

チーフ・ストラテジスト
建部 和礼

中東情勢と日本株の見通し

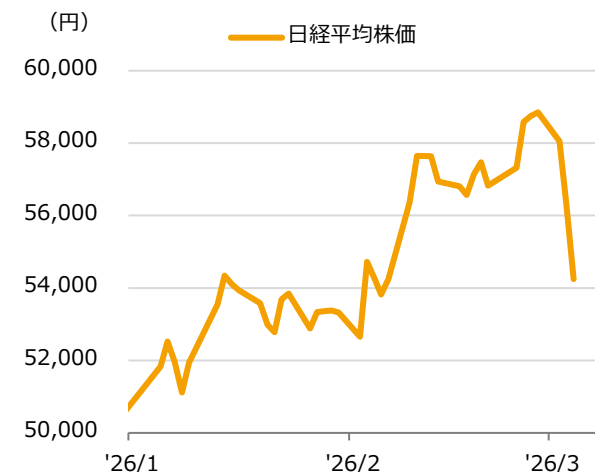
短期的なリスクは両サイド、中期的なリスク・リワードは改善

中東情勢の悪化を受けて日本株は急落

日本株式市場では、中東情勢の悪化を受け、ボラティリティの高い展開が続いています。日経平均株価は週初から3月4日（水）にかけて3営業日で7.8%下落した後、木曜日には1.9%反発しました。値動きは歴史的にも大きく、3月4日は2,033円安で歴代5番目の下落幅、3営業日での下落率は2010年以降で17番目に大きく、同期間の株価リターンとしては0.4パーセントの水準となります。

週末に米国・イスラエル（以下、米国等）がイランへの攻撃を開始し、イランは反撃、そしてホルムズ海峡の実質的な封鎖が報道されていたにもかかわらず、週明けの日本株は下落しつつも驚くほど底堅く推移していましたが、火曜日に急落に転じました。米国等による最高指導者ハメネイ師や軍幹部等に対する斬首作戦、ならびに圧倒的な軍勢力と作戦の進展を受け、当初マーケットでは紛争が短期間で収束するシナリオを有力視していたように思われますが、次第に紛争がより長期化するシナリオを意識し始めているように見えます。同時に、足元の株価急落にはポジションの影響も大きいと思われる。

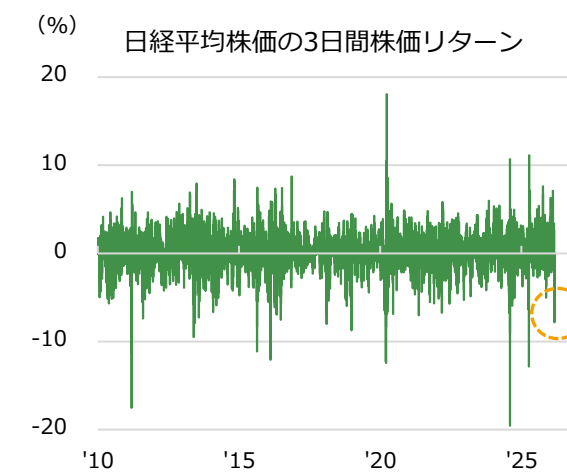
日経平均株価は3月4日に歴代5番目の下落幅



※直近値は2026年3月4日

(出所) ブルームバーグ

今週前半の値動きは歴史的にも大きかった



※直近値は2026年3月4日

(出所) ブルームバーグ

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)

