FIXED
INCOME
STRATEGY

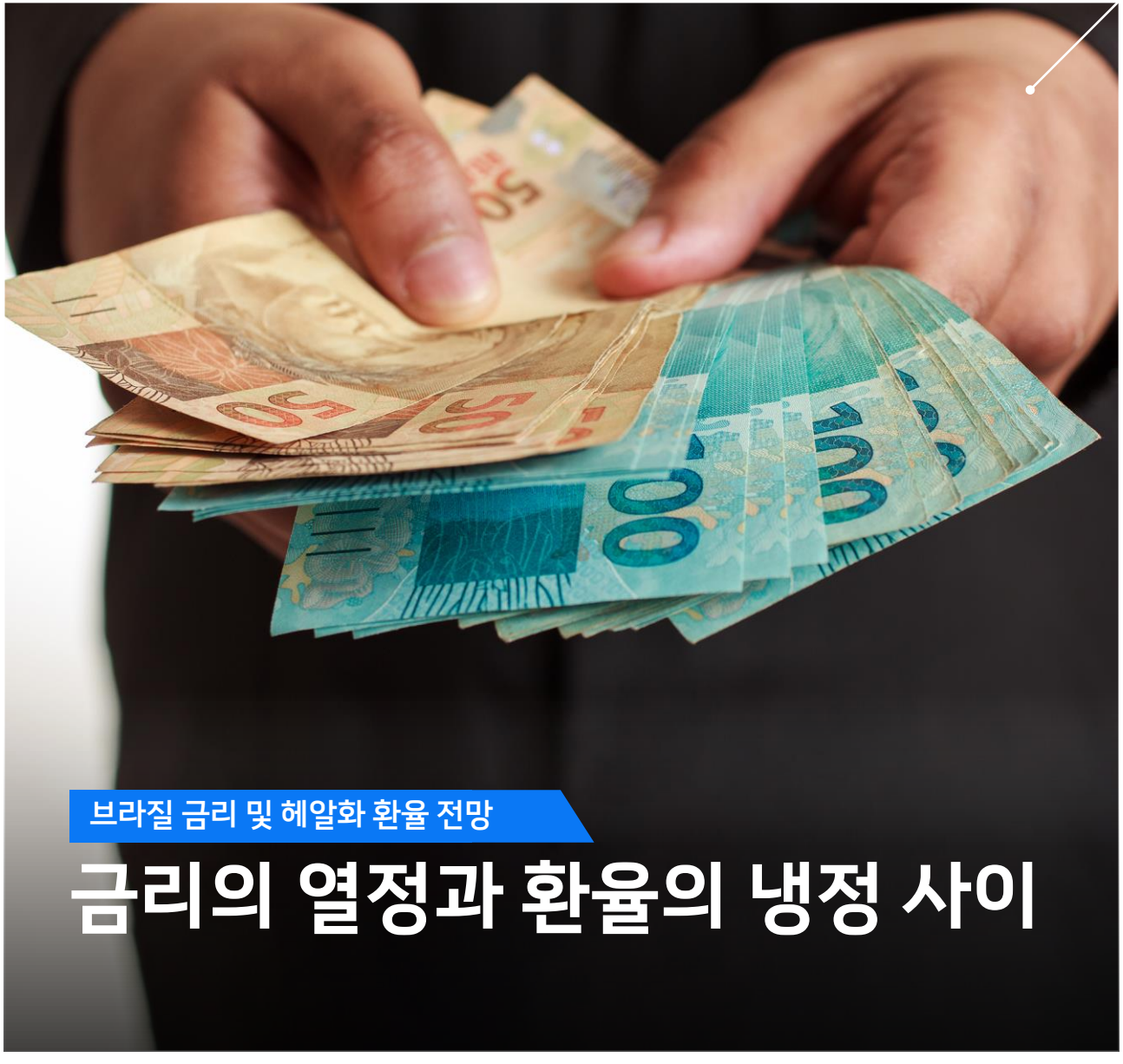
2026. 1. 15

글로벌채권팀

김은기 팀장
creditbond.kim@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권



브라질 금리 및 헤알화 환율 전망

금리의 열정과 환율의 냉정 사이

금리의 열정과 환율의 냉정 사이

올해 기준금리 인하에 따른 장기 국채의 채권 수익(이자수익+자본차익)이 헤알화 약세의 환손실보다 클 것으로 전망

작년 한 해 동안 브라질 채권의 투자 수익률은 드라마틱했다. 작년 브라질 국채 10년물 금리는 약 206bp 하락했으며, 원/헤알 환율은 10.2% 상승했다. 비과세 이자수익 연 10%를 감안하면 약 30%의 투자 수익률을 기록했다. 지금 브라질 국채 투자자들의 가장 큰 관심은 작년의 높은 투자 수익률이 올해도 이어질지 여부일 것이다. 결론부터 이야기하면, 올해도 브라질 국채에서 높은 투자 수익률이 예상된다. 작년 브라질 국채 투자 수익률은 채권 금리 하락에 따른 자본차익과 원/헤알 환율 상승에 따른 환차익이 모두 발생했다. 그러나 올해 브라질 국채 투자 수익률은 기준금리 인하로 통화정책 전환의 시작이라는 점에서 국채 금리 하락에 따른 자본차익의 기대는 크나, 기준금리 인하에 따른 헤알화 약세로 인해 원/헤알 환율 상승에 대한 기대감은 크지 않다.

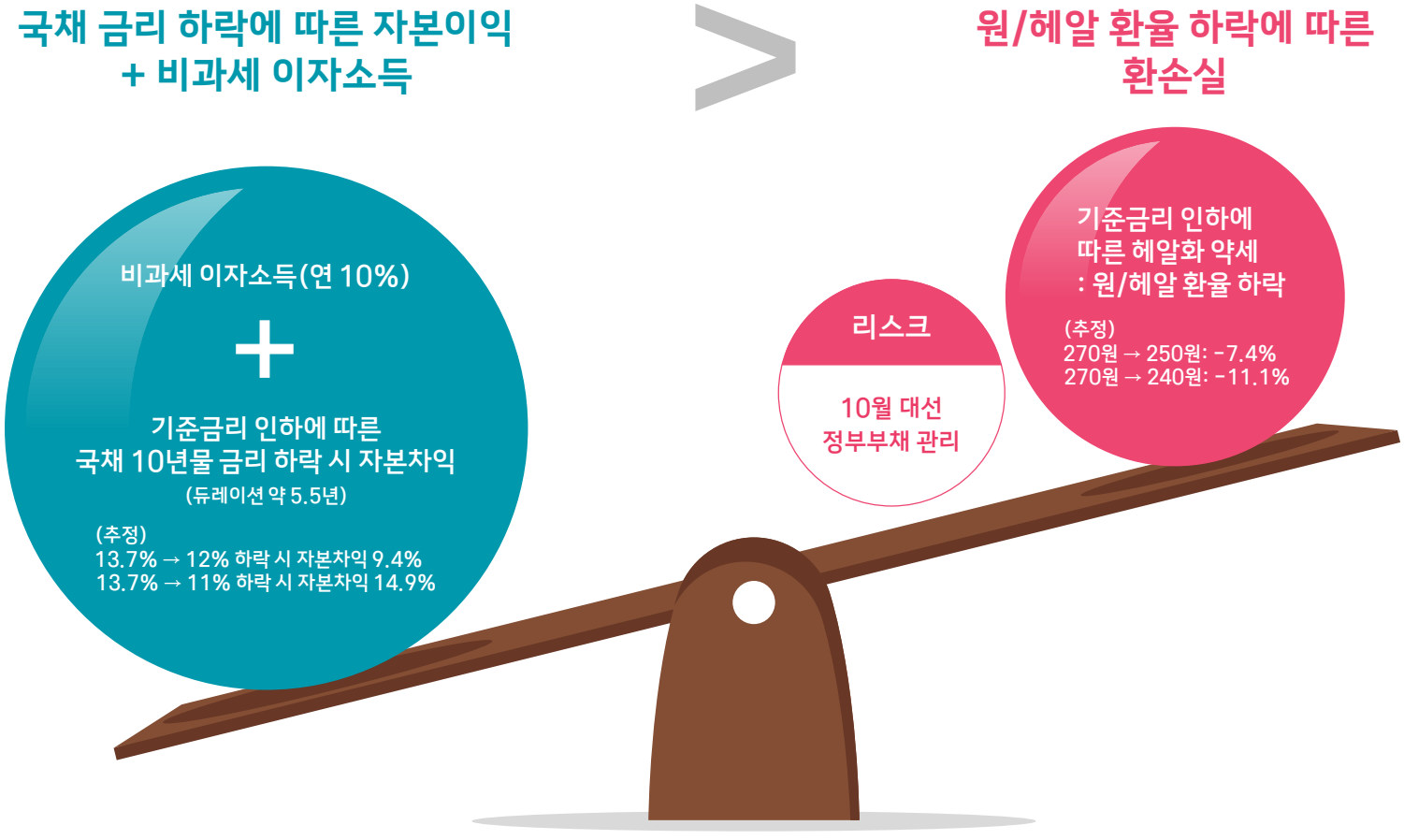
먼저 브라질 국채 금리는 올해 3월부터 기준금리가 인하되면서 하락할 전망이다. 기준금리 레벨은 '24년 9월 이후 450bp를 인상하면서 2007년 이후 가장 높은 수준인 15%를 기록했다. 이와 같은 고금리가 지속되면서 작년 헤알화 강세가 나타났으며, 수입물가 하락으로 인플레이션 압력이 완화됐다. 작년 11~12월 소비자 물가 상승률은 목표 물가 상승률 상단인 4.5%를 두 달 연속 하회하기 시작했다. 또한 고금리 지속으로 인해 작년부터 GDP 성장률이 둔화되기 시작해 올해 성장률은 2%를 하회할 전망이다. 브라질 중앙은행은 인플레이션이 완화되고 성장률 제고에 초점을 맞추어, 올해 3월부터 기준금리 인하를 시작할 전망이다. 브라질 명목 중립금리 수준이 9~10% 수준임을 감안해 보면, 올해 3월부터 시작된 기준금리 인하는 2027년에도 이어질 가능성이 높다. 이러한 시장의 기대로 인해 장기 국채 금리의 하락에 대한 기대감이 높다.

