



Fixed Income

Compliance Notice

본 조서자료는 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.

2026년 8월 24일 | Global Fixed Income

해외채권

[브라질] 첫 인하 직전보다 높아진 장기금리

- 3월부터 BCB는 총 100bp 인하 단행했음에도 10년 금리는 첫 인하 직전보다 높음
- 브라질 장기금리 상승 요인은 향후 기준금리에 대한 기대라기보다 위험과 불확실성에 대한 추가적인 보상 요구에 있음
- 10월 선거 전까지는 달러 표시 채권과 단기 헤알화 표시 채권 투자 전략 유지. 최소한 3분기까지는 헤알화 투자 의견 '중립' 유지

총 100bp 인하에도 장기 금리 하락은 제한적

브라질 중앙은행(BCB)은 올해 3월부터 네 차례 연속 25bp 인하를 단행하며 기준금리를 14%까지 낮췄다. 그러나 총 100bp의 인하에도 국채 금리는 오히려 첫 인하 직전보다 높은 수준을 유지하고 있다. 2년물 금리는 약 36bp, 10년물 금리는 약 69bp 상승했다[도표 1]. 즉, 현재 브라질 채권시장은 단순히 기준금리의 절대 수준이나 향후 통화정책 경로만으로 설명하기 어려운 국면에 진입했다.

브라질 장기금리는 크게 향후 예상되는 단기금리, 기간 프리미엄(Term Premium), 국채 위험 프리미엄(Sovereign Risk Premium)으로 나누어 볼 필요가 있다. IMF의 금리기간구조 모형에 따르면 브라질의 높은 장기금리가 향후 기준금리에 대한 높은 기대만으로 설명되지 않음을 보여준다. 시장은 기준금리가 2030년경 약 9%까지 하락할 것으로 예상하고 있지만, 10년물 금리는 보다 높은 수준에 머물 것으로 추정된다[도표 2].

이는 현재 브라질 장기금리의 핵심적인 상승 요인이 향후 기준금리에 대한 기대라기보다 위험과 불확실성에 대한 추가적인 보상 요구에 상당 부분 있다는 것을 의미한다. 즉, 장기금리가 높은 이유는 예상 단기금리 자체가 높기 때문이라기보다 만기가 길어질수록 위험 프리미엄과 기간 프리미엄이 높아지기 때문이다[도표 3]. 현재 수준의 국채 위험 프리미엄이 유지될 경우 시장이 인식하는 브라질의 중기 정부 자금조달 비용은 약 10.5~11.5%에 이를 것으로 추정된다

따라서 향후 브라질 금리 인하 사이클을 평가할 때는 '기준금리가 얼마나 내려갈 것인가'보다 기준금리가 내려간 이후에도 '장기금리에 얼마나 많은 프리미엄이 남아 있을 것인가'가 더욱 중요하다. 기준금리가 9% 수준까지 하락하더라도 정부가 장기자금을 10% 이상의 금리로 조달해야 한다면 높은 정부부채를 보유한 브라질의 재정 부담은 쉽게 완화되기 어렵다. 반대로 재정 신뢰도가 개선되면서 위험 프리미엄과 기간 프리미엄이 축소된다면 기준금리 하락 이상의 장기금리 하락이 나타날 가능성도 있다.



해외채권 Analyst 허성우
deanheo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

높은 프리미엄의 배경에는 브라질의 취약한 재정 상황이 자리하고 있다. 정부부채는 GDP 대비 80%를 상회하고 있으며[도표 4], 재정 문제는 단순히 재정준칙의 존재 여부보다 지출 구조의 경직성에 있다. 의무지출과 헌법에 의해 보장된 지출 항목의 비중이 높아 정부가 재정 상황에 따라 지출을 탄력적으로 조정하기 어렵기 때문이다[도표 5]. 따라서 시장이 요구하는 것은 새로운 재정준칙을 발표하는 것 자체가 아니라, 의무지출을 통제하고 정부부채의 상승세를 안정시킬 수 있는 실질적인 정책 실행력이다.

이러한 재정 문제가 올해 대선과 결합하면서 장기금리의 변동성을 더욱 키우고 있다. 브라질과 미국의 10년물 기간 프리미엄 차이, 즉 ‘신뢰도 프리미엄(Credibility Premium)’은 이러한 변화를 추적하는 데 유용하다. 글로벌 금리 추세에 따른 영향을 어느 정도 제거한 뒤 브라질의 재정 및 정책 신뢰도가 장기금리에 미치는 영향을 파악할 수 있기 때문이다. 해당 프리미엄은 최근 약 250bp까지 확대됐으며, 1월 말 이후 룰라 대통령의 4선 가능성이 높아지면서 약 40bp 상승했다[도표 6]. 이는 선거 결과에 대한 기대 변화가 브라질의 재정 신뢰도와 장기금리에 직접적인 영향을 미치고 있음을 보여준다.

