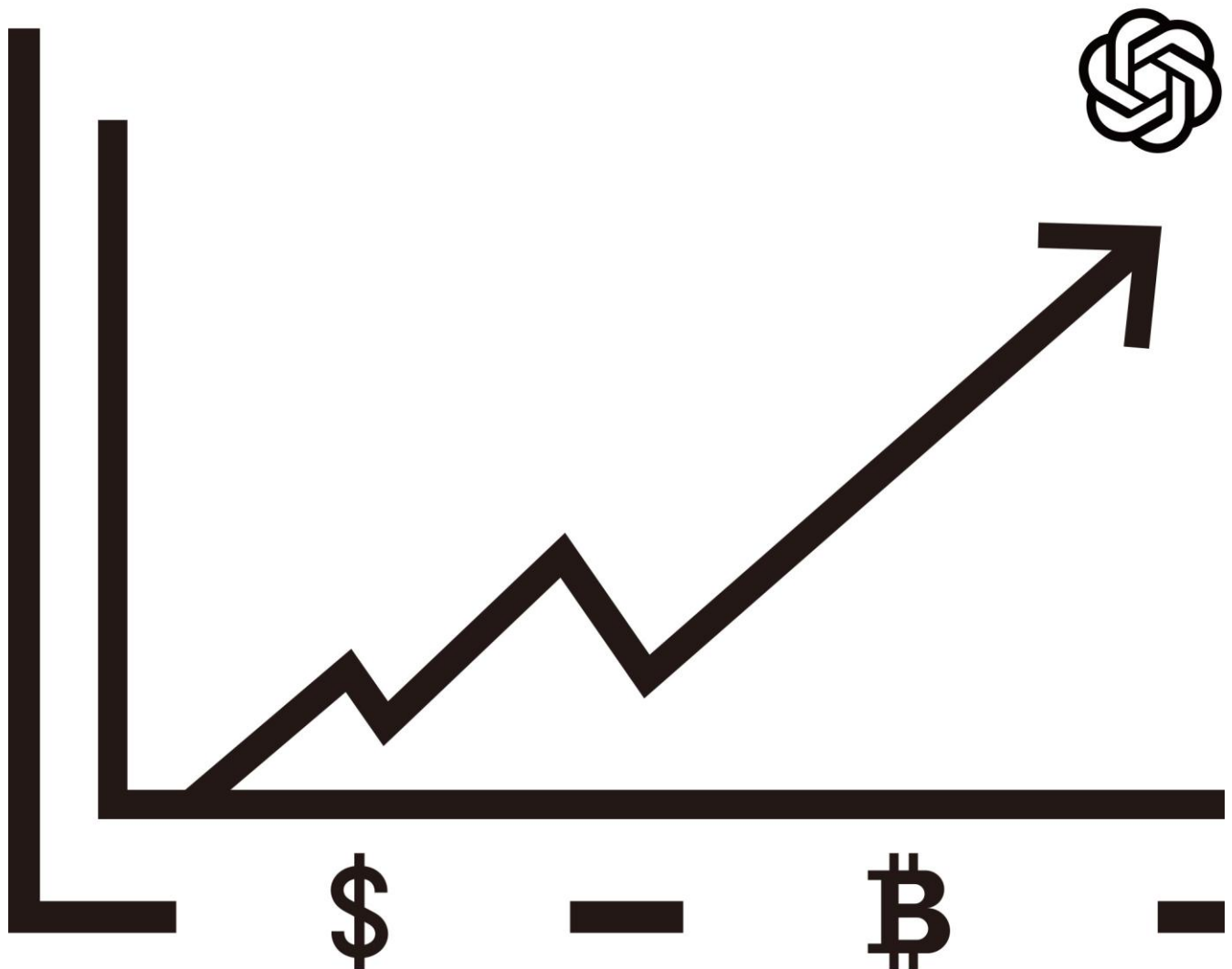


전략공감 2.0

Strategy Idea
브라질증시, 더 오를까?

오늘의 차트
전쟁 불확실성의 영향 경로 점검

칼럼의 재해석
미국 주택금융기관의 위험한 관행 부활



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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.

Strategy Idea

브라질증시, 더 오를까?



글로벌 투자전략 - 신흥국

Analyst 최설화

xuehua.cui@meritz.co.kr

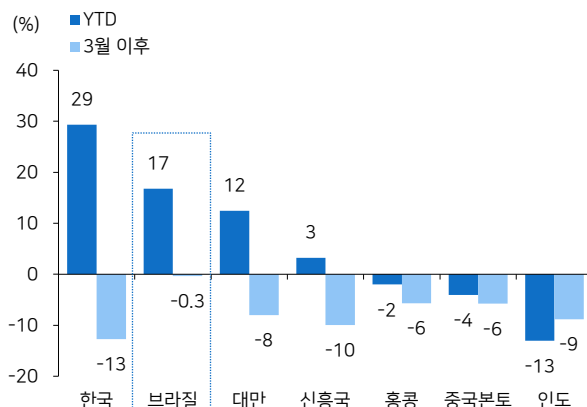
- ✓ 지정학적 혼란 속 홀로 빛난 브라질: 금리 인하 기대, 원자재 수혜, 해알화 강세
- ✓ 오는 10월 대선 전까지 추가 강세 기대: 연간 6% 평균 배당수익률과 9.2배의 저평가 매력 부각
- ✓ 10월 대선에서 시장 친화적인 야당이 집권한다면 추가 상승 모멘텀으로 작용 가능

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 해알화가 6% 절상되면서 달러 환산 수익률은 23%에 달해 한국(25%)에 근접한다(4/6일 기준).

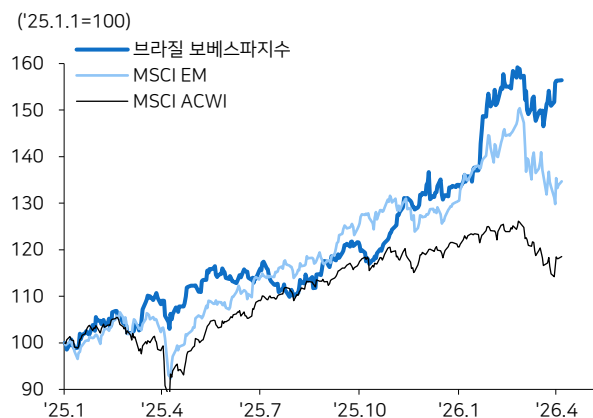
또한 25년부터 브라질 주식시장은 누적 56% 상승하며, MSCI EM(신흥국) 및 ACWI(선진국) 지수를 모두 아웃퍼폼하고 있다(그림 2). 본 보고서에서는 이러한 강세장의 배경과 향후 지속 가능성 여부를 점검해보고자 한다.

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

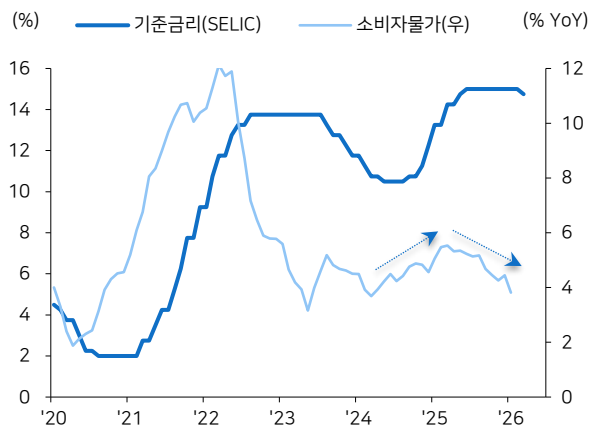
브라질 강세장을 이끈 3가지 엔진

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).

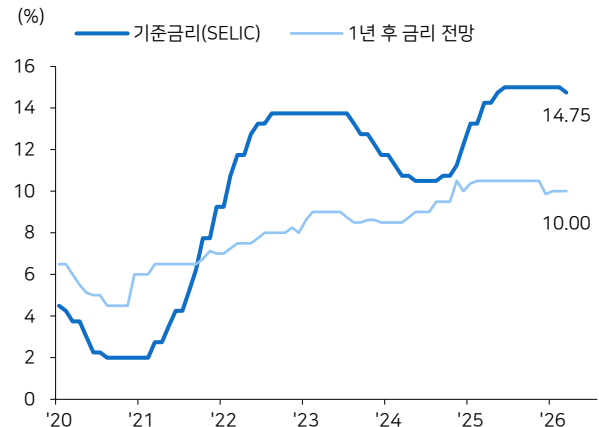
올해 3월 브라질 중앙은행은(BCB)는 기준금리를 15%에서 14.75%로 25bp 인하하며 공식적으로 통화완화 사이클을 개시했다. 2024년 9월 인상 사이클 재개 이후 첫 인하로, 시장에서는 이를 구조적 변곡점으로 해석했다. 현재 시장 컨센서스는 1년 뒤 기준금리가 10%까지 하락할 것으로 전망하고 있다(그림 4). 금리 인하 기대로 작년부터 부동산, 금융 등 금리 민감 업종들이 강세를 보이며 주식시장 상승에 기여했다.

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



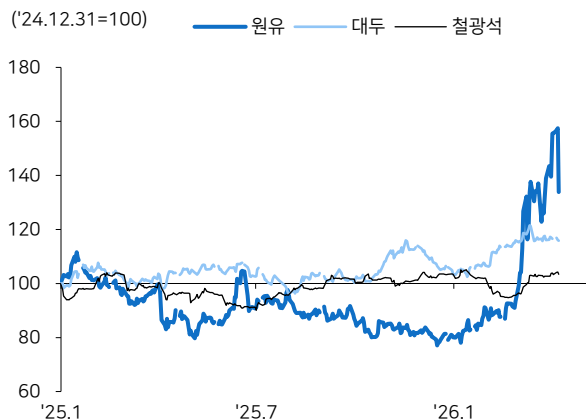
자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

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.

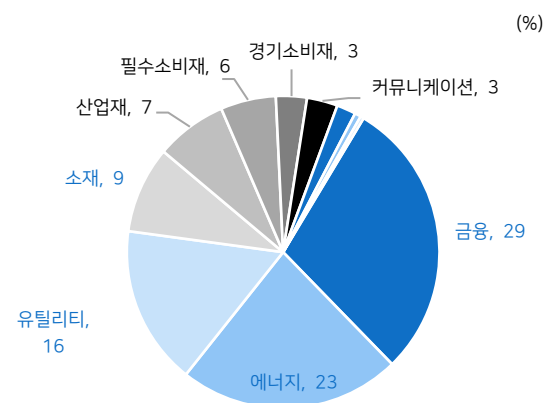
또한 브라질 정부는 새로운 재정준칙을 도입했다. 즉 ▲ 정부 지출 증가율을 직전 12개월간의 세입 증가율의 70% 내로 제한하고, ▲ 경제 상황에 관계없이 지출을 최소 0.6%, 최대 2.5% 사이에서만 움직이도록 설정함으로써 재정 건전성을 개선 하려고 노력했다. 이러한 노력들이 종합적으로 작용하며 글로벌 자금의 非미국 (Non-US) 지역분산 투자 수요가 브라질로 일부 유입된 것으로 보인다(그림 8).

그림5 원유, 대두, 철광석은 25년 하반기부터 반등 시작



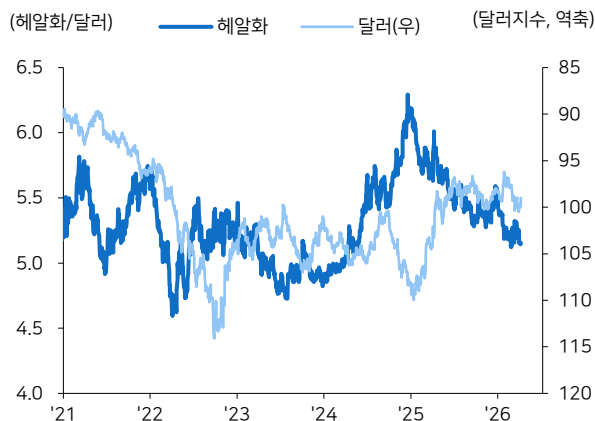
주: 원유는 WTI, 철광석은 싱가포르 선물가, 대두는 시카고 선물가격 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 브라질 보베스파 지수의 업종별 구성



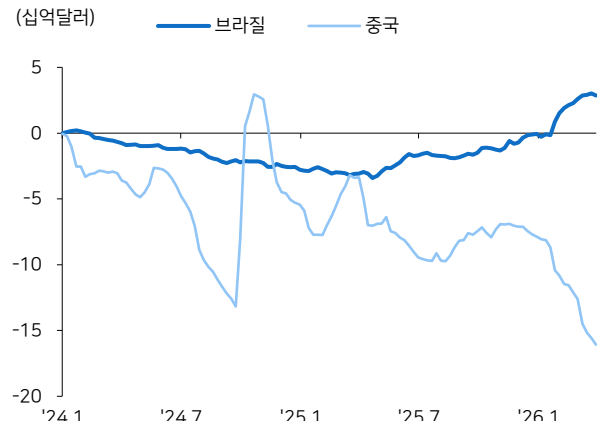
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

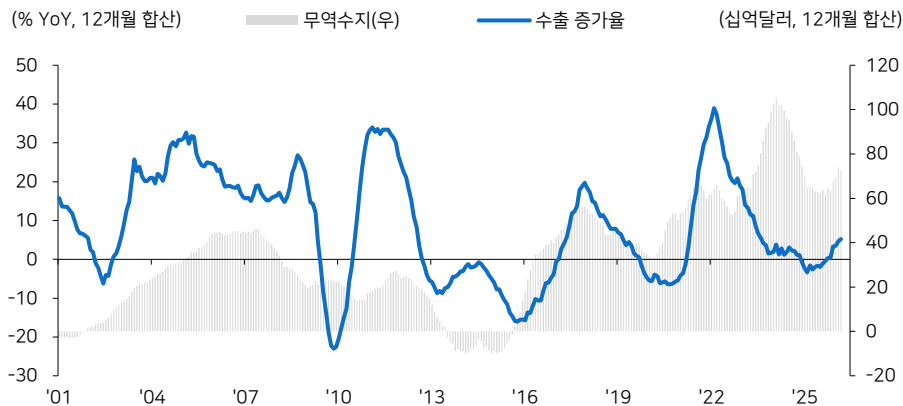
상승 랠리, 아직 끝나지 않았다

이미 금리 인하, 원자재 수출 호조 및 해알화 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) 해알화 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.

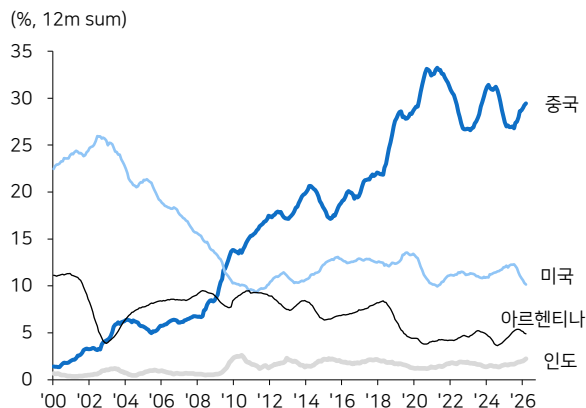
해알화가 추가 절상이 가능해 보이는 이유는 △ 중동 지정학적 불확실성이 완화되며 강달러가 약해질 것이고, △ 이번 중동 리스크로 원자재 수입 다원화에 대한 수요가 늘어나며 브라질 수출에 유리하게 작용할 수 있기 때문이다. 브라질의 수출 증가율은 25년 2월을 저점으로 이미 반등 사이클에 진입했다(그림 9). 또한 △ 브라질이 금리 인하 사이클에 진입했지만 실질금리가 여전히 10% 전후로 여타 국가 대비 높아 캐리 트레이드 자금 수요를 뒷받침할 수 있다. 25~26년 현재까지 해알화 절상폭은 17%로, 24년 절하폭(-27%)의 절반을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

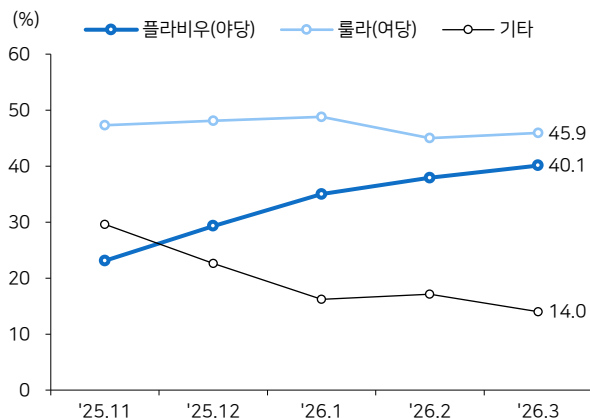
현지 대선 조사 기관인 AtlasIntel에 따르면, 플라비우의 지지율은 작년 말 23%에서 40%까지 상승하며, 최근 브라질 선거 역사에서 가장 빠른 야권 지지 결집 중 하나로 평가된다. 플라비우 보우소나루(Flávio Bolsonaro, 44세)는 전 대통령 자이르 보우소나루의 장남이며 현재 리우데자네이루 상원의원이다. 그의 주요 공약 방향을 보면 국영기업 민영화, 감세, 노동시장 규제 완화, 범죄 조직 척결, 아그로 비즈니스 지원 확대 등 시장 친화적이다<표 1>. 따라서 오는 10월 야당이 당선되면 주식 시장에는 ‘정치적 체인지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

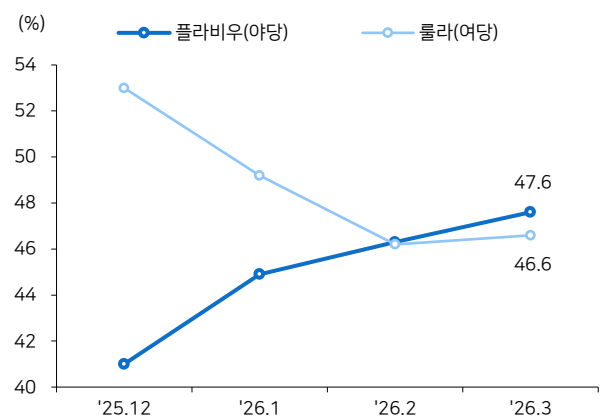
자료: FT, 현지 언론, 메리츠증권 리서치센터

그림12 1차 경합에서 대선 후보자 지지율 변화



자료: AtlansIntel, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2차 경합으로 넘어갈 경우 대선 후보자 지지율 변화



자료: AtlansIntel, 메리츠증권 리서치센터

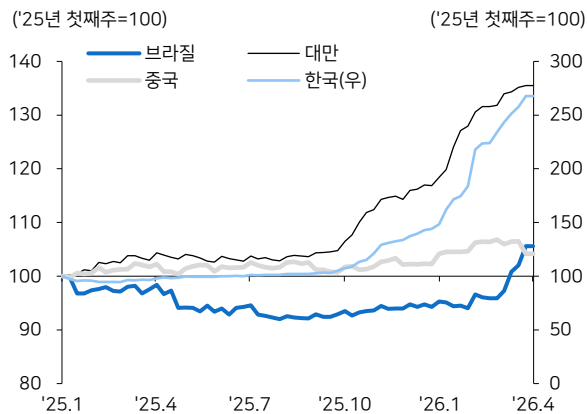
브라질 투자 방법과 리스크

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.

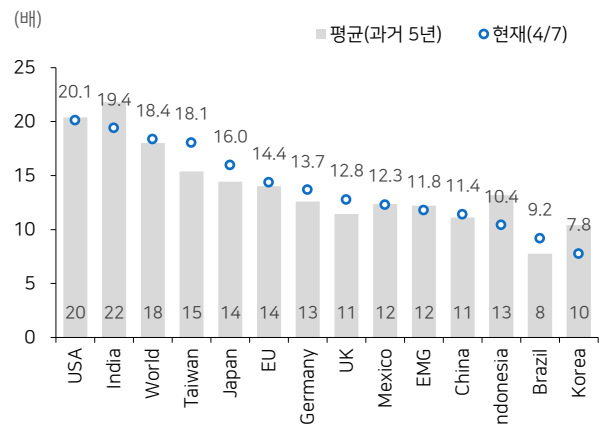
한국에서 브라질 증시에 투자할 수 있는 방법은 미국 주식시장에 상장된 브라질 ETF이다. EWZ, FLBR 등이 대표적이다. 한편 한국증시에서는 Tiger 라틴35 ETF로 간접 투자 효과를 누릴 수 있다<표 2>.

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

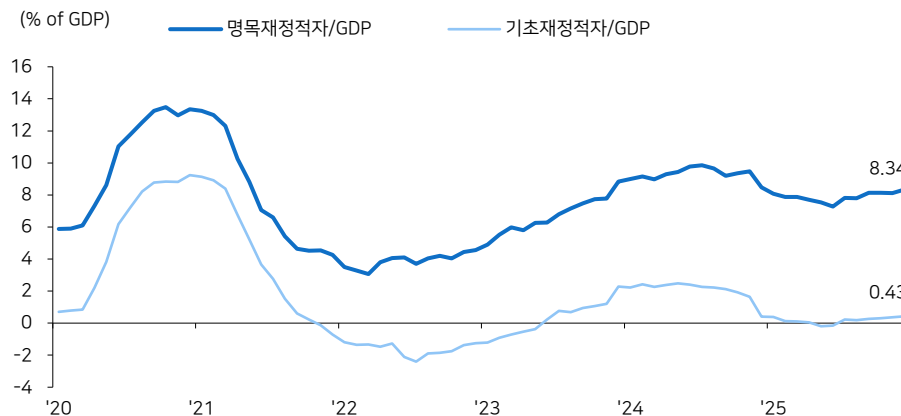
표2 브라질 주식시장에 투자하는 대표 ETF 정리

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	미래에셋캐프스 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

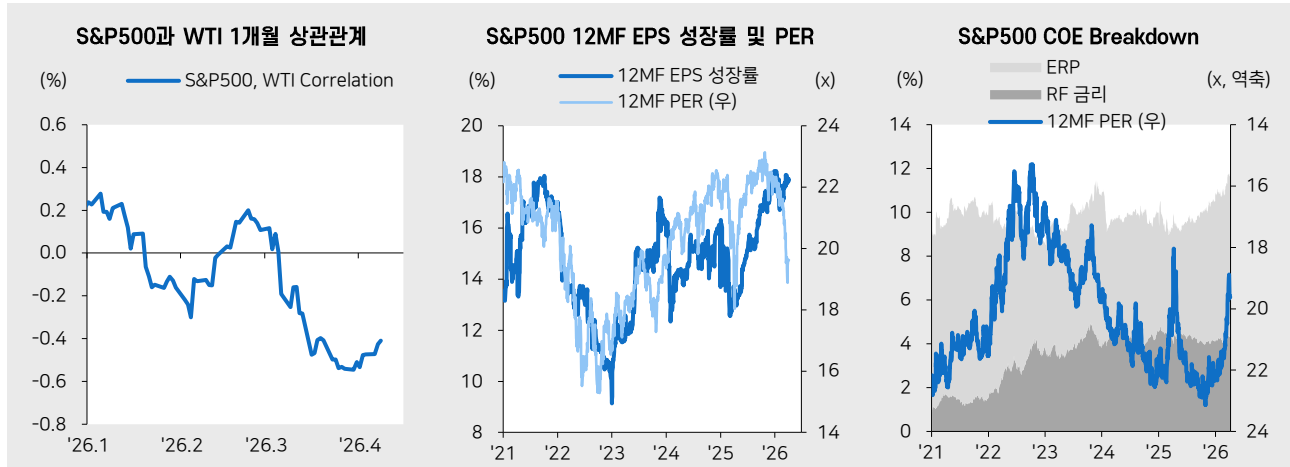


주: 기초재정적자는 연간 정부 수입에서 지출을 제외한 금액/명목 재정적자는 이자까지 포함한 적자 규모
 자료: Central Bank of Brazil, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

박보경 연구원

전쟁 불확실성의 영향 경로 점검



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

전주 트럼프의 군사 압박에도 불구하고, S&P500과 WTI의 상관관계가 -0.40%까지 약화되었다. 표면적으로 전쟁의 충격이 약해지고 있는 듯하지만, 불확실성이 연장되고 있는 만큼, 전쟁의 증시 영향 경로를 점검해볼 필요가 있다.

펀더멘털 측면에서 추가적인 하락을 유발할 요인은 제한적이다. '22년 러-우 전쟁을 복기해보면 일차적 조정은 금리 상승에 기인했다. 다만 하반기까지 조정이 연장된 것은 고유가·고금리 등 비용 부담으로 인해 실적 추정치 하향 심화된 데 기인한다. 반면 현재 S&P500의 12MF EPS 성장률은 +17.9%로, 상향이 이어지고 있다. 즉 아직 고유가·고금리 장기화 우려가 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

반면 밸류에이션은 여전히 불확실성을 반영하고 있다. 이는 PER의 할인 요소인 Rf(미국채 10년물)와 ERP(위험 프리미엄)를 통해 확인 가능하다. '22년 금리 상승이 밸류에이션 하락을 주도한 것과 달리, 현재는 금리(3.94%→4.29%)와 ERP(6.8%→7.4%) 모두 상승한 상황이다. 이는 인플레이션 우려뿐만 아니라, 지정학·정책 불확실성으로 인한 위험보상 확대도 부담으로 작용하고 있음을 시사한다.

한편 ERP 하락의 조건은 '24년 1-2월 사례에서 확인 가능하다. '23년 하반기 재정 우려, 금리인하 기대 후퇴가 겹치며 ERP가 7.0%까지 상승했다. 다만 인플레 둔화와 연착륙 기대가 강화되는 가운데, 연준이 긴축 종료를 시사하며 매크로 불확실성이 완화되었다. 뒤이어 빅테크 호실적이 AI 낙관론·성장 기대를 환기시키며 가격 재평가로 이어졌다. 그 결과 ERP가 5.1%로 빠르게 낮아졌다.

정리하자면, 일시적으로 유가 민감도는 낮아졌으나 여전히 위험 프리미엄은 높은 상황이다. '24년과 유사한 환경이 조성되기 위해서는, 전쟁 불확실성이 완화되고 1Q26 실적발표에서 성장 기대를 재확인시켜줄 계기가 필요할 것이다.

칼럼의 재해석

김영준 연구원

미국 주택금융기관의 위험한 관행 부활 (Financial times)

미국 주거비 부담을 완화하려는 차원에서 연방주택금융청은 패니 메이와 프레디 맥(GSEs)에게 막대한 양의 모기지 증권을 매입하도록 지시했다. 모기지 금리를 낮추기 위해 실시되는 이 정책은 20년 가까이 통제되고 있던 미국 주택신용이 다시금 팽창될 수 있는 명분을 마련했다. 칼럼 저자는 지금 상황을 과거 금융위기를 초래했던 사업 모델로의 회귀 가능성으로 해석하며 이를 경계한다.

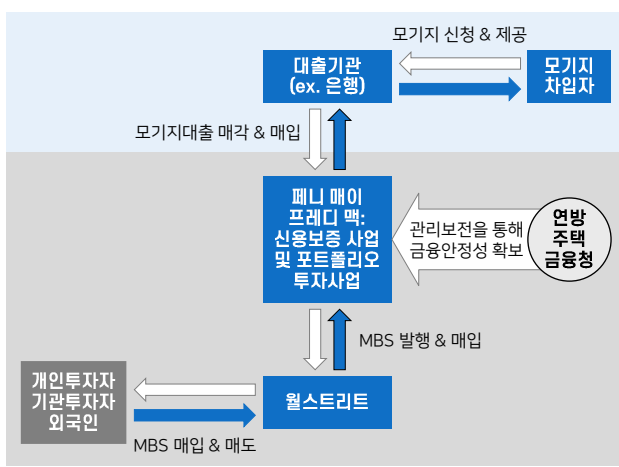
한때 GSEs는 자체 MBS 보유액을 늘리며 포트폴리오는 1.5조달러를 기록, MBS 시장의 3분의 1을 차지했었다. 결국 더 많은 수익을 얻고자 하는 과정에서 부실화가 수반되었고, 거대한 포트폴리오의 변동성을 관리하는 데 실패했다. 현재 GSEs의 포트폴리오 한도는 4,500억달러이다. 아직 전체 MBS 잔액의 약 4%에 불과하지만, 트럼프 행정부에서 주택시장 안정을 명분으로 관련 한도를 상향하고 해당 기관을 민영화하고자 하는 시도가 있다. 과거의 교훈은 잊은 채 이제는 괜찮다는 안일함이 잠재적 리스크를 만들어 내려고 한다.

트럼프의 MBS 매입 지시 이후 3개월 경과

올해 1월 8일, 트럼프 대통령은 미국 연방주택금융청(FHFA)에 2천억달러 규모의 모기지 채권(MBS)을 매입하라고 지시했다(그림 1). 금융위기 당시 FHFA가 패니 메이와 프레디 맥(이하 GSEs, Government-sponsored enterprise)을 회생시키기 위해 사용했던 금액과 맞먹는 수준이었다. 이후 FHFA는 패니 메이와 프레디 맥을 통해 MBS를 매입하기 시작했다. 그 결과 단 두 달만에 GSEs의 MBS 보유액은 약 270억달러나 증가했다(그림 2). 지난해의 증가분은 높아진 캐리 수익과 부동산 시장 유동성 지원이 맞물린 것으로 파악된다.

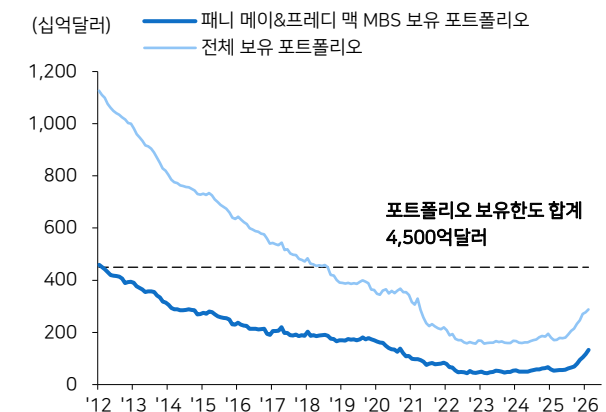
금융위기 이후 주택금융기관의 보유 포트폴리오를 축소해왔으나, 그 기조가 크게 바뀌고 있는 양상이다. 세간의 시선이 전쟁으로 쏠린 사이 트럼프 대통령은 주택 관련 행정명령에 서명을 했는데(3월 13일), 부동산 신용공급 확대를 목표로 소규모 지역은행의 주택 대출 규제를 완화해주었다.

그림1 미국 연방주택금융청과 GSEs의 역할 도식화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GSEs의 MBS 매입 확대 전환 및 추이 지속



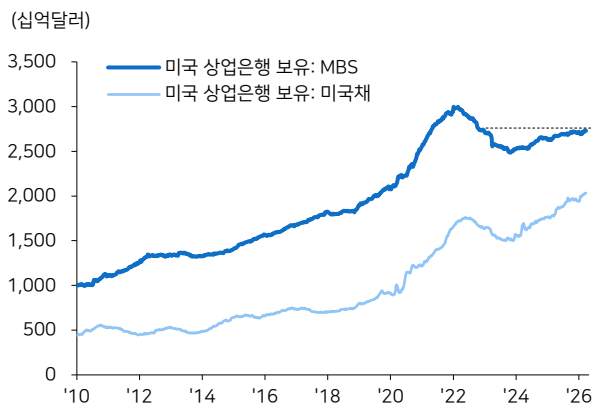
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

최근 스프레드 확대는 신용 경계감보다는 기술적 요인

GSEs 뿐만 아니라 미국 상업은행도 SVB사태 이후 크게 줄었던 MBS 잔고를 채워 나가고 있다(그림 3). 이처럼 수요의 저변이 확대되었음에도 불구하고 MBS의 스프레드 확대는 억제되지 못했으며, 크레딧의 상대가치를 비교하는 척도인 초과수익률(총수익률 - 듀레이션이 매칭된 가상의 국채 포트폴리오 수익률) 살펴보면 MBS가 가장 저조했다(그림 4, 5). 전월 낙폭을 감안했을 때, 4월의 회복세조차 사실상 더딘 편이다.

MBS에 대한 신용 경계감이 반영된 것일까? 이미 이전부터 부동산 관련 경제지표는 부진했고, 모기지 상품에서 크레딧 이벤트가 발생하지 않은 점을 비춰보았을 때, 기초자산에 대한 편더멘탈 우려보다는 시장 수급의 기류가 변했다고 보는 것이 합당하다. 즉, 가격에 민감한 투자자들의 헤지 거래가 스프레드 확대를 증폭시켰다는 판단이다(그림 6).

그림3 미국 상업은행의 MBS 보유액, SVB 때만큼 복구



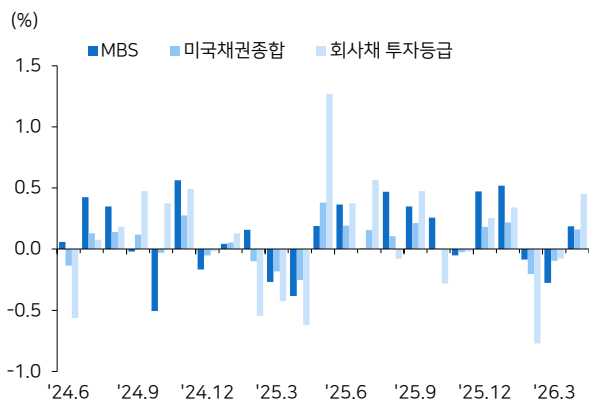
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 그러나 최근 확대세 지속되고 있는 MBS 스프레드



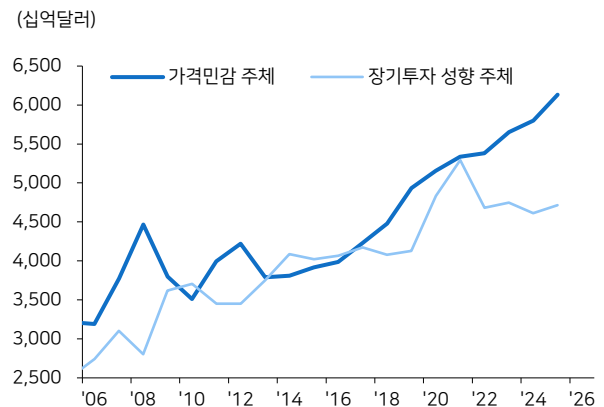
주: 실무 고려 MBS current coupon에서 미국채 5y/10y 평균 차감
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 신용채권 초과수익률 비교, 3월 MBS 언더퍼폼



