

## 経済を読む眼

中東情勢緊迫化の世界経済への影響\*<sup>1</sup>

2026年3月25日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

## 要旨

1. 米・イスラエルのイラン爆撃と、イランのホルムズ海峡の事実上の封鎖等の報復により、エネルギー価格が高騰している。
2. 中東情勢の帰趨は不確実性が極めて高いが、世界経済への影響は一義的にはエネルギー価格上昇を経由して発現。今後、①Brent 原油価格が平均して\$90bbl 前後で3ヶ月間推移、②同\$90bbl 前後で6ヶ月間推移、③同\$120bbl ないしそれを大きく上回って6ヶ月間推移、の3シナリオを想定し得る。
3. シナリオ①では、世界経済はGDPが若干減少し、CPIが若干上昇する程度。シナリオ②では、GDPの減少幅、CPIの上昇幅とも少し大きくなるが、景気後退には至らない。シナリオ③では、インフレと景気後退が共存するスタグフレーションに陥るリスクが高い。
4. 主要国の物価への影響を見ると、米欧日は影響が顕在化し易いのに対し、中国は石炭の利用比率が極端に高く影響は薄まる。石油関連製品の供給制約に陥り易いのは東南・南アジア諸国。日本は相対的に備蓄量が大きい。
5. 主要国の経済成長への影響を見ると、米国はエネルギー産出国であるため、所得の海外からの移転が発生するのに対し、日欧は海外への所得移転が発生。特に日本はロシア・ウクライナ戦争後に交易損失が回復しないまま今次局面に直面。企業のセンチメントにも米国は石油危機並みのショックでない限り影響しないが、日本は左右され易く、独は影響が見え始めている。
6. 世界的にコロナ禍以降の相次ぐ財政支出により、エネルギー価格上昇に対応する財政余力は総じて小さくなっている。
7. 金融政策は、日米欧ともインフレ期待の上昇に注意する必要がある。米欧は金融政策に引き締めバイアスが出てきそうな一方、日本は交易損失と企業センチメントに一定の配慮を要する。しかし金融政策正常化までに距離があるので、やはり利上げ方向にバイアスをかける必要があろう。
8. 原油価格上昇に端を発する長期金利の上昇が、米プライベート・クレジット市場に及ぼす影響等の副次的金融リスクも注意しておく必要。

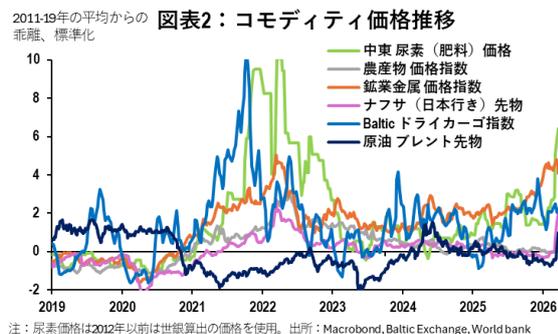
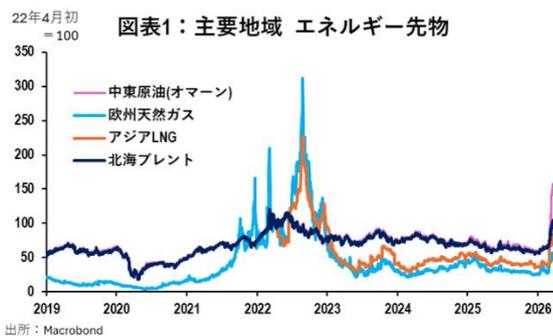
\*本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JSTの公式見解を示すものではない。

