

チーフ・ストラテジスト
建部 和礼



中東情勢と日本株式市場のアップデート

アップサイドとダウンサイドの検証

値動きの荒い展開が続く

日本株は原油価格の動向と歩調を合わせ、不安定な推移が続いています。日経平均株価は3月23日の場中に50,688円まで下落し、月初来の下落率は13.9%に達しました。その後、エスカレーション緩和の兆しが見え始めたことから54,000円台を回復する場面も見られましたが、3月30日前場には再び51,000円を割り込む展開となりました。日経平均ボラティリティー・インデックスは40ポイント付近の高水準での推移が続いており、市場は警戒感を緩めていないようです。

日本株式市場では、指数のみならず物色動向も中東情勢およびリスクセンチメントの悪化・改善に合わせて大きく揺れ動いています。特に変動が大きいのは株価モメンタムやベータなどのファクターパフォーマンスで、3-5 σ （標準偏差）級の動きが頻発しています（2012年以降の日次データ、例えば3 σ ・4 σ は1.5年・60年に1回しかみられない大きな値動きを意味）。中東情勢が悪化して株価指数が急落する局面では、直近数カ月で上昇が目立っていた銘柄や高ベータ・景気敏感株が激しく売られる一方、前向きなニュース等により株価指数が反発する局面では逆に、これら銘柄群で最も高い株価上昇が見られています。

月初来のブレント原油価格の変化とTOPIXの変化を比較すると、10%の原油価格上昇に対して、TOPIXは概ね2%下落する傾向となっています。当社は、ブレント原油が10%上昇すると、日本企業の純利益が1-2%程度減少すると見込んでおり、株価のボラティリティは高いものの、値動き自体は概ねファンダメンタルズに沿ったものと評価することもできます。とはいえ、推計に対して上振れる要因もあれば、下振れる要因もあるので、影響を注意深く観察することが重要です。

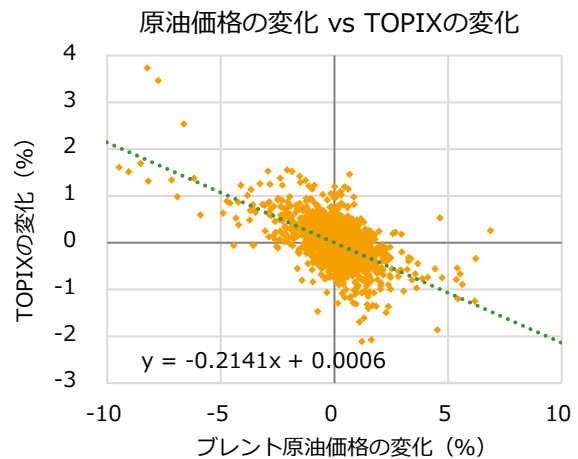
日本株は原油価格と歩調を合わせて値動きの荒い展開が続いている



※直近値は2026年3月28日6:00

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

原油価格の10%の上昇に対してTOPIXは2%下落する傾向



※2026年2月27日から3月27日までの1時間ごとの価格の変化

（出所）ブルームバーグより大和アセット作成

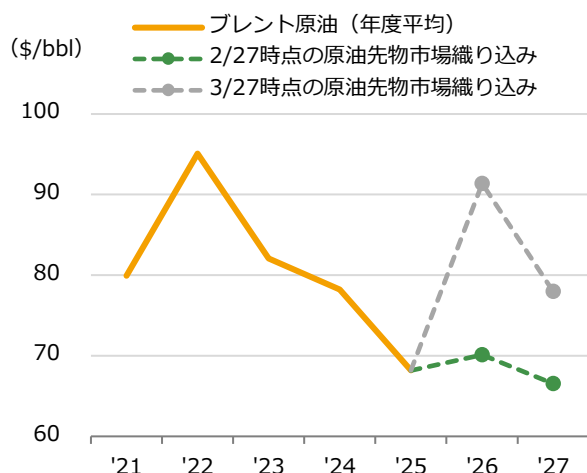
2026年度業績への影響を考察

前述の通り、当社はブレント原油が10%上昇すると日本企業の純利益が1-2%程度減少すると見込んでいますが、これは原油価格がその水準にとどまった場合の推計です。言い換えると、企業業績の観点から重要なのは、瞬間的な高値ではなく年度平均価格です。

