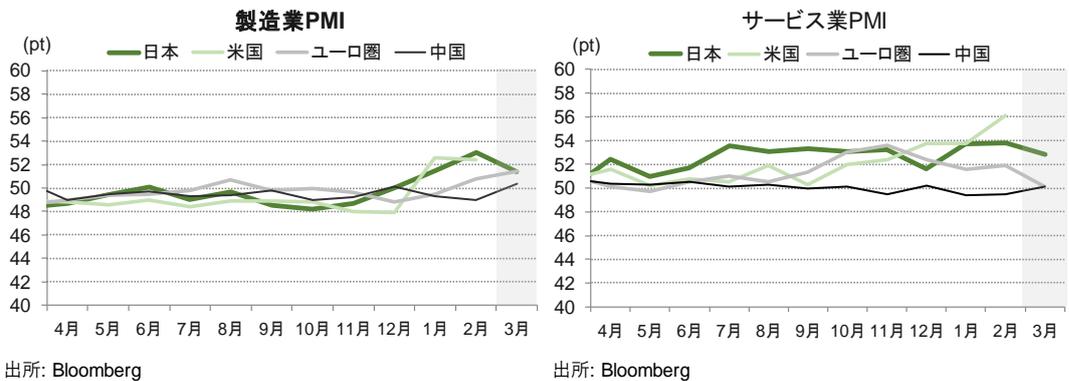




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル経済は、イスラエル・米国によるイラン攻撃をきっかけにした中東情勢の緊迫化により、状況は大きく変化しつつある。3月末時点でも中東情勢は不透明で予断を許さない。金融市場も、中東情勢一色になり、2月までのAI/SaaSに対する悲観的な見方やプライベートクレジット関連ヘッドラインが続くなかでも、金利上昇、クレジットスプレッドワイド化、株価下落、そして米ドル高となった。ホルムズ海峡の事実上の閉鎖が今後1-2か月程度で終息するならば、マクロ経済やインフレ、企業活動等への影響は一時的かつ限定的になるとみているが、長期化する場合は、供給制約により経済活動が強制的に制限される可能性もある。
- **注目材料:** 2月28日に始まった中東情勢の緊迫化は、イランの最高指導者の死亡、イラン国外への戦闘地域の拡大、およびホルムズ海峡の事実上の封鎖の3つの点で金融市場のサプライズとなった。このため、金融市場の認識は単なる地政学リスクから原油・天然ガスおよび同由来の原材料・製品等の供給懸念にシフトしつつある。金融市場ではスタグフレーションが意識されがちだが、供給制約要因を考慮に入れた場合、パンデミックや大規模災害時のような極端な現金化需要が金融市場の流動性を極端に低下させることを通じて金融システム不安につながる可能性もある。また、原油・天然ガスを自給する米国と、日本を含むアジア諸国および欧州の間では、供給制約の規模が異なる可能性もある。ただし、金融システム不安に至る過程では、政府・中銀による迅速な対応（流動性供給や（場合によっては）資産買入等）も期待できる。供給制約を軸に、今後生じるヘッドラインとそれに伴う経済・財政・金融市場の変化を注視し続ける必要がある。

1. マクロ経済展望 ~ 中東情勢緊迫化により状況は一変

グローバル経済は、2月末までの強弱双方の材料がある状態から、イスラエル・米国によるイラン攻撃をきっかけにした中東情勢の緊迫化により状況は大きく変化しつつある。



3月末で中東情勢緊迫化から1か月が経過したが、事態は当初米政権が主張していたような短期決着になるか依然として不透明で、停戦に向けた協議が報じられるものの、足もとまで戦闘は続いており、今後の予断を許さない。原油や天然ガス価格の高騰を通じてインフレ懸念が高まり、金利上昇とリスク資産価格（株式や社債等）の下落が続いている。また、これらはいずれも個人消費を減退させることを通じてマクロ経済に負の影響を与える可能性が高い。エネルギーをはじめ各種のコスト増を招くのみならず、原油・天然ガス由来の原材料・部品等の供給制約懸念も根強く、企業業績に与える影響も懸念されている。また、紛争による軍事費の増加やエネルギー価格抑制策等に伴う財政拡張策が、金利上昇や通貨安につながる可能性もある。

