

2026年3月6日
 日本株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: 中東情勢の悪化と日本株への影響

戦争はマクロトレンドを変容させない。53,000円程度での押し目買いを推奨

要約

- 戦争はマクロトレンドを変容させるほどの影響を持つケースは少なく、マクロ経済や株価は、あくまでも景気循環に沿って変動しているに過ぎない
- ただし、マクロトレンドを後ずれさせる可能性はあり、今回のケースでも警戒しなければならないだろう
- ファンダメンタルズに基づくと、現状のEPSを使って、利益率改善局面におけるPERレンジの下限16.5倍を適用した、53,000円程度が日経平均株価の下値とみられる。この水準で押し目買いを検討したい

地政学リスクの高まりとマクロ経済

2026年2月28日に、イスラエルとアメリカ合衆国の両国がイラン、イスラム共和国に対して軍事攻撃を開始した。これを受けて、原油価格が急騰し、株式市場はリスク回避姿勢が高まり、調整が続いている。本稿では、地政学リスクが高まった局面をいくつか取り上げ、それらを振り返ることで、今後の株式市場への影響を考察したい。

事例研究として、湾岸戦争(1990年8月2日～1991年2月28日)、イラク戦争(2003年3月20日～2011年12月15日)、ウクライナ戦争(2022年2月24日～)を取り上げる。図表1では、景況感指数、日米指数のEPS、原油価格、FFレート、株価(対数値)、VIX等の長期推移を示している。

これを見ると、種々の指標は、FRBの金融政策と大きく連動している様子が窺える。湾岸戦争は金融緩和、イラク戦争初期は金融引き締めを経て金融緩和、ウクライナ戦争は金融引き締めを経て金融緩和が実施されている。FRBは、景気回復局面では引き締めの、景気後退局面では緩和的な金融政策を実施しており、景気に連動するISM製造業景況感指数や世界半導体出荷額(YoY)は、戦争によってそのトレンドを変容させていない。すなわち、戦争はマクロトレンドを変容させるほどの影響を持つケースは少なく、マクロ経済や株価は、あくまでも景気循環に沿って変動しているに過ぎないと言えるだろう。

ただし、ウクライナ戦争初期は、景気後退局面にもかかわらず、原油高がインフレを助長したため、FRBは引き締めの金融政策を取らざるを得ず、金融緩和に転じるまでに時間がかかった。場合によっては、マクロトレンドを後ずれさせる可能性はあり、今回のケースでも警戒しなければならないだろう。

図表 1: 景況感指数と日米指数 EPS の前年比、原油



注: シャドウは景気後退局面
出所: QUICK、Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



FRBの金融緩和策が後ずれするリスクに留意

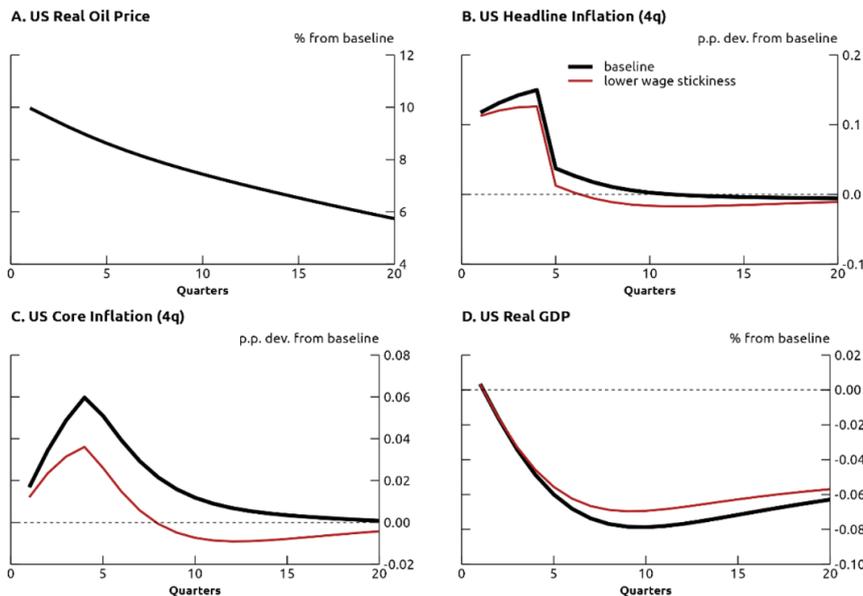
中東情勢の悪化によって原油価格の上昇が見込まれるが、FRBの分析によれば、その直接的影響は軽微である(図表2)。要点を述べると、原油価格を10%上昇させるようなショックに対して、初年度のヘッドラインインフレ率は0.15%上昇(パネルB)、コアインフレ率は0.06%上昇(パネルC)するに過ぎない。

ただし、同分析では、原油価格の上昇以上に、賃金インフレへ波及するか否かが重要であると指摘している。すなわち、2022年に生じた様な原油価格上昇⇒労働生産性低下⇒(賃金が粘着的ならば)限界費用上昇⇒企業が価格転嫁⇒コアインフレ率上昇という経路については、留意する必要があるということである。

もっとも、現在は22年当時と異なり、労働市場はひっ迫しておらず(参入要因の失業が多い、図表3)、労働者はインフレ率上昇を相殺できるだけの十分な交渉力を有していないとみられるため、22年の再現とはならないだろうが、仮に実現する場合は、製造業の復調基調が再び停滞することとなろう(図表4)。