기준금리 인하가 시작되는 3월 이후 미국과 브라질 양국의 기준금리 격차는 크게 축소될 것이다. 양국의 금리 격차 감소로 인해 헤알화 환율은 다소 약세가 전망된다. 다만, 코로나19 이후 2022년부터 원/헤알 환율은 240~270원의 박스권을 형성하고 있다. 최근 270원 내외까지 상승한 환율 레벨을 감안할 때, 원/헤알 환율의 추가 상승 여력은 크지 않다. 다만 270원에서 240원까지 하락했을 경우, 약 11%의 손실이 발생될 전망으로 연간 비과세 이자 수익(10%)로 일정 수준 방어가 가능해 보인다.

올해 브라질 금리와 환율의 리스크 요인으로 10월 대선에 따른 금융시장 변동성 확대에 유의해야 할 필요가 있다. 과거 대선이 있었던 2014년, 2018년 및 2022년 모두 헤알화 약세와 장기 국채 금리의 상승이 나타났다. 올해 대선도 좌파와 우파의 대립 양상이 지속될 전망이나, 지지율이 높은 현직 대통령인 룰라의 재선 성공 시 기존 정책이 유지된다는 점에서 정치적 및 금융시장의 변동성은 이전보다 크지 않을 수 있다. 중장기적 관점에서는 차기 정부의 정부 부채 관리 역량이 중요해 보인다.