OECDは3月26日に世界経済見通しを公表し、26年の世界の実質GDP成長率を前年比+2.9%、27年は同+3.0%と予測した。一方、G20諸国のインフレ率は26年は同+4.0%、

27 年は同+2.7%とした。エネルギー価格高騰と中東で進行中の紛争の不透明性は、コスト増と需要低下に至り、AI 関連投資、米国の実効関税率低下等の追い風を相殺するとの見方を示した。ただし、この予測でも 26 年半ばには資源価格が徐々に下落するとの見方を前提にしており、中東情勢不安が長期化する場合、更なるマクロ経済への負の圧力になりかねない。

詳細は後述するが、中東情勢の注目材料は「供給制約」とみている。日本を含むアジア諸国や欧州は、化石燃料の多くを中東に依存しているため、ホルムズ海峡封鎖が長期化すると、資源価格高騰に加え国内産業活動の制限が生じる可能性がある。一方、米国は化石燃料を自給しているため、資源価格高騰は生じても極端な産業活動の制限が生じる可能性は低い（ただし、米国産の原油や天然ガスでは生産できない原材料も一部存在している）。

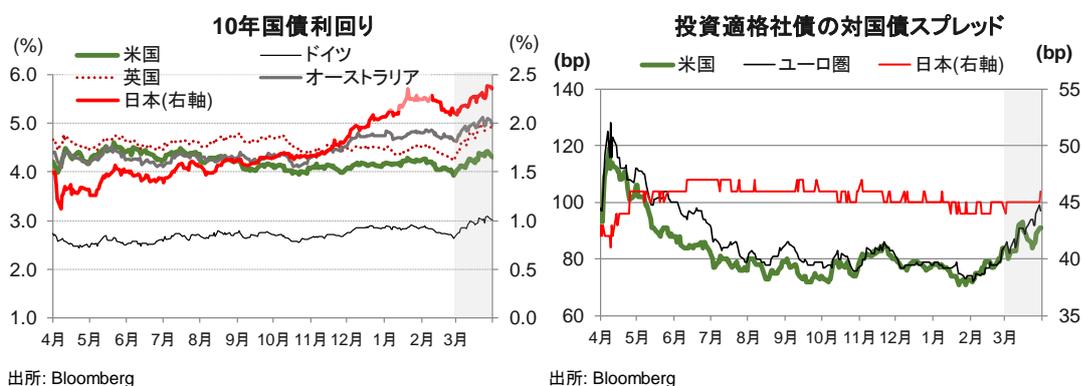
このように、中東情勢が各国・地域経済に与える影響は、その度合いや中身が異なる可能性があることに留意したい。仮にホルムズ海峡封鎖が長期化する場合、米国はインフレと景気鈍化によるスタグフレーションになる可能性があるが、日本を含むアジア諸国や欧州は、インフレと経済活動制限という単純なスタグフレーションとも異なる可能性のある状況が発現する可能性がある。当然、このような局面における金融市場の反応も、スタグフレーション時とは異なる可能性がある。具体的には、金融市場における極端な「現金需要」の高まりを通じて極端な相場変動と短期金融市場等の動揺を経て金融不安が生じる可能性もあり、細心の注意を払いたい。

ただし、コロナ禍と同様に、そのような金融市場の不安定性に対しては、政府・中銀による支援が期待できるため、相場の大きな変動は短期間で終わる可能性も高い。相場の谷は深くなる可能性が残るものの、谷が長期化する可能性も高くなく、このような期待が残る限り、金融不安等の極端な状況を想定する必要はないとみている。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ インフレ懸念のもとで金利上昇に