大和アセットマネジメント

Daiwa Asset Management

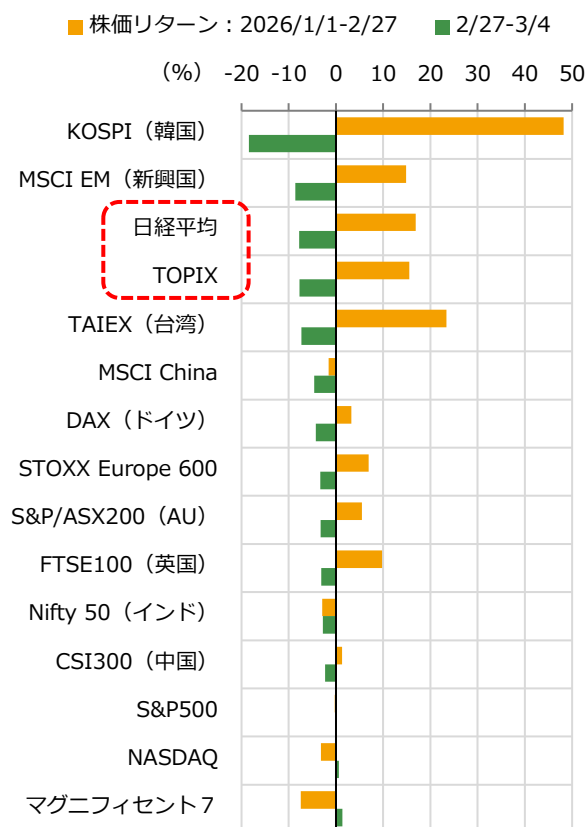
株価急落に対してはポジションの影響も大きい

長期化シナリオが現実のものとなるのであれば、原油高局面で劣後する傾向の強い日本株にとっては悪いニュースです。もっとも、この数日の日本株の急落は、必ずしもマーケットが深刻な事態を想定しているわけではないとの解釈も可能です。

主要株価指数を見ると、年初来の上昇率が高い株価指数ほど、今週前半の下落率が大きくなっています。日本株式市場においても、株価モメンタムファクターが大幅なマイナスとなっており、顕著なリバーサル相場であったことが示されています。これは、それまでの上昇率が大きかった銘柄ほど激しく売られたことを意味します。不確実性が高まり株価の下落が加速する中、含み益を抱えた投資家による利益確定の動きや、ポジションを落とす動きが広がっていったものと思われます。

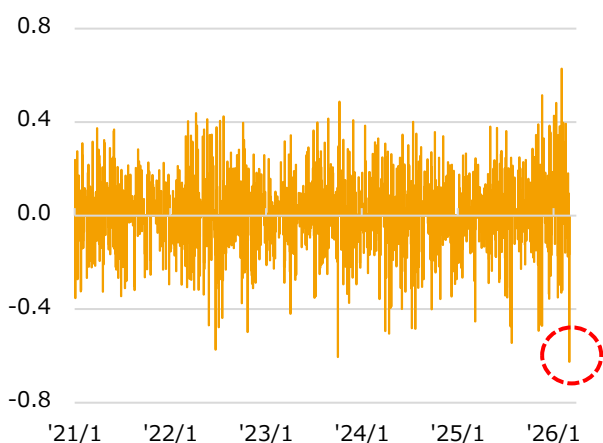
このことは、日経平均先物とブレント原油先物の値動きを比較することによっても確認できます。3日の日経平均先物の値動きは原油先物に比べてはるかに大きく、ファンダメンタルズへの影響以上に下落していたことが分かります。4日までの下落を経て、投資家の日本株ポジションは、ある程度クリーンになっていると思われます。

