[AI로 생성된 이미지 입니다]

2026년 하반기 해외채권 전망

피벗의 소멸

Pivot

2026. 5. 19 | 해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

하나증권

피벗(Pivot)의 소멸

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

Contents

Part 1.	미국 채권시장 전망	8
Part 2.	일본 채권시장 전망	31
Part 3.	브라질 채권시장 전망	46

Summary

[미국]

- 3분기에도 유가 고공행진이 이어질 경우, 시장은 금리 인상까지 반영하며 **국채 금리는 연말까지 우상향 흐름**을 전망
  → **연내 기준금리 동결 (3.75%), 10년물 상단 4.8%**까지 열어둘 필요
- 미국 채권시장이 부진한 배경은 기업 중심의 견조한 경제 펀더멘털에 있음. 2022년 러-우 전쟁 당시에는 풍부한 유동성과 가계 초과저축을 바탕으로 기업들이 비용을 소비자에게 즉각 전가(Pass-through)할 수 있었음. 현재는 초과저축이 고갈되고 고물가로 가계 실질 소득이 정체되며 민간 소비 여력은 낮아지는 중
- 그럼에도 기업 이익이 견조한 이유는 경제의 패러다임이 '유동성(M2)' 시대에서 '생산성(AI)' 시대로 전환되며 운영 효율성이 극대화되었기 때문. 작년보다 증가한 개인 세금 환급금(Tax refund) 역시 민간 소비 하단을 지탱하는 단기 버퍼로 작용 중
- **헤드라인과 근원 CPI는 빠르면 4분기에서 내년 1분기 사이 정점을 형성한 뒤 완만하게 하락** 예상. 현재 미국 경제는 서비스업 비중과 인건비 영향력이 커졌기 때문에 유가 고점 이후 물가 고점까지 걸리는 시차는 1990년 걸프전(4개월)이나 2022년 러-우 전쟁(9개월)보다 길어질 것. 만약 **고유가 국면이 장기화된다면 하반기 실물 경제 둔화 가능성**도 배제할 수 없음. 단, 에너지 쇼크가 실물 경제에 미치는 영향이 상대적으로 적었고, AI 도입에 따른 **생산성 향상이 이를 일정 부분 상쇄할 것**
- 새롭게 전개될 '케빈 워시 체제'의 연준 하에서도 금리 동결 장기화 국면은 지속될 것. 워시는 전통적으로 연준의 비대한 대차대조표(B/S)를 축소하는 것을 선호. 은행의 유동성커버리지비율(LCR) 규제 완화를 유도해 연준의 모기지 및 국채 보유 규모를 줄이거나, 연준이 보유한 국채 평균 만기(WAM)를 축소하는 전략을 구사할 가능성. 만기 축소를 위한 장기 국채의 재투자 중단 또는 규모 축소는 민간 시장에 공급 부담으로 작용해 장기 금리 상승으로 이어질 것
- 전쟁 비용 증가와 세수 감소는 정부의 차입 수요를 높이는 중. 재무부의 단기물 위주 조달 전략은 당장의 이자 비용을 아낄 수는 있지만 금리가 구조적으로 상승하는 국면에서는 단기 부채의 차환 압력을 가속화시킴. 결국 향후 이표채 발행 확대는 불가피. 과거 단기채 상환 잔액이 감소하는 국면에서 5~10년 Belly 구간 발행을 확대한 경험. 물론 SLR 규제 완화에 따른 민간 수급 개선 기대감은 유효
- 미중 정상회담을 시작으로 트럼프는 민심을 사기 위한 행보를 이어가는 중. 그럼에도 11월 중간선거에서는 Blue Sweep 실현 가능성이 높아지는 중. 2006년 부시 행정부 당시에도 이라크 전쟁 피로감으로 상하원 모두 야당(민주당)으로 넘어갔던 사례 재연 가능성

Summary

[일본]

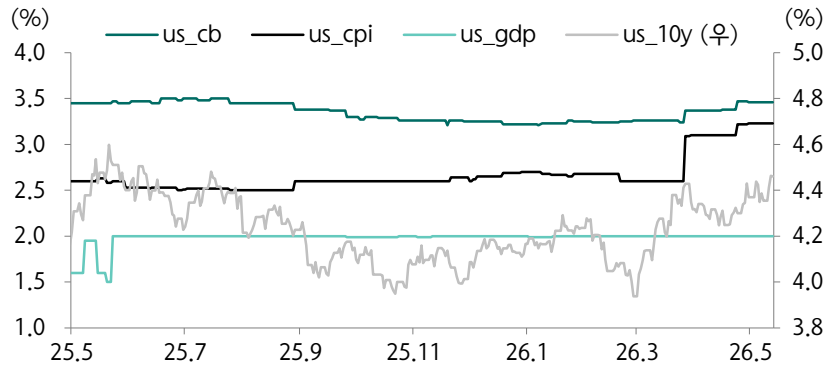
- **6월 추가 인상을 시작으로 하반기 두 차례 추가 인상 전망. 연내 기준금리 1.50%, 10년물 금리 상단 3.0%**까지 열어둘 필요
- 기저 효과와 정부 보조금 영향으로 올해 초 헤드라인 인플레이션은 하락했지만 중동 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등은 2분기 인플레이션을 다시 끌어 올릴 것. 기업들의 기대 인플레이션 심리는 2% 위에서 안정되는 흐름. 높아진 유가 비용을 가격에 전가하려 할 것
- 일본 임금 상승세는 탄력을 받고 있음. 과거 '저물가=저임금' 악순환 끊기고, 임금과 물가가 동반 상승하는 선순환 구조로 진입
- 비제조업 대기업 중심으로 기업 심리는 우호적. 다만 3분기 이후에도 고유가 국면이 이어진다면 수입 업체 수익성 하락 및 소비 위축 가능성
- 4월 말 일본 당국의 엔화 개입으로 달러-엔 환율이 심리적 저항선인 160엔을 넘어서지 않도록 하겠다는 의지 확인. 과거 일본의 엔화 개입 이후 흐름을 살펴보면 엔화 약세 흐름을 일정 기간 되돌렸다는 점은 명백한 사실. 다만, **미국과의 금리차가 좁혀지지 않는다면 엔화 강세폭은 제한적**
- 여전히 해외 채권으로 유출되는 일본계 자금이 일본으로 유입되는 해외 자금을 상회. 즉, 자본의 흐름이 큰 틀에서 바뀌지 않았음. 유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 과거 YCC 정책 하에 어쩔 수 없이 해외로 떠나야 했던 기관들의 자금 회귀 여부가 중요
- BOJ의 점진적인 인상 기조 하에 **일본 국채에 대한 매력도는 점차 증가**하는 중. 다만, 유의미한 **자본 차익을 노려볼 수 있는 시점은 연말 이후**

[브라질]

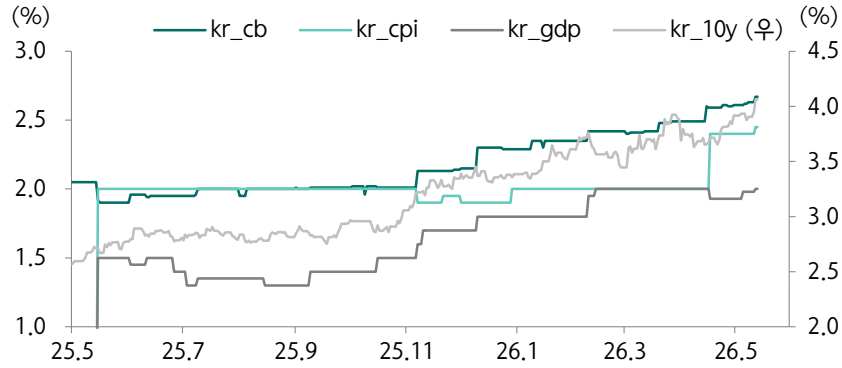
- 연내 인하 폭에 대한 기대감은 축소됐지만 인하 사이클은 유효. 중립 금리와의 격차가 여전히 크며, 고금리 지속에 따른 민간 부채가 높기 때문. **연내 기준금리 13.25% 전망**. 연착륙(Soft-landing)을 위해 점진적인 금리 인하 단행할 것
- 미국 관세 정책 덕분에 브라질 수출액은 큰 폭으로 증가. 특히 대중 무역량이 크게 증가하면서 수출 증가율이 반등했고, 이는 달러-헤알 환율 하락으로 연결(헤알화 강세). 단, 과거 10월 대선 직전 헤알화 흐름 살펴보면 달러와 원화 대비 모두 약세로 전환된 경험. **원자재 가격이 고점을 형성하기 전까지 헤알화는 달러와 원화 대비 강세 예상**되지만 대선 이슈에 따른 변동성 장세는 지속될 것
- 공급 충격으로 인한 인플레이션 경계심은 하반기에도 이어질 것. 고유가 지속된다면 실물 경기 둔화로 이어지겠지만, 아직까지는 신호가 포착되지 않음. 신중한 인하 기조 속에 **장기 금리 하락 폭도 제한적**일 전망. **만기가 짧은 ① 헤알화 표시 채권과 ② 달러 표시 채권 투자 권고**

주요국 채권시장 동향

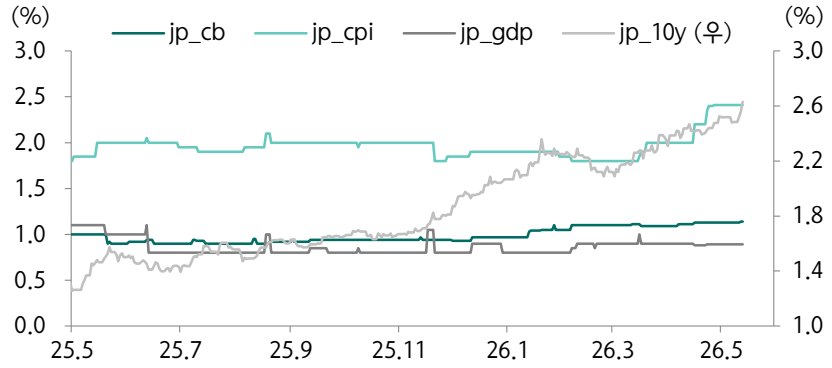
미국: 물가 상향조정 + 성장률 안정



한국: 물가 상향조정 + 성장률 상향조정

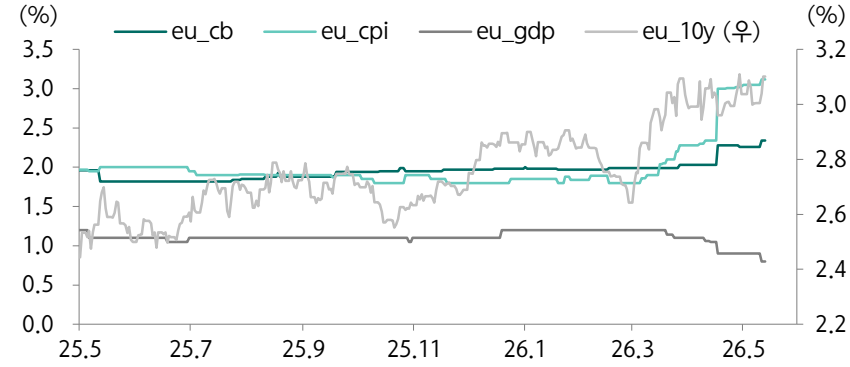


일본: 물가 상향조정 + 성장률 안정



자료: Bloomberg, 하나증권

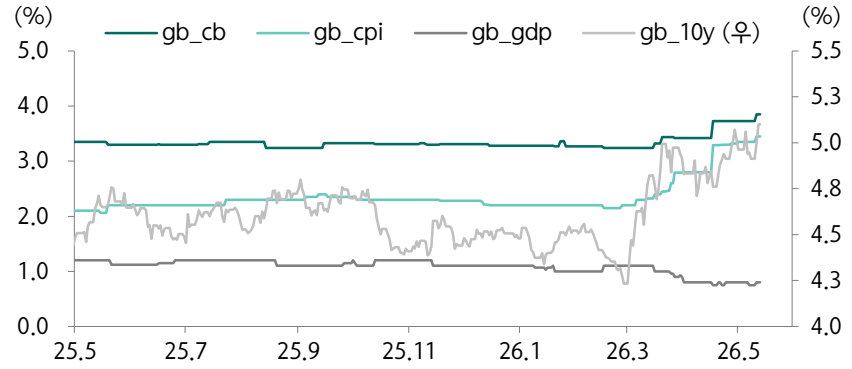
유로존: 물가 상향조정 + 성장률 하향조정



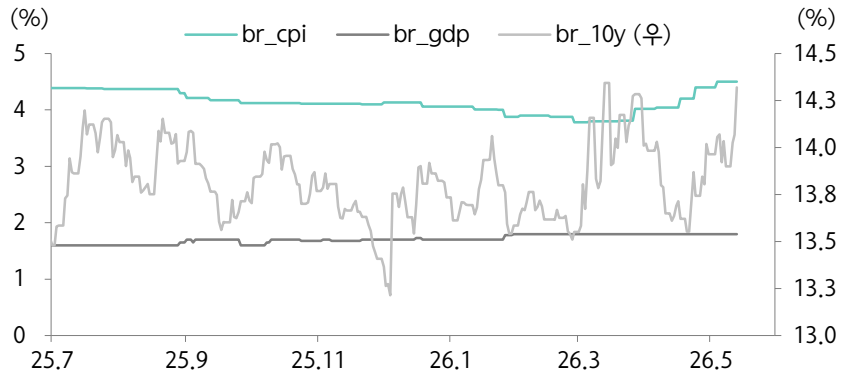
자료: Bloomberg, 하나증권

주요국 채권시장 동향

영국: 물가 상향조정 + 성장률 하향조정



브라질: 물가 상향조정 + 성장률 안정



자료: Bloomberg, 하나증권

- 주요국 모두 물가 전망치가 상향 조정되는 중
- 성장률의 경우 국가별로 상이. **한국**은 반도체 수출 호조에 힘입어 성장률 전망치가 큰 폭으로 상향 조정
- **미국과 일본, 브라질**은 중동 전쟁 이후에도 전망치가 안정적으로 유지되고 있는 반면, **유로존과 영국**의 경우 성장률 전망치 하향 조정
- 글로벌 중앙은행은 당분간 성장 둔화보다는 물가 안정에 집중할 것
- 주요국 국채 금리는 구조적 상승 국면에 진입. 3분기에도 유가가 안정되지 않는다면 당분간 채권시장에 대한 보수적 관점 유지

미국 채권시장 전망

피벗(Pivot)의 소멸

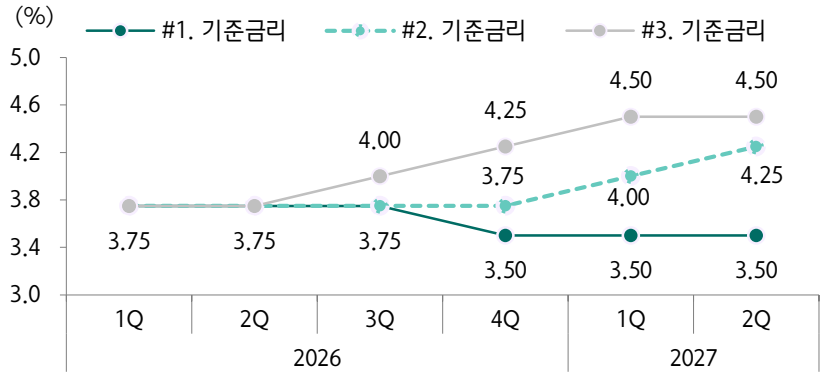
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

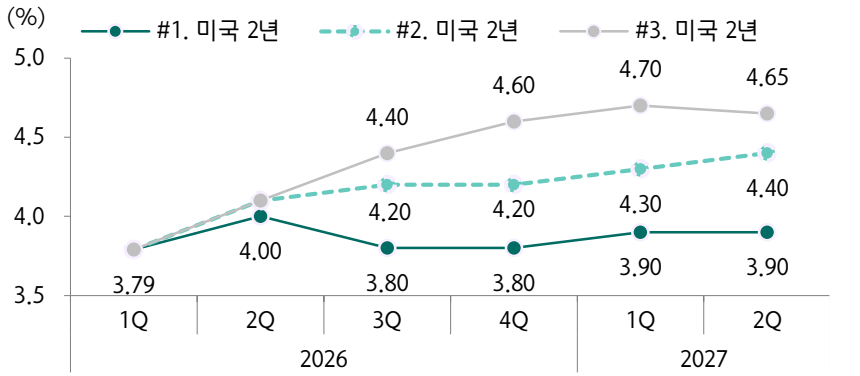
유가 경로에 따른 금리 전망

- #1: 유가 3분기 중 $80대로 안정 / **#2: 3분기에도 $100 유지** / #3: 3분기 $150까지 상승
- **유가 고점 확인이 가장 중요.** 3분기에 유가가 안정된다면 4분기 인하 기대해볼 수 있지만, 유가 $100 유지된다면 연내 동결 불가피

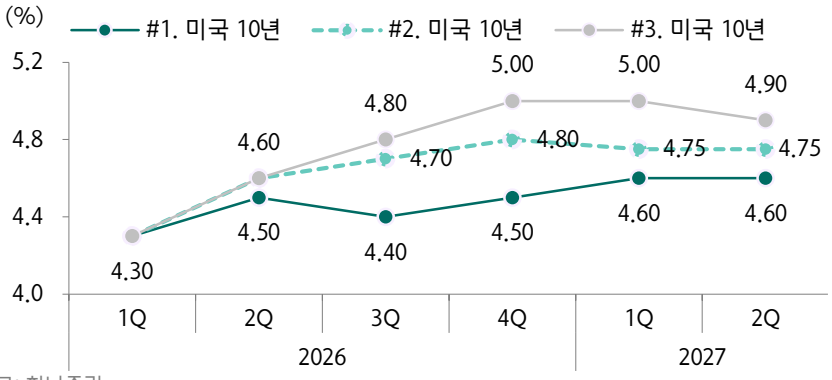
유가 경로에 따른 기준금리 전망



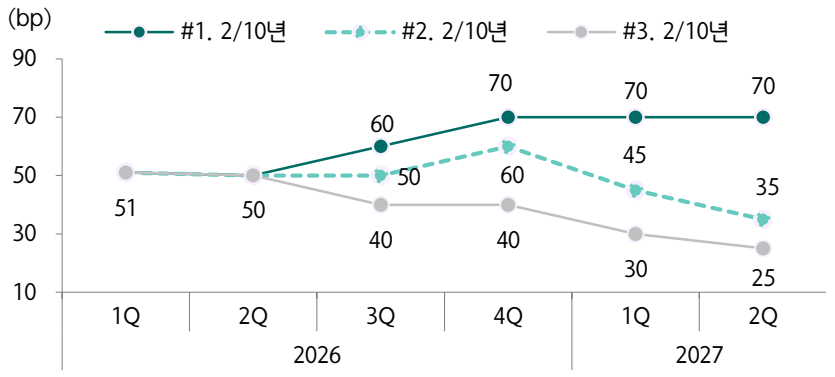
유가 고점에 따른 2년물 금리 전망



유가 고점에 따른 10년물 금리 전망



유가 고점에 따른 2/10년 금리차 전망

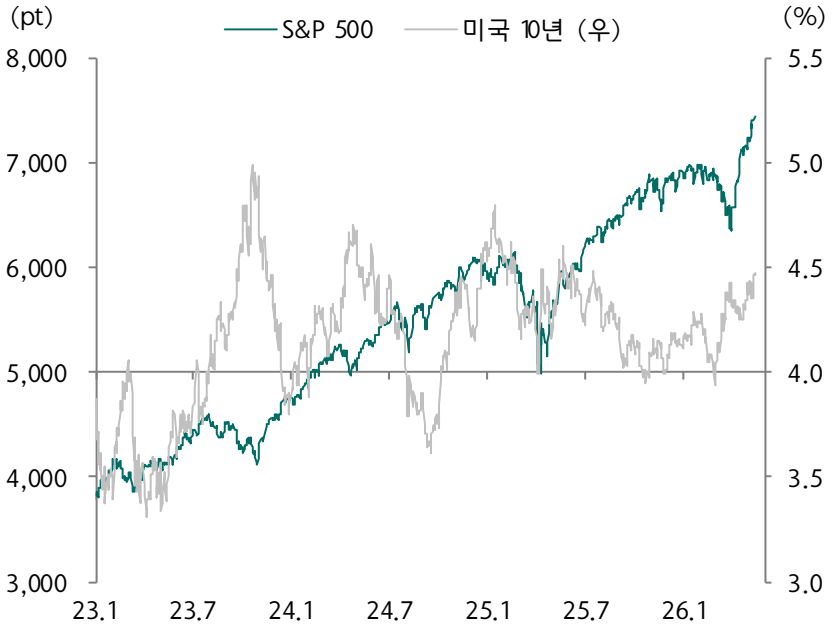


자료: 하나증권

주식과 채권의 명암(明暗)

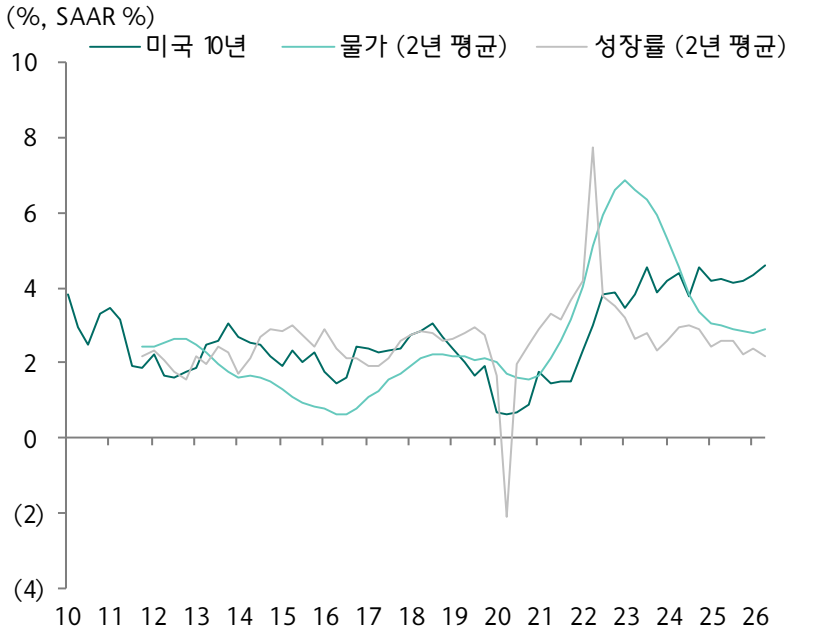
- 팬데믹, 러-우 전쟁, 중동 전쟁을 거쳐오며 주식시장과 채권시장의 상반된 흐름 지속
- 주식의 경우 '밀사(밀리면 사자)', 미국 10년물 금리는 Key Level로 여겨지는 4%를 꾸준히 상회
- 견조한 성장률과 물가 상승에 힘입어 장기 금리도 상승 추세로 전환

주식시장과 채권시장은 상반된 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

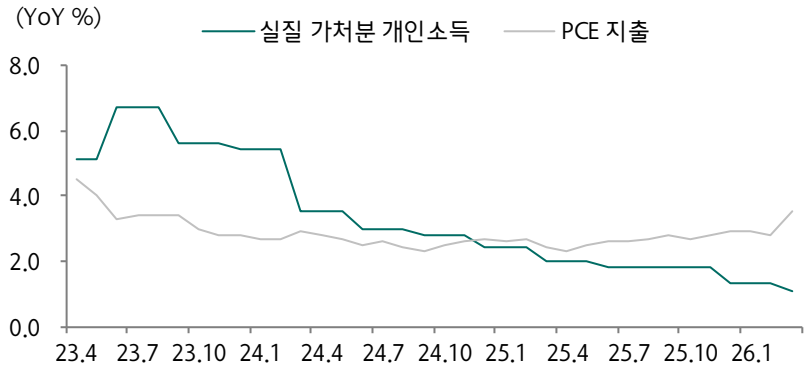
큰 틀에서 미국 장기 금리는 물가, 성장률과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