3 月の債券市場は、主要市場で長期金利が上昇した。中東情勢の緊迫化によるインフレ懸念が主因で、米国では FRB の利下げ期待剥落も金利上昇に拍車をかけた。クレジット市場も、2 月以降の SaaS 関連企業の社債のスプレッド・ワイドニングやプライベートクレジット領域のヘッドラインが続いたことに加え、中東情勢緊迫化によるスタグフレーション懸念を背景に、クレジットスプレッドはワイド化した。



日本は、衆院選後財政懸念がくすぶるなかでも長期金利は若干ながら下落基調となったが、3 月以降は再び上昇した。原油を中心に中東情勢に化石燃料の輸入を頼るため、供給制約とそれに伴うインフレ懸念が生じやすい。高市政権はガソリン価格上昇に対し速やかに補助金導入を決め、今後予想される電力・ガス価格への補助金導入も視野に入っている。インフレ懸念が高まるなかでインフレ抑制を目的とする財政拡張策を実施することは、財政懸念に拍車をかける可能性もある。年度末を控えるなかで需給バランスが悪化しやすい環

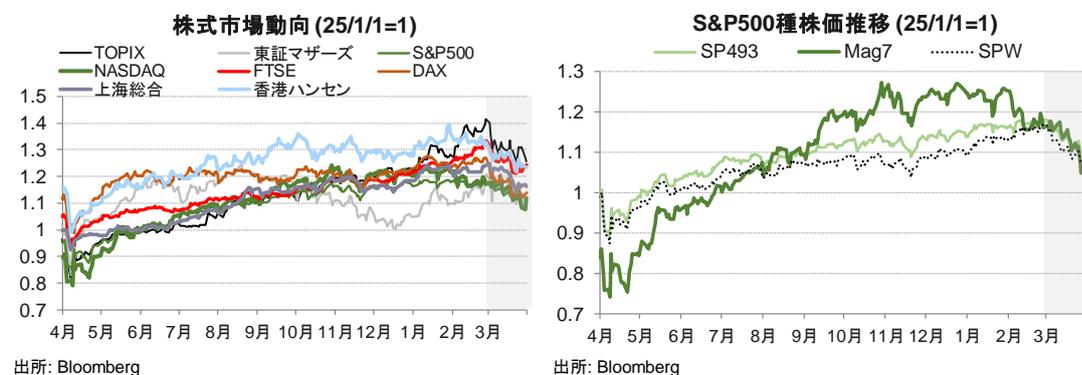
境だったこともあり、長期金利は大幅な上昇となった。

米国は、原油・天然ガスを自給しており極端な供給制約に陥る可能性は低いが、ガソリン価格等は市況連動であるためインフレ懸念は高まっている（既に燃料価格上昇に対し物流費等の上昇が確認されている）。このため、債券市場ではFRBによる利下げ織り込みの剥落とともに長期金利が上昇した。中東関連のヘッドラインに隠れがちだが、SaaS関連企業への懸念は続き、レバレッジドローンやプライベートクレジット関連のヘッドラインも絶えないが、それでも長期金利が上昇したのは、従前より26年後半に長期金利上昇を予想する声が強かったことに加え、中東向け軍事費増加や景気減速懸念のなかでトランプ政権による財政拡張策等による財政赤字増加も若干ながら意識されている可能性もある。3月末に向けて長期金利は急速に低下したが、依然として予断を許さない状況にある。

今後の注目材料は、ホルムズ海峡封鎖と資源価格高騰がどの程度続くかにある。影響が今後1-2ヵ月程度で終わるなら、債券市場の注目も2月末時点まで戻るだろう。しかし、影響が長期化する場合、日本を含むアジア諸国や欧州は化石燃料の多くを中東に依存しているため、ホルムズ海峡封鎖が長期化すると資源価格高騰に加え、産業活動の制限が生じる可能性がある。米国は化石燃料を自給しているため、資源価格高騰は生じても極端な産業活動の制限が生じる可能性は低い（ただし特定の原材料の供給制約が生じる可能性はある）。中東情勢が各国・地域経済に与える影響は、その度合いや中身が異なる可能性があるため、債券市場やクレジット市場がどの程度／どのように反応するかも国・地域によって異なる可能性がある。

