

2026年4月6日 全9頁

原油高・リスクオフ下での新興国の耐性は 脆弱性が最も懸念されるのは南ア。耐性が高いのはブラジル

経済調査部 シニアエコノミスト 増川 智咲

[要約]

- 2026年2月28日の米国によるイラン攻撃以降、原油やその代替エネルギーとなる天然ガスや石炭価格の上昇が顕著である。先行き不透明感から市場ではリスクオフの動きが強まり、2026年3月27日時点で新興国通貨は対ドルで全面安となっている。本稿では、エネルギー輸入依存度、原油備蓄量、インフレリスク、エネルギー補助のための財政余地、対外的なバッファという点で主要新興国を比較した。
- 今般の中東情勢悪化による打撃が最も大きいのは南アフリカ（南ア）だ。外貨準備高が比較的厚い点や自国通貨建て資金の調達が可能なのはプラスだが、政府部門の貯蓄不足を海外からの資本フローでファイナンスする構造は、通貨安につながりやすい。発電設備の老朽化やガバナンス問題で電力価格の高騰が常態化している点にも注意が必要だ。
- 原油備蓄量の規模が小さいのはインドネシアとベトナムである。インドネシアは、経常赤字を比較的足の速い証券投資でファイナンスしているため、資本流出リスクに注意を要する。ベトナムは、経常黒字幅が大きい点で評価できるが、硬直的な為替制度を支えるために外貨準備高を消耗している点がデメリットだ。
- タイやインドに関しては、原油輸入依存度の高さがボトルネックではあるが、比較的豊富な石油備蓄量がバッファとして機能しそうだ。また、両国は対外債務残高の規模が小さい点や、外貨準備高に厚みがある点でも対外的な耐性が高い。
- 今回取り上げた主要新興国の中で、最も打撃が小さいのはブラジルだ。原油の純輸出国である点や、対外的なリスクに対するバッファが厚い点、米国との金利差が大きい点とその理由だ。中東情勢の悪化が市場でのリスクオフを過度に強めない限り、米国との金利差や資源国としての強みがバッファとなり得る。

米国のイラン攻撃を契機に、新興国通貨は対ドルで全面安

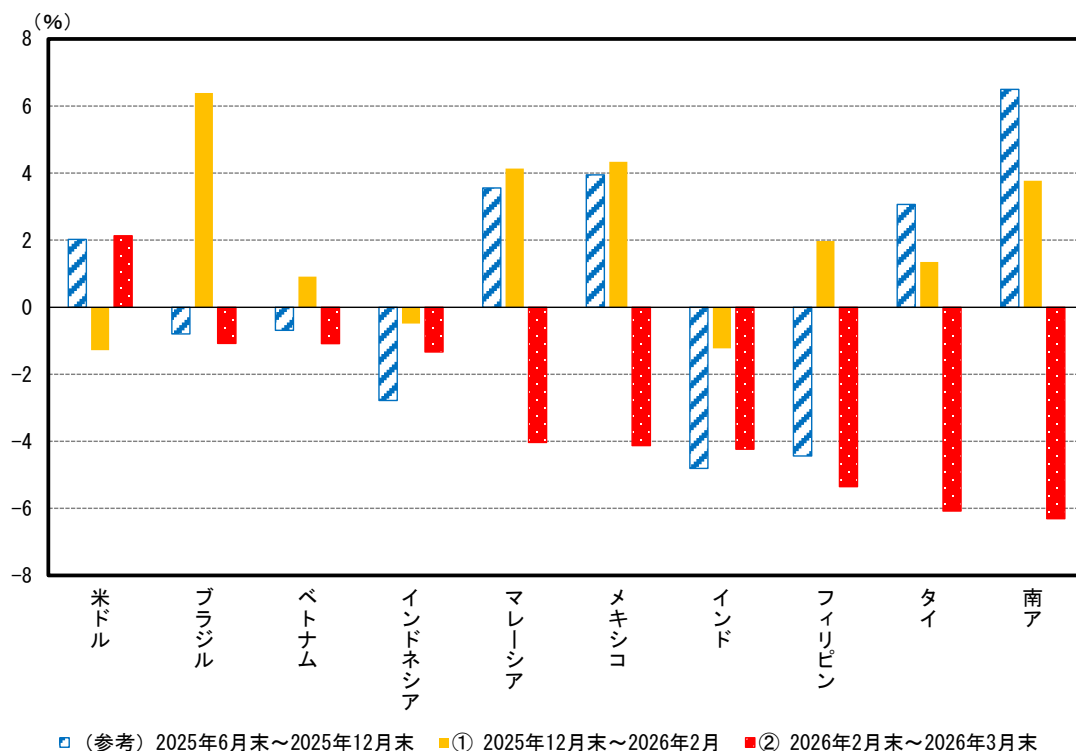
2026年2月28日の米国によるイラン攻撃以降、原油やその代替エネルギーとなる天然ガスや石炭価格の上昇が顕著だ。これと同時に、先行き不透明感から市場ではリスクオフの動きが強まり、3月3日～25日にかけての新興国への資本フローは、株式を中心に流出超となった。