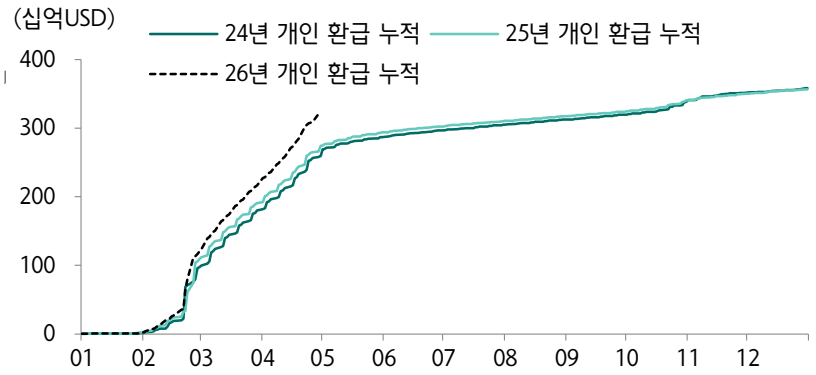
채권시장이 부진한 이유: 견조한 소비

소비는 소득 증가율을 상회하기 시작



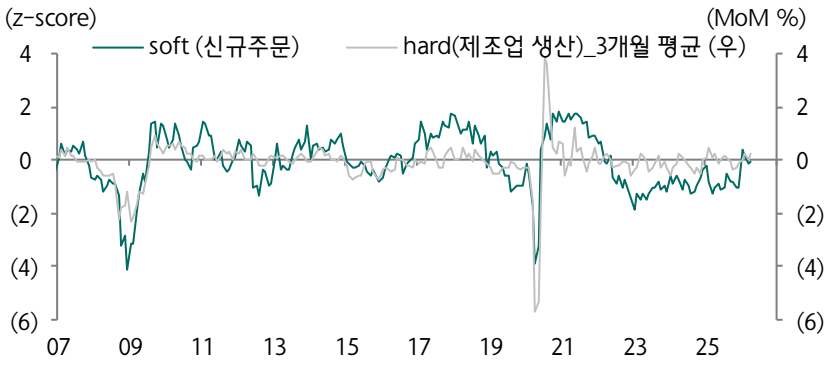
- 지난 2년 간 소비가 소득 증가율을 상회. 소비가 여전히 견조한 이유 중 하나는 개인 세금 환급금(Tax refund)이 증가한 영향. 즉, 가계의 가용 소득을 늘려줘 최근 가솔린 가격 상승으로 인한 가계 부담을 일부 상쇄
- 26년 4월까지 개인 환급금은 3,210억 달러. 25년 4월 누적액 2,743억 달러 대비 약 470억 달러 많은 수준
- 기업 투자는 여전히 견조하며 제조업의 경우 Soft와 Hard 데이터 모두 견조함

개인 환급금 증가하면서 가용 소득 늘리는 효과



주: 개인 환급금은 EFT(Electronic Fund Transfer)와 Check 모두 합산한 수치
자료 : US Treasury, 하나증권

제조업 Soft와 Hard 데이터 모두 견조

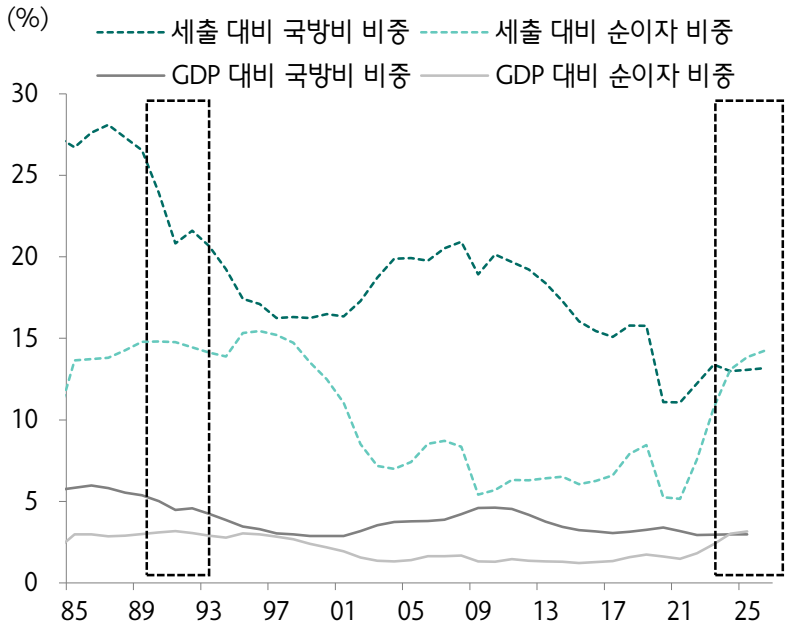


자료 : Bloomberg, 하나증권

채권시장이 부진한 이유: 차입 수요 증가

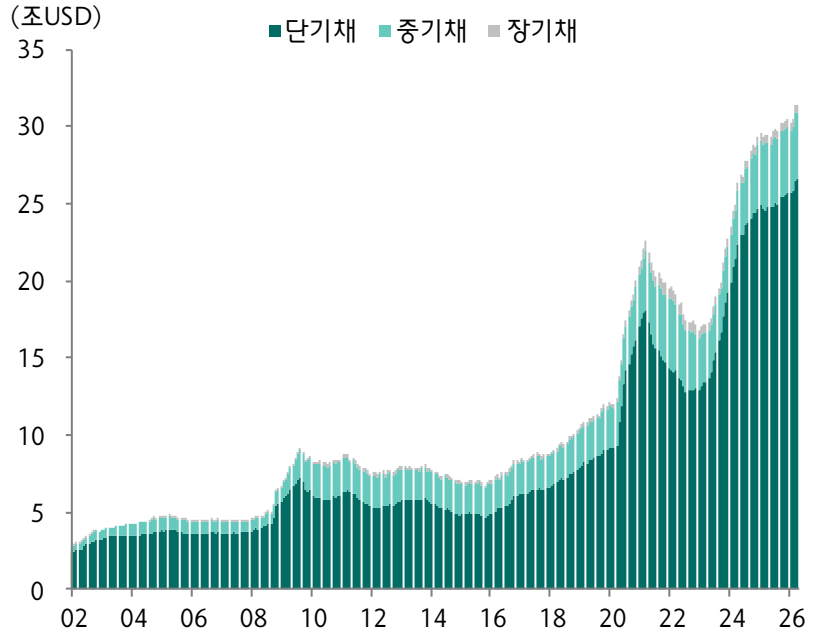
- 향후 정부의 차입 수요 변동은 전적으로 재정 적자 전망에 좌우될 것. 전체 세출에서 의무 지출·순이자 비용·국방비가 차지하는 비중은 77%를 상회. 재정 적자가 유의미하게 개선될 확률은 낮음
- 세출에서 국방비가 차지하는 비중은 13%로 역사적 평균치 20%를 하회. 국방비 지출은 증가할 가능성이 높으며, 특히 중동 전쟁으로 인한 추가 예산 편성 리스크가 커지고 있음. 전쟁 초기 비용은 단기채 발행을 통해 조달되고 있으나, 향후 이표채 발행 확대 불가피

전체 세출과 GDP 대비 국방비 비중
: 향후 국방비 지출 비중은 꾸준히 늘어날 가능성



자료 : Bloomberg, 하나증권

재무부의 만기별 국채 발행 현황
: 12개월 누적 기준으로 보면 단기채 발행이 압도적으로 많음

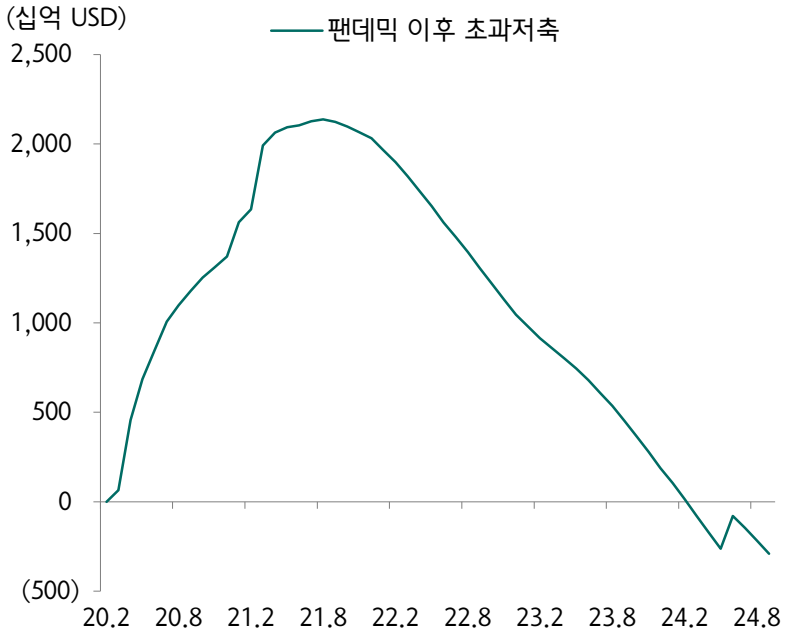


자료 : Bloomberg, 하나증권

채권시장이 부진한 이유: AI가 이끄는 탄탄한 경제

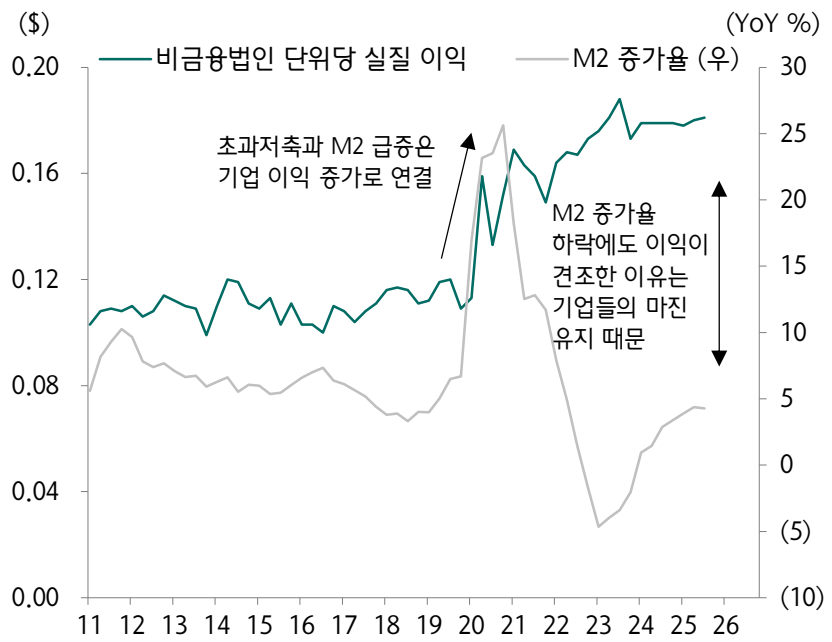
- 팬데믹 이후 급증한 유동성과 2.1조 달러의 초과저축은 수요를 높여 기업들이 러-우 전쟁발 공급 충격을 가격에 즉각 전가할 수 있는 토대가 되었음. 덕분에 비금융법인의 단위당 실질 이익은 역사적 고점에 도달
- 초과저축은 이미 고갈됐고, 고물가로 실질 가계 소득도 정체됐기에 소비 여력은 낮아지는 중. 그럼에도 기업 이익이 견조한 것은 유동성(M2) 시대에서 생산성(AI) 시대로 전환되면서 단위당 노동 비용을 절감하는 동시에 기업의 운영 효율성을 극대화했기 때문

초과 저축은 이미 고갈된 상황



자료 : FRBSF, 하나증권

생산성(AI) 시대로 전환되면서 기업 마진 개선

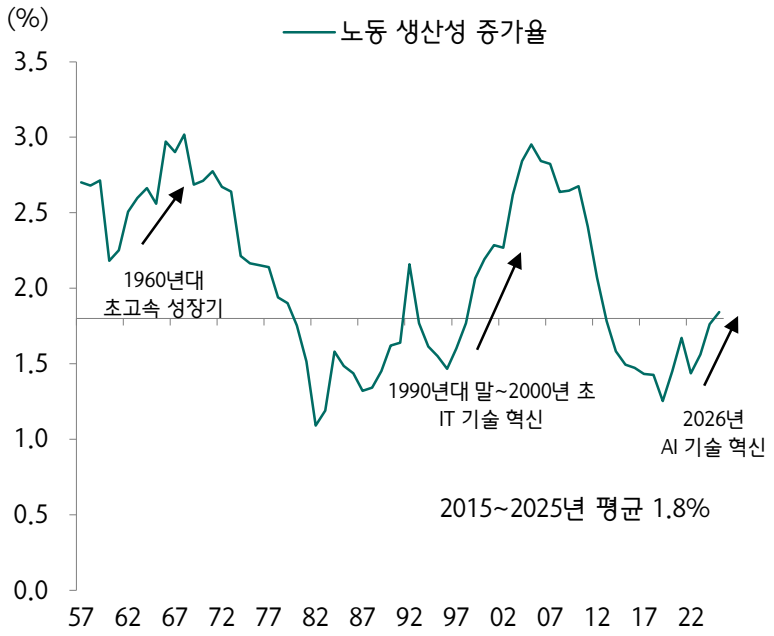


자료 : FRED, 하나증권

AI 도입으로 생산성 향상

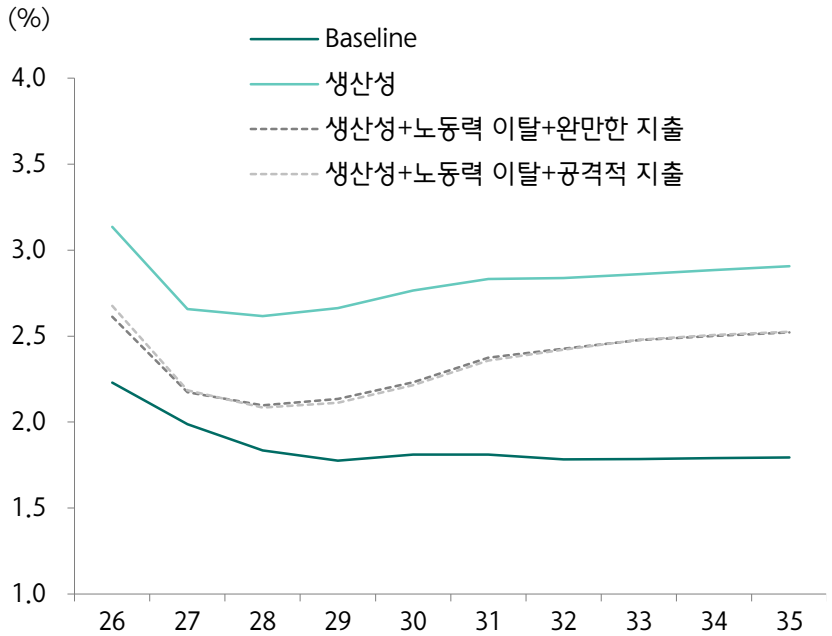
- AI 도입이 재정과 경제에 미치는 파급 효과를 결정하는 핵심 변수는 노동 생산성 증가율. 지난 10년간 연평균 1.8% 증가
- 생산성 증가 이면에는 노동 시장 변화가 수반. AI가 보급되는 과정에서 노동력이 기술력 대체 등으로 경제활동참가율 꾸준히 하락
- 노동력 이탈에 따른 정부의 지출은 생산성 향상에 따른 실질 GDP 성장률 증가를 미미한 수준으로만 상쇄할 것

노동 생산성 증가율
: 지난 10년간 연평균 1.8% 증가



자료: The Budget Lab, 하나증권

시나리오별 실질 GDP 성장률 전망
: 노동력 이탈에 따른 지출에도 생산성 향상되면 성장률 견조할 것

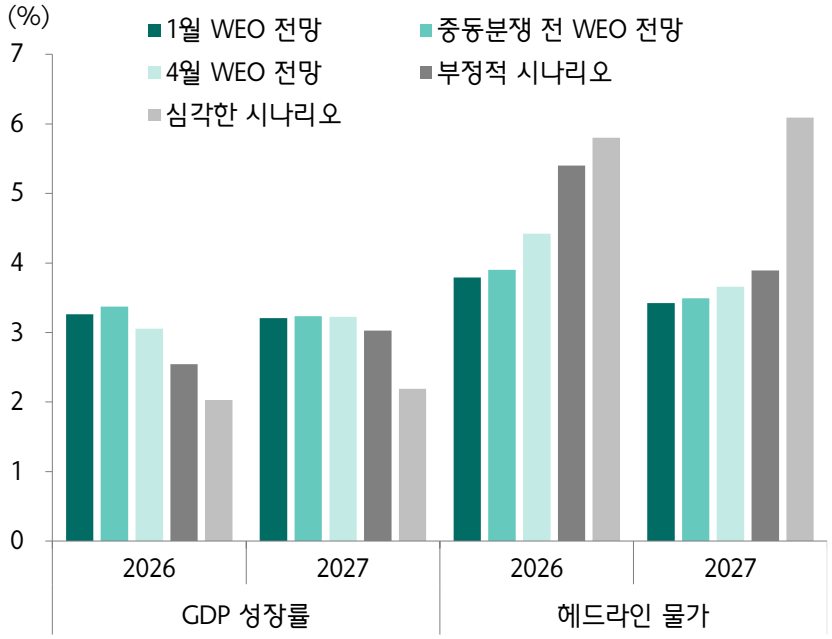


자료: The Budget Lab, 하나증권

유가 상승이 성장률 둔화로 이어지는 경로

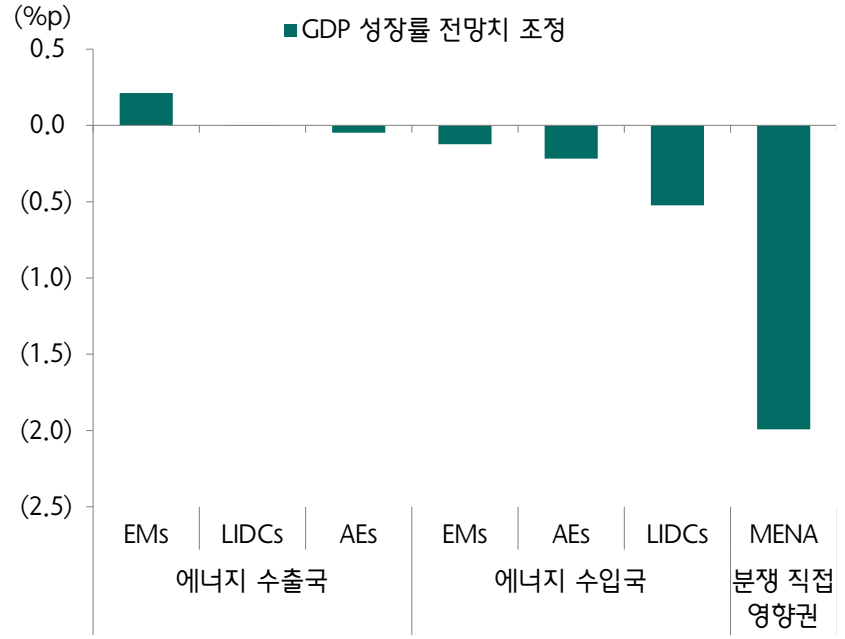
- ① 유가 상승 → 기업 수익성 악화 및 생산량 감소 → 가계의 실질 가처분 소득 감소
- ② 기대 인플레이션 상승과 금융환경 긴축의 여파
- 하지만 아직까지는 ① 유가 상승은 제한적이며 ② 장기 기대인플레이션이 안정적이고 금리 인상 가능성 낮기에 성장률 하락폭 제한적

IMF의 시나리오별 글로벌 경제 전망
: 심각한 시나리오의 경우 올해 성장률 2.55%, 헤드라인 물가 5.40%



주: WEO = World Economic Outlook
자료: IMF, 하나증권

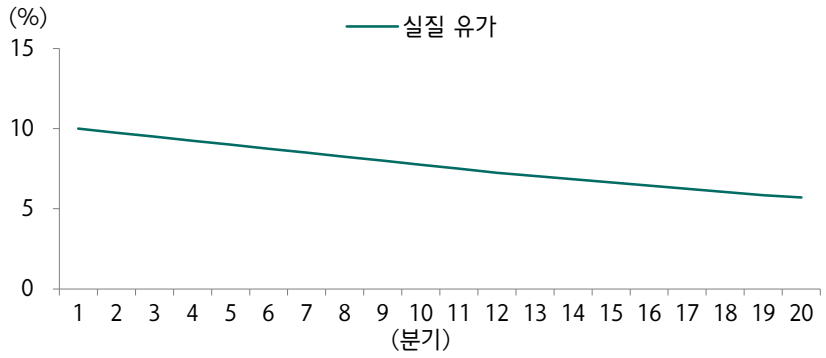
중동 분쟁에 따른 지역별 GDP 성장률 전망치 조정 폭
: 에너지 수출국(신흥국)은 수혜, 에너지 수입국(개도국)은 성장 역풍



주: AE(선진국), EM(신흥국), LIDC(개발도상국), MENA(중동/북아프리카)
자료: IMF, 하나증권

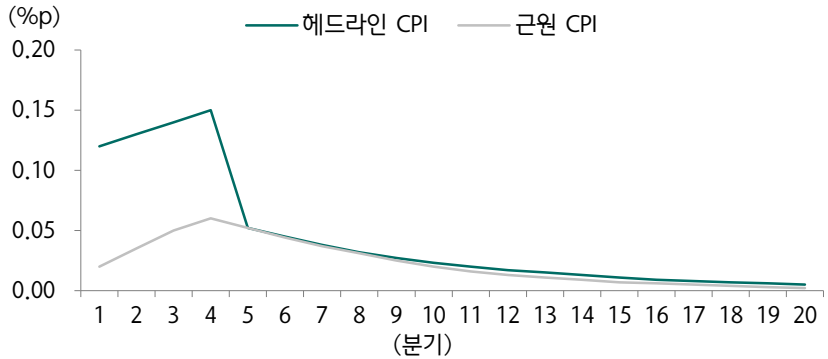
유가 상승이 미국(US) 물가와 성장에 미치는 영향 (feat. 러-우 전쟁)

실질 유가 10% 급등 후 점진적 하락 시나리오



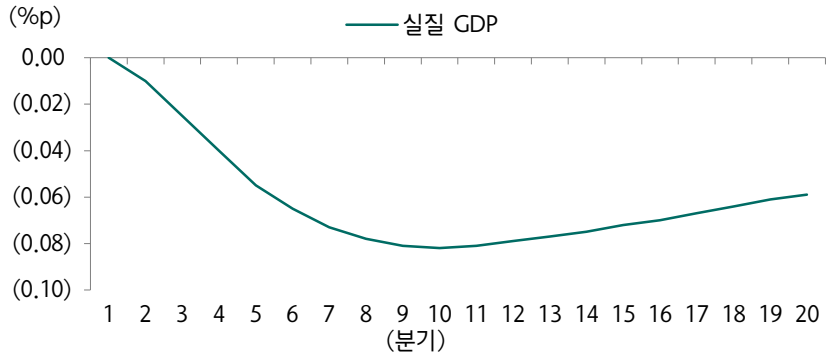
- 2022년 러-우 전쟁으로 인한 유가 충격이 미국의 인플레이션과 성장률에 미치는 영향을 분석
- 공급 충격으로 실질 유가 10% 상승하면 헤드라인 CPI는 네 번째 분기에 정점 기록 후 급락. 근원 CPI도 네 번째 분기에 정점 기록 후 서서히 하락 → 26년 4분기~26년 1분기 정점 기록 후 서서히 하락
- 성장률의 경우 첫 번째 분기를 제외하고 모든 기간 둔화되는 흐름을 보임 → 26년 하반기부터 서서히 둔화
- 하반기부터는 물가 뿐만 아니라 성장 둔화도 주목. 단, 에너지 쇼크가 실물 경제 활동에 미친 장기적인 영향력은 상대적으로 적었고, AI 도입으로 인한 생산성 향상도 감안할 필요