② 株式市場 ~ 不透明性と金利上昇により株価下落へ

3月の株式市場は、世界的に下落した。中東情勢緊迫化によるリスクオフに加え、インフレ懸念による金利上昇、そしてマクロ経済への負の影響を与える可能性など、株式市場にとって悪い材料が噴出した。



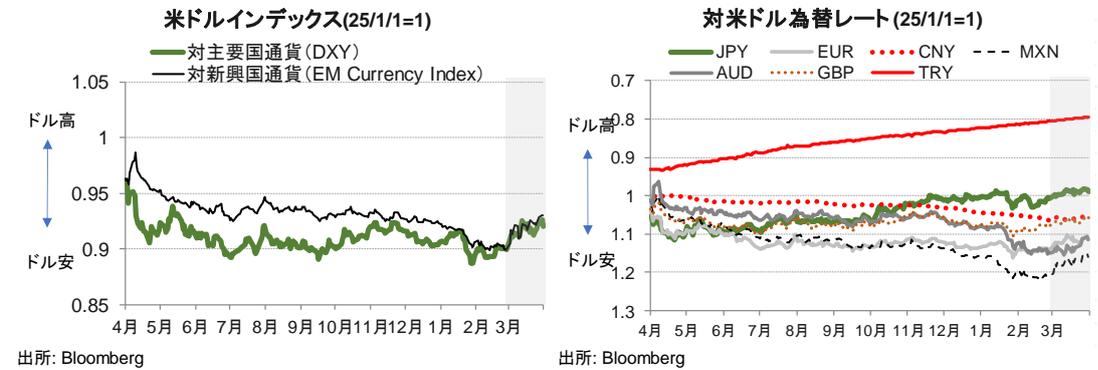
株式市場も中東情勢緊迫化が長期化しない限り、価格調整は一時的との見方が優勢である。すでに資源価格上昇から1ヵ月が経過しており今後インフレ率は上昇する可能性が高いが、資源価格が下落するのであればインフレ率も短期間で再び落ち着きを取り戻す可能性が高いことから、マクロ経済や企業業績への影響も大きくないとの見方である。この場合、再び2月までの相場のテーマ（AI、SaaSなど）が意識されるだろう。

一方、中東情勢緊迫化が長期化する場合、企業業績や企業活動への影響が懸念される。中東地域は資源ビジネスからの多角化を掲げるなかで、様々な原油・石油由来の原材料の供給源になっていることから、米国のような原油・天然ガスを自給している国でも、仮にホルムズ海峡封鎖が長期化すれば、特定原材料の供給制約を誘発しうる。原油・天然ガス由来の原材料は、サプライチェーンが非常に複雑で在庫水準も流通の各段階でどの程度残存するかを推測することが困難なため、供給制約は実際に生じてから初めて認識される可能性が高く、株式市場の不透明要因として残る可能性がある。市場センチメントが大幅に悪化する局面では、コロナ禍と同じような「現金需要」が急速に高まり、金利上昇、株式を

含むリスク資産価格下落、そして金や仮想通貨の下落等が同時に生じる可能性もある。

③ 為替市場～ 有事のドル買いだが・・・

3月の為替市場は、対主要国通貨・対新興国通貨共に米ドルが大幅に上昇した。米ドルの上昇は無論、中東情勢緊迫化に因る。



米ドル円は、2月中旬以降上昇基調にあったが、3月以降は中東情勢緊迫化を受け更に上昇した。日本は原油輸入の中東依存が高いため、原油価格上昇によるインフレ懸念が円安圧力に繋がりがやすいほか、貿易収支悪化も円安をサポートする要因になりうる。米国のインフレ懸念からFRBの利下げ期待後退を経て、米ドル円は底堅く推移するとの見方も根強い。一方、米ドル円が160円を大きく超える場合には為替介入への警戒感も高まるため、米ドル円の上昇には限界もみられた。