図表1は、主要新興国通貨の対ドル為替レートと米ドル実効レートの変化率を表したものである。2025年12月末から2026年3月末までの期間を、①2025年12月末から2026年2月までと、②2026年2月末から2026年3月末までの2つに分けた。

①は、2026年1月に米国FRBの独立性への懸念が高まったことで、米ドルの実効レートが下落した後、同年2月に利下げ先送り観測が強まり米ドルの実効レートが下げ止まった期間である。この間、米ドルの実効レートは▲1.3%下落したのに対し、多くの新興国通貨の対ドル為替レートが上昇した。特に、米国との金利差が大きかったブラジルレアル、メキシコペソ、南アフリカ（南ア）ランドの対ドル上昇率が大きかった他、アジアではファンダメンタルズが良好なマレーシアの通貨リンギット、それまでの過度な下落が修正されたフィリピンペソ、金価格との連動性が高いタイバーツの対ドル上昇が目立った。

続く②の期間では、米国によるイラン攻撃を契機にリスクオフの動きが強まった。この間、新興国通貨の対ドル為替レートは全面安となったが、特に下落幅が大きかったのは南アランド、タイバーツで、それにフィリピンペソ、インドルピーが続いた。

図表1 主要新興国通貨の対ドル為替レートと米ドル実効レート



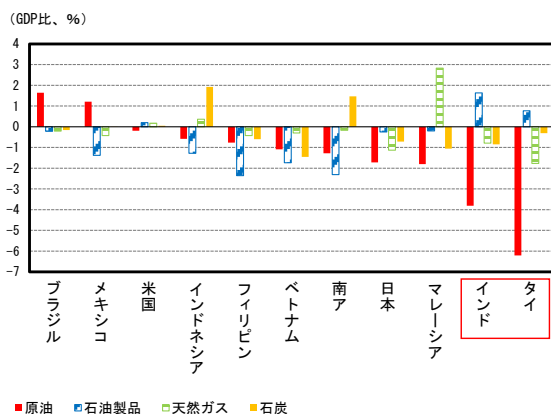
(出所) Bloomberg より大和総研作成

新興国通貨安の要因の一つは、エネルギーの対外依存度の高さ

新興国通貨の対ドル為替レートの下落を誘発した要因の一つは、エネルギーの対外依存度の高さにある。図表 2 にある通り、主要新興国の中ではブラジルとメキシコを除いたすべての国々が原油の純輸入国であり、原油高の悪影響を受けやすい。その中でも、タイやインドの純輸入規模（GDP 比）が特に大きく、日本を上回る。各国の第一次エネルギー供給源¹を表した図表 3 では、タイは 50%弱を原油に依存していることが分かる。主要新興国の中でも、原油高の打撃が最も大きい国の一つといえる。インドに関しては、第一次エネルギー供給源の 57%を石炭が占めている。インドは石炭の純輸入国でもあることから、原油高だけでなく石炭価格の上昇による悪影響も受けやすい。