종합하면 현재 브라질의 높은 장기금리는 향후 기준금리에 대한 높은 기대 때문만은 아니며, 상당 부분이 재정 및 정책 신뢰도에 대한 보상 요구와 연결되어 있다. 현재 브라질 채권시장은 통화정책 완화와 재정 리스크가 서로 다른 방향으로 작용하는 상황이다. BCB는 금리를 인하하고 있지만 재정에 대한 불확실성이 위험 프리미엄과 기간 프리미엄을 높이면서 장기금리 하락을 제한하고 있는 것이다.

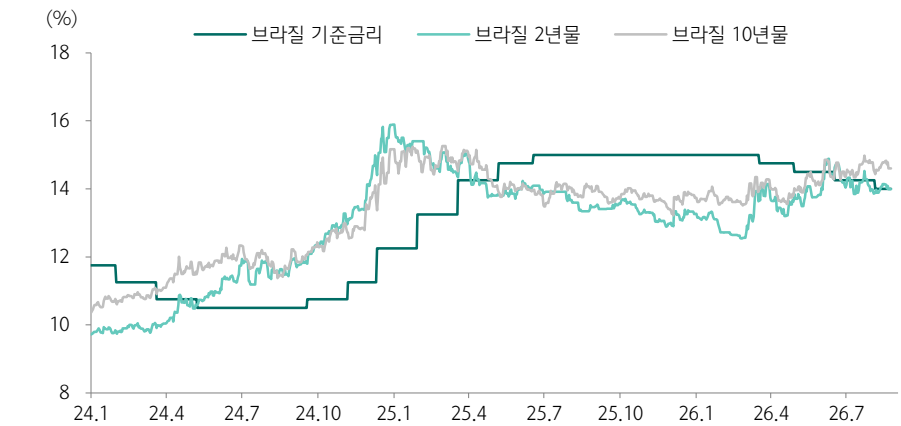
최근 IPCA 물가, 소매판매, PMI 등 주요 경제지표는 고금리 누적 효과가 나타나면서 인플레이션을 뒷받침하고 있다[도표 7~9]. 그러나 10월 대선을 앞두고 정치 및 재정 불확실성이 높아지면서 이러한 통화정책 완화 기대가 장기금리 하락으로 충분히 연결되지 못하고 있다. 향후 금리 방향은 결국 ‘통화정책 완화’와 ‘재정 신뢰도 개선’이 동시에 이루어지는지 여부에 달려 있다고 판단한다.

BCB가 기준금리를 추가로 인하하더라도 선거를 앞두고 확장적인 재정정책에 대한 우려가 커지거나 차기 정부가 부채 안정화에 대한 신뢰할 만한 계획을 제시하지 못한다면 기간 프리미엄과 국채 위험 프리미엄이 상승하면서 장기금리 하락은 제한될 수 있다. 반대로 차기 정부가 의무지출을 통제하고 재정준칙의 실효성을 높이며 정부부채의 상승세를 안정시킬 것이라는 구체적이고 신뢰할 수 있는 계획을 제시한다면 현재 장기금리에 반영된 프리미엄이 축소되면서 기준금리 인하보다 장기금리가 더 빠르게 하락하는 환경도 가능하다.

이에 따라 10월 선거 전까지는 달러 표시 채권과 단기 헤알화 표시 채권에 대한 투자 전략을 유지한다. 경기 둔화 조짐에 따른 인플레이션 가능성은 유효하지만, 선거를 앞둔 재정 및 정책 불확실성이 장기금리의 상방 위험으로 작용하고 있다. 선거 결과와 차기 정부의 구체적인 재정정책이 확인된 이후 재정 신뢰도 개선 여부를 확인하면서 듀레이션을 확대하는 전략이 유효하다고 판단한다. 2000년 이후 6차례 정기 대선 직전 헤알화 추이를 살펴보면 최소한 3분기 말까지 원화 대비 헤알화 약세를, 4분기부터 1차 투표 전까지 약세를 일부 되돌리는 흐름을 보였다[도표 10]. 당분간 헤알화 ‘중립’ 의견을 유지한다.

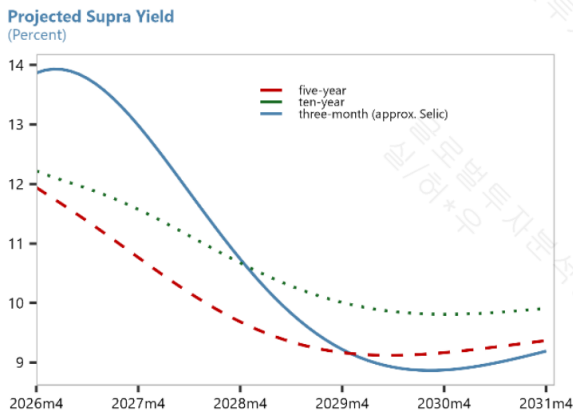
도표 1. 브라질 주요 금리
: 100bp 인하에도 장기 금리는 첫 인하 직전보다 높은 수준을 유지

올해 3월 BCB 첫 인하
총 100bp 인하에도 장기 금리는
첫 인하 직전보다 높은 수준



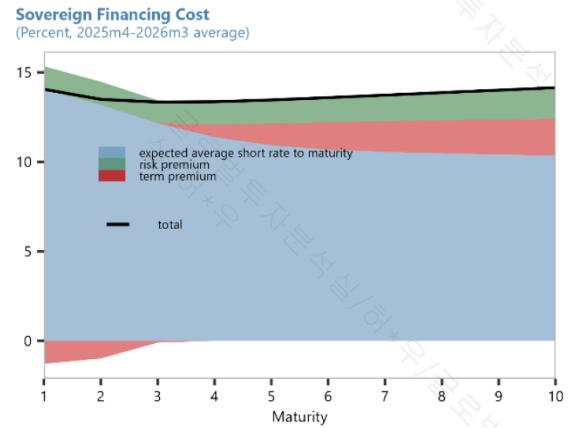
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 만기별 금리 전망 (IMF)
: 시장은 2030년경 기준금리 9% 전망



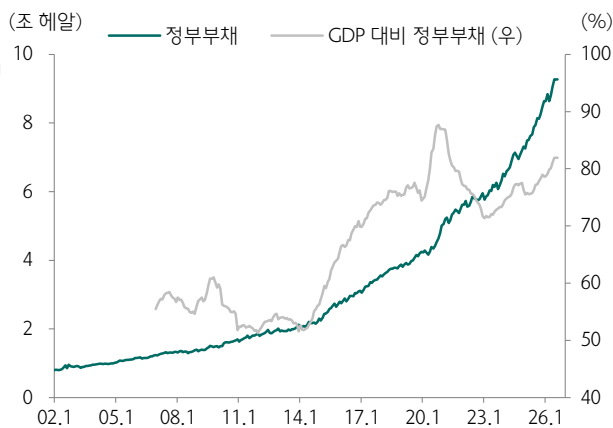
자료: IMF, 하나증권

도표 3. 국채 조달 비용
: 만기가 길어질수록 위험 프리미엄과 기간 프리미엄이 높아짐



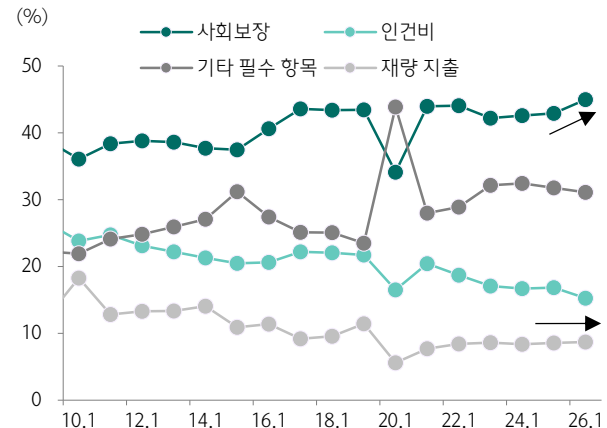
자료: IMF, 하나증권

도표 4. GDP 대비 정부부채
: 약 80%를 상회하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 브라질 재정 지출 현황
: 사회 보장 등 의무 지출이 대부분을 차지



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 브라질과 미국 간 기간 프리미엄 차이(신뢰도 프리미엄)
: 롤라 4선 가능성 높아지면서 1월 말 이후 약 40bp 급등

