Fixed Income

Compliance Notice

본 조사자료는 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

해외채권

브라질 채권 전략: 환 리스크를 고려해야 할 시점

- 미국 대법원의 관세 무효화 판결 시 라틴 아메리카 내에서 브라질이 가장 큰 수혜국
- 상반기 금리 인하에 따른 국채 금리 추가 하락 기대감 유효하지만 미국과 브라질 간 기준금리 격차 축소는 헤알화 약세 요인. 대선 직전 헤알화 약세 전환도 감안할 필요
- 작년보다 헤알화 강세 기대감 낮춰 잡고 달러 표시 채권에도 관심을 가져볼 시점

달러 표시 채권도 매력적인 투자처

미국 대법원은 1/14 예정되었던 의견 발표일(Opinion day)에서도 국제비상경제권한법(IEEPA) 기반 관세에 대한 판결을 유보했다. 불확실성이 연장된 가운데, 대법원이 해당 관세를 전격 무효화할 경우 재정 우려가 재차 부각되면서 미국채 금리 상방 요인으로 작용할 전망이다.

관세 무효화가 실제로 발생한다면 작년 4월 이후 징수한 2,000억 달러가 넘는 누적 관세 수입을 기업들에 환급해야 할 법적 의무가 생기게 된다. 트럼프 행정부가 감세 및 지출 법안으로 인한 세수 공백을 관세 수입으로 보전하려 했던 '재정 선순환' 계획에 차질이 생기는 셈이다. 물론 무역확대법 232조(국가 안보)나 무역법 301조(불공정 무역 관행) 등 대안이 존재하지만, IEEPA 기반 관세보다는 범위가 제한적이다.

대법원의 관세 무효화 판결 시 라틴 아메리카 내에서는 브라질이 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 현재 브라질산 수출품은 미국 시장에서 고율 관세라는 높은 진입 장벽에 가로막혀 있다. '25년 10월 기준 미국의 브라질산 수입품에 대한 평균 실효 관세율(Effective Tariff rate)은 22.4% 수준이다.

브라질 입장에서 제 2의 수출국인 미국으로의 관세율이 유의미하게 낮아진다면 수출 물량 확대로 인한 무역수지 흑자 폭 개선 기대감으로 이어질 수 있다. 헤알화 강세를 지지하는 요인이다.

하지만 헤알원 환율(BRLKRW) 이면에는 한국과의 체력 차이가 존재한다. '25년 연간 기준 브라질은 680억 달러, 한국은 780억 달러의 무역수지 흑자를 기록했다. 브라질은 11년 연속 흑자 기조를 유지 중이나 최근 2년간 흑자 규모가 감소세에 있고, 한국은 '24년 흑자 전환 이후 2년 연속 개선세를 보이는 디커플링 국면에 있다는 점을 주목할 필요가 있다.

과거 '브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 증가'가 동시에 나타났던 적은 4차례 존재했다('25년 제외). 해당 국면 이듬해에 헤알화가 원화 대비 약세를 보였던 적은 3차례 존재했다. 전체 평균으로 보면 헤알화는 원화 대비 8% 하락했으며, 헤알화 약세 국면으로만 좁혀보면 평균 14% 하락했다.

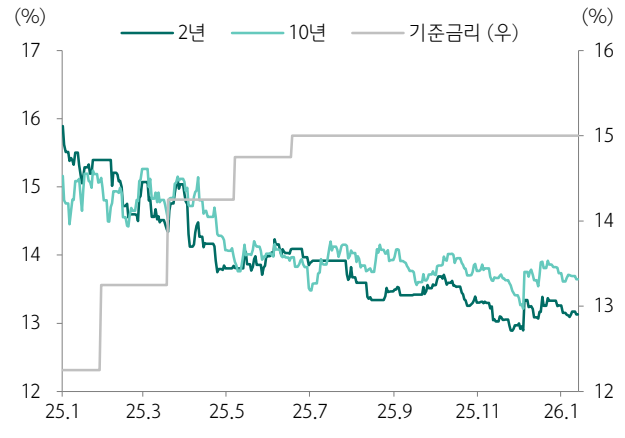
이는 '25년에 기록했던 원화 대비 헤알화 강세폭(10%)을 대부분 되돌리는 수준이다. 현재 시장에는 관세 수혜라는 '기회'와 대선 및 무역 체력 약화라는 '리스크'가 혼재되어 있다.