また、石油製品だけを見るとメキシコも純輸入国である。国内における原油精製拠点が限られており、石油製品の多くを輸入に依存しているためだ。原油高は、石油製品の輸入価格を押し上げることでメキシコの交易条件を悪化させ、海外への所得流出を引き起こす。

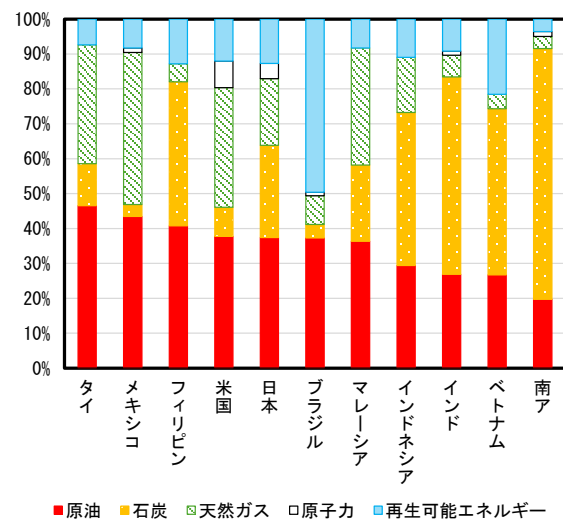
図表 2 原油・石油製品・天然ガス・石炭の純輸出額



(注 1) 原油は HS コード 2709、石油製品は同 2710、天然ガスは同 2711、石炭は同 2701。

(注 2) ベトナムは 2023 年、それ以外は 2024 年。
(出所) UN Comtrade、各国統計より大和総研作成

図表 3 第一次エネルギー供給源（2024 年）



(出所) Our World in Data より大和総研作成

フィリピンとベトナムに関しては、原油、石油製品、天然ガス、石炭のすべてにおいて純輸入国である。両国とも、第一次エネルギー供給源の 7 割以上を原油と石炭に依存していることから、エネルギー価格上昇による影響を看過できない。

他方、国内で調達可能な燃料を、主な第一次エネルギー供給源としている国もある。例えば、マレーシアの天然ガス、インドネシアの石炭である。国内における資源の存在が、国際的なエネルギー価格高騰の影響をある程度緩和する可能性があるだろう。例外は南アである。南アは、国内で調達可能な石炭への依存度が高い。しかし、発電設備の老朽化やガバナンスの問題が原

¹ ここでは第一次エネルギー供給源で表している。第一次エネルギー供給源とは、自然から直接採取できるエネルギー。

因で、電力不足が長年常態化している²。石炭資源を有していても、エネルギー危機に対するバッファーとして機能しにくいのである。

次に、各国の石油備蓄量を表したものが図表 4 である。インドと南アを除くすべての国で、不測の事態に備えた政府の備蓄制度である「国家戦略石油備蓄」を有していない。「国家戦略石油備蓄」に加え商業用も含めた備蓄量を、消費量で割った日数で見ると、タイ、インド、マレーシアではほぼ 60 日を超える。例えば EU の規定では、消費量比で 61 日または純輸入量比で 90 日分のいずれか多い方が、不足に備えた備蓄量として適切とされている。そのため、これら 3 カ国の備蓄量はほぼその基準を満たしているといえる。他方、インドネシアやベトナム、フィリピンの水準は不十分で、特にインドネシアの脆弱性が際立っている。

以上のように、第一次エネルギー供給源とエネルギーの輸入依存度を考慮すると、タイやインド、フィリピン、ベトナム、南アがエネルギーの価格変動による影響を受けやすい国といえるだろう。ただし、タイやインドは比較的豊富な備蓄を有していることから、即座に危機的状況に陥るとは考えにくい。他方、フィリピンやベトナムでは備蓄量が限定的であるため注意が必要だ。また、インドネシアに関しても、自国産の石炭の存在がある程度バッファーとはなるが、原油備蓄量を考慮すると、原油価格高騰の長期化には脆弱である。