4월 이후 브라질 기간 프리미엄 상승. 10월 선거를 앞두고 정치, 재정 우려 부각된 영향

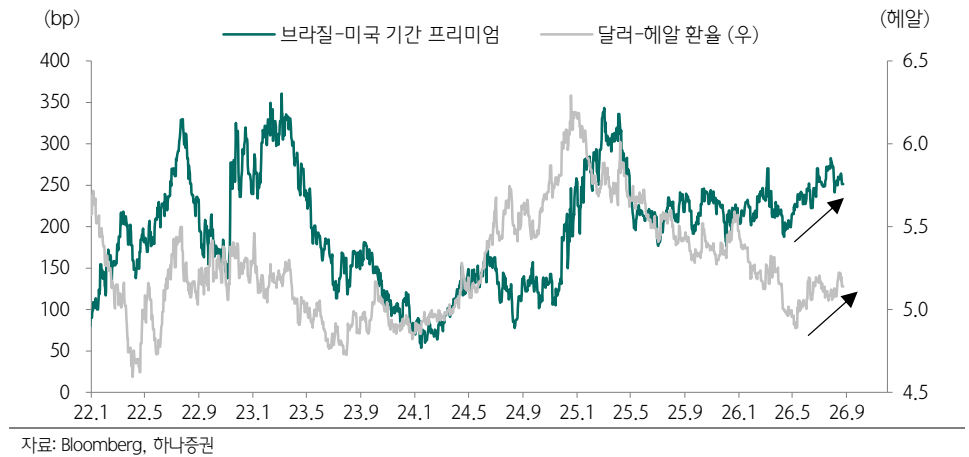
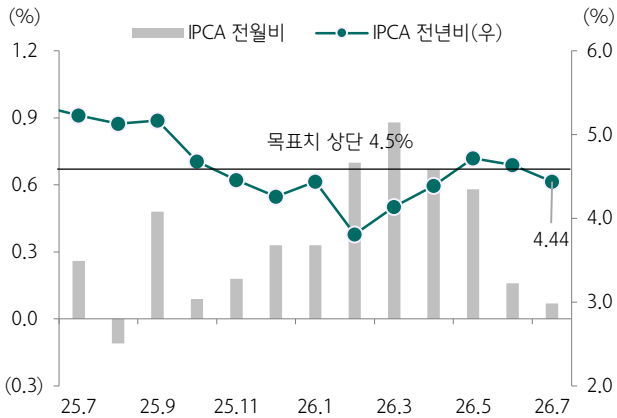
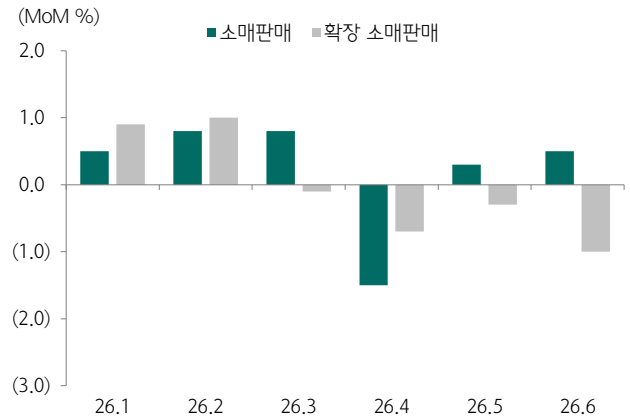


도표 7. IPCA 물가
: 7월 들어 목표치 상단 4.5% 하회하기 시작



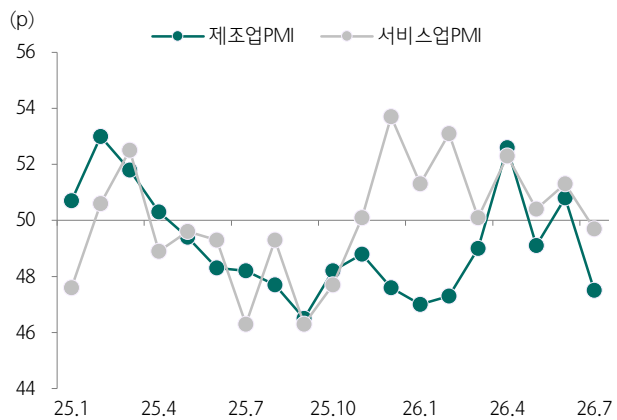
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 소매판매
: 자동차와 건축자재 포함한 확장 소매판매는 4개월 연속 역성장



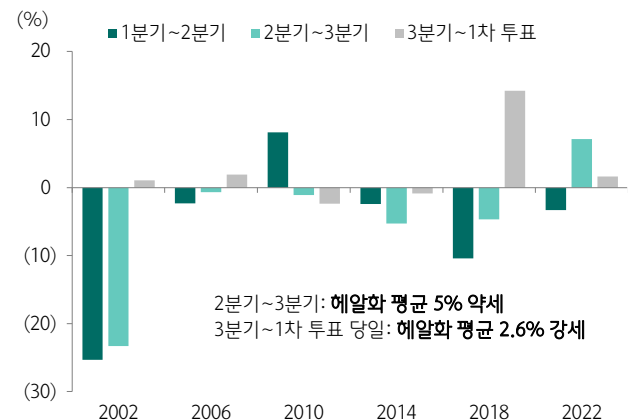
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 고금리 지속에 경제활동 둔화
: 제조업과 서비스업 PMI 모두 위축 국면 진입하기 시작



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 대선 직전 헤알-원 환율 추이
: 3분기 말까지 헤알화는 원화 대비 약세 우위. 4분기 흐름 반전 기대



자료: Bloomberg, 하나증권