올해 상반기부터 시작될 브라질 금리 인하에 따른 국채 금리 하락 기대감은 유효하나, 미국과 브라질 양국의 기준금리 격차 축소에 따른 헤알화 약세 가능성도 고려할 필요가 있다. 물론 환율 약세에 따른 환차손은 비과세 이자 수익으로 일정 부분 상쇄가 가능할 것으로 보인다.

다만, 10월 대선을 앞두고 있는 만큼 변동성 장세는 이어질 전망이다. 과거 대선 당해 연도의 패턴을 복기해보면 1분기까지는 헤알화 강세와 장기물 금리 하락이 동반되는 우호적 환경이 조성되었으나, 2분기부터는 대선 불확실성이 본격화되며 헤알화 약세 전환과 금리 반등이 나타나는 경향이 뚜렷했다.

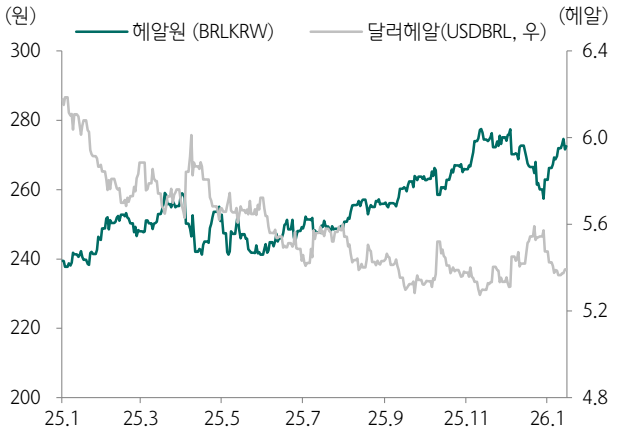
종합해보면, 국채 금리 추가 하락 여력은 있지만 헤알화 강세에 대한 기대감은 작년보다 낮춰 잡을 필요가 있다고 판단한다. 이제는 달러 표시 채권에도 관심을 가져볼 시점이다.

도표 1. 2025년 이후 브라질 기준금리와 국채금리 추이
2025년 연간 기준 브라질 2년 263bp 하락, 10년 142bp 하락



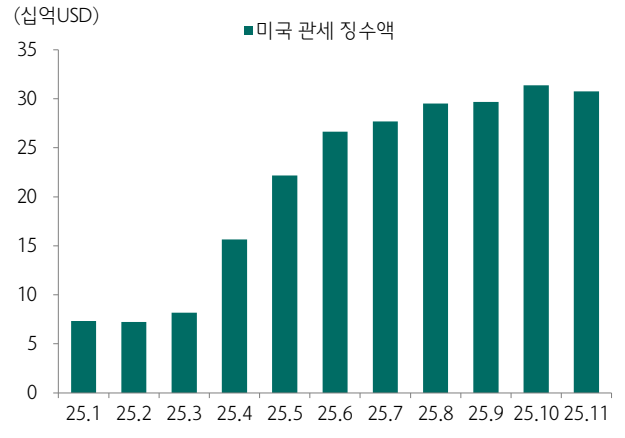
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 2025년 이후 헤알화 환율 추이
2025년 연간 기준 헤알화는 원화 대비 10%, 달러 대비 11% 평가절상



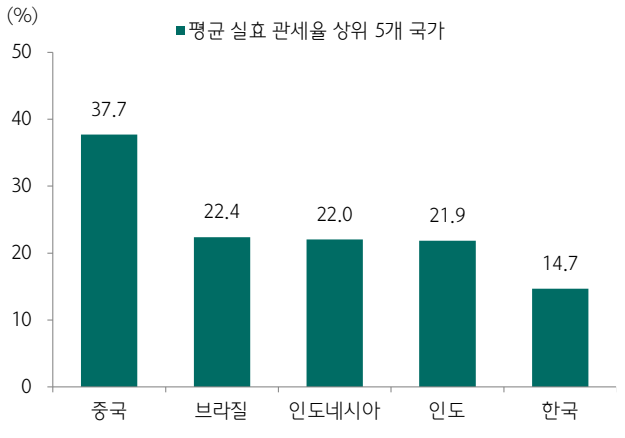
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 4월 이후 누적 관세 수입은 2,000억 달러를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 미국의 브라질 수입품에 대한 평균 실효 관세율은 22% 수준