図表 4 主要新興国の原油備蓄量

	商業用も含めた石油備蓄量 (消費量比)	国家戦略石油備蓄 (SPR) (純輸入量比)
ブラジル	-	×
インド	約60日分	○ (約9日分)
インドネシア	約20~25日分	×
マレーシア	約60日分	×
メキシコ	-	×
フィリピン	約45-51日分	×
南ア	非公表	○
タイ	約95日~103日	×
ベトナム	約30日分	×

(注 1) 国家戦略石油備蓄とは、不測の事態に備え、国が原油を貯蔵する制度。IEA は、加盟国に対して前年の純輸入量の 90 日分以上の備蓄を義務付けている。この中ではメキシコのみが IEA 加盟国であるが、同国は原油の純輸出国であるため、上記の義務からは免除されている。

(注 2) 全体の備蓄量で「-」の国は、原油の純輸出国。

(出所) 各種報道、IEA より大和総研作成

物価見通し：原油高対策への財政出動余地が小さい南アとインド

主要新興国の直近 3 カ月（2025 年 12 月から 2026 年 2 月）の物価は、概ね安定している。図表 5 はインフレヒートマップであるが、インドネシアを除くすべての主要新興国の消費者物価 (CPI) 上昇率は、前年比でインフレ目標の上限を下回った。インドネシアに関しても、CPI の上振れが、前年の反動に起因している点を考慮すると懸念には値しない³。同様に、ブラジル

² IMF は南アについて、2025 年の 4 条協議レポートの中で、2020 年代に深刻化したエネルギー不足は改善に向かっているものの、完全に解消されたわけではないと指摘。

³ インドネシア政府は 2025 年 1、2 月に、景気刺激策の一環で電気料金を半額にした。2026 年 1、2 月にその反動が表れ、エネルギー価格が大きく上昇した。

のエネルギー価格上昇率が二桁台となったのも、電力料金の制度的な要因による。主要新興国において今後、原油高と、通貨安を通じた輸入物価の上昇によるインフレ圧力が高まる可能性はあるが、どの国においても、それが即座に CPI を危機的な水準にまで押し上げる可能性は低いだろう。

図表 5 主要新興国のインフレヒートマップ

	インフレ目標	CPI		CPI			生産者物価	輸入物価	
		2015~2019年 年平均上昇率 (%)	2025年通年 前年同期比 (%)	コアCPI	食品	エネルギー			
	2025年(通年) 前年同期比(%)	2025年12月~2026年2月 前年同期比(%)							
(単位)	前年同期比(%)	年平均上昇率 (%)	前年同期比 (%)	前年同期比(%)					
ブラジル	3% (±1.5%)	4.9	5.0	4.2	4.5	0.6	12.0	-4.4	1.4
メキシコ	3% (±1.0%)	4.3	3.8	3.8	4.4	3.3	0.6	1.6	2.3
インドネシア	2.5% (±1%)	3.4	1.9	3.7	2.5	3.5	11.8	2.3	3.7
南ア	3.0-6.0%	5.1	3.2	3.3	3.2	3.9	7.8	2.3	-1.1
ベトナム	4.5%	3.1	3.3	3.1	3.4	4.4	5.5	3.5	0.7
インド	4% (±2%)	4.0	2.2	2.4	3.1	2.0	0.2	1.6	N/A
フィリピン	3% (±1.0%)	2.9	1.7	2.1	2.3	1.2	3.5	1.7	-0.6
マレーシア	インフレ目標を採用せず	1.9	1.4	1.5	2.2	1.4	-6.7	-3.0	-3.6
タイ	1.0-3.0%	0.7	-0.1	-0.6	0.6	0.9	-4.2	-1.3	-4.1

(注1) ブラジルでは IPCA を採用。コア CPI は、総合指数からエネルギーと食品を除いたもの。

(注2) ベトナムの生産者物価は 2025 年 10 月~12 月の前年比。ブラジルの輸入物価は 2025 年 11 月~2026 年 1 月、メキシコは 2025 年 9 月~11 月、インドネシア、フィリピン、南ア、ベトナムは 2025 年 10 月~12 月の前年比。