리서치센터 글로벌채권팀
김은기 팀장
creditbond.kim@samsung.com

금리의 열정과 환율의 냉정 사이: 채권 투자 수익이 환손실보다 클 것으로 전망



참고: 상기 수익률은 전망치에 따른 예상 수익률로 투자 수익률을 보장하지는 않음
자료: 삼성증권 추정

REPORT
CONTENTS

01 브라질 금리 전망: 올해 3월 기준금리 인하가 시작될 전망 05p

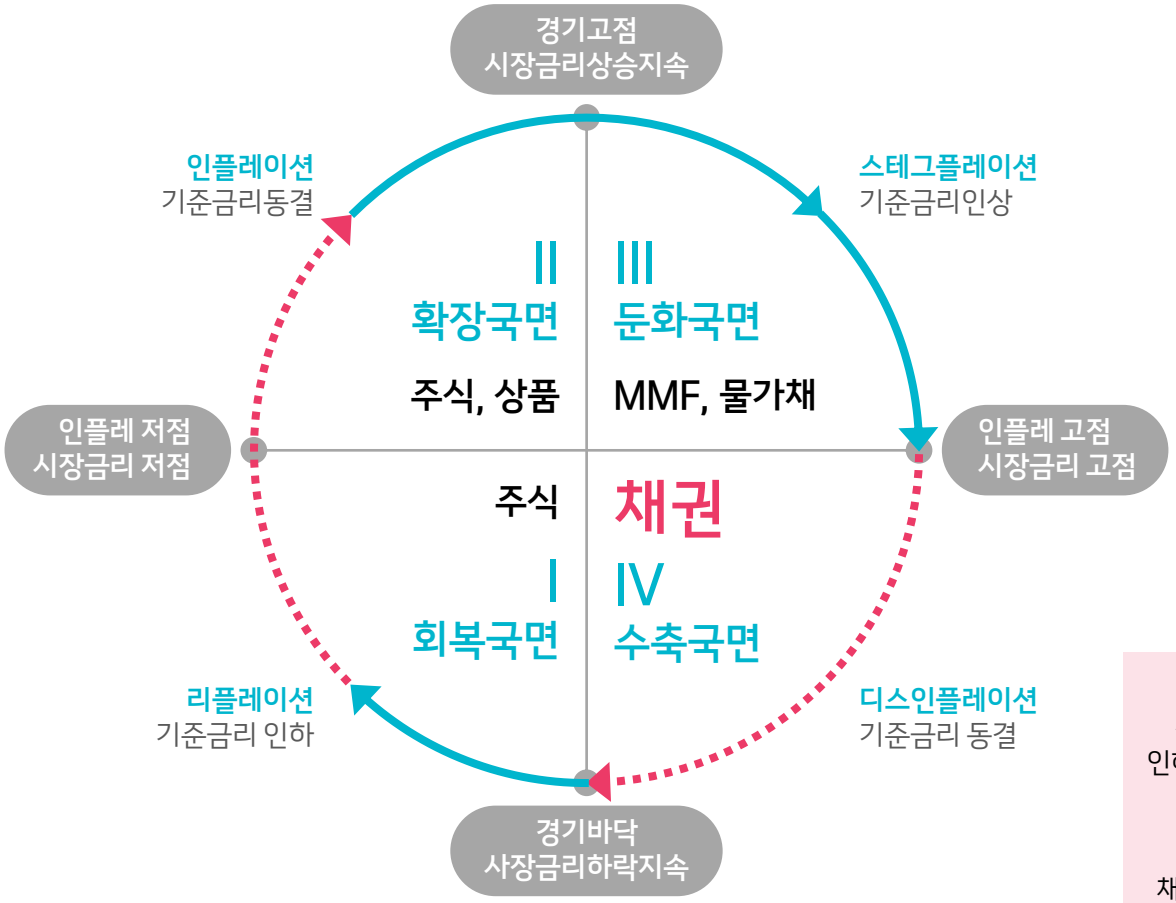
02 헤알화 환율 전망: 기준금리 인하에 따른 헤알화 약세 12p

03 2026년 대선 리스크: 정권 유지 관점에서 변동성 완화에 기대 16p

PART 01

브라질 금리 전망

투자 시계에서 보면, 브라질 국채 투자는 최적 시점에 진입한 단계



미국/한국의 경우
기준금리 인하의
후반부로 이후
동결 단계 진입

브라질의 경우
기준금리 동결에서
인하 사이클에 진입 단계

채권 투자의 최적 시기

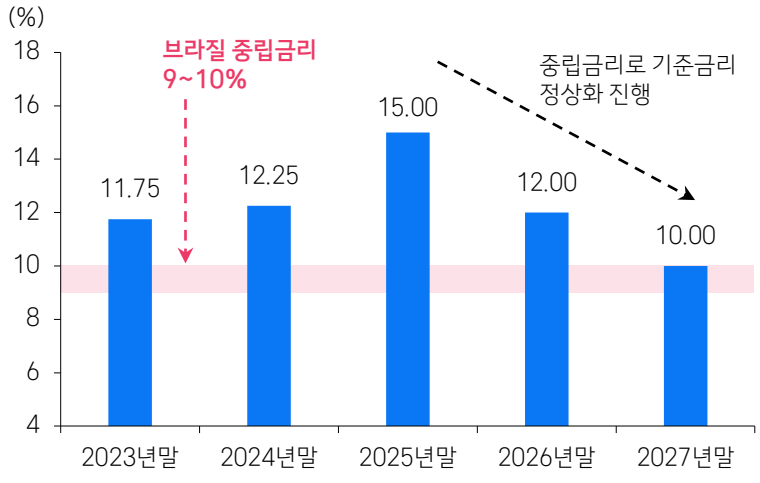
자료: 삼성증권

기준금리는 '26년 3월 인하를 시작해 '27년 중립 금리에 도달할 전망

통화 약세와 인플레이션을 방어하기 위해 급격히 인상했던 기준금리는 올해 3월 인하를 시작으로 '27년 중립금리까지 인하가 지속

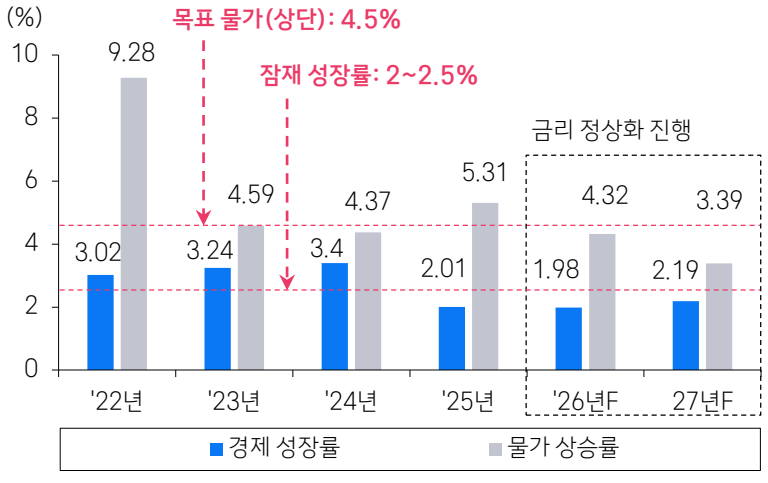
- ▶ 브라질은 '24년 4분기 헤알/달러 환율 급등과 수입물가 상승에 따른 인플레이션으로 기준금리를 375bp 인상해 15.0%를 유지
- ▶ '25년 환율 안정과 물가 상승률 하락 뿐만 아니라 '26년 경제 성장률이 2%를 하회할 것으로 예상되면서, 확대 통화정책으로 전환 필요
- ▶ '27년 경제 성장률과 물가 상승률이 잠재 성장률과 목표 물가에 근접하게 되면서, 기준금리는 중립금리(10%)까지 인하가 지속될 전망

기준금리는 올해 3월 인하를 시작해, 내년 중립금리(10%)에 도달할 전망



참고: 브라질 기준금리
자료: Infomax, 삼성증권 추정

'27년에 목표 물가와 잠재 성장률에 수렴 전망 → '26년부터 금리 정상화 진행



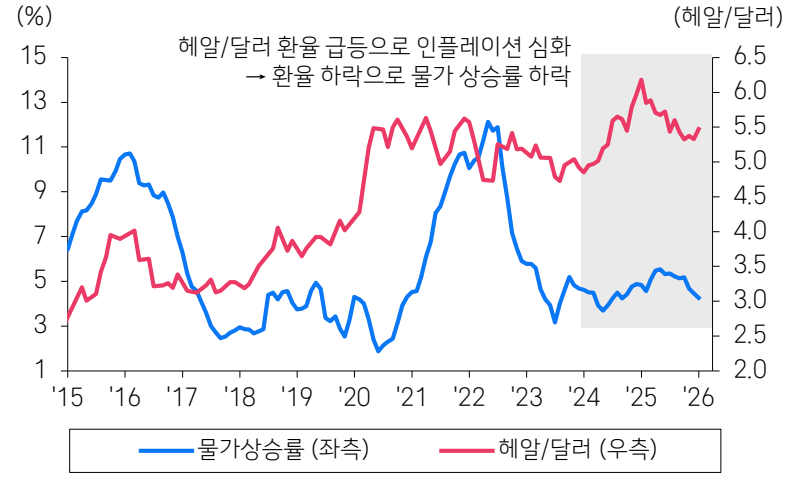
참고: 브라질 GDP 성장률 및 소비자 물가 상승률
자료: IMF

헤알/달러 환율 안정에 따른 수입 물가 하락으로 인플레이션 완화 기조

헤알/달러 환율 급등에 따른 수입물가 상승으로 인플레이션 압력이 가중됐으나, 환율 하락으로 '25.11월 목표 물가 상단을 하회하기 시작

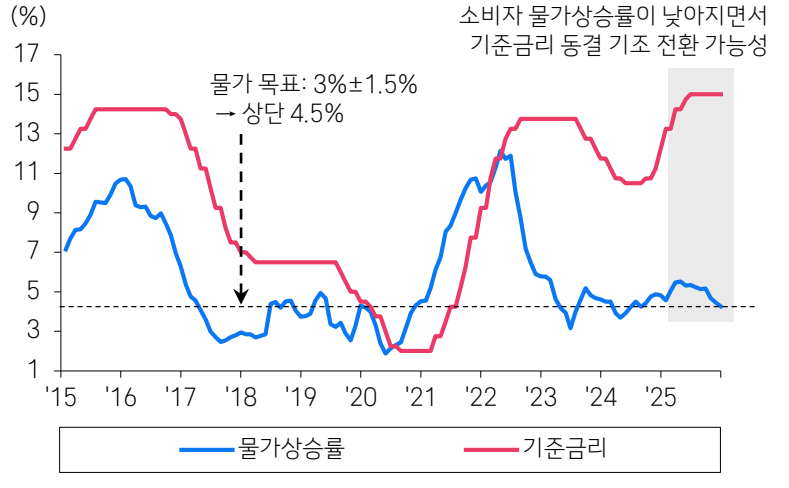
- ▶ 브라질은 원자재를 수출하고 공산품/가공품을 수입하는 경제 구조로 환율 상승에 따른 수입물가 상승이 인플레이션 압박으로 크게 작용
- ▶ '24.12월 헤알/달러 환율이 6.0헤알을 상회하면서, 수입물가 상승 영향으로 '25년 연간 소비자 물가 상승률이 5.3%까지 상승함
- ▶ 헤알/달러 환율이 안정됨에 따라 '25.11/12월 물가 상승률이 목표 물가 상단(4.5%)을 하회 → 올해 기준금리 인하 기대감이 높아짐