右上図は2026年2月末時点と足元（3月27日時点）における、原油先物市場が織り込む今後の価格動向（プライシング）を表しています。水準としては、いずれの時点においても先月までに比べて大幅に高いものの、年末に向けては原油価格の下落が織り込まれています。もっとも、これはあくまで現在のプライシングであり、情勢の悪化とともにフォワードカーブ全体がより高く、そして長引く原油価格高騰を織り込みに行く可能性は十分にあります。

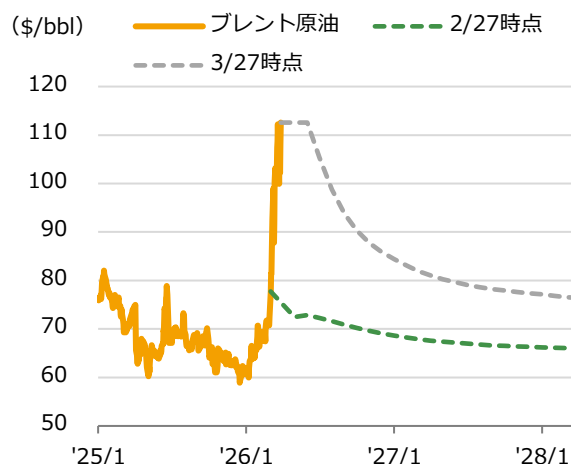
2024年度に平均\$78/bblだったブレント原油は、2025年度に\$68程度に下落した後、2月末時点では2026年度も同水準、そして2027年度はさらに若干の低下が見込まれていました。この前提のもとでは、TOPIXの2026年度予想EPS成長率は14%でした。足元のブレント原油のフォワードカーブに基づく、2026年度の平均は\$91となります。この前提では、TOPIX予想EPSの増益率は5%に低下します。ブレント原油の平均価格が\$100の場合には予想EPSは前年比で微増益、\$120を想定すると5%程度の減益となります。当社は\$80程度と、マーケットのプライシングよりもやや低い原油価格を想定しており（3月中旬時点）、その場合には10%弱の増益を確保できる見込みです。

年度ごとのブレント原油の平均価格



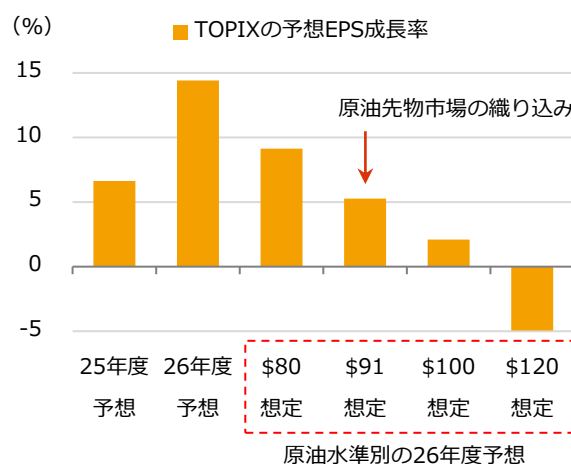
※2025年度は2026年3月27日時点の年度初来平均
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