(注3) CPI、コア CPI の色のついたセルは、インフレ目標を上回った箇所。エネルギーは、濃いセルが前年比 10%以上の上昇率、薄いセルが同 5%以上の上昇率。

(出所) 各国統計、世界銀行より大和総研作成

各国は、燃料補助金や再エネへの転換、EV 普及といった政策で、原油高の影響を緩和しようと模索している。図表 6 は、その一例である。このような政策を行いやすいのは、財政赤字・債務管理が適切に行われている ASEAN 諸国だろう(図表 7、8)。国内のエネルギー価格安定のための財政出動余地が大きいことから、エネルギー価格の上昇がコア CPI に波及するまでのラグは比較的長い。

他方、注意が必要であるのはエネルギーの輸入依存度が高く、かつ財政政策の余地が限定的であるインドと南アだ。両国の財政赤字や一般政府債務残高の規模は、新興国の中でも高水準にある。インドは、2031 年度までに公的債務残高を GDP 比 50%程度にまで縮小する目標がある中⁴、積極的な財政出動には踏み込みにくい。同様に南アでも、財政の制約が大きい。またそれだけでなく、同国では電力不足が常態化しており、CPI の構成項目であるエネルギー価格の上昇率は、高水準で推移している。燃料価格の高騰が長期化した場合、この 2 カ国においてはエネルギー価格の上昇が、コア CPI に波及しやすいとみられる。

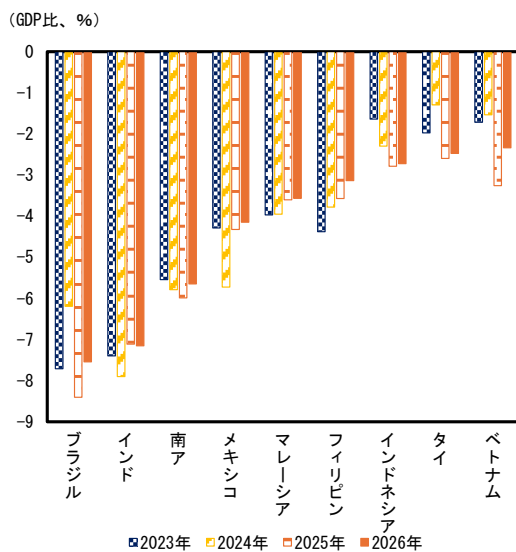
⁴ インドは 2026 年度予算案から、財政運営のアンカーとして公的債務を採用している。

図表 6 主要新興国の原油高対策（2026年4月2日時点）

	エネルギー価格高騰への対策	消費者支援
ブラジル	-	・生産者と輸入者に対して燃料補助金を拠出 ・ディーゼルに対する減税措置
インド	・天然ガスを特定産業に優先供給	・石油・ディーゼルに対する物品税引き下げ
インドネシア	・公務員の出張制限 ・バイオディーゼルプログラムの加速 ・政府オフィスの節電 ・公務員に対する、金曜日の在宅勤務促進	・燃料補助金予算の増額
マレーシア	・公務員の出張制限 ・公務員の在宅勤務促進	-
メキシコ	-	・ガソリン価格に上限
フィリピン	・公務員を週休3日に ・不必要な出張を制限 ・国家エネルギー緊急宣言（政府機関のエネルギー消費削減） ・エアコンの24度設定を推奨	・バスやタクシー、デリバリー従事者に燃料補助金を拠出 ・燃料に対する物品税引き下げ ・一部のバス運賃無料化
南ア		・燃料税の引き下げ
タイ	・在宅勤務の促進 ・エアコンの26度設定を推奨、オフィスでの行動様式の変更（階段利用等） ・公務員の海外出張を制限 ・バイオ燃料の促進 ・カーシェアの促進	・5月まで調理用燃料の価格凍結 ・「石油燃料基金」を用いた、燃料価格抑制
ベトナム	・在宅勤務の促進 ・公務員の出張制限 ・公共交通機関の利用促進 ・産油国や日韓への原油供給要請 ・バイオガソリン「E10」の4月からの全国販売	・4月30日まで燃料の輸入税を引き下げ ・「燃料安定化基金」に国費投入