환율 상승으로 인한 물가 상승이 '25년 환율 하락으로 인플레이션 압력 완화



참고: 브라질 소비자 물가상승률(전년 동월 대비 %)
자료: Infomax

최근 물가 상승률이 목표물가 상단(4.5%)을 하회 → 금리 인하 기대감 높아짐



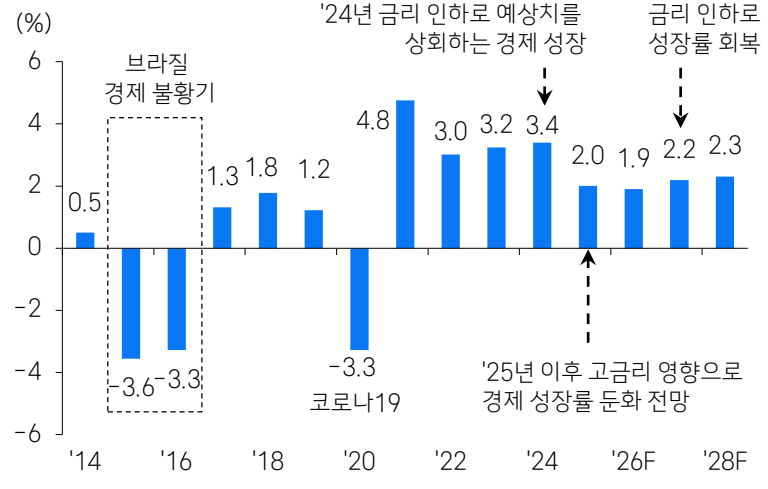
참고: 브라질 소비자 물가상승률(전년 동월 대비 %)
자료: Infomax

고금리 장기화로 인해 올해 경제 성장률이 둔화되면서 2%를 하회할 전망

고금리의 영향으로 '25년 이후 경제 성장률이 둔화될 전망이나, '27년말까지 금리 인하를 고려할 때 경제 성장률은 다시 회복될 전망

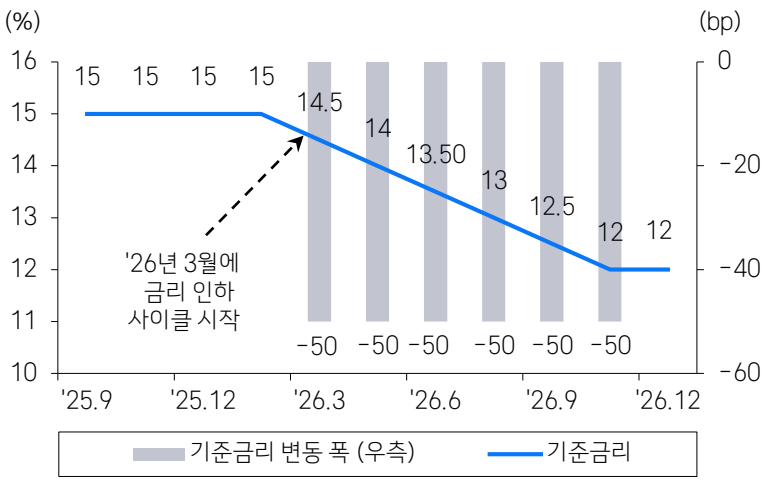
- '24년 경제 성장률은 3.4%로 깜짝 금리 인하의 영향으로 예상치를 상회했으나, '25년 이후 성장률은 고금리 영향으로 둔화될 전망
- '25.11~12월 물가 상승률이 목표 대비 낮은 수준으로 인플레이션 부담이 낮아진 만큼, 성장률 제고를 위해 금리 인하를 시작할 전망
- 통화정책의 시차효과로 인해 올해까지 성장률 둔화가 이어질 전망이나, 기준금리 인하가 '27년에도 지속되면서 성장률이 개선될 전망

고금리 영향으로 '25년 이후 경제 성장률이 둔화될 전망



참고: 실질 GDP 성장률(%)
자료: IMF

경제 성장률 둔화와 물가 상승률 안정으로 올해 3월 중 금리 인하를 시작



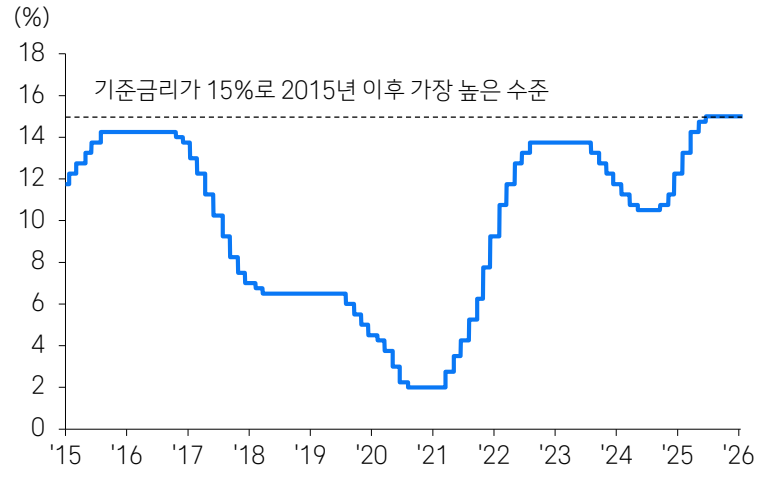
참고: 브라질 기준금리(Selic rate) 및 변동 폭
자료: Infomax, 삼성증권 추정

경기 둔화와 금리 인하 사이클을 앞두고 장기 국채 금리 하락 기대감 지속

현재 기준금리는 '15년 이후 가장 높은 수준(15%)으로 고금리 장기화에 따른 총수요 둔화로 경기 둔화를 반영해 장기 국채 금리 하락

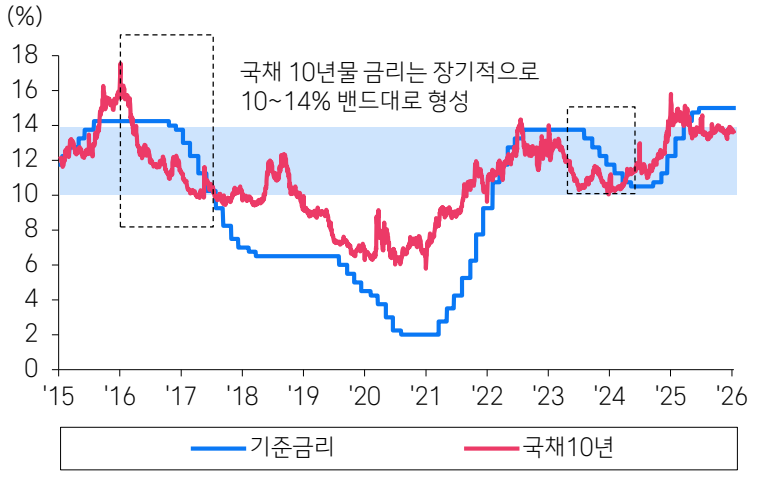
- ▶ '25년 환율 안정과 물가상승률 둔화로 기준금리는 7월 이후 동결 기조로 진입했으나, 금리 수준은 '15년 이후 가장 높은 수준(15%)
- ▶ 고금리 장기화로 '25년부터 경제 성장률은 둔화될 전망이며, '26년 3~4월 금리를 인하더라도 시차효과로 성장률 둔화는 지속될 전망
- ▶ 과거 금리 동결 사이클 진입 이후, 장기 국채 금리는 향후 경기 둔화와 기준금리 인하를 선제적으로 반영하면서 금리 하락 추세를 보임