年初来の上昇率が高い株価指数ほど今週前半の下落率が大きかった



(出所) ブルームバーグ

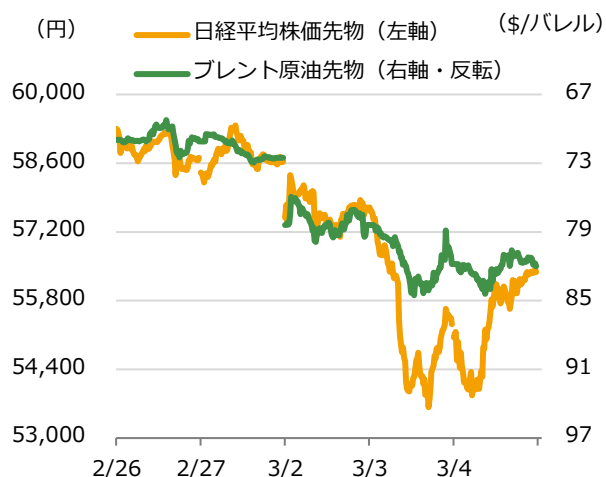
6か月モメンタムファクターの日次ICは2021年以降で最大のマイナス



※IC=情報係数、直近値は2026年3月4日

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

日経平均先物 vs ブレント原油先物



※直近値は3月5日 6:00

(出所) ファクトセット、ブルームバーグより大和アセット作成

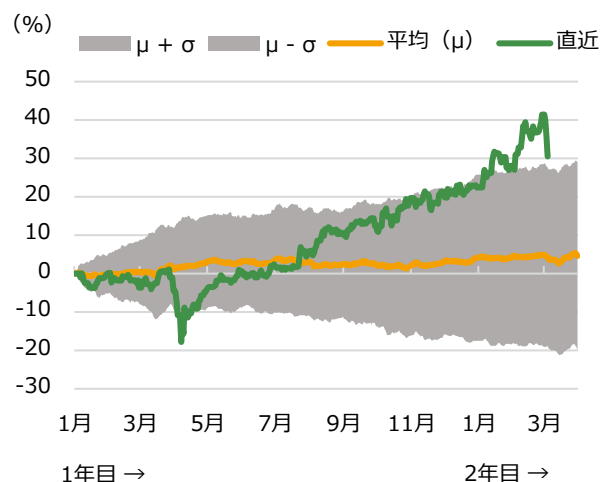
日本株の株価上昇とバリュエーションの切り上がり

年初来の上昇率が大きい株価指数ほど売られた今週前半のグローバル株式市場で、2026年に入って力強い上昇を見せていた日本株の下落率は特に大きくなりました。一方で、日本株が力強い上昇を見せたのは今年だけではない点も指摘しておきます。2025年初からのTOPIXの上昇率は、米国等によるイラン攻撃直前の2月27日時点で41%と、過去35年の歴史を見ても強い株価パフォーマンスとなっていました。2023年初からの上昇率は108%に達しており、利益確定の圧力は高まりやすかったと言えます。

昨年後半からの株価上昇局面では、TOPIXのバリュエーションが過去レンジの上限を上抜けて拡大を続けていました。当社は、インフレ転換やガバナンス改革などの構造変化を踏まえると、TOPIXのバリュエーション・レンジは上方にシフトすることが妥当と考えています。また、2月上旬に行われた衆議院選挙における自民党の大勝とそれに伴うポジティブな政治の進展を踏まえると、一段と高いバリュエーションが正当化されるとも考えています。もっとも、[過去レポート](#)でも指摘してきたように、高いバリュエーション水準は予期せぬショックに対して脆弱であることも意味するため、下落率が大きくなった理由の一つと考えてよいでしょう。

TOPIXのバリュエーションに対する当社の考え方は変わりません。政権の成長戦略への期待が高い中、マクロ・ミクロ・需給面での構造変化が進むのであれば、バリュエーションを考える上での前提がこれまでと変わるため、以前よりも高いバリュエーションが正当化されると考えます。中東情勢の緊張が続く中では、バリュエーションも圧力を受けやすいと思われますが、緊張緩和に向かうタイミングでは、バリュエーションは紛争前の水準に向けて回復すると見込んでいます。

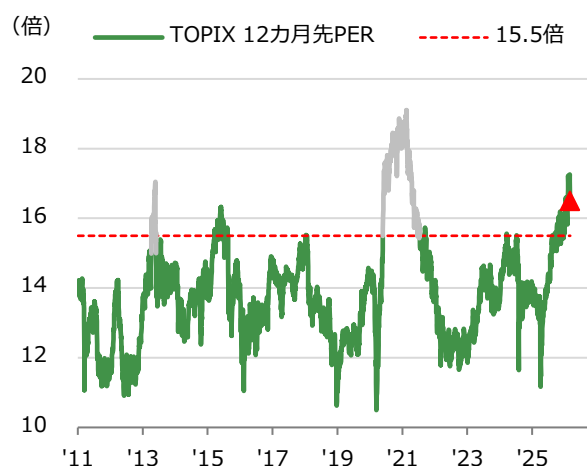
過去35年のTOPIXの株価パフォーマンス



※直近は2025年1月以降で直近値は2026年3月4日
σは標準偏差

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

日本株のバリュエーションは切り上がっており 予期せぬショックには脆弱であった



※アベノミクス初期とコロナ期は特殊な環境であったため、灰色線で表示している。赤い▲は直近値、2026年3月4日時点

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

原油高局面における日本株

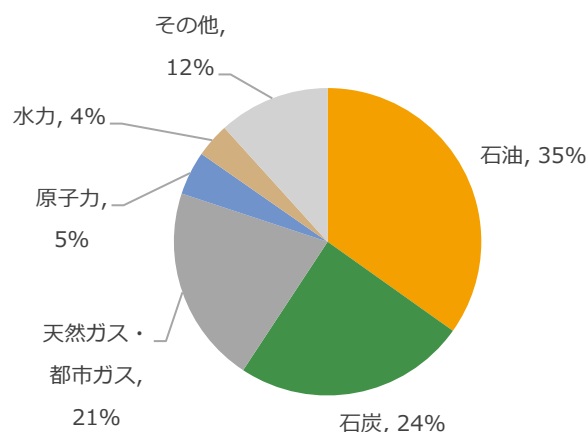
原油高局面においては、日本株は強い逆風を受け、他の主要株価指数をアンダーパフォームすることが多くなります。資源に乏しい日本は、エネルギー自給率が13%（2022年度）と供給のほとんどを輸入に依存しており、エネルギー価格上昇は経済の下押し要因となります。石油は一次エネルギー供給構成の35%を占めていますが、原油の輸入依存度は99.7%で、その約95%を中東から輸入しています。

