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.

해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터



# 해외채권

## 미 대법원 판결은 브라질에게 호재

- 브라질은 미 대법원 판결에 가장 수혜를 받는 국가. 실효 관세율 30% → 12.3% (추정)
- 실효 관세율 인하는 위축되었던 대미 수출을 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 전망
- 금리 동결 장기화로 실물 경제 둔화 조짐 보이고 있지만, 물가 하락 추세가 확인되지 않는다면 장기물 금리는 재차 반등 가능성

### '관세 쇼크'의 최대 승자는 브라질

미국 연방대법원은 트럼프가 IEEPA(국제비상경제권한법)에 따른 비상 권한을 내세워 부과했던 광범위한 관세 조치들에 대해 위법 판결을 내렸다. 25년 4월 '해방의 날'에 발표한 대부분 국가 수입품에 10~50%의 관세를 부과한 조치를 무효화하며, 펜타닐 단속을 명목으로 부과한 관세도 폐지된다.

미국 세관국세청(U.S Customs and Border Protection)에 따르면 25~26년 회계연도 기준 IEEPA 권한 하에 징수한 관세는 1,335억 달러로, 총 관세의 절반 이상을 차지했다. 대법원 판결 이후, 트럼프는 1974년 무역법 122조에 의거해 글로벌 관세를 상한선인 15%로 인상한다는 방침을 밝혔다. IEEPA 대안으로 15% 관세율을 적용하더라도 미국의 실효 관세율은 약 1.5%p 가량 낮아질 것으로 예상된다(미 연방대법원 트럼프 관세 판결에 따른 영향 참고).

하지만 국가별로 보면 승자와 패자가 비교적 명확하다. 그 중 브라질은 IEEPA 관세 무효에 가장 수혜를 받는 국가로 판단된다. 올해 2월 기준 브라질의 실효 관세율은 약 30%(IEEPA 특별 관세 20.6%, 상호 관세 4.8%, 무역법 232조 품목별 관세 4.5%)이다. 정치적 이슈로 인해 IEEPA 권한 하에 특별 관세를 가장 많이 부과 받고 있는 브라질 입장에서 대법원의 관세 무효화 판결은 상당한 호재로 인식될 전망이다. 무역법 122조 15% 관세를 적용해보면 브라질 실효 관세율은 기존 30%에서 12.3%로 큰 폭으로 감소할 것으로 추정된다. 타 국가 대비 독보적이다.

미국의 고율 관세 부과 이후 수출 창구 다변화에 주력해온 브라질 입장에서 실효 관세율 인하는 반가운 소식이다. 시장은 이러한 기대감을 반영했다. 대법원 발표 당일 브라질 10년 금리는 4bp 이상 하락했고, 헤알화는 달러 대비 0.8% 평가 절상됐다. 그동안 브라질은 미국 보호무역주의에 대응하기 위해 아르헨티나, 네덜란드, 스페인 등 기타 국가로의 수출 활로를 넓혀왔다. 하지만 미국이 여전히 브라질의 2번째 수출국인 만큼, 이번 판결은 위축되었던 대미 수출을 끌어올릴 수 있는 모멘텀으로 작용할 전망이다.

3월 첫 인하가 예상되는 가운데 당분간 장단기물 금리 추가 하락 가능성은 유효하다. 다만, 장기물(10년) 금리는 인하 기대를 반영하고 있는 단기물(2년) 대비 하방 경직성이 상대적으로 강화된 모습이다. 연초 이후 2년물은 60bp 이상 하락한 반면, 10년물은 10bp 하락했다.

GDP 성장률의 선행지표 격인 경제활동지수가 전월 대비 0.18% 역성장을 기록한 가운데 금리 동결 장기화에 따른 실물 경제 둔화 조짐이 나타나고 있다. IPCA 물가는 3개월 연속 목표치 상단 4.5%를 하회 중이지만 작년 12월 4.26% 이후 1월 4.44%를 기록했기에 물가가 완전히 하락 추세로 접어들었다고 판단하기에는 이르다. 2023년처럼 IPCA 물가의 추세적 하락이 확인되지 않는다면 장기물 중심으로 금리가 재차 반등할 가능성도 열어둘 필요가 있겠다. 만기가 짧은 헤알화 표시 채권 또는 달러 표시 채권 투자 전략을 유지한다(3월부터 점진적인 인하 참고).