헤드라인과 근원 CPI 모두 네 번째 분기에 정점 기록 후 하락



자료: Fed, 하나증권

성장률은 유가 급등한 첫 번째 분기 이후 꾸준히 둔화되는 흐름

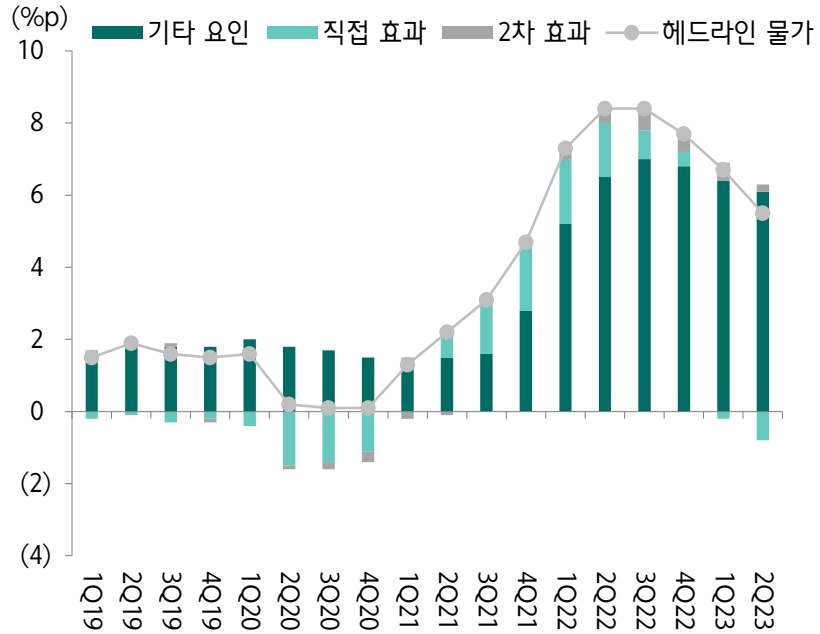


자료: Fed, 하나증권

유가 상승이 선진국(AEs) 물가에 미치는 영향

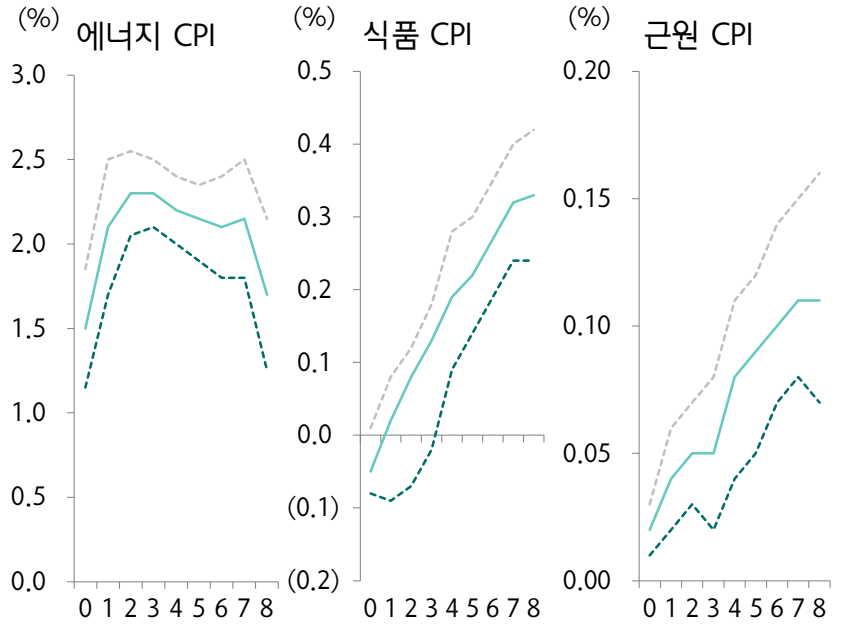
- 유가 상승의 2차 효과 기여도를 파악하게 위해 2000년 이후 27개 선진국의 분기별 데이터를 사용해 전이 효과를 추정
- 유가가 10% 상승할 때 에너지 CPI는 2개 분기 이후 고점을 기록. 식품, 근원 CPI로의 유가 상승 전이 속도는 느리지만 장기간 지속되며, 약 8개 분기에 걸쳐 나타났던 경험
- 에너지 가격은 올해 하반기 정점을 기록할지 몰라도 식품과 근원 CPI로의 전이는 내년에도 지속될 가능성

유가 상승에 따른 헤드라인 물가 기여도



주: 직접 효과는 유가 변동이 에너지 CPI에 미친 영향, 2차 효과는 식품/근원 물가로 전이되는 효과를 의미
자료 : Fed, 하나증권

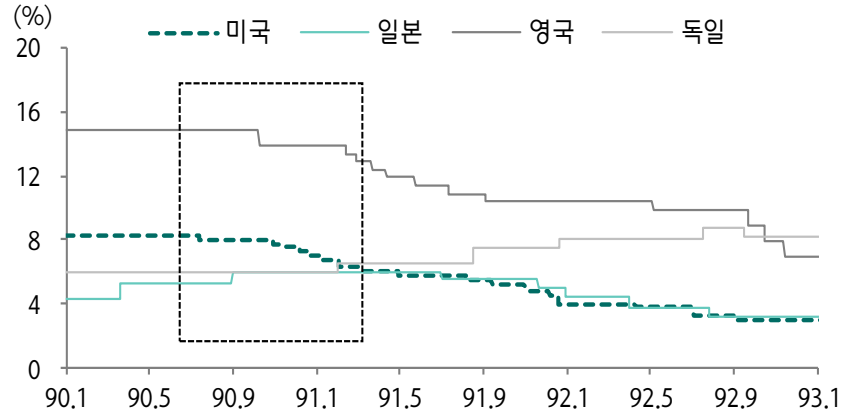
에너지 정점은 올해 하반기, 식품과 근원 물가 압력은 내년까지 지속



주: 유가 10% 상승 시 CPI 지수 수준이 유가 상승 직전 대비 얼마나 누적으로 상승했는지를 의미
자료 : Fed, 하나증권

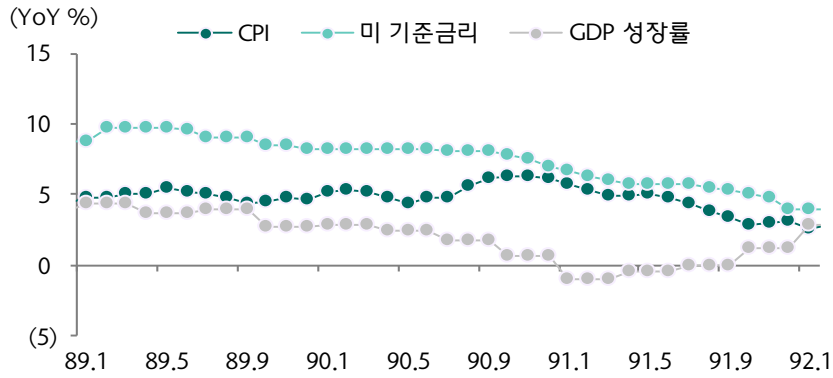
1990년 vs 2026년

1990년 당시 글로벌 중앙은행 vs 연준



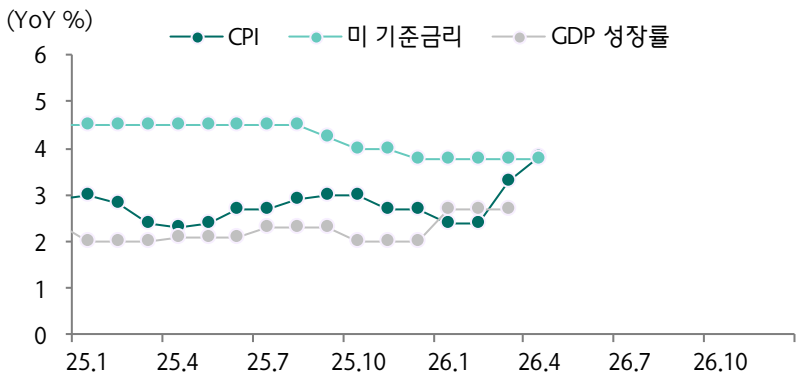
- 글로벌 중앙은행은 유가 충격으로 금리를 대폭 인상하기 시작한 반면, 당시 연준 의장(그린스펀)은 공급 충격에도 불구하고 경기 침체를 더 큰 위협으로 판단
- 물론 1990년 7월 걸프전 직전 미국 경제는 이미 S&L(저축대부조합) 사태 여파로 신용 경색이 나타나며 체력이 약해짐
- 당시 연준은 유가 고점을 확인한 이후 1990년 10월부터 공격적으로 금리 인하. 1990년과 가장 큰 차이점은 '성장률'

1990년대 GDP 성장률, CPI, 기준금리



자료 : Bloomberg, 하나증권

2025년 이후 GDP 성장률, CPI, 기준금리

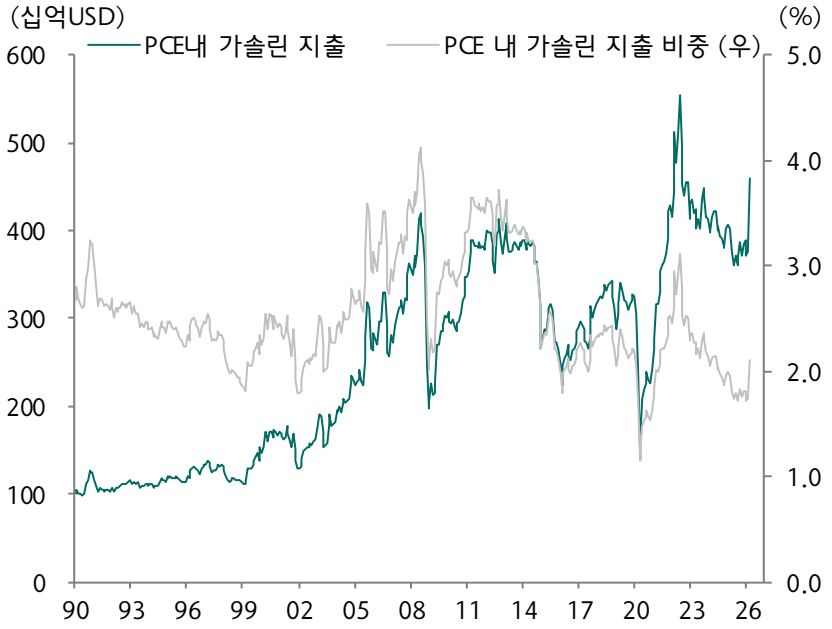


자료 : Bloomberg, 하나증권

끈적해진(Sticky) 물가

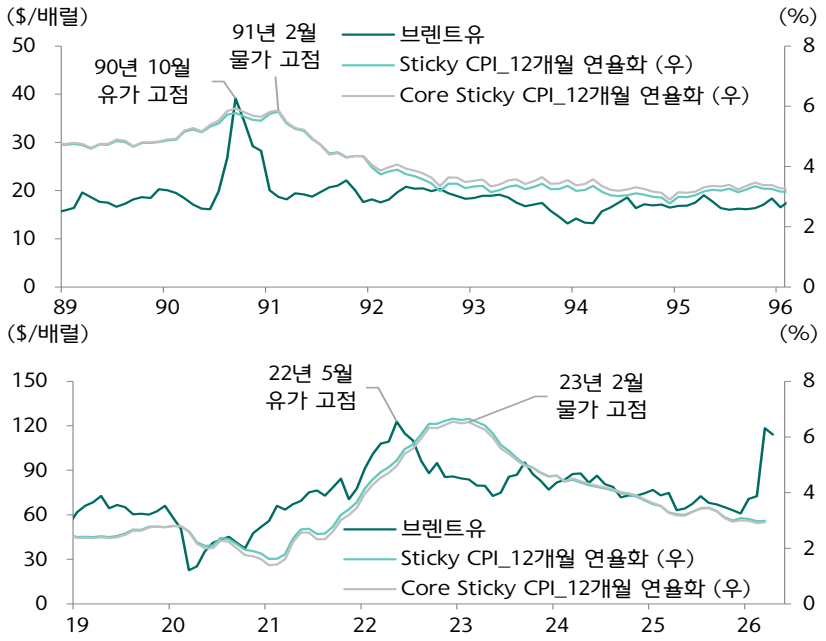
- 1990년 당시에는 에너지 의존도가 지금보다 높았고, 공급망은 비교적 단순. 유가 상승이 운송비와 제조원가에 즉각 반영되어 CPI와의 시차가 매우 짧았음. 즉, 유가가 꺾이면 물가도 즉시 안정세를 찾았다는 의미
- 현재는 서비스업 비중이 높고 인건비(Sticky Inflation) 영향력이 커졌음. 유가가 하락하더라도 이미 높아진 임금과 지정학적 리스크 프리미엄 때문에 물가 하락 속도가 1990년대보다 느린 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것

1990년 대비 에너지 비용은 크게 늘어났지만 비중은 감소



자료 : Bloomberg, 하나증권

유가 고점 이후 물가 하락 속도는 끈적한(Sticky) 양상을 보일 것

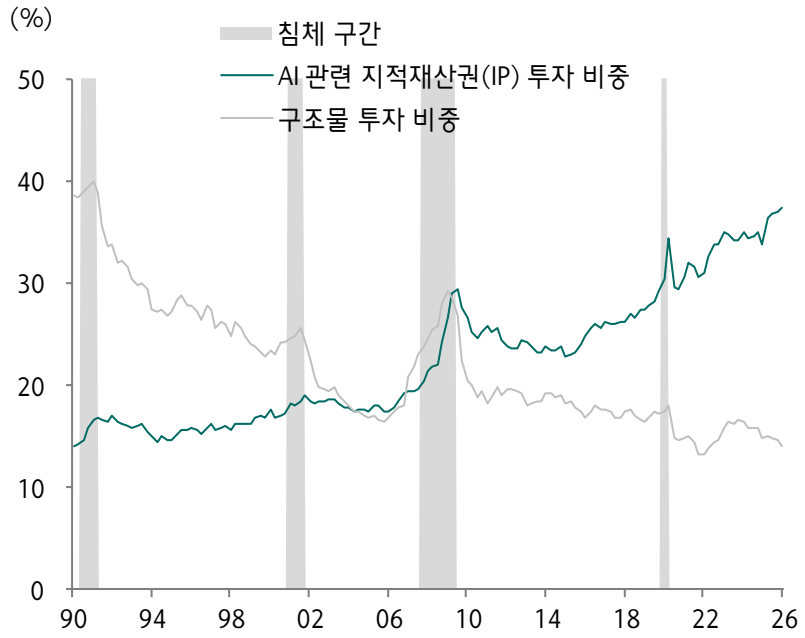


자료 : Atlanta Fed, 하나증권

경기가 침체를 버텨낼 힘이 있는가

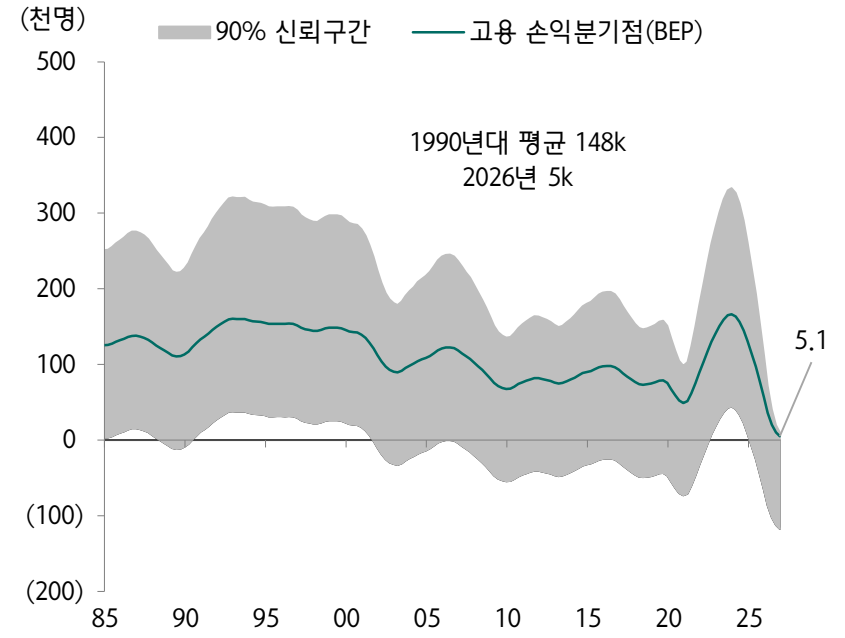
- 1990년 민간 고정 투자는 전통적 제조 설비 중심이었으며, 침체와 함께 구조물(제조업) 투자가 크게 하락. 현재 미국 경제는 지식재산권(IP) 투자 비중이 역대 최고치. 과거와 달리 제조업 투자는 줄어드는 반면 생산성을 향상시키기 위한 AI 투자 활성화
- 1990년 당시 노동 시장이 급격히 무너지며 가계 소득에 타격. 지금은 순 이민자 급감과 노동력 성장 부재로 신규 고용 BEP가 '제로(0)'에 근접. 즉, 신규 고용 창출이 없어도 안정적인 상황

제조업 투자 줄이고 AI 투자 비중 늘리는 국면



자료 : Bloomberg, 하나증권

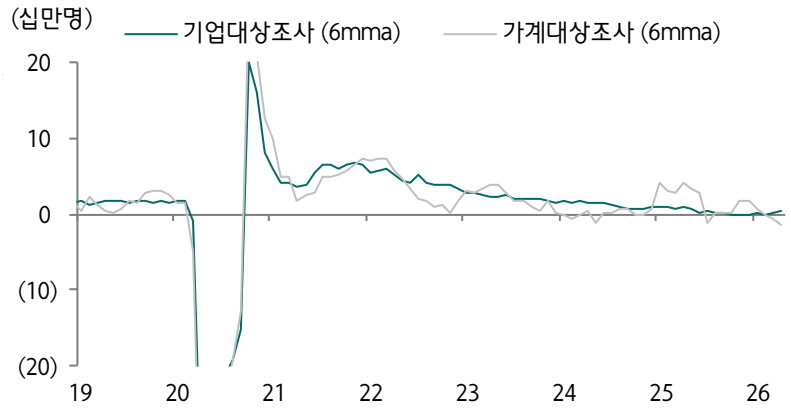
신규 고용 BEP는 '제로(0)' 수준에 근접



자료 : Fed, 하나증권

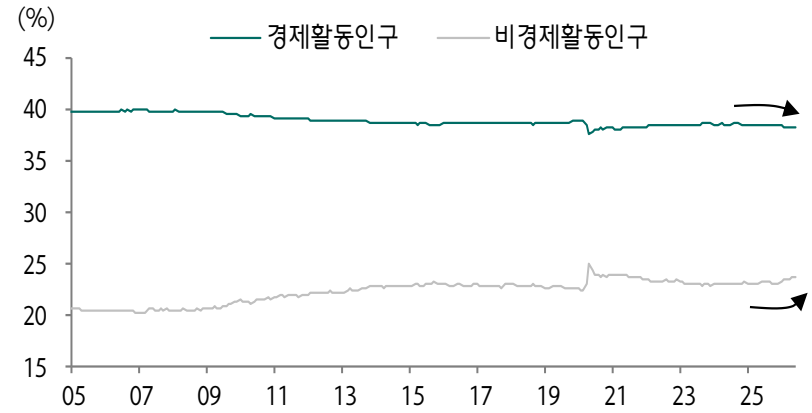
고용 호조의 이면

기업과 가계대상조사는 상반된 흐름



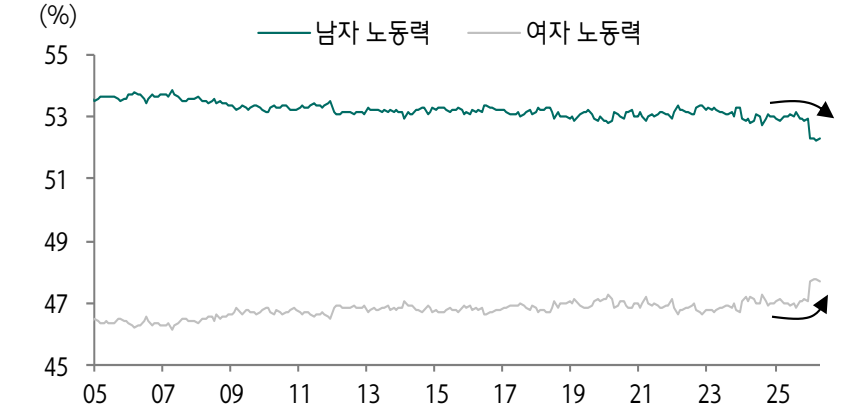
- 기업대상조사는 완만한 회복세를 보이고 있는 반면, 실업률이 산출되는 가계대상조사는 4개월 연속 역성장
- 실업률이 안정적인 이유는 노동력이 시장을 대거 이탈한 덕분. 즉, 노동자들의 채용이 증가한 것이 아닌, 비경제활동인구로의 유입이 증가
- 특히 '남성' 인력이 급감. 현재 미국 노동 시장에서의 신규 고용 창출이 대부분 의료 및 교육 분야에서 이뤄지고 있는 게 남성들의 노동 시장 이탈 배경으로 판단

비경제활동인구로의 유입 증가



자료 : Bloomberg, 하나증권

남성 인력이 큰 폭으로 감소



자료 : Bloomberg, 하나증권

Warsh, the Rich

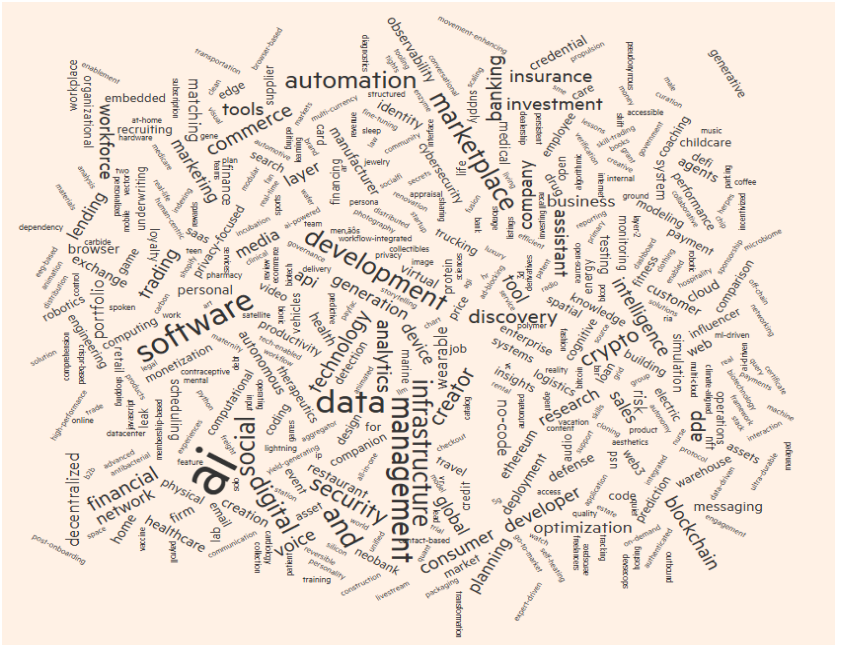
- 케빈 워시의 재산 내역을 보면 투자와 자문 활동을 통해 월스트리트와 긴밀한 유대 관계를 맺다는 것은 명백한 사실
- 드러켄밀러의 패밀리오피스 '듀케인'이 운영하는 '저거넌트(Juggernaut)' 펀드에 각각 5,000만 달러 이상씩 투자된 두 건의 자산을 합치면 보수적으로 잡아도 최소 1억 달러 이상의 기본 자산이 있다고 추정
- 상원 청문회에서 공개된 자료에 따르면 비밀 유지 계약으로 인해 공개되지 않은 60개가 넘는 보유 자산(비상장 기업)은 처분될 예정