현재 기준금리는 '15년 이후 가장 높은 15%까지 상승한 이후 동결 기조 진입



참고: 브라질 기준금리(Selicrate)
자료: Infomax

과거 금리 동결에서 인하 사이클 진입 시, 장기 국채 금리가 하락하기 시작



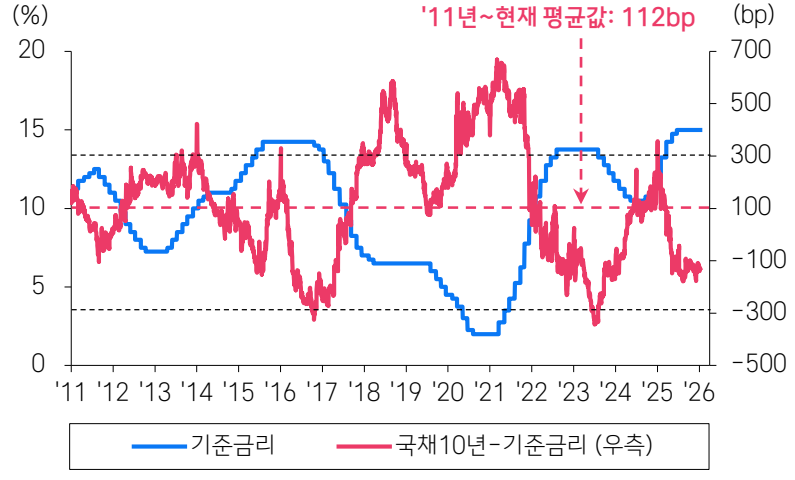
참고: 브라질 기준금리와 국채 10년 금리
자료: Infomax

중립금리 레벨을 감안할 때, 장기 국채 금리 레벨은 11% 내외를 전망

기준금리와 국채 10년물 금리 격차는 약 1%(112bp) 내외로, '27년 중립금리 수준에서 국채 10년물 금리는 약 11% 내외로 전망됨

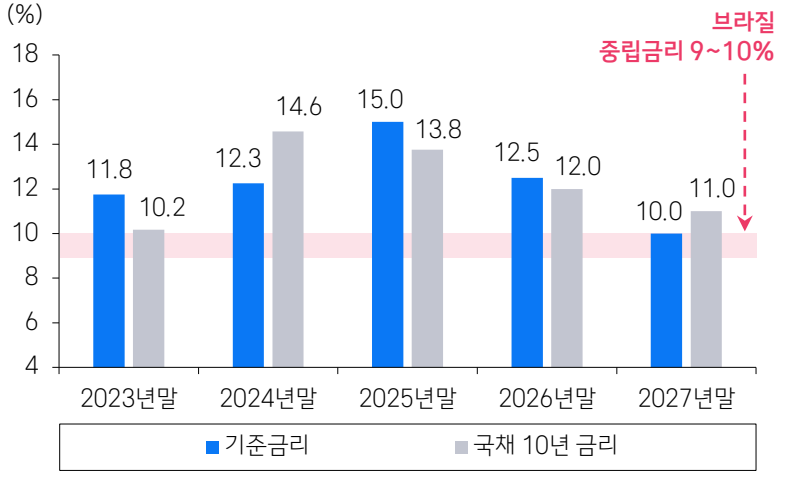
- ▶ 과거 브라질 국채 금리와 기준금리 격차(스프레드)의 평균은 112bp 수준으로 스프레드 상단은 +300bp/ 하단은 -300bp임
- ▶ '27년 기준금리가 중립금리 수준까지 인하됐을 경우, 기준금리를 고려한 국채 10년물 적정금리 레벨은 약 11% 내외로 전망됨
- ▶ 기준금리 인하 시기에는 선반영으로 국채 10년물 금리가 기준금리보다 낮으나, 중립금리 수준에서는 기준금리보다 높은 수준을 유지

과거 브라질 국채 10년물 금리와 기준금리 격차는 약 1% 내외였음



참고: 브라질 기준금리와 국채 10년 금리 스프레드 추이
자료: Infomax

'27년 기준금리가 중립금리 수준에서 국채 10년물 금리는 10~11% 전망



참고: 브라질 기준금리 및 국채 10년물 금리(연말) 추정
자료: Infomax, 삼성증권 추정

PART 02

헤알화 환율 전망

급격한 기준금리 인상으로 헤알화 환율이 안정되고 있음

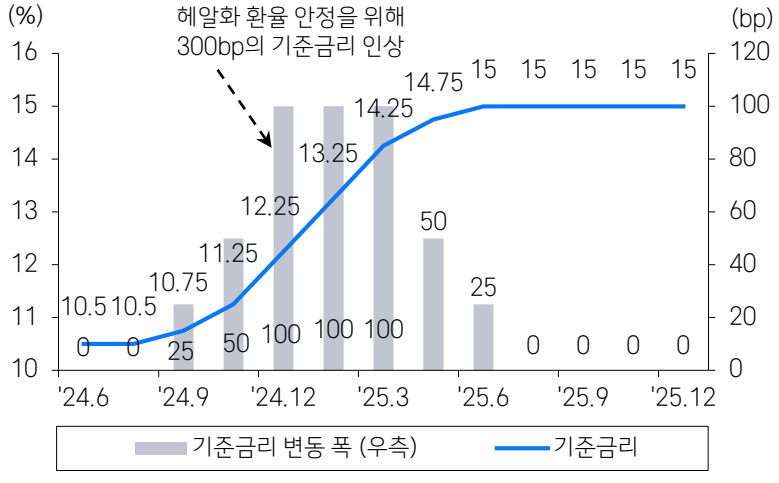
'24.12월에서 '25.3월까지 100bp씩 3차례의 대규모 기준금리 인상 이후, 헤알/달러 환율은 급등 이전 수준으로 안정화됐음

▶ '24.11월 이후 강달러와 브라질 재정 건전성 우려로 인해 헤알/달러 환율은 박스권 상단을 돌파한 후 12월 6.2헤알 이상으로 급등함

▶ 통화정책위원회(COPOM)에서 '24.12월 100bp 인상과 '25.1/3월 100bp씩 연속적으로 총 300bp의 기준금리 인상을 시행함

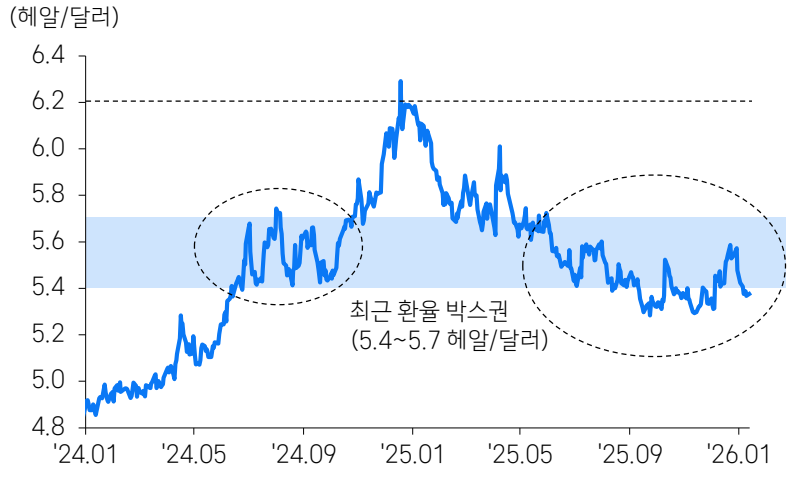
▶ 헤알/달러 환율은 급진적인 금리 인상에 영향을 받아, 환율 급등 이전 수준으로 회복 → 환율 안정으로 '25.7월 금리 동결 기조로 전환