株式市場においても、エネルギー価格上昇の恩恵を受ける関連セクターは、時価総額・利益ともに市場全体に占める割合が小さく、価格上昇は全体として企業業績の逆風となります。燃料・投入原価上昇の影響を受ける業種に加え、幅広い企業が電力コストや物流費の上昇などの物価高の逆風を受け、さらには輸入物価の上昇を通じて実質購買力が低下するためです。ブレント原油が10%上昇すると、日本企業の純利益は1-2%程度減少すると見込まれます。

2022年にロシアがウクライナに侵攻した際は、原油価格の上昇と歩調を合わせて為替市場で円安が進行し、日本株を下支えしましたが、歴史的な円安水準にある現在は、為替介入への警戒が強まることに加え、円安による経済への悪影響が意識されやすく、当時とは状況が異なります。実質賃金のプラス転換が遅れるほか、インフレ上振れにより日銀の政策対応の遅れへの懸念が高まり、長期金利の上昇や円安が加速するリスクもあります。

紛争が長期化し、原油価格が持続的に高い水準で推移するのであれば、日本株への逆風は強まることになります。

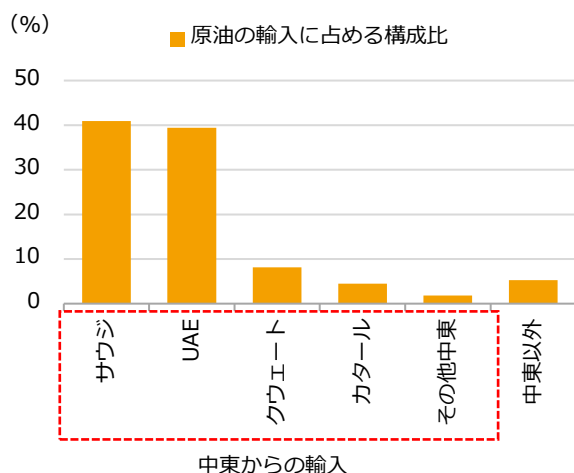
日本の一次エネルギー供給構成



※2024年度速報値

(出所) 経済産業省

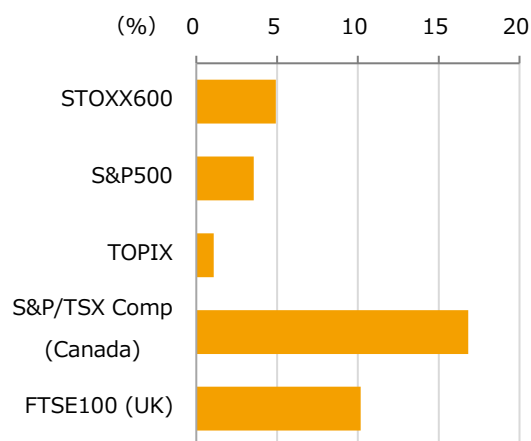
原油の輸入依存度は99.7%



※2023年度

(出所) 経済産業省

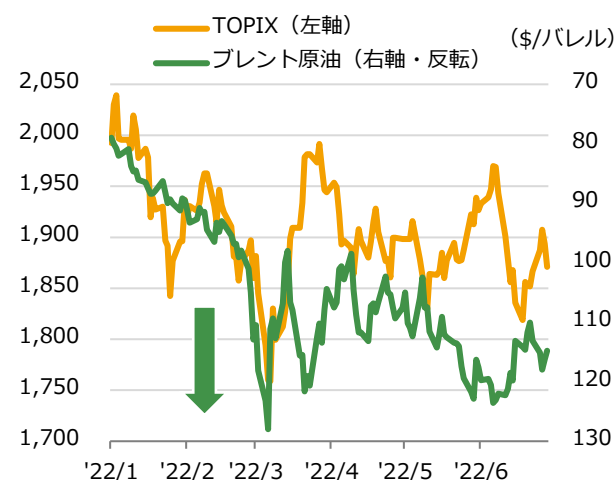
株価指数に占めるエネルギーセクターの割合



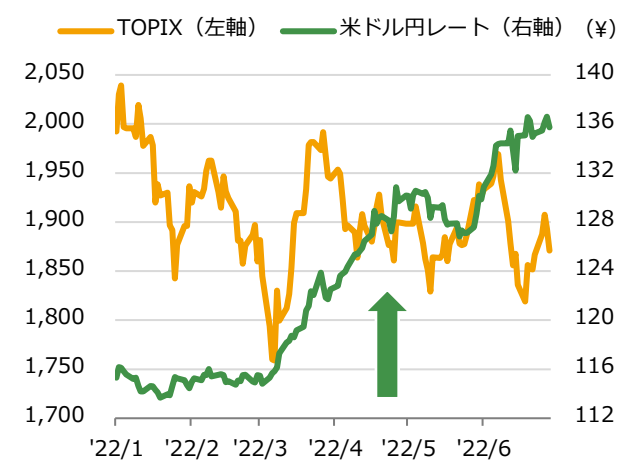
※2026年3月4日時点

(出所) ブルームバーグ

- 2022年の原油急騰局面では為替市場での円安進行が日本株を下支えしたが、
- 歴史的な円安水準にある現在では状況が異なる



(出所) ブルームバーグ



(出所) ブルームバーグ

日本株の見通し：紛争の短期収束シナリオと長期化シナリオ

日本株式市場の観点から中東情勢を考える上で重要なのは、原油価格と紛争のエスカレーションです。原油価格の上昇は逆風となりますが、短期間であれば影響は限定的にとどまります。結局のところ、紛争が短期間で収束するのか、それとも一段と激化し、長期化するのかが焦点となります。

目先は、紛争の沈静化と激化のどちらの可能性もあり、進展を注意深く見守る必要があります。ニュースのヘッドライン次第で、株価は大きく反発する可能性もあれば、下値を探る動きが再開する可能性もあります。短期的なリスクは両サイドにあり、予測が困難です。ボラティリティの高い状況が続くそうで、楽観的な短期収束シナリオを前提としても、時間軸は数日ではなく数週間程度と思われます。もちろん、この時間軸に関する不透明感も高く、状況は流動的です。

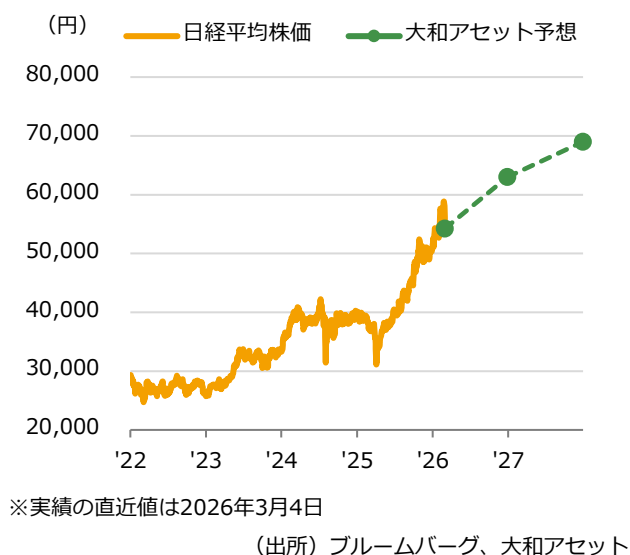
一方で、今週の急落を経て中長期的なリスク・リワードのバランスは改善していると当社は考えています。紛争に関する予測は困難ですが、数カ月にはわたって激しい戦闘が続くよりも、数週間程度で収束に向かう可能性の方が高いと思われます。イランの弾道ミサイル・ドローンの在庫が減少しているとの報道がありますが、米国等も兵器の在庫が限られているとの報道があり、長期間にわたって現在のペースで攻撃を続けるのは難しいと思われます。米国に明確な出口戦略がないように見えるのは不安なところですが、地上軍の投入には後ろ向きとされており、トランプ米大統領の支持層であるMAGAも他国での紛争に否定的なため、今後数週間のうちに、タイミングをみて紛争を終結させる可能性が高いと考えられます。

長期化・激化もありうるシナリオです。ただその場合でも、長期化する原油高騰が世界的な景気後退をもたらすといった想定をしなければ、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。リスクシナリオとしてブレント原油が130ドル/バレルに上昇するといった予想も見られることから、テールリスクへの注意も怠らないようにする必要があります。

日本は、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、当面の原油供給に不安はありません。原油市場では世界的に余剰生産能力が大きいとされており、紛争が長期化しなければ原油高を通じた世界経済およびグローバル株式市場への影響は限定的にとどまります。

中東情勢の進展によっては今後見直す可能性もありますが、現時点では当社は、緊張緩和とともに日本株は再び上昇に向かうと考えており、2026年末・2027年末の日経平均株価予想値を63,000円・69,000円で維持します。強気に転じるには、紛争鎮静化のタイミングを見極める必要がありますが、中長期的な視点では、買い場を探る局面が近づいていると考えています。

■ 状況は流動的だが、当社は日経平均株価の予想値を維持



■ 日経平均VIは大幅上昇、急騰後は株価が反発するとの経験則も