今後の為替市場の注目材料も、他資産と同様に中東情勢である。ホルムズ海峡封鎖が今後1-2か月程度で終わるならば、足もとまでの「有事の米ドル買い」は巻き戻され、2月末までの為替市場の注目材料であった米国マクロ経済（雇用鈍化に対し底堅いインフレ率、FRBの利下げ余地等）に注目が集まることになるだろう。一方、ホルムズ海峡封鎖が長期化する場合、日本を含むアジア諸国や欧州各国で原油・天然ガス由来の原材料の供給制約により製造業の稼働率が低下することや、資源価格高騰を起点にしたインフレ再燃、および個人消費減速を通じたマクロ経済への負の影響が意識されるようになるだろう。米国は原油・天然ガスを自給しているものの、米国産原油・天然ガスからは精製・生成できない原材料も一定量あるとみられるほか、グローバル水平分業を前提にして他国に供給を依存しているものもあるため、一定規模の供給制約が生じる可能性もある。加えて日本は、政府によるインフレ抑制策（ガソリンや電気・ガス料金等への補助金の可能性など）が過度な財政拡張と認識されれば、円安が加速する可能性もある。前述のとおり、米ドル円が160円を大幅に超える水準では為替介入が強く意識されるだろうが、為替介入は効果的なタイミングで行う必要があり、足もとのように米ドル円上昇の材料が多い環境下で実施することの効果に疑問視する向きもあろう。為替介入が実施されるとしても、その効果が限定的と市場が評価するならば、一層の円安を招く可能性もあり、為替市場の不透明性は当面高い状態が続くとみている。

3. 中東情勢緊迫化と今後の注目材料～ インフレよりも供給制約の有無が重要

2月28日、イスラエルと米国はイランを大規模空爆した。当該空爆で、イランの最高指導者ハメネイ師を含む複数のイラン政府高官が死亡した。本攻撃自体は事前にある程度予想されており（米軍の中東への派遣状況やペンタゴン周辺のピザ注文数など複数の情報源あり）サプライズではないが、一国の最高指導者を含む政府高官を一気に大量に殺害するという政権中枢に対する直接的打撃を伴う点では、従来の代理戦争や限定的衝突の枠組みを超え、明確な国家間軍事衝突が生じたといえ、その点ではサプライズである。

イランは当該攻撃に対し即座に報復攻撃を実施し、イスラエル本土および湾岸地域の米軍

基地等へのミサイル攻撃により、戦闘が局地的ではなく広域に拡大するとの懸念が認識された。このため、株式やクレジット等のリスク資産価格は下落し、国債利回りも一時的に低下した。これが二つ目のサプライズである。更に、その後ホルムズ海峡が事実上封鎖され、タンカー運航の停止や遅延が生じた。ホルムズ海峡封鎖は、三つ目のサプライズである。

これにより金融市場の認識が大きく変化し、単なる地政学リスクから「エネルギー供給懸念」にシフトした。原油価格はドバイ原油を中心に短期間で大幅に上昇し、原油価格上昇を起点としたインフレ圧力の高まりと米国の利下げ期待の剥落もあり世界的に長期金利は上昇した。また、金利上昇に加え景気減速リスクも意識されるなか株価も下落した。通常、地政学リスク発現時には「株安・金利低下」という組み合わせが観測されるが、今回は「株安・金利上昇」という非典型的な動きが発生し「スタグフレーション」が強く意識されるようになった。

金融市場は米トランプ大統領等の発言や戦局に一喜一憂する状況が続くなか、3月中旬以降は戦闘長期化が意識されるようになった。その背景には、金融市場関係者の間で共有される以下のような認識がある。