헤알화 환율 급등 이후 기준금리 인상 → 환율 안정으로 동결 기조 전환



참고: 브라질 기준금리(Selic rate) 및 변동 폭
자료: Infomax

최근 헤알화 환율은 기준금리 인상의 효과로 인해 급등 이전 수준으로 회복



참고: 헤알/달러 환율
자료: Infomax

올해 3월 이후 브라질과 미국의 기준금리 격차가 축소되면서 헤알화 약세 압력

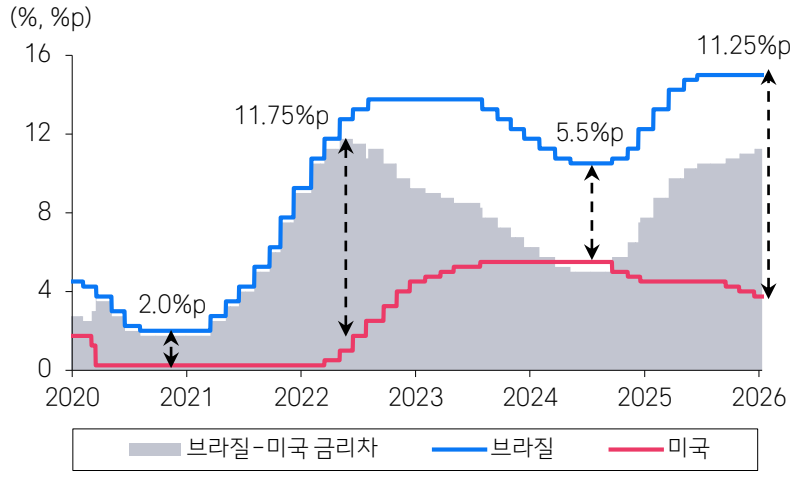
올해 3월 이후 브라질 기준금리 인하를 시작으로 양국의 기준금리 격차가 축소되면서 헤알화 약세 압력을 받을 전망

▶ 브라질 기준금리는 '25.7월 동결 기조로 진입했으나, 올해 3월 기준금리 인하 기조로 전환될 전망 → 올해 연말 기준금리는 12%

▶ 미국 기준금리는 올해 상반기 중 3월과 6월 두 차례 인하(-50bp)될 전망 → 올해 연말 기준금리는 3.25% 전망

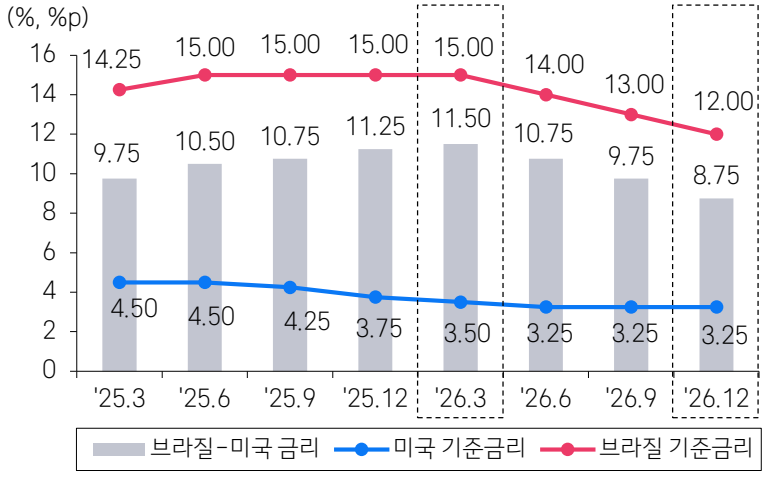
▶ 이와 같은 양국의 금리 차 축소는 저금리 통화(달러)에서 고금리 통화(헤알화)로 자본 이동을 약화시켜 헤알화는 약세 압력을 받을 전망

브라질과 미국의 통화정책 차별화로 인해 양국의 금리 차는 다시 확대될 전망



참고: 브라질 기준금리와 미국 기준금리 상단 비교
자료: Infomax

올해 3월 이후 브라질-미국의 기준금리 격차가 축소되면서 헤알화 약세 압력



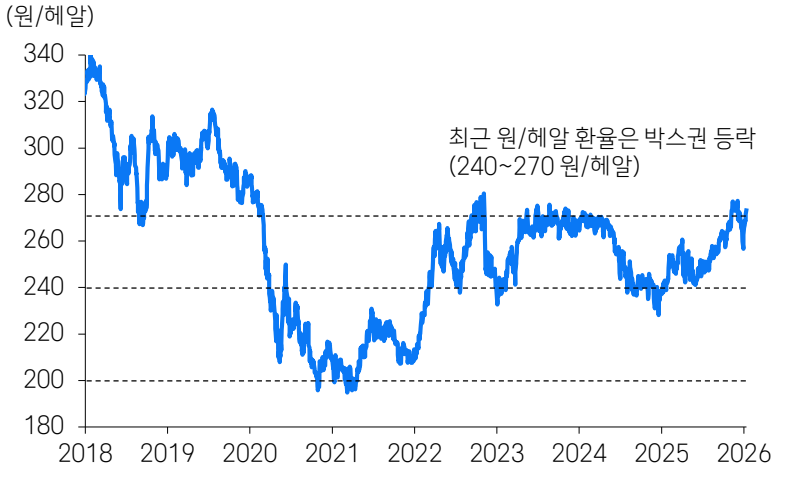
참고: 브라질 기준금리와 미국 기준금리 상단 비교
자료: Infomax, 삼성증권 추정

코로나19 이후 원/헤알 환율은 240~270원 박스권에서 등락하는 모습

향후 일정 수준의 원/달러 환율 하락(원화 강세)과 헤알/달러 환율 상승(헤알화 약세)에도 원/헤알 환율은 박스권 하단으로 하락 제한

- ▶ 코로나19 이후 원/헤알 환율은 200원을 소폭 하회했으나, '22년 이후 240원~270원대의 박스권에서 안정적인 움직임을 보였음
- ▶ 원/헤알 환율 밴드는 240~270원으로 최근 원/헤알 환율이 270원 내외로 밴드권 상단 레벨로 인해 추가 강세 여력은 크지 않음
- ▶ 향후 원/달러 환율의 하락과 헤알/달러 환율이 밴드권 상단인 5.6헤알의 약세에도 원/헤알 환율은 240원 박스권 하단 지지할 전망

코로나19 이후 원/헤알 환율은 240~270원의 박스권을 형성 중



참고: 원/헤알환율
자료: Infomax

원/달러 및 헤알/달러 변화에 따른 원/헤알 변화

환율 (원)	4.8헤알	5.2헤알	5.6헤알	5.8헤알	6.0헤알	6.2헤알	6.4헤알
1,500	313	288	268	259	250	242	234
1,450	302	**279**	**259**	250	242	234	227
1,400	292	**269**	**250**	241	233	226	219
1,350	281	**260**	**241**	233	225	218	211
1,300	271	250	232	224	217	210	203
1,250	260	240	223	216	208	202	195
1,200	250	231	214	207	200	194	188
1,150	240	221	205	198	192	185	180
1,100	229	212	196	190	183	177	172

참고: 원/달러 및 헤알/달러 환율 변화에 따른 원/헤알 환율 변화
자료: Infomax

PART 03

2026년 대선 리스크

과거 대선 당시 정치적 불확실성으로 인해 헤알화 약세 및 장기 국채 금리 상승

브라질은 4년마다 대통령 선거를 실시하면서 좌파/우파의 대립으로 헤알/달러 환율 및 장기 국채 금리 상승 등 금융시장 변동성 확대

▶ 브라질은 4년 연임의 대통령제로 4년마다 선거를 실시하면서, 좌파/우파의 대립으로 인한 정치적 불확실성으로 금융시장 변동성 확대

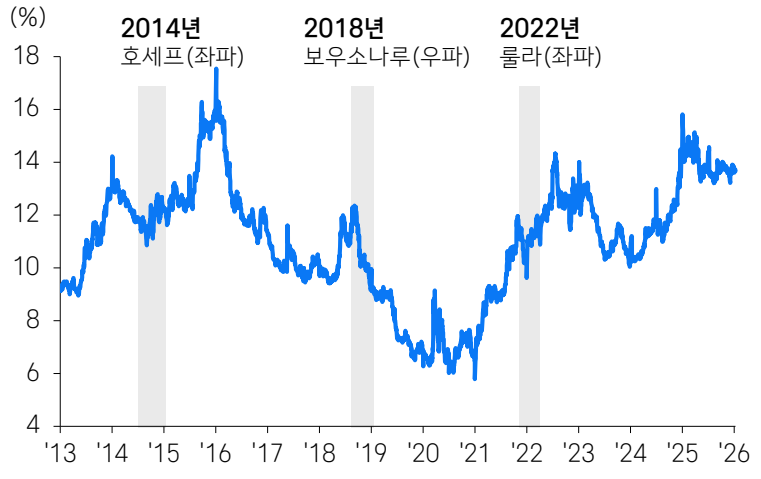
▶ 좌파/우파의 대립으로 인한 금융시장 변동성이 확대되는 주요한 이유는 정부 부채 비율이 높아 재정 건전성이 취약하기 때문임