先物市場が織り込む今後の原油価格動向



※実績の直近値は2026年3月27日
(出所) ブルームバーグより大和アセット作成

ブレント原油のフォワードカーブに基づく、TOPIXの26年度予想EPSは5%成長となる



※25・26年度予想はファクトセット・コンセンサス
(出所) ファクトセット、大和アセット

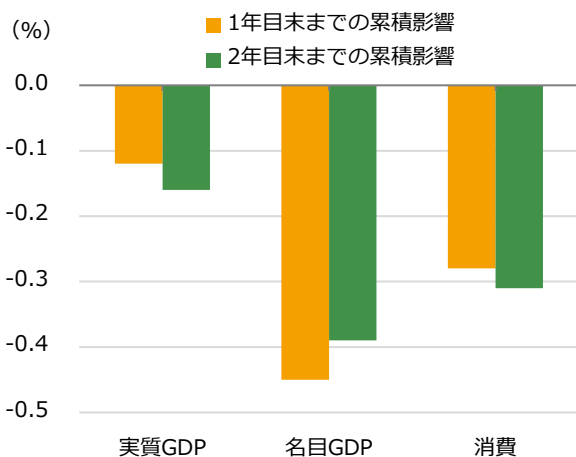
業績シミュレーションへの下振れリスク

前項で議論したブレント原油水準別の2026年度TOPIX予想EPS成長率は、当社推計の感応度に基づく線形シミュレーションですが、実際には原油価格の上昇率が大きくなるにつれて、そして紛争と供給制約が長期化するにつれて、その影響は非線形で拡大する可能性があります。同シミュレーションは他の条件を一定とした場合の試算であり、原油価格が大幅に上昇した場合には、様々な条件が変わる可能性が高いため、影響はより複雑になります。

例えば、原油価格が上昇した場合、物価上昇により実質可処分所得が低下し、消費が減速することで経済への下押し圧力が想定されます。内閣府のマクロ計量モデルによると、原油価格（米ドル建て）が20%上昇した場合、消費は4四半期後に0.28%、8四半期後に0.31%低下し、実質GDPが4四半期後に0.12%、8四半期後に0.16%低下します。景気減速は企業のトップライン成長を鈍化させ、業績を押し下げます。政府がガソリン価格を抑制するための補助金措置を再開したことは一定の支えとなります。一方、デフレ環境下ではコスト高を価格転嫁するのをためらう傾向が強かった企業ですが、この数年は価格設定行動が従来よりも積極化しており、消費への逆風が従来よりも強まる可能性もあります。今年は実質賃金のプラス転換と定着が期待されていますが、原油高が長引いた場合には、黄色信号となります。

また、今回はホルムズ海峡の実質的な封鎖により供給が制約されているため、紛争が長期化するにつれて、問題は価格高騰から生産制約へと移行していきます。目先は在庫や備蓄放出での対応が想定されますが、いずれ物理的に生産が困難となり、減産や生産停止に追い込まれる事態も想定されます。中東は原油以外にも尿素で4割、ナフサで4割、ヘリウムで3割の世界シェアを持ちます。石油については、日本は2026年2月末時点で政府と民間等を合わせて254日分の石油備蓄を有しており、当面は心配がなさそうですが、製品によって在庫や備蓄の状況は大きく異なります（なお、原油は45日分の放出が決定されています）。調達の4割を中東に依存する原油由来の基礎原料であるナフサの国内在庫日数は20日程度にとどまっているとされており、石油化学各社はナフサを原料とするエチレン生産を減産しています（ただし、政府は石油備蓄放出と中東域外からの輸入により、約2カ月分の在庫の確保を見込んでいます）。

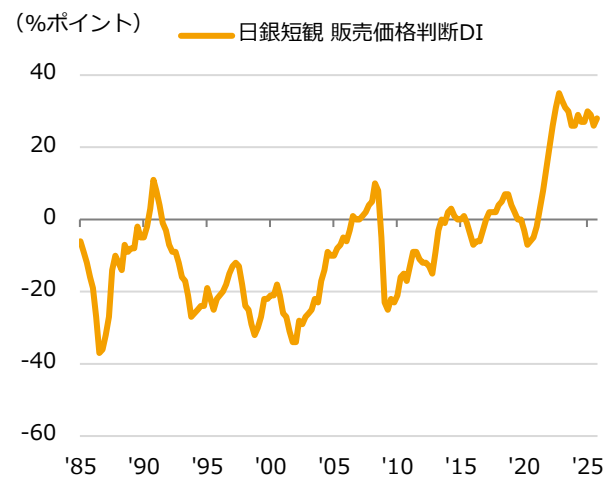
原油価格（米ドル建て）が20%上昇した場合の日本経済への影響



※内閣府のマクロ計量モデルに基づく

(出所) 内閣府より大和アセット作成

企業の価格設定行動は従来よりも積極化



※大企業、全産業、実績、直近値は2025年12月

(出所) 日本銀行

樹脂などの原油由来の中間材料の在庫は約2カ月分であり、紛争が6月頃まで長引くと、日用品を含めた幅広い製品の生産に影響が生じる可能性があります。樹脂は自動車業界で多く使われていることから、完成車の生産への影響も懸念されます。洗剤や食品包装材、プラスチック製品、アパレル、家電、タイヤ、建材などにも石油由来の原材料が使われています。