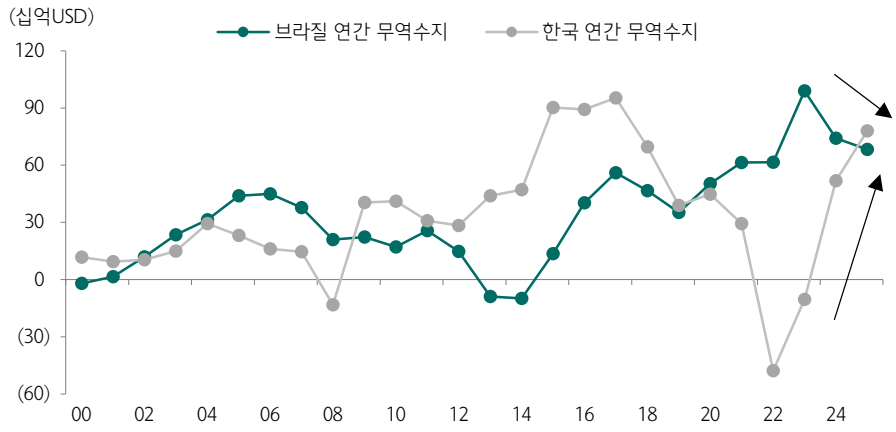


자료: Bloomberg, 하나증권

브라질은 2년 연속 흑자폭이 감소

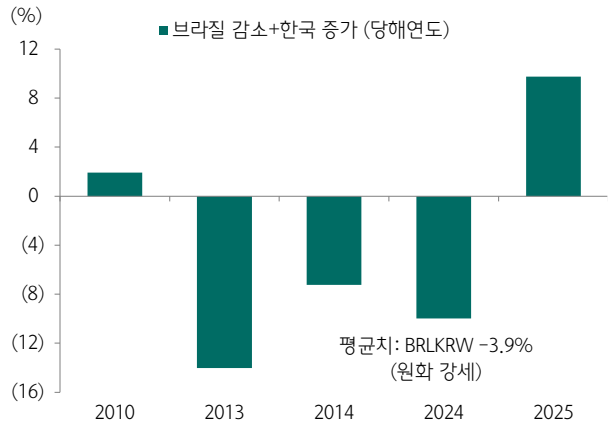
한국은 '24년 흑자 전환 후 2년 연속 흑자폭 증가

도표 5. 한국과 브라질 연간 무역수지 추이



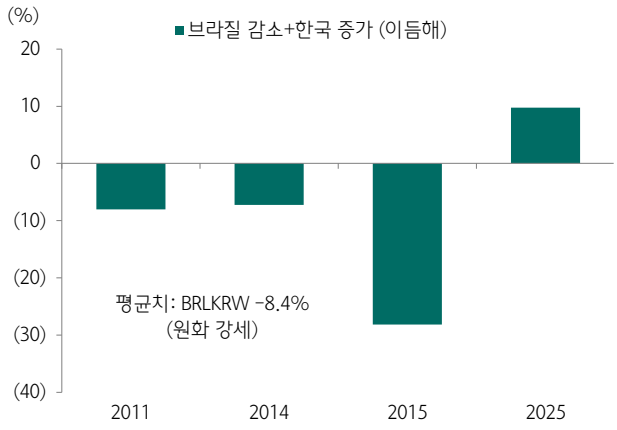
자료: Comexstat, 산업통상부, 하나증권

도표 6. '브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 증가' 케이스
당해연도 전체 평균: 원화가 헤알화 대비 4% 평가절상



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. '브라질 무역수지 감소+한국 무역수지 증가' 케이스
이듬해 전체 평균: 원화가 헤알화 대비 8% 평가절상



자료: Bloomberg, 하나증권