드러켄밀러의 '저거넌트' 펀드에 최소 1억 달러 이상 투자

#	DESCRIPTION		EIF	VALUE	INCOME TYPE	INCOME AMOUNT
82	THSDFS LLC - Series 65 (Underlying assets are not disclosed due to a preexisting confidentiality agreement. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	$250,001 - $500,000		None (or less than $201)
83	THSDFS LLC - Series 66 (Underlying assets are not disclosed due to a preexisting confidentiality agreement. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	$15,001 - $50,000		None (or less than $201)
84	THSDFS LLC - Series 67 (Underlying assets are not disclosed due to a preexisting confidentiality agreement. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	$15,001 - $50,000		None (or less than $201)
85	THSDFS LLC - Series 72 (Underlying assets are not disclosed due to a preexisting confidentiality agreement. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	$100,001 - $250,000		None (or less than $201)
86	Vicarage Corporation		No			
86.1	U.S. bank #1 (cash)		N/A	$50,001 - $100,000		None (or less than $201)
86.2	U.S. bank #1 (cash)		N/A	$1,001 - $15,000		None (or less than $201)
86.3	Juggernaut Fund, LP (Underlying assets are not disclosed due to pre-existing confidentiality agreements. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	Over $50,000,000		Over $5,000,000
86.4	Vicarage LLC (personal advisory services firm)	See Endnote	No	$100,001 - $250,000	LLC Distribution	$31,000
87	Juggernaut Fund, LP (Underlying assets are not disclosed due to pre-existing confidentiality agreements. I will divest this asset if confirmed.)	See Endnote	No	Over $50,000,000		$1,000,001 - $5,000,000
88	FILER - Aether Biomachines (synthetic biology)		N/A	$50,001 - $100,000		None (or less than $201)

자료: OGE.Gov, 하나증권

워시가 투자했던 투자 기업들의 키워드(Keyword)

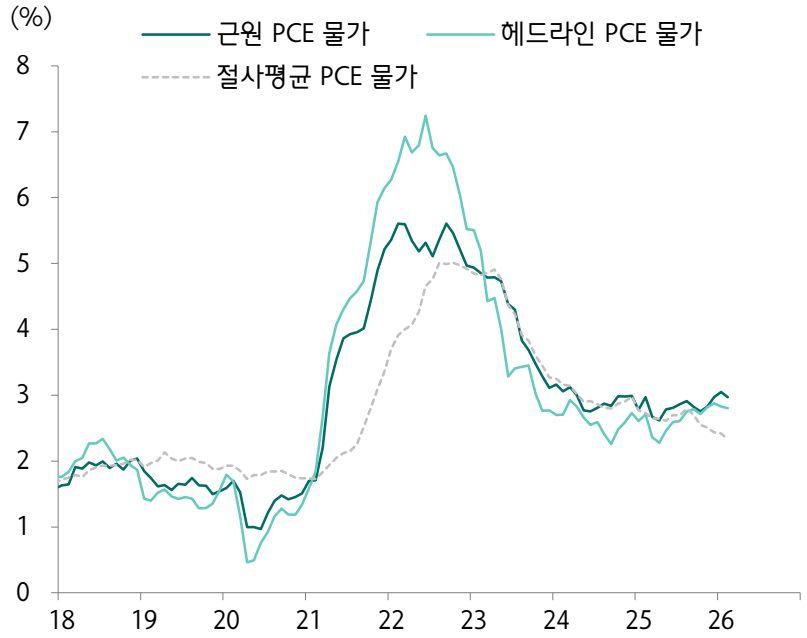


자료: FT, 하나증권

워시가 선호하는 인플레이션 지표의 착시

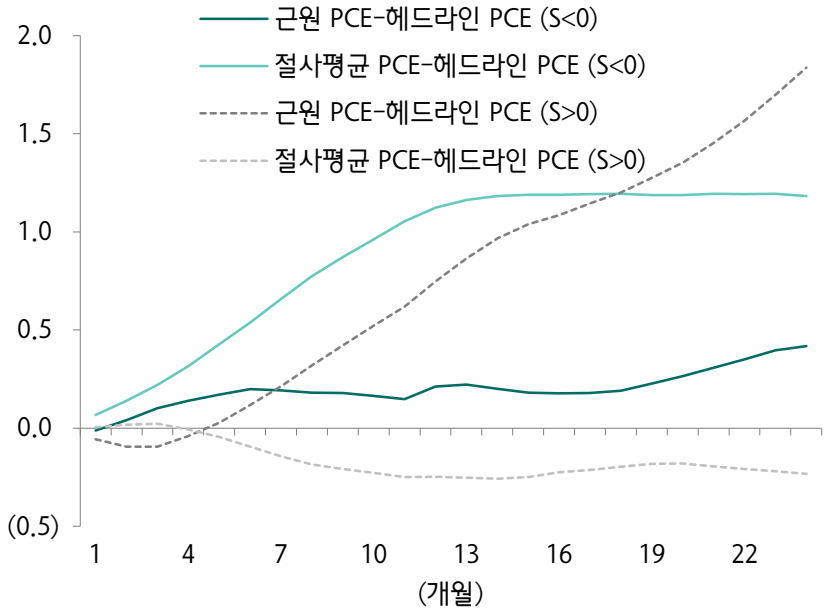
- 작년 4분기 이후 근원 PCE 물가와 워시가 선호하는 절사평균(Trimmed mean) PCE 물가 흐름이 엇갈리기 시작
- 고물가 항목 비중이 높아지면서 물가 분포 왜곡도는 양수(+)로 전환. 이 경우 헤드라인 PCE는 근원 PCE와 상관관계가 높았던 경향
- 즉, 현재 절사평균 PCE는 실제 인플레이션 압력을 반영하는 고물가 항목을 대거 누락해 헤드라인 PCE보다 낮게 산출되는 '하향 편의'가 발생. 즉, 워시가 선호하는 지표가 하향 안정화될 지라도 인플레이션 경계심은 당분간 이어질 전망

주요 PCE 물가 추이
: 작년 4분기 이후 근원 PCE와 절사평균 PCE 흐름이 엇갈리기 시작



자료: OGE.Gov, 하나증권

주요 PCE 물가 회귀분석 모델
: 왜곡도가 양수일 경우 헤드라인 PCE는 근원 PCE와 상관관계가 높음

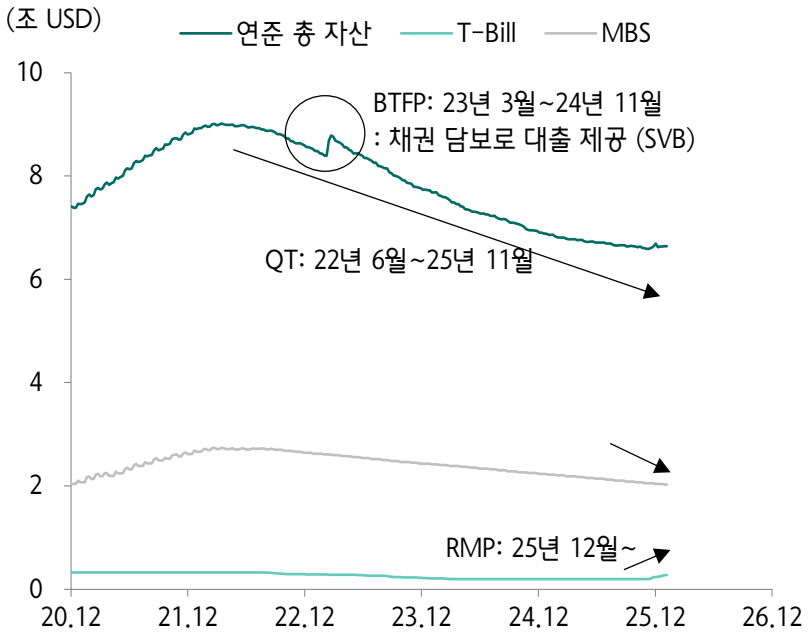


주: 물가 분포 왜곡도를 'S'로 표시. 우상향 할수록 상관관계가 높다는 의미
자료: FT, 하나증권

B/S 축소 방법_RMP 규모 축소

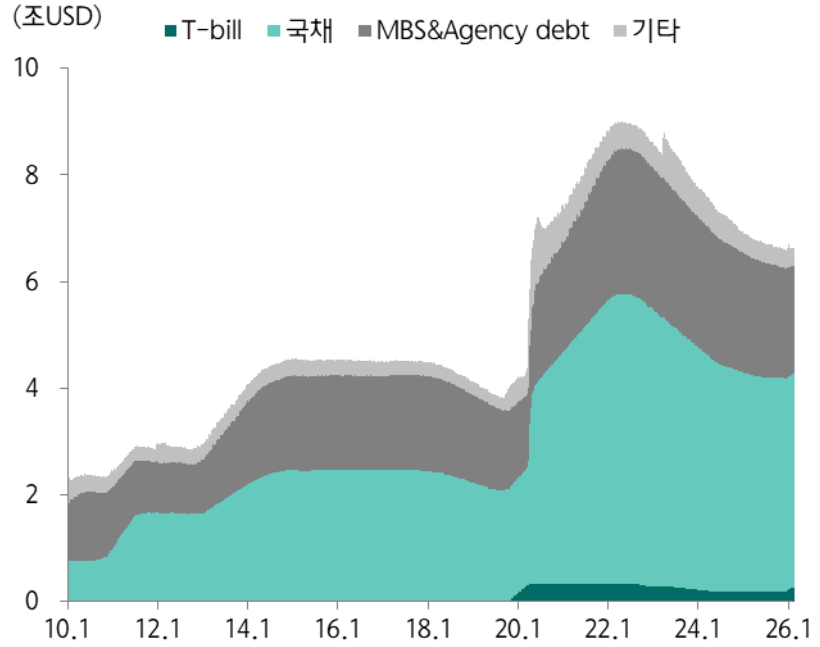
- 케빈 워시 신임 의장 체제 하의 새로운 연준에서 주목할 포인트는 ① 양적 긴축(B/S 축소) ② 금리 인하 ③ SLR 규제 완화
- 현재 연준은 2025년 12월부터 지급준비금 방어를 위해 단기채 매입을 하고 있음(RMP). 4월 중순 이후 RMP 규모를 기존 월 400억 달러에서 250억 달러로 축소
- 워시는 연준의 장기채 보유에 반대. 즉, 연준이 보유하고 있는 장기채를 축소하는 것을 선호

4월 들어 연준의 단기채 매입 규모는 절반 가량 축소



자료: Bloomberg, 하나증권

연준 B/S 내 주요 자산 항목

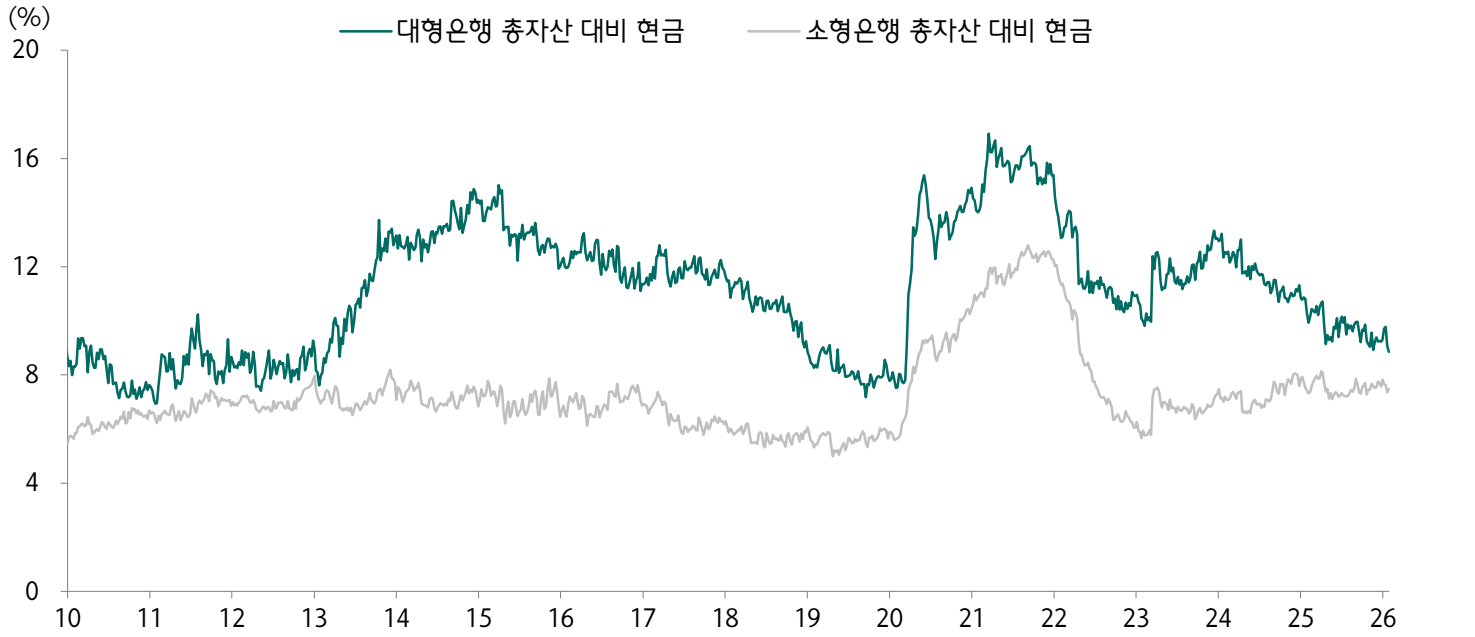


자료: FT, 하나증권

B/S 축소 방법_은행 LCR 규제 완화

- 은행의 LCR(Liquidity Coverage Ratio) 비율은 고유동자산(HQLA)에서 순현금유출액(Net Cash Outflow)을 나눠서 산출한 수치
- LCR 규제로 인해 미국 대형은행들은 소형은행 대비 총자산 대비 현금 비율이 높음. 즉, 규제 완화 시 대형은행 중심으로 혜택을 볼 것

미국 대형 및 소형은행의 총자산 대비 현금(지준) 비중



자료: Bloomberg, 하나증권

JPM의 LCR Report

항목별	설명	가중치 부과 전 (Unweighted)	가중치 부과 후 (Weighted)
고유동자산 (HQLA)			
Total eligible high-quality liquid assets (HQLA)	HQLA 합계	942,409	942,409
Eligible level 1 liquid assets	**Level 1 유동자산**	**942,409**	**942,409**
Eligible level 2A liquid assets	Level 2A 유동자산		
Eligible level 2B liquid assets	Level 2B 유동자산		
현금 유출 예상액 (Net Inflow)			
Deposit outflow from retail customers and counterparties	개인/소기업 예금 인출	1,181,967	86,833
Unsecured wholesale funding outflow	법인/금융기관 자금 인출	1,387,860	534,399
Secured wholesale funding and asset exchange outflow	RP등 자금 유출	1,267,571	422,434
Additional outflow requirements	파생상품 등 잠재적 유출	725,191	232,270
Other contractual funding obligation outflow	기타 자금 지급 의무	3,747	3,747
Other contingent funding obligations outflow	우발적 자금 유출	437,601	16,237
TOTAL CASH OUTFLOW	총 현금 유출액 (a)	5,003,937	1,295,920
현재 유입 예상액 (Net Outflow)			
Secured lending and asset exchange cash inflow	RP등 자금 유입	1,164,549	382,628
Retail cash inflow	고객 대출금 회수	36,595	18,298
Unsecured wholesale cash inflow	금융기관 대출 회수	40,532	35,830
Other cash inflows	기타 현금 유입	59,049	58,099
TOTAL CASH INFLOW	총 현금 유입액 (b)	1,300,725	494,855
HQLA AMOUNT	***HQLA 총액***		***942,409***
TOTAL NET CASH OUTFLOW AMOUNT	***총 순현금유출액 (a-b)***		***844,905***
LIQUIDITY COVERAGE RATIO (%)	***LCR 비율***		***112%***

가중치 적용 후 (Weighted)	금액 (백만USD)
Eligible cash (현금)	**258,543**
Eligible Level 1 Securities(국채, MBS)	**683,866**
Eligible Level 1 assets	942,409
Eligible Level 2a assets	-
Eligible Level 2b assets	-
Total Eligible HQLA	942,409

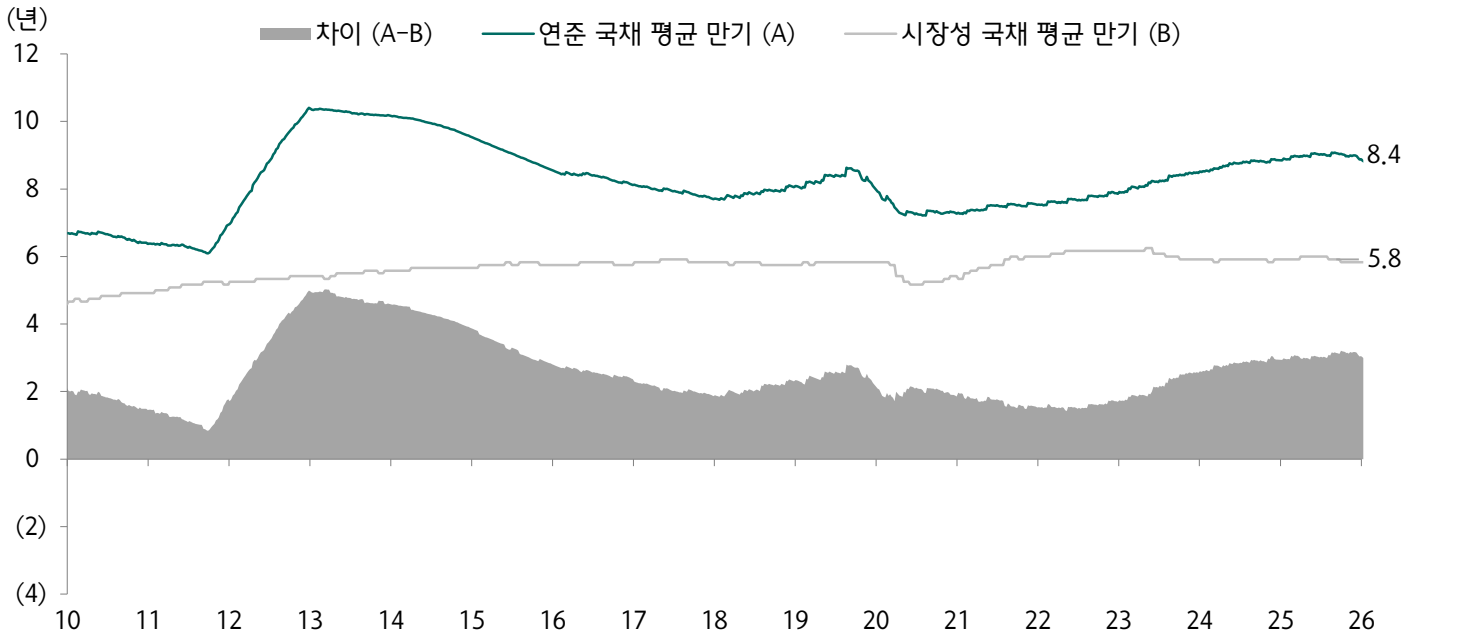
- 은행들이 연준의 B/S 내 지준을 덜 쌓을 수 있도록 하는 방법은 ① 현금 유입 인정 한도 상향과 ② 자산 회수율 가중치 상향
- ① 바젤 III와 미국 LCR 규정에는 위기 시 현금 유입액을 전체 유출액의 75%까지만 들어오는 것으로 인정. 현금 유입 인정 한도(Cap) 상향 조정 시 순유출액이 작아짐
  → LCR 비율 상승
- ② 가중치(Weight)를 조절해 위기 시 자산 회수율(Inflow rate)을 높여 순유출액 감소
  → LCR 비율 상승

주: JPM이 발표한 Liquidity Coverage Ratio Report 2026 1Q 참고
자료: JPM, 하나증권

B/S 축소 방법_만기 축소

- 연준 포트폴리오 내 보유 국채 만기는 약 8.4년으로 시장성 국채 만기보다 약 2.6년이 김
- 워시는 연준 대차대조표 내 장기채를 보유하는 것에 부정적. 즉, 보유 국채 만기를 축소할 수 있는 현실적인 방법은 장기채 재투자 중단 혹은 축소. 이는 시장에 공급 부담을 늘려 장기 금리 상승으로 연결

연준 보유 국채와 시장성 국채 평균 만기 차이는 약 2.6년

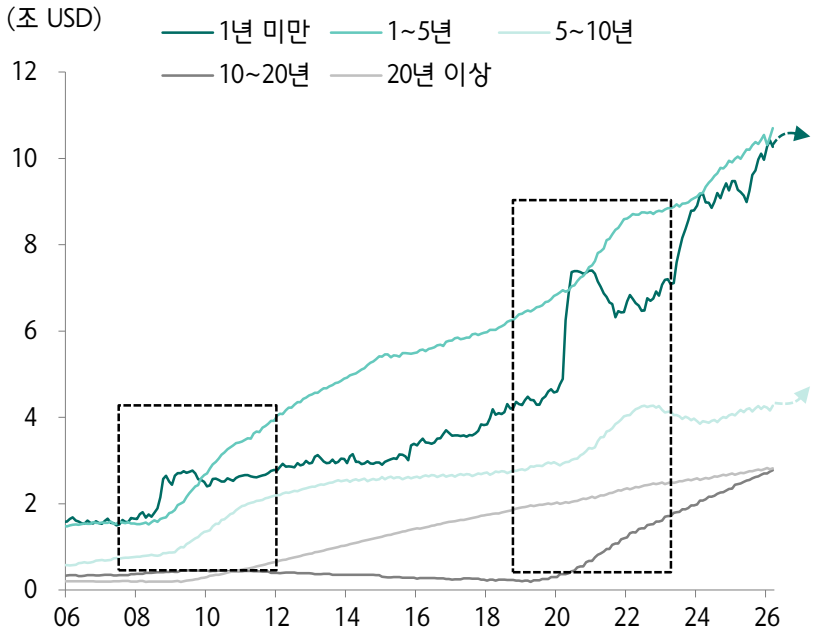


자료: Fed, US Treasury, 하나증권

이표채 증액 리스크

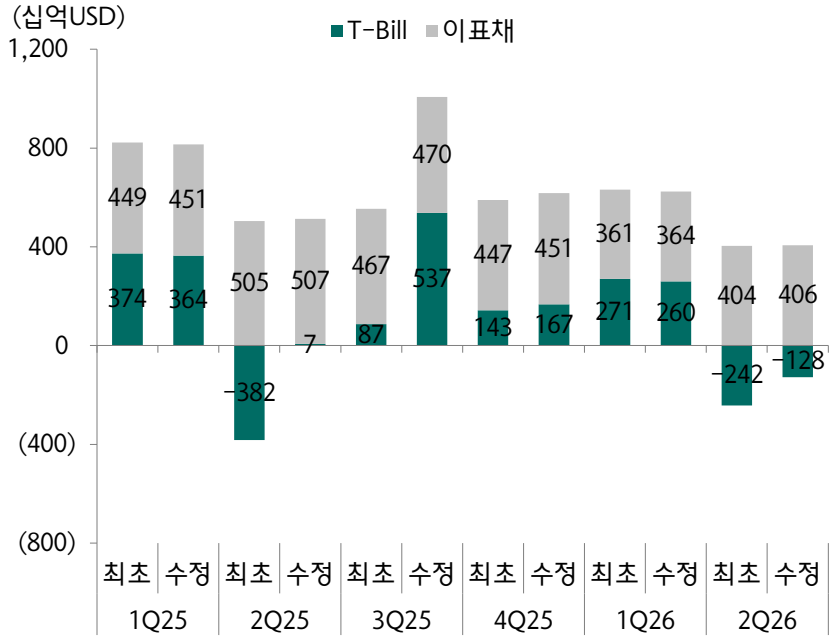
- 1년 이내에 만기 상환 잔액은 약 10조 달러로 전체 시장성 국채의 약 30%를 상회하기 시작. 단기물 위주의 조달은 당장의 이자 비용을 아낄 수는 있지만 빈번한 차환(리파이낸싱) 과정에서 시장 변동성에 노출됨
- 특히 금리가 구조적으로 상승하는 국면에서 단기 부채로 인한 재정 리스크는 만기가 긴 구조일 때보다 훨씬 빠르게 증가
- 과거 단기채 상환 잔액이 축소된 후 5~10년 Belly 구간 발행 확대한 경험. 빠르면 올해 4분기~내년 상반기부터 이표채 증액 가능성

