Strategy Idea

브라질증시, 더 오를까?

글로벌 투자전략 - 신흥국
Analyst 최설화
xuehua.cui@meritz.co.kr

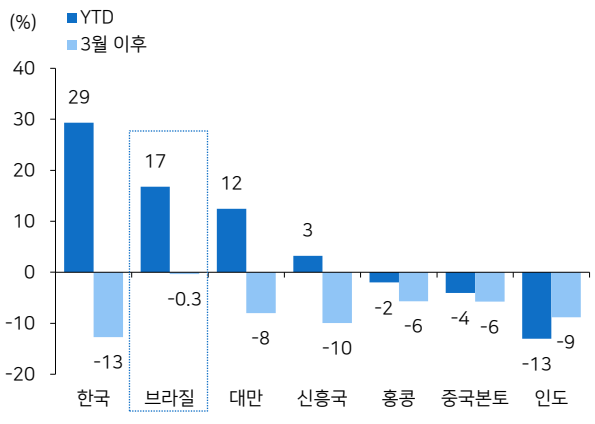
- ✓ 지정학적 혼란 속 홀로 빛난 브라질: 금리 인하 기대, 원자재 수혜, 헤알화 강세
- ✓ 오는 10월 대선 전까지 추가 강세 기대: 연간 6% 평균 배당수익률과 9.2배의 저평가 매력 부각
- ✓ 10월 대선에서 시장 친화적인 야당이 집권한다면 추가 상승 모멘텀으로 작용 가능

지정학적 혼란 속 홀로 빛나는 브라질

미국-이란 지정학적 리스크로 3월부터 글로벌 주식시장 변동성이 커진 가운데, 의외로 안정적인 주식시장이 있다. 바로 브라질이다. 3월 이후 브라질의 대표 지수인 보베스파 지수는 4월 6일 종가 기준으로 고작 0.3% 하락에 그쳤다(그림 1). 같은 기간 한국(-13%), 대만(-8%), 홍콩(-6%), 인도(-9%) 등 아시아 시장이 요동친 것에 비하면 양호한 성적이다. 게다가 연초 대비 헤알화가 6% 절상되면서 달러 환산 수익률은 23%에 달해 한국(25%)에 근접한다(4/6일 기준).

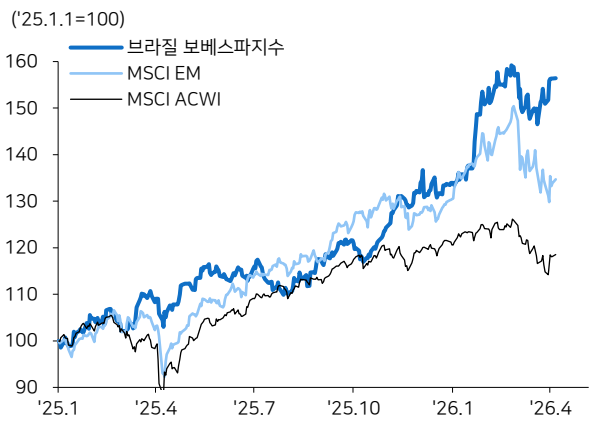
또한 25년부터 브라질 주식시장은 누적 56% 상승하며, MSCI EM(신흥국)및 ACWI(선진국) 지수를 모두 아웃퍼폼하고 있다(그림 2). 본 보고서에서는 이러한 강세장의 배경과 향후 지속 가능성 여부를 점검해보고자 한다.

그림1 3월 이란 지정학적 리스크에도 브라질증시 -0.3%



주: 4월 6일 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림2 25년부터 브라질 증시는 MSCI 신흥국지수를 크게 상회



주: 4월 6일 종가 기준
자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

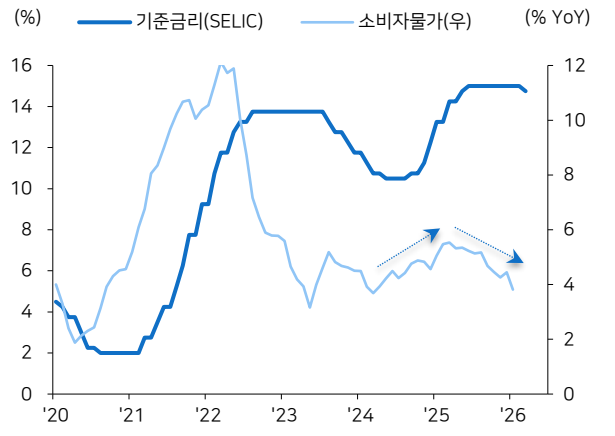
브라질 강세장을 이끈 3가지 엔진

작년부터 브라질 보베스파 지수 강세를 견인한 3가지 동력은 1) 통화정책 전환에 대한 기대, 2) 원자재 가격 상승, 그리고 3) 헤알화 절상 및 외국인 자금 유입으로 판단된다.

첫째, 인플레이션 둔화에 따른 금리 인하 기대가 강해졌다. 브라질은 수십 년래 최고 수준인 기준금리(SELIC) 15%를 유지하며 물가를 억제해왔다. 고금리 기조는 소비와 투자를 억제하며 내수 수요를 점차 완화시켰고, 이는 후행적으로 인플레이션 둔화로 이어졌다(그림 3).

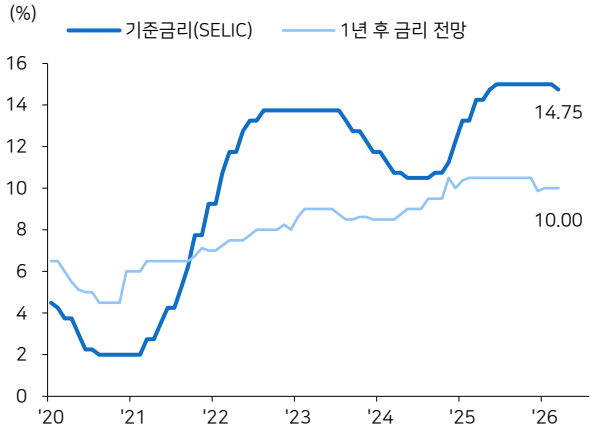
올해 3월 브라질 중앙은행은(BCB)는 기준금리를 15%에서 14.75%로 25bp 인하하며 공식적으로 통화완화 사이클을 개시했다. 2024년 9월 인상 사이클 재개 이후 첫 인하로, 시장에서는 이를 구조적 변곡점으로 해석했다. 현재 시장 컨센서스는 1년 뒤 기준금리가 10%까지 하락할 것으로 전망하고 있다(그림 4). 금리 인하 기대로 작년부터 부동산, 금융 등 금리 민간 업종들이 강세를 보이며 주식시장 상승에 기여했다.

그림3 **브라질은 24년에 오른 물가를 잡기 위해 25년 금리 인상**



자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **기준금리와 1년 후 금리 전망: 475bp 하락 예상**



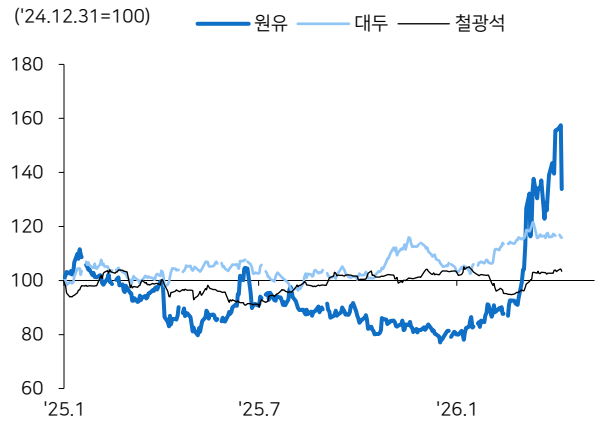
자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

둘째, 원자재 가격 상승이다. 브라질은 철광석, 대두, 원유, 니켈 등 다양한 원자재를 보유한 자원 강국이다. 하루 300~400만 배럴의 원유를 생산하며, 지정학적 불확실성 확대에 따른 에너지 가격 변동성은 페트로브라스 등 에너지 섹터 주가에 영향을 미쳤다. 글로벌 공급망 재편 과정에서 원자재 수요 증가 및 수입 다변화 수요는 브라질의 전략적 자원 가치를 높이고 있다(그림 5). 에너지(23%), 유틸리티(16%), 소재(9%) 비중이 높은 브라질 주식시장 구조상, 원자재 가격 상승은 지수 상승의 직접적인 동력으로 작용한다(그림 6).

셋째, 헤알화 절상 및 외국인 자금 유입이다. 달러 대비 헤알화 환율은 2025년 11.4%, 2026년 6.0%(4월 6일 기준) 절상되었다. 이는 1) 높은 금리에 기반한 캐리 트레이드 수요, 2) 원자재 수출 호조에 따른 경상수지 개선 및 3) 인플레이션 둔화를 통한 거시경제 안정화에 기인한다.

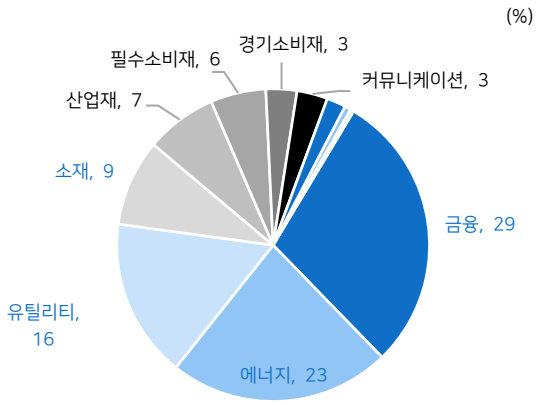
또한 브라질 정부는 새로운 재정준칙을 도입했다. 즉 ▲ 정부 지출 증가율을 직전 12개월간의 세입 증가율의 70% 내로 제한하고, ▲ 경제 상황에 관계없이 지출을 최소 0.6%, 최대 2.5% 사이에서만 움직이도록 설정함으로써 재정 건전성을 개선하려고 노력했다. 이러한 노력들이 종합적으로 작용하며 글로벌 자금의 非미국(Non-US) 지역분산 투자 수요가 브라질로 일부 유입된 것으로 보인다(그림 8).

그림5 **원유, 대두, 철광석은 25년 하반기부터 반등 시작**



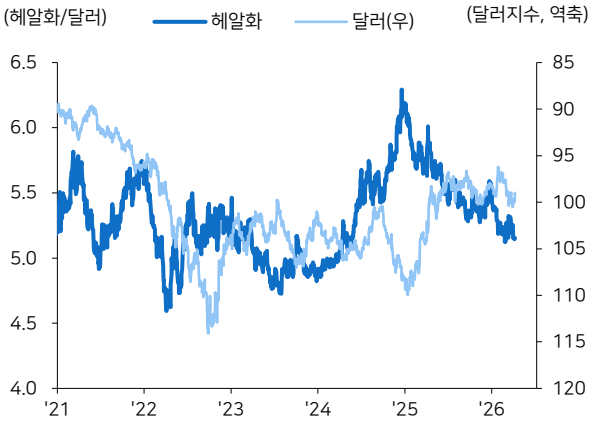
주: 원유는 WTI, 철광석은 싱가포르 선물가, 대두는 시카고 선물가격 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 **브라질 보베스파 지수의 업종별 구성**



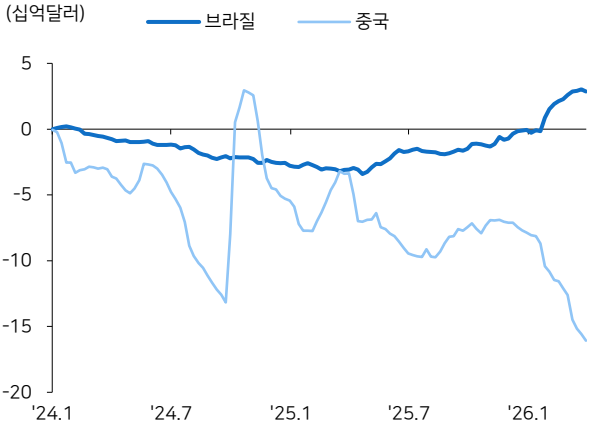
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **헤알화와 달러: 26년 강달러에도 헤알화 강세 지속**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **글로벌 펀드 플로우: 브라질 유입 vs. 중국 유출**



주: 4월 1일 기준
자료: Lipper, 메리츠증권 리서치센터

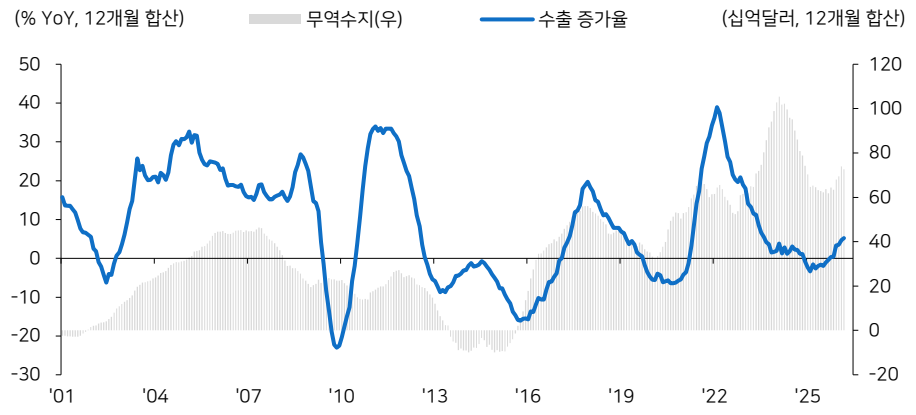
상승 랠리, 아직 끝나지 않았다

이미 금리 인하, 원자재 수출 호조 및 헤알화 절상이라는 호재들을 시장이 다 반영한 것은 아닐까 하는 우려도 있을 수 있다. 그러나 필자는 오는 10월 대선 전까지 완만한 우상향 흐름이 지속될 것으로 예상한다.

이렇게 판단하는 근거는 1) 헤알화 절상 추세가 좀 더 이어질 수 있고, 2) 금리 인하는 이제 시작이며, 3) 10월에 있을 브라질 대선에서 시장 친화적 후보가 당선될 가능성이 높다고 생각하기 때문이다.

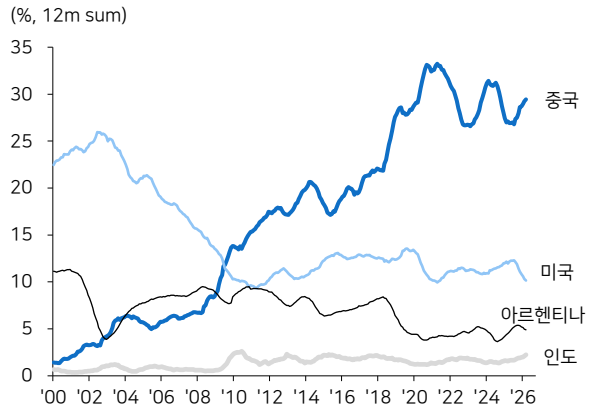
헤알화가 추가 절상이 가능해 보이는 이유는 △ 중동 지정학적 불확실성이 완화되며 강달러가 약해질 것이고, △ 이번 중동 리스크로 원자재 수입 다원화에 대한 수요가 늘어나며 브라질 수출에 유리하게 작용할 수 있기 때문이다. 브라질의 수출 증가율은 25년 2월을 저점으로 이미 반등 사이클에 진입했다(그림 9). 또한 △ 브라질이 금리 인하 사이클에 진입했지만 실질금리가 여전히 10% 전후로 여타 국가 대비 높아 캐리 트레이드 자금 수요를 뒷받침할 수 있다. 25~26년 현재까지 헤알화 절상폭은 17%로, 24년 절하폭(-27%)의 절반을 조금 넘은 수준이다.

그림9 **브라질의 수출 증가율과 무역흑자: 25년 2월부터 반등 사이클 재개**



자료: Special Secretariat for Foreign Trade and International Affairs, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **브라질의 주요 수출국 수출 비중: 중국과 인도 상승**



자료: Foreign Trade, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **브라질의 실질금리: 여전히 높은 수준 유지**

자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

하반기에 브라질에는 대선이라는 빅 이벤트가 예정되어 있다. 1차 투표는 10월 4일, 2차 투표는 10월 25일에 진행될 예정이다. 현재 브라질은 룰라(극좌)와 보우소나루(극우) 양자택일 구도가 10년 이상 지속되며 사회 계층 간 분열이 확산되었지만, 이번에도 해당 구도가 이어질 가능성이 높아 보인다. 단 긍정적인 것은 현 정권의 포퓰리즘에 대한 피로감과 보우소나루 아들인 플라비우의 출마 등에 우파로 표가 이동할 여지가 높아지고 있다는 점이다.

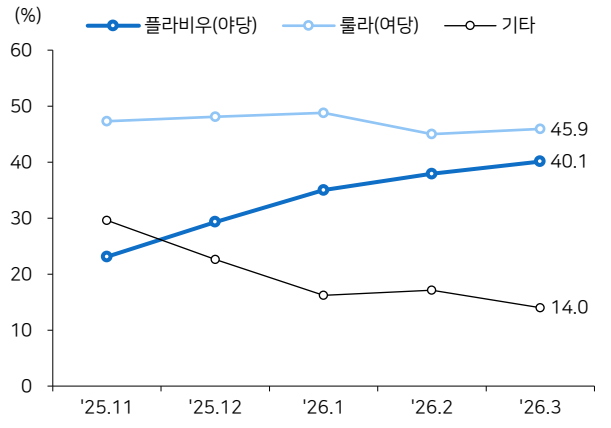
현지 대선 조사 기관인 AtlasIntel에 따르면, 플라비우의 지지율은 작년 말 23%에서 40%까지 상승하며, 최근 브라질 선거 역사에서 가장 빠른 야권 지지 결집 중 하나로 평가된다. 플라비우 보우소나루(Flávio Bolsonaro, 44세)는 전 대통령 자이르 보우소나루의 장남이며 현재 리우데자네이루 상원의원이다. 그의 주요 공약 방향을 보면 국영기업 민영화, 노동시장 규제 완화, 범죄 조직 척결, 아그로 비즈니스 지원 확대 등 시장 친화적이다〈표 1〉. 따라서 오는 10월 야당이 당선되면 주식시장에는 '정치적 체인지 프리미엄'으로 작용할 수 있다.

표1 브라질 야당 후보자 플라비우의 주요 공약 방향

구분	주요 공약 방향
경제	국영기업 95% 민영화, 감세, 노동시장 규제 완화
치안	범죄 조직 척결, 경찰 권한 강화
사법	자이르 보우소나루 및 1/8 사태 관련자 사면
농업	아그로비즈니스(Agribusiness) 지원 확대

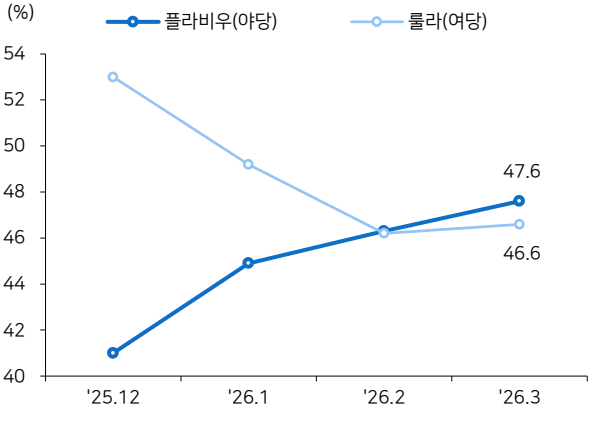
자료: FT, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1차 경합에서 대선 후보자 지지율 변화



자료: AtlansIntel, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2차 경합으로 넘어갈 경우 대선 후보자 지지율 변화



자료: AtlansIntel, 메리츠증권 리서치센터

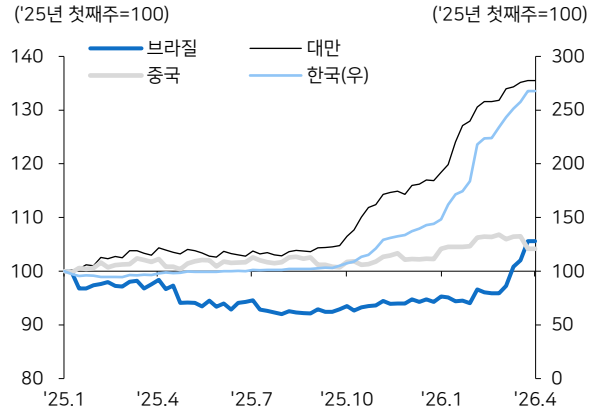
브라질 투자 방법과 리스크

현재 신흥국 시장에 포함된 4개의 주요 주식시장(중국, 대만, 한국, 브라질)에서 기업 이익이 증가하면서 저평가 매력이 가장 부각되는 국가는 한국이다. 중동 지정학적 리스크가 완화되면서 한국 증시의 리레이팅이 기대된다.

브라질은 한국과 대만만큼은 아니지만, 원자재 가격 상승과 수출 증가와 함께 기업이익 전망치가 중국보다 뚜렷하게 개선되고 있다. 12개월 예상 P/E도 9.2배로, 중국을 포함한 기타 시장대비 낮아 저평가 매력이 여전하다. 물론 미국-이란 2주 휴전으로 원자재 가격 변동성이 단기 부담요인이 되겠지만, 브라질 증시의 평균 배당수익률이 현재 6%로 다른 국가대비 높아, 올해처럼 변동성이 큰 장세에서는 안정적인 투자 대안이 될 수 있다.

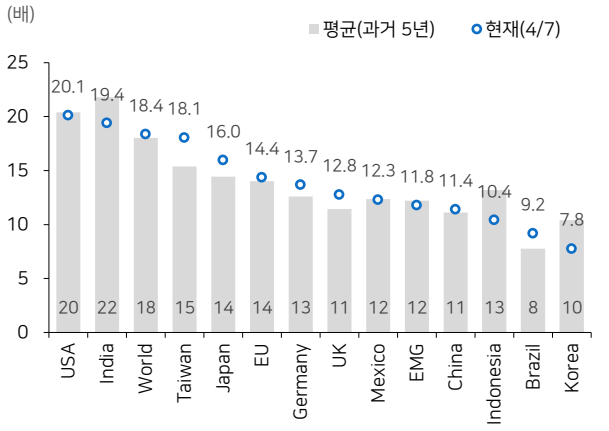
한국에서 브라질 증시에 투자할 수 있는 방법은 미국 주식시장에 상장된 브라질 ETF이다. EWZ, FLBR 등이 대표적이다. 한편 한국증시에서는 Tiger 라틴35 ETF로 간접 투자 효과를 누릴 수 있다〈표 2〉.

그림14 주요 신흥국 증시의 12개월 예상 주당순이익(EPS)



주: MSCI 지수, 4/7일 기준
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림15 전세계 주요 주식시장의 12개월 예상 P/E 비교



주: MSCI 지수, 4/7일 기준
자료: I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

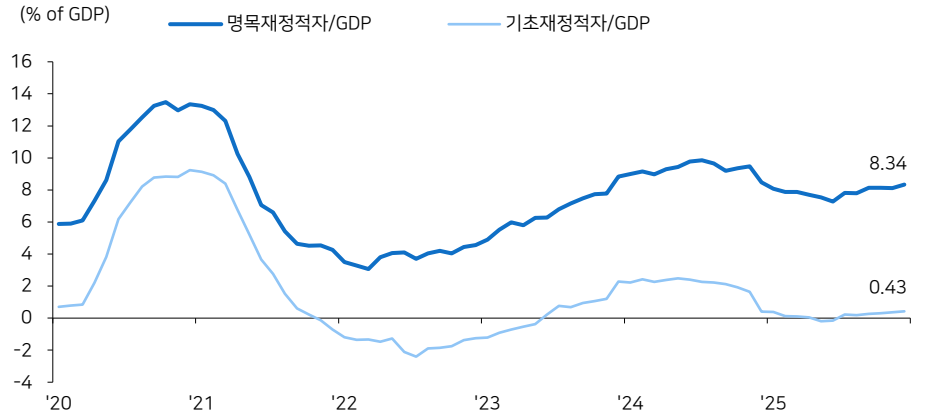
표2 브라질 주식시장에 투자하는 대표 ETF 정리

티커	이름	상장지	수익률(%)			평균 거래량(천주)
			1M	3M	YTD	
EWZ US	iShares MSCI Brazil ETF	미국	6.2	16.4	21.3	37,100
FLBR US	Franklin FTSE Brazil ETF	미국	7.5	21.4	26.3	207
BRZU US	Direxion Daily MSCI Brazil Bull 2X ETF	미국	10.9	30.0	40.8	538
105010 KS	미래에셋맵스 TIGER 라틴35 ETF	한국	8.0	22.4	26.2	210

주: 4월 6일 종가 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

브라질 주식시장 투자의 가장 큰 리스크는 날로 늘어나는 정부 부채다. 특히 연간 15%의 고금리 환경에 정부의 이자비용 지출 부담이 크다. 이러한 문제를 인식하고 2025년부터 브라질 정부는 재정건전성을 위한 다양한 노력을 하고 있고, 따라서 GDP 대비 명목재정적자 비율이 상대적으로 안정적인 모습을 보이고 있다(그림 16). 단 올해 대선을 앞두고 정부 지출이 늘어날 가능성이 있고, 새로운 행정부에서 어떻게 재정 문제를 해결할 지 아직 불투명하기 때문에 브라질 투자에서 이는 앞으로 계속 모니터링 해야 할 대상이 되겠다.

그림16 **브라질의 GDP 대비 명목재정적자와 기초재정적자 비율 추이**



주: 기초재정적자는 연간 정부 수입에서 지출을 제외한 금액/명목 재정적자는 이자까지 포함한 적자 규모
자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.