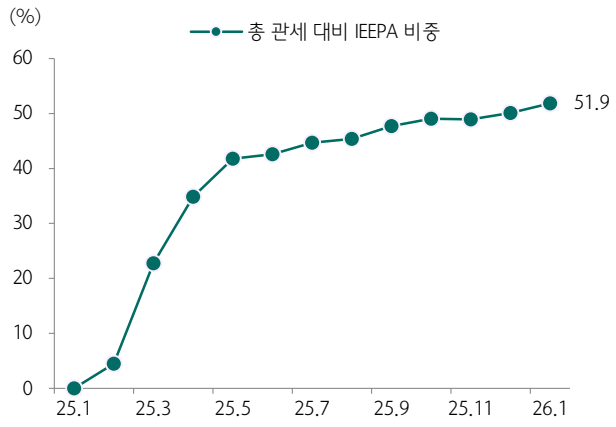
미국 세관국세청에 따르면
25~26년 회계연도 기준
IEEPA 권한 하에 징수한 관세는
1,335억 달러

**도표 1. 법적 근거 별 관세 수입**

| 법적 근거 | 수입 물품 | FY 2026 | FY 2025 | FY 2024 |
|---|---|---|---|---|
| Section 201 | 태양광 제품 | 0.06 | 0.44 | 0.28 |
| Section 232 | 철강 | 1.78 | 5.00 | 1.22 |
| | 알루미늄 | 1.47 | 3.10 | 0.39 |
| | 자동차 | 6.09 | 18.54 | |
| | 자동차 부품 | 3.17 | 7.43 | |
| | 구리 | 0.64 | 0.59 | |
| | 목재 제품 | 0.45 | | |
| | 트럭,버스 | 0.34 | | |
| | 트럭 제품 | 0.27 | | |
| Section 301 | 중국산 제품 | 5.38 | 35.58 | 38.19 |
| IEEPA | 중국, 홍콩 (펜타닐 등) | 7.74 | 30.13 | |
| | 멕시코 | 0.92 | 5.56 | |
| | 캐나다 | 0.47 | 1.95 | |
| | 모든 국가 상호관세 | 27.38 | 54.36 | |
| | 브라질 | 0.61 | 0.26 | |
| | 인도 | 1.58 | 0.41 | |
| | 일본 | 1.66 | 0.37 | |

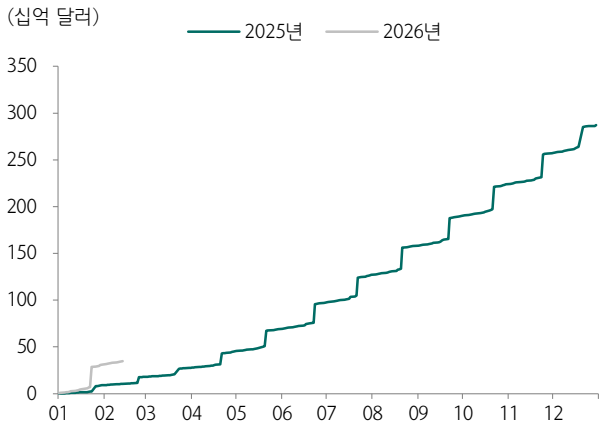
주: 모든 단위는 십억 달러
자료: 미 세관국체청(CBP), 하나증권

**도표 2. IEEPA 권한 하에 징수한 관세가 총 관세의 절반 이상을 차지**




자료: Penn-Wharton Budget Model, 하나증권

**도표 3. 총 관세 수입 추이**

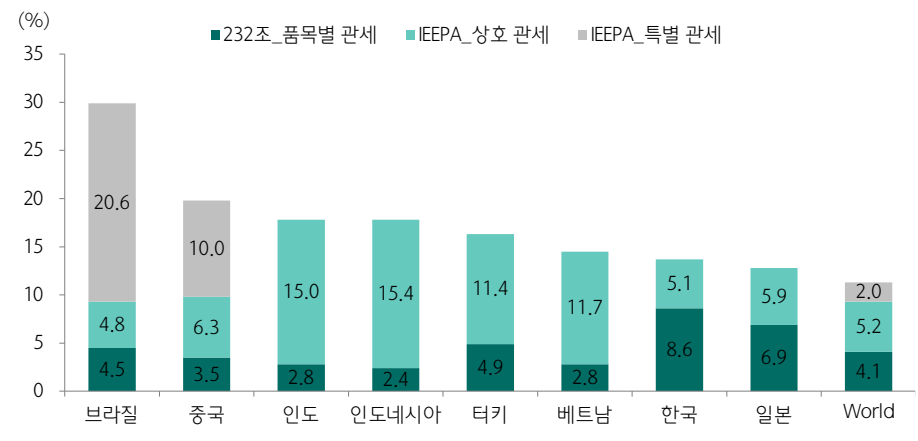



자료: Penn-Wharton Budget Model, 하나증권

대법원 판결 전 브라질의
실효 관세율은 약 30%

특히 정치적 이슈로 인해
IEEPA 권한으로 특별 관세
20% 적용

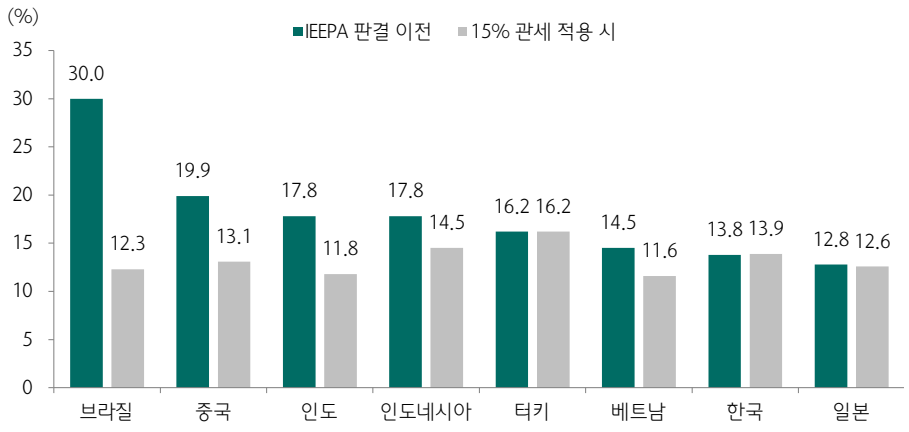
**도표 4. 대법원 판결 전 국가별 관세 현황**




자료: Bloomberg, CBP, 하나증권

무역법 122조 15% 관세 적용 후 브라질의 실효 관세율은 12.3% 까지 하락할 전망

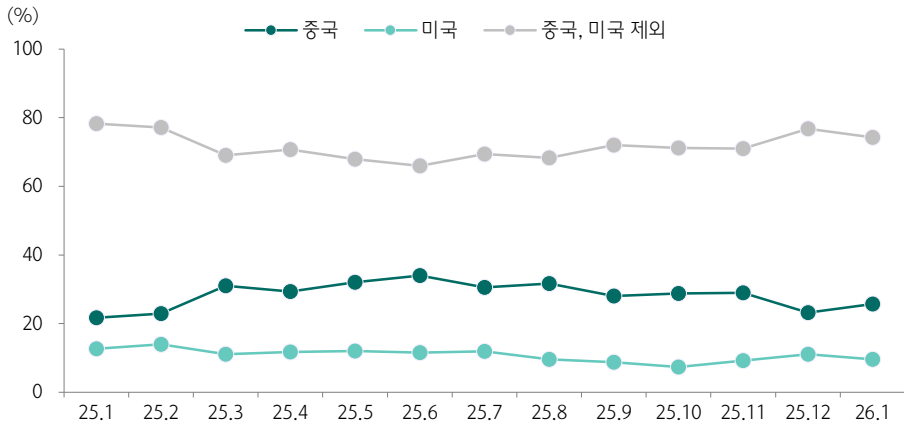
**도표 5. 15% 관세 적용 후 국가별 실효 관세율 추정**




자료: Bloomberg, CBP, 하나증권

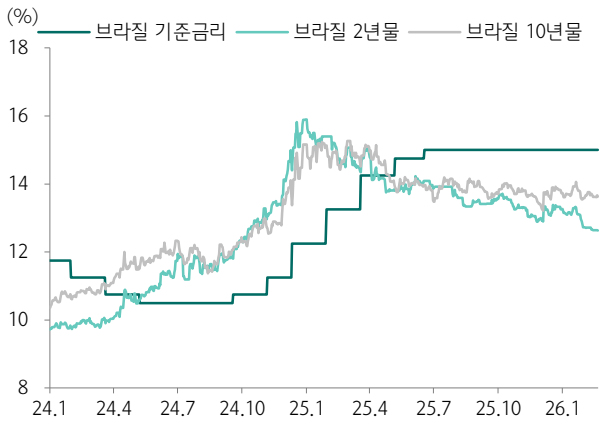
2025년 4월 '해방의 날' 이후 브라질은 중국 뿐만 아니라 아르헨티나, 네덜란드, 스페인 등 기타 국가로의 수출을 확대하는 중

**도표 6. 고율 관세 부과 이후 브라질은 수출 다변화를 꾀하는 중**



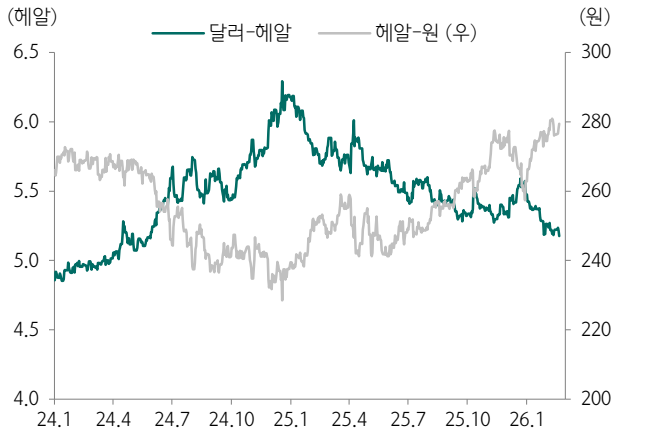

자료: Comex Stat, 하나증권

**도표 7. 대법원 판결 당일 장기물 중심으로 금리 하락**



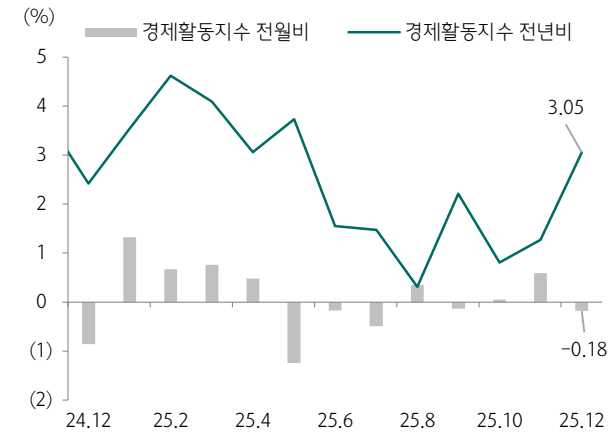

자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 8. 대법원 판결 당일 헤알화도 평가 절상**



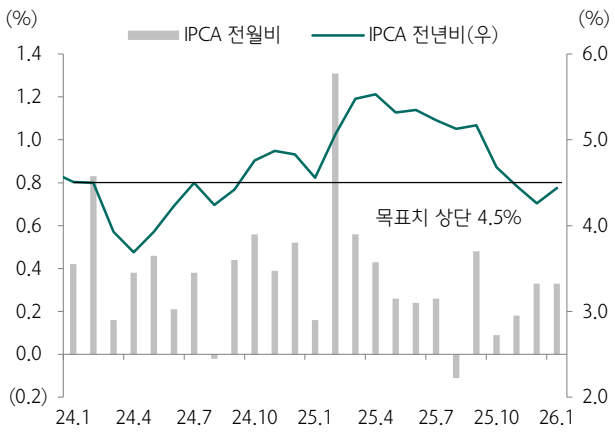

자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 9. 12월 경제활동지수는 전월비 역성장**




자료: Bloomberg, 하나증권

**도표 10. 물가 하락 추세 판단은 이른 시점**




자료: Bloomberg, 하나증권