（出所）IEA “2026 Energy Crisis Policy Response Tracker”、NNA より大和総研作成

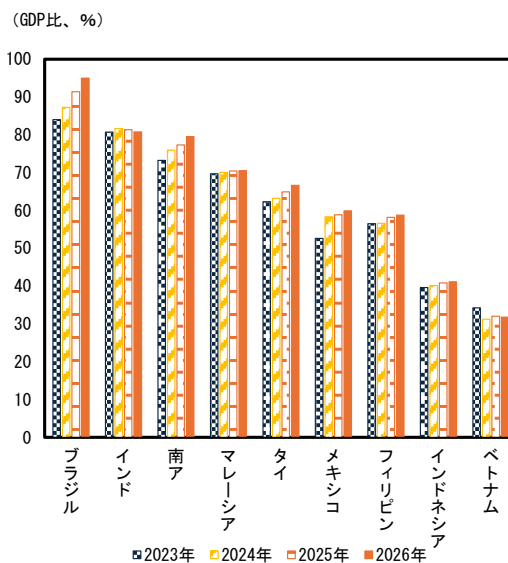
図表 7 一般政府財政赤字



（注）2025、2026年はIMFの予測値。

（出所）IMF “World Economic Outlook, October 2025”
より大和総研作成

図表 8 一般政府債務残高



（注）2025、2026年はIMFの予測値。

（出所）IMF “World Economic Outlook, October 2025”
より大和総研作成

金融政策見通し：多くが利下げストップの中、ブラジルは利下げ開始

金融政策では、2026年に入り、フィリピンとタイが0.25%の利下げを行った。ただし今後、ASEAN 諸国と南ア、インドでは、エネルギー高の影響を見極めるため様子見の姿勢がしばらく続くだろう。

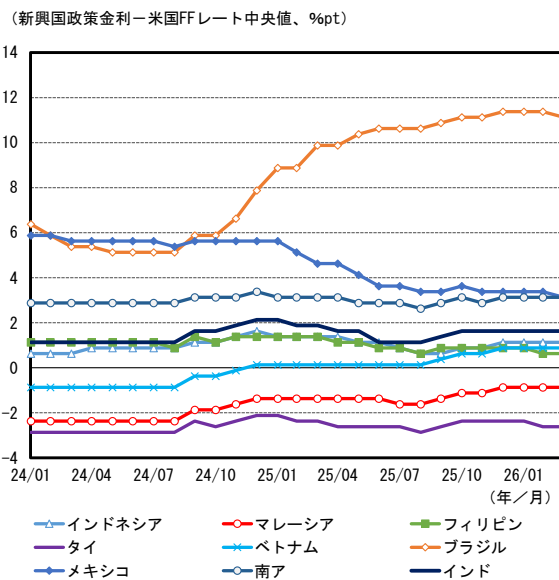
現在、利下げサイクルにあるのがメキシコとブラジルだ。メキシコ中央銀行（中銀）は、

2025年に累計3%ptの利下げを行い、実質金利は中立レンジの上限付近⁵にまで低下したとみられる。2026年3月の金融政策決定会合でも0.25%の利下げが発表され、年内ではあと1回の利下げが見込まれている⁶。ただし、物価動向次第では利下げの早期終了も視野に入るだろう。メキシコの2026年2月のCPIは、非コア品目とサービス価格の上昇を背景に前年比+4.02%とインフレ目標(3%±1%)を若干上回った(図表5、前掲)。3月以降、原油高がコアCPIにまで波及する事態となれば、追加利下げの可能性は極めて低くなる。

他方、しばらく利下げ局面が続くとみられるのがブラジルである。ブラジルでは、IPCA(拡大消費者物価指数)が長らくインフレ目標の上限を上回って推移していたが、2025年12月以降は上限を下回ってきた。これを受け、ブラジル中銀は2026年3月に約2年ぶりの利下げを実施し、年内は利下げサイクルを継続することを示唆した。ブラジルレアルは、米国との金利差拡大が好感され2025年にはドルに対して11%程度上昇した点を考慮すると、足元のレアル安はさほど脅威ではない(図表9)。