1년 이내 만기 상환 잔액은 10조 달러를 상회



자료: Bloomberg, 하나증권

재무부 분기별 차입규모 현황 (QRA)

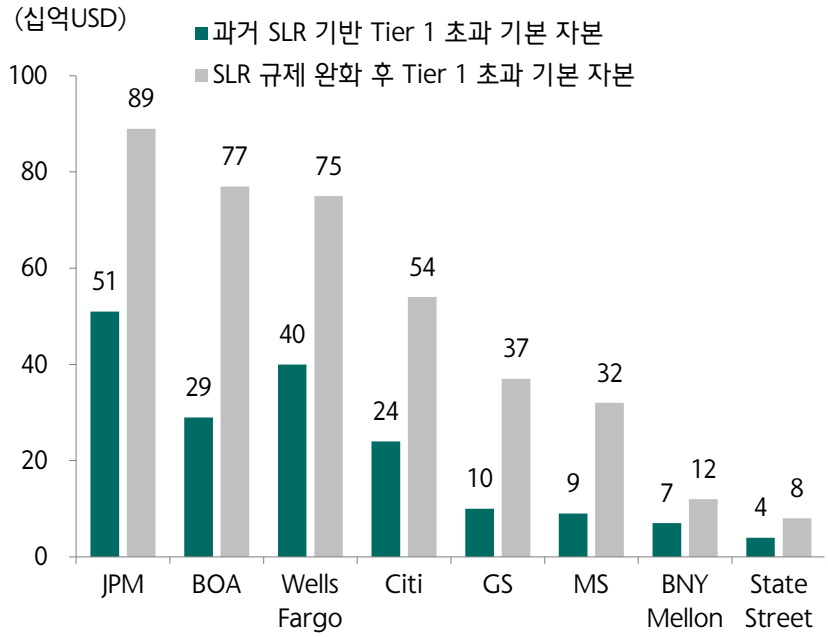


자료: US Treasury, 하나증권

연준 빈자리를 채우는 민간 수급을 기대 (feat. SLR)

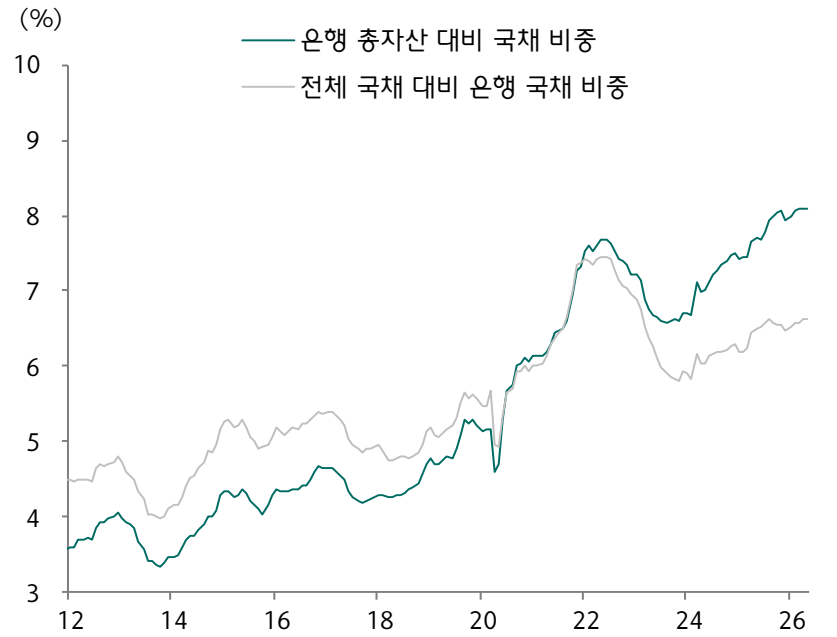
- 워시의 B/S 축소와 연준의 장기채 재투자 중단이 합쳐지면 민간에 부담으로 작용할 수 밖에 없음 → **장기 금리 추가 상승**
- **3분기에도 유가가 배럴당 $100를 꾸준히 상회한다면 인상 기대감 높아지면서 금리차 축소(커브 플랫)에 무게**
- 4월부터 공식 발효된 eSLR 규제 완화로 은행들의 국채 보유 비중이 꾸준히 증가하고 있다는 점은 수급 완화 요인

SLR 규제 개편안을 통해 은행들의 초과 기본자본 증가



자료: Capital Advisors Group, 하나증권

SLR 규제 완화로 은행들의 국채 보유 여력 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

중간선거: 'Blue Sweep' 실현되나

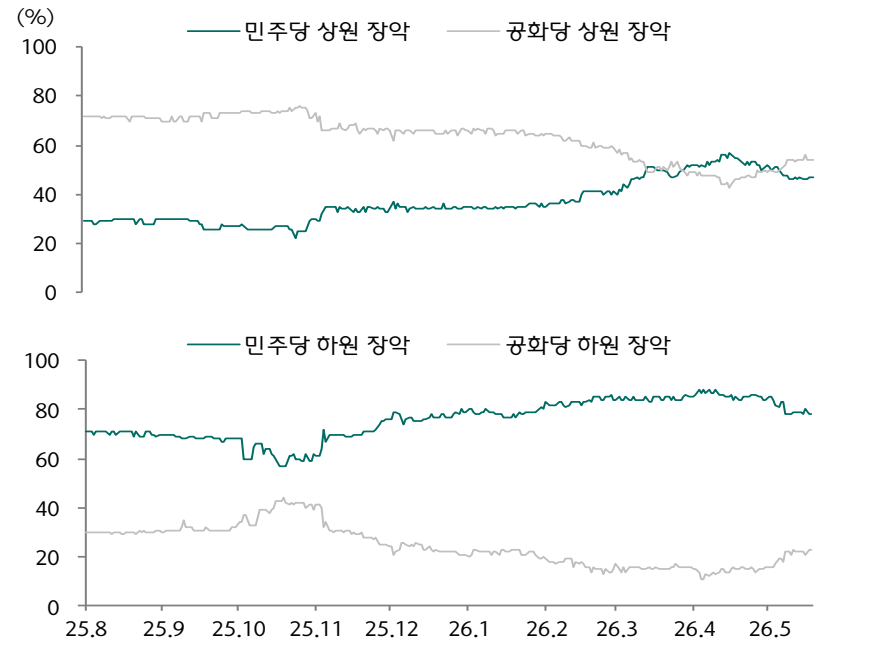
- 현재 상하원 모두 다수당은 공화당 (하원: 공화당 220석 vs 민주당 212석, 상원: 공화당 53석 vs 민주당 45석)
- 2000년 이후 중간선거 결과를 보면 대부분 야당이 하원 과반석 이상을 차지했던 패턴. 이번에는 2006년처럼 상원과 하원 모두 야당(민주당)으로 교체되는 'Blue Sweep' 가능성도 열려 있음
- 2003년 시작된 이라크 전쟁이 교착 상태에 빠지면서 막대한 비용이 투입. 부시 행정부의 외교 정책에 대한 심판론이 강하게 작용

역대 중간선거에서 대부분 야당이 과반석 이상을 차지했었음

중간선거 연도	날짜	당시 대통령	대통령 정당	중간 선거 전		중간 선거 후	
				하원	상원	하원	상원
2002	11월 05일	부시	공화당	공화당	민주당	공화당	**공화당**
2006	11월 07일	부시	공화당	공화당	공화당	**민주당**	**민주당**
2010	11월 02일	오바마	민주당	민주당	민주당	**공화당**	민주당
2014	11월 04일	오바마	민주당	**공화당**	민주당	**공화당**	**공화당**
2018	11월 06일	트럼프	공화당	공화당	공화당	**민주당**	공화당
2022	11월 08일	바이든	민주당	민주당	민주당	**공화당**	민주당
2026	11월 03일	트럼프	공화당	공화당	공화당	?	?

자료: Google, 하나증권

하원에 이어 상원까지 민주당에 넘어갈 위험



자료: Polymarket, 하나증권

일본 채권시장 전망

일본 국채에 대한 수요 점차 확대될 것

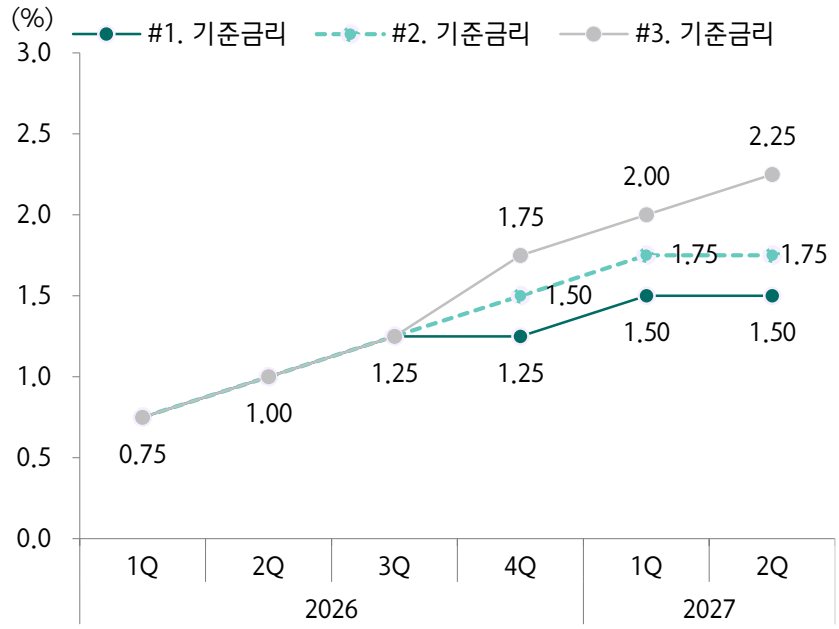
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

유가 경로에 따른 금리 전망

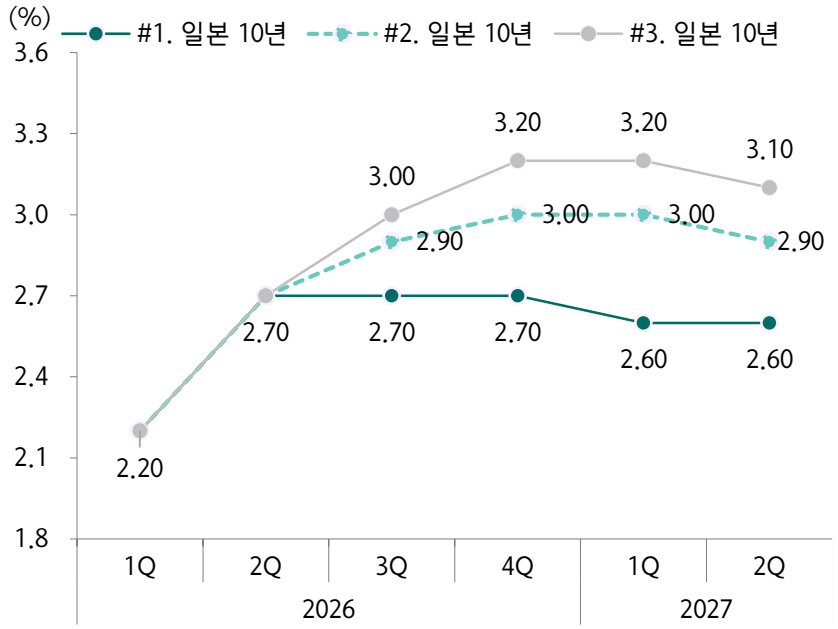
- #1: 유가 3분기 중 $80대로 안정 / **#2: 3분기에도 $100 유지** / #3: 3분기 $150까지 상승
- #1: 연내 기준금리 1.25%. 10년물 금리 상단 2.70% (기존 전망)
- **#2: 연내 기준금리 1.50%. 10년물 금리 상단 3.00% (새로운 전망)**
- #3: 연내 기준금리 1.75%. 10년물 금리 상단 3.20%

일본 기준금리 전망



자료: 하나증권

일본 10년물 금리 전망

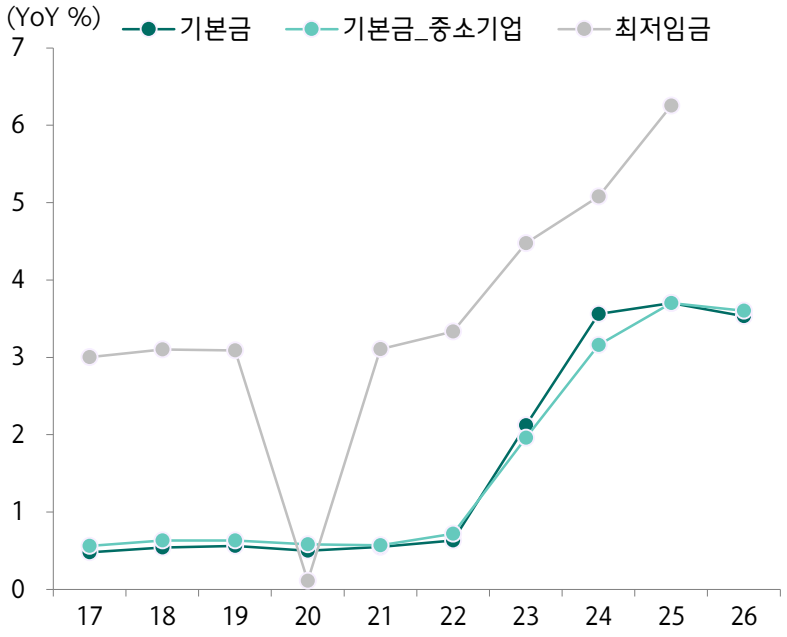


자료: 하나증권

견조한 임금 상승세

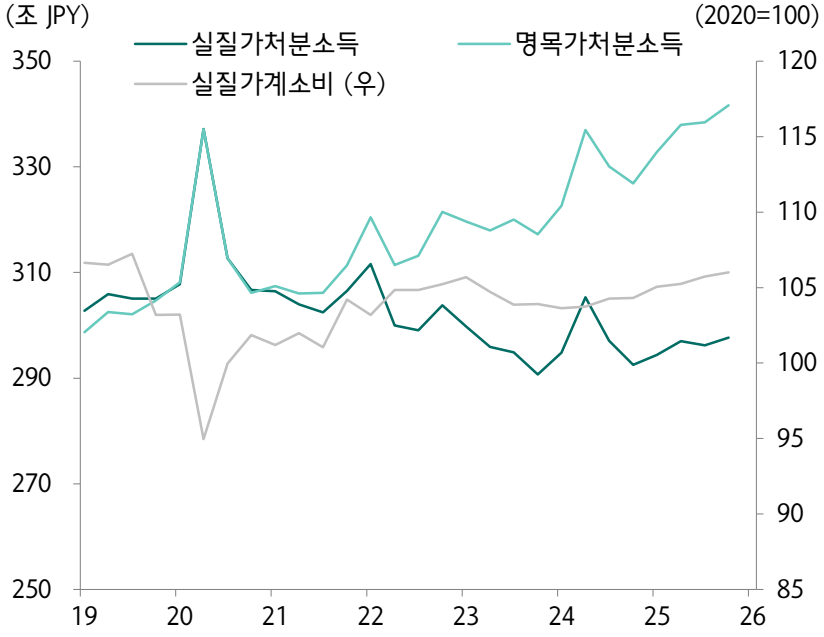
- 노동력 부족, 물가 상승, 기업의 견조한 수익성이 맞물리면서 명목 임금 상승세가 탄력을 받고 있음
- 올해 춘투(Shunto) 임금 협상 잠정 결과 기본급은 3.5% 상승. 고물가가 실질 임금과 가처분 소득 성장을 제약함에 따라 민간 소비는 여전히 부진한 상황
- '저물가=저임금' 악순환 끊기고, 임금과 물가가 동반 상승하는 선순환 구조로의 진입

견조한 임금 상승세



자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

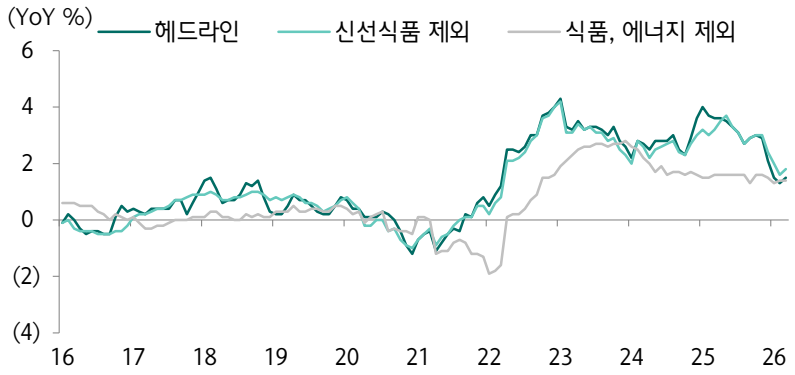
가계 가처분소득과 소비



자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

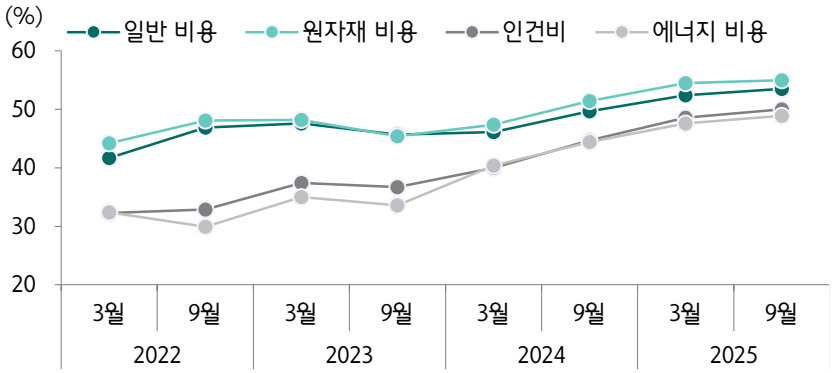
(아직까지) 기대 인플레이션은 안정적

올해 초 헤드라인 인플레이션은 일시적으로 하락



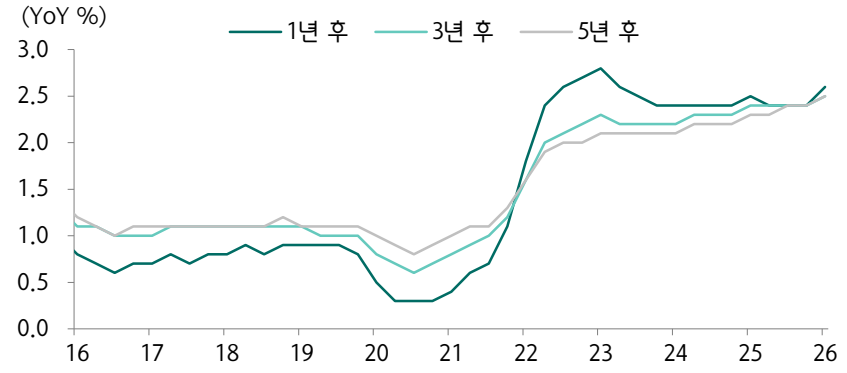
- 기저 효과와 에너지 보조금 지급 등 일시적 요인으로 올해 초 헤드라인 인플레이션 하락
- 일본 정부가 소매 휘발유 가격을 리터당 170엔으로 제한하기 위한 보조금 도입에도 중동 전쟁으로 인한 에너지 가격 급등은 2분기 인플레이션을 다시 밀어 올릴 것
- 기업들의 기대 인플레이션 심리는 2% 위에서 안정되는 흐름. 기업들은 높아진 유가 비용을 가격에 전가하려 할 것

기업들의 가격 전가율은 전방위적으로 높아지고 있음



자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

비금융기업 기대 인플레이션은 2% 위에서 안정적인 흐름

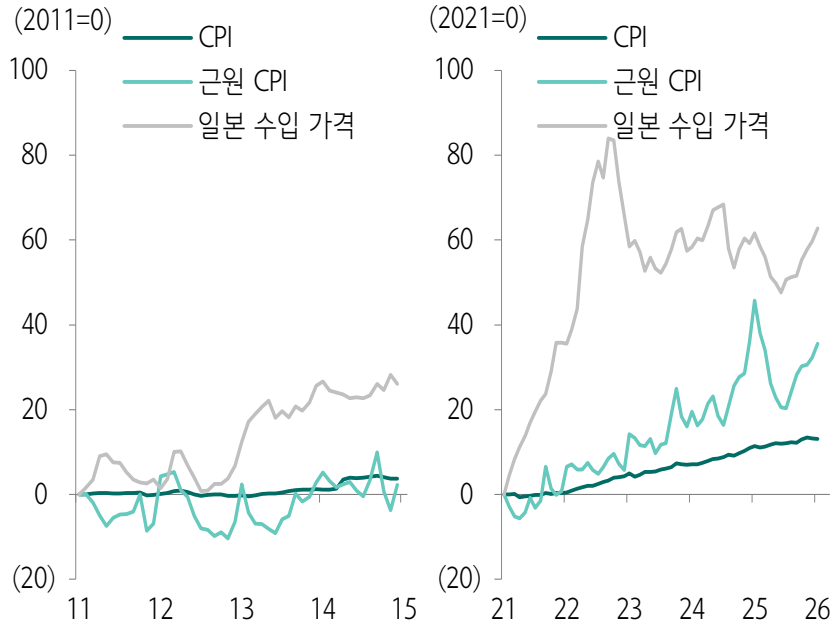


자료: Cabinet Office, OECD, 하나증권

수입 물가 상승을 경계하는 BOJ

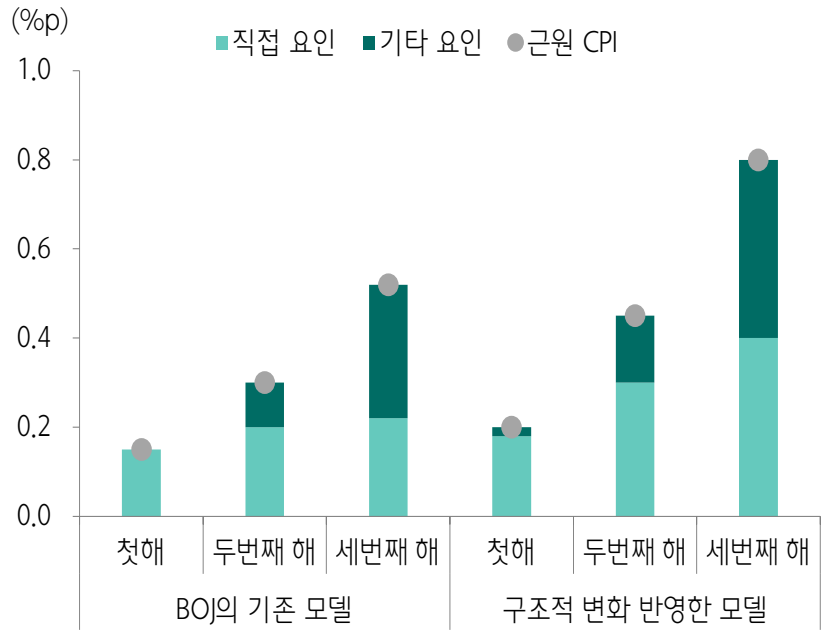
- 2012~14년보다 2022년 이후 수입 물가 상승에 따른 소비자 물가 전가 강도가 가팔라지고 있음
- 핵심은 2차 파급 효과. 직접 투입 비용 상승분 외에도 노동 비용을 포함한 '기타 요인' 기여도가 큰 폭으로 증가
- 현재 일본 물가 상승은 '수입 비중 확대에 따른 직접 효과'와 '기업 행태 변화에 따른 2차 효과'가 결합된 복합 결과물
  → BOJ가 수입 물가를 경계하며 금리 인상 시점이 예상보다 앞당겨질 가능성을 뒷받침

