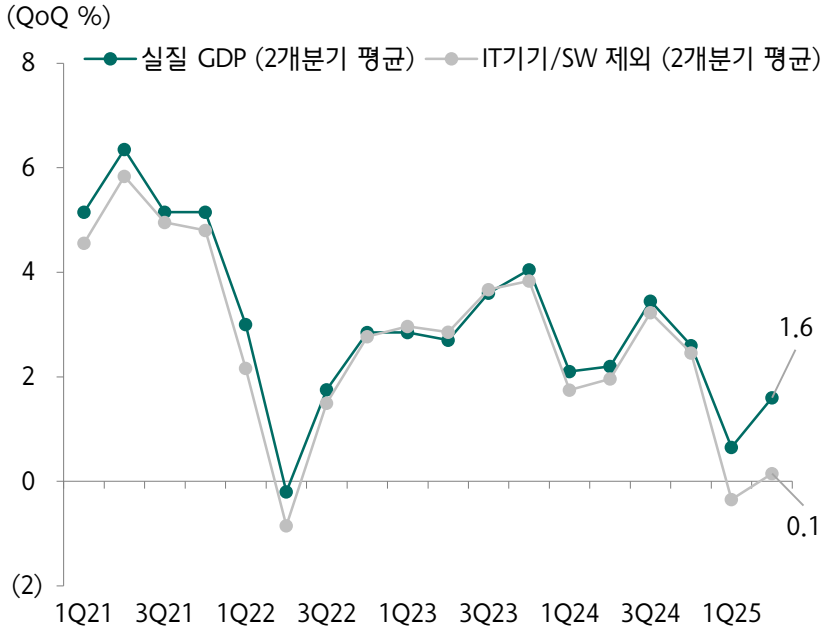
- 부문별 실질 투자 증가율을 살펴보면 IT기기와 소프트웨어 투자는 급증한 반면 주거용 투자는 역성장
- 작년 말부터 1) 전체 성장률과 2) IT 기기와 소프트웨어를 제외한 성장률은 부진한 흐름 지속
- 결국 AI 투자가 미국 성장률 하단을 받쳐주고 있는 상황

부문별 실질 투자 증가율



자료: Bloomberg, 하나증권

AI 관련 투자 제외한 성장률은 미미함

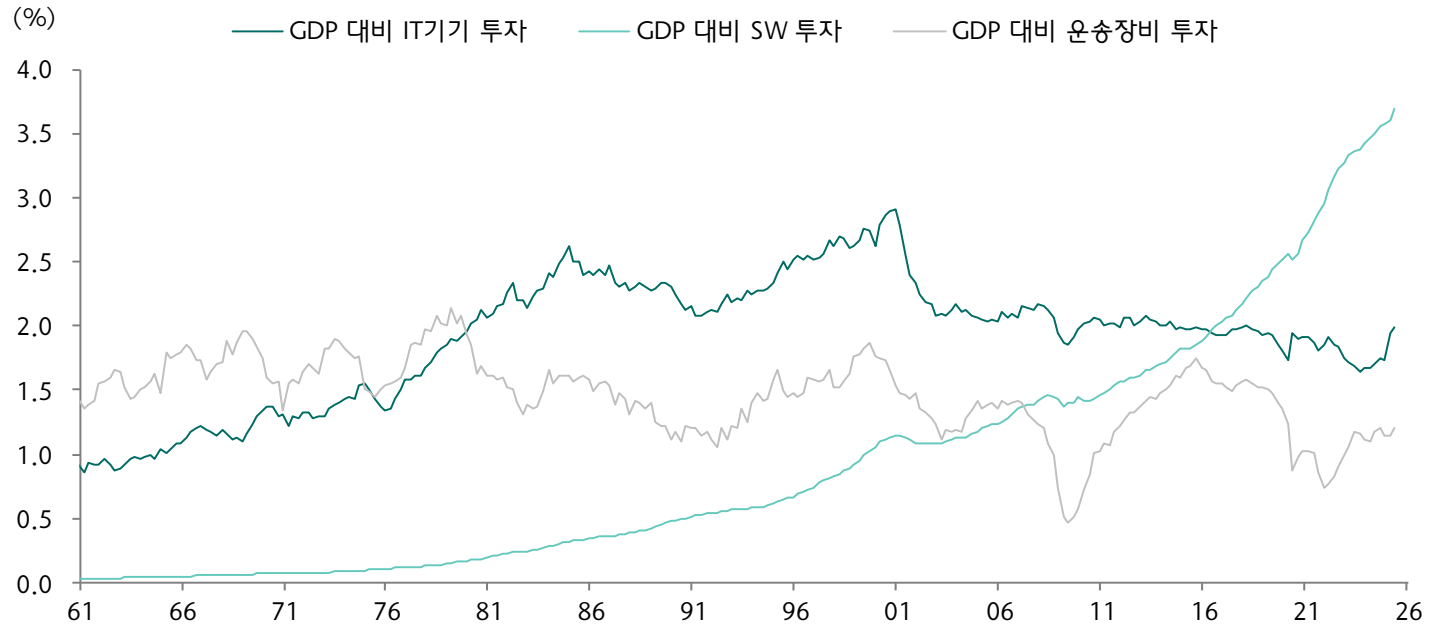


자료: Bloomberg, 하나증권

지속 가능할 것인가?

- AI 투자 지속 가능성에 대한 의구심이 생기기 마련. 하지만 투자 규모로 판단하기 보다 GDP와 비교하는 것이 합리적
- GDP 대비 IT 기기 투자 비중을 보면 과거 닷컴 버블 때보다는 낮은 수준. AI 투자는 당분간 지속될 전망

IT 기기 투자 비중은 아직까지 과거 닷컴 버블보다 낮은 수준

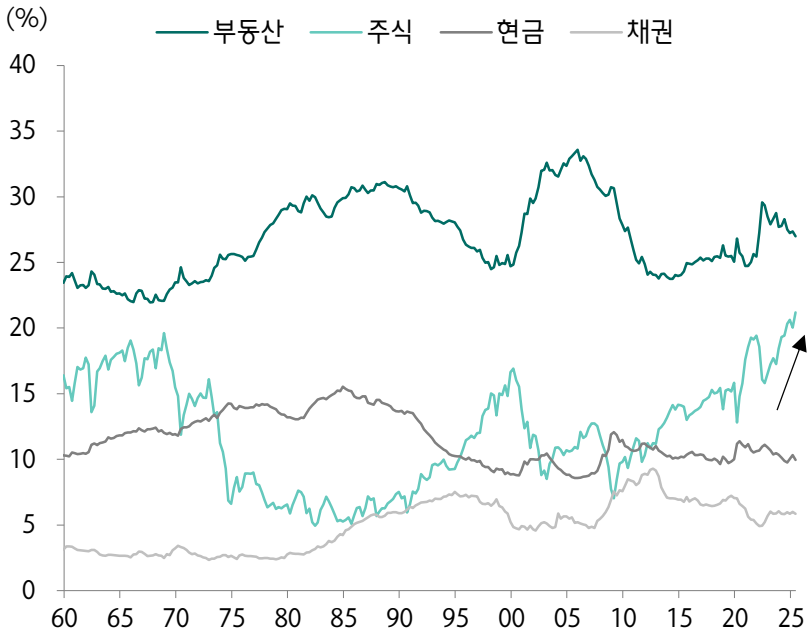


자료: Bloomberg, 하나증권

자산 증대에도 실질 소득 감소

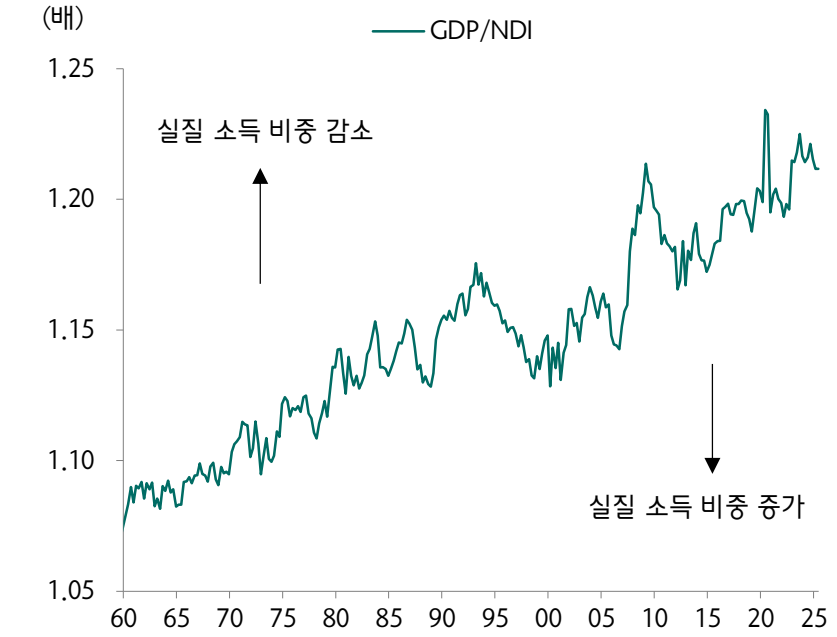
- 주식시장 활황에 힘입어 가계 총자산은 큰 폭으로 상승. 하지만 주식을 제외한 부동산, 현금, 채권 비중 모두 감소
- AI 관련 비주거 투자는 감가상각이 심해 장기적 가치 보존 측면에서 의문이 제기됨. 고정자본소모를 제외한 국내 순소득(NDI)은 감소
- 결국 국내 순소득(NDI)대비 GDP 비율이 증가한다는 것은 미국 내에서 실제로 쓸 수 있는 소득 비중은 줄어들고 있음을 의미

가계 총자산은 큰 폭으로 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

하지만 실제로 쓸 수 있는 소득은 감소 중

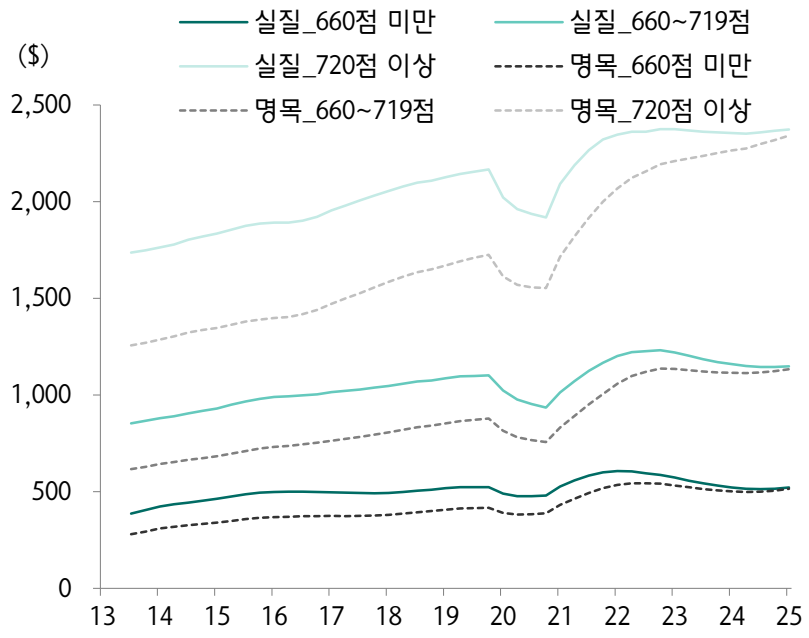


자료: Bloomberg, 하나증권

자산 증대에도 소비 양극화 (K-자형 경제)

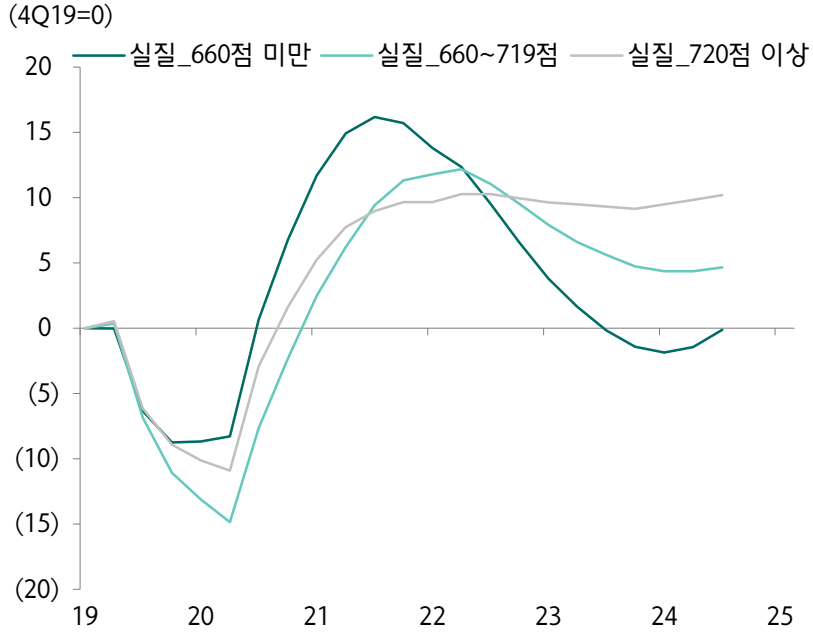
- 고신용 소비자들의 2분기 명목 신용카드 지출액은 최고치 기록. 하지만 인플레이션을 차감한 실질 지출액은 2년 전과 동일한 수준
- 저신용 소비자들의 경우 실질 지출액은 감소하고 있으며, 팬데믹 직전 대비로도 고신용 소비자들과 소비 차별화가 나타나는 흐름
- 실질 지출액 감소는 1) 가계 재정 약화로 소비를 꺼려하거나 2) 신용한도 제약을 받고 있을 가능성

실질 기준으로 보면 고신용 소비자들의 지출은 2년 전과 유사



자료: FR Y-14M Data, Federal Reserve Bank of Philadelphia, 하나증권

팬데믹 직전 대비 저신용 소비자들은 지출을 오히려 축소

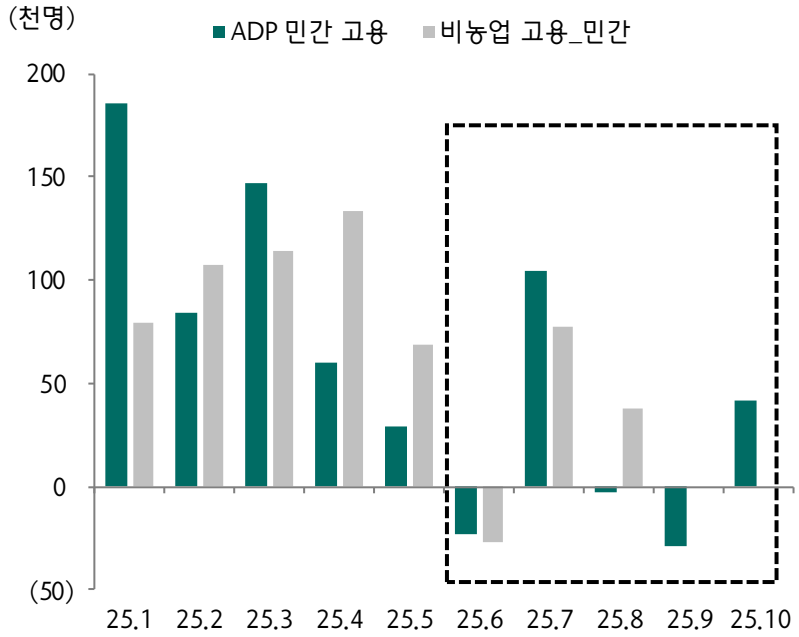


자료: FR Y-14M Data, 하나증권

침체를 우려할 만한 수준은 아니지만

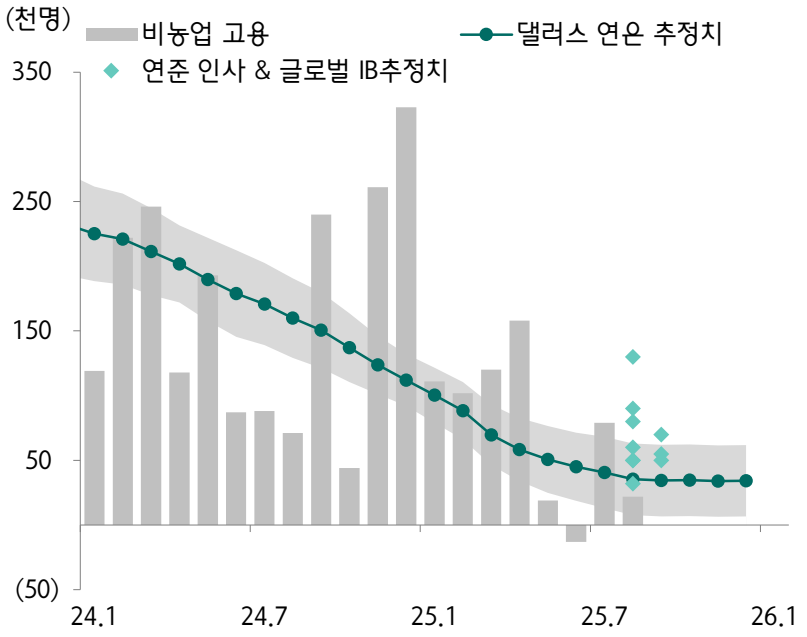
- 작년 하반기부터 올해 상반기까지 실업률이 낮은 수준을 유지할 수 있었던 이유는 수요와 공급이 낮은 수준에서 균형을 유지했기 때문
- 하반기 들어 노동력 수요가 부진하며 균형이 어긋나기 시작. 하지만 신규 고용 BEP 수준도 낮아졌기에 침체를 걱정할 만한 수준은 아님

하반기 들어 노동력 수요가 크게 부진



자료: Bloomberg, 하나증권

하지만 신규 고용 BEP 추정치도 함께 낮아졌음

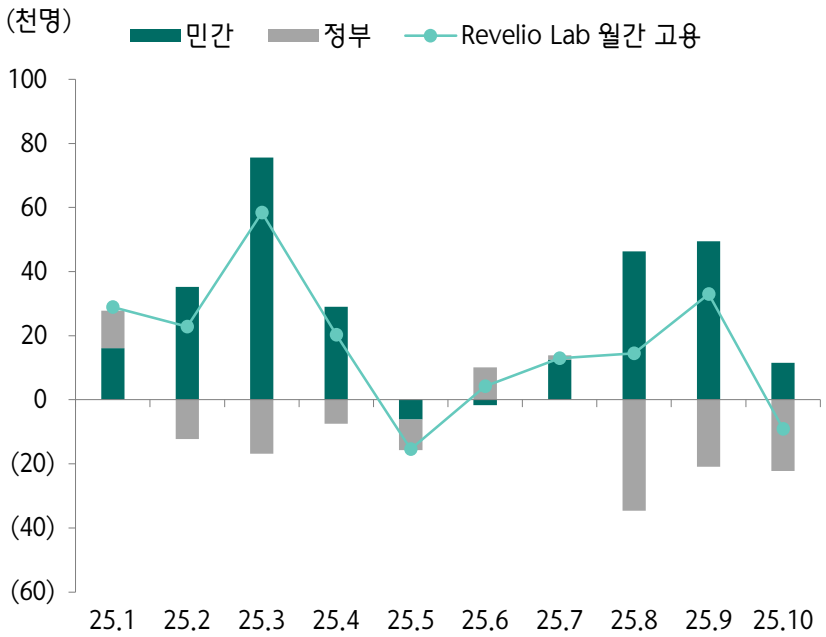


자료: Dallas Fed, Bloomberg, 하나증권

추가 둔화 가능성은 높아지는 중

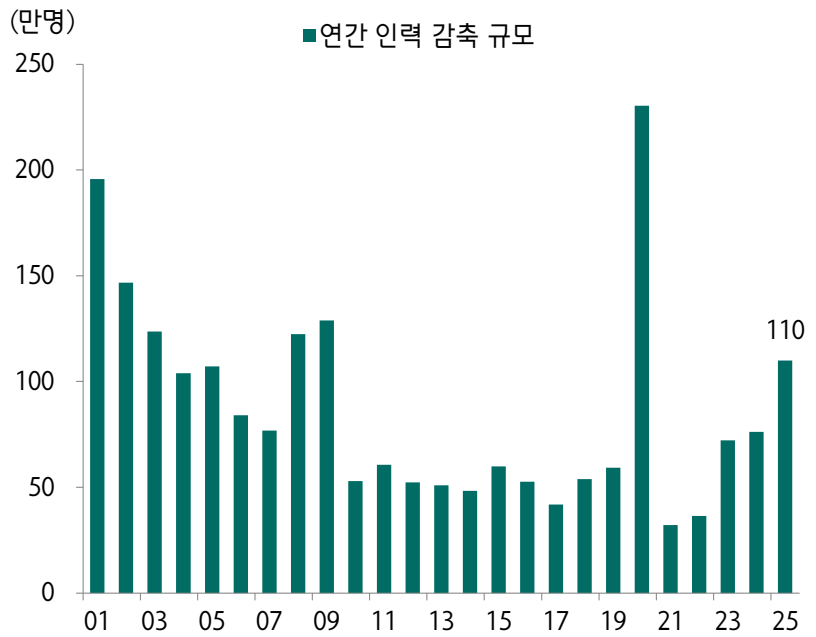
- 셧다운으로 공식 데이터가 부재한 가운데 Revelio Lab에서 발표하는 월간 데이터도 노동시장 둔화를 시사
- 미국 기업들은 올해 100만명이 넘는 인력을 감축. 팬데믹을 제외하면 2009년 이후 가장 높은 수준
- 정리 해고(Layoff) 물결이 팬데믹 이후 규모를 확장했던 회사에 국한된 것인지, 전 산업에 걸쳐 발생하는지 지켜볼 필요

노동시장 추가 둔화 가능성



자료: Revelio Lab, 하나증권

올해 누적 인력 감축 규모는 100만명을 상회

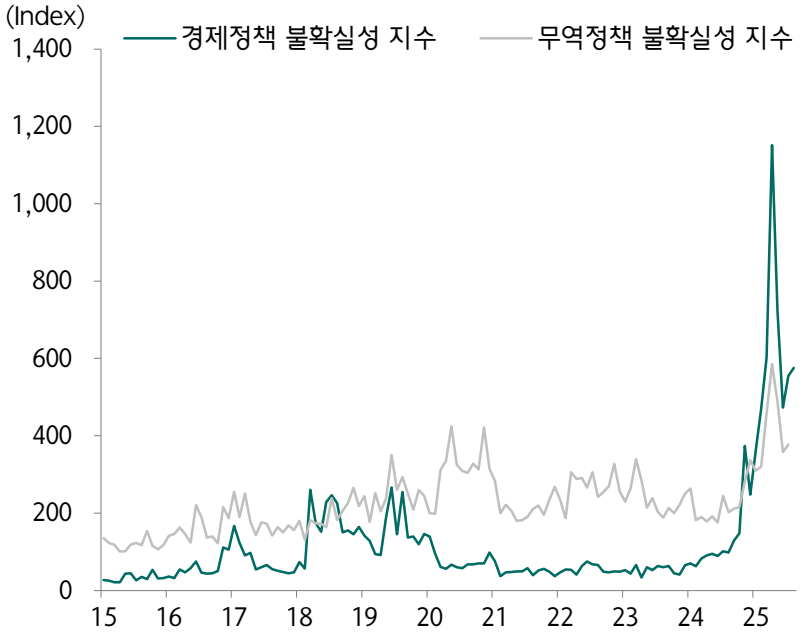


자료: Challenger, Gray & Christmas, 하나증권

무역 갈등 해소되기 어렵다

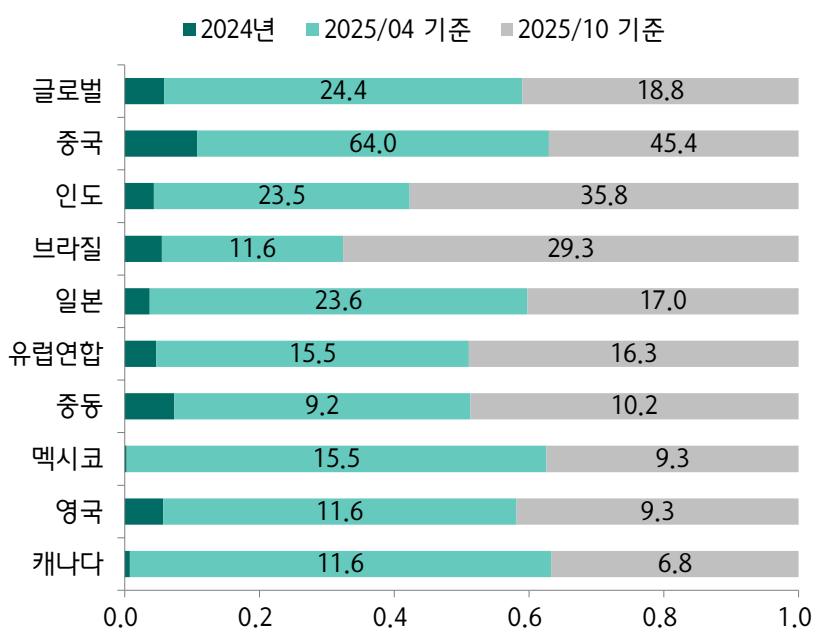
- 최근 미중 무역 갈등 완화되는 조짐이지만 내년에도 관세 조정 등 무역 갈등이 재차 불거질 가능성 배제할 수 없음
- 미국은 AI/반도체, 중국은 핵심 광물인 희토류를 통제. 무역 갈등 이면에는 기술 패권 경쟁이 핵심
- 이제 시장의 관심은 관세로 인한 국가별 투자와 소비로의 파급 효과가 클 것인지에 대한 의문이 남아 있음