ブラジルで、金融政策の修正が行われるシナリオとして考えられるのは、中東情勢の悪化が長期化し、レアル高要因(米国との金利差や資源国としての強み)を、レアル安要因(市場でのリスクオフの進行)が上回る場合だろう。例えば、原油高が幅広い素材価格の上昇につながるなどして、消費財の物価高を誘発する場合や、データセンター等に使われる電化素材の高騰が世界的なAIブームに水を差すなど、世界経済の減速が顕著となるケースだ。利下げサイクルが始まったばかりのブラジルでは、レアル防衛のための金融政策の余地は小さい。

図表9 主要新興国の政策金利と米国FFレート(中央値)との差



(出所) 各国統計、世界銀行より大和総研作成

⁵ 2025年11月6日の金融政策決定会合議事録。

⁶ 2026年3月26日の金融政策決定会合における声明では、「利下げサイクルを継続することはこの機会において(on this occasion)適切と判断(訳は大和総研)」としたほか、「マクロ経済と金融情勢次第で、追加利下げ(an additional reference rate cut)の適切性とタイミングを評価する(訳は大和総研)」とされ、追加利下げはあと1回との見方が強まった。

外部環境の変化に対する、主要新興国の耐性は

外貨準備の厚みは、ベトナム以外でほぼ十分

図表 10 は、外部環境の変動に対する新興各国の耐性をまとめたものである。まず、為替介入の原資である外貨準備高であるが、ベトナムを除く各国で、ほぼ十分な厚みがある。ベトナムに関しては、管理フロート制度という硬直的な為替制度が、外貨準備高の消耗につながっている。ただし、経常黒字の規模が大きいことや、資本投資の多くが流出入変動の小さい直接投資である点を考慮すると、外貨準備高の水準をそれほど懸念する必要は無いだろう。

米長期金利上昇と、自国通貨安の悪影響に注意を要するのは、南アとインドネシア

米国の長期金利上昇や自国通貨安の悪影響を最も受けやすいのは、南アである。南アでは、国内債券市場が成熟していることから、対外債務に占める外貨建ての割合が低い。これ自体は為替ミスマッチのリスクを抑制するため評価できる。他方で、非居住者による国内債券の保有割合が高い点は、資本フローの変動を通じたリスクを生みやすい。南アの最大の課題は、政府部門の貯蓄不足である。海外からの資本フローでファイナンスし、対外債務残高を積み増す構造が定着している。リスクプレミアム上昇時には、将来的な利払い費増加と債務の持続性悪化が市場で連想され、資本逃避・南アランド安につながりやすい。

他に注意が必要であるのは、インドネシアだ。インドネシアの対外債務残高は、規模が比較的小さく長期債務の割合が高い。また、政府部門を中心に為替ヘッジが行われていることから、為替ミスマッチが生じにくい構造である点は評価できる。ただし、為替ヘッジを行っていない民間部門の一部では、自国通貨安が対外債務の実質的な返済負担の増加につながりやすい。また、海外からの資金調達手段を見ると、インドネシアでは証券投資の規模が大きい。証券投資は足が速く、高リスク局面において流出しやすい傾向にある。原油高が長期化すれば、インドネシアの原油備蓄量が小さい点が懸念され、資本流出を通じてルピア安を引き起こしやすい。

他方、インドとブラジル、タイでは、対外債務残高の水準が低く、さらに外貨準備高のバッファーが厚い。債務面での対外的な耐性は比較的強固だ。ブラジルの対外債務の外貨建て比率は大きいですが、その主体は企業間ローンで為替ヘッジ付きであるという⁷。自国通貨安やドルの長期金利上昇が引き起こすリスクは小さい。

マレーシアに関しては、対外債務残高の規模が大きい他、短期の対外債務比率が高い。ただし、その多くが銀行と企業のグループ間借入と貿易信用であることから、管理可能であると指摘されている⁸。