▶ 금융시장은 재정 건전성 회복에 노력하는 우파 후보를 선호하나, 최근에는 좌파 후보도 시장 친화적 정책을 통해 금융시장 안정에 기여

과거 대선 때, 정치적 불확실성으로 인해 헤알화 약세(헤알/달러 환율 상승)

참고: 헤알/달러 환율
자료: Infomax

과거 대선 때, 정치적 불확실성으로 인해 장기 국채 금리 급등



참고: 브라질 국채 10년 금리
자료: Infomax

지지율로는 현직 대통령인 룰라 대통령이 앞서고 있으나, 다양한 변수가 존재

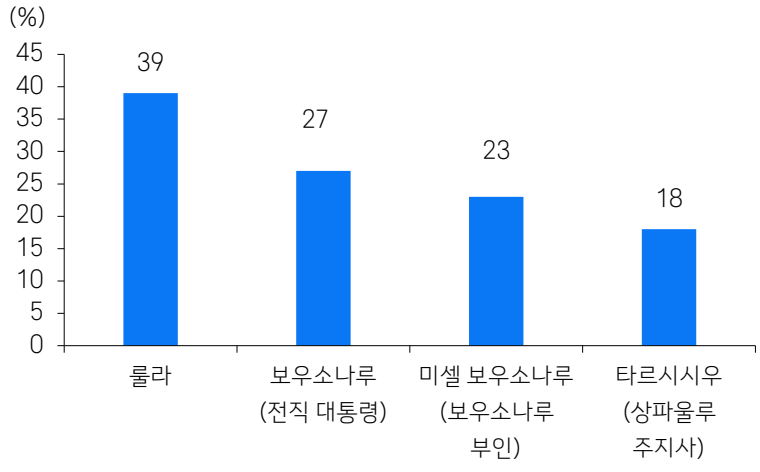
2026년 대선도 좌우의 대결 구도가 전망되며 지지율에서는 현직 대통령인 룰라(좌파)가 앞서고 있지만, 다양한 변수가 존재할 전망

▶ 2026년 브라질 대선도 이전과 같이 좌파와 우파의 대결: 룰라(우파) Vs. 보우소나루 전직 대통령의 지지층을 결집 시킬 후보(우파)

▶ 전직 대통령인 보우소나루는 피선거권 박탈로 출마가 불가능하지만, 그의 지지층을 결집시킬 대리인 성격의 후보자가 주목 받고 있음

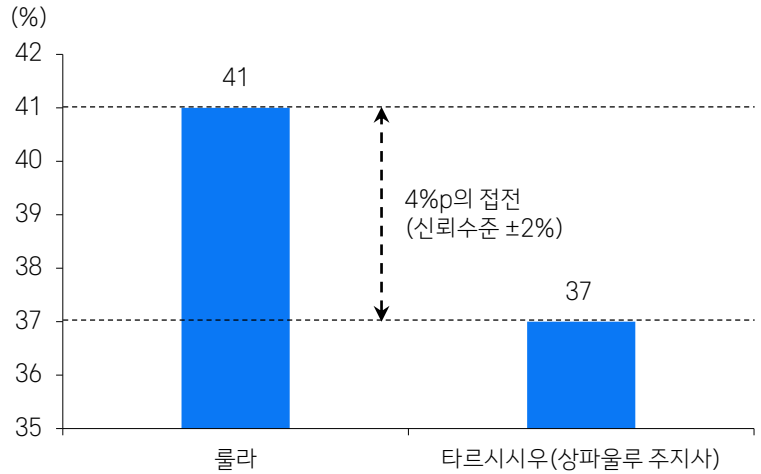
▶ 여론조사에서는 룰라가 앞서가고 있어 룰라의 재선 출마 시 당선 가능성은 높은 수준으로 현재로서는 재선 가능성이 높음

현직 대통령 룰라와 유력 경쟁자의 1차 투표 시 가상 대결 결과



참고: 브라질 주요 도시의 유권사 2000명 대상 설문 조사('25년 12월)
자료: 제니알/퀘스트, 언론보도

현직 대통령 룰라와 유력 후보자의 결선 투표 시 가상 대결 결과



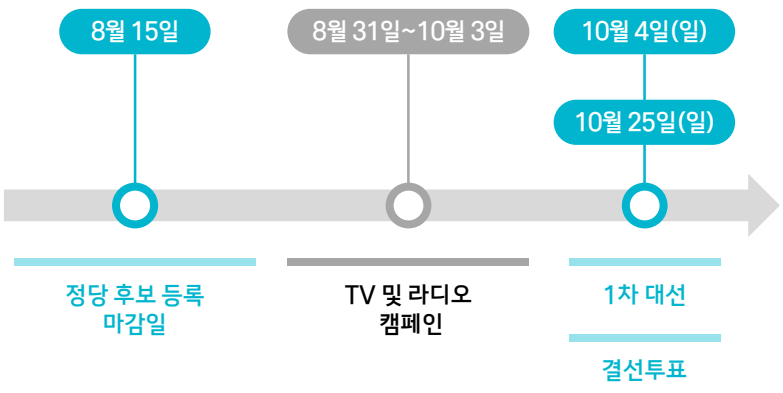
참고: 브라질 주요 도시의 유권사 2000명 대상 설문 조사
자료: 제니알/퀘스트, 언론보도

본격적인 대선 정국에 들어서는 올해 8월 금융시장 변동성이 확대될 전망

과거 대선에서 선거가 실시되는 10월보다는 후보 등록이 시작되는 8월 이후 환율/금리가 상승함에 따라 변동성 확대에 주의가 필요

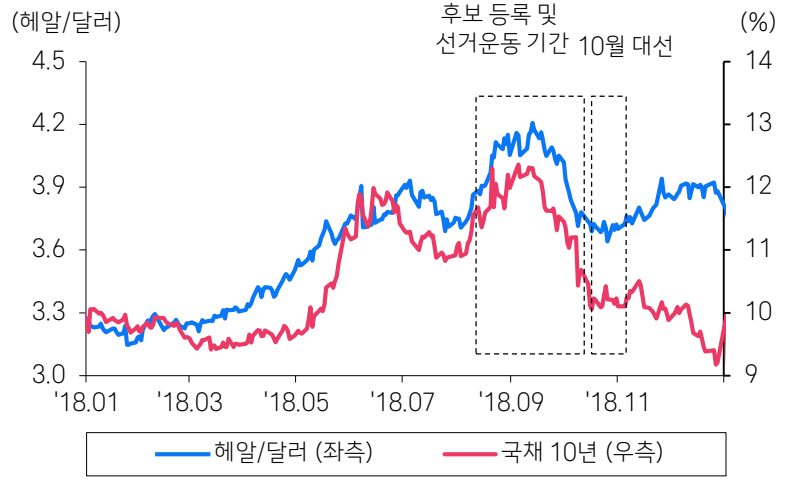
- ▶ 브라질 대통령 선거는 10월 첫째 주 일요일에 실시되며, 과반수 득표에 실패하면 결선 투표가 10월 넷째 주 일요일에 실시됨
- ▶ 과거 대선에서 금융시장 변동성은 선거가 실시되는 10월보다 후보 등록 이후 선거 운동이 실시되는 8~9월에 확대되는 경향이 있음
- ▶ 올해 대선에서는 전직 대통령 보우소나루의 지지층을 결집시킬 수 있는 우파 후보의 지지율 변화가 중요할 것으로 생각