관세로 인한 불확실성이 어느때보다 높아진 상황



자료: Ahir, Bloom, and Furceri 2022; Caldara and others 2020; Davis 2016, 하나증권

국가별 실효 관세율 추이

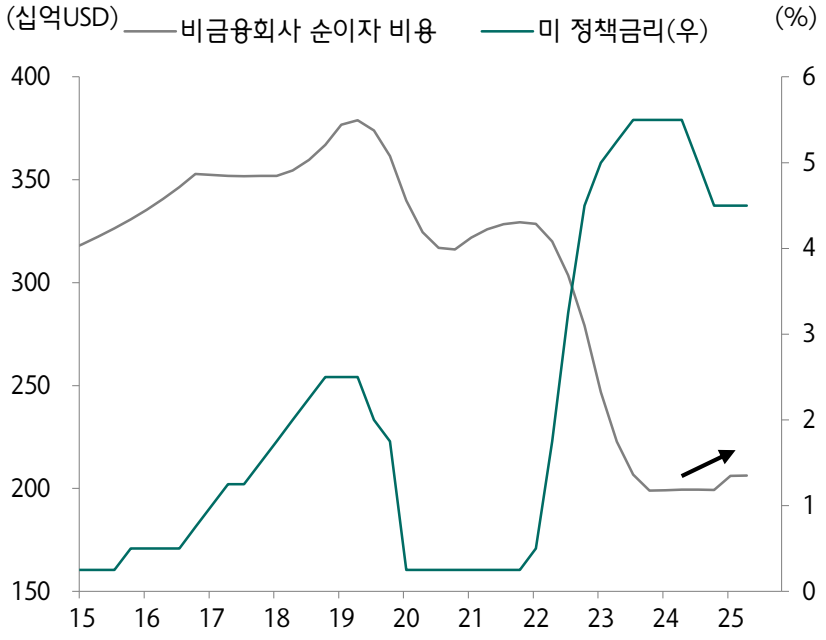


자료: : US International Trade Commission; WTO-IMF Tariff Tracker, 하나증권

관세 전가 리스크 유효하지만

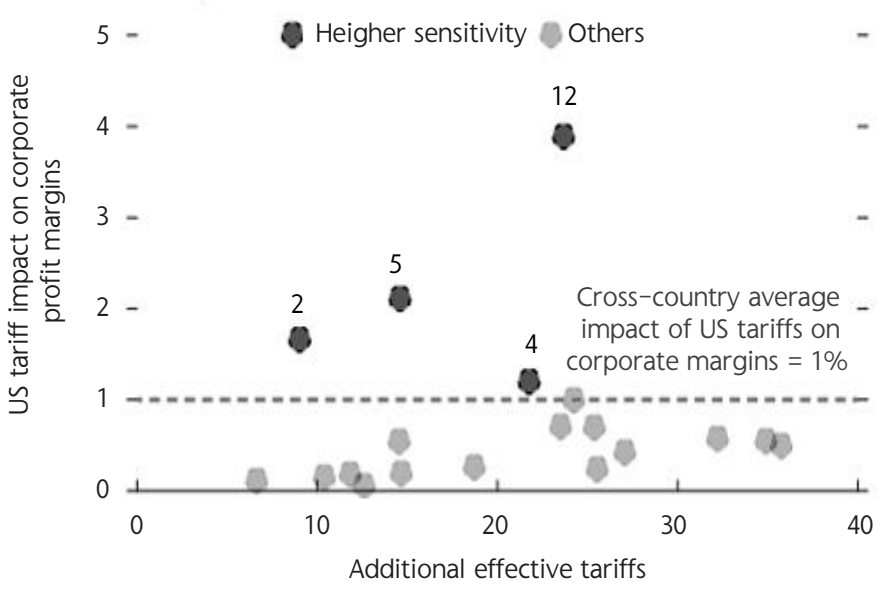
- 만기가 도래하는 기업 부채가 높은 고정 금리로 차환되어야 함에 따라 비금융회사들의 순이자 지급액이 증가하기 시작
- 관세에 민감한 기업들의 경우 높은 차환 비용과 관세 부담으로 추가 관세 비용을 흡수할 여력이 제한적일 것
- 이윤 마진 관리 및 운영 효율성 개선을 위해 추가 비용을 소비자에게 점진적으로 전가할 가능성. 이는 인플레이션 상승 요인

고금리 환경 지속되면서 순이자 비용 증가하기 시작



자료: BOA, World Economic Outlook database, 하나증권

관세는 기업 이윤 마진을 평균적으로 1%p 감소

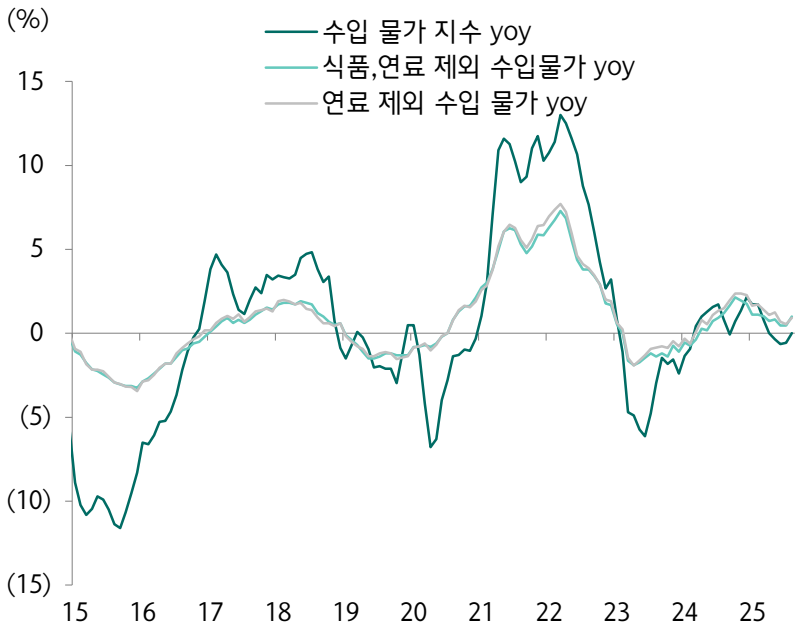


자료: Dealogic; IMF, World Economic Outlook database, 하나증권

당분간은 우려가 크지 않을 듯

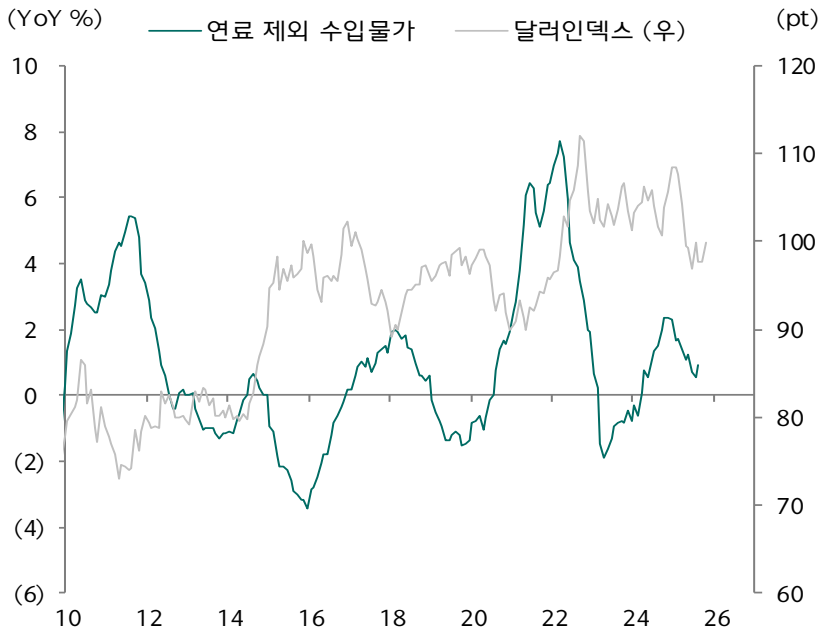
- 달러 반등은 수출업자들의 마진 압박을 일부 완화시킬 수 있음. 다만, 최근 반등세는 달러 자체의 힘보다는 미국 외 G10 국가들의 경제 부진을 상대적으로 반영하고 있다고 판단. 실물 경제와 정책 불확실성 감안 시 추세 전환은 시간이 필요함
- 달러 약세는 수입 물가 상승으로 연결될 수 있음. 관세 전가가 본격화된다면 하반기부터 인플레이션 우려가 재차 불거질 가능성

수입 물가 점진적 상승 예상



자료: Bloomberg, 하나증권

달러 약세는 수출업자에게 부담 요인

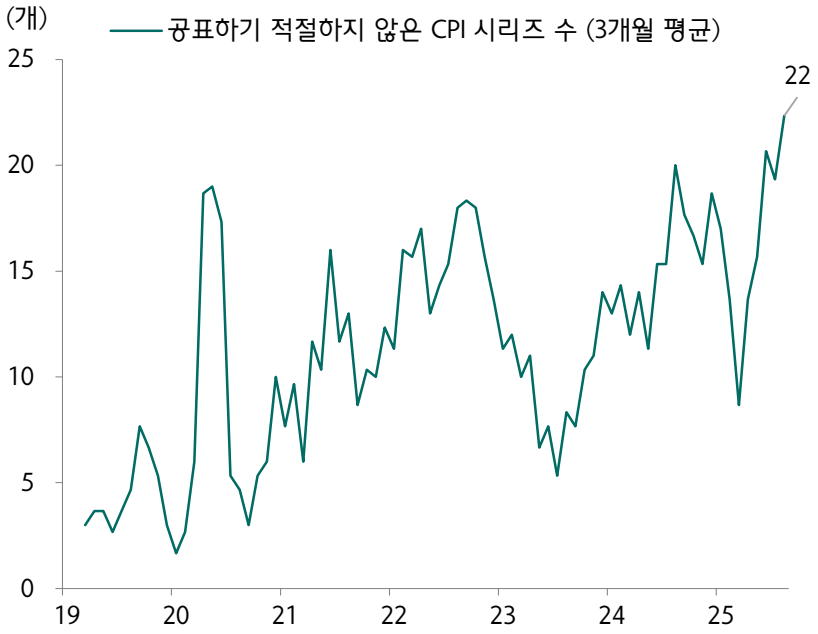


자료: Bloomberg, 하나증권

CPI 데이터 왜곡은 내년 상반기까지 상수

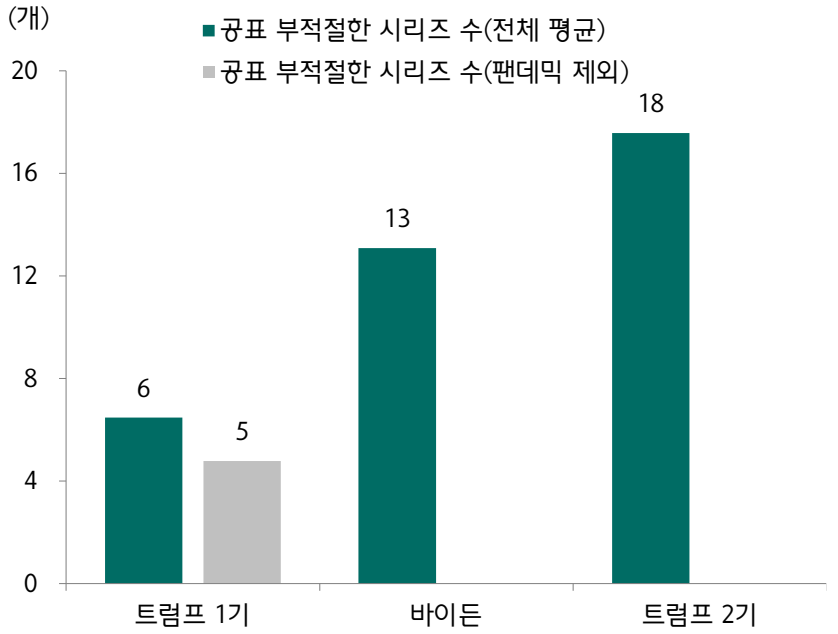
- 셧다운 이전부터 CPI 데이터 품질은 악화되고 있었음. BLS가 발표하는 '공표하기 부적절한 CPI 시리즈 수'는 역대 최고치
- CPI 데이터 왜곡에도 소비 양극화 및 부진한 노동시장으로 금리 인하를 단행할 명분은 충분하다고 판단

셧다운 이전부터 CPI 데이터 품질은 악화되고 있었음



자료: BLS, 하나증권

트럼프 2기 들어 데이터 불확실성이 높아지는 중



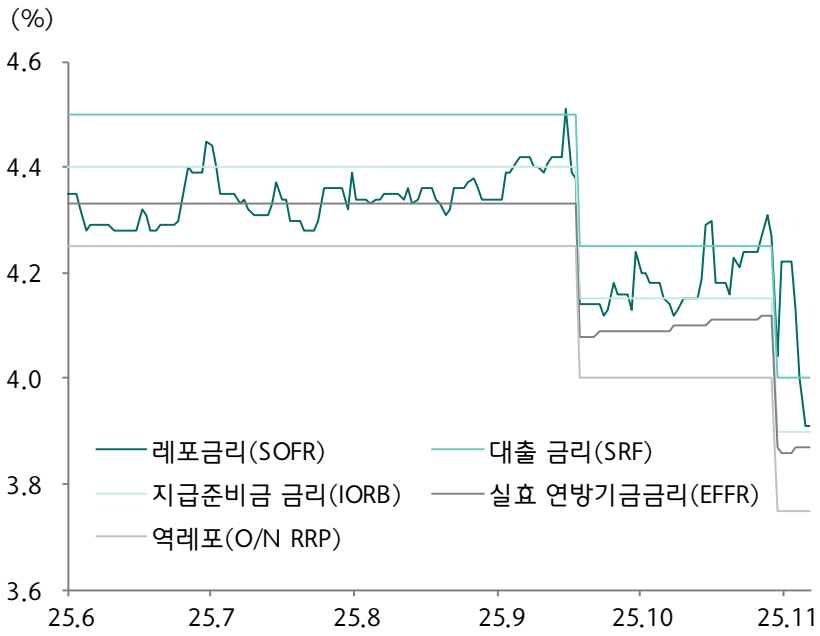
자료: BLS, 하나증권

Part 2. 연준의 새로운 전략

금융 시스템의 균열

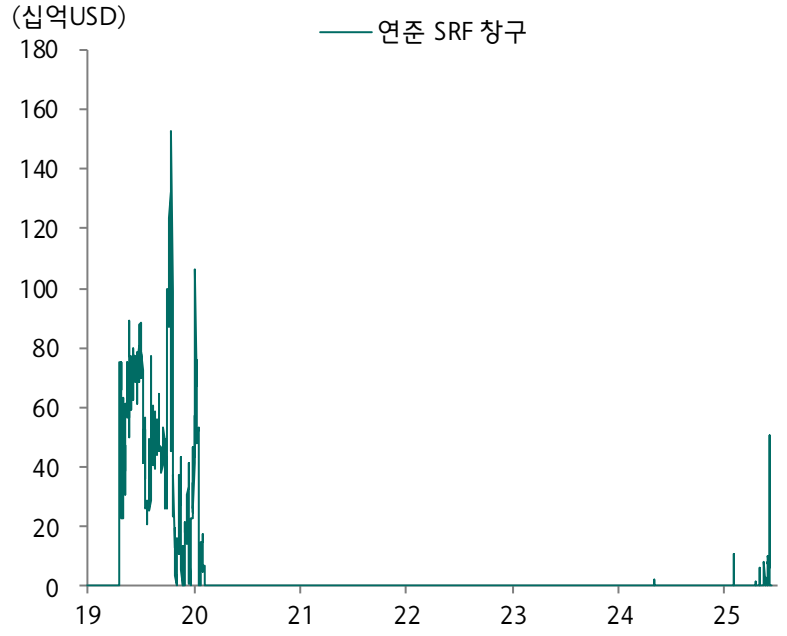
- 10월 중순부터 시장에서 정상적인 경로로 자금 조달이 어려워지고 있다는 신호 등이 나타났음
- 레포금리(SOFR)가 지급준비금 금리(IORB)를 상회. 소형은행들이 더 비싼 이자를 주고도 현금을 확보하기 위한 움직임
- '비상 소화전' 역할을 하는 연준의 상설 레포 기구(SRF) 이용량도 급증. 유동성 부족 현상이 심화되는 중

10월 말까지 일시적으로 유동성 리스크 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

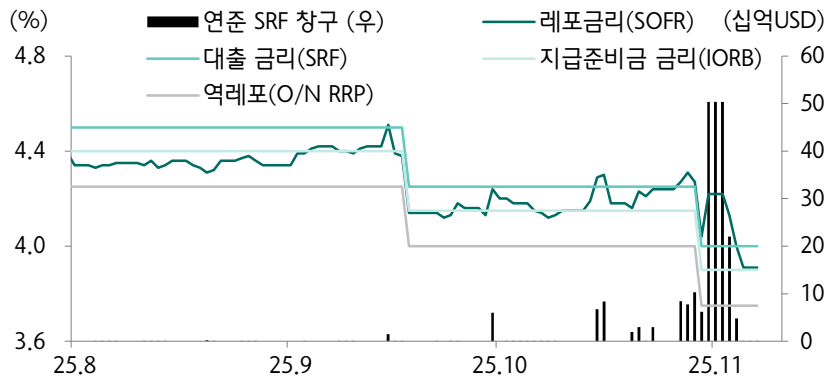
SRF 창구 이용량 급증



자료: Bloomberg, 하나증권

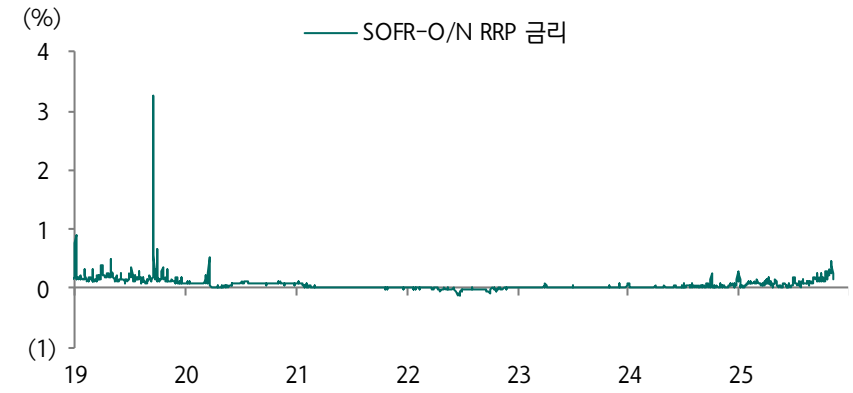
끝날 때까지 끝난 게 아니다

레포금리(SOFR) 급등. 유동성 경색 위험 증가



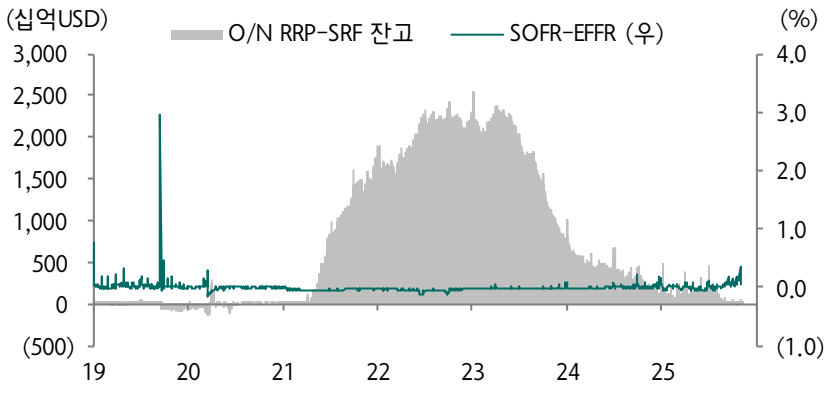
- 10월 말 레포금리(SOFR)는 지급준비금 이자(IORB) 뿐 아니라 SRF 금리마저 일시적으로 상회 후 급락. 단기 자금 시장 유동성 경색 위험이 높아졌다는 신호
- 10월 말 이후 SOFR 급락은 은행 자금 조달 비용을 10~30bp 절감. 단기적으로는 대출이 가속화되어 자산 가격 상승으로 연결되겠지만, 저렴해진 달러 자금은 캐리 트레이드를 유발해 통화 변동성을 높일 것

SOFR-역레포 금리 스프레드 확대 후 소폭 하락



자료 : Bloomberg, 하나증권

SOFR-EFFR 스프레드도 일시적으로 확대 후 소폭 하락



자료 : Bloomberg, 하나증권

연준 대차대조표(Balance Sheet)

- 연준 자산과 부채는 항상 일치해야 함. 연준 총 자산은 QT 직전 $8.9조에서 $6.6조까지 하락
- 연준이 QT를 단행하면서 자산 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 미국채와 MBS/기관채 재투자를 중단했기 때문
- 연준 부채 항목 내 지급준비금은 $3조를 하회하기 시작

연준 총 자산	현재	QT 직전	변화량
	십억USD	십억USD	십억USD
미국채(Treasury)	4192.7	5769.4	-1576.7
T-bill	195.5	326.0	-130.6
T-note/bond	3575.0	4975.5	-1400.4
MBS+기관채	2072.3	2709.8	-637.5
레포,대출,스왑 등	216.1	361.0	-144.9
금+SDR 등	98.1	85.9	12.2
기타 연준 자산	44.4	29.6	14.8
연준 총 자산	**6623.6**	**8955.8**	**-2332.1**

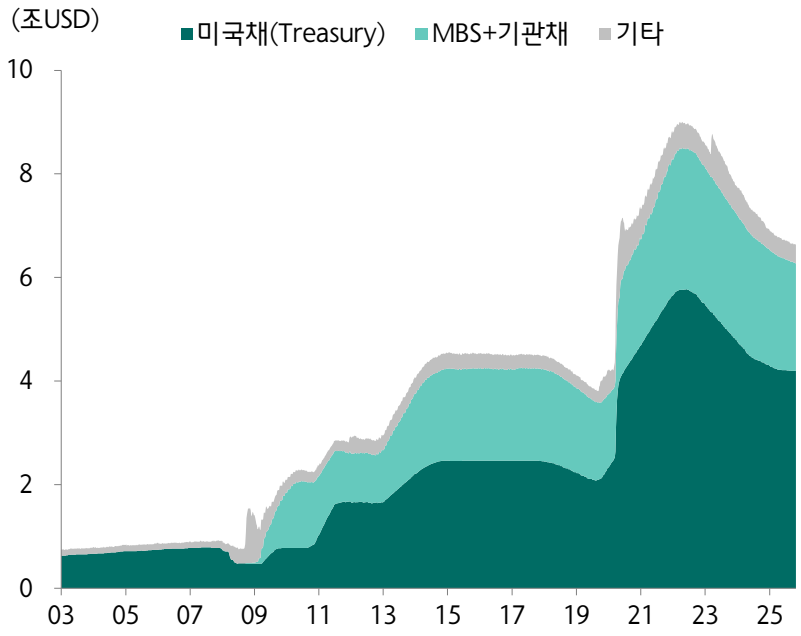
연준 총 부채	현재	QT 직전	변화량
	십억USD	십억USD	십억USD
지급준비금	2851.9	3315.0	-463.1
유통통화	2421.9	2275.9	146.0
TGA 잔고	942.7	801.7	141.0
역레포(RRP) 잔고	372.5	2258.2	-1885.7
기타 예금 등	223.7	246.0	-22.2
기타 부채 및 자본 등	-189.1	67.0	-256.1
연준 총 부채	**6623.6**	**8955.8**	**-2332.1**

자료: Bloomberg, 하나증권

자산=부채

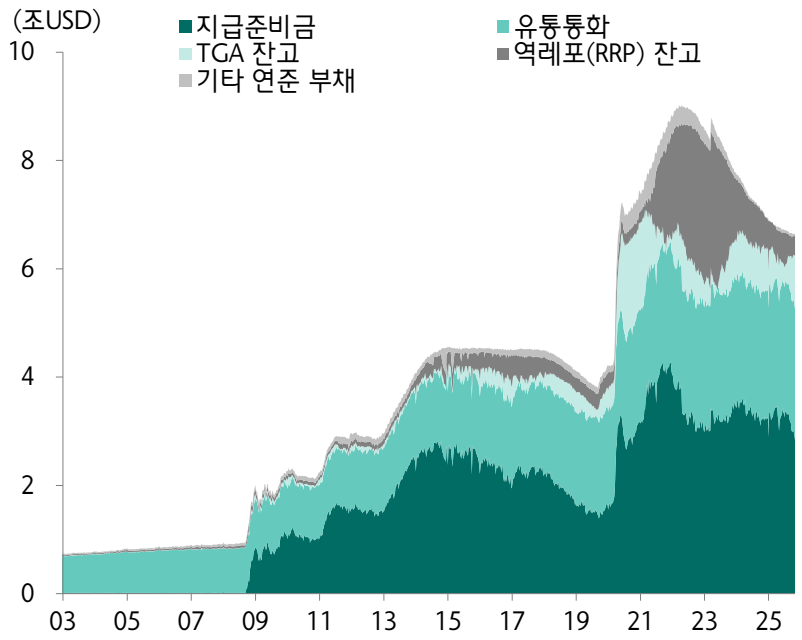
- 실제 QT 종료는 12월. 종료 시점이 빨라진 이유는 지급준비금(이하 지준)이 빠르게 감소했기 때문
- 연준이 발표한 QT 종료 후의 경로는 MBS/기관채 그대로 축소(만기 회수 후 단기채 투자), 국채는 그대로 재투자
- 결국 연준 자산 내 항목만 교체한 것이므로 연준 총 자산은 변화가 없게 됨. 그럼 연준 총 부채도 변화가 없어야 함

연준 자산 항목: 2022년 QT 이후 미국채와 MBS 규모 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

연준 부채 항목: 지급준비금은 3조 달러 하회

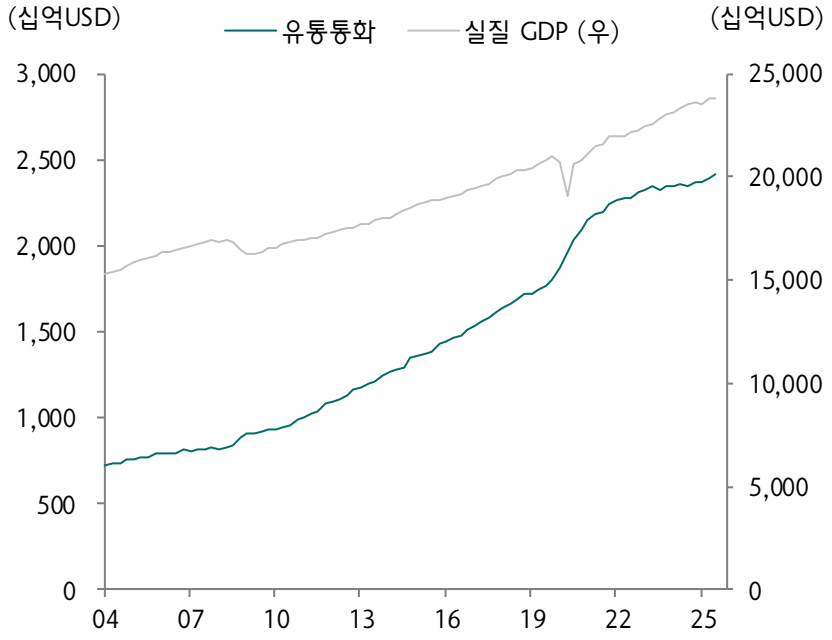


자료: Bloomberg, 하나증권

향후 지준을 증가시키기 위해서는

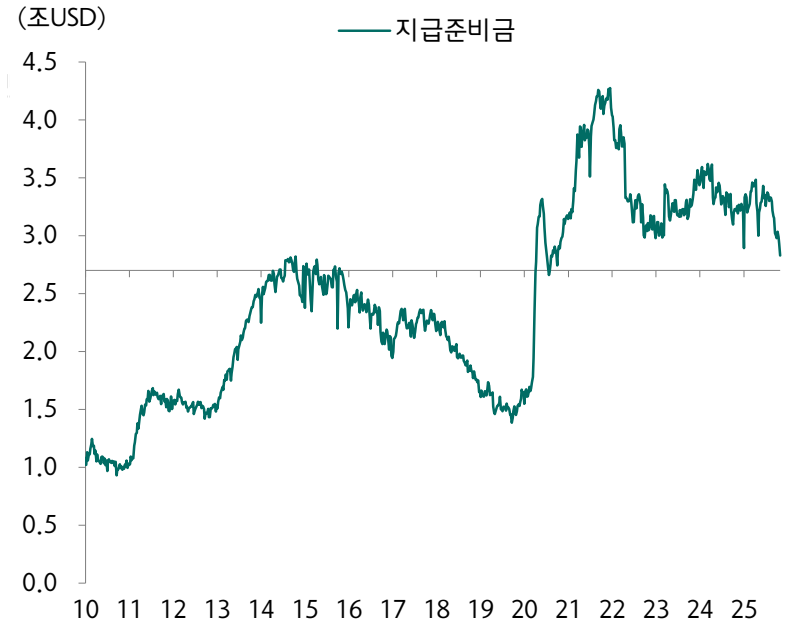
- 실물 경제가 강해지면 유통통화(시중에 유통되는 화폐) 등 비지준 부채 항목이 증가하게 됨. 이는 연준 총 부채 증가로 연결
- 연준 총 자산이 변화가 없으므로 부채도 변화가 없어야 함. 결국 비지준 항목 증가는 지준 감소로 연결
- 단, 지준 $2.7조가 연준이 감내할 수 있는 하단으로 보고 있기에, 향후에는 지준을 재차 증가시켜야 함

경제가 성장할수록 유통통화는 증가하기 마련



자료: Bloomberg, 하나증권

지급준비금 $2.7조가 감내할 수 있는 하단

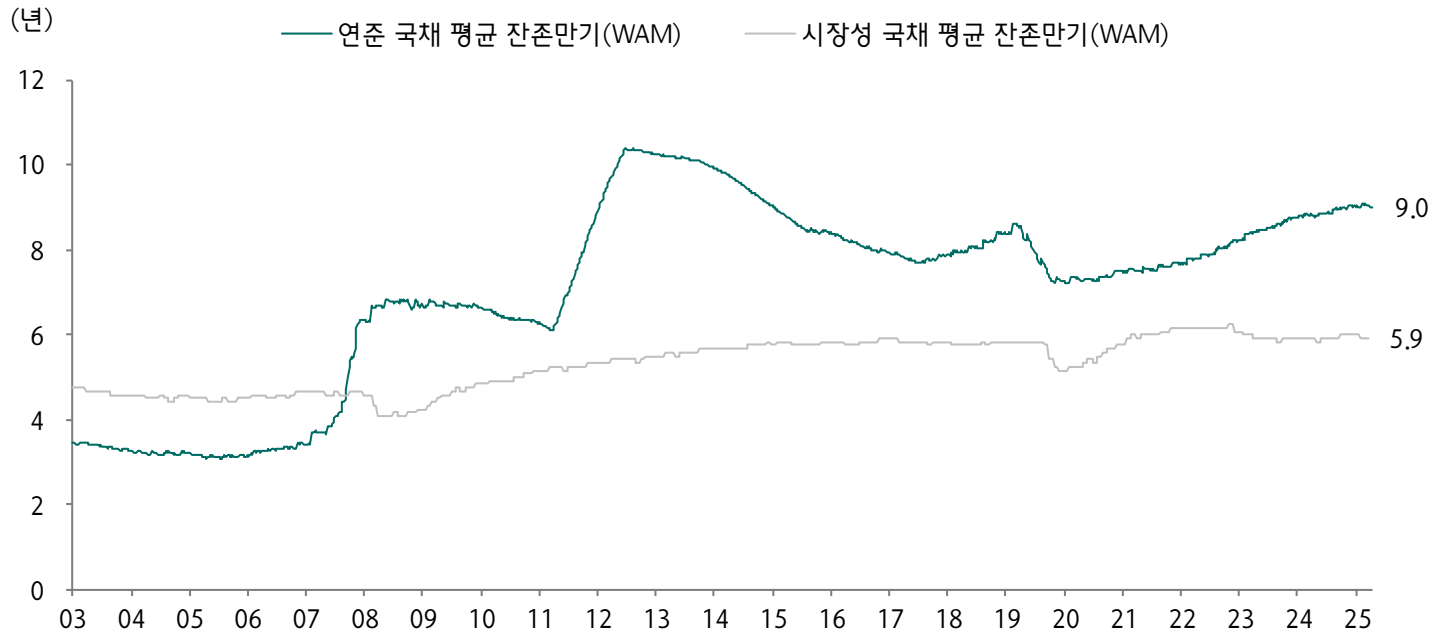


자료: Bloomberg, 하나증권

단기채를 매입해 대응

- 지준을 증가시키기 위해서는 미국 국채를 매입할 필요. 부채 증가 → 자산 증가
- 10월 FOMC에서 연준의 보유 채권의 가중 평균 잔존 만기(WAM)를 시장 평균 수준으로 낮추겠다는 입장을 재확인
- 연준의 국채 WAM(9.0년)은 시장 WAM(5.9년)보다 약 3년이 김. 결국 지준 증가(부채 증가) 시 단기채를 매입(자산 증가)해 대응

시장 평균 만기 수준으로 낮추려는 연준

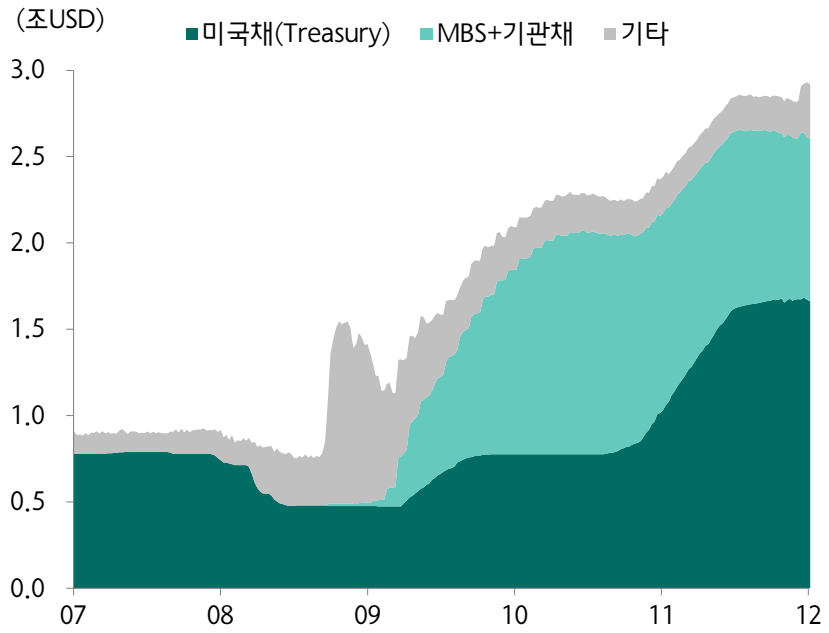


자료: Fed, US Treasury, 하나증권

QT 종료 ≠ QE 시작

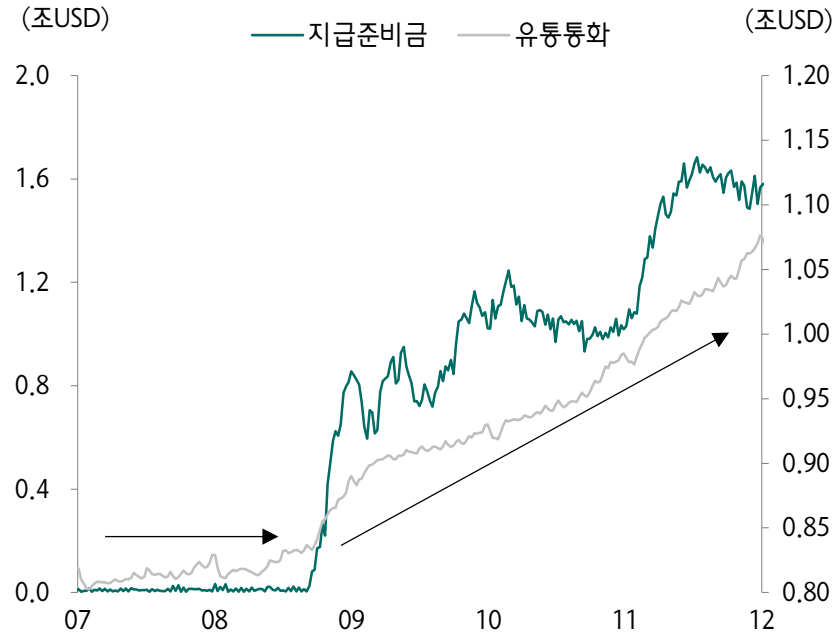
- 연준의 자산 매입이 QE를 의미하는 것이 아님
- 침체기에서는 실물 경제가 잘 돌아가게 만들기 위해(유통통화 증가를 위해) 국채와 MBS/기관채 매입을 통해 지준을 증가시킴
- 지준이 늘어나게 되면 실물 경제로 자금이 이동. 즉, 유통통화가 증가하게 됨

2008년 QE 당시 연준은 채권을 대규모 매입



자료: Bloomberg, 하나증권

채권 매입으로 지급준비금 증가. 이후 유통통화로 자금이 이동

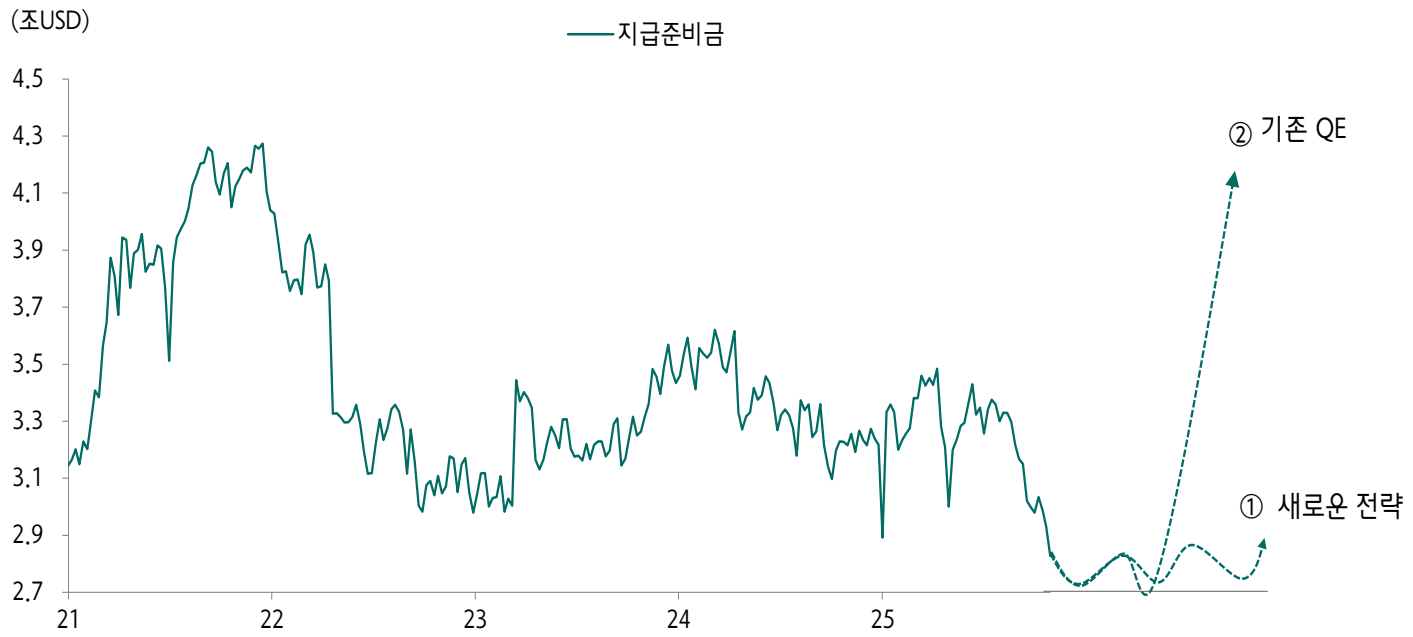


자료: Bloomberg, 하나증권

연준의 새로운 전략: 지급준비금 감소를 방어

- 하지만 이번은 다름. 경제 성장에 따라 유통통화 등 비지준 항목이 증가하게 됨
- 지준의 급격한 감소는 리스크 요인. 연준은 단기채(T-bill) 매입을 통해 지준 감소를 방어할 것
- 1) MBS/기관채 만기 회수 분을 단기채(T-bill)에 재투자 2) 경제 성장으로 유통통화가 증가하게 되면 증가분 만큼 단기채(T-bill) 매입

연준의 자산 매입은 지준 감소 방어를 위함

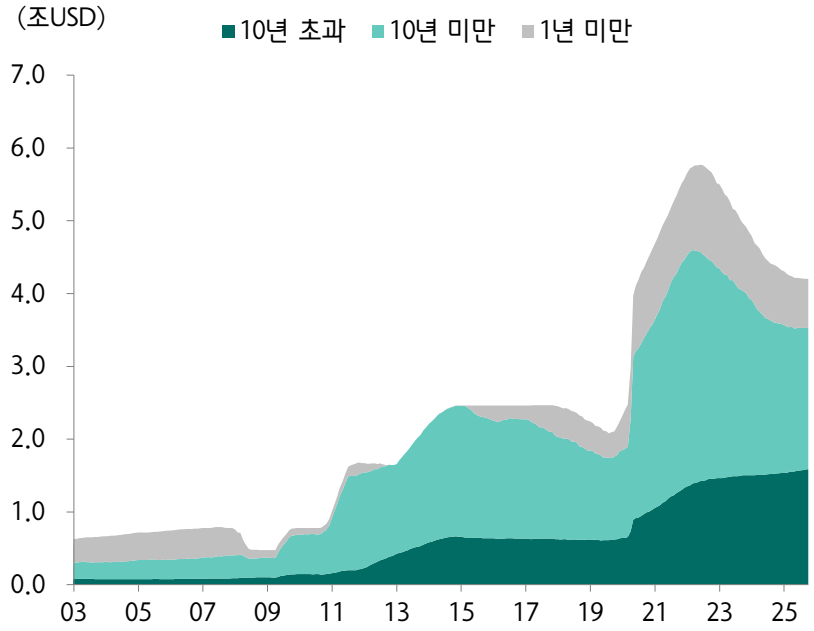


자료: Bloomberg, 하나증권

단기물은 긍정적. 장기물은 공급 부담

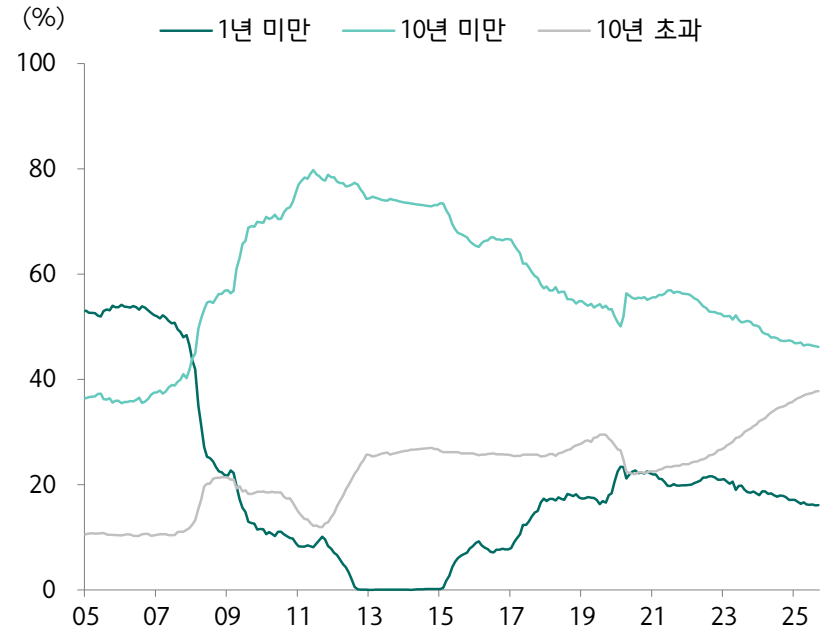
- 1)과 2) 모두 단기채에 우호적인 수급 재료. 차기 연준 의장이 평균 잔존 만기(WAM) 축소에 적극적이라면 정책금리 인하를 통해 간접적인 만기 축소 효과를 노릴 수 있음
- QT를 단행했음에도 연준이 보유한 10년 초과 장기채 잔고는 $1.6조까지 확대됐고, 비중으로는 38%로 역대 최고치
- 국채로부터 회수한 원금을 국채에 재투자하지만, QE처럼 연준이 장기채 매입을 하지 않으므로 시장에 공급 부담 요인

연준이 보유한 잔존 만기별 국채 규모



자료: Bloomberg, 하나증권

연준이 보유한 10년 초과 국채 비중은 38%

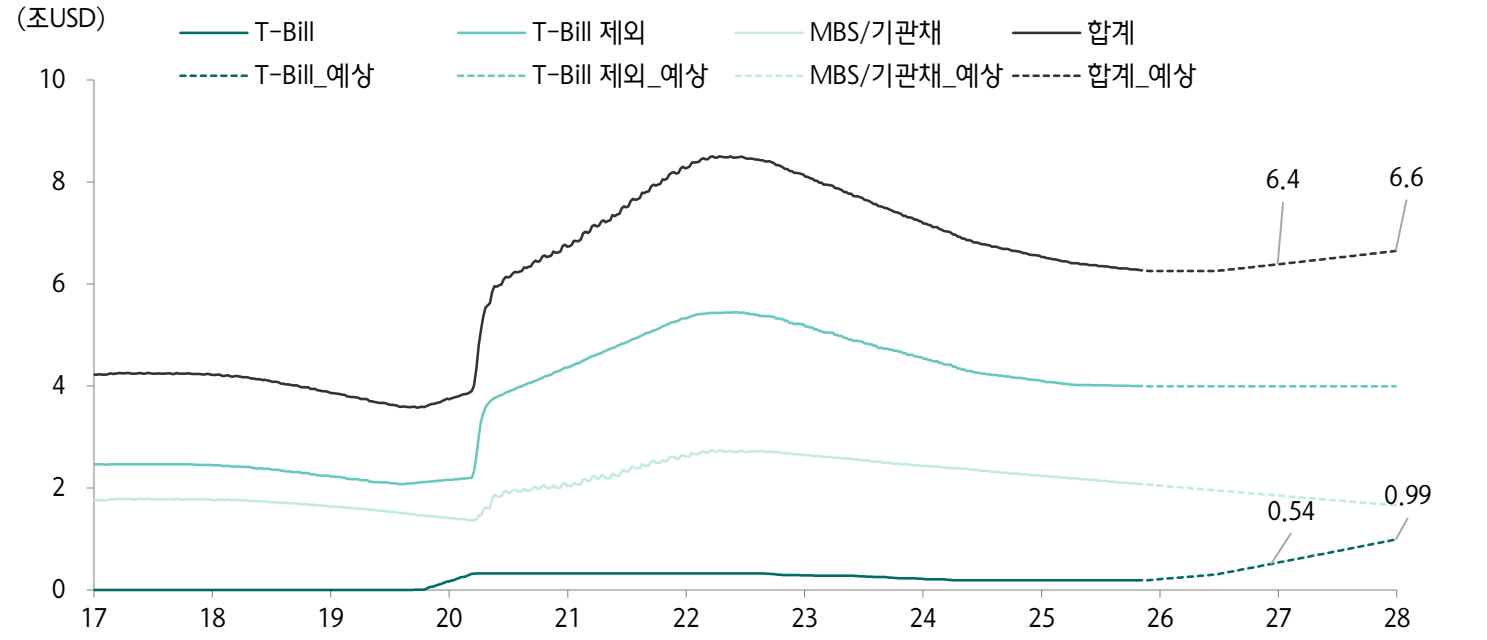


자료: Bloomberg, 하나증권

(결론) 연준은 단기채를 얼마나 보유하게 될까

- QT 종료 후 연준은 단기적으로 대차대조표를 일정하게 유지할 것. MBS 만기 회수 분은 단기채에 재투자. 총 자산 변화는 없음
- 내년 상반기 이후 유통통화 등 비지준 항목들이 증가하게 되면 연준은 단기채를 매입해 지준 감소에 대응
- 연준이 보유한 단기채는 $1,950억. MBS 만기 회수분과 부채 항목 자연증가율(4%) 감안 시 '26년 말 $5,400억, '27년 말 약 $1조 예상