수입 물가와 CPI 누적 상승률



주: 왼쪽 차트는 2011년을 기준으로 정규화. 오른쪽 차트는 2021년을 기준으로 정규화
자료: BOJ, Bloomberg, 하나증권

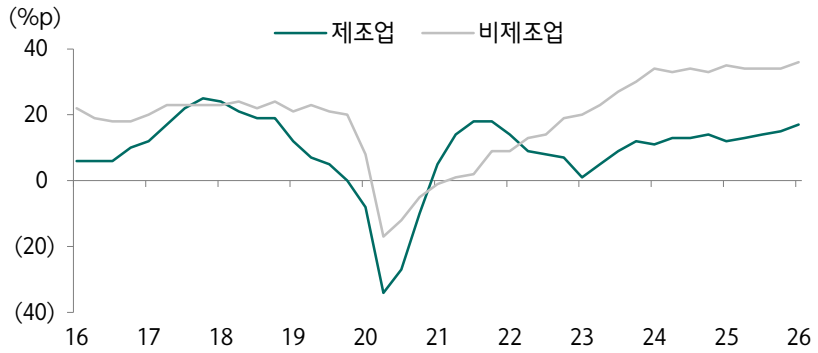
엔화 하락이 CPI에 미치는 영향



주: 엔화 5% 평가절하되었을 경우 CPI에 미치는 영향
자료: BOJ, 하나증권

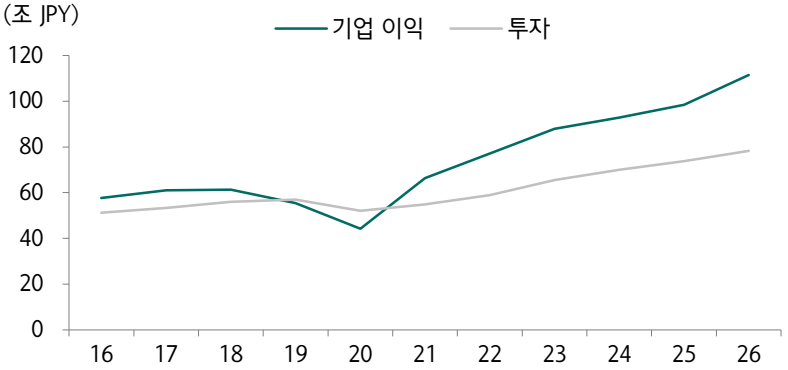
기업 이익은 견조하지만 고유가는 리스크 요인

기업 심리는 우호적



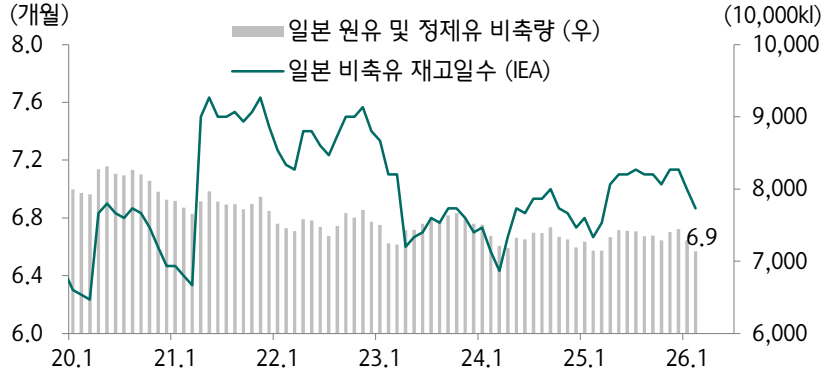
- 관세 부담과 대외 불확실성에도 불구하고, 비제조업 대기업 중심으로 기업 심리는 우호적. 높은 수준의 기업 수익성은 임금 상승과 기업 투자를 뒷받침
- 다만, 일본은 원유의 90%를 중동 지역으로부터 수입. 물론 4월 말 기준 비축유는 7개월 분 가량 남아있지만, 고유가가 지속될 수록 수입 업체 수익성 하락 및 소비 수요 위축 가능성

견조한 기업 이익은 임금 상승과 투자를 뒷받침



자료: BOJ, OECD, 하나증권

일본 비축유는 7개월 분량 남아있음



자료: IEA, 하나증권

엔화 개입 사례 정리

2022년 이후 일본 당국의 엔화 개입 사례

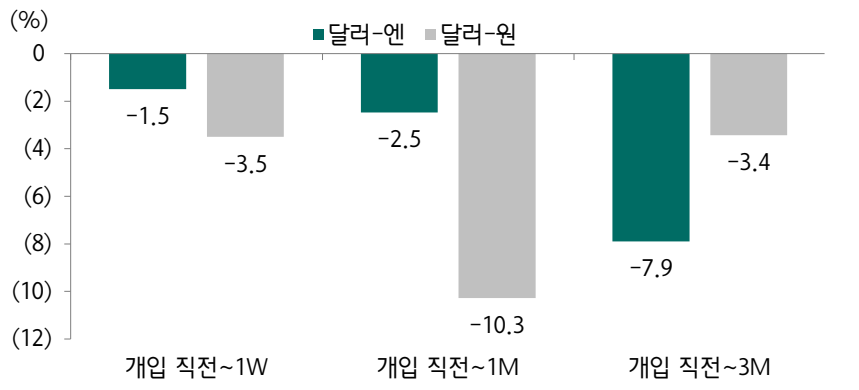
일본 개입 날짜	개입 규모 (조 JPY)	개입 전 달러-엔 고점	개입 직후 달러-엔 저점	개입 종료 종가	1주일 후 달러-엔
2022-09-22	2.8	145.90	140.36	142.39	144.46
2022-10-21	5.6	151.95	146.23	147.65	148.71
2022-10-24	0.7	149.71	145.56	148.91	
2024-04-29	5.9	160.17	154.54	157.80	155.53
2024-05-01	3.9	157.99	153.04	153.64	
2024-07-11	3.2	161.81	157.44	158.84	157.48
2024-07-12	2.4	159.45	157.38	157.83	
2026-04-30	4.6	160.41	155.50	156.59	156.93

일본 개입 날짜	개입 이후 고점 대비 저점 (%)	개입 시작부터 종료까지 (%)	개입 후 1주일 변화폭 (%)	개입 후 1개월 변화폭 (%)	개입 후 3개월 변화폭 (%)
2022-09-22	-3.80	-2.41	1.45	3.69	-7.05
2022-10-21	-3.76	-2.83	-0.03	-3.73	-12.22
2022-10-24	-2.77	-0.53	-0.13	-6.96	-12.58
2024-04-29	-3.52	-1.48	-1.55	0.83	-1.49
2024-05-01	-3.13	-2.75	0.62	1.77	-3.37
2024-07-11	-2.70	-1.84	-0.93	-7.70	-6.11
2024-07-12	-1.30	-1.02	-0.22	-6.73	-5.51
2026-04-30	-3.06	-2.38	0.22		
평균	**-3.0**	**-1.9**	**-0.1**	**-2.7**	**-6.9**

자료 : Bloomberg, 하나증권

- 과거 일본 당국의 엔화 개입 사례를 살펴보면 개입 후 엔화 약세 흐름을 되돌렸다는 점은 명백한 사실
- 엔화 개입 후 1주일, 1개월, 3개월 간 달러-엔 환율은 꾸준히 하락 (엔화 강세)
- 1998년 미-일 공조를 통한 엔화 개입 사례도 존재. 당시 미국의 엔화 '매수' 개입 이후 엔화와 원화 모두 달러 대비 강세 흐름을 시현. 미국이 돕는 이유는? 엔화 안정 → 일본 국채 매도세 진정 → 미 국채 금리 하향 안정화

1998년 미국의 엔화 '매수' 개입 사례

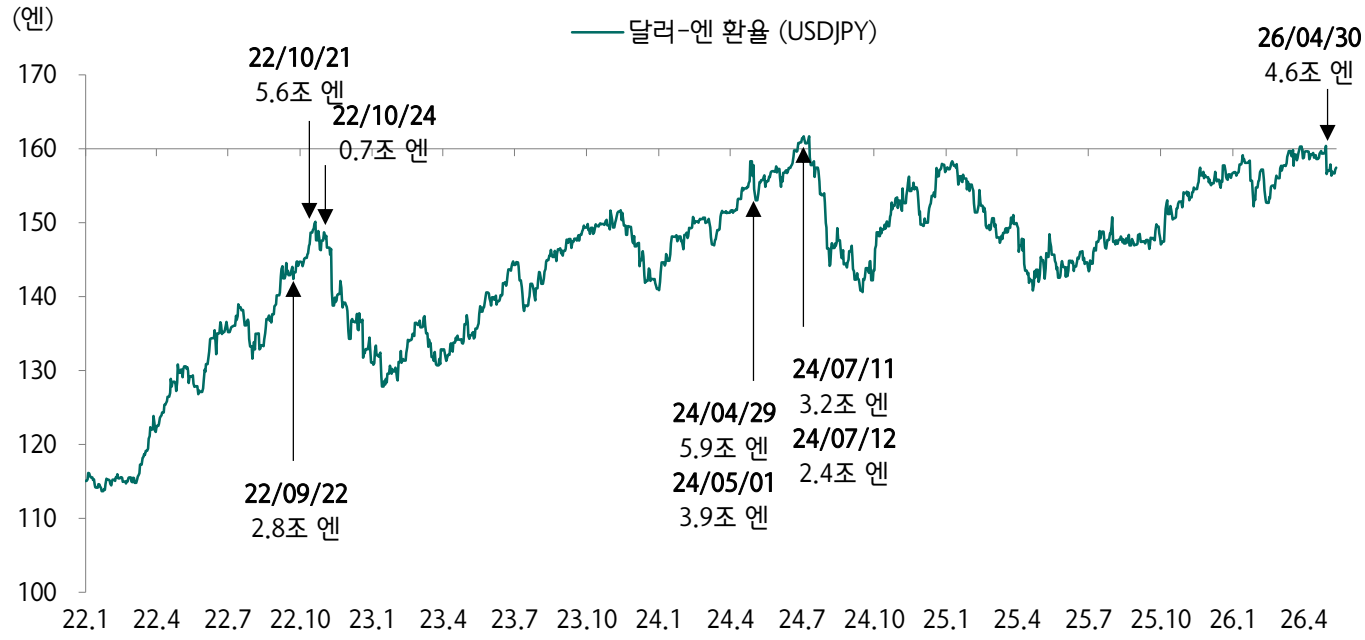


자료 : Bloomberg, 하나증권

2년 만의 엔화 개입

- 4/30~5월 초 일본 당국의 엔화 개입 신호가 포착. 추정 규모는 약 4.6조 엔으로 2024년과 유사한 수준
- 달러-엔 환율이 심리적 저항선인 160엔을 넘어서지 않도록 하겠다는 의지를 확인. 160엔은 2024년 당시 당국이 여러 차례 시장에 개입했던 수준과 근접한 수치. IMF 규정에 따르면 일본은 11월까지 '3일짜리 시장 개입'을 단 두 차례만 실시할 수 있음
- 미국과의 금리차가 좁혀지지 않는다면 달러 대비 엔화 강세폭은 제한적일 전망

달러-엔 환율이 심리적 저항선인 160엔에 도달할 때마다 엔화 개입을 단행

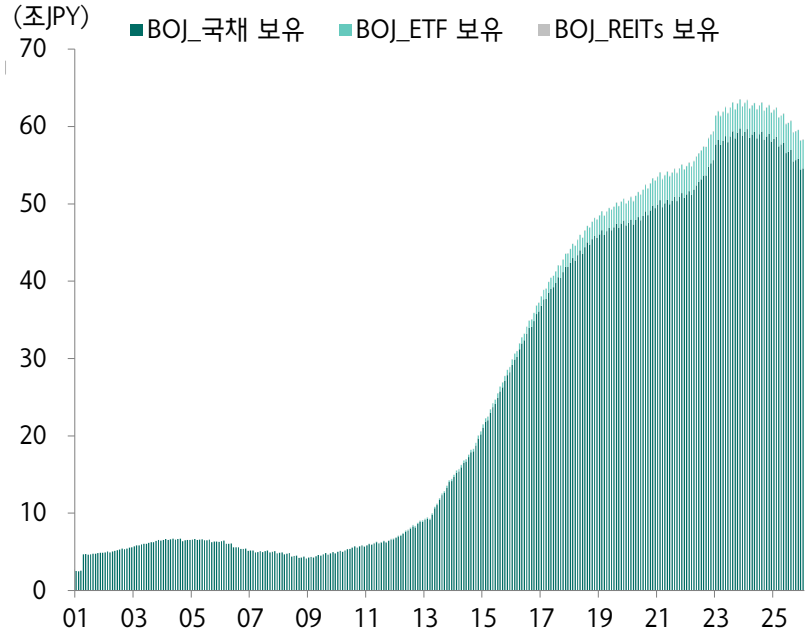


자료: Bloomberg, 하나증권

BOJ의 국채 매입은 언제 종료될까

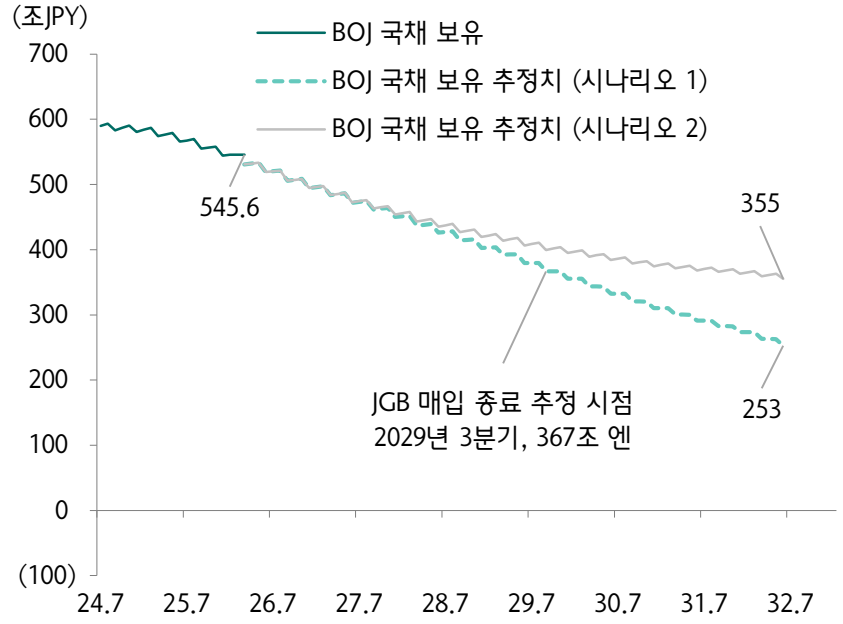
- YCC 폐기 후 시장은 BOJ의 국채 매입 축소(QT)에 주목하기 시작
- BOJ는 올해 4월부터 분기당 매입 축소 폭을 0.2조 엔으로 조절, 내년 3월까지 월 매입 규모 2.1조 엔까지 축소. 매입 종료 시점 추정 시
- (시나리오 1) 점진적 감액 유지할 경우 → **2029년 3분기 매입 종료** 예상
- (시나리오 2) 현행 매입 규모 유지할 경우 → BOJ의 가중평균만기(6.27년) 감안하면 2032년 6월 매입 종료 예상 (매입액이 상환액을 상회)

BOJ가 보유한 국채 규모는 약 545조 엔



자료: BOJ, 하나증권

시나리오 별 BOJ 국채 보유 추정치



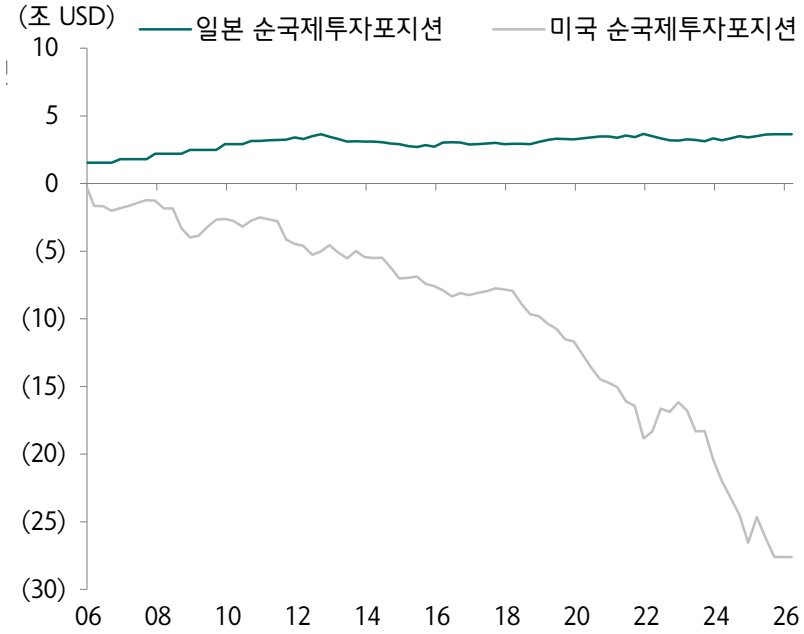
자료: BOJ, 하나증권

[2026년 일본 채권시장 전망]

세계 최대 '채권국'

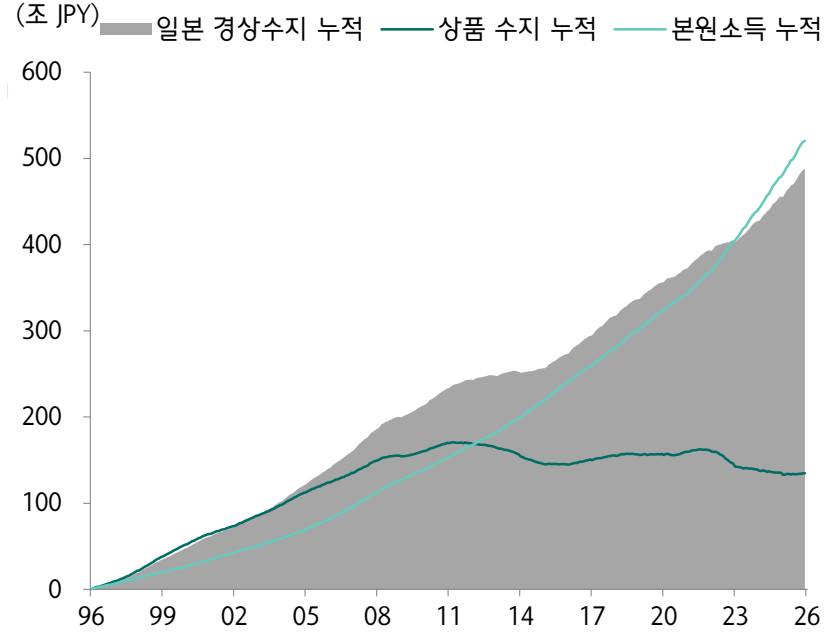
- 일본은 세계 최대의 채권국. 즉, 해외 금융자산을 가장 많이 보유하고 있음. 반면, 미국은 세계 최대의 채무국
- 일본 경상수지는 구조적 변화를 겪는 중. 성장을 주도했던 상품수지는 정체 국면인 반면, 본원소득수지가 전체 흑자를 견인하는 중
- 즉, 일본 국채 시장에 유입될 수 있는 잠재적 해외발 유동성이 많다는 의미로 해석할 수 있음

세계 최대 채권국은 일본. 최대 채무국은 미국



주: 순국제투자포지션은 일본 정부와 기업, 개인이 해외에 보유한 순 자산을 의미
자료: Bloomberg, 하나증권.