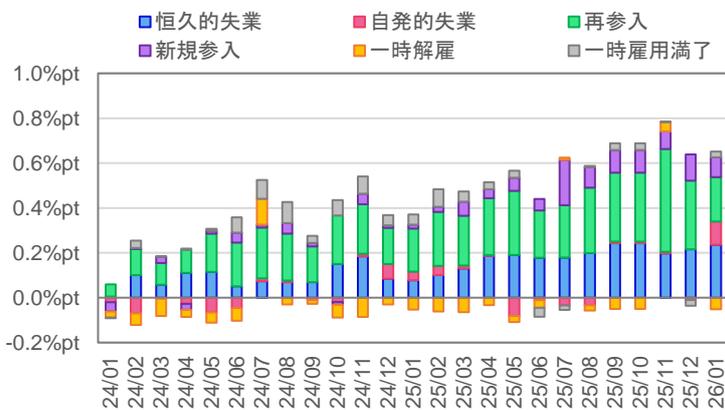
図表2：原油価格の上昇とインフレ率への影響

Figure 1. Effects of Foreign Oil Supply Shock on U.S. Inflation and GDP



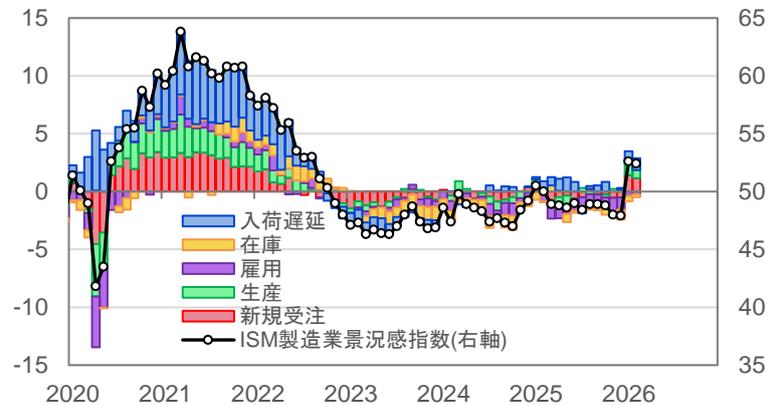
出所: Ignacio Presno and Andrea Prestipino (2024) 「Oil Price Shocks and Inflation in a DSGE Model of the Global Economy」

図表3：失業率上昇要因分解(23年末対比での上昇要因)



出所: Bloomberg

図表4：ISM製造業景況感指数と変動要因分解



出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



シナリオ別の日経平均株価の目安

① 中東情勢の悪化が一時的に留まる場合(図表 5 赤枠)

日本株の成長シナリオは崩れず、2026 年度にかけて企業業績は底堅く推移。利益成長のみならず、利益率の改善が従来よりも高いバリュエーションを許容する。[日米欧 Market View : 10-12 月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は 26 年末に 63,000 円へ](#) で述べたシナリオが実現する場合である。同レポートでは、26 年末に日経平均株価は 63,000 円へ到達すると予想した。時期が後ずれする可能性はあるものの、中期的な上値目途としては機能すると考えている。

② ②中東情勢の悪化により、企業業績の成長が減速する場合(図表 5 緑枠)

中東情勢の悪化によって、需要が減退する場合、企業業績の成長が減速するのみならず、コスト高を価格転嫁することが難しくなり、利益率の改善も止まってしまう可能性がある。この場合、PER レンジは、従来のレンジである 14 倍～16 倍に戻る可能性が高い。日経平均株価は、57,000 円程度が上値目途となり、足元の水準からの上昇余地は乏しい。

③ ③中東情勢の悪化により、企業業績が停滞する場合(図表 5 青枠)

②のシナリオをより悲観的にした場合である。利益が現状から成長せず(場合によっては減速)、また、景気停滞局面ではバリュエーションも低位に据え置かれることから、日経平均株価の上値目途は、50,000 円程度となり、足元の水準から下落することが見込まれる。

冒頭で述べた様に、戦争はマクロトレンドを変容させる可能性は低い。戦争前のマクロトレンドを後ずれさせる可能性はあるものの、いずれにしても、中期的な日経平均株価の上値目途は変わらないと考えている。ファンダメンタルズに基づくと、現状の EPS を使って、利益率改善局面における PER レンジの下限 16.5 倍を適用した、53,000 円程度が下値とみられる。この水準で押し目買いを検討したい。

図表 5: TOPIX のコンセンサス予想を使った日経平均株価バリュエーション

NT倍率 : 15倍

		予想PER(TOPIX)											
		13.5倍	14.0倍	14.5倍	15.0倍	15.5倍	16.0倍	16.5倍	現状 17.0倍	17.5倍	18.0倍	18.5倍	
予想 EPS (TOPIX)	30.0%	282.2	57,200	59,300	61,400	63,500	65,600	67,700	69,900	72,100	74,100	76,200	78,300
	20.0%	260.5	52,800	54,700	56,700	58,600	60,600	62,500	64,500	66,500	68,400	70,300	72,300
	15.0%	249.7	50,600	52,400	54,300	56,200	58,000	59,900	61,800	63,800	65,500	67,400	69,300
	10.0%	238.8	48,400	50,100	51,900	53,700	55,500	57,300	59,100	61,000	62,700	64,500	66,300
	5.0%	228.0	46,200	47,900	49,600	51,300	53,000	54,700	56,400	58,200	59,800	61,500	63,300
	現状	217.1	44,000	45,600	47,200	48,800	50,500	52,100	53,700	55,500	57,000	58,600	60,200
	-5.0%	206.2	41,800	43,300	44,900	46,400	48,000	49,500	51,000	52,700	54,100	55,700	57,200
	-10.0%	195.4	39,600	41,000	42,500	44,000	45,400	46,900	48,400	49,900	51,300	52,800	54,200

出所 : Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表6：TOPIXとPER



注:PER の妥当レンジについては、[日米欧 Market View：10-12 月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は 26 年末に 63,000 円へ](#) を参照されたい

出所: Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。