- イランはペルシャ時代からの大国であり、人口、資源、軍事力等で一定の力を持っている。また、地理的環境に恵まれており、特に他国が陸軍により侵攻することが難しい。加えて、統治機構が複雑かつ分散していると言われており、最高指導者を含む政府高官が死亡してもそれに代替するような統治機構が整っているとされている。このため、イスラエル・米国側に圧倒的な軍事力の優位性があっても、簡単にイラン政府が降伏やイスラエル・米国側の要求を呑むかは不透明である。実際、イスラエル・米国による度重なる攻撃にも関わらず報復攻撃を続けているほか、米国にとって都合の悪い事情（ホルムズ海峡閉鎖による資源価格高騰や資源の供給制約懸念等）を誘発することにより、政治的駆け引きにおけるレバレッジを利かせている。
- イランはイスラエルにとって最大の脅威であり、今般のイスラエル・米国によるイラン攻撃も、強いインセンティブを持っているのはイスラエルである。また、イランは事実上中東地域では孤立しており、サウジアラビア等の主要国はこの機にイラン政府の転覆を期待している。国内インフレ圧力上昇は11月の中間選挙を控えるトランプ政権にとって大打撃になりかねないため、米国は資源価格上昇が長期化するほど停戦インセンティブが高まるとみられているが、関係国の意見が一致しない可能性がある。
- イスラエル・米国は既に兵器不足に陥っている可能性がある。イランは廉価なドローンを効率的に運用しており、また、長期戦を前提にして戦力・兵器を温存してきた可能性がある。イスラエル・米国が大幅な譲歩をしない限り、停戦を実現することは難しいのではないかと。

戦闘長期化に伴い、ホルムズ海峡封鎖が長期化すれば、資源価格上昇に加え化石燃料由来の原材料・製品の供給制約により経済活動が制限される可能性がある。実際、原油備蓄量が少ない東南アジア諸国（ベトナム:40-50日程度、フィリピンおよびタイ:60日程度、韓国:210日以上）では、様々な経済活動制限が発動されている。例えば、フィリピンは国家エネルギー非常事態宣言を発動し、電力価格の市場機能を停止（国家統制価格へ）したほか、労働者への時短や勤務日数制限を導入した。今後供給制約が長期化する場合、運輸業界に対する営業制限（航空便の便数制限など）を行う可能性がある。その他、複数国でリモートワーク推奨、不要な移動制限などが実施されている。

日本は、化石燃料のほぼ全量を海外から輸入しており、原油についてはホルムズ海峡経由が9割超を占める。LNGは原油にくらべ調達先の多様化が進んでおり、ホルムズ海峡を経由する輸入量は約6%程度（中東全体からホルムズ海峡を経由しないオマーンを除く）。石

油備蓄は約 8 か月分 (26 年 1 月末時点)、LNG 在庫は電力・ガス会社に約 400 万トン有しており、これはホルムズ海峡を經由する LNG 輸入量の約 1 年分に相当する。我が国の電源構成は、石炭 29%、天然ガス 32%、石油等 7%、原子力 9%、再エネ等 23% (24 年速報値、資源エネルギー庁による) であり、石油等は他の火力発電所の稼働引き上げ等により相応に補うことは可能であろう。一方、輸入量の 9 割をホルムズ海峡経由に依存している原油およびホルムズ海峡を経て輸入される (原油や天然ガス由来の) 原材料等は、今後供給制約に見舞われる可能性がある。70 年代に発生したオイルショック時は日本政府の努力もあり極端な供給制約にはならなかったが、今般、イランに対して日本が独自外交を展開し、ホルムズ海峡の航行を認めてもらえるかは不明である。オイルショックの経験もあり、特に原油については独自ルートからの調達が可能にはなっている。それらがどこまで機能するかも今後の注目材料である。

ただし、それでも留意が必要なのは、原材料等のなかでも石油化学品 (石油化学基礎製品や誘導品)、天然ガスの生産プロセスにおける副産物 (ヘリウム、アンモニア・尿素等)、およびアルミニウム等において、中東はグローバルサプライチェーンにおいて重要な生産拠点を有しており、わが国も相応の規模を当該地域から輸入していること、および、多くの原材料・部品がグローバル水平分業体制の下で供給されており、(中東からの直接的な影響に加え) 第三国からの間接的な供給制約影響を受ける可能性があることである。

石油化学品は多種多様な産業に供給されており (自動車や電機セクターが主要ユーザー)、最終製品が製造されるまでに様々な化学品が用いられるため、どの工程でどの原材料が不足して生産のボトルネックになるかは流通経路における複数関係者の在庫状況に依存するため予想や推計が極めて困難である。日本は中東諸国に対して輸入ナフサの 75%、国産ナフサを含めた国内流通分でも 45% を依存している。中東情勢の悪化に伴いナフサの供給制約が既に懸念されており、幅広い産業へ供給制約が及ぶ可能性がある。