일본은 상품 수출보다 해외 투자를 통해 자산을 불리는 단계

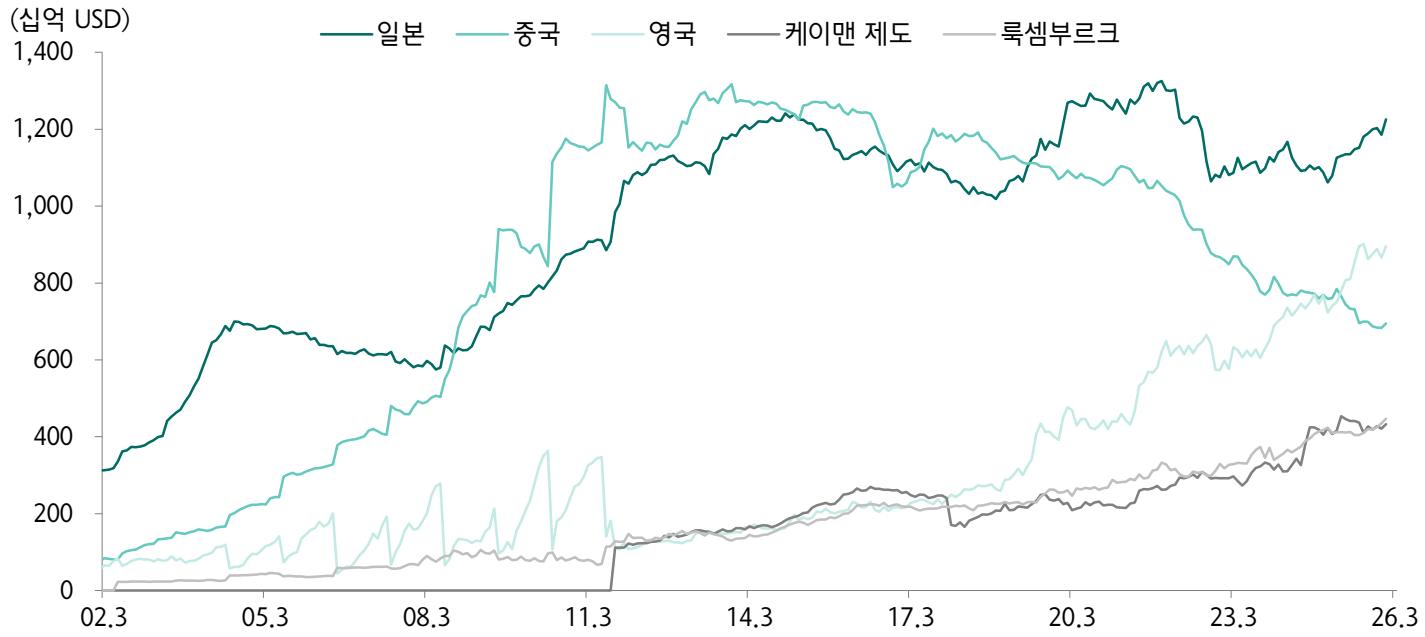


주: 본원소득은 해외 자산에서 발생하는 이자와 배당을 모두 포함
자료: Bloomberg, 하나증권

일본이 미국에게 중요한 이유

- 일본이 미 국채 최대 보유국이라는 사실은 미국의 통화·재정 정책이 일본 정책 변화와 엔화 변동성으로부터 자유로울 수 없는 이유
- 베센트 재무장관 주도로 단행된 뉴욕 연은의 엔화 '레이트 체크'는 궁극적으로 미국의 차입 비용을 낮추기 위한 전략적 의도
- 엔저 지속 → 수입 물가 상승에 따른 인플레이션 압력 → 일본 장기 금리 상승 → 미 장기 금리 상승 압력 심화

일본은 미 국채 최대 보유국

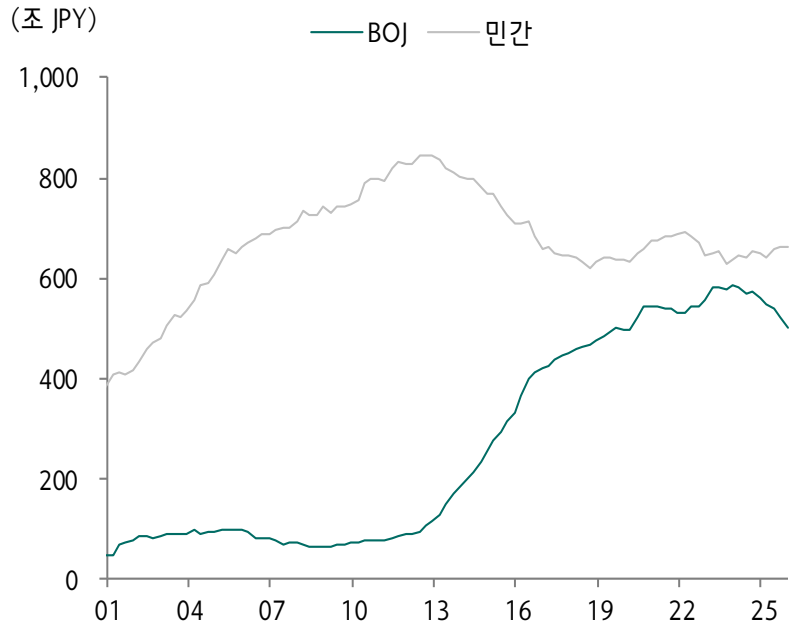


자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 '큰 손' 일본계 자금

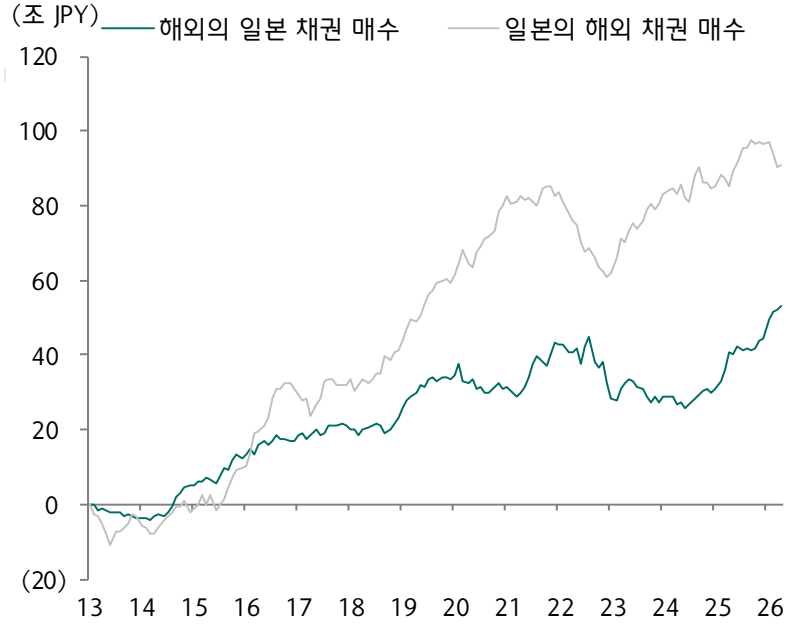
- 2013년 이후 BOJ는 일본 국채를 대규모 매입한 반면, 금융기관 포함 민간 투자자는 일본 국채를 순매도. 금리 메리트가 없었기 때문
- 자본의 흐름이 큰 틀에서는 아직 바뀌지 않은 모습. 다만 작년 하반기 이후 해외의 일본 채권 순매수 규모가 크게 늘어나기 시작
- 유의미한 엔화 반등과 금리 안정을 위해서는 YCC 정책 하에 어쩔 수 없이 해외로 떠나야 했던 기관들의 자금 회귀 여부가 중요
  → BOJ의 점진적인 금리 인상 하에 국채 금리 매력도 점차 증가할 것

BOJ와 민간 투자자의 국채 보유 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

작년 하반기 이후 일본 채권으로의 자금 유입 가속화되는 중

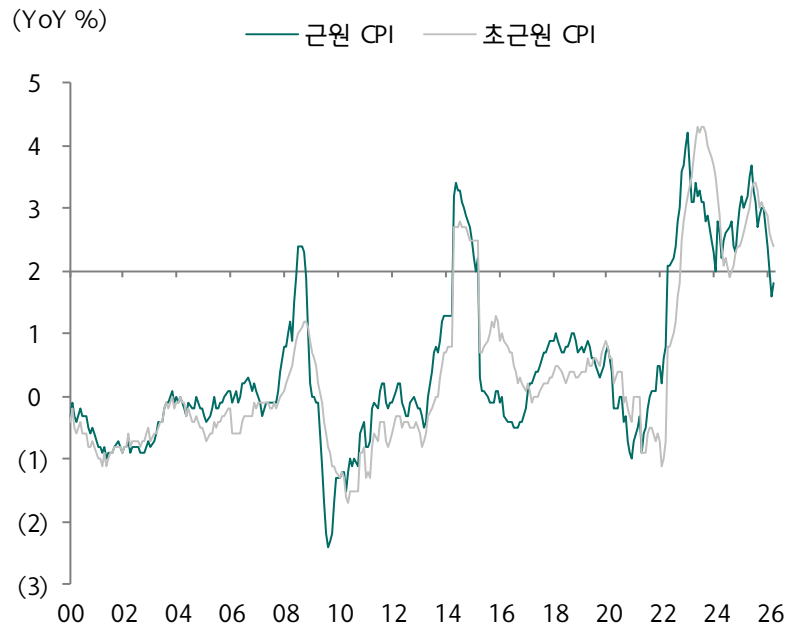


주: 일본의 해외 채권 매수는 일본계 자금의 해외 채권 순매수를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

아베노믹스 vs 사나에노믹스

- 물가: 디플레이션에 대응해 양적 완화와 엔저 유도 vs 엔저로 인한 수입 물가 상승
- 자산 가격: 닛케이 주가와 부동산 가격 침체 vs K-자형 양극화 심화
- 재정 투입의 질적 변화: 침체된 경제 되살리기 vs 재정 선별적 투입 통한 '증세 없는 세수 증대'

아베노믹스 때와 달리 초근원 CPI는 2%를 꾸준히 상회 중



자료: Bloomberg, 하나증권

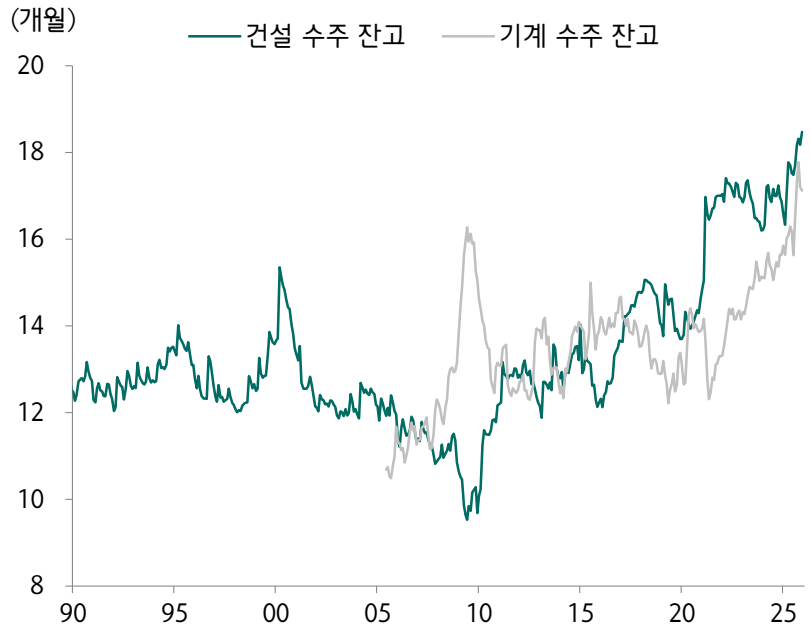
닛케이 주가와 도쿄 부동산 가격 급등

자료: Wind, 하나증권

생산성 향상이 중요한 시기

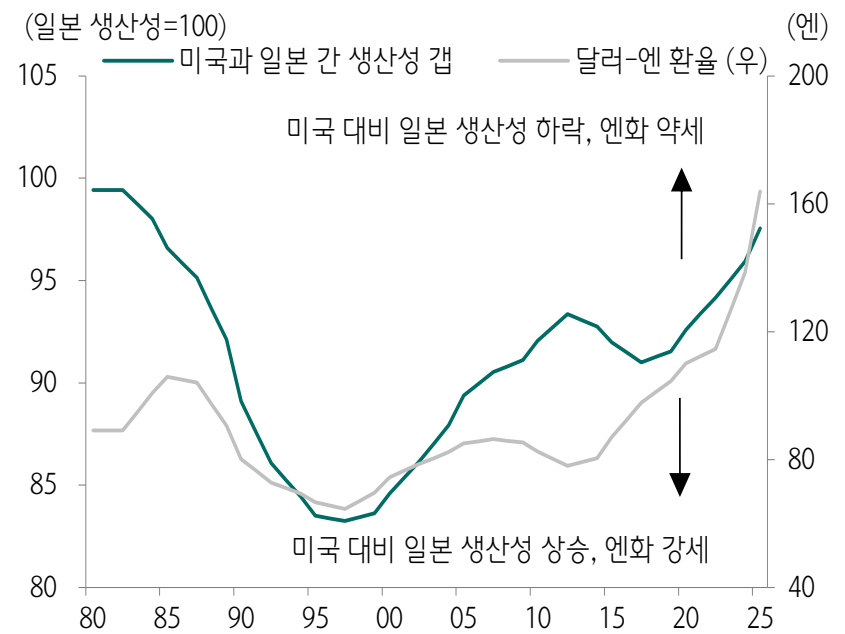
- 과거 아베노믹스의 실패를 되풀이하지 않기 위해서는 적재적소에 재원 투입이 관건
- 일본 경제는 노동력 부족과 설비 수주 과잉이라는 공급 제약에 직면. 결국 잠재성장률을 끌어올릴 수 있는 변수는 '생산성'
- 일본이 미국보다 경쟁력이 뒤쳐진 원인 중 하나는 생산성이 낮기 때문. 무형 자산 투자 확대를 통해 생산성 향상을 꾀하는 전략 필요

건설 및 기계 부문의 수주 잔고는 이미 과잉 상태



주: 건설 수주 잔고와 기계 수주 잔고를 모두 해소하는 데 걸리는 개월 수
자료: MLIT(국토교통성), Cabinet Office(내각부), 하나증권

미국보다 생산성 낮아질수록 달러-엔 환율 상승(엔화 약세)

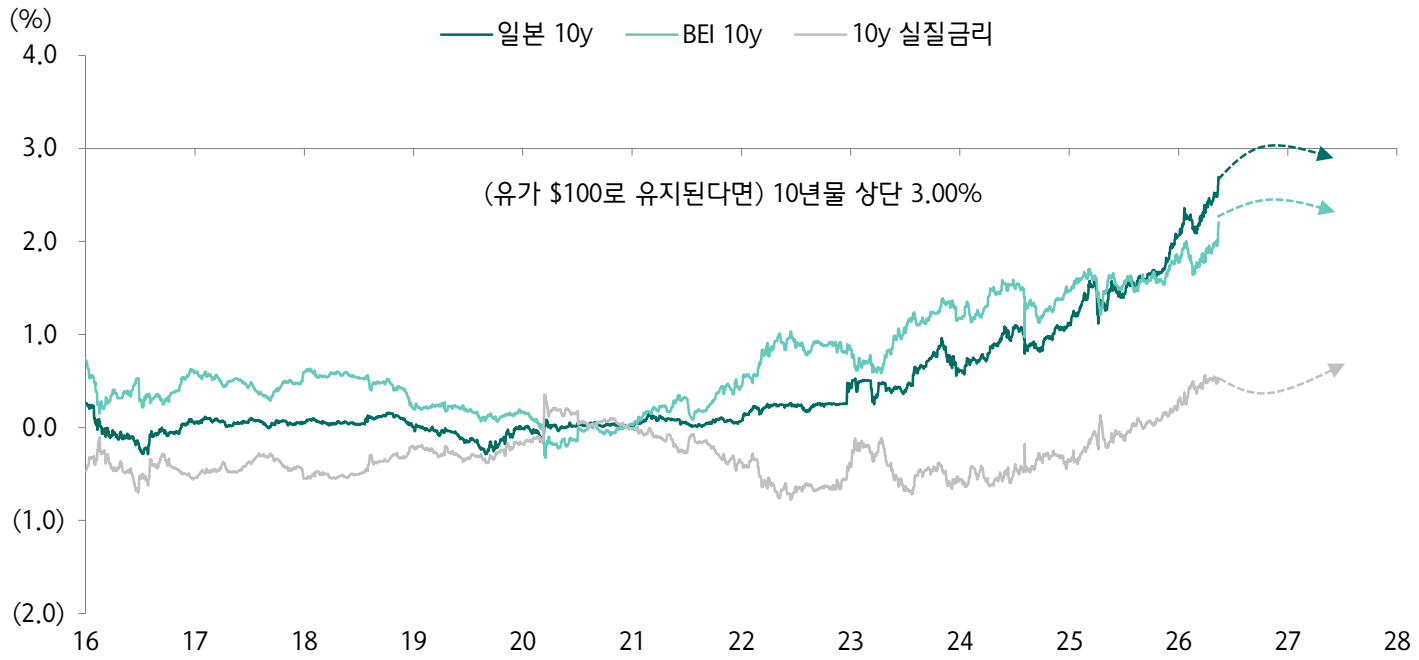


주: 미국과 일본 간 생산성 갭이 커질수록 미국 대비 일본의 생산성이 낮다는 의미
자료: Cabinet Office, 하나증권

연내 10년물 상단 3.00%로 상향 조정

- 호르무즈 해협 봉쇄가 상반기 내 해결될 것이라는 전제 하에 10년물 상단을 2.50~2.70%로 제시한 바 있음
- 하지만 하반기에도 고유가 국면이 이어질 가능성이 높아져 상단을 상향 조정. 당분간 글로벌 국채 금리와 동조화 국면 이어질 것
- **3분기에도 유가가 $100 수준을 상회한다는 가정 하에 연내 일본 10년물 상단 3.00%로 상향 조정**
- 일본 국채에 대한 매력도는 높아지는 중. 다만, 자본 차익을 기대할 수 있는 시점은 연말 이후로 판단

연내 10년물 금리 상단 3.00%로 상향 조정



자료: 하나증권

브라질 채권시장 전망

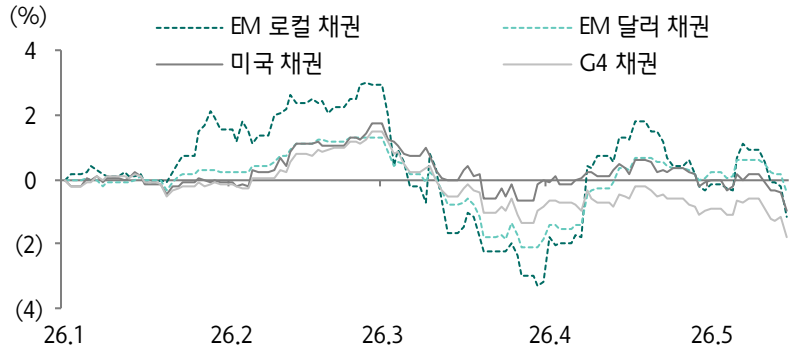
듀레이션 축소 전략 권고

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외채권 허성우 deanheo@hanafn.com

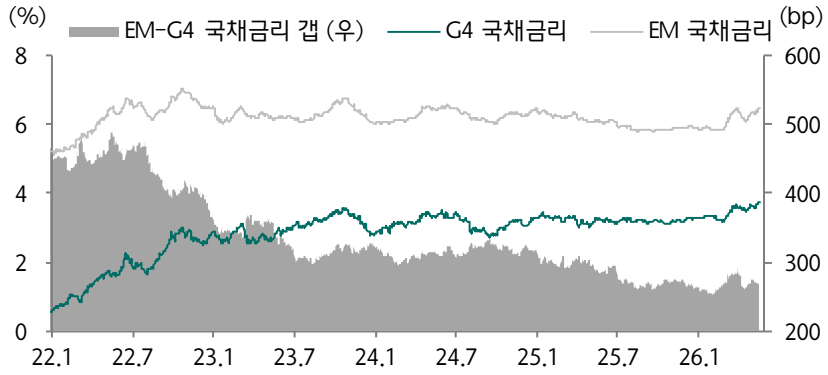
브라질 채권은 환율이 다했다

연초 이후 선진국(DM)과 신흥국(EM) 채권 모두 부진



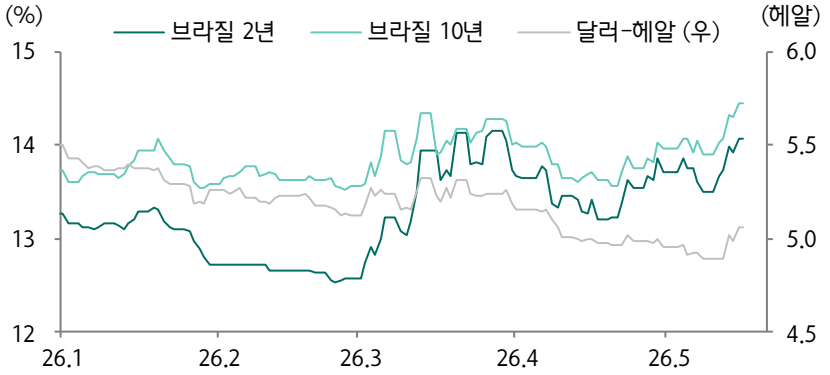
- 연초 이후 글로벌 채권 지수는 모두 부진. EM 로컬 채권과 달러 채권은 G4(미국, 유럽, 일본, 영국)와 미 국채 대비 하락폭은 제한적
- 중동 전쟁 여파로 선진국(DM)과 신흥국(EM) 국채 금리 모두 큰 폭으로 상승. 하지만 DM과 EM 간 금리 갭은 전쟁 직전과 유사한 수준을 유지
- 중앙은행(BCB)의 인하 기대감이 크게 축소되면서 연초 대비 단기물 중심으로 금리 상승. 단, 원자재 가격 상승에 힘입어 헤알화는 달러 대비 8% 평가 절상

중동 전쟁 직후 글로벌 국채 금리는 동조화되는 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

원자재 가격 상승에 힘입어 헤알화 강세



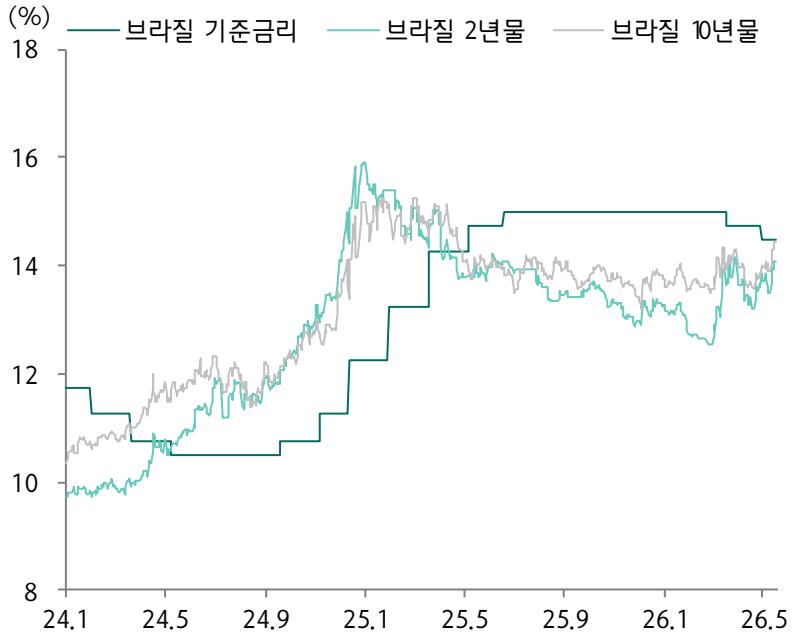
자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 브라질 채권시장 전망]

중앙은행(BCB)의 신중한 스탠스

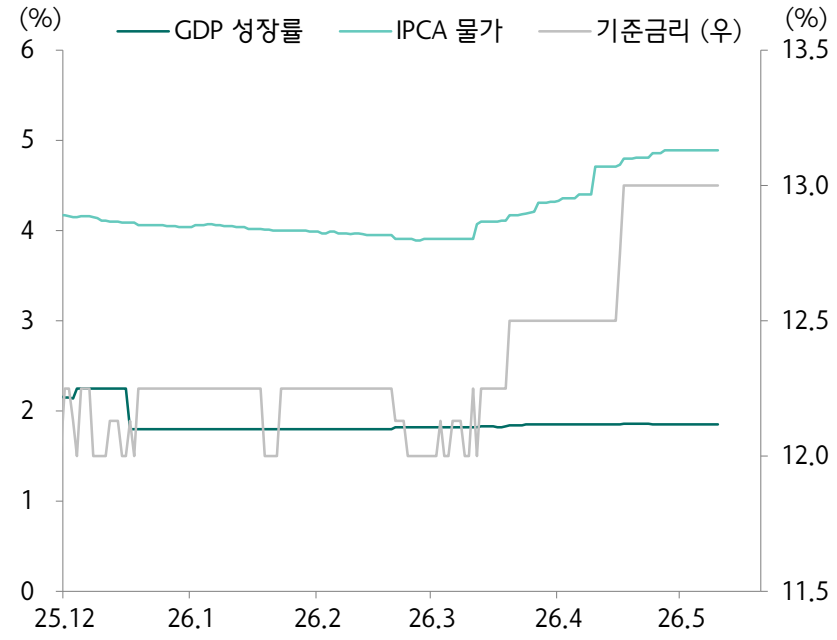
- 브라질은 올해 주요국 중 유일하게 금리 인하를 단행. 15%에 달하는 고금리를 9개월 간 동결 후 IPCA 물가가 목표치 4.5%를 하회하기 시작하면서 3월부터 인하 사이클 진입
- 하지만 중동 전쟁 이후 에너지 공급 차질로 주요국 인플레이션 경계심 확산. 브라질도 예외가 아님. Focus Survey에 따르면 올해 말까지 기준금리와 IPCA 물가 전망치 모두 유의미하게 상향 조정되는 중