ホルムズ海峡の実質的な封鎖による供給制約に対して、特に脆弱なのはアジア諸国です。エネルギー供給の中東依存度が高い一方、日本ほど十分な石油備蓄を有していない国も多く、より早いタイミングでエネルギー供給に支障が生じる可能性があります。日本企業の現地工場等が操業できなくなるケースや、取引先である現地企業の業務に支障が生じ、サプライチェーンに問題が発生するケースも懸念されます。さらには、現地の景気が減速となれば、当該地域向けの売上が減少となります。

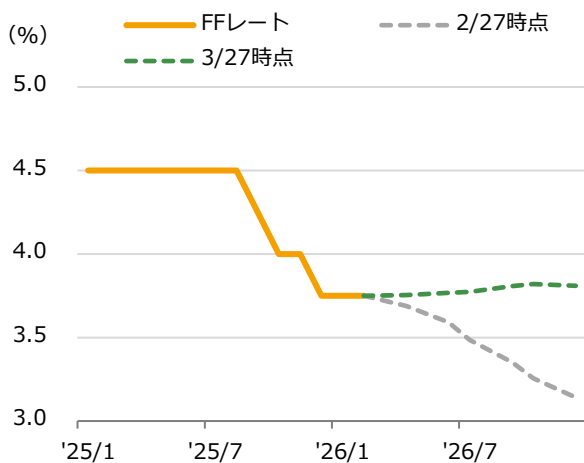
他方で、限定的ながらホルムズ海峡の通航が実現している点や、迂回路や他地域からの供給は、中東地域・ホルムズ海峡の通航が完全に途絶えたとの前提に対して、上振れる要因になります。

インフレによる中央銀行のタカ派シフトと景気後退リスク

インフレと景気減速が同時に進むスタグフレーションへの懸念が高まっています。3月中旬にはFRBなど主要中央銀行の金融政策決定会合が相次いで開催されました。いずれも政策金利は据え置かれましたが、中央銀行からはインフレへの警戒感が示されました。2月末には年内に2-3回の利下げ予想だったFRB金融政策についての市場のプライシングは、若干の利上げ予想へと大きくシフトしています。

米国において労働市場は力強さを欠いているものの、FRB（米連邦準備制度理事会）の利下げ余地が大きいことから景気後退リスクは低いと考えられてきました。現時点でもその確率はそれほど高くないと思われませんが、原油高騰が長引くと利下げが難しくなることから、紛争が長期化するにつれて逆風は強まります。米国クレジット市場への影響も注視すべき点です。景気サイクル後期の同国において、金融環境の顕著な悪化が見られた場合には、クレジット市場が打撃を受ける可能性があります。こちらも現時点ではテールリスクですが、中東情勢を起点とした様々な波及経路には注意が必要です。

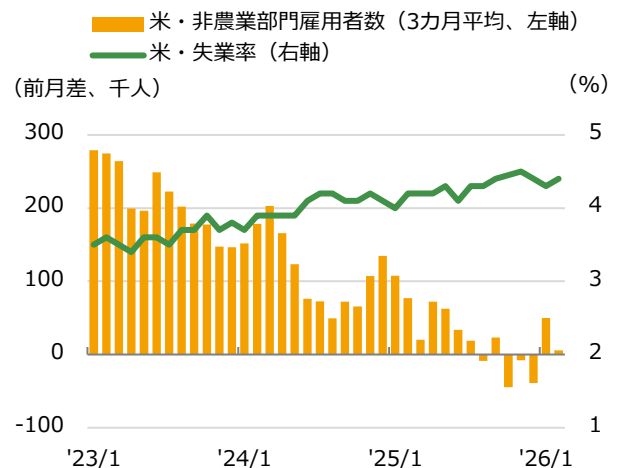
FRB利下げに対する市場の期待は消失



※FFレート（上限）と市場織り込み

（出所）ブルームバーグ

米国の労働市場は力強さを欠いている状況



※直近値は2026年2月

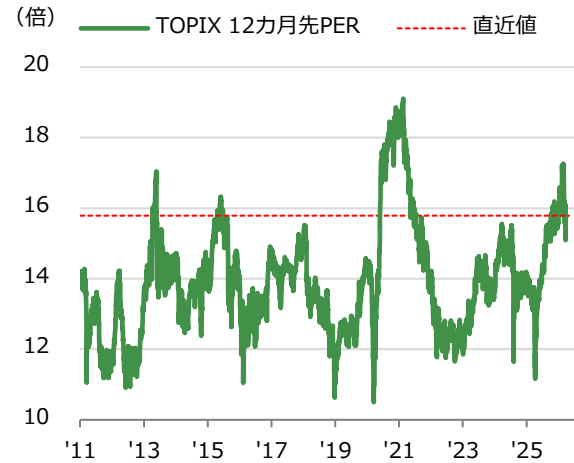
（出所）米労働省

結局は中東情勢次第：沈静化か、泥沼化か

これまで見てきたように、中東情勢の悪化がもたらす影響は、当初の焦点であった原油価格の上昇を通じたコスト高という問題から、紛争の激化・長期化に伴い、供給制約による国内生産や海外生産拠点の稼働への影響へと拡大し、さらには中央銀行の引き締めの金融政策や、国内外の経済減速をもたらす可能性があります。現段階では確度は高くないものの、米国・グローバルでの景気後退といった深刻な事態につながる可能性もあり、エコノミストからは景気後退確率を引き上げる動きも見られ始めています。想定される結果の幅が大きい中で、どこまでの影響を織り込むべきかは、結局のところ、原油高やホルムズ海峡の封鎖による供給制約が長引くのかどうかという単純な話に帰結します。

当社は、開戦当初よりも長期化リスクが高まっていると考えていますが、供給混乱はおよそ3カ月間続き、原油価格のピークは3-5月と予想しています。米国では、イラン攻撃に対する支持が低いことに加え、車社会であることからガソリン価格上昇が国民の不満につながりやすく、中間選挙を控える米政権は紛争を長期化させたくないでしょう。原油先物市場においても、年後半の原油価格下落が織り込まれており、現段階では供給制約による全面的な減産・生産停止や、景気後退はあくまでリスクシナリオとの位置づけです。中東情勢の進展次第では日本株の停滞局面が長引く可能性はあるにせよ、構造変化や政権の成長戦略といったポジティブな材料を背景とした、日本株の中長期的な上昇相場は続くと思込んでいます。