연준 보유 포트폴리오 시나리오



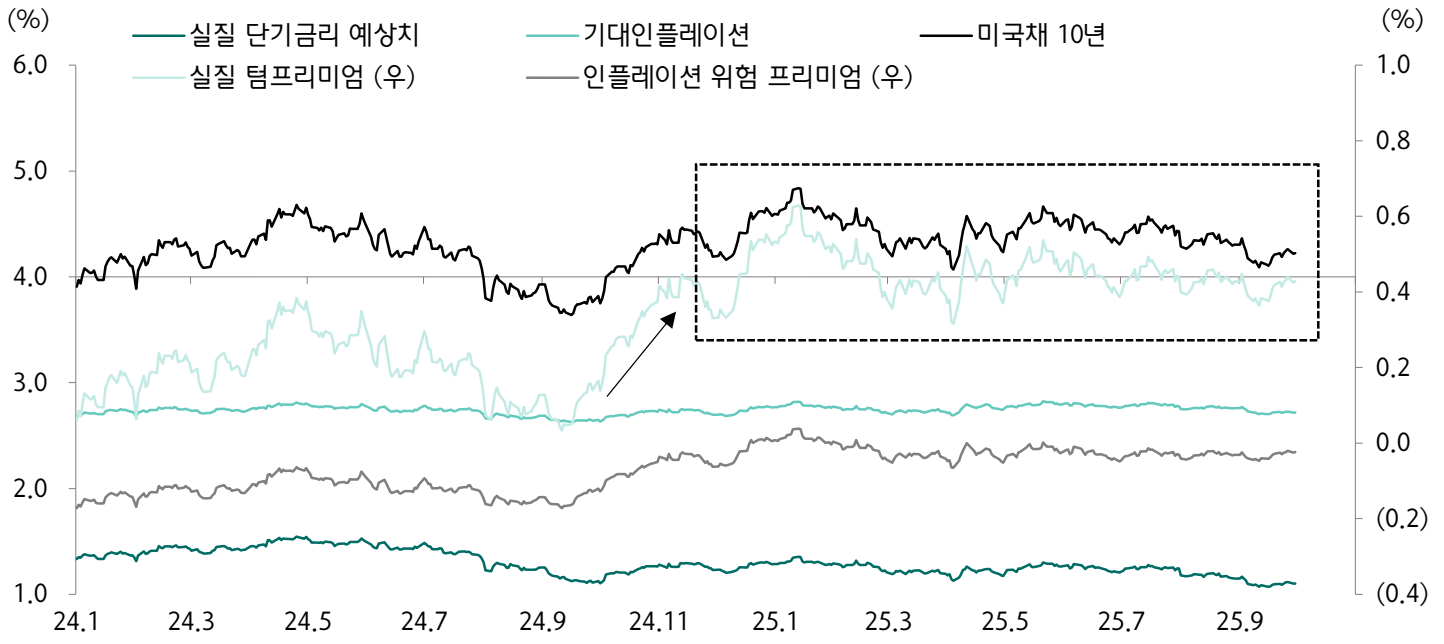
자료: Bloomberg, 하나증권

Part 3. 연준과 재무부의 공조

장기물 상승은 텀 프리미엄이 주도

- 미국채 10년물이 높은 수준을 유지하고 있는 것은 텀 프리미엄이 여전히 높은 수준을 유지하고 있기 때문
- 텀 프리미엄 하락을 위해서는 1) 높은 재정적자와 2) 공급 부담을 해결할 필요

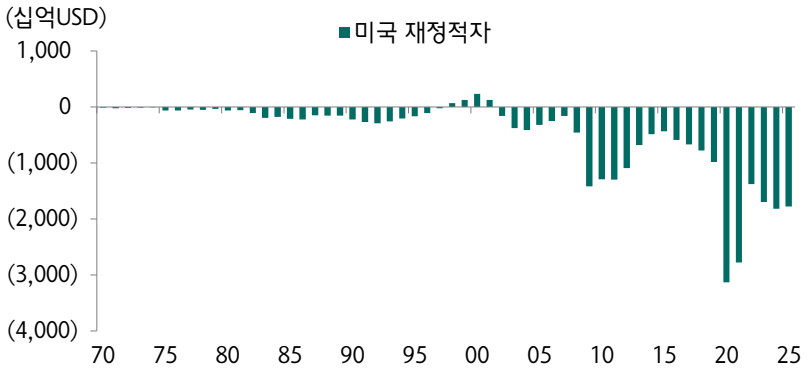
DKW 모델: 미국채 금리 상승은 텀 프리미엄이 주도



자료: Fed, 하나증권

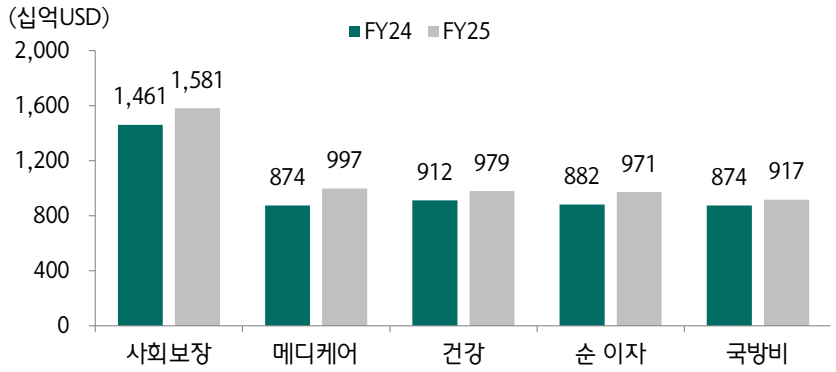
순이자 비용 > 국방비

FY25 기준 미 재정적자는 $1.77조



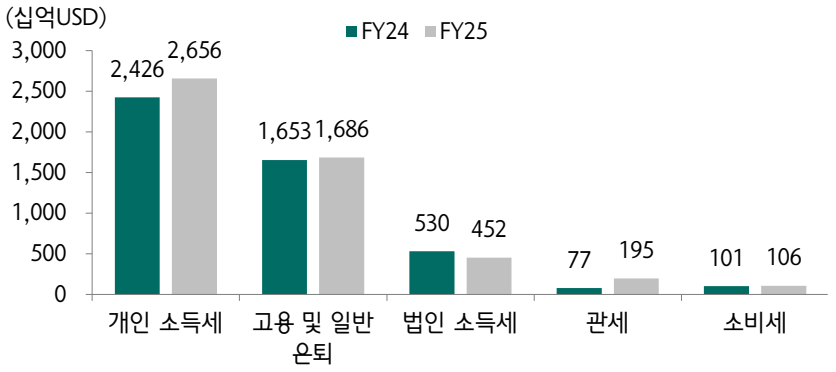
- FY25 미국 재정적자는 $1.77조로 작년보다는 소폭 낮아졌지만 여전히 높은 수준
- 고금리 환경이 지속되면서 정부가 부담해야 할 순이자 비용이 국방비 비용보다 높아진 상황. 금리 인하를 통해 이자 비용을 낮춰야 하는 이유
- 관세 수입은 $1,950억으로 작년 대비 153% 급등했지만 전체 규모로 보면 여전히 낮은 수준

정부 세출: 작년부터 순이자 비용이 국방비를 상회하기 시작



자료 : Bloomberg, 하나증권

정부 세입: 관세 수입 급등했지만 4%밖에 안되네

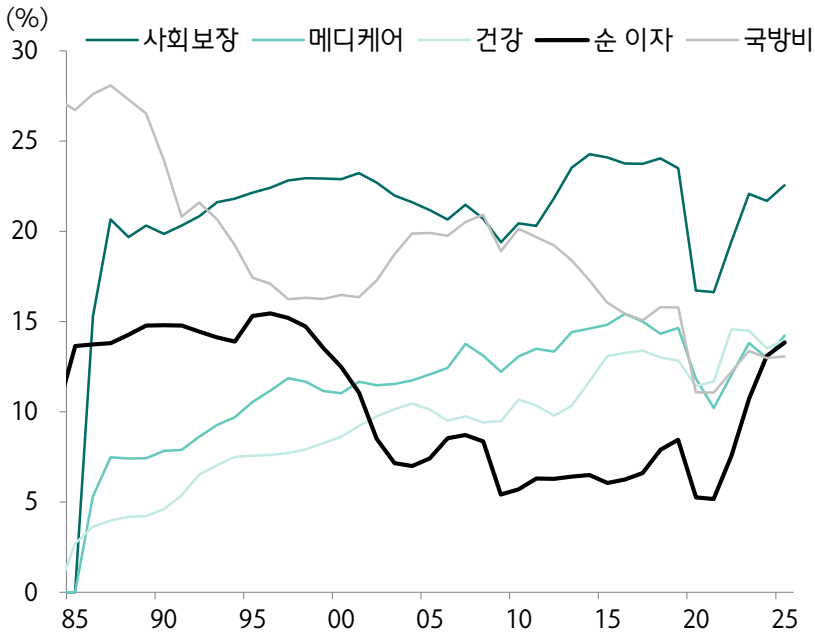


자료 : Bloomberg, 하나증권

결국은 채권 발행으로

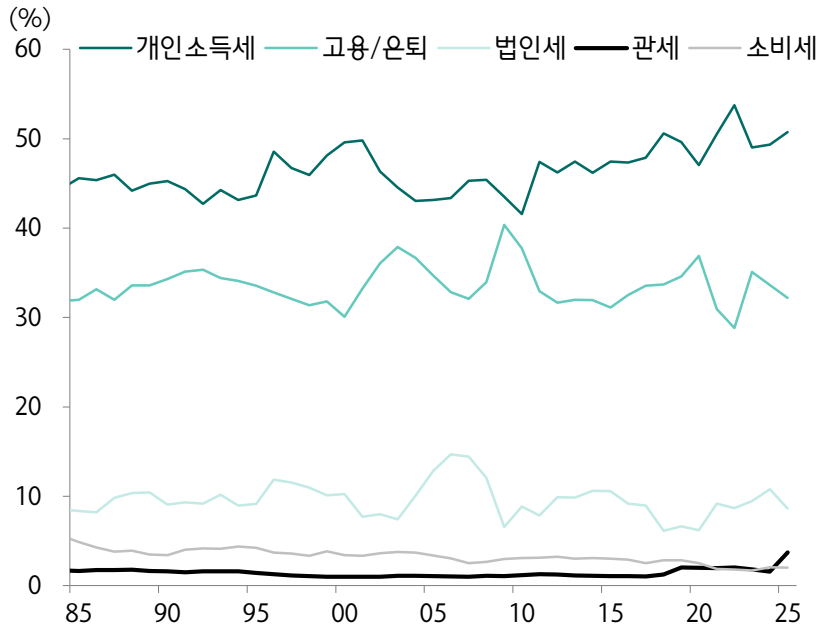
- 4월부터 트럼프가 관세 인상을 통해 재정적자 개선을 꾀하는 중. 그러나 관세는 전체 정부 세입의 3.7%로 미미한 수준
- 금리 인하를 통해 순이자 비용을 감축하더라도 재정적자 우려는 지속될 전망. 재무부의 대규모 채권 발행이 이어질 수 밖에 없음
- 4분기 국채발행계획(QRA) 통해 향후 몇 분기 동안 이표채 발행 규모를 유지하지만, '27년부터는 이표채 발행 규모 확대 가능성을 시사. 내년 1월부터는 재정 지출 증가에 대비해 단기채 발행 규모를 확대할 것

정부 세출 항목별 비중



자료: Bloomberg, 하나증권

정부 세입 항목별 비중

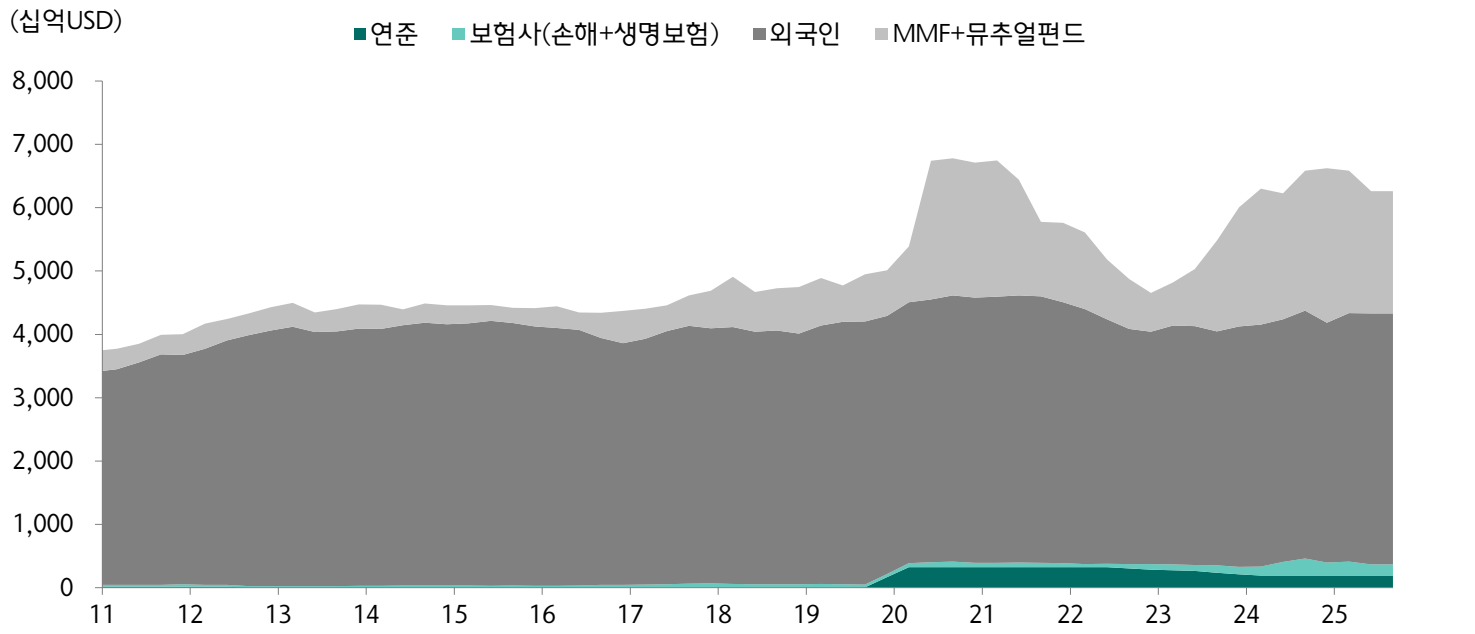


자료: Bloomberg, 하나증권

단기채는 누가 떠 앉나: ① 연준

- 재무부의 단기채 발행 확대 계획은 시장에 공급 부담 요인. 하지만 잠재적 매수 주체가 있다면 부담이 완화될 것. “연준과 재무부의 공조”
- 연준이 보유한 국채 평균 잔존 만기를 시장 평균과 맞추기 위해서 MBS와 기관채 만기 회수분을 단기채에 재투자하겠다고 발표
- 하지만 MBS의 경우 만기 상환까지 매우 느리기 진행된다는 점을 감안할 필요

투자자 별 단기채(T-bill) 보유 규모

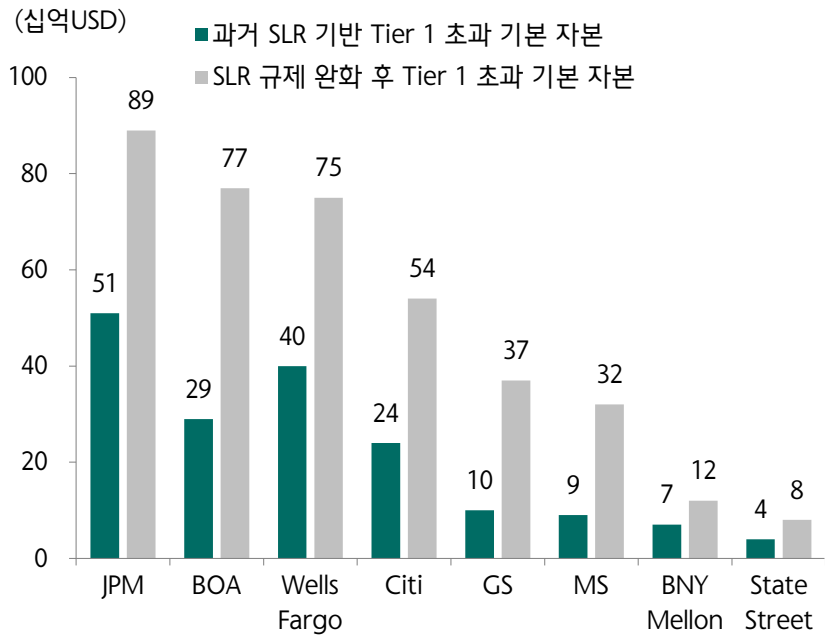


자료: Fed, 하나증권

단기채는 누가 떠 앉나: ② 은행

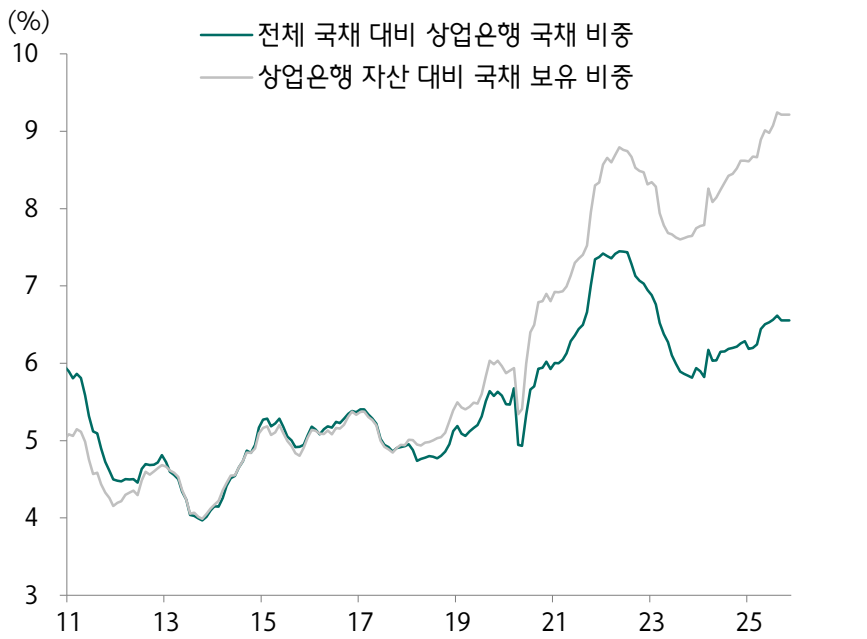
- 올해 6월 미국계 G-SIB(8개)를 대상으로 SLR 규제 개편안(eSLR) 발표. 핵심은 SLR 버퍼를 고정된 2%에서 은행의 시스템적 중요도에 연동된 변동 버퍼로 변경. 8개의 미국 G-SIB 최소 비율이 3.5~4.25% 수준으로 크게 감소
- 은행들은 SLR 규제 완화로 인해 초과 기본자본이 급격하게 증가. 기존 $1,740억에서 $3,840억까지 2배 이상 증가하게 됨
- 즉, SLR 규제 완화를 통해 은행들이 국채를 보유하는 데 부담이 낮아졌음. 상업은행 총 자산 대비 국채 보유 비중도 꾸준히 증가 중

SLR 규제 개편안을 통해 은행들의 초과 기본자본 증가



자료: Capital Advisors Group, 하나증권

상업은행의 국채 보유 비중도 증가하는 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

단기채는 누가 떠 앉나: ③ 스테이블코인

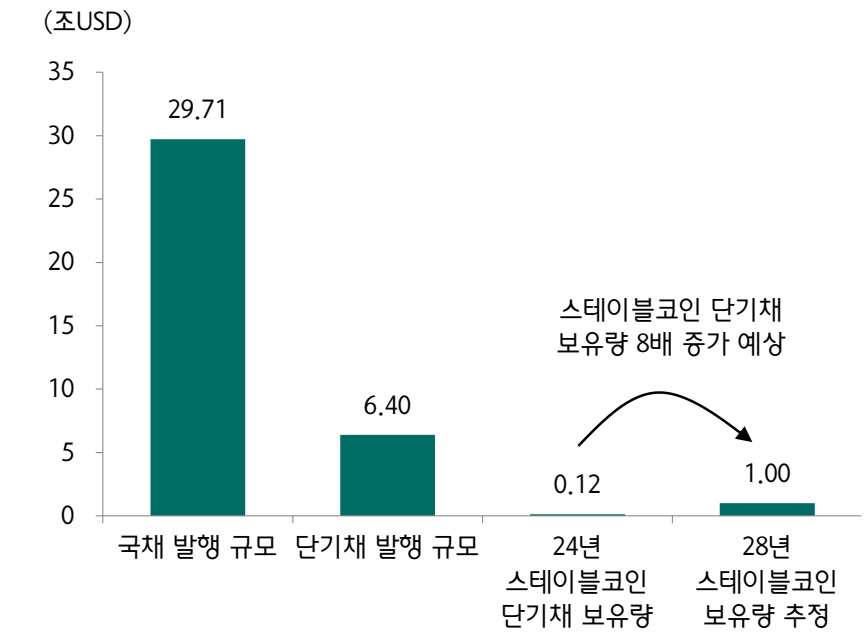
- TBAC가 발표한 주요 스테이블코인 준비금 보고서에 따르면, 현재 $1,200억 이상의 단기채를 보유하고 있는 것으로 추정
- 물론 추정치 $1,200억은 전체 단기채 발행 규모($6.4조)의 2%도 안되는 수치로 아직까지는 유의미한 영향을 미치지 않음
- 향후 스테이블코인 성장으로 단기채에 대한 약 $9,000억의 잠재적인 추가 수요가 예상됨. 이는 현재 보유 규모의 8배 넘는 수준

주요 스테이블코인 발행사별 준비금 구성항목 (단위: 십억USD)

주요 스테이블코인		테더	서클	리플	페이팔
		USDT	USDC	RLUSD	PYUSD
데이터 기준		24년 말	25년 4월	24년 말	24년 말
준비금 구성항목 (십억USD)	역레포	17.20	-	-	0.49
	MMF	6.50	53.30	0.03	-
	현금	0.10	6.70	0.02	0.02
	단기채(T-bill)	**94.50**	**-**	**0.03**	**-**
	기타	25.40	-	-	-
준비금 합계 (십억USD)		143.7	60.0	0.1	0.5

자료: TBAC, 하나증권

스테이블코인의 단기채 수요 큰 폭 증가 예상



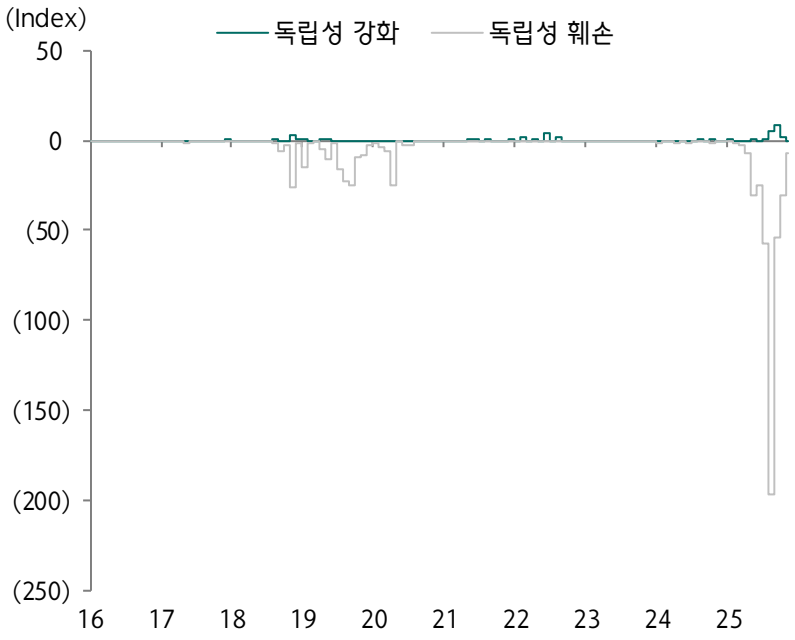
자료: TBAC, 하나증권

Part 4. 내년 주목해야 할 이슈

Next 파월은?

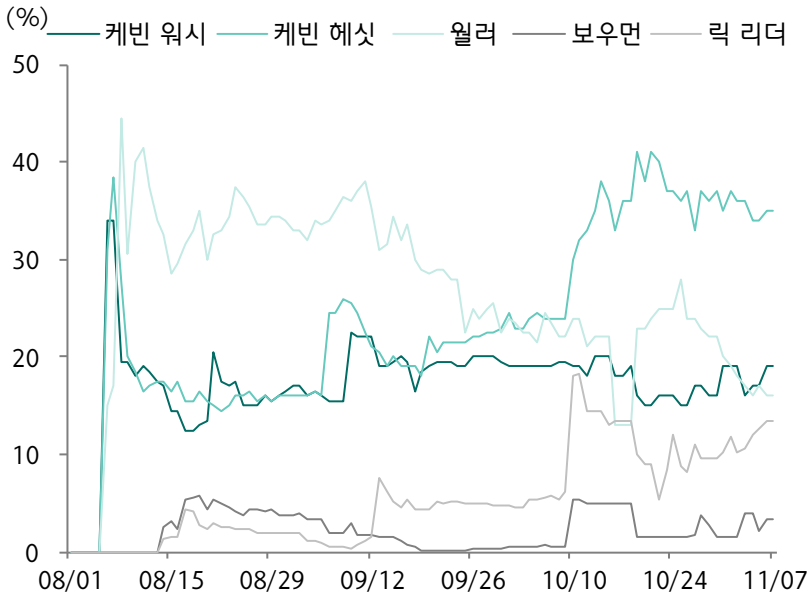
- 내년부터 이사회 내 트럼프 진영이 과반 이상이며, 차기 연준 의장이 트럼프 측근으로 내정될 가능성이 높음. 연준 독립성 우려는 상수
- 파월 의장 임기 종료는 2026년 5월. 베센트 재무장관이 발표한 차기 연준 의장 후보 5인은 모두 비둘기파적인(Dovish) 인사들
- 가장 유력한 후보는 케빈 헤싯. 1월 NEC 위원장에 공식 취임 후 트럼프의 관세 전쟁을 주도하고 입장을 대변해왔음. 트럼프와 막역한 사이

연준 독립성 지표



자료: Bloomberg, 하나증권

베팅시장에서 바라본 연준 의장 당선 확률



자료: Polymarket, 하나증권

차기 연준 의장 후보 5인

구분	입장	최근 발언
[월러]: 연준 이사		
통화정책	선제적, 점진적 금리 인하 주장	- 현재 수준에서 통화 정책의 지속적인 완화를 지지 - 12월 인하를 지지
QT/QE 관련	QE는 위기 대응용	- 12월 QT 종료 결정 지지
거시경제 전망	노동시장 리스크 강조	- 견고한 경제 활동 성장 데이터와 약화되고 있는 노동 시장 데이터 간에 갈등이 발생
연준의 역할	핵심 엄무 집중, 기관 효율성 제고	
[보우먼]: 연준 감독 담당 부의장		
통화정책	금리 인하 우호적	- 10월 금리 인하에 동의하며 완화적 통화정책에 찬성하는 입장 유지
QT/QE 관련	시장 개입 최소화에 동의	- 연준의 규제 완화 주장은 "더 작고 덜 활동적인" 연준을 만들고자 하는 베센트 비전에 동의
거시경제 전망	규제 완화의 경제 부양 효과 기대	- 은행 규제 프레임워크가 경제 성장과 혁신을 저해하지 않아야 한다 - 규제 개혁이 금융 시스템의 건전성을 유지하면서도 경제 성장을 촉진할 것
연준의 역할	규제 감독 완화 및 은행에 맞춤형 규제 적용	- 은행 규제 시스템이 과도하게 복잡해졌고, 불필요한 비용을 부과하고 있다
[케빈 워시]: 전 연준 이사		
통화정책	금리 인하 주장	- 연준 정책이 경제 호황을 막고 있으며 스태그플레이션을 초래했다
QT/QE 관련	QE의 근본적 개혁 요구. QE는 위기 시만, B/S 축소 강조	- QE의 영구적 사용이 자본의 잘못된 배분과 정부의 책임 오할당을 초래했다
거시경제 전망	감세정책이 인플레로 이어지지는 않는다는 입장	- 트럼프의 경제 정책이 효과를 발휘하고 있으며, 나쁜 연준 정책이 없었다면 강력한 경제 호황이 가능했을 것
연준의 역할	정치적 책임성과 투명성 요구. 연준의 주목도 낮출 것	- 파월 의장은 실패했다. 트럼프 2기 경제 의제에 부합하는 정권 교체를 해야한다
[릭 리더]: 블랙록 글로벌 채권 CIO		
통화정책	공격적 금리 인하	- 9월 CNBC 인터뷰에서 경제 상황을 고려할 때 연준은 50bp 인하를 단행해야 한다며 공격적인 금리 인하 주장
QT/QE 관련	시장 개입 축소에 동조 예상	
거시경제 전망	AI 기반 성장 낙관	- 노동시장이 둔화되고 있으며 잠재 정체 속도에 도달하고 있음을 체감. 동시에 생산성 향상이 병행되고 있다
연준의 역할	금융시장 친화적, 암호화폐에 우호적	- 12월 FOMC에서 금리 인하를 건너뛸 가능성이 있으며, 새로운 의장 시기까지 추가 완화 움직임이 미뤄질 수 있다
[케빈 헤싯]: 국가경제위원회 위원장		
통화정책	규칙 기반 정책 선호	- 공식 고용 데이터가 신뢰할 수 없는 쓰레기. 데이터 수집 방식이 시대에 뒤떨어졌다
QT/QE 관련	QE를 핵심 정책 수단으로 사용하는 것에 대해 반대	- 연준이 2008년 금융위기 이후 의도된 목적을 초과했다. QE와 같은 비표준적 정책 사용에 대해 비판
거시경제 전망	트럼프 행정부 경제 비전에 동조	- 2분기 GDP 수정치와 3분기 전망이 좋음에도 제조업 일자리는 줄어드는 등 데이터의 불협화음이 있다
연준의 역할	투명성 강조, 정치적 충성심이 강점	- 연준이 해야 할 일 이상을 수행함으로써 독립성과 신뢰성을 위태롭게 했다

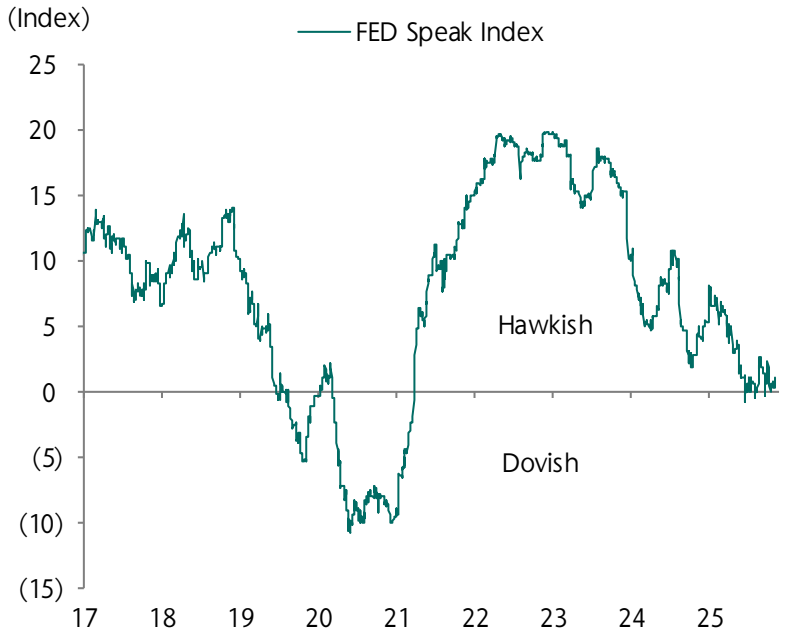
자료: Bloomberg, 각 언론사, 하나증권

[Part 4. 내년 주목해야 할 이슈]

트럼프에 입맛으로 맞춰지는 이사회

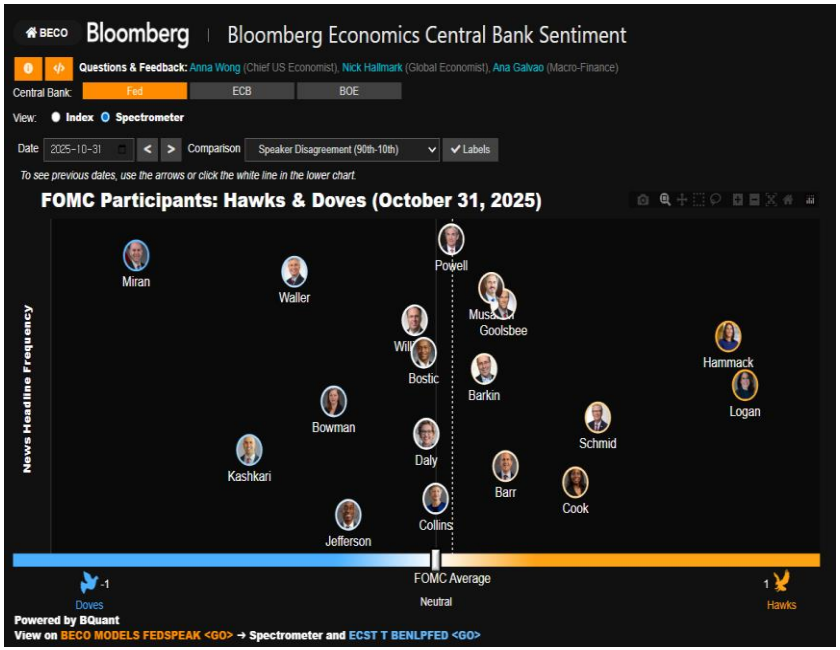
- 마이런 이사 임기 만료 후에는 역시 트럼프 입맛에 맞는 연준 인사로 교체될 것. 연준 이사회 멤버 7명 중 트럼프가 지명한 인사는 최소 4명이 되며 과반수를 차지하게 됨
- 바이든이 임명했던 인사(제퍼슨, 바, 쿡) 중 10월 FOMC에서 금리 인하를 반대한 사람은 없었고, 매파적인 성향을 가지고 있지 않음
- 문제는 내년 투표권이 있는 지역 연은 총재가 매파적 인물로 교체된다는 점. 해먹(클리블랜드)과 로건(댈러스)은 12월 인하에 회의적

FED Speak Index는 중립 수준으로 이동



자료: Bloomberg, 하나증권

연준 위원들의 성향 격차가 커지고 있음



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 연준 이사회: 전반적으로 Dovish

성향	구분	임기/이사회 멤버별 의견	임명 대통령
	[파월 Jerome H. Powell]	2026년 5월	바이든 재임명
①	통화정책	- 12월 추가 인하는 신중히	
②	노동시장	- 노동시장은 점진적으로 냉각. 단, 악화는 아니다	
③	인플레이션	- 관세 영향은 일시적. 관세 제외 물가는 2%대 근접	
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성	
⑤	트럼프와의 관계	- 연준 독립성 방어. Dual mandate 달성에 초점	
	[미란 Stephen I. Miran]	2026년 1월	트럼프
①	통화정책	- 계속 빅컷 인하 소수의견 낼 것. 12월 인하 지지 - 중립금리는 현재 정책금리보다 상당히 아래에 있음	
②	노동시장	- 노동시장은 점진적으로 약화되는 궤도를 유지 중	
③	인플레이션	- 다른 위원과 달리 인플레에 낙관적	
④	QT/QE 관련	- QE로의 전환 가능성도 시사	
⑤	트럼프와의 관계	- 트럼프의 공격적인 금리 인하 주장을 대변	
	[보우먼 Michelle W. Bowman]	2034년 1월	트럼프
①	통화정책	- 금리 인하에 찬성. 노동시장이 약화되고 있기 때문	
②	노동시장	- 실질적으로 더 취약한 노동시장을 목격하는 중 - 고용 책무에 중점을 둬야 한다고 판단	
③	인플레이션	- 관세 효과 제외 시 인플레이션은 안정적	
④	QT/QE 관련	- QT 조기 종료를 지지	
⑤	트럼프와의 관계	- 금리 인하를 지지하며 트럼프 정책 기조와 유사	
	[월러 Christopher J. Waller]	2030년 1월	트럼프
①	통화정책	- 12월 인하 지지	
②	노동시장	- 노동시장 둔화가 지속될 가능성	
③	인플레이션	- 인플레를 잡는데 이룬 상당한 진전을 헛되이 낭비하는 것을 피하기 위해 인하 속도를 조절할 필요	
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성	
⑤	트럼프와의 관계	- 트럼프와의 친분. 의장으로 지명한다면 수락할 것	

성향	구분	임기/이사회 멤버별 의견	임명 대통령
	[제퍼슨 Philip N. Jefferson]	2036년 1월	바이든
①	통화정책	- 10월 금리 인하 찬성 - 양대 책무 달성에 전념. 신중한 인하 지지	
②	노동시장	- 최대 고용 목표 강조	
③	인플레이션	- 물가 안정 목표 강조	
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성	
⑤	트럼프와의 관계	- 원칙적인 정책 접근 유지	
	[바 Michael S. Barr]	2032년 1월	바이든
①	통화정책	- 10월 금리 인하 찬성 - 양대 책무 리스크 모두 경계. 신중한 인하 지지	
②	노동시장	- 이중 속도 경제 나타나는 중. 소득 양극화	
③	인플레이션	- 2%로 되돌리기 위해 할 일이 있다	
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성	
⑤	트럼프와의 관계	- 독립적인 리스크 기반 정책 결정	
	[쿡 Lisa D. Cook]	2038년 1월	바이든
①	통화정책	- 12월 인하는 결정하지 않았음 - 매 회의가 Live meeting	
②	노동시장	- Job posting 감소는 우려 사항 - 일부 정리해고가 데이터에 반영되지 않았음	
③	인플레이션	- 관세가 인플레에 대략 0.5%p 더할 것으로 추정 - 근원적인 물가 압력은 완화되는 중	
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성	
⑤	트럼프와의 관계	- 데이터 중심 정책 결정을 지지	

강경 매파 (HH)
매파 (H)
중립 (N)
비둘기파 (D)
강경비둘기 (DD)

자료: Bloomberg, 하나증권

2025년 투표권 있는 지역 연은 총재

- 지역 연은 총재는 뉴욕 연은 총재(당연직)을 제외하고는 매년 바뀜
- 최근 발언을 종합해보면 올해 투표권이 있는 지역 연은 총재 중 강경 매파 1명 / 매파 1명 / 중립 2명 / 비둘기파 1명

성향	구분	지역 연은 총재 별 의견
	[윌리엄스 John C. Williams]: 뉴욕 연은	
①	통화정책	- K자형 경제는 미국 경제 회복력을 위협할 수 있음 - 중립금리는 약 1%로 추정. 채권시장 추정치 믿을 수 없음
②	노동시장	- 점진적인 노동시장 둔화 예상
③	인플레이션	- 관세 효과는 일시적. 기대 인플레는 안정적
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성
⑤	트럼프와의 관계	- 연준 독립성에 초점 - 오직 데이터와 양대 책무 달성 위험에 초점을 맞출 것
	[수잔 콜린스 Susan M. Collins]: 보스턴 연은	
①	통화정책	- 추가 금리 인하 가능성 시사 - 인플레 위험이 다소 억제되고 고용 하방 위험 커졌기 때문
②	노동시장	- 노동시장 취약성 증가. 고용 증가세 현저히 감소하고 있음
③	인플레이션	- 내년까지 높은 수준 유지할 것으로 예상 - 다만, 관세 영향이 예상보다 작을 것
④	QT/QE 관련	- B/S 축소에 대한 신중한 접근
⑤	트럼프와의 관계	- 독립적이고 다양한 의견을 통한 정책 결정 지지
	[굴스비 Austan D. Goolsbee]: 시카고 연은	
①	통화정책	- 아직 12월 인하 결정하지 않았음. 더 많은 데이터가 필요 - 안개가 끼면, 조금 더 조심하고 속도를 늦추자
②	노동시장	- 전반적인 추세는 견조하다고 평가
③	인플레이션	- 지금은 노동시장보다 인플레이션이 우려됨
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성
⑤	트럼프와의 관계	- 연준 독립성 사수

성향	구분	지역 연은 총재 별 의견
	[무살렘 Alberto G. Musalem]: 세인트루이스 연은	
①	통화정책	- 내년 미국 경제가 강력하게 회복될 것. 추가 금리 인하는 신중히 - 현재 통화정책은 금융 여건 측면에서 중립에 가까워지고 있음
②	노동시장	- 하방 위험 있지만 금리 인하를 통해 보험을 들었음
③	인플레이션	- 연준 정책이 더 이상 인플레에 하향 압력을 가하지 않는 수준에 가까움
④	QT/QE 관련	- 신중한 긴축 기조 유지
⑤	트럼프와의 관계	- 정치적 압력에 신중하게 대응하는 매파
	[슈미드 Jeffrey R. Schmid]: 캔자스 시티 연은	
①	통화정책	- 10월 FOMC에서 금리 동결 주장. 강경 매파 - 경제 성장/투자가 인플레이션에 상승 압력을 가할 가능성
②	노동시장	- 노동시장은 대체로 균형이 잡혀 있음
③	인플레이션	- 관세는 인하 이유가 아님. 인플레이션 위험 상존 - 인플레이션(3%)이 연준 목표(2%)보다 여전히 너무 높음
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성
⑤	트럼프와의 관계	- 정치적 압력에 굴하지 않고 원칙 고수

강경 매파 (HH)
매파 (H)
중립 (N)
비둘기파 (D)
강경비둘기 (DD)

자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 투표권 있는 지역 연은 총재

- 최근 발언을 종합해보면 내년 투표권이 있는 지역 연은 총재 중 강경 매파 2명 / 중립 1명 / 비둘기파 2명
- 성향 분석 시 양 극단 (HH, DD)에 위치한 연은 총재가 추가될 것. 그럼에도 내년에 더욱 비둘기파적일 이사회를 감안할 때 금리 인하는 예상대로 단행할 수 있는 환경이 마련됐다고 판단

성향	구분	지역 연은 총재 별 의견
	[윌리엄스 John C. Williams]: 뉴욕 연은	
①	통화정책	- 10월 FOMC 인하에 동의. 통화정책은 여전히 완만하게 긴축적 - 정책 결정은 데이터에 의존해야 한다는 원칙 강조
②	노동시장	- 점진적인 노동시장 둔화 예상
③	인플레이션	- 관세 효과는 일시적. 기대 인플레는 안정적
④	QT/QE 관련	- 12월 QT 종료에 찬성
⑤	트럼프와의 관계	- 연준 독립성에 초점 - 오직 데이터와 양대 책무 달성 위험에 초점을 맞출 것
	[해먹 Beth M. Hammack]: 클리블랜드 연은	
①	통화정책	- 10월 금리 인하에 반대. 강경 매파. 정해진 경로는 없음
②	노동시장	- 노동시장이 꽤 건경한 수준이지만, 취약점의 징후는 있음 - 저소득층의 어려움과 신규 졸업자들의 낮은 채용률 지적
③	인플레이션	- 2026년 이후에도 물가 2% 달성 어려울 것 - 통화정책으로 대응해야 한다고 생각
④	QT/QE 관련	- 긴축 정책의 제거를 신중하게 접근해야 할 것
⑤	트럼프와의 관계	- 오직 데이터에 기반해 결정. 연준 독립성을 지키려는 의지
	[폴슨 Anna L. Paulson]: 필라델피아 연은	
①	통화정책	- 금리 인하에 동의 - 정책을 더 중립적인 스탠스로 옮겨야 할 필요 - 2025년 말 추가 완화, 2026년에도 추가 인하가 적절
②	노동시장	- 실업률 상승은 노동시장 모멘텀이 하방 쪽임을 시사 - 올해와 내년 통화정책 조정으로 완전고용 수준 도달 가능
③	인플레이션	- 관세 영향은 일시적. 기대인플레이션은 안정적임
④	QT/QE 관련	- 점진적인 정책 조정을 선호
⑤	트럼프와의 관계	- 관세의 인플레이션 영향이 일시적. 트럼프 행정부 기조와 유사

성향	구분	지역 연은 총재 별 의견
	[로건 Lorie K. Logan]: 댈러스 연은	
①	통화정책	- 10월 금리 인하에 반대. 물가가 예상보다 빨리 떨어지거나, 노동시장이 더 빨리 냉각되지 않는다면 12월 인하 어려움
②	노동시장	- 노동시장은 공정하게 균형 잡혀 있으며 점진적으로만 둔화되고 있음
③	인플레이션	- 2% 목표 달성을 위해 더 오래 높은 금리 환경이 지속되어야 할 듯
④	QT/QE 관련	- 자산은 고정하고, 다른 부채의 추세적 증가를 상쇄하기 위해 지준 감소 허용할 것. 레포 상승이 일시적이지 않으면 자산 매수해 지준 유지
⑤	트럼프와의 관계	- 인플레이션 파이터. 금리 인하 원하는 트럼프 행정부의 기조와는 대립각
	[카시카리 Neel Kashkari]: 미나애폴리스	
①	통화정책	- 선제적 금리 인하 지지
②	노동시장	- 노동시장에 대해 낙관적. 노동시장 둔화가 인플레 급등 위험보다 높음 - 노동 수요가 다소 완화된 것으로 보임
③	인플레이션	- 3% 수준에서 장기간 지속될 위험이 주된 우려 - 관세 영향이 예상보다 오래 걸리고 있음
④	QT/QE 관련	- 노동시장 지원을 위한 정책에는 개방적
⑤	트럼프와의 관계	- 노동시장 중심의 비둘기파. 트럼프의 금리 인하 기조와 정책 방향은 같음

강경 매파 (HH)
매파 (H)
중립 (N)
비둘기파 (D)
강경비둘기 (DD)

자료: Bloomberg, 하나증권

중간선거: 이번이라고 다를까

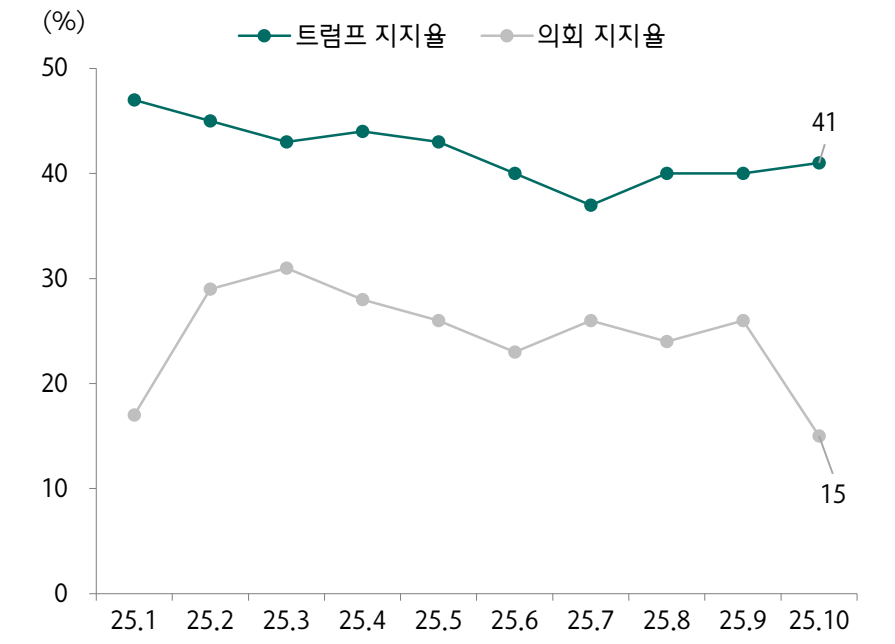
- 미국 중간 선거는 4년마다 한 번씩, 보통 11월 첫째 주 화요일에 치뤄짐. 하원 전체(435석)와 상원 의석 중 1/3을 선출하는 것이 핵심
- 2000년 이후 역대 중간선거 결과를 보면 대부분 중간선거 후 야당이 하원 과반석 이상을 차지했던 패턴
- 2018년 중간선거에도 민주당이 하원에서 40석을 더 확보하며 과반석을 차지. 트럼프는 내년 중간선거에서 하원과 상원 모두 과반석을 차지하고 싶어할 것. 과거 대통령 지지율에 따라 중간선거 후 의석 감소폭이 달랐음. 결국 경기 부양이 핵심

2000년 이후 역대 중간선거 전후 정당 변화

중간선거 연도	날짜	당시 대통령	대통령 정당	중간 선거 전		중간 선거 후	
				하원	상원	하원	상원
2002	11월 05일	부시	공화당	공화당	민주당	공화당	**공화당**
2006	11월 07일	부시	공화당	공화당	공화당	**민주당**	**민주당**
2010	11월 02일	오바마	민주당	민주당	민주당	**공화당**	민주당
2014	11월 04일	오바마	민주당	**공화당**	민주당	**공화당**	**공화당**
2018	11월 06일	트럼프	공화당	공화당	공화당	**민주당**	공화당
2022	11월 08일	바이든	민주당	민주당	민주당	**공화당**	민주당
2026	11월 03일	트럼프	공화당	공화당	공화당	?	?

자료: 하나증권

연초 이후 트럼프와 의회 전체 지지율 추이



자료: GALLUP, 하나증권

중간선거: 경기 부양책으로 장기물 금리 반등

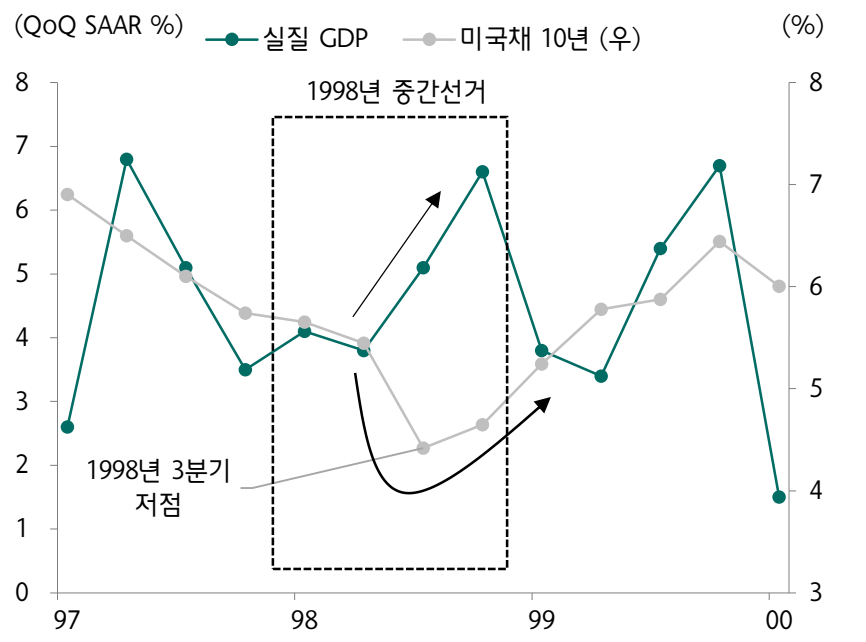
- 과거 40%대 대통령 지지율 국면에서 중간선거 후 하원에서는 평균 30석 감소, 상원에서는 평균 3석 감소했음. 현재 상하원 모두 다수당은 공화당 (하원: 공화당 220석 vs 민주당 212석, 상원: 공화당 53석 vs 민주당 45석)
- 상하원 평균 의석 수 감소분을 적용해보면 하원에서 공화당이 과반수를 상실, 상원에서는 공화당이 과반수를 유지할 것으로 예상
- 중간선거+인하기로 좁혀보면 1998년을 참고할 수 있음. 당시 2분기부터 성장률 반등, 미국채 10년 금리는 3분기 기점으로 반등

대통령 지지율과 하원 의석 수 변화는 높은 상관관계를 가짐

중간선거 연도	대통령	대통령 지지율(%)	의회 지지율(%)	하원 의석수 변화	상원 의석수 변화
1998	클린턴	66	44	5	0
2002	부시	63	50	6	2
1986	레이건	63	42	-5	-8
1990	부시	58	26	-8	-1
1974	포드	54	35	-43	-4
1978	카터	49	29	-11	-3
1994	클린턴	46	23	-53	-8
2010	오바마	45	21	-63	-6
2014	오바마	44	20	-13	-9
1982	레이건	42	29	-26	0
2018	트럼프	41	21	-40	2
2022	바이든	41	18	-9	1
2026	**트럼프**	**41**	**15**	**?**	**?**
2006	부시	38	26	-30	-6

자료: Google, 하나증권
주: 대통령 지지율 순서로 나열

1998년: 성장률 2분기 저점 + 미국채 10년 3분기 저점



자료: Bloomberg, 하나증권

브라질 채권시장 전망

Bumpy Road

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

Summary

[Part 1] 2025년 Review

- 2025년 채권시장은 신흥국이 주도. 특히 신흥국 로컬 채권 지수는 2017년 이후 가장 높은 수익률을 기록. 신흥국 통화 강세가 성과에 가장 크게 기여
- 상반기와 하반기 모두 달러 대비 평가절상된 통화는 브라질 헤알화와 멕시코 페소 뿐. 특히 연초 이후 헤알화는 15% 상승했고, 브라질 10년물 금리는 140bp 하락. 원화 대비로도 강세 기조를 기록하며 국내 투자자의 브라질 국채 보관액은 꾸준히 증가

[Part 2] 인하를 하기 위한 조건들

- 성장률 둔화 조짐과 물가 상승세 완화를 고려하면 내년 상반기 금리 인하를 단행할 환경은 조성되었다고 판단. 실질 GDP 성장률은 가계 소비와 정부 지출 증가율 하락으로 둔화되는 추세이며, 물가의 경우 여전히 목표치 상단(4.5%)을 상회 중이지만 전반적인 물가 확산세는 완화된 모습
- 가장 큰 문제는 재정적자. 정부는 '26년 예산안에서 'GDP 대비 기초 재정수지 0.25%' 달성을 목표로 제시. 하지만 세금 인상과 같은 일회성 비용 보다 구조적 변화가 필요하며, 내년 대선을 앞두고 지출 확대가 불가피. 재정 문제는 계속해서 상수로 작용할 전망

[Part 3] 2026년 전망과 리스크 요인

- 브라질은 미국의 고율 관세에도 불구하고 수출 경로 다변화를 통해 무역수지를 큰 폭으로 개선해 해법을 찾았음. 여기에 미국과의 강대강 기조는 룰라의 지지율 반등 요인으로 작용. IPCA 물가가 중앙은행 목표 범위로 돌아가기 시작하면서 내년 상반기부터 금리 인하가 단행될 환경이 조성됐다고 판단. 브라질 2/10년 장단기 금리차 추가로 확대될 가능성
- 다만, 대선 직전 변동성 확대는 리스크 요인. 대선이 있었던 당해 연도 환율과 10년물 금리 흐름을 이번 사이클에 대입해보면

(예상 시나리오) : 내년 1분기까지 환 차익+자본 차익(Best) → 2분기 환 차손+자본 손실(Worst)→ 2분기 이후 환 차손+자본 차익(Neutral)

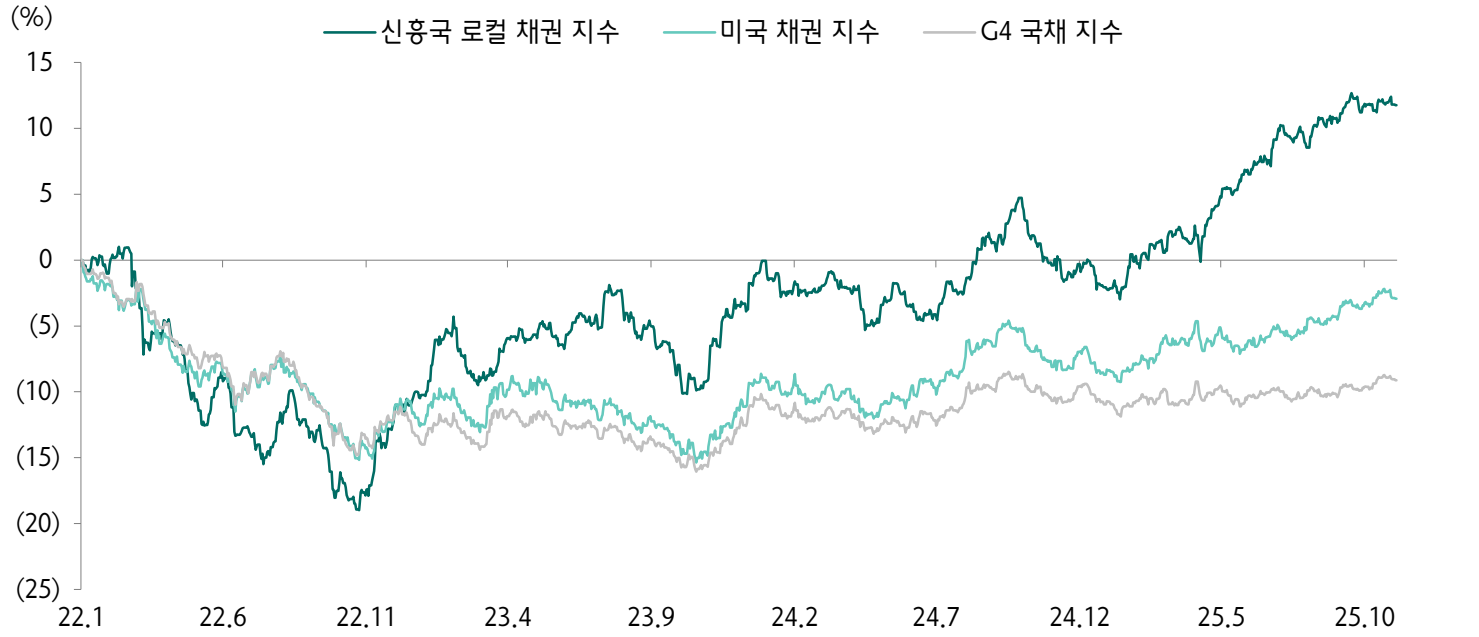
(투자 전략) : 10년 만기 이상 헤알화 표시 국채 보유자는 내년 1분기 수익 실현 & 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략 권고

Part 1. 2025년 Review

신흥국 채권이 주도한 시장

- 연초 이후 신흥국 로컬 채권 지수는 G4(미국, 유럽, 일본, 영국) 국채 통합 지수 및 미국 국채 대비 아웃퍼폼
- 1) 상반기 트럼프의 약달러 선호와 2) 하반기 연준의 금리 인하 재개, 불확실한 관세 정책으로 달러 인덱스는 연초 이후 약 8% 하락

올해 채권시장은 신흥국이 주도

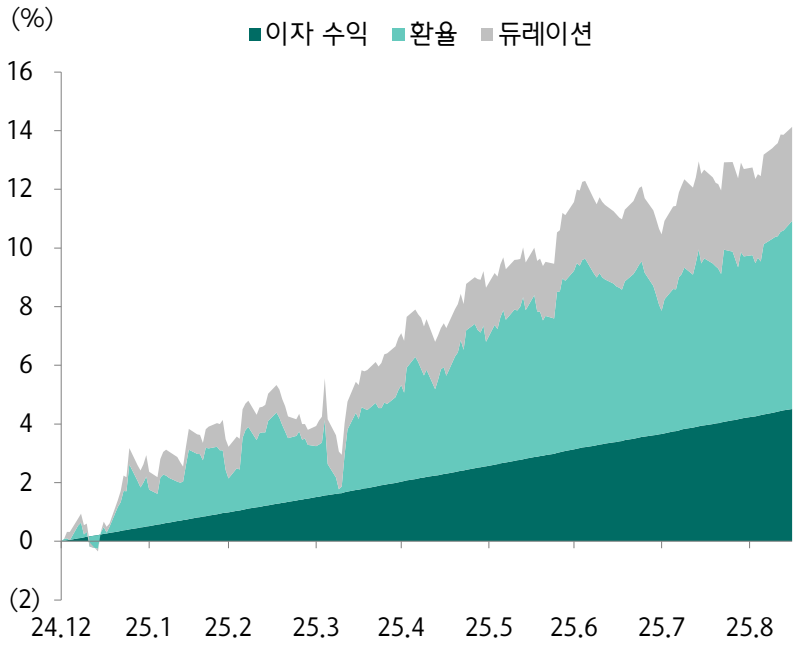


자료: Bloomberg, 하나증권

통화 강세가 가장 크게 기여

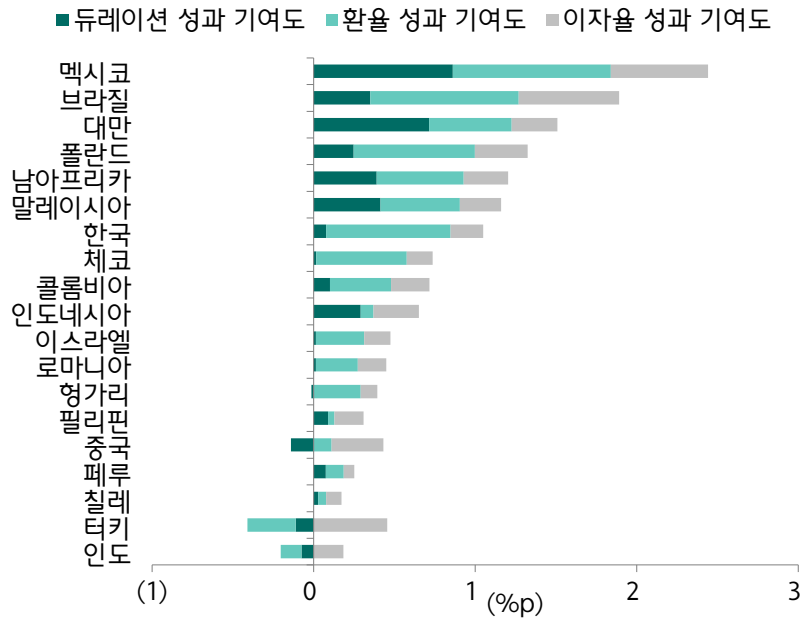
- 신흥국 로컬 국채는 연초 이후 약 15% 상승. 이자(Carry), 통화(Currency), 듀레이션(Duration) 모두 수익률에 기여하면서 신흥국 로컬 채권 지수는 2017년 이후 가장 높은 수익률 기록. 특히 통화(Currency)가 수익률에 가장 크게 기여했음
- 신흥국 로컬 채권 지수를 구성하는 19개 국가 중 17개 국가 통화가 달러 대비 강세를 보였음

신흥국 로컬 채권 성과에는 환율이 가장 크게 기여했음



자료: Bloomberg, 하나증권

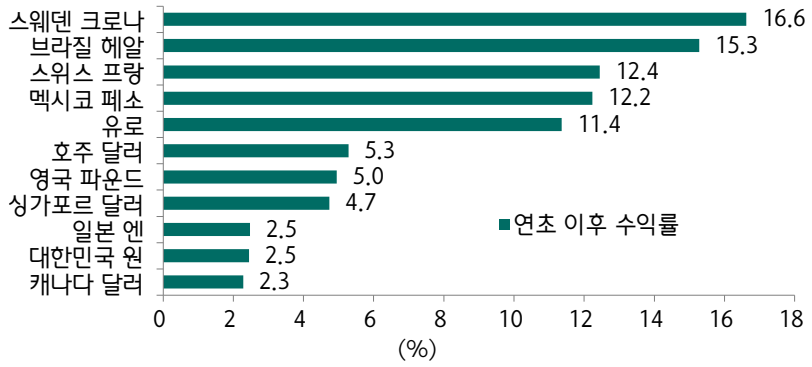
신흥국 로컬 국채 지수에 편입된 19개 국가 별 성과 기여도



자료: Bloomberg, 하나증권

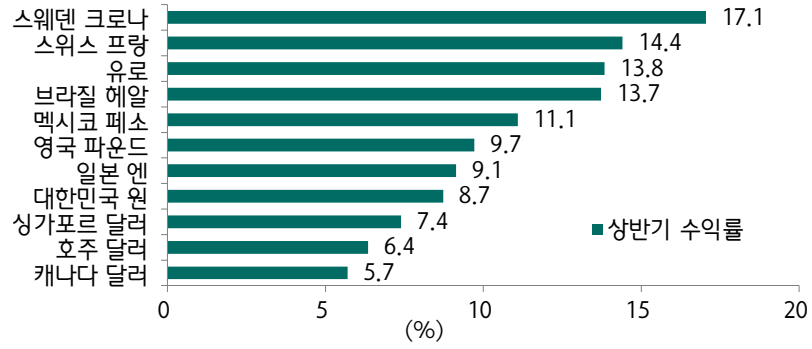
헤알화는 굳건했다

연초 이후 주요국 통화 수익률



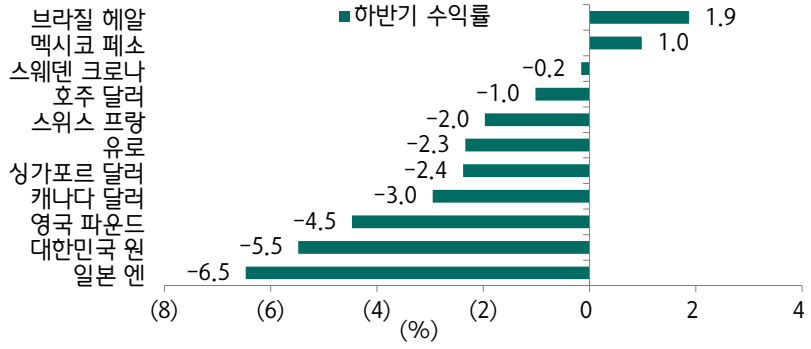
- 연초 이후 주요국 통화의 달러 대비 수익률을 살펴보면 헤알화가 15% 상승하며 스웨덴 다음으로 가장 높았음
- 상반기와 하반기 모두 통화 강세를 보인 국가는 브라질과 멕시코 뿐

상반기 주요국 통화 수익률



자료 : Bloomberg, 하나증권

하반기 주요국 통화 수익률

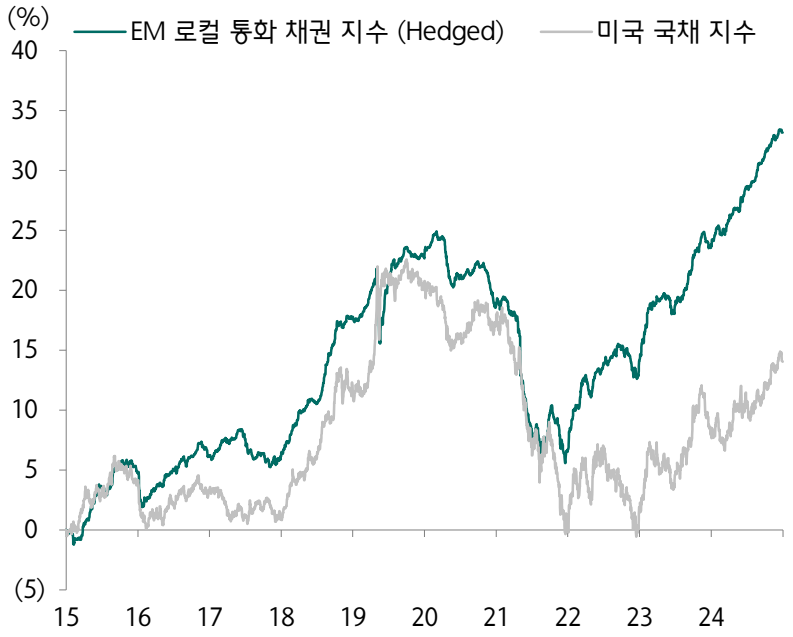


자료 : Bloomberg, 하나증권

통화를 제외하고도 아웃퍼폼

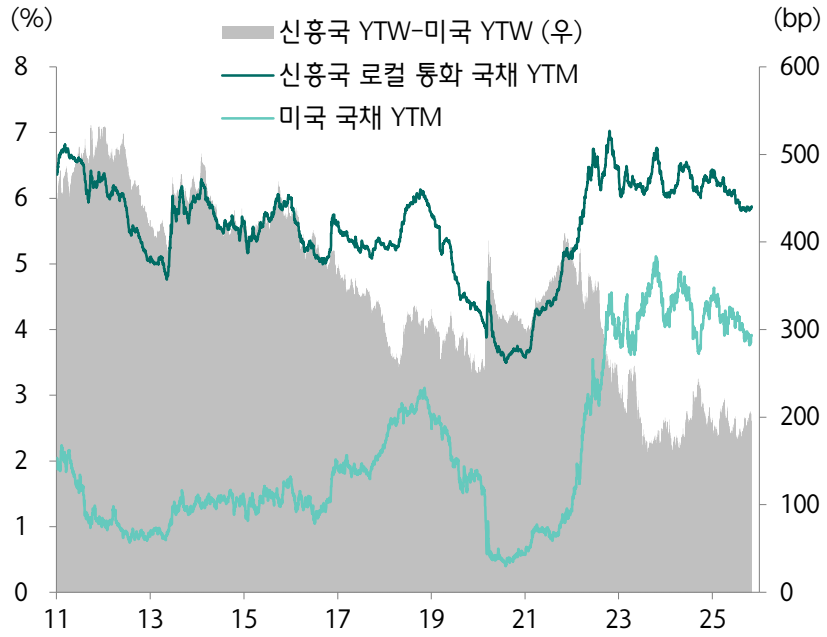
- 통화(Currency)를 헤지한 신흥국 로컬 채권 수익률도 미국채를 아웃퍼폼. 연초 이후 신흥국 +8.4%, 미국 +6.1%
- 연초 이후 신흥국 채권과 미국채 만기 수익률(YTM) 스프레드는 큰 변동이 없었음. 하반기 들어 미국 금리 인하가 재개되면서 미국채 YTM이 하락. 이에 신흥국 채권과 미국채 YTM 스프레드는 약 20bp 확대

통화가 헤지된 신흥국 로컬 채권 수익률도 미국채 대비 아웃퍼폼



자료: Bloomberg, 하나증권

신흥국(EM) 금리가 미국채 대비 큰 폭으로 하락했기 때문

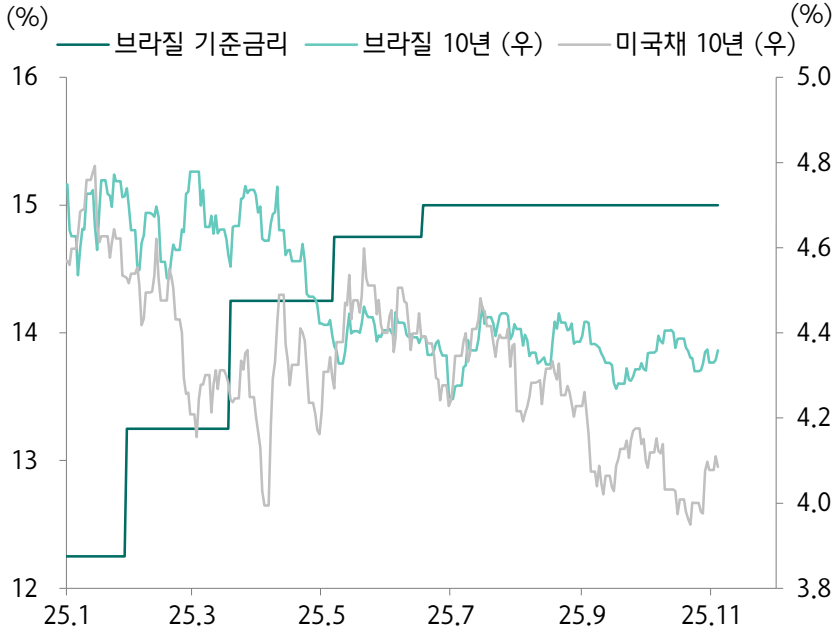


자료: Bloomberg, 하나증권

최종금리 동결 국면

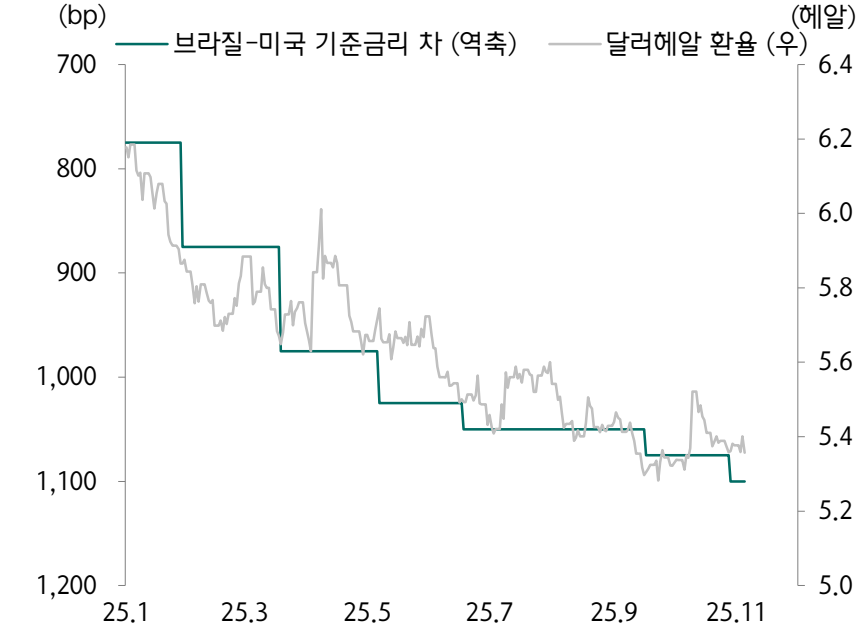
- 브라질 중앙은행(BCB)은 7월부터 기준금리(15.00%)를 동결하기 시작
- 헤알화 안정에는 1) 브라질과 미국 간 금리차 축소와 2) 연초 이후 달러 인덱스 하락이 주요 요인으로 작용