브라질 기준금리, 2년물, 10년물 금리



자료: Bloomberg, 하나증권

올해 말까지 기준금리와 물가 전망치 상향 조정되는 중



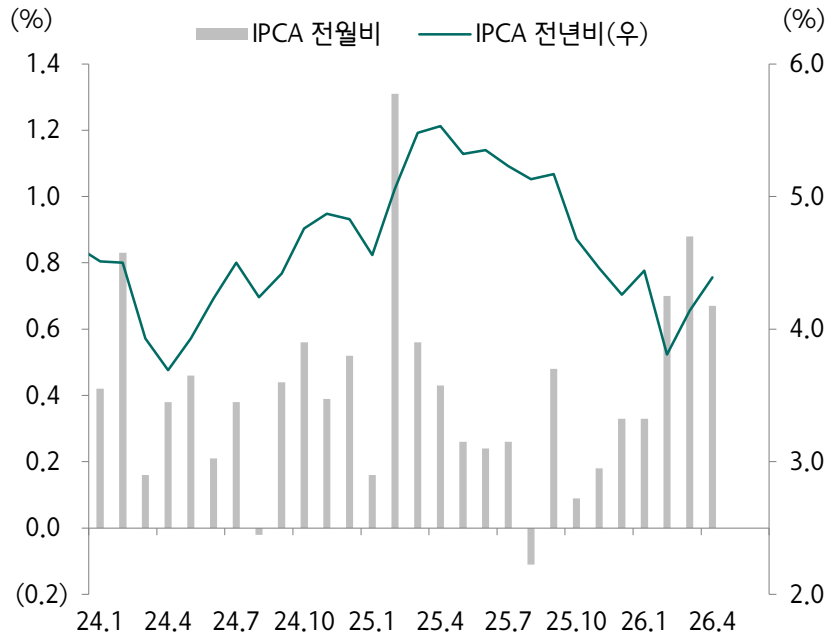
자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 브라질 채권시장 전망]

인하 사이클은 유효

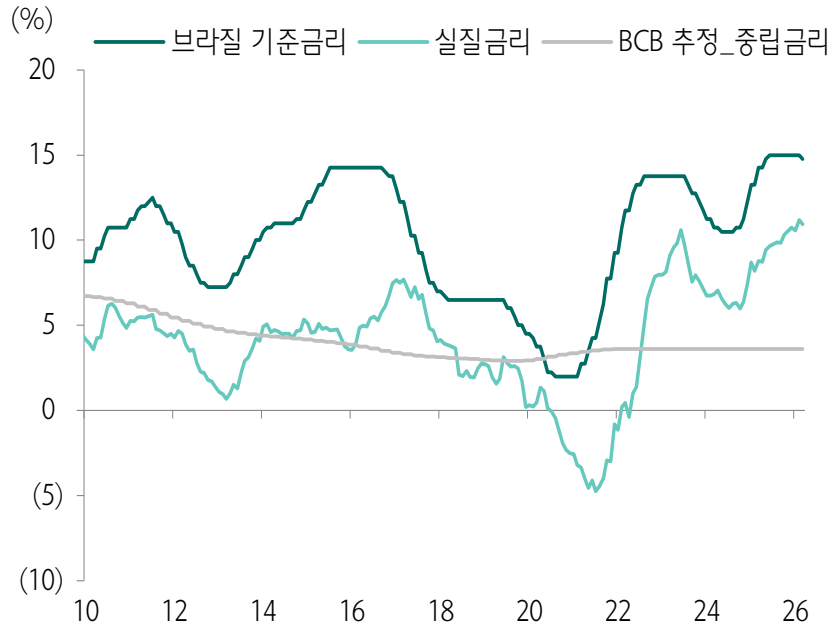
- 중동 전쟁으로 물가 상방 리스크는 커졌으나, 타 국가 대비 중립 금리와의 격차가 여전히 크기 때문에 인하 사이클은 유효
- 1분기 통화정책 보고서를 통해 유가 급등과 불확실성을 언급했지만, 금리와 환율이 실물 경제에 전이되는 효과에 더 집중했다고 판단
- 4월 BCB 의사록을 통해 유가 상승과 기대인플레이션 악화가 추가 금리 인하를 차단하지 않는다는 입장을 재확인

에너지 충격이 물가 데이터에 반영되기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

중립금리는 5% 내외. 중앙은행(BCB)의 통화 완화 여력은 충분



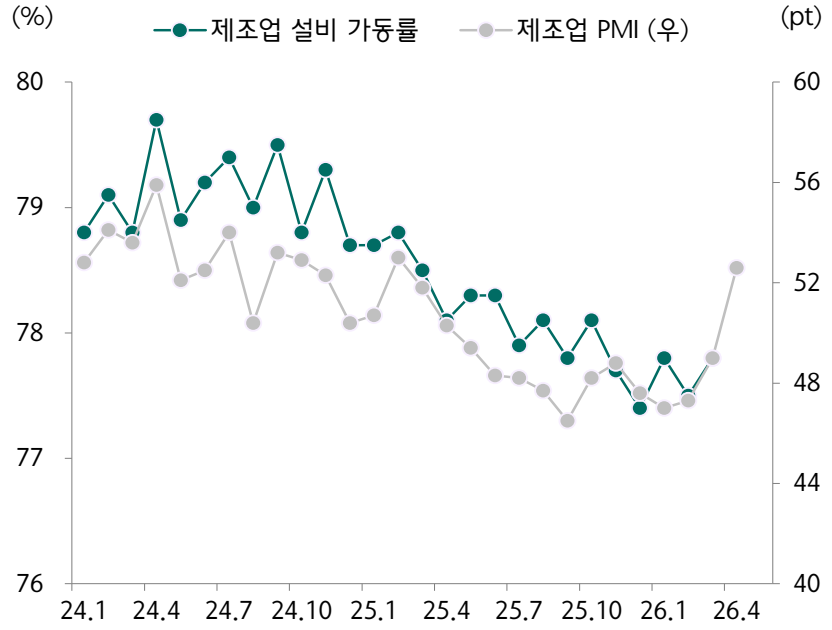
자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 브라질 채권시장 전망]

유가 상승에도 꺾이지 않는 인하 기조

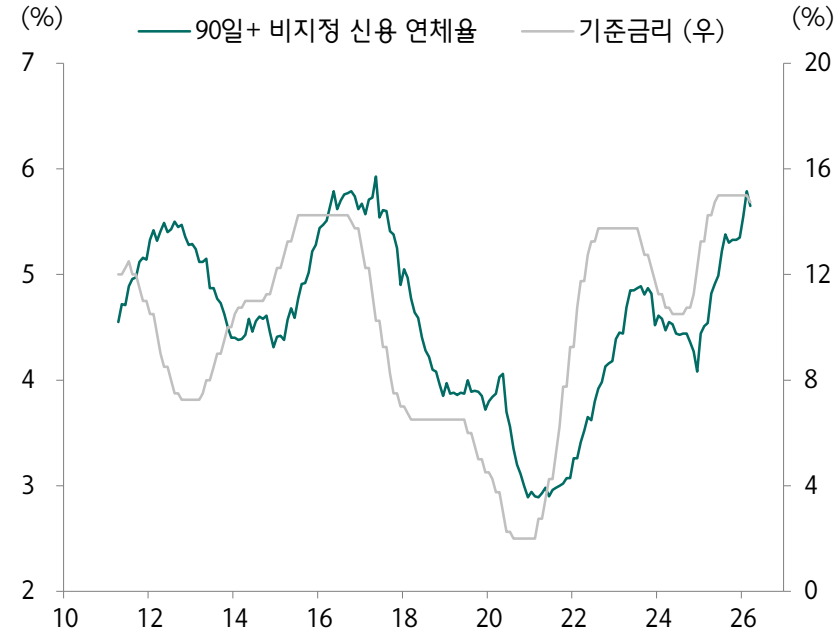
- 제조업 설비 가동률은 역사적 평균치 80%를 하회하고 있지만, 금리 인하를 단행하면서 제조업 심리(PMI)는 개선되는 중
- 하지만 시장금리가 그대로 적용되는 '비지정 민간 신용' 연체율은 여전히 높음. 즉, 고금리 지속에 따른 민간 부채 우려는 여전한 상황
- 결국 중앙은행(BCB)은 제조업의 온기가 내수 전반으로 확산되는 연착륙(Soft-landing)을 위해 점진적인 금리 인하를 단행할 가능성

금리 인하기 진입하면서 제조업 심리는 개선



자료: BCB, 하나증권

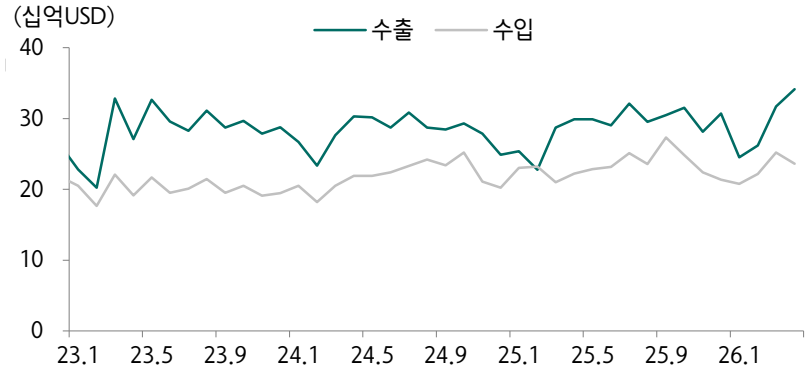
여전히 민간 신용 연체율은 높은 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

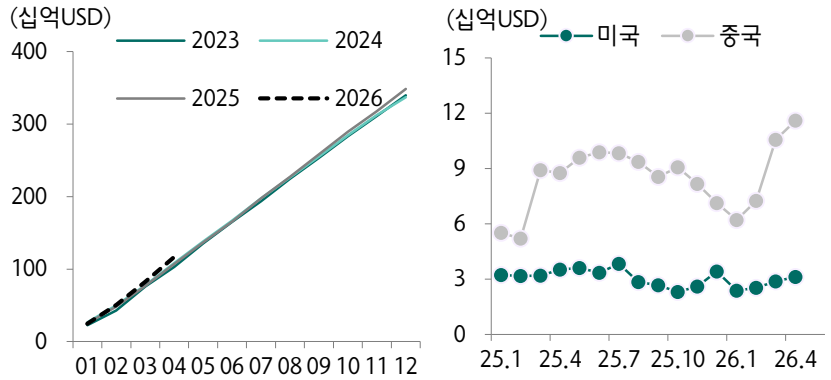
수출 증가율 반등은 반가운 소식

브라질 수출은 큰 폭으로 증가



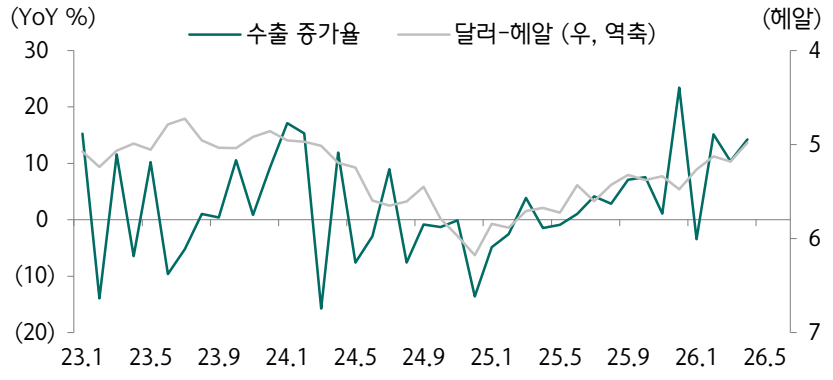
- 2025년 미국 관세 정책 덕분에 브라질은 중국 시장, 특히 농산물 수출 분야에서 점유율을 확보할 수 있었음. 여기에 중동 전쟁은 브라질산 원유 수출을 위한 새로운 시장을 열어주었음
- 중국은 브라질산 대두와 원유의 핵심 구매처로 부각. 대두는 P(가격)과 Q(물량) 모두 증가했고, 원유의 경우 Q(물량)은 감소했지만 P(가격)이 큰 폭으로 증가해 수출액 증가로 연결
- 수출 증가율 반등은 헤알화 강세로 연결. 브라질산 대두와 원유 수출 호조에 힘입어 당분간 헤알화 강세 이어질 전망

무역수지(좌측 차트)와 주요 국가 수출액 추이(우측 차트)



자료: Comex Stat, 하나증권

수출 증가율은 헤알화 강세로 연결



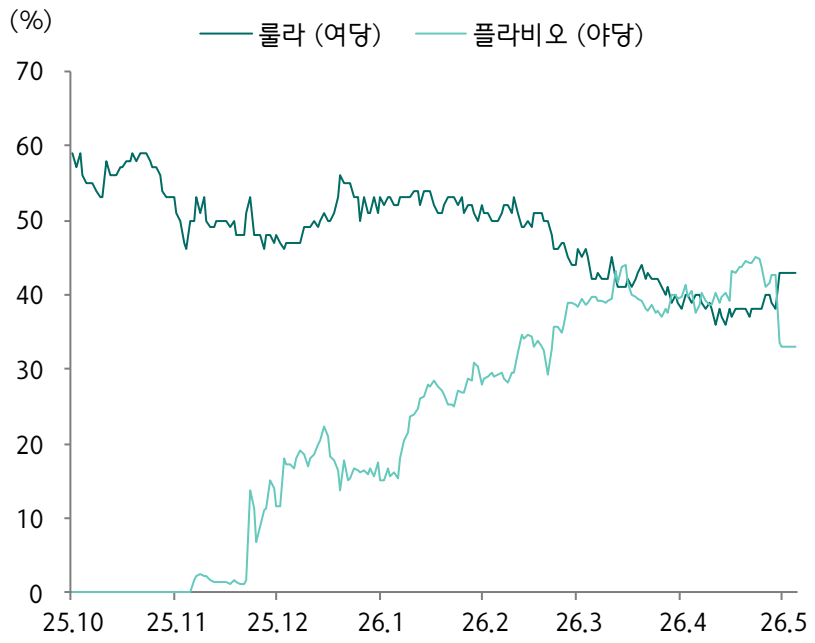
자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 브라질 채권시장 전망]

룰라 vs 플라비오

- 10월 예정된 브라질 대선 타임라인 (26년 8월 선거 캠페인 시작 → 26년 10월 4일 1차 투표(과반 부재시) → 10월 25일 결선 투표)
- 현 정권의 포퓰리즘 정책에 대한 피로감이 누적되면서, 우파로의 표심 이동 가능성이 커지고 있는 상황
- 플라비우 당선 가능성이 높아지다 보우소나루 전 대통령의 자금 의혹이 불거지며 지지율 하락. 이에 브라질 국채 금리 변동성 확대

룰라와 플라비오 간의 지지율 격차가 좁혀진 상황



자료: Polymarket, 하나증권

대선 유력 후보 정리

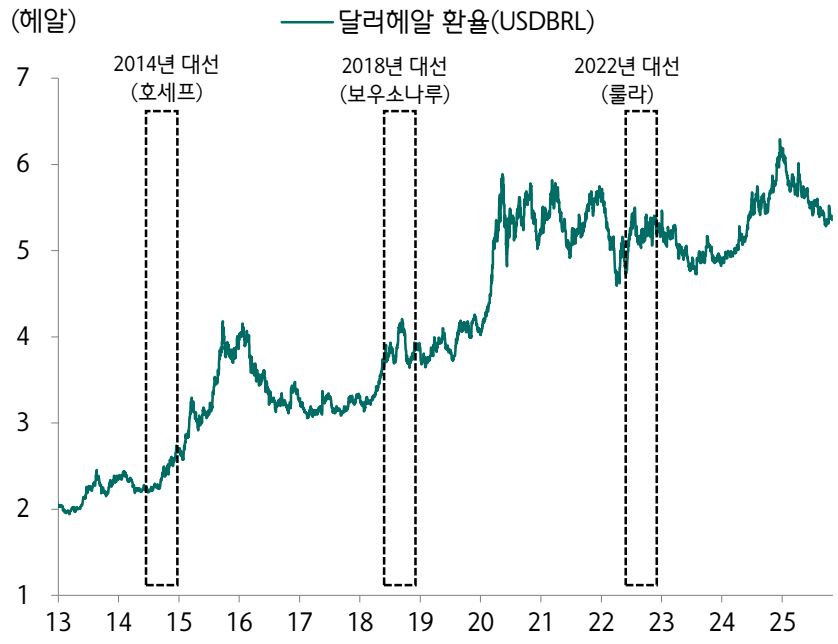
대선 후보	소속 정당	성향	특징
룰라	노동자당 (PT)	좌파	- 현직 대통령(2023년 취임, 3선) - 실용주의적 외교 노선 및 글로벌 위상 강화 - 빈곤 퇴치 및 사회 복지 프로그램 (Bolsa Famila) 강조 - Strength: 탄탄한 저소득층 지지 기반 - Weakness: 리더십 의구심, 부패 스캔들에 대한 잔존 이미지
플라비오	자유당 (PL)	우파	- 보우소나루 전 대통령의 장남 - 시장 자유주의 및 규제 완화, 치안 강화 - 우파 진영의 가장 강력한 대안 후보 - Strength: 현 정부 실정에 대한 반사 이익 - Weakness: 민주주의 훼손 우려, 사법적 조사 진행 상황
레난	브라질민주운동 (MDB)	중도	- 상원 의장 세 차례 역임
호메우	신당(NOVO)	우파	- 민영화, 재정건전성, 행정 혁신

자료: Google, 하나증권

과거 대선 국면에서의 헤알화 추이

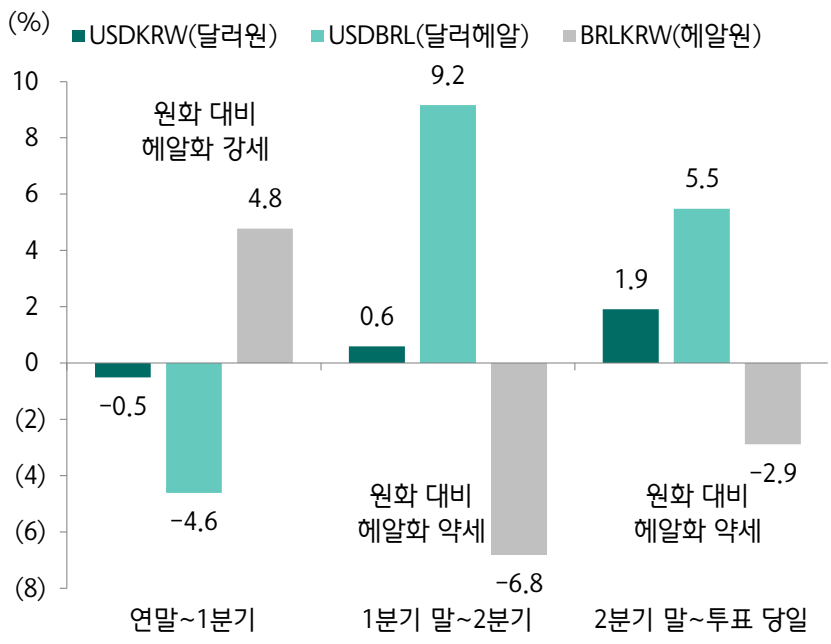
- 브라질 대선은 4년마다 10월 첫째 주 일요일에 1차 투표를 실시하며, 과반 득표자가 나오지 않을 경우 2차 결선 투표를 진행
- 과거 대선 직전 헤알화 환율 흐름을 살펴보면 대선 당해연도 2분기부터는 헤알화는 달러와 원화 대비 약세로 전환된 경험
- 수출액 증가로 당분간 헤알화 강세 이어질 것으로 전망하지만, 대선 이슈에 따른 변동성 장세는 이어질 것

과거 대선 직전 10년물 헤알화 환율 변동성 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

대선 당해연도 2분기부터는 헤알화가 약세로 전환된 경험



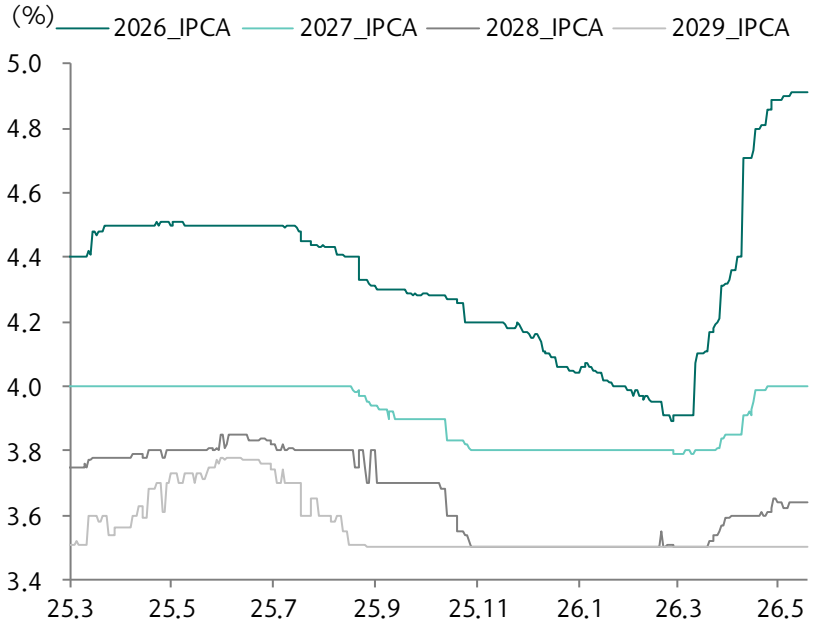
자료: Bloomberg, 하나증권

[2026년 브라질 채권시장 전망]

장기물 금리 하락 폭은 제한적

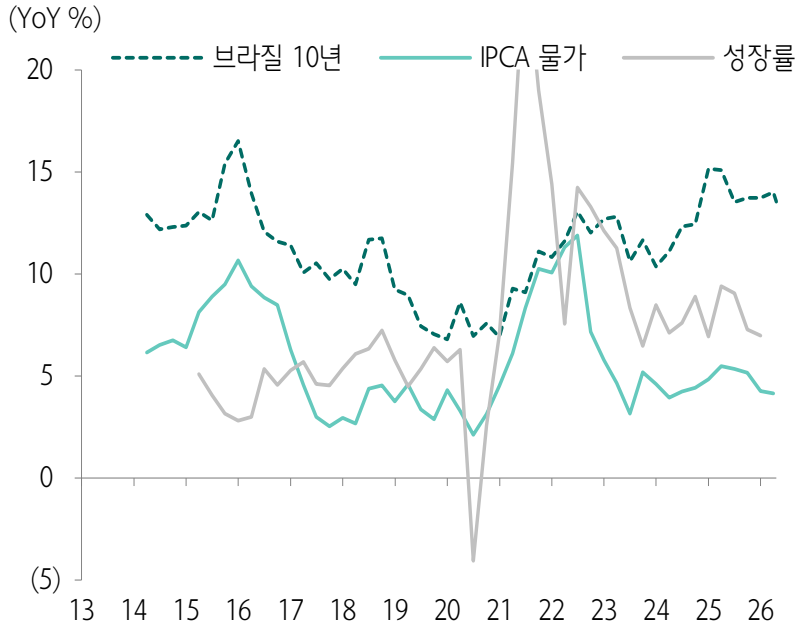
- 작년 연말 대비 중앙은행(BCB)의 기준금리 인하 기대감은 대폭 축소. 연내 기준금리 13.25% 전망
- 장기물 금리는 큰 틀에서 물가와 성장률과 동행. 공급 충격으로 인한 인플레이션 경계심은 하반기까지 이어질 것
- 고유가가 오래 지속된다면 실물 경기 둔화로 이어지겠지만, 아직까지는 신호가 포착되지 않음. 원자재 가격 상승으로 인한 수출 호조는 성장률 기여도를 높일 것. 신중한 인하 기조 속에 장기 금리 하락 폭은 제한적일 전망

IPCA 물가 전망치는 큰 폭으로 상승



자료: Bloomberg, 하나증권

장기물 금리는 큰 틀에서 물가와 성장률과 동행



자료: Bloomberg, 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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.