MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2025.12.22

[크레딧/해외채권]
김성신
sungshin.kim@miraeasset.com
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com

브라질 채권

높아지는 인하 기대와 매력적인 금리 레벨

BCB, 인플레 환경 개선됐다고 평가. 내년 상반기 인하 논의 개시 전망

BCB, 12월 회의에서 25년말 헤드라인 인플레 전망치를 기존 4.6%→4.4%, 26년말 전망치는 3.6%→3.5%로 하향. 인플레 전망 이전보다 낙관적으로 변경. 단, 코어 CPI가 중앙은행 목표 수준을 크게 상회하고 있는 점을 감안해 긴축적인 통화정책을 오랜 기간 유지하겠다는 문구 유지. 식품 물가 및 유가 안정, 일자리 증가율 둔화 등을 고려하면 인플레 둔화 흐름 지속 기대. 내년 2Q 금리 인하 논의 개시 전망

재정신뢰도 개선을 위한 브라질 정부의 노력

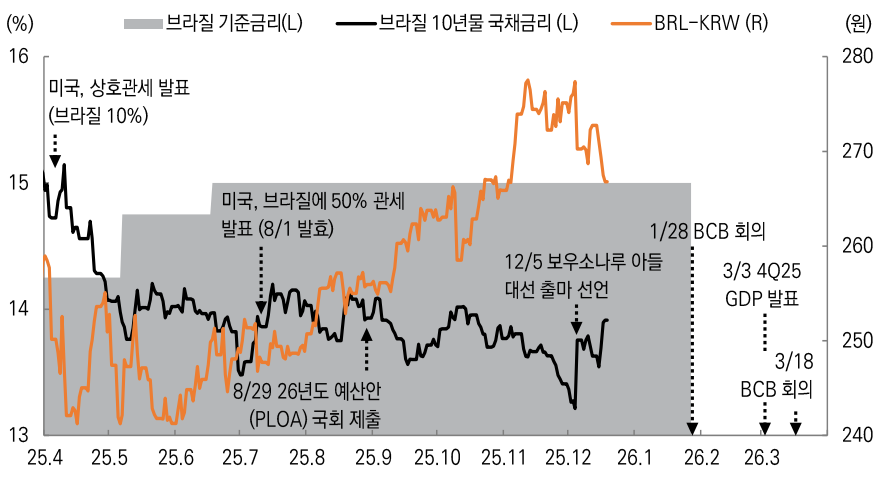
공공기관 적자폭 커진 가운데 내년도 재정목표 달성 여부에 대한 불확실성으로 12월 초 금리 및 환율 변동성 높아짐. 하지만 내년도 상향되는 재정목표(GDP 대비 기초 재정수지 0.0~0.5%) 달성을 위해 일부 산업에 대한 세율 인상, 세제혜택 축소 등 정부 주도의 세수 확충 법안 다수 통과. 내년에도 2개월 단위의 재정리뷰를 통해 기초 재정수지가 목표치에 미달할 경우 예산 삭감을 단행할 예정. 재정신뢰도를 높이기 위한 정부의 노력은 지속 중

제한적인 환 리스크, 높은 이자수익에 단기 국채 매수 의견 유지

내년 헤알화의 원화 환율은 대체로 안정적인 흐름을 예상. 미국 재정적자와 주요국 탈달러 움직임에 신흥국 환율에 우호적인 환경이 이어지겠으며, 한국 경기 펀더멘털 감안할 때 원화 약세도 지속될 가능성이 높기 때문. 내년 상향된 재정목표에 대한 경계심과 정치 불확실성에 달러 대비 헤알화 약세 압력 높아질 수 있겠지만, 헤알화의 원화 환율은 대체로 안정적인 흐름 이어갈 전망

BCB가 인하의 조건으로 내걸었던 헤드라인 인플레의 목표범위 진입이 현실화. 연초 브라질 국채 금리는 통화정책 전환 기대를 반영하며 하락압력 우세할 전망. 내년 인하 사이클 진입 전 고금리 채권 확보 전략 유효. 13%의 단기 국채이자수익률 감안하면 환율 변동성은 흡수 가능하다고 판단. 브라질 단기 국채 매수 의견 유지

브라질 주요 이벤트와 환율, 금리 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

I. 금융시장 동향

4Q 원화 대비 헤알화 강세, 월말 부각된 대선 후보 이슈

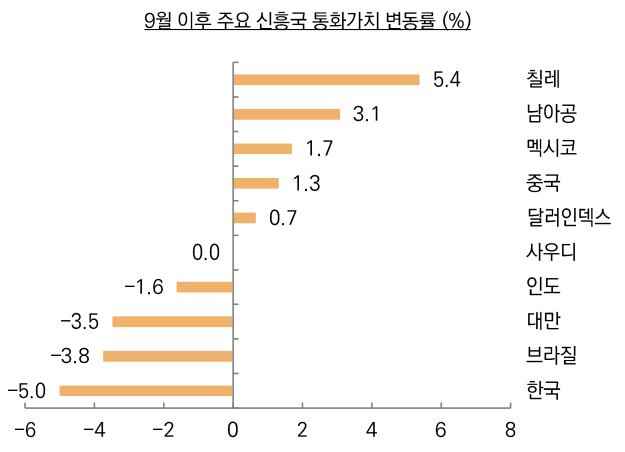
엔화 약세, 내국인의 해외주식 투자 확대 등에 원화 약세 지속. 헤알화는 원화 대비 상대 강세

4Q에는 달러화 가치 상승으로 신흥국 통화 약세 압력이 높아졌다. 9월 이후 헤알화는 달러화 대비 3.8% 절하됐고, 원화는 5.0% 절하됐다. 신흥국 통화 내에서 원화의 약세가 유독 심했는데 이는 엔화 약세와의 커플링, 내국인들의 해외주식 투자 확대 등에 기인했다. 12월초 내년 상향되는 재정목표 달성 여부에 대한 경계심과 보우소나루 출마 선언으로 야기된 대선 불확실성에 헤알화는 달러 대비 약세 압력이 높아졌다. 헤알화의 원화 환율은 현재 267원이다.

10~11월 브라질 국채 10년 금리는 하락세 이어가다 12월 초 낙폭을 일부 되돌렸다. 인플레 둔화에 중앙은행 금리 인하 기대가 높아진 점이 채권시장 강세 요인으로 작용했다. 특히 11월 헤드라인 CPI는 +4.5% YoY로 BCB 인플레 목표범위(1.5%~4.5%) 상단까지 둔화됐다. 11, 12월 회의에서 중앙은행은 금리 인하에 신중한 스탠스를 유지했지만, 9월 이후 빠르게 둔화된 인플레에 내년 금리 인하 기대는 지속되며 국채 금리 하락 압력을 높였다. (9~11월 헤드라인 CPI: 5.2%→4.7%→4.5%)

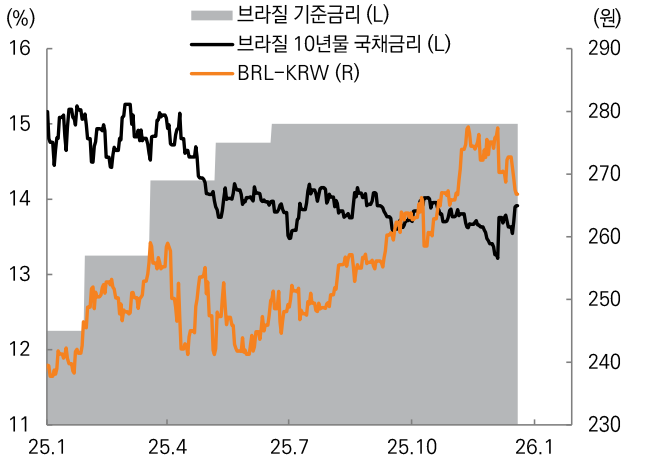
12월 중 브라질 국채 금리와 환율 변동성이 높아졌다. 11월 재정리뷰에서 공공기관 적자 부담이 확인되었고, 내년 예산안에 기초 재정수지 산정 시 국영기업 적자 중 일부(최대 100억헤알)를 제외하는 조항이 포함되며 재정목표 달성에 대한 불확실성이 높아졌다. 12월초 지지율이 저조한 플라비우 보우소나루가 대선 출마를 선언하자 내년 룰라 재선 가능성이 높아지며 재정에 대한 우려가 높아진 점도 시장의 불안을 야기했다.

그림 1. 9월 이후 달러 대비 헤알화 -3.8%, 원화 -5.0% 절하



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 달러 대비 통화가치 기준

그림 2. 국채 10년물 안정적, 헤알화의 원화 환율은 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

II. 경제

가계지출 및 일자리 증가 건수 둔화

고금리 장기화에 따른 소비자 비용 부담 누적으로 가계지출 둔화. 2Q 대비 3Q 브라질 성장률 둔화

BCB 긴축정책의 효과는 경제 활동 둔화로 가시화되고 있다. 브라질 3Q GDP는 전년비 1.8%, 전분기비 0.1%에 그치며 전분기(각 +2.4% YoY, +0.4% QoQ) 대비 성장 모멘텀이 약화됐다. 특히 가계지출이 전년비 +0.4%, 전분기비 +0.1%로 크게 둔화됐다. (2Q: +1.8% YoY, +0.6% QoQ) 10월 소매판매는 전월비 0.5%로 9월(-0.2%) 대비 반등했으나, 연료 판매 증가(+1.4%)에 기인한 일시적 요인으로 판단된다. 고금리 장기화로 소비자 비용 부담이 누적되며 가계지출은 둔화 흐름이 지속될 전망이다.

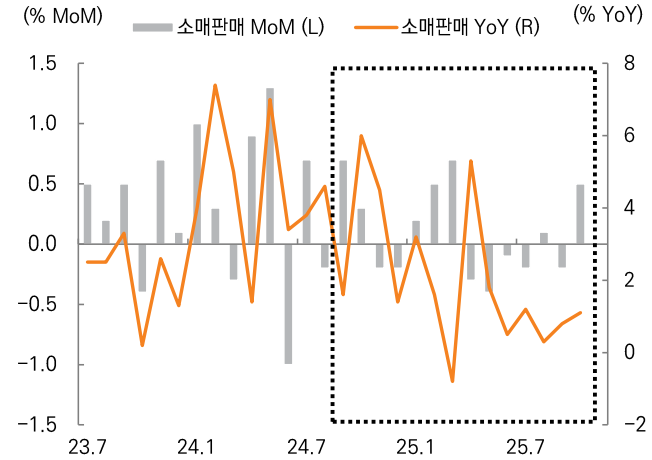
고용시장도 균열조짐이 확인되고 있다. 올해 누적 일자리 증가 건수는 +180만건으로 24년 +213만건 대비 15.3% 감소했다. 고용시장의 가장 높은 비중을 차지하는 서비스업 일자리 수 증가폭은 기존 112만건에서 96만건으로 크게 감소했고, 제조업도 기존 23만건에서 21만건으로 감소했다. 특히 업황이 부진한 제조업의 경우 10월 일자리 수가 -1.0만건으로 감소하는 등 최근 고용 수요 부진이 가시화되고 있다.

구직 포기자 늘어나며 비경제활동인구 증가했을 경우 경제활동참가율 및 실업률 동반 하락 가능

실업률 하락과 함께 경제활동 참가율이 함께 낮아지고 있는 점에 주목한다. 10월 생산가능인구는 작년과 비슷한 수준이지만, 경제활동참가율(경제활동인구/생산가능인구)은 전년동기 62.5%에서 현재 62.1%로 하락했다. 생산가능인구에는 큰 변화가 없는 상황에서 경제활동 참가율이 낮아진 데에는 구직 포기자가 증가하며 이들이 비경제활동 인구로 분류됐을 가능성을 고려해 볼 수 있다. 낮은 실업률을 고용시장 호조로 해석하기 어려운 이유다.

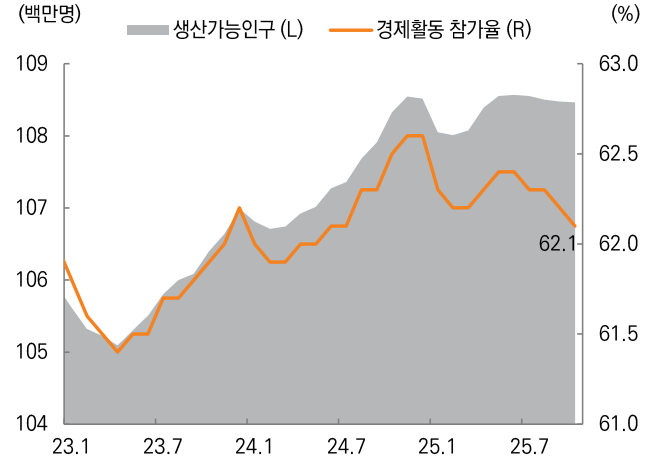
3Q 수출은 전분기비 3.3%로 비교적 견고하게 증가했다. 미국의 50% 고율관세 부과 영향으로 미국향 수출 감소세가 지속되고 있으며 대미 무역수지 적자도 확대 중이다. 일부 품목들에 대한 면세 조치가 취해지고 있으나, 브라질에 대한 실효관세율은 31.2%로 높아 미국향 수출 회복은 지연될 전망이다. 중국향 수출 증가율은 전년비 11.7%로 높은 수준이지만 올해 견고했던 수출의 기저효과를 감안하면 내년도 수출은 점차 둔화될 가능성이 높다.

그림 3. 인상 사이클 시작 후 소매판매 전년비 둔화 흐름



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 생산가능인구 대비 경제활동 참가율 저조한 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

식품 인플레 둔화, 고용시장 둔화 흐름은 인플레 안정 요인

수요 감소와 달러 대비 헤알화 가치 안정이 헤드라인 인플레 둔화에 기여

11월 CPI는 전년비 4.5%로 둔화 흐름이 이어졌고, 작년 9월 이후 처음으로 중앙은행 물가목표 허용범위(+1.5%~+4.5% YoY)로 진입했다. BCB의 강도 높은 긴축정책에 따른 수요 둔화와 유가 하락, 달러 대비 헤알화 가치 안정이 헤드라인 인플레 둔화에 기여했다.

식품 인플레는 11월에 전년비 3.9%로, 10월(+5.5%) 대비 크게 둔화하며 헤드라인 인플레 둔화를 견인했다. 작년 말 홍수 및 작황 부진, 헤알화 약세에 따른 수입 가공식품 가격 상승 등 식품 인플레를 자극한 요인들이 완화됐기 때문이다. 이에 식품 품목의 헤드라인 CPI 기여도(YoY 기준)는 24년말 +1.6%p에서 11월에 +0.8%p로 크게 축소됐다(그림6).

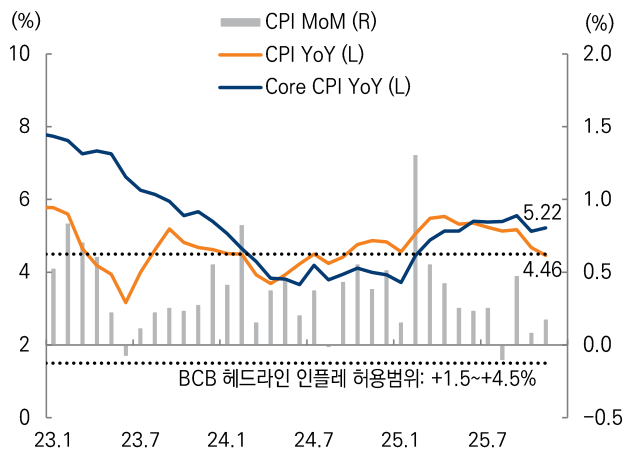
이외 품목별로는 주택(+6.5% YoY), 교육(+6.3%), 개인비용(+6.1%) 등 서비스 부문 인플레가 전년비 상승했다. 이중 11월 주거용 전력비 상승(+11.4%) 영향에 주거비 인플레는 10월 헤드라인 CPI +4.5% 중 +1.0%p를 차지했다. 단, 12월 우기 진입과 함께 수력발전 비용이 안정화되며, 주거비 인플레 둔화를 견인할 전망이다.

서비스업 물가 아직 높지만 고용시장 전반적으로 둔화되면서 코어 인플레 안정에 기여할 전망

서비스업 인플레가 높은 수준을 이어가며 코어 CPI는 헤드라인 대비 더딘 둔화세를 나타내고 있다. 내년 초에는 6.8%의 최저임금 인상이 예정돼있어 연초 단기적인 인플레 상승 압력이 가해질 수 있다. 하지만 경제활동 참가율 감소와 취업자수 증가율 둔화 등 고용시장의 균열이 확인되고 있고 이에 따라 수요 둔화도 지속될 수 있다. 이를 감안하면 코어 인플레 상승세가 지속되기는 어렵다. 내년 코어 CPI는 완만한 둔화 흐름을 예상한다.

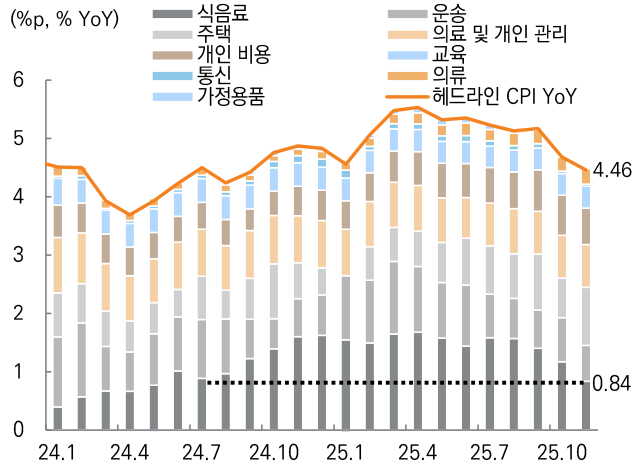
헤드라인 CPI 기여도가 높은 식품 인플레 둔화가 지속되고 있고, 유가 하락과 헤알화 변동성 완화로 수입물가 상승 부담도 낮아질 것으로 예상한다. 헤드라인 인플레 둔화 흐름이 지속되면서 내년 초 헤드라인 인플레는 중앙은행의 인플레이션 허용범위 상단(4.5%)을 안정적으로 하회할 전망이다.

그림 5. BCB 허용범위 내에 진입한 헤드라인 CPI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 식음료 인플레 안정화가 CPI 둔화세 견인



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

III. 통화정책

BCB의 인플레 판단 이전보다 낙관적으로 변화

BCB, 금리 동결 기조 유지했으나 인플레 전망 낙관적으로 변경

BCB는 3Q 중 15%에서 금리 동결 기조를 유지했다. 올해 상반기에만 총 275bp의 금리 인상을 단행한 만큼 긴축적 통화정책의 효과를 확인한다는 입장이 주된 이유였다. 12월 회의에서는 25년말 헤드라인 인플레 전망치를 기존 4.6%→4.4%, 26년말 전망치는 3.6%→3.5%로 하향하며 인플레 경로를 더 낙관적으로 변경했다.

12월 성명서에서는 인플레 환경의 개선이 확인되었다는 문구가 추가됐다. 하지만 인플레 목표치에 안정적으로 정착하기 위해서는 상당히(significantly) 긴축적인 통화정책을 매우(very) 오랜 기간 유지해야할 것이라는 문구는 유지되며 금리 인하에 신중한 입장을 유지했다. 적절할 시(if appropriate)에는 금리 인상을 고려하겠다는 문구도 유지하며 인플레 경로의 중요성이 다시 한번 강조되었다.

BCB가 추가 금리 인하에 신중한 입장을 재차 강조한 만큼 1월 회의에서도 동결 기조는 이어갈 전망이다. 아직 코어 CPI 둔화는 더디고, 아직 헤드라인 인플레는 4.5%로 목표범위 상단에 위치해 있다. 중앙은행이 금리 인하를 결정하기 위해서는 인플레가 목표치로 수렴하고 있다는 데이터가 추가로 확인될 필요가 있다.

표 1. BCB 통화정책회의 성명서 내용

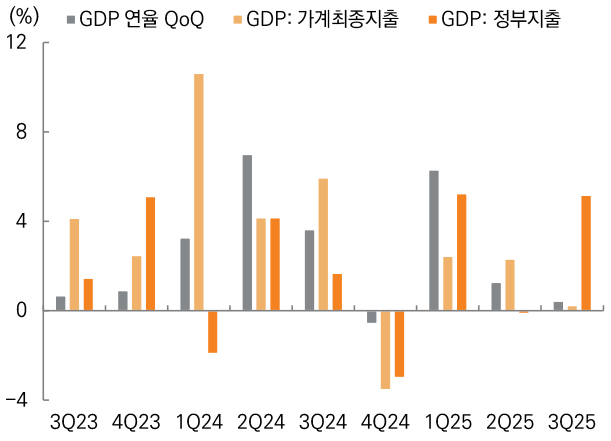
주요 항목별	9월	11월	12월
기준금리	기준금리: 15.00% (동결)	기준금리: 15.00% (동결)	기준금리: 15.00% (동결)
국내외 경기 흐름	미국의 경제정책 및 경제전망 불확실성으로 인해 글로벌 환경은 여전이 불안정함 국내의 경우, 경기 지표가 일부 성장 둔화 조짐에도 불구하고 노동시장은 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있음	〈동일〉 **〈추가〉 예상대로,** 경기 지표가 일부 성장 둔화 조짐에도 불구하고 노동시장은 여전히 견조한 흐름을 유지하고 있음	〈동일〉 **〈추가〉 최근 발표된 지표에서는 헤드라인 물가와 기조적 물가 지표 모두 일부 개선 흐름을 이어갔으나, 여전히 물가 목표 수준을 상회하고 있음**
인플레이션 시나리오	평상시보다 인플레의 상방 및 하방의 위험이 높아진 상황	〈동일〉	〈동일〉
대내외 리스크 요인	미국을 포함한 선진국들의 재정상황 미국의 통화정책 미국의 관세정책	미국의 관세정책, 특히 미-브 무역협상 미국 연방정부 셧다운	미국이 브라질에게 부과하는 관세 브라질 재정정책이 통화정책과 자산가격에 미치는 영향
포워드 가이던스	금리를 현 수준에서 매우 장기간 유지하는 것만으로 인플레이션이 목표 수준으로 수렴할 수 있을지에 대해 면밀히 점검하며 경계적 태도를 유지할 것	금리를 현 수준에서 매우 장기간 유지하는 **〈변경〉 것이 인플레를 목표 수준으로 수렴시키기에 충분하다고 평가**	〈동일〉

자료: BCB, 미래에셋증권 리서치센터

내년 상반기 BCB 회의는 1, 3, 4, 6월 네 차례 예정돼있다. 3월 회의에서는 2월 CPI와 4Q GDP 확인 후 경기와 물가에 대한 판단이 변화할 가능성이 있다. 4Q GDP 컨센서스는 전분기비 +0.0%로, 시장은 경기의 추가 둔화 흐름을 예상하고 있다. (3Q: +0.1% QoQ) 소비심리 위축과 연말 정부 지출 둔화 가능성 감안하면 경기 흐름은 대체로 시장 예상에 부합할 전망이다.

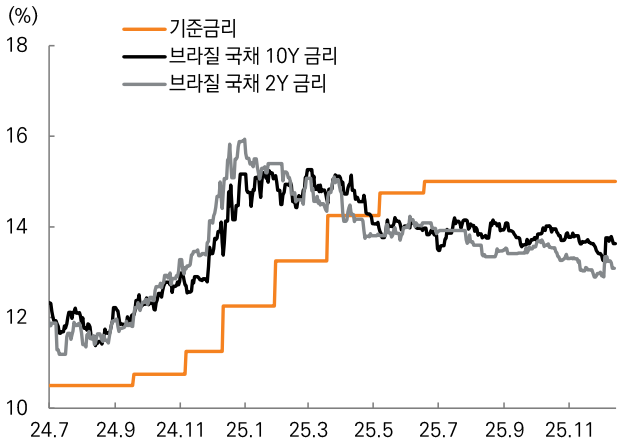
중앙은행의 예상대로 연초 인플레의 목표치 수렴 경로가 이어진다면 1Q 중 성명서는 완화적인 방향으로 변경될 가능성이 높다. 연초 임금 상승으로 단기적인 인플레 상승 압력이 높아질 수 있음을 감안하면 금리 인하는 2Q 중 이루어질 가능성이 크다. 브라질 국채 2년물 금리는 기준금리보다 160bp 낮은 13.4% 수준이다. 최근 인하 사이클에서는 인하 직전 3개월 동안 2년물 금리가 기준금리 대비 최대 -280bp까지 낮아진 경험이 있다. 상반기 중 브라질 국채 금리는 단기물 중심으로 완만한 하락세가 이어질 전망이다.

그림 7. GDP 및 가계지출 둔화 추세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 인하 기대 반영하며 단기금리 완만한 하락세 전망



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 정치 및 재정 이슈

단기적인 재정 우려에 금융시장 변동성 높아짐

대선 불확실성 및 재정 우려에 12월 초 금리 및 환율 변동성 높아짐

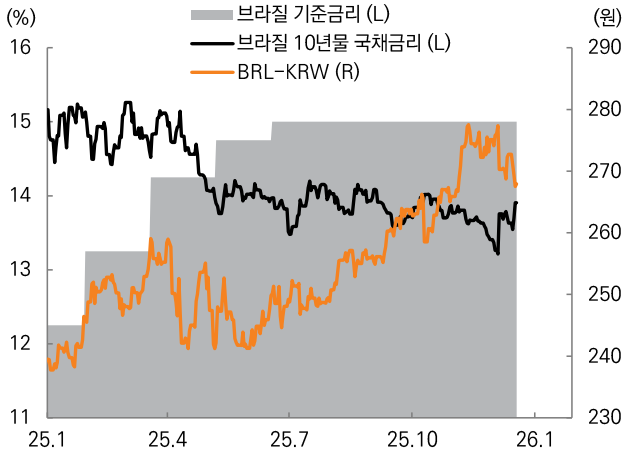
12월 들어 브라질 재정우려가 재부각되며 국채 금리와 환율의 변동성이 확대되고 있다(그림9). 12월 4일 2026년 예산지침법(LDO) 승인과정에서 기초 재정수지 산정 시 국영기업의 적자 중 일부(최대 100억헤알)를 제외하는 조항이 포함되었다.

국영기업인 우정공사(Correios)의 적자폭이 확대되면서 재정목표에 미달할 가능성이 제기되자 기초 재정수지 산정 기준을 일부 조정했고, 이에 브라질 정부 재정준수에 대한 시장의 우려가 높아졌다. 내년 기초 재정수지 목표는 GDP 대비 0.25%로 상향되고, 허용범위는 0.0~0.5%이다. (25년: 0%, -0.25~+0.25%) 재정목표가 상향 조정된 상황에서 공기업 부채 및 적자 문제가 불거지자 장기금리는 상승하고 헤알화는 약세를 보였다.

한편 2026년 10월 브라질 대선이 예정돼있다. 좌파 진영에서는 룰라 재선 도전이 예정돼 있고, 보수 진영에서는 보우소나루 전 대통령의 장남 플라비우 보우소나루가 출마를 선언했지만 중도 보수 유권자들의 지지를 충분히 확보하지 못한 상태다(그림10). 우파 정당들은 징역 27년을 선고받은 보우소나루 전 대통령의 감형을 위한 법안을 통과시키는 등 보수 유권자 집결에 나서고 있다.

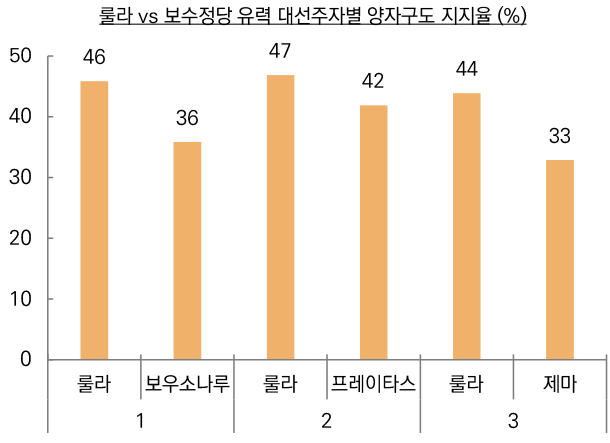
내년 4월 대선 후보자 공직 사퇴 시한을 전후로 우파 후보 단일화 등 대선 구도가 보다 명확해질 전망이며, 대선 구도의 변화 가능성이 열려있다. 본격적인 대선 국면 진입 이후에는 후보자들의 재정정책 공약 등 정치 이벤트에 따른 금융시장 민감도가 높아질 수 있다.

그림 9. 12월 초 국채 금리 및 헤알화 환율 변동성 높아짐



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 보수 대선주자 후보 대비 룰라 지지율 높은 상황



자료: Quest, 미래에셋증권 리서치센터

재정신뢰도 개선을 위한 정부의 노력 지속 중

정부는 추가 세수 확보와 예산안의 신속한 통과를 통해 재정 신뢰도 제고 중

11월 재정리뷰에서는 국영기업 적자가 연방 정부 재정목표 달성에 부담으로 작용하고 있음이 확인됐다. 최근 우정공사 적자는 기초 재정수지 적자폭을 30억헤알 확대시키는 데 기여했고, 11월 기초 재정수지는 -343억헤알로 목표범위 하단인 -310억헤알에 못미치는 수준으로 집계됐다. 정부는 연말까지 77억헤알의 예산삭감을 통해 적자폭을 축소해갈 예정이다.

최근 공공기관 부채 우려가 높아지기는 했지만 정부의 단기 재정목표 달성의지는 분명하다. 정부는 내년 재정목표 달성을 위해 1) 스포츠 베팅·도박세 인상, 2) 핀테크 기업 세율 인상, 3) 기업 이자소득(JCP)에 대한 과세 확대, 4) 세액공제 혜택 10% 축소 등 세수 확충을 위한 법안을 추진해왔다.

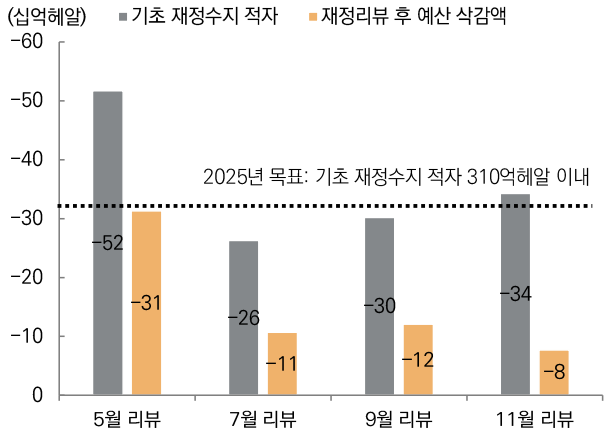
해당 법안들은 국회 내 반발에 직면했지만 정부와 여당 조율 속에 12월 중 하원과 상원을 순차적으로 통과했으며, 현재 대통령 최종 승인을 앞두고 있다. 세수 확충 법안을 토대로 의회는 2026년 예산안을 최종 승인했으며, 이는 재정 불확실성을 낮추는 요인이다.

정부는 2개월 단위로 실시되는 재정리뷰에서 기초 재정수지가 목표에 미달할 경우 재량지출 예산을 삭감해 적자폭을 줄여왔고, 이러한 지출 통제 장치는 내년에도 유지될 예정이다(그림11). 이 역시 재정목표 달성에 대한 신뢰도를 제고하는 요인이다.

상향된 재정목표 달성 여부에 대한 우려와 대선 국면 진입 이후 정치 불확실성은 단기적인 변동성을 초래할 수 있겠다. 하지만 올해 GDP 대비 기초 재정수지는 목표 하단인 -0.25%로 수렴해갈 가능성이 높고, 정부의 추가 세수 확보 노력과 지출 통제 장치를 고려하면 재정목표 달성에 대한 시장의 신뢰도는 점차 회복될 것으로 예상한다.

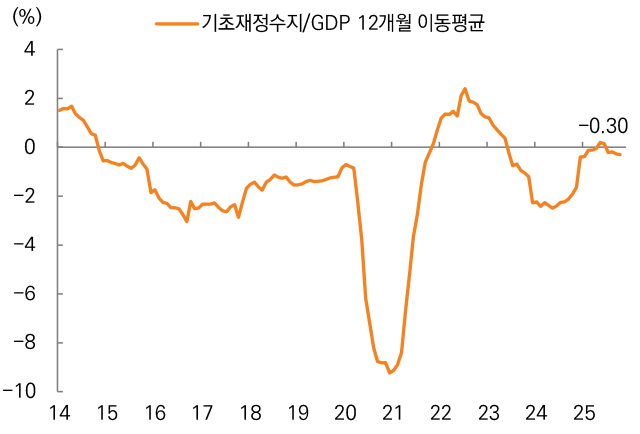
내년 초 시장의 관심은 통화정책 방향성과 인플레 경로에 집중될 전망이다. 하반기로 갈수록 상향된 재정목표 달성 가능성에 대한 경계심은 점차 높아지겠지만, 당분간은 인하 사이클 진입 전 고금리 채권 확보 전략이 유리하다는 판단이다. 듀레이션 관점에서는 재정이슈에 민감한 장기물보다는 단기채 선호 의견을 유지한다.

그림 11. 재정수지 목표 미달 시 예산 삭감



자료: 브라질 예산기획처, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 올해 GDP 대비 기초 재정수지 목표범위 수렴 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

달러의 헤알화 환율 상승 압력 커질 수 있지만, 원화 펀더멘털 감안 시 헤알화의 원화 환율은 안정적인 흐름 예상

올해는 달러 대비 원화 약세와 달러 대비 헤알화 강세가 맞물리며 연초 이후 원화 대비 헤알화 가치는 11.4% 절상됐다. 한국의 경우 반도체 업종을 제외한 비IT 부문 수출 정체와 소비 회복세의 지속 가능성이 제한적인 점을 감안할 때 내년 달러 대비 원화 약세는 지속될 전망이다.

미국은 내년 재정적자 확대가 예정돼있고 주요국 중앙은행들의 탈달러 움직임도 이어지고 있어 신흥국 환율에 우호적인 환경은 지속될 전망이다. 브라질 대선 국면 진입과 재정목표 달성 불확실성에 달러의 헤알화 환율은 단기적으로 약세 압력을 받을 수 있겠지만 원화 약세 기조 감안할 때 원화 대비 헤알화 절하폭은 크지 않을 것으로 예상된다.

헤알화의 원화 환율은 대체로 안정적인 흐름이 예상된다. 환손실이 발생하더라도 13%대 이자수익으로 흡수 가능할 것으로 보이며, 높은 금리와 비과세 혜택을 감안하면 브라질 국채 투자매력은 유효하다. 브라질 국채 단기물 매수 의견을 유지한다.

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.