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 투자자 유형별 MBS 보유 현황



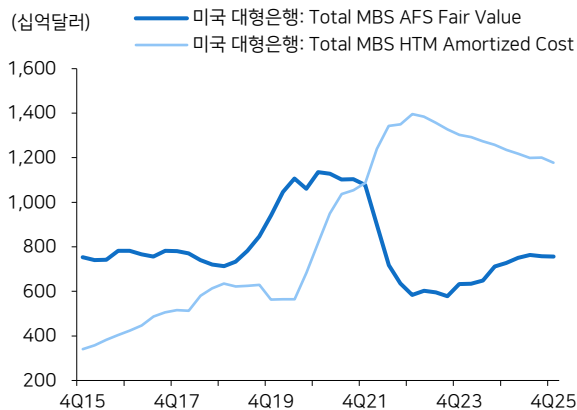
주: 은행, 헤지펀드, 투신, 딜러, GSEs, REITS는 가격민감 주체로 분류. 연준 및 정부, 외국인, 퇴직연금, 보험사 등은 장기투자 성향 주체로 분류
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

안심하기 보다는 잠재적 리스크 인식 필요

특히 은행이 MBS를 매도가능 계정으로 보유하는 비중을 늘리고 있는데<그림 7>, 증권사의 가격변화가 규제자본에도 영향을 줄 수 있는 만큼 적극적으로 헤지할 유인이 존재한다. 또한, 단기 트레이딩 성향이 강한 딜러가 MBS 거래를 활발히 하고 있어 헤지 수요가 늘어났을 것이라는 추측이다<그림 8>. 이러한 헤지수요는 결국 스왑 금리의 변동성을 높이게 되고 MBS 스프레드와 상관성을 띤다<그림 9>. MBS 특성상 조기상환이 가능한데, 재융자 옵션이 금리에 의존하는 탓에 듀레이션 변동이 커질 시 투자자들은 더 넓은 스프레드를 요구하게 되기 때문이다.

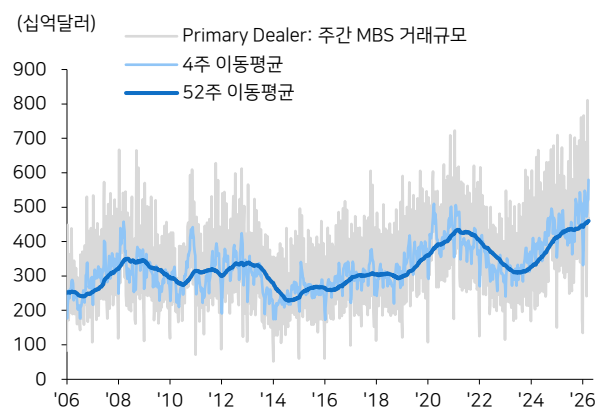
그래서 지금의 MBS 스프레드 확대를 크게 걱정할 필요는 없지만, 보증 기관의 부도율이 상승세로 돌아선 것은 신경 쓰이는 대목이다<그림 10>. 현재 트럼프 행정부는 GSEs 민영화까지 추진 중인데 마냥 좋게 들리지는 않는다.

그림7 주요 투자자의 매도가능계정 MBS 증가세로 가격민감



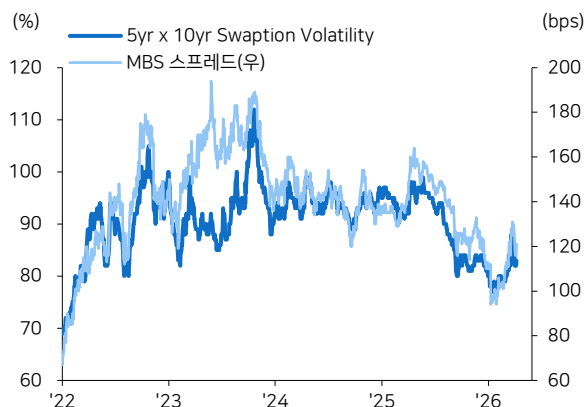
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 딜러의 MBS 거래액, 사상 최고치 규모 기록



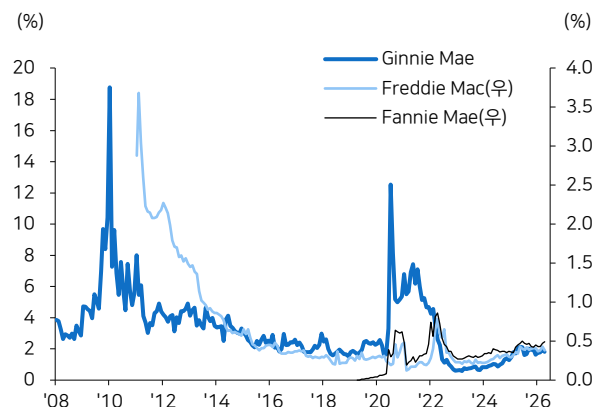
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 MBS 스프레드와 금리 내재변동성의 동조화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 걱정할 단계는 아니지만 부도율 추이 관찰할 필요



주: 모기지 조건부 부도율(CDR 1M), 정상 대출 중 부도로 전환되는 비율
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: A dangerous playbook is being revived for the giant US housing agencies(Financial Times)