⁷ IMF “Staff Report for the 2025 ARTICLE IV Consultation” June 27, 2025

⁸ IMF “Staff Report for the 2026 ARTICLE IV Consultation” February 4, 2026

図表 10 主要新興国の外部環境に対する耐性を表したヒートマップ

	対外債務				ドル建て債務割合			経常収支		外貨準備高／ 輸入額
	残高	内、公的部門	内、短期	内、外貨建て	一般政府	金融機関	非金融機関	2025年	2015-19年 平均	
	2024年				2025年					GDP比%
	GDP比%	%			%			GDP比%		
マレーシア	71.5	23.0	42.6	N/A	2.0	24.0	16.7	1.6	2.8	3.5
南ア	44.0	85.6	27.6	56.3	7.8	13.7	19.9	-0.5	-3.0	7.0
タイ	36.6	54.1	36.5	65.5	0.3	17.2	12.6	2.8	7.8	8.3
ベトナム	32.8	57.0	24.8	N/A	N/A	N/A	N/A	6.7	1.2	1.9
メキシコ	31.9	61.7	10.6	63.4	9.3	20.9	50.1	-0.5	-1.8	3.8
インドネシア	30.3	74.9	16.4	81.6	12.4	52.1	26.1	-0.1	-2.2	5.7
フィリピン	28.9	74.2	15.7	97.0	34.6	N/A	N/A	-3.4	-0.5	7.9
ブラジル	27.3	47.1	14.2	76.6	3.6	15.1	23.4	-3.0	-2.5	13.9
インド	18.3	56.3	19.4	69.4	2.5	61.3	9.2	-0.4	-1.4	8.6

(注1) 色のついたセルは、対外債務残高のGDP比が40%以上、公的対外債務残高が、対外債務残高全体の80%以上、対外債務に占める短期の割合が40%以上、外貨建ての割合が70%以上、経常赤字がGDP比3%以上、外貨準備高が輸入額比3カ月未満。

(注2) ベトナムの対外債務のデータおよびフィリピンの一般政府ドル建て債務割合のみ2023年。インドネシアの対外債務に占める外貨建ての割合は2025年。

(出所) 各国統計、世界銀行より大和総研作成

脆弱性が懸念されるのは南ア、ブラジルは最も耐性が高い

エネルギー輸入依存度、国内のエネルギー高緩和のための財政出動余地、外部環境に対する耐性を総合的にみると、今般の中東情勢悪化による打撃が最も大きいのは南アだろう。外貨準備高が比較的厚い点や自国通貨建て資金の調達が可能なのはプラスだが、政府部門の貯蓄不足を海外からの資本フローでファイナンスする構造は、通貨安につながりやすい。

また、石油備蓄量の規模が小さい点で脆弱性が懸念されるのがインドネシアである。同国は経常赤字を比較的足の速い証券投資でファイナンスしているため、資本流出リスクには注意を要する。同様に、石油備蓄量が懸念事項となるのはベトナムだ。同国は、経常黒字幅が大きいことは評価できるが、硬直的な為替制度を支えるために外貨準備を消耗している点がデメリットだ。また、リスクオフ時に通貨ドンをドルや金に換金するインフォーマルな資本逃避が生じやすく⁹、ドン安が生じやすい。

タイやインドに関しては、原油輸入依存度の高さがボトルネックではあるが、比較的豊富な備蓄がバッファーとして機能しそうだ。また、両国は対外債務残高の規模が小さい点や、外貨準備高に厚みがある点で対外的な耐性が高い。

今回取り上げた主要新興国の中で、最も打撃が小さいのはブラジルだろう。原油の純輸出国である点や、対外的なリスクに対するバッファーが厚い点、米国との金利差が大きい点がある理由だ。中東情勢の悪化が市場でのリスクオフを過度に強めない限り、米国との金利差や資源国としての強みがバッファーとなり得る。

⁹ 大和総研レポート 増川智咲「2026年のASEAN5経済見通し」(2026年1月16日)