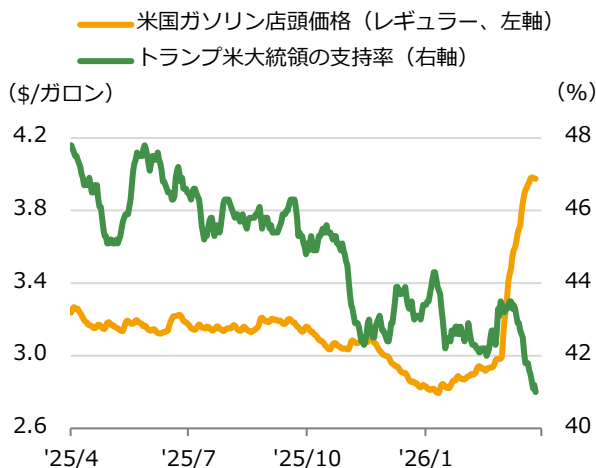
TOPIXのバリュエーションは高水準、情勢が悪化すれば下落余地は大きい



※直近値は2026年3月27日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

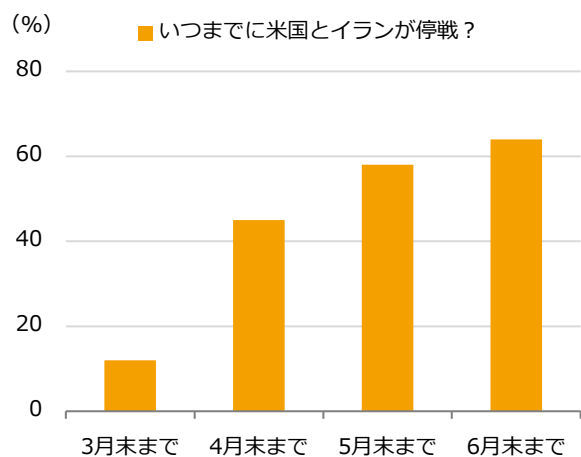
ガソリン価格の上昇とともに トランプ米大統領の支持率は急落



※直近値は2026年3月27日

(出所) RealClearPolitics、ブルームバーク

予測市場では半数以上が5月末までの 停戦を予想



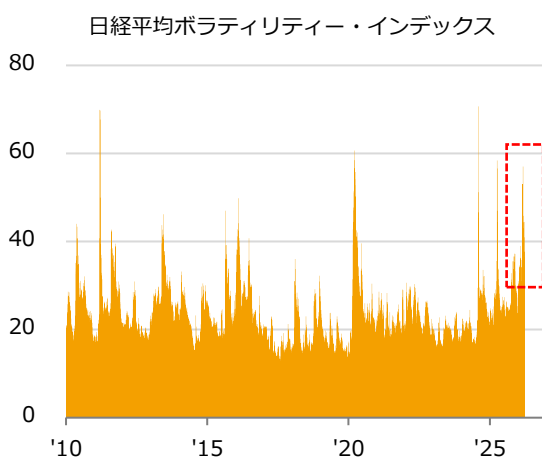
※2026年3月25日時点

(出所) Polymarket

仮に停戦に向けた動きが加速すれば、株価の戻りは早そうです。供給の完全回復に時間がかかり企業業績が下押しされたとしても、株式市場は先を見に行くので、回復後の業績を先取りして織り込みに行くからです。通期決算発表シーズンにおける「ガイダンスリスク（弱い期初計画を市場が嫌気）」が今年は特に懸念されますが、中東情勢が改善していれば、株式市場はこれを一時的な要因として受け流すでしょう。

一方で、米国とイランがそれぞれ掲げる停戦条件の隔たりは大きく、具体的な落としどころが見えないのも事実です。紛争長期化によって湾岸諸国・グローバル経済へのコストを高め、交渉を優位に進められる可能性を高めたいイランは、短期的な収束を必ずしも優先していないとの見方もあります。米軍は海兵隊や空挺師団などの戦力を中東地域へ追加派遣しています。地上戦の準備を進めているとの報道もあり、目先の不透明感は引き続き高い状況です。もしも地上戦によるイランのインフラ施設等への攻撃に踏み切った場合には、イランによる報復はさらにエスカレーションすると見込まれ、原油・原油由来の製品などの供給に対する中長期的なダメージにつながる可能性が高まります。その場合には、株式市場への打撃も長期化する可能性があります。

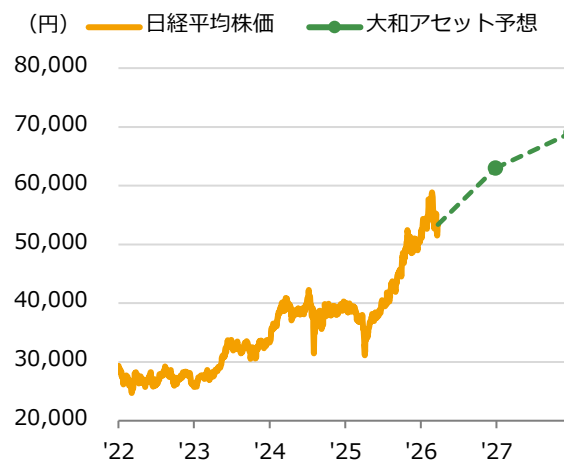
日経平均ボラティリティー・インデックスは高水準で推移、市場の警戒感が高い



※直近値は2026年3月27日

(出所) ブルームバーグ

目先の不透明感は強いが、当社は日本株の中長期的な上昇相場は続くと思込む



※実績の直近値は2026年3月27日

(出所) ブルームバーグ、大和アセット

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

最新のレポート掲載ページはこちら

<https://www.daiwa-am.co.jp/specialreport/countries/report/index.html>

URL <https://www.daiwa-am.co.jp/> お問い合わせ 0120-106212 (受付時間 9:00~17:00)