브라질은 7월부터 기준금리 동결하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

양국 간 금리차 확대는 헤알화 안정에 기여

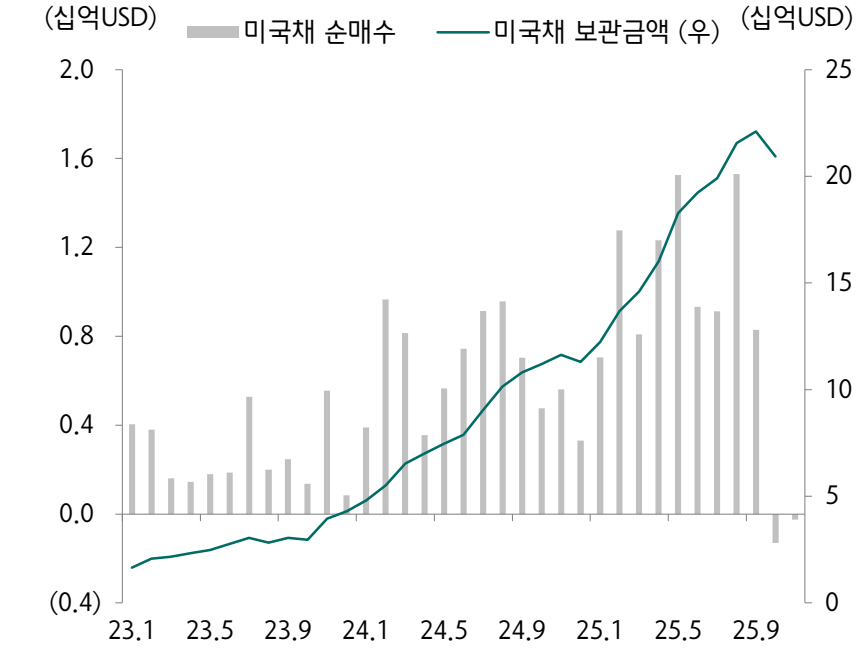


자료: Bloomberg, 하나증권

브라질 국채 보관액은 꾸준히 증가 중

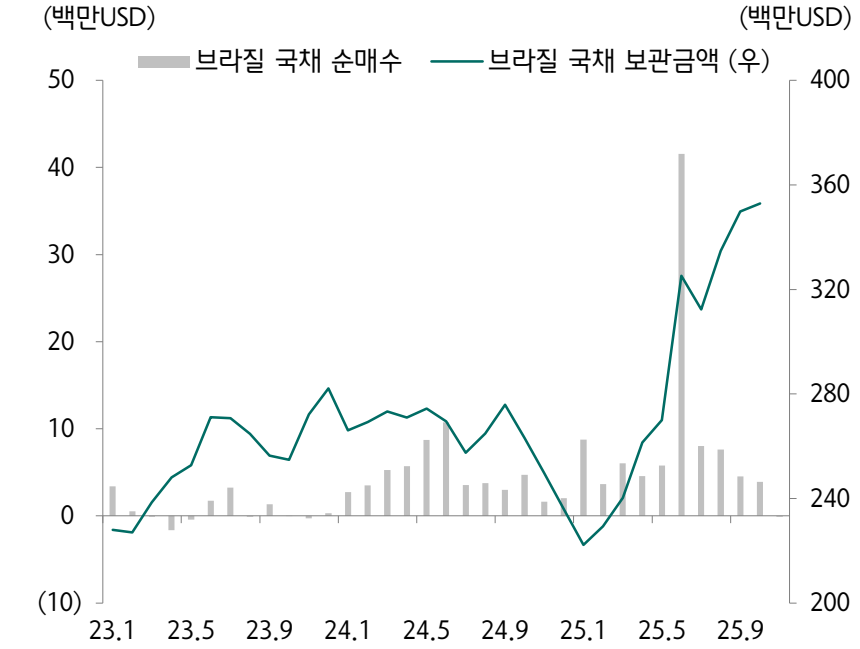
- 국내 투자자는 미국 국채를 2개월 연속 순매도. 10월 FOMC 이후 금리까지 반등하면서 보관액은 작년 12월 이후 처음으로 감소
- 브라질 국채도 10월 소폭 순매도를 기록했지만 미미한 수준. 금리 하락에 따라 브라질 국채 보관액은 꾸준히 증가 중

미국채 보관금액은 10월 들어 감소하기 시작



자료: 예탁결재원, 하나증권

반면, 브라질 국채 보관금액은 꾸준히 증가. 수익률 호조와 순매수 지속



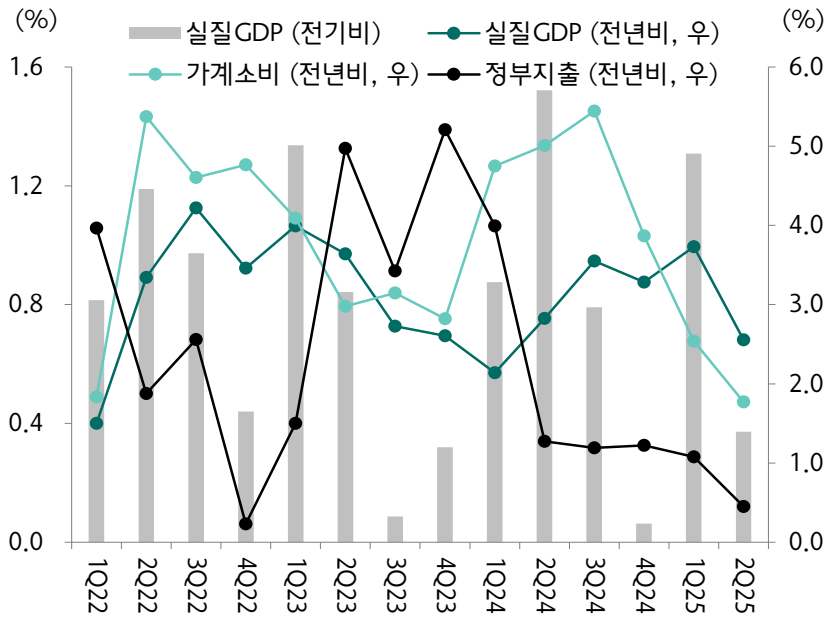
자료: 예탁결재원, 하나증권

Part 2. 인하를 하기 위한 조건들

소비와 지출은 이미 꺾였다

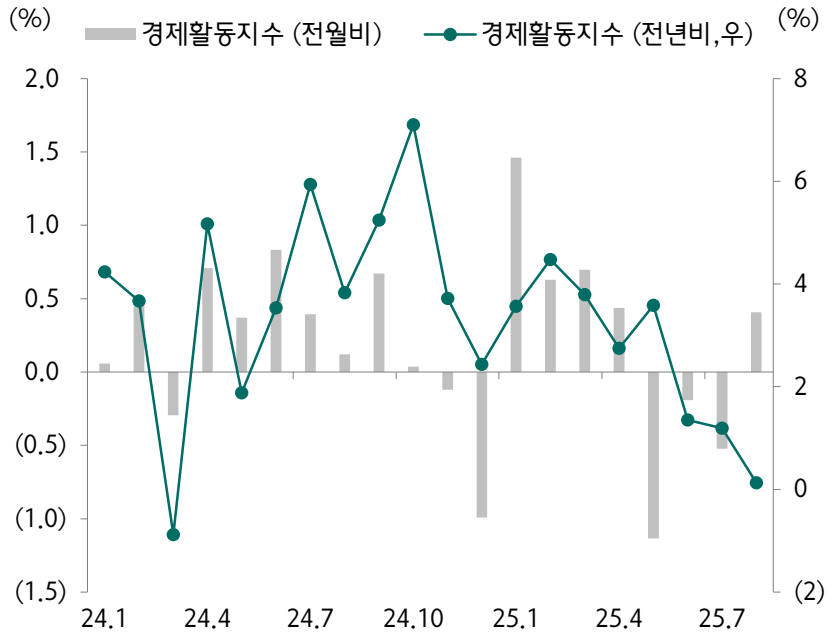
- 브라질 실질 GDP 전기비 성장률은 1분기 1.3% → 2분기 0.4%로 둔화
- GDP에서 가장 큰 비중을 차지하는 가계 소비는 작년 3분기부터 하락하기 시작했으며, 정부 지출도 미미한 수준
- GDP의 선행지표 역할을 하는 경제활동지수도 부진. 고금리가 지속되면서 GDP 성장률 둔화는 당분간 이어질 전망

성장률은 점차 둔화될 것



자료: Bloomberg, 하나증권

GDP의 선행지표 격인 경제활동지수도 부진

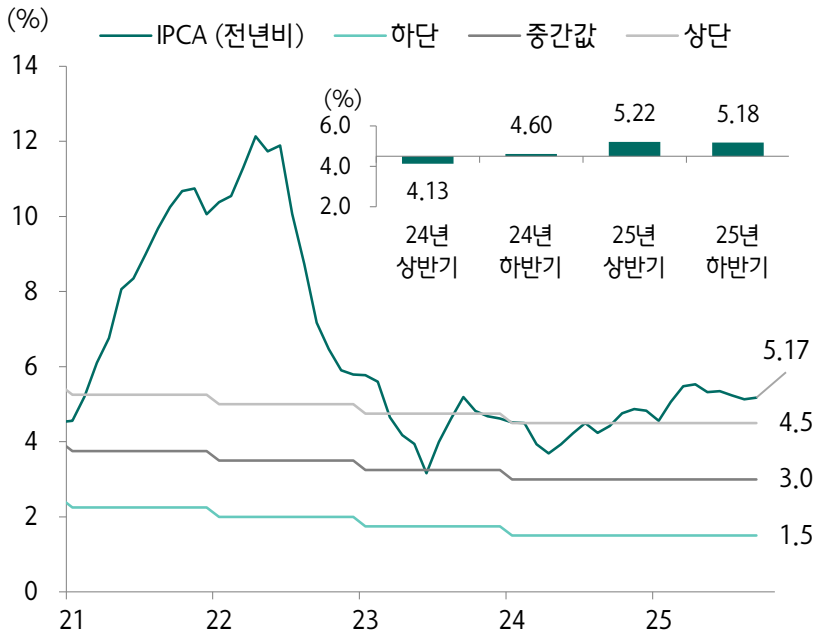


자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 들어 물가 상승세 완화

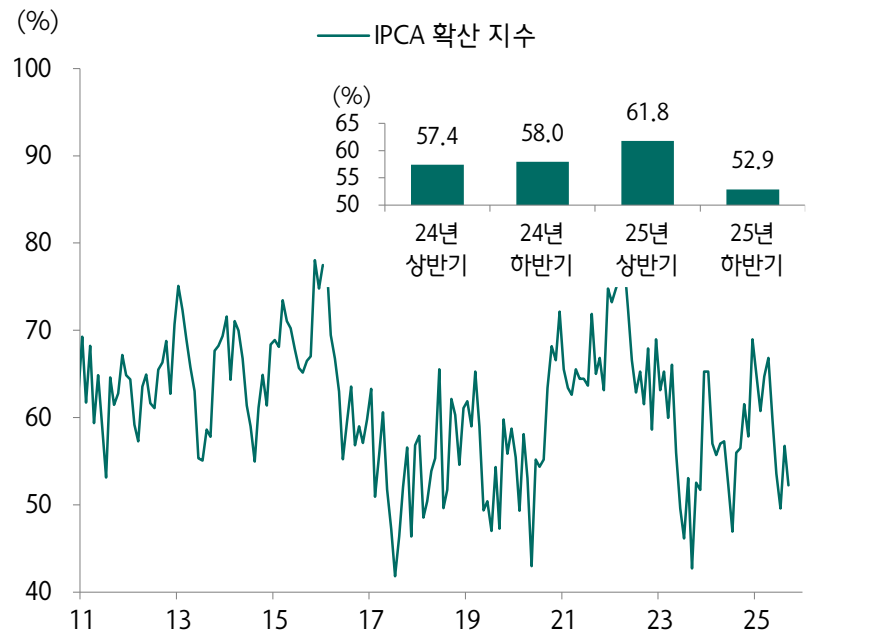
- 브라질 IPCA 물가는 여전히 목표치 4.5%를 상회 중이지만 하반기 들어 물가가 완화되고 있다는 점은 긍정적
- IPCA 품목별 확산 지수도 하반기 들어 크게 하락. 낮은 CPI 확산세는 중앙은행에게 어느 정도 안도감을 제공할 것

인플레이션은 여전히 목표치 상단을 상회 중이지만



자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 들어 전반적인 물가 압력은 완화되는 중

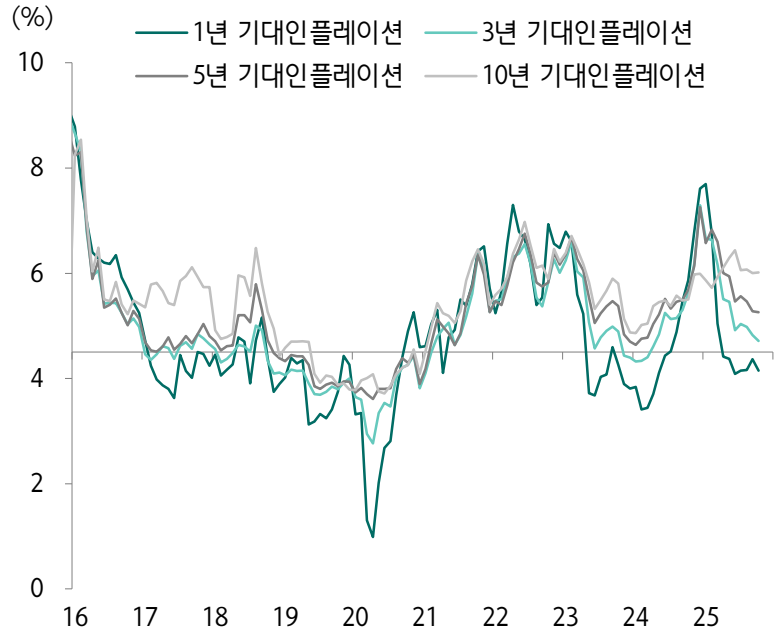


자료: Bloomberg, 하나증권

기대 인플레이션도 안정적

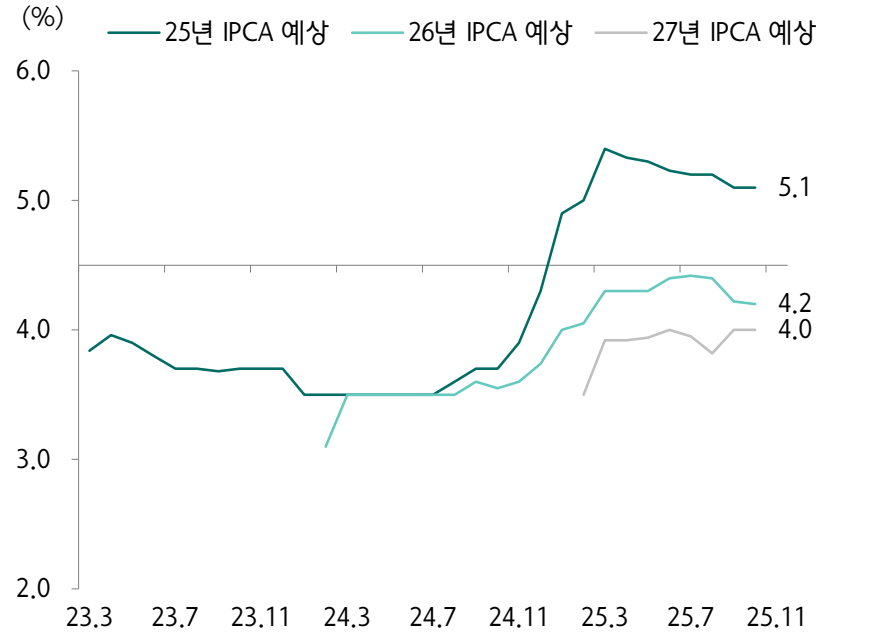
- 향후 1년 기대 인플레이션은 목표치 상단 4.5%를 하회 중. '26년 말까지 IPCA 전망치도 4.2%로 점차 완화되는 그림을 전망
- 중장기 기대 인플레이션은 완화되고는 있지만 여전히 높은 수준을 유지 중. 최소한 연말까지는 동결을 전망하는 이유

기대 인플레이션도 하향 안정화



자료: Bloomberg, 하나증권

내년 들어 BCB 목표치 상단을 하회할 것으로 예상

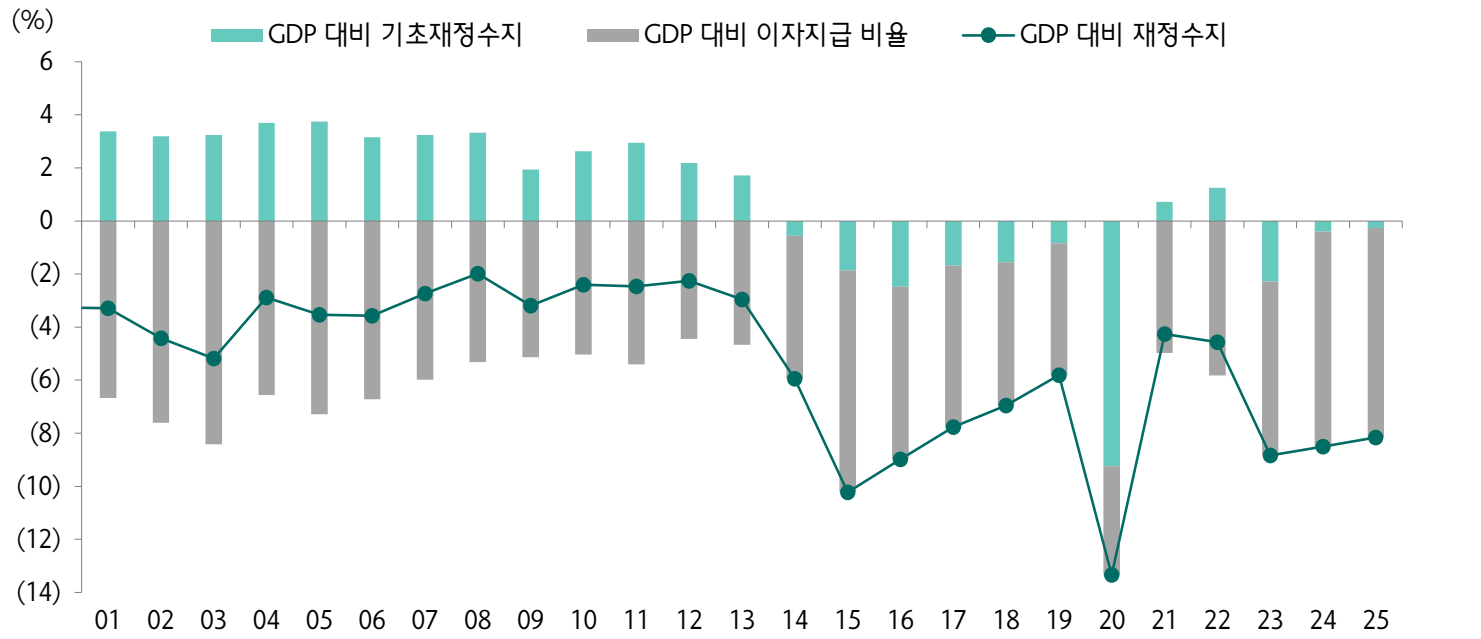


자료: Bloomberg, 하나증권

적자 축소 노력에도 불구하고

- 브라질은 2014년 이후부터 이자 지급을 제외한 GDP 대비 기초 재정수지는 대부분 적자를 기록 중
- 2023년 룰라 대통령이 도입한 새로운 재정 준칙은 연간 지출 증가율을 제한해 점진적으로 흑자로 복귀하는 것을 목표로 함
- 내년 선거를 앞두고 있는 만큼 정부가 목표로 한 올해 'GDP 기초 재정수지 0% 달성' 가능성은 낮음

재정적자의 난에 시달리고 있는 브라질

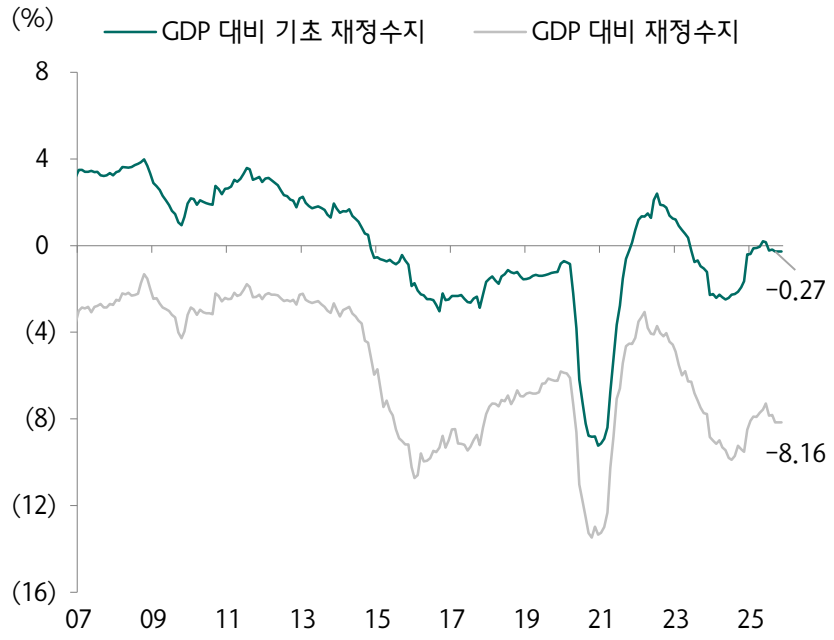


자료: Bloomberg, 하나증권

정부의 “0.25%” 달성은 불투명한 상황

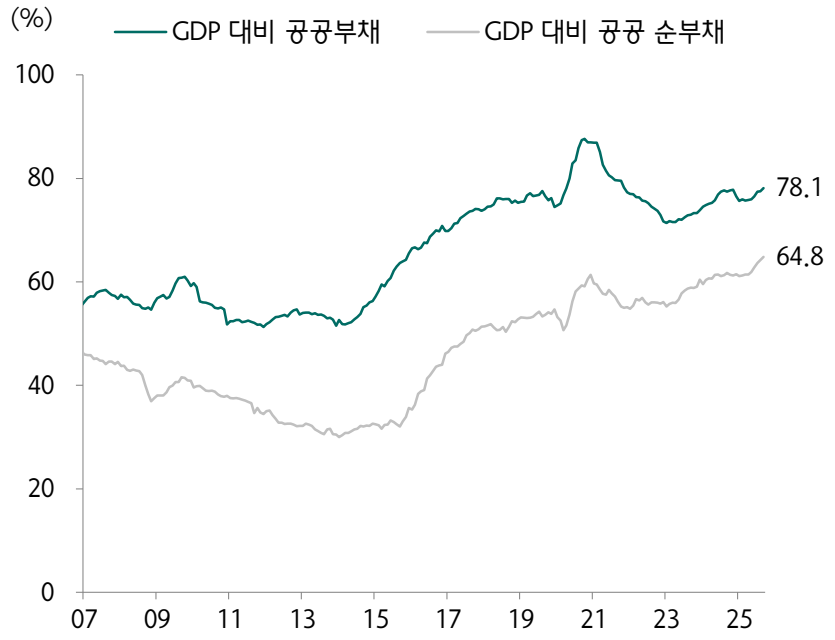
- 브라질 정부는 2026년 예산안을 제출하며 ‘GDP 대비 기초 재정수지(Primary Surplus) 0.25%’ 달성을 목표로 제시
- 하지만 예산 초안에 계획된 607억 헤알 세입(금융 세금 인상, 석유 경매, 배당금 및 세금 혜택 감축)은 달성이 불가능해졌음
- 이미 금융 부문 세금 인상 계획을 철회했고, 미국 고율 관세로 인한 수출업자 지원 비용으로 300억 헤알을 지출. 일부 금액을 2025년 재정 목표에서 제외하도록 의회에 요청하는 등 예산 규칙을 우회하려는 시도로 인해 재정 우려는 더욱 커지고 있는 상황

내년 GDP 대비 기초 재정수지 0.25% 달성이 목표



자료: Bloomberg, 하나증권

하지만 관세 부담까지 겹치며 공공 부채 비율은 상승

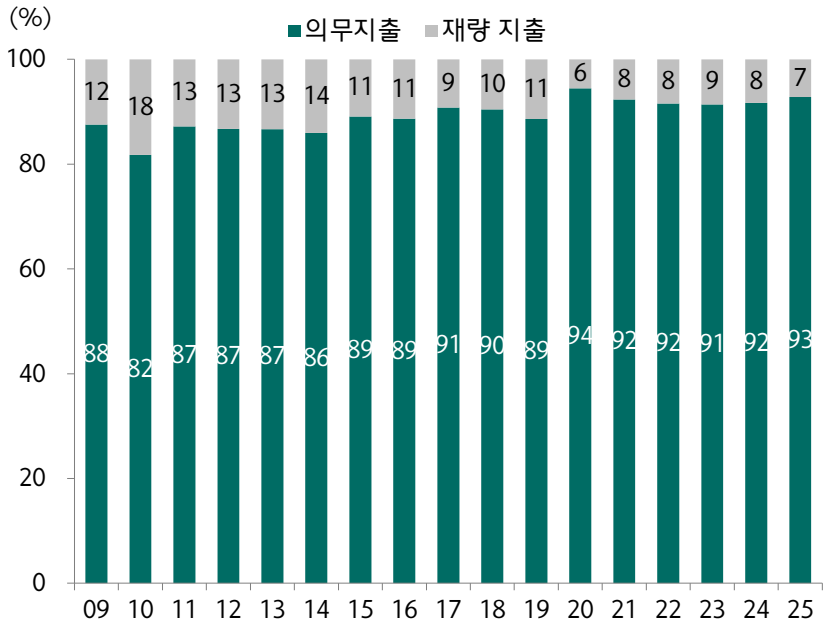


자료: Bloomberg, 하나증권

결국 구조적 변화가 필요

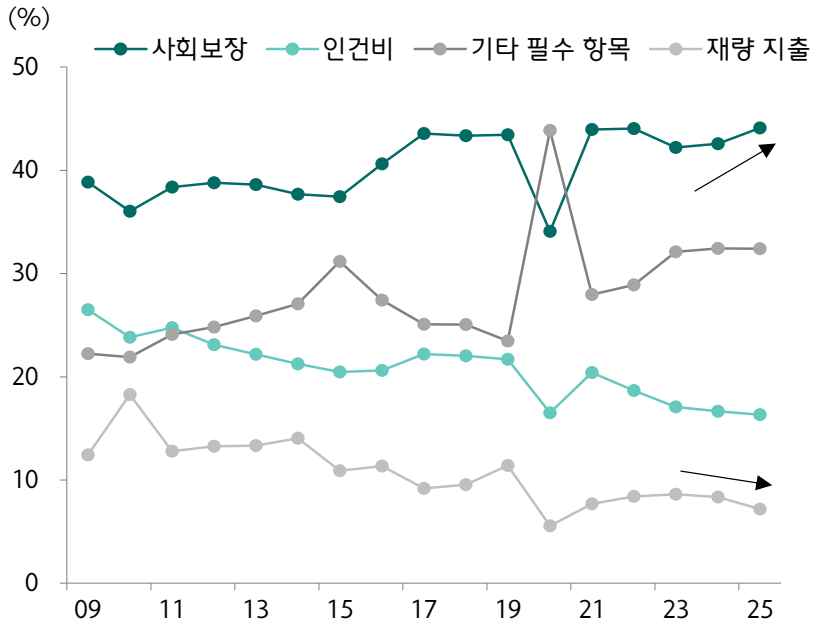
- 브라질 재정 핵심 문제는 의무 지출 비중이 높다는 점. 특히 물가 연동 방식에서 비롯되는 관성적인 지출 증가를 억제하는 것이 필요
- 2026년 예산 초안에서 계획됐던 것처럼 세금 인상 등 일회성 비용에 의존해 적자를 줄이려는 전략은 목표 달성 가능성이 낮음
- 사회보장(연금), 인건비만 전체 지출의 약 60%를 차지. 구조적인 지출 개혁이 필요한 상황