2026년 대선 일정 전망: 선거는 10월이나 후보등록 이후 대선 정국 영향



자료: 브라질 선거관리위원회(최고선거법원 TSE)

2018년 대선 당시 후보등록 기간 이후 헤알/달러 환율 및 장기 금리 상승



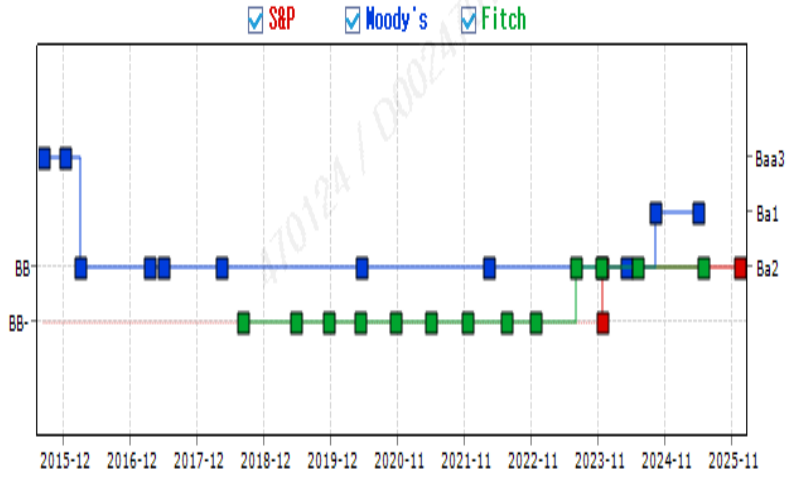
참고: 헤알/달러 환율 및 브라질 국채 10년 금리
자료: Infomax

무디스의 브라질 정부 신용등급 상향

높은 정부 부채비율 부담에도 '24.10월 무디스는 코로나19 이후 안정적인 경제 성장률 추이를 높게 평가해 정부 신용등급을 상향

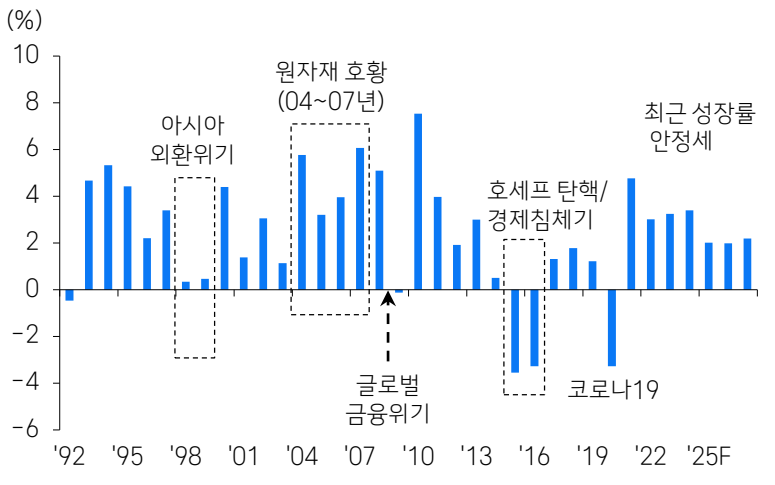
- ▶ 무디스에서 브라질 국가 장기 신용등급을 기존 Ba2(BB0)에서 Ba1(BB+)으로 한 단계 상향('24.10월)
- ▶ 이번 신용등급 상향은 높은 이자 비용과 정부 부채 부담에도, 코로나19 이후 3% 대의 안정적인 실질 GDP 성장률 유지를 반영
- ▶ 단기적으로 신용등급 상향이 헤알화 가치 상승에 미치는 영향은 크지 않으나, 중장기적으로 안정적인 환율에는 긍정적 영향

'24년 10월 무디스에서 브라질 신용등급 상향(Ba2=BB0 → Ba1=BB+)



참고: 브라질 정부 신용등급 추이
자료: Infomax

코로나19 이후 3% 초반의 안정적인 GDP 성장률이 신용등급 상향의 배경



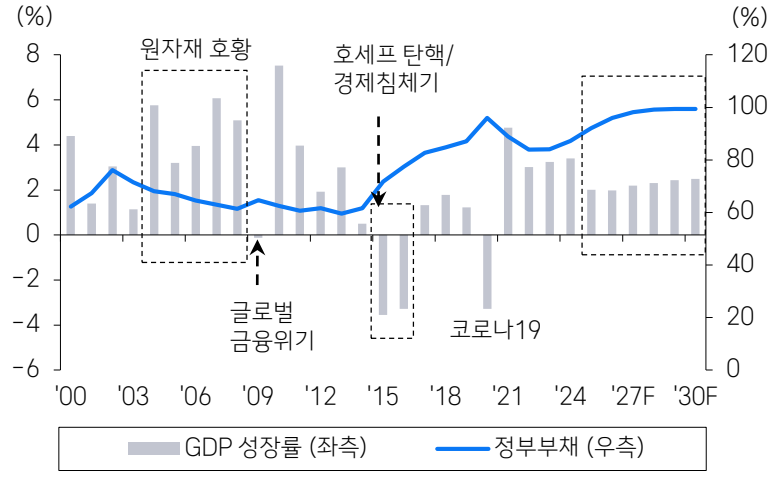
참고: 브라질 실질 GDP 성장률 추이
자료: IMF

대선 이후 정부부채 비율 관리가 향후 신용등급 유지 및 상향에 중요

낮은 경제 성장률과 높은 이자 비용으로 정부부채가 지속적으로 증가 → 향후 룰라 정부에서 재정적자를 얼마나 감축할 수 있을지 중요

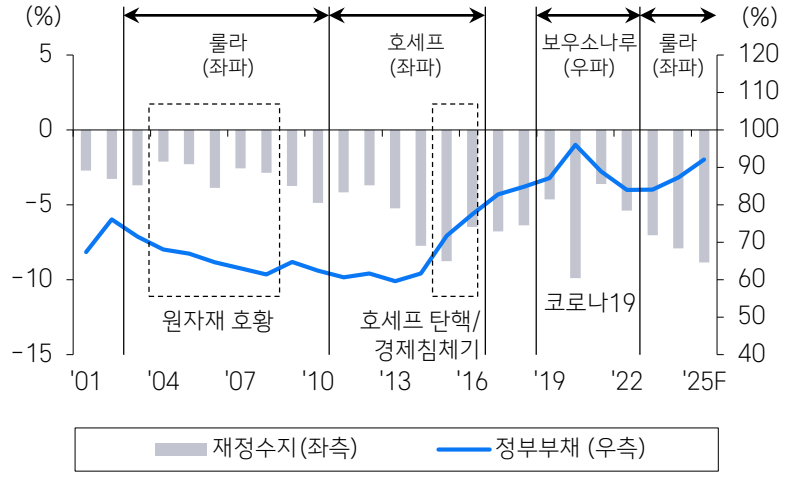
- ▶ 브라질은 낮은 성장률(명목 성장률 6~7%)과 높은 이자비용(10%)으로 정부부채가 지속적으로 증가할 수 우려가 큼
- ▶ 과거 좌파 정권에서 포퓰리즘 정책으로 인해 재정적자가 커지면서 정부 부채 비율이 증가 → 이번 룰라 정부에서도 재정적자 심화
- ▶ 새 정부에서 얼마나 재정적자를 줄일 수 있는지 여부가 향후 브라질 정부 신용등급 유지 및 상향(투자등급)에 중요한 요소임

이자비용 대비 낮은 경제 성장률로 인해 정부 부채 비율은 지속적으로 증가



참고: GDP 성장률과 GDP 대비 정부부채 비율(%) 추이
자료: IMF

좌파 정부에서 재정지출 확대 → 향후 룰라 정부에서 재정지출 감축 여부 중요



참고: GDP 대비 재정적자(%)와 정부부채 비율(%) 추이
자료: IMF

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
  따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

MEMO

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA