

# Eugene Prisma

Issue | 2017. 04. 21

## 투자 매력 높은 브라질 채권, 다만 잠재된 리스크는 주의 필요



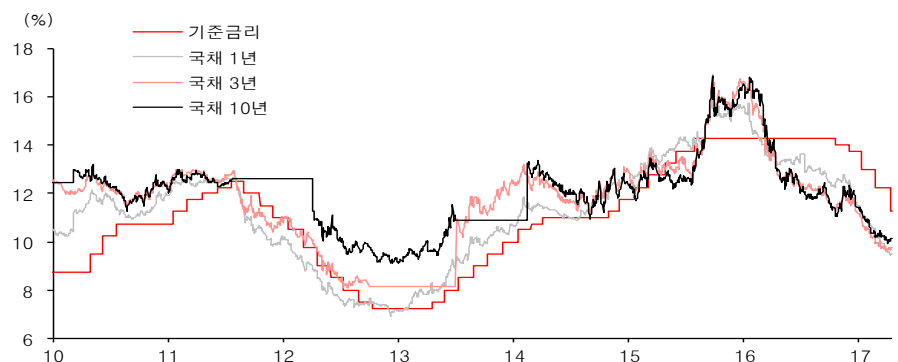
Fixed Income Strategy 신동수  
Tel. 02)368-6181  
dsshin@eugenefn.com

- ✓ 2017년 2월 현재 브라질 국채 잔액 3.02조 헤알로 2010년 대비 두배 가까이 증가
- ✓ 2016년 초반 이후 하락 추세의 브라질 국채 금리, 공격적 금리인하 기조 고려시 추가 하락 전망
- ✓ 다만 재정적자, 환율 변동성, 정치적 혼란 등과 글로벌 통화정책 정상화는 장기 투자에 부담 요인
- ✓ 브라질 채권 단기적 투자 매력 높으나 장기 투자는 중립적 관점에서 시장 변동 모멘텀의 주의 관찰 필요

### ■ 부각되는 브라질 채권, 고금리와 금리 인하 전망 고려시 여전히 매력적

- 한 때 애물단지였던 브라질 채권이 다시 부각되고 있다. 해알화와 물가 안정을 바탕으로 큰 폭의 금리인하가 단행되며 브라질 국채금리의 하락이 이어지고 있기 때문이다. 높은 이자수익과 금리 하락에 따른 자본이익, 환율 하락에 따른 환차익까지 동반되고 있다.
- 브라질의 물가는 정책목표 수준까지 하락했고 성장은 회복되면서 재정이 개선될 여지도 커졌다. 브라질 중앙은행의 공격적인 금리인하 정책은 채권금리 하락을 뒷받침할 전망이다. 브라질 중앙은행은 기준금리를 올해 연말 8.50%까지 인하할 수 있음을 시사했는데 이는 현 수준 11.25%대비 275bp나 낮다.
- 다만, 미 연준의 금리인상 및 보유채권 재투자 정책 변화, 프랑스 선거, 영국의 브렉시트 협상 등 정책 불확실성과 이에 따른 글로벌 금융시장의 변동성 확대 요인은 여전히 존재한다. 브라질의 부패 수사 등 정정 불안에 따른 환율 변동성 확대 가능성도 작지 않다. 국채 잔액이 빠르게 증가하고 장기적으로 대규모 만기도래에 따른 차환발행 압력도 높다. 투기등급에 머물고 있는 국가신용등급도 투자의 걸림돌 중 하나다.
- 다른 국가대비 높은 절대금리, 공격적인 금리인하 전망 등을 고려할 때 단기적인 관점에서 브라질 채권의 투자 매력은 매우 높다. 다만 브라질 환율이나 재정의 지속 가능한 안정을 담보하기가 쉽지 않아 장기적 투자는 부담스러운 환경임에 주의가 필요하다.