의무 지출이 90% 이상. 재량 지출을 할 수 없는 구조



자료: Bloomberg, 하나증권

재량 지출 비중은 축소되는 중

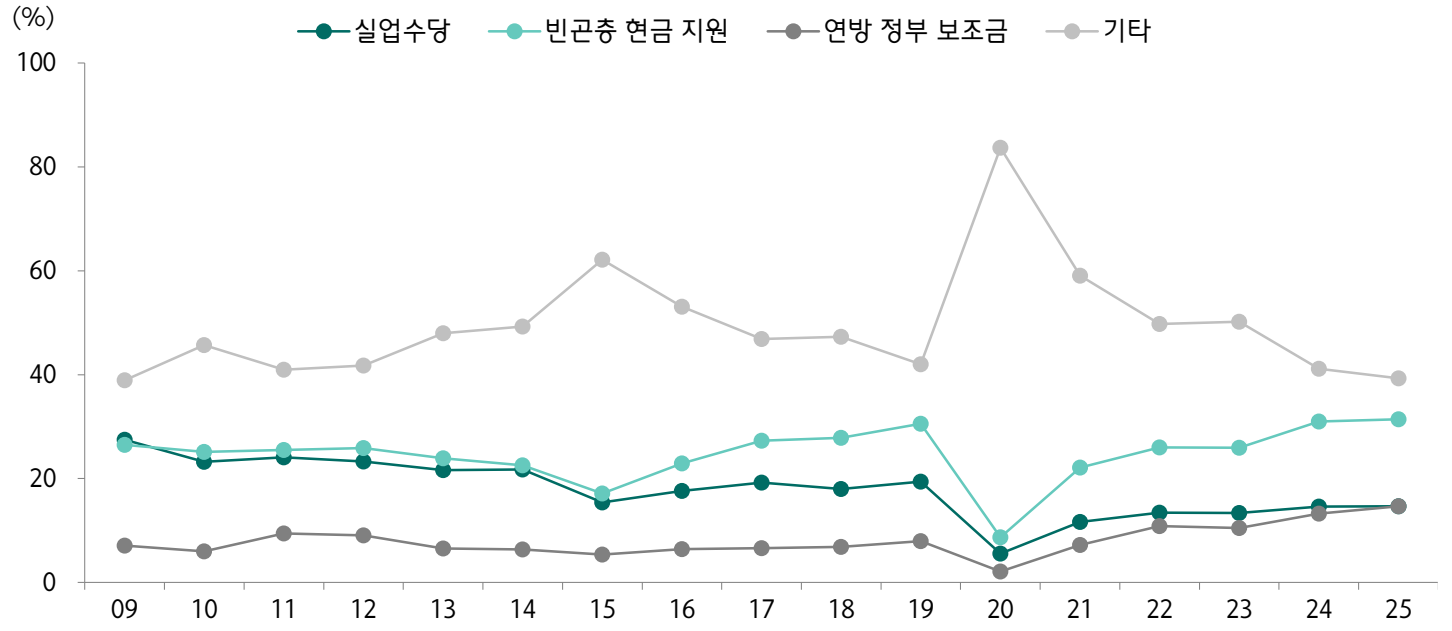


자료: Bloomberg, 하나증권

대선을 앞둔 만큼 지출 확대는 불가피

- 2025년 기준 사회보장(연금), 인건비 외에도 기타 의무 지출 항목도 전체 지출의 약 32%를 차지
- 기타 의무 지출 내 주요 항목은 1) 실업수당 2) 빈곤층 현금 지원 3) 연방정부 보조금(교육비)
- 새로운 복지 프로그램을 발표하면서 빈곤층 현금 지원 지출 비중이 꾸준히 증가하는 추세

빈곤층 현금 지원을 높여 내년 대선을 위한 지지율 제고



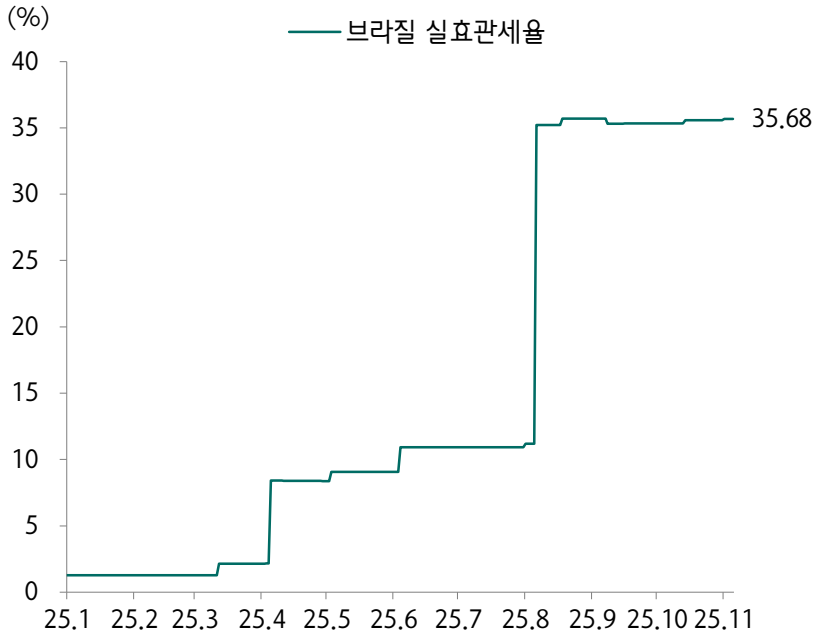
자료: Bloomberg, 하나증권

Part 3. 2026년 전망과 리스크 요인

고율 관세 부과에도

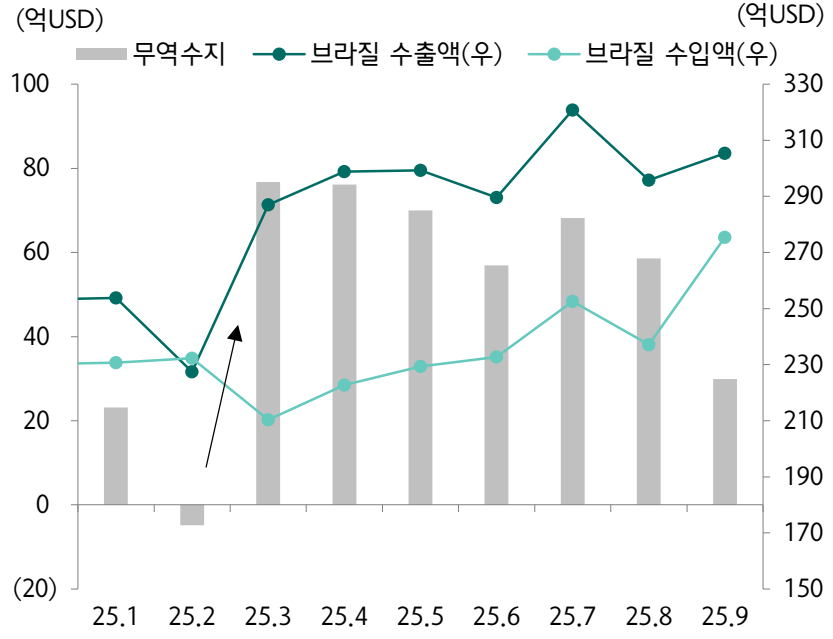
- 브라질은 가장 높은 관세를 부과 받고 있는 국가. 미국의 브라질 50% 관세 부과는 무역 불균형 해소가 아닌 정치적 목적이 큼
- 4월 '해방의 날' 직전 브라질 수출액이 큰 폭으로 증가. 고율 관세에 대응하기 위해 재고를 미리 비축해 놓으려는 국가들의 움직임

미국의 브라질 실효 관세율(Effective Tariff)



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 '해방의 날' 선언 이후 브라질 무역수지는 오히려 큰 폭으로 증가

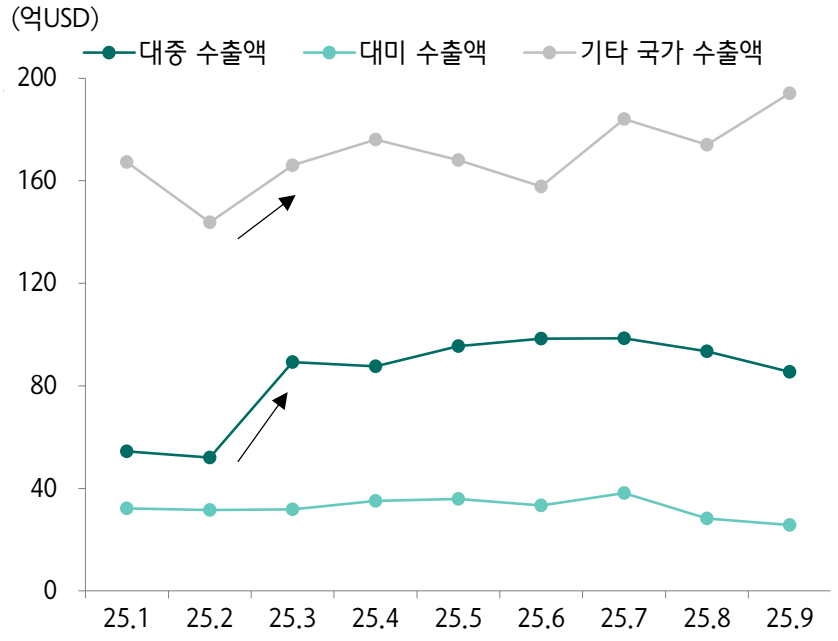


자료: Bloomberg, 하나증권

해법을 찾은 브라질

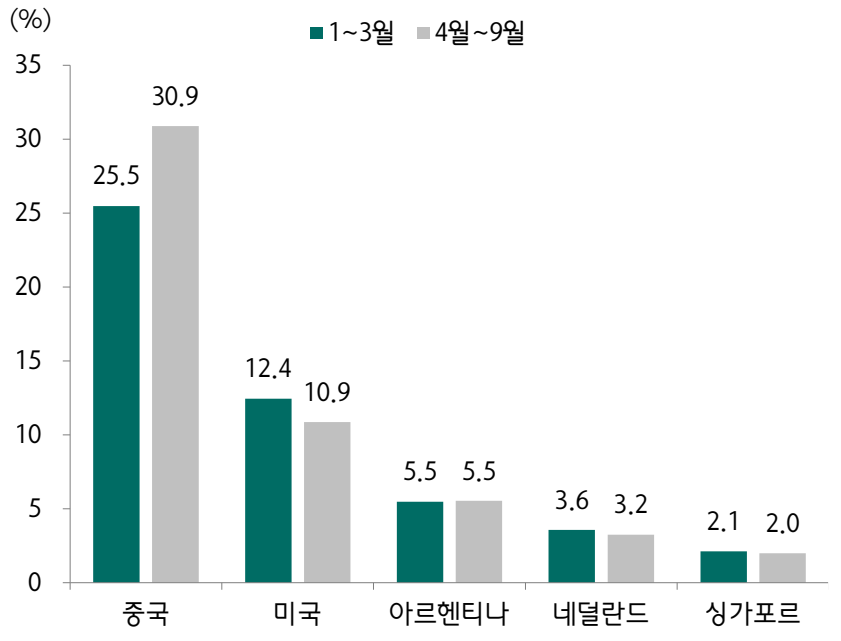
- 국가별로 살펴보면 명확히 드러남. 관세가 발효되기 직전 1) 대중 수출액과 2) 중국과 미국을 제외한 기타 국가 수출액이 급증
- 관세 발효 이후 브라질의 국가별 수출 비중을 살펴보면 중국 뿐만 아니라 다른 국가로의 수출 경로를 다변화하는 모습
- 고율 관세는 오히려 브라질에게 기회로 작용. 미국과의 강대강 기조를 유지하며 지지율을 높였고, 무역수지는 오히려 증가

미국을 제외한 국가들로의 수출 경로를 다변화



자료: Bloomberg, 하나증권

Top 2 국가 수출 비중: 중국 비중 확대 + 미국 비중 축소

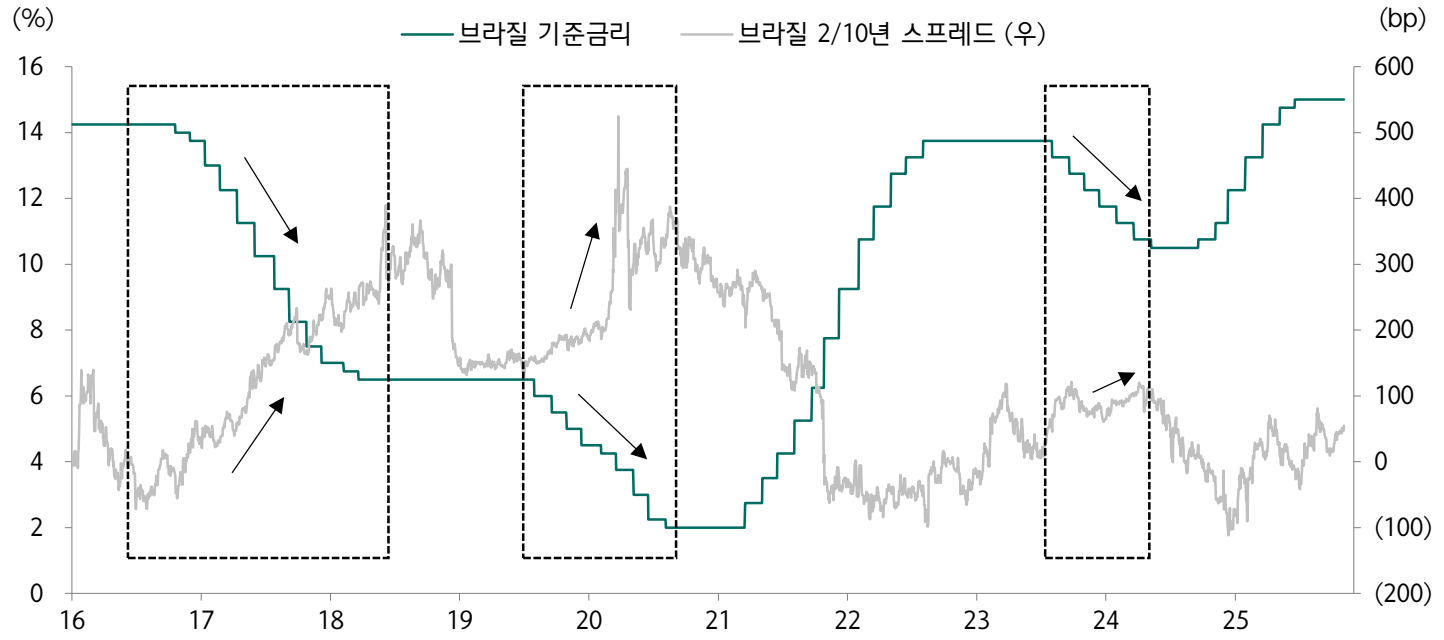


자료: Bloomberg, 하나증권

불 스티프닝 기로에 서있다

- 브라질 커브는 불 스티프닝(Bull-steepening) 기로에 놓여있으며, 시장은 내년 상반기 금리 인하를 기대중
- IPCA 물가가 중앙은행의 목표 범위로 돌아가기 시작했다는 사실은 중앙은행이 가장 신경 쓰는 문제 중 하나를 해소하는 것
- 상반기부터 인하 단행 시 장단기 금리차는 추가로 확대될 가능성. 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략 권고

장단기 금리차 확대 (불 스티프닝) 기로에 놓여있음

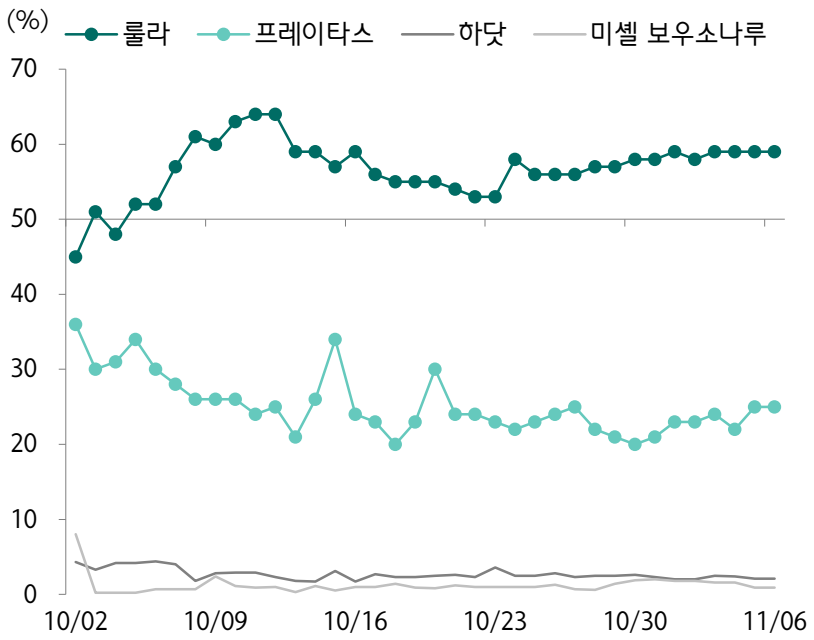


자료: Bloomberg, 하나증권

브라질 대선 D-1년

- 1년 앞으로 다가온 브라질 대선, 룰라 대통령의 재선 확률이 60%로 압도적
- 미국과의 강대강 기조 유지, 금융 부문 세금 인상 계획 철회 및 새로운 복지 프로그램 신설을 통해 지지율 반등을 이끌어냈음
- 우파 진영의 가장 강력한 후보는 프레이타스 현 상파울루 주지사. 보우소나루 전 행정부에서 인프라부 장관을 역임한 바 있음

베팅시장에서는 룰라 재선 확률을 높게 보고 있음



자료: Polymarket, 하나증권

대선 유력 후보 정리

대선 후보	소속 정당	성향	특징
룰라	노동자당 (PT)	좌파	- 현직 대통령(2023년 취임, 3선) - 노동 운동가 출신 - 빈곤층 위한 사회 프로그램 확대 정책으로 대중적 인기 높음
프레이타스	공화당 (Republicanos)	우파	- 상파울루 주지사 - 보우소나루 행정부에서 인프라부 장관 역임 - 우파 진영의 가장 강력한 대안 후보
하닷	노동자당 (PT)	좌파	- 현 재무부 장관 - 2013~16년 상파울루 시장 역임 - 2018년 대선에서 노동자당 후보로 출마해 보우소나루에게 패배
미셸 보우소나루	자유당 (PL)	극우	- 보우소나루 전 대통령의 부인 - 보우소나루 출마가 불가능해지면서 우파 진영의 유력한 대체 후보

자료: Google, 하나증권

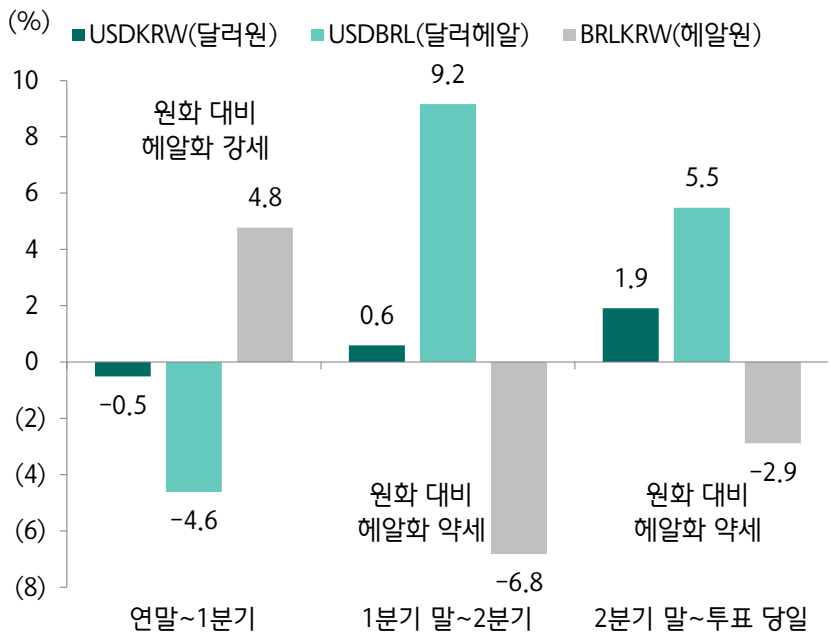
2분기부터 헤알화 약세 전환 가능성

- 브라질 대선은 4년마다 10월 첫째 주 일요일에 1차 투표를 실시하며, 과반 득표자가 나오지 않을 경우 2차 결선 투표를 진행
- 과거 대선 직전 헤알화 환율 흐름을 살펴보면 원화 대비 헤알화 강세 기조는 내년 1분기까지 이어질 전망
- 내년 2분기부터는 헤알화 약세 전환에 무게를 둘 필요

과거 대선 직전 10년물 헤알화 환율 변동성 확대

자료: Bloomberg, 하나증권

내년 2분기부터 헤알화 약세로 전환



자료: Bloomberg, 하나증권

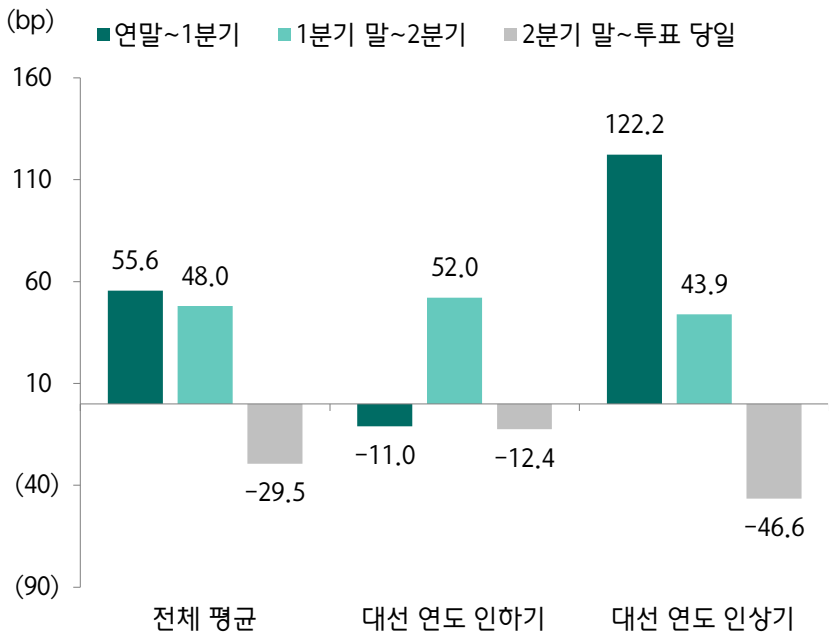
2분기부터 장기물 금리 반등도 유의해야

- 과거 대선 연도가 인하기였던 경우 1분기까지 금리 하향 안정화 → 2분기 들어 금리 반등
- 1) 전체 평균 2) 인하기 3) 인상기 모두 공통적으로 대선 당해 연도 2분기부터 1차 투표 당일까지 금리는 소폭 하락(평균치)
- **(결론 1): 내년 1분기까지 환 차익+자본 차익(Best) → 2분기 환 차손+자본 손실(Worst)→ 2분기 이후 환 차손+자본 차익(Neutral)**
- **(결론 2): 10년 이상 헤알화 표시 국채 보유자는 내년 1분기 수익 실현 & 신규 투자자는 단기물 중심 보유 전략 권고 (장단기 금리차 확대)**

과거 대선 직전 장기물 금리 변동성 확대

자료: Bloomberg, 하나증권

인하기 진입 감안 시 내년 2분기부터 장기물 금리 반등 예상



자료: Bloomberg, 하나증권