



2024年10月10日

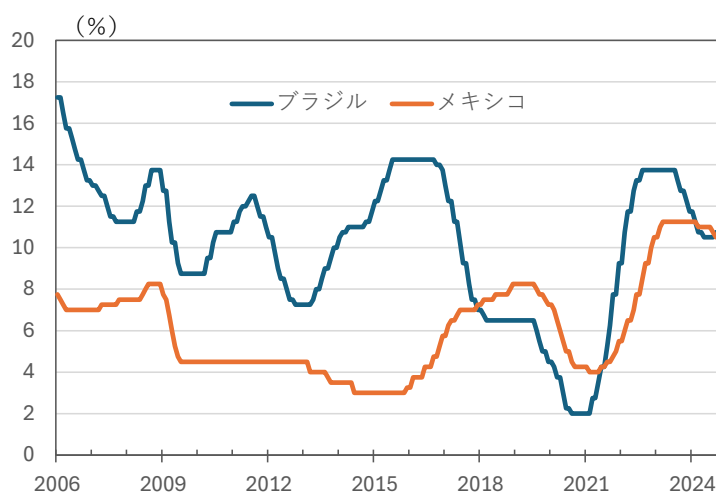
## 交差する金融政策～ブラジルの利上げ／メキシコの利下げ余地はどれほどか？

公益財団法人 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員 森川 央

9月、ブラジル中央銀行が利上げを実施した一方、メキシコ銀行は利下げを行った。ラテンアメリカの雄と称される両国だが、その地理的条件や産業構造が異なるため、景気サイクルは必ずしも一致していない。図1は、2006年1月以降の両国の政策金利の動きを示している。

2009年の世界金融危機や、2020年の新型コロナウイルスによるパンデミック、そして危機後の回復期においては、両国の金融政策は同調していた。しかし、例えば2010年から2012年にかけてはブラジルでは金利の変動があったのに対し、メキシコは長期間金利を据え置いていた。さらに2013年から2015年にかけては、ブラジルは累計6.25%ポイントの利上げを行ったのに対し、メキシコは4%から3%への利下げを実施していた。その後は両国ともに1年以上金利を据え置いたのち、ブラジルは14.25%から6%へと大規模な利下げを行い、ほぼ同時期にメキシコは3%から8.25%へと利上げを実施し、金融政策は逆の動きを見せていた。

図1 ブラジル・メキシコの政策金利の推移



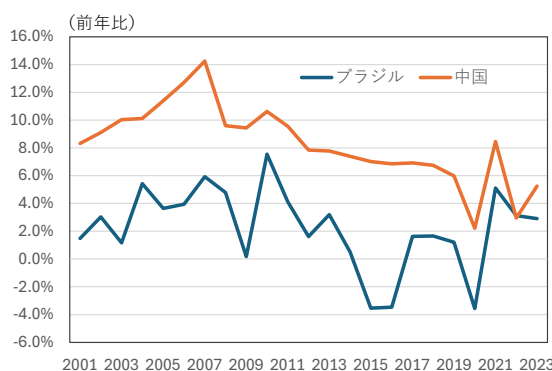
(資料) メキシコ銀行、ブラジル中央銀行、Refinitiv

両国の景気サイクルの違いの主な要因は、産業構造にある。両国とも世界経済の影響を受けるが、その影響が波及する経路やタイミングは異なる。ブラジルは、農産物や鉄鉱石などの一次産品の輸出（輸出全体の約 50%）を通じて世界経済と結びついている。そのため、21 世紀に入り中国が「世界の工場」となると、中国向けの一次産品の輸出が急増した。2000 年代の中国の高成長はブラジルにとって追い風となっていた。データからも 2009 年以降中国はブラジルの最大の輸出先となり、2023 年にはそのシェアが 30.7%に達したことが確認できる。

一方、メキシコ経済は 1994 年の北米自由貿易協定（NAFTA）の発効以降、米国製造業の下請け化が進み、製造業を中心に米国経済との一体化が進んだ。メキシコの輸出品に占める一次産品の割合は 1 割強(2021 年)にとどまり、米国向けの輸出は全体の 72%、製品輸出に限ると 8 割に達している。この結果、メキシコの景気サイクルは米国経済と強く連動するようになった（図 3）。

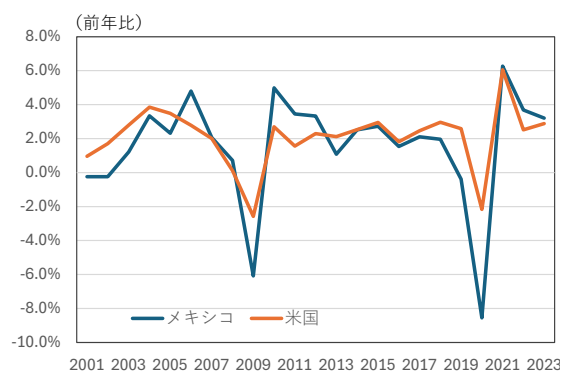
景気サイクルの違いは、インフレ率や為替動向にも影響を与えるため、金融政策の局面（利上げや利下げ）にも差が生じることは自然な流れである。

図 2 ブラジルと中国の実質 GDP 成長率



(資料) Refinitiv

図 3 メキシコと米国の実質 GDP 成長率



(資料) Refinitiv

足元の解説をすると、2023 年の成長率はブラジルが 2.9%、メキシコが 3.2%と大きな差はないが、インフレ率はブラジルが 4.6%、メキシコが 5.5%であった。ブラジルが昨年、利下げを先行させた理由はインフレ率の差にあったらう。

今年に入ってから、景気の勢いの違いが金融政策の方向性を変えたと思われる。ブラジルの実質成長率は 1～3 月が 1.0%、4～6 月が 1.4%（季節調整済み前期比）であったのに対し、メキシコは同期間 0.1%、0.2%と大きく出遅れている。景気回復はブラジルで先行しており、ブラジル中央銀行が早めに利上げを決断したと考えられる。一方、メキシコの利下げは鈍化したままの景気回復への対応と見られる。

では、今後の見通しはどうか。ブラジルもメキシコも追加の利上げや利下げの余地は限られていると考えられる理由がある。第 1 はそれぞれの国内のインフレ動向である。

直近（6～8月平均）のインフレ率（前年比）はブラジルが3.8%で年末の目標値（4.0%）を下回っている一方、メキシコは5.2%と高く中央銀行のインフレ目標3%±1%の上限を超えている。

第2は海外経済の動向である。ブラジルにとって重要な中国では景気対策が講じられたものの、持続的な回復に向かうかは不透明である。これは、利上げを妨げる要因となり得る。

一方、メキシコにとって重要な米国経済ではソフトランディングの期待が高まっており、米国の利下げ余地は大きくないという見方が浮上している。米国がソフトランディングに成功すれば、メキシコが利下げを行う必要性は薄れるだろう。

以上を踏まえると、両国とも追加の利上げや利下げの余地は大きくない。海外情勢も流動的であり、両国の金融当局は慎重な政策運営を行うと予想される。

以上

Copyright 2024 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。