도표 1 브라질 기준금리와 만기별 국채 금리 추이



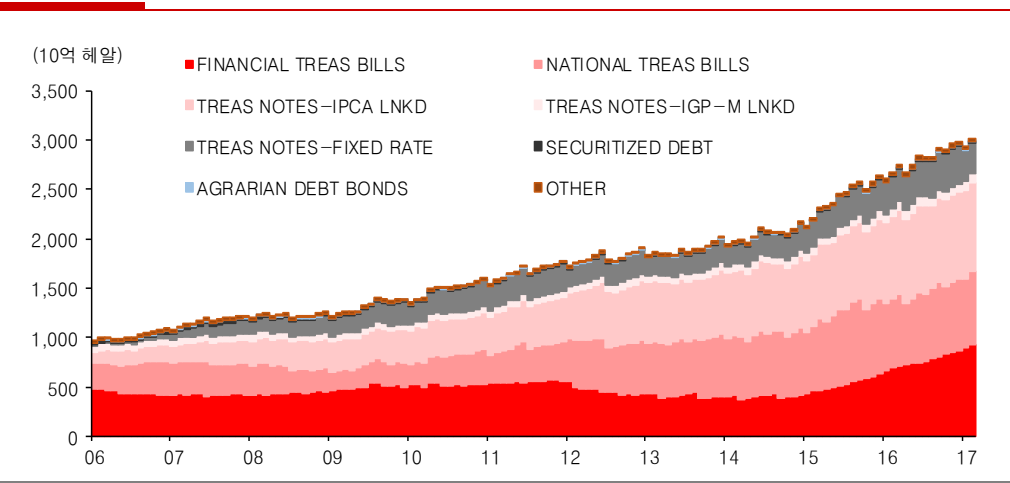
자료: Bloomberg, 유진투자증권



■ 2017년 2월말 현재 브라질 국채 잔액 3.02조 헤알로 2010년말 대비 두배 가까이 증가

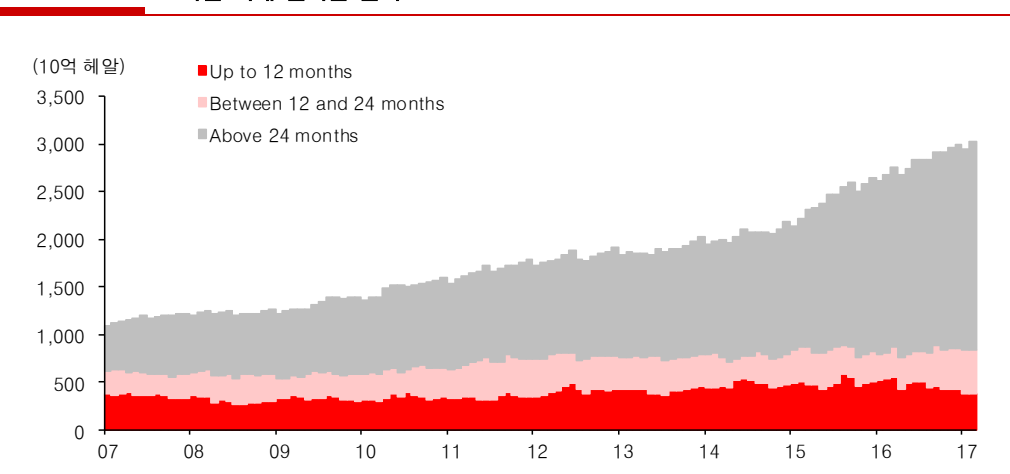
- 브라질 국채는 종류가 다양하나 National Treasury Bonds(BTN), Financial Treasury Bills(LFT), National Treasury Bills(LTN), National Treasury Notes(NTN) 등 크게 네 가지로 나누어진다. 발행 만기가 다양하며 대부분 기명으로 발행되며 양도도 가능하다. BTN의 경우 만기 25년물까지 발행이 가능하며, LFT의 경우 만기 16년물까지 발행하거나 재무부 장관이 정하고, LTN의 경우 만기를 재무부 장관이 정하며, NTN의 경우는 만기가 종류에 따라 4년물, 9년물, 16년물, 17년물, 27년물까지 발행이 가능하다.
- 2017년 2월말 현재 브라질의 국채 잔액은 3.02조 헤알로 2015년 이후 잔액 증가세가 빨라지면서 2010년말 대비 두 배 가까이 증가했다. 채권종류별로는 LFT, LTN, NTN이, 만기별로는 2년 이상물 이 잔액 증가를 주도했다. 2010년말 59.9%였던 2년 이상 국채 잔액 비중이 2017년 2월에는 72.0% 까지 높아지는 등 장기채권 발행 비중이 확대 추세다. 2015년도 브라질 국채금리가 급등했는데 물가 억제를 위한 금리인상뿐만 아니라 빠른 국채 발행 증가도 금리 상승 요인으로 작용했다.

도표 1 브라질 국채 종류별 발행 잔액



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 2 브라질 국채 만기별 잔액



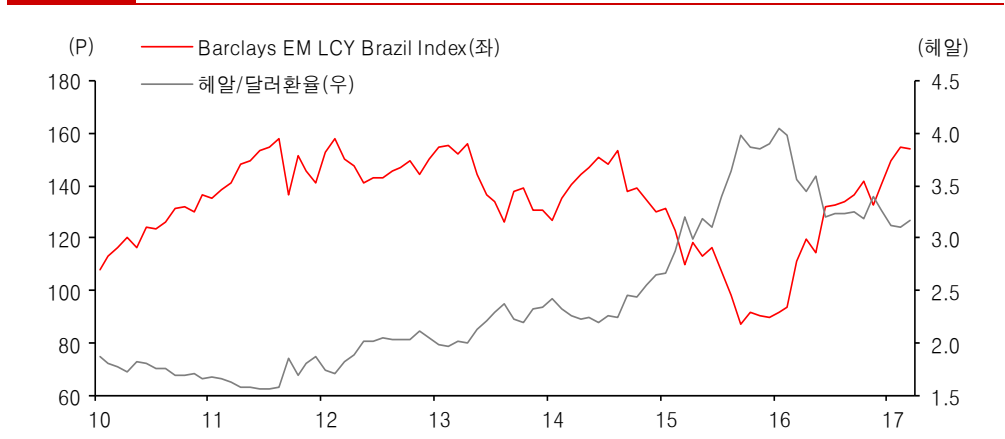
자료: Bloomberg, 유진투자증권



■ 2014년 하반기 이후 급등했던 브라질 국채금리, 2016년 초반 이후 하락 추세 지속

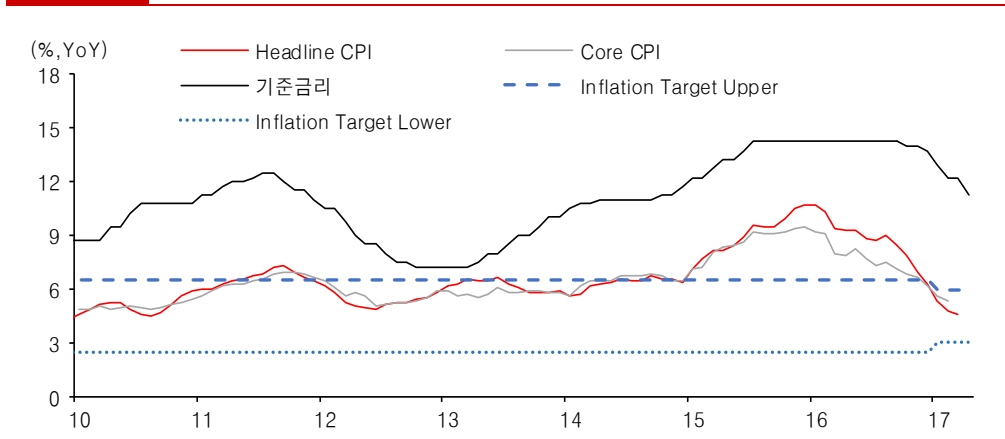
- 2016년 초반 16.7%를 상회했던 브라질 국채 10년 금리가 최근에는 10.1%대까지 하락했다. 고점대비 무려 6.6%p나 하락했다. 물가와 환율이 안정되면서 경기부양을 위한 브라질 중앙은행의 금리인하 기대감이 커진 탓이다. 지난해에는 소비자물가 상승률이 빠르게 둔화되고 정책목표 상단인 6.5%에 근접하면서 10월부터 브라질 중앙은행의 금리인하가 시작되었고, 이후 올해 4월까지 추가로 네 차례 금리인하가 단행되었다. 특히 지난 4/12일에는 기준금리를 1%p 인하하면서 2009년 9월 이후 가장 큰 폭의 금리인하를 단행했다. 이에 따라 지난해 9월 14.25%였던 기준금리가 올해 4월 11.25%로 7개월 동안 기준금리 인하 폭이 무려 300bp에 달했다.
- 지난해 하반기 트럼프 대통령의 재정확대 기대와 미 연준의 금리인상 우려 등으로 상승한 글로벌 채권금리에 동조화되며 브라질 국채금리가 상승하기도 했다. 그러나 미 연준의 점진적인 금리인상 시사로 이머징의 자금이탈 우려가 완화되고 브라질 중앙은행의 기준금리 인하가 이어지며 브라질 국채금리는 다시 하락했고 2013년 5월 이후 최저 수준까지 하락했다. 2016년 1월~2017년 3월중 Barclays EM LCY Brazil Total Return Index(Unhedged US)는 무려 71.3%나 상승했다. 높은 이자 수익뿐만 아니라 금리하락에 따른 자본이익과 환율 절상에 따른 환차익이 반영된 결과다.

도표 2 Barclays EM LCY Brazil Total Return Index와 헤알/달러환율



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 브라질 소비자물가와 기준금리 추이



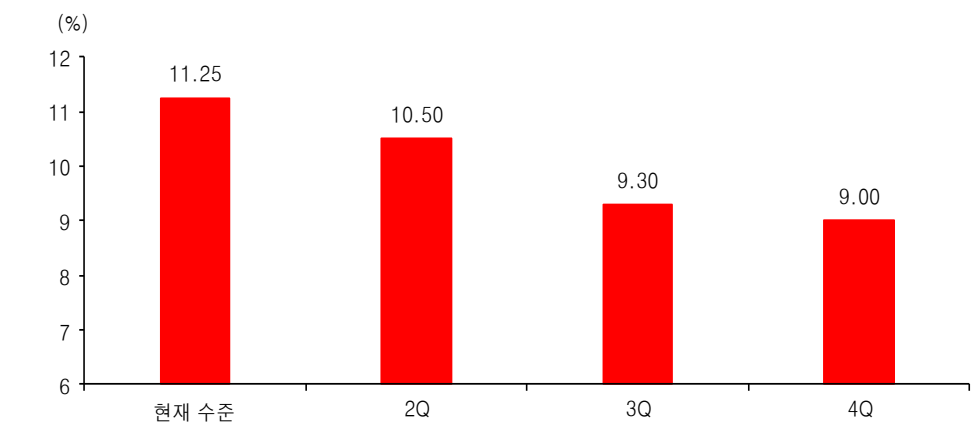
자료: Bloomberg, 유진투자증권



■ 추가 하락이 예상되는 브라질 국채금리, 고금리와 공격적인 금리인하 등 투자 매력 계속될 듯

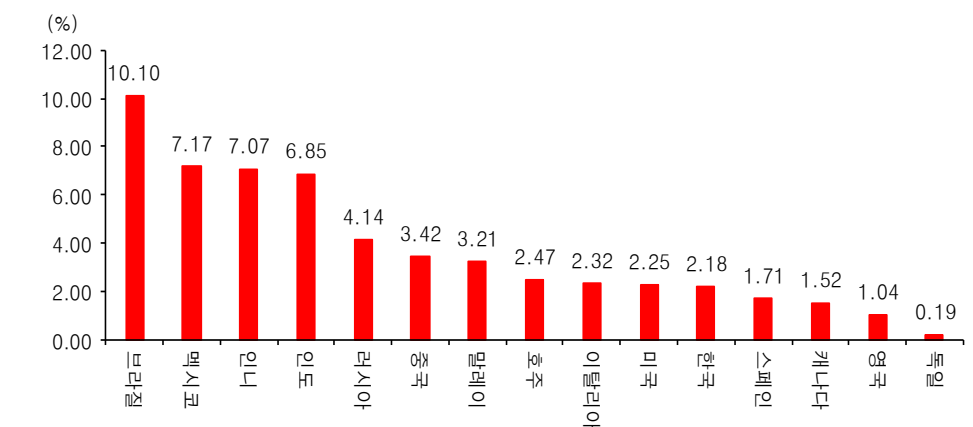
- 브라질 채권의 가장 큰 매력은 높은 금리 수준이다. 4/17일 현재 브라질 국채 10년 금리는 10.1%로 다른 어떤 국가보다도 높다. 국내 국채 10년물 금리 2.18%와 비교하면 무려 4.6배나 높다. 상대적으로 국채의 절대금리가 높은 인도, 멕시코, 러시아 등과 비교해도 크게 높다. 지난해 초반 이후 국채금리가 큰 폭으로 하락했지만 절대금리 매력은 여전하다.
- 브라질 채권의 장점은 두 자리수의 높은 절대금리뿐만 아니라 브라질 중앙은행의 추가 금리인하에 대한 기대다. 지난 4/12일 1.0%p의 대폭적인 금리인하에 나섰던 브라질 중앙은행은 경기부양을 위해 기준금리를 과감하게 추가로 인하하겠다는 의지를 거듭 밝혔다. 4/18일 공개한 통화정책 위원회 의사록을 통해 브라질 중앙은행은 현재 11.25%인 기준금리를 연말 8.5%까지 인하할 수 있음을 시사했다. 브라질 중앙은행은 소비자물가가 올해 8월까지 상승률이 둔화된 이후 소폭 반등할 것으로 예상했다. 브라질 중앙은행의 연말 소비자물가 전망치는 3.9%로 정책목표치인 4.5%를 하회할 것으로 예상했다. 물가가 기대 이상으로 안정세를 보이면서 브라질 중앙은행의 금리인하가 이어질 것으로 예상된다. 기준금리 인하가 국채금리의 하락을 동반할 가능성이 높고 최소한 금리 상승을 억제해 자본손실 우려를 완화할 수 있다는 점에서 브라질 채권의 투자 메리트로 작용할 것이다.

도표 3 브라질 기준금리 전망치 컨센서스



자료: Bloomberg, 유진투자증권

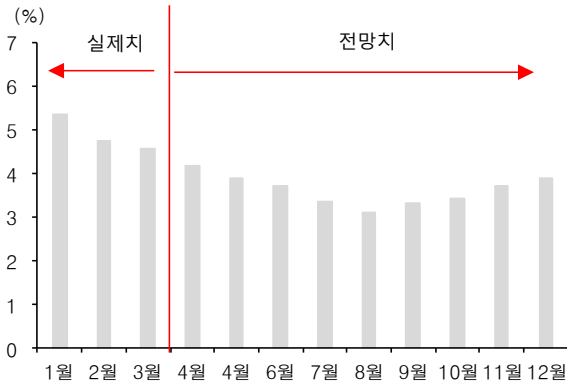
도표 4 글로벌 국가별 국채금리 비교(10년물 4/17일 기준)



자료: Bloomberg, 유진투자증권

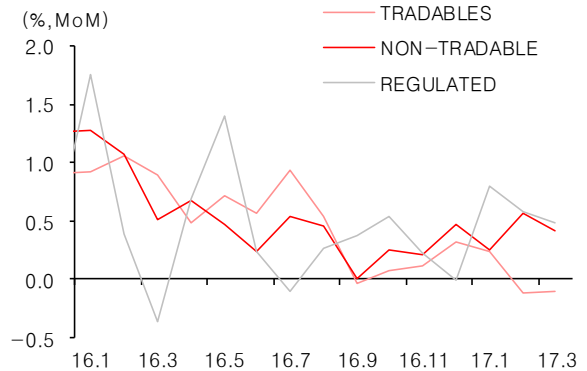


도표 5 브라질 중앙은행의 2017년 소비자물가 전망



자료: 브라질 중앙은행, 유진투자증권

도표 6 브라질 유형별 소비자물가 추이

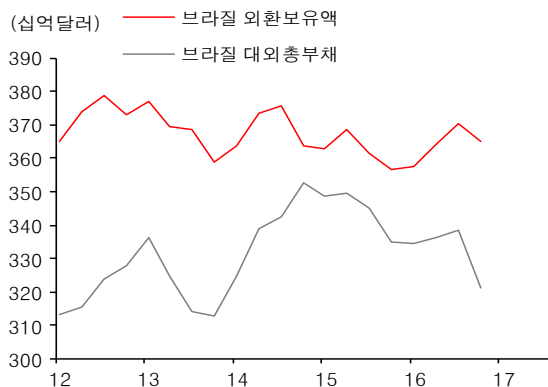


자료: CEIC, 유진투자증권

■ 대외총부채를 상회하는 외환보유고 등 디폴트 우려 크지 않을 듯

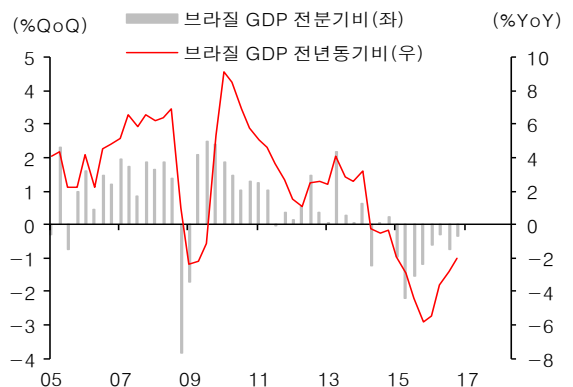
- 경기불황으로 브라질의 경제성장률은 2015년 -3.8%, 2016년 -3.5% 등 2년 연속 마이너스를 기록했다. 그러나 구조개혁을 위한 친 시장정책과 원자재 가격 상승 등으로 올해 브라질의 경제성장률은 3년만에 소폭의 플러스가 예상된다. 4/18일 IMF는 세계경제전망을 통해 2017년, 2018년 브라질 성장률을 각각 0.2%, 1.7%로 전망했다. 뚜렷한 성장세는 아니지만 사상 최악의 침체에서 벗어날 것으로 보인다. 블룸버그 컨센서스의 올해 브라질 성장률 평균 전망치는 0.6%로 IMF 전망치를 상회했다.
- 브라질 정부의 부채가 빠르게 증가했지만 외환보유액이 대외총부채를 상회하고 있다. 올해 3월말 브라질의 외환보유고는 3,701억 달러로 지난해말 대비 51억달러가 증가했다. 현재로서는 성장 회복으로 재정건전성도 점차 개선될 여지가 높아 외환위거나 디폴트 가능성은 매우 낮다. 한마디로 환율 등의 변동으로 인한 리스크를 제외할 경우 돈을 떼일 염려는 없다는 의미다.

도표 7 대외총부채를 상회하는 외환보유고



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8 2016년 2Q 이후 개선 추세의 성장률



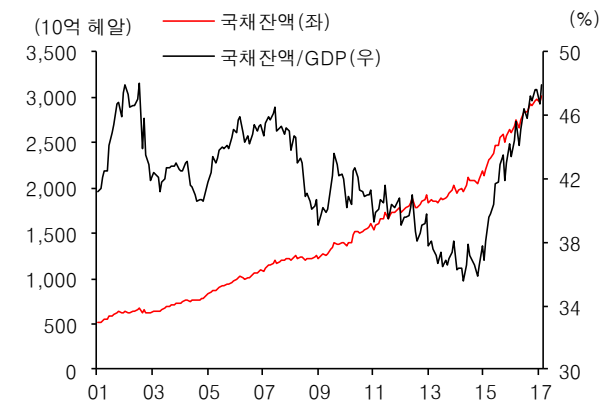
자료: Bloomberg, 유진투자증권



■ 높은 재정적자 부담, 환율과 외국인 투자 변동성, 정정불안 등은 브라질 채권 투자의 부담 요인

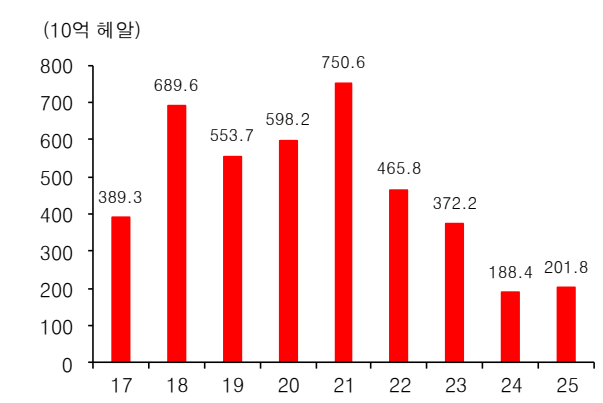
- 브라질 국채의 투자 매력이 부각되고 있지만 불확실성은 여전히 높다. 2014년 하반기 이후 경험한 바와 같이 높은 재정수지 적자는 국가신용등급 하향으로 이어졌고, 높은 환율 변동성은 외국인 투자 손실로, 정정불안과 리더십 부재는 브라질 채권 투자에 적지 않은 부담 요인이다.
- 첫째, 2016년 GDP대비 재정수지가 -7.6%를 기록했다. 2015년 -9.1%보다 개선되기는 했지만 여전히 높다. 재정수지 악화는 국채발행 증가로 이어졌고 브라질 정부의 GDP대비 순차입 비중도 높아졌다. 2016년 브라질의 GDP대비 순차입 비중은 -9.0%로 이머징의 평균치인 -4.8%보다 크게 높았다. 미세우 테메르 대통령의 재정건전화 정책이 이해관계자와 야당의 반발로 인해 난항을 겪을 가능성이 높다. 재정수지 적자와 기발행된 국채의 대규모 만기도래로 향후 브라질 정부의 대규모 국채발행이 불가피한 상황이다. 이는 장기적으로 수급 부담 요인으로 작용할 전망이다.
- 물가 안정을 바탕으로 브라질 중앙은행의 금리인하가 예상되고 미국의 점진적인 금리인상으로 글로벌 금융시장의 불확실성도 완화되었지만 장기적으로 지속되기는 쉽지 않다. 지속될 국채발행 압력, 성장률 개선으로 약화될 금리인하 속도, 금리 하락으로 낮아질 절대금리 매력 등은 장기적인 브라질 국채 투자 메리트를 떨어뜨리는 요인이다.

도표 1 급증 추세의 국채잔액/GDP비중



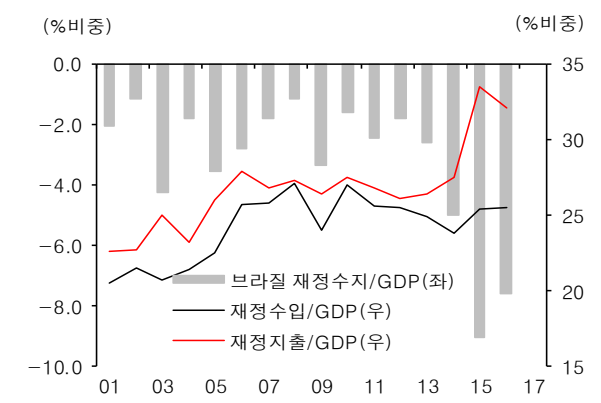
자료: 브라질 중앙은행, 유진투자증권

도표 2 2021년까지 증가할 브라질 국채 만기 규모



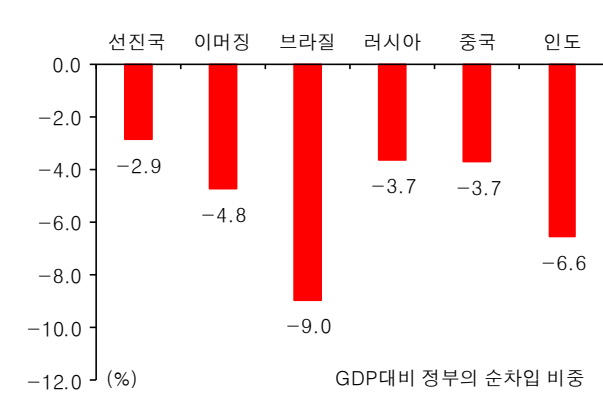
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 3 근본적 해결이 쉽지 않은 브라질 재정 적자



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 4 타 국가대비 크게 높은 브라질의 순차입 비중



자료: IMF, 유진투자증권



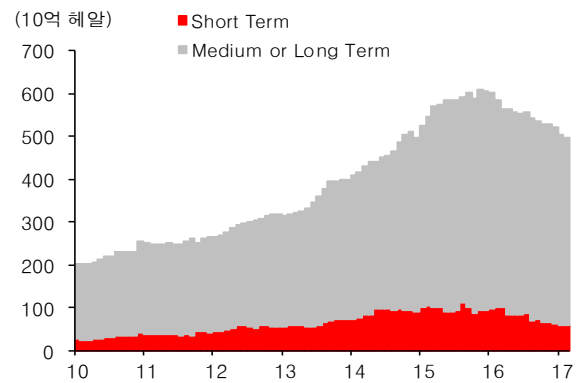
- 둘째, 장기적인 환율 안정과 외국인 투자를 기대하기에는 걸림돌이 적지 않다. 채권을 만기까지 보유한다고 가정하면 높은 이자를 제공하는 브라질 채권의 투자 매력은 어떤 국가의 국채보다도 높다. 그러나 해외 채권투자자 관점에서 보면 수익 평가시 환율 변동에 따른 손실 리스크는 다른 어떤 변수보다도 압도적이다. 지난 2015년 브라질 채권투자자 대규모 손실을 초래하면서 애물단지로 변한 것 역시 헤알화까지의 급락이었다. 헤알/달러환율이 상승하기 시작한 2014년 8월~2015년 9월까지 14개월 동안 헤알화 가치는 무려 77.4%나 급락했다. 동기간 Barclays EM LCY Brazil Total Return Index 역시 금리 급등과 환율 절하로 무려 42.9%나 급락했다. 디폴트 가능성이 낮다면 금리 상승에 따른 자본손실은 만기보유로 커버할 수 있지만 헤알/달러환율의 상승은 이자소득을 감소시키는 한편 환손실이 이자소득을 넘어서며 대규모 손실을 초래했다.
- 지난 3월 무디스사가 브라질의 Ba2 국가신용등급 전망을 부정적(negative)에서 긍정적(positive)로 상향 조정했지만 국가신용등급은 여전히 투기등급에서 벗어나지 못했다. 지난해 이후 헤알/달러환율이 하락했음에도 불구하고 외국인의 브라질 국채 투자는 여전히 감소 추세다. 2017년 2월말 현재 외국인의 브라질 국채 투자 잔액은 4,976억 헤알로 고점인 2015년 11월 대비 무려 1,116억 헤알이 감소했다. 절대금리 매력에도 불구하고 여전히 높은 불확실성에 따른 위축된 투자심리가 반영된 결과다.
- 올해 브라질 중앙은행의 공격적인 금리인하 전망과 미 연준의 금리인상과 내년 이후 가시화될 미 연준의 보유채권 재투자 축소 및 중단 전망을 고려하면 이전과 같은 헤알/달러환율의 하락을 기대하기는 쉽지 않으며 변동성이 확대될 여지도 높다. 특히 브라질 경제의 핵심 변수중 하나인 국제원자재 가격의 장기적인 전망도 불확실하다.

도표 5 헤알/달러환율과 브라질 국채 10년 금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 6 외국인의 브라질 국채 투자 감소



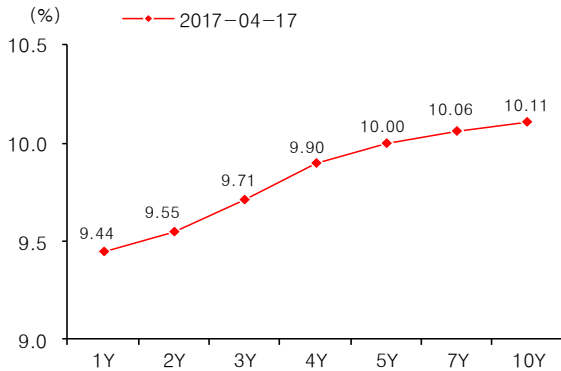
자료: 브라질 중앙은행, 유진투자증권

- 셋째, 지난해 10월 이후 공격적인 금리인하에도 불구하고 브라질 국채 10년금리가 기준금리를 하회하고 있어 과거와 같은 국채금리의 하락을 기대하기가 쉽지 않다. 기준금리 인하 전망으로 금리 급등에 따른 자본손실 리스크는 크지 않지만 금리 하락에 따른 자본이익 가능성도 크게 줄어들었다. 더구나 브라질 국채의 수익률곡선을 보면 국채 10년금리와 국채 5년 금리, 국채 3년 금리와의 격차는 각각 11bp, 40bp에 불과하다. 브라질 국채 투자가 투기적인 자본이익의 목적이 아니라 이자수익이 목적이라면 굳이 리스크가 높은 장기물인 국채 10년물 투자를 고집할 필요는 없다. 만기 보유목적이 아니라면 일정 정도의 이자수익을 포기하면 만기가 짧은 채권에 대한 투자로 향후 금리 변동에 따른 자본손실 리스크를 완화할 수 있다.



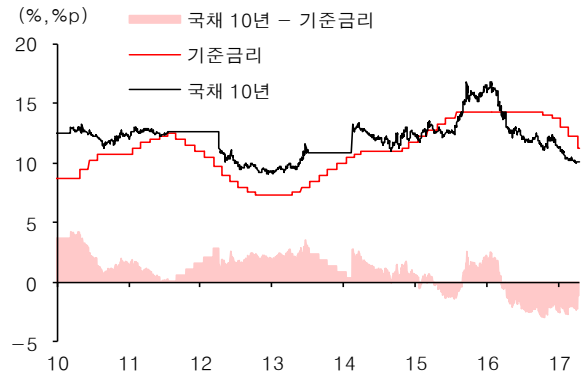


도표 7 브라질 국채 수익률곡선



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 8 국채 10년 금리와 기준금리차 역전 부담



자료: 브라질 중앙은행, 유진투자증권

■ 브라질 국채투자 매력적이나 잠재된 리스크에는 주의 필요

- 단기적으로 접근할 때 브라질 채권은 고금리뿐만 아니라 헤알/달러환율의 안정으로 투자 매력에 매우 높은 금융상품이다. 물가 안정을 바탕으로 경기부양을 위한 브라질 중앙은행의 공격적인 기준금리 인하가 예상되어 금리 급등에 따른 자본손실 리스크가 낮고 헤알화 가치 하락 우려가 크지 않은 점이 브라질 채권의 투자 매력을 더욱 높이고 있다.
- 다만 장기적인 시각에서 주요국의 통화정책 정상화 압력이 높아질 것이며, 이는 브라질 중앙은행의 완화정책을 제약할 것이다. IMF가 내년도 상품가격의 하락을 전망하는 등 원자재 가격 전망도 불확실하다. 특히 내년도 미 연준이 보유채권의 재투자 정책의 변화로 달러화 강세가 진행될 경우 헤알화 가치 하락 등 환율 변동성 위험도 잠재되어 있다. 계속되는 부패수사와 정치적 혼란, 투기등급의 국가신용등급 등도 간과할 수 없는 부담요인이다. 환율 안정과 금리 하락에도 불구하고 외국인의 브라질 국채 투자가 좀처럼 회복되지 못하는 이유이기도 하다.
- 결론적으로 High Return은 곧 High Risk를 동반한다. 6개월~1년 정도의 시계에서 볼 때 브라질 채권의 투자는 매력적이다. 다만 1년 이상의 시계에서는 불확실성을 감안했을 때 잠재적 리스크가 작지 않아 중립적인 관점에서 향후 시장 변동을 야기할 수 있는 모멘텀들에 대한 지속적인 주의 관찰이 필요해 보인다.





**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대어할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	3%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만	82%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만	14%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 0%미만	1%

(2017.03.31 기준)