天然ガスの生産プロセスにおける副産物を起点とした影響が大きそうなのは、化学肥料、ディーゼル車排ガス浄化装置、半導体、原子炉等である。肥料は中東諸国がグローバルでも重要な供給拠点になっており、肥料の供給制約は農業のコスト上昇や農作物の供給量減を経て食料品価格上昇につながる可能性がある。尿素はディーゼル車の排ガス浄化技術に用いられているため、陸運業界にも影響を及ぼす可能性がある。ヘリウムはカタールが重要な生産拠点になっており、半導体や光ファイバー、原子炉等、そして医療用 MRI 等にも用いられている。

冷戦終結後のグローバル経済は、グローバル水平分業体制に移行してきた。18 年以降は米中貿易摩擦を主因にして、再び分断化やサプライチェーンの再構築に動きつつあるが、依然として多くの産業はグローバル水平分業を前提にしたサプライチェーンに大きく依存している。このため、中東地域から直接輸入していなくても、第三国で生じる供給制約を通じて、第三国の輸出能力低下が我が国の供給制約につながるような産品も想像以上に多くあるとみられる。

今後も中東情勢の行方は予断を許さない状況が続く可能性が高い。仮に短期的に停戦合意がされたとしても、サプライチェーンの混乱の影響は当面残る可能性がある。供給制約の影響が大きくならなければ、資源価格や需給ひっ迫に伴うコスト上昇によるインフレ圧力が生じるなかでも、生産活動が極端に委縮することもなく、マクロ経済に及ぼす負の影響も大きくならないだろう。一方、極端な供給制約になれば、経済活動全体が大きく委縮することを通じて、マクロ経済が大きく落ち込む可能性がある。

足もとの債券市場では、中東情勢不安が長期化した場合、インフレと景気減速が同時に生じるスタグフレーションになるとの見方が根強い。一方、供給制約要因を考慮に入れた場合、別の見方も必要になるのではないかと。例えば、インフレ率については、①政府が資源価格上昇に対し価格抑制を目的とした補助金措置を取る可能性が高く、②ナフサ等の価格

上昇に対して企業が最終価格に転嫁するまでに相応の時間を要する（3-6 か月程度）こと、および③米類の価格は足もと下落に転じていること等に鑑みれば、インフレ率が実際に上昇するのは 26 年後半になる可能性がある。そのような状況で、経済活動を委縮させるような供給制約が発生すれば、急速な需要減がインフレ率を抑制させる方向に傾く可能性は無いのだろうか。20 年初頭のコロナ禍では、未曾有の不透明感の前に、金融市場は極端な現金化需要が発生し、すべての資産価格が暴落し、金融市場の流動性低下と金融システム不安が生じ、金利低下、株価下落、米ドル円下落（円高）になった（ただし、その後財政拡張と金融緩和が奏功し、相場は一気に反転した）。昨今も、大規模ではないものの、地政学情勢緊迫化のなかで金価格が急落する局面があった。極端な市場流動性の低下（特に短期金融市場の動揺）が生じれば、中央銀行は流動性供給や（場合によっては）資産買入等を実施する可能性がある。

今般の中東情勢不安は、単なる地政学リスクの発現ではなく、資源価格上昇と資源および副産物等の供給制約を通じてマクロ経済活動が強制的に制限される可能性があるという、パンデミックや戦時中、もしくは大規模災害後をイメージした経済・財政・金融市場分析が必要な局面と言えよう。無論、政府および関係者の知見や関係各国との協調等を通じ、そのような極端な供給制約が発現する可能性は高くないとみている。しかし、地政学情勢に予断や決めつけは禁物である。供給制約を軸に、今後生じるヘッドラインとそれに伴う経済・財政・金融市場の変化を注視し続ける必要がある。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会