<sup>1</sup>本稿は、2026年3月24日現在のデータ・情報に基づいている。

## 1. はじめに～本稿の目的

米国・イスラエルが2月末からイランに大規模な爆撃を行い、イランがミサイルやドローンの中東のほぼ全域に向けて発射、更にはホルムズ海峡を事実上封鎖するに至り、中東情勢の緊迫化がどのように終わるのか、前途が立たなくなっている。中東諸国の中にはミサイルで損害を被ったために原油や天然ガスの生産を減らしている先があり、またホルムズ海峡を通行できなくなったことからタンカーが中東域内に滞留している。このため、原油や天然ガスの価格が急騰しているほか、その減産も始まっている。今週末には原油は16mbd（1日当たり百万バレル）とかつてない規模の域内停留<sup>2</sup>とそれに伴う減産、それによる原油の供給不足が見込まれ、世界のエネルギー需給を逼迫させている。政情不安でエネルギー価格が上昇したのは湾岸戦争をはじめとして多々あるものの、エネルギー供給に直接的な制約が生じたのは、第1次石油危機（1973年～1977年）とロシア・ウクライナ戦争（2022年～）以来のことである。しかも今回は、歴史上最も大きな原油供給ショックである。

その世界経済に及ぼす影響は、第一義的にはエネルギー価格を通じて現れる。ホルムズ海峡からタンカーを出せなくなっていることを主因に、原油価格や天然ガス価格が急騰しており、Brent原油価格は年初の\$60bblから一旦は\$120bblに達し、その後も\$100bbl前後で推移、今回は中東が震源地なので、オマーンやドバイの原油価格は\$150bbl以上まで急騰した（図表1）。しかしこれは、供給不足を需要の減退で相殺するにはまだ安過ぎるようだ<sup>3</sup>。また、今回の影響は原油だけではなく、石油から作られる化学肥料や、ナフサ類、更には半導体を製造するのに用いるサルファーといった製品の価格も一斉に上昇しているのが特徴である（図表2）。



そればかりか、もしもこの状況が長く続くのであれば、中東産の原油や天然ガスの

<sup>2</sup> 但し、この停留規模を、サウジアラビアのパイプラインを用いた輸出で4.7mbd程度減殺し、後述する備蓄の放出と併せると、来週には不足額は10mbd程度に緩和されるとみられる。それでも、引き続き大規模な供給不足であることには変わりがない。現在、中国、インド、パキスタン、トルコがイランとホルムズ海峡を通行できるように交渉中。これが全て認められる場合には、輸出は7.6mbd回復する。

<sup>3</sup> 今回の供給ショックに対する原油価格の反応は、イラクのクウェート侵攻（1990年）、リビア内戦（2011年）、ロシアのウクライナ侵攻（2022年）に比べても遙かに小さい。Kleinは、石油需要を石油供給量並みに抑制するには、\$200bblを遙かに超える原油価格の上昇が必要と述べている（Klein, M. (2026) “Markets Are Still Sanguine About the Oil Outlook,” The Overshoot）。

輸入への依存度が高く、在庫が少ない国はエネルギー関連製品の供給制約に直面しかねない。

中東情勢緊迫化の帰趨は、現時点では非常に不確実であり、予断を許さない。そこで本稿では、幾つかシナリオを提示し、世界経済にどのような影響を及ぼすかを検討する。なお、今次中東情勢緊迫化の意味や意義、他国の参入の是非を評価することは本稿の目的外である。

## 2. 想定される3つのシナリオとその帰結

米国は恐らく、イランに大規模な爆撃を行えば短期間で事態を収束できると考えていたのであろう。しかし、イランがドローンを主体に中東各国に爆撃を行ったり、更にはホルムズ海峡を事実上封鎖することは、比較的安価で可能であり、米国側も現時点ではこれを止められていない。このため、エネルギー価格は急騰したままとなっている。

ここで、我々は3つのシナリオを提示し、暫定的な結論を付す。①から③に向かうにつれて、エネルギー価格の上昇幅が大きくなり、しかもそうした事態が長続きすることが想定されている。当初はシナリオ①のフィージビリティが高いようにみえたが、イランのエネルギー供給・市況に焦点を当てた報復が低コストで容易に行えることがわかったほか、米国が戦争への関与を徐々に減らしても、和平を締結しない限りイラン側に報復を止めるインセンティブがないことに鑑み、シナリオ②に近付いている状況と考えられる。現時点ではシナリオ③にはまだ距離があると考えられるが、エネルギーの供給不足を市場が素直に反映させるのであれば、実現する可能性もある。米国・イスラエルとイランの実力行使と交渉の両面を丹念に追いながら、どのシナリオに近づくかを見ていく必要がある。

### シナリオ①

Brent 原油価格は一時的に\$120bbl に達するものの、今後は平均して\$90bbl 前後を続け、米国とイランの間で停戦が成立し、3ヶ月で収束する。2H26 には\$60bbl 程度にまで軟化する。原油価格のリスクプレミアムは比較的小さい。天然ガス価格も同様の推移を辿る。

原油価格は戦争前比 50%上昇が3ヶ月続くので、簡易的なモデルを用いてグローバル経済（新興国も含むが主要国のみ）への影響を平均的にみれば、3ヶ月間はGDPが約1.2%減少し、CPIが約1.5%、コアCPIが約1%程度上昇する計算となる。しかし、年平均で見ればGDPは約0.3%減少、CPIは約0.4%、コアCPIは約0.2%程度の上昇にとどまる。

## シナリオ②

Brent原油価格は一時的に\$120bblを付けた後、平均して\$90bbl前後で推移するが、米国とイランの停戦に時間がかかるため、この水準を6ヶ月間継続する。その後、本年後半中に\$60bbl程度まで軟化していく。原油価格のリスクプレミアムは比較的小さい。天然ガス価格も同様の推移を辿る。

この程度であれば、日独はともかくとして、少なくとも米国では企業のセンチメントが急激に弱気化することまではないと見込まれる。その前提の下では、年平均で見れば、少なくともGDPが約0.6%減少、CPIが約0.8%、コアCPIが約0.5%上昇する。これは、中東情勢緊迫化の前には2025年を上回る経済成長が2026年に期待されていた世界経済が、前年より減速することを含意する。但し、景気後退には至らないと考えられる。

## シナリオ③

米国とイランの攻防が泥沼化するため、Brent原油価格は、今後は\$120bblないしそれを大きく上回って推移する。この水準を6ヶ月間継続する。その後、本年後半中に\$60bbl程度まで軟化していく。原油価格のリスクプレミアムは大きい。天然ガス価格も同様の推移を辿る。

原油価格がこの水準で推移すれば、世界経済は、インフレと景気の後退ないしは大幅な減速が同居するスタグフレーションが展望される。

なお、両国の将来の停戦の姿次第であるが、今回ホルムズ海峡を事実上封鎖したイランは、比較的安価かつ容易に世界のエネルギー市場に多大な影響を与える術をみつけたことになる。このため、イランは今後も、米国やイスラエルとの間で緊張感が高まれば再び封鎖する可能性を否定できないし、あるいはそうする可能性を示唆するだけでも、民間船のホルムズ海峡の通行はできなくなるであろう。そうした場合には、シナリオ④として、一旦停戦しても、その後も両国の関係が再び悪化する度にBrent原油価格に上昇圧力がかかり続ける事態も想定される。

## 3. エネルギー価格上昇の影響の国別にみた違い

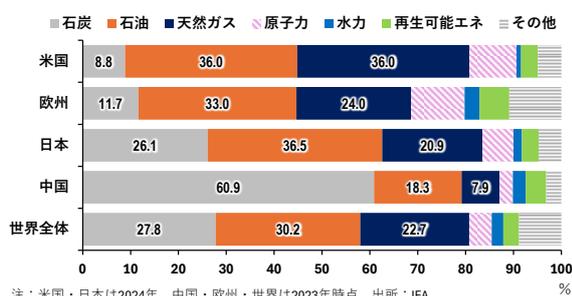
### (1) エネルギー価格上昇の物価への影響、エネルギー輸入枯渇の可能性の国別特徴点

ここでは、原油・天然ガス価格の上昇に対して脆弱な地域や、そうしたエネルギーの供給制約に直面し易い地域を特定してみよう。まず、原油、天然ガス価格上昇の影響を国別にみると、米国は、自ら石油や天然ガスの輸出国ではあるが、価格上昇の物価への影響は免れ得ない。国内では石油と天然ガスの使用比率が高く、産業のエネルギー使用効率も全世界平均程度であるので、それだけエネルギー価格上昇の影響を受

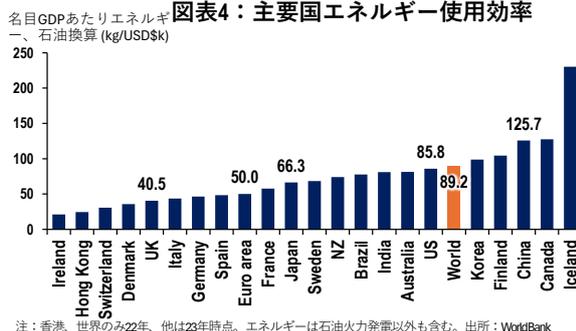
け易い（図表3、4）。次に欧州は、エネルギー使用効率こそ米国や日本よりも良いうえ、原子力エネルギーや再生可能エネルギーの利用が多いことも特徴であるが、天然ガスの使用比率が米国に次いで高いため、エネルギーの中でも天然ガス価格の影響を受け易い。

一方、日本は、石炭の利用が多い点は今次局面ではメリットであるが、それでもエネルギー使用効率もそれ程良いとは言えず、原油や天然ガス価格の影響は相応に受け易い。最後に中国は、経済のエネルギー使用効率が悪いが、利用しているエネルギーの中で石炭の比率が極端に高いため、それだけ影響は薄められることがわかる。

図表3：主要地域 エネルギー利用内訳



図表4：主要国エネルギー使用効率



次に、中東、特にホルムズ海峡からのエネルギー輸送が途絶えた場合に直接的に供給制約を受け易い地域を点検すると、中東産エネルギーの輸入が特に多いのは、アジアである（図表5）。その中でもホルムズ海峡が封鎖されると原油の備蓄在庫も少ないためにすぐに供給制約に陥りそうな国は、フィリピン、ミャンマー、インドネシア、ベトナムといった東南アジア諸国と、インド、パキスタンといった南アジアである。日本はホルムズ海峡経由のエネルギー輸入比率が特に高いものの、備蓄量が多いため、アジアの中では相対的に耐久力がある。

但し、今回は天然ガスの生産・輸出も影響を受けている。天然ガスは保存が難しく国家備蓄制度も乏しい。備蓄と言っても民間企業が通常数週間～数ヶ月分を保有するに過ぎないので、その影響は中東から直接輸入しているアジアで最も強く出ると見込まれる。日本でも、備蓄を2～3週間分しか保有しておらず、日本の輸入額が一番大きいのは豪州であるとは言え、天然ガスの輸入が途絶える分を別の国から輸入しようとすると、同じようなインセンティブを持つ国々との競合になりかねない。

図表5: アジアで中東戦争の影響を最も受ける国

単位: (断りのない限り) mbd, 緑は安全な先・赤は脆弱な先

	全体		ホルムズ海峡経由		ホルムズ海峡経由比率		原油在庫		ホルムズ海峡経由比率		
	原油純輸入	石油製品輸入	原油輸入	石油製品	原油	石油製品	原油在庫	石油製品在庫	原油輸入カバー日数	ホルムズからの原油輸入カバー日数	原油・石油製品カバー日数
中国	11.62	1.04	4.48	0.20	39%	20%	1,312	209	113	293	128
インド	5.00	0.24	2.26	0.09	45%	38%	167	94	33	74	66
韓国	2.90	0.79	1.80	0.23	62%	29%	132	63	46	73	84
日本	2.44	0.59	1.97	0.28	81%	48%	380	105	156	193	180
シンガポール	1.00	1.60	0.68	0.25	68%	16%	28	47	28	42	62
タイ	0.85	0.11	0.40	0.06	47%	53%	22	21	26	55	52
台湾	0.79	0.26	0.53	0.04	67%	14%	54	0	69	103	71
マレーシア	0.27	1.25	0.16	0.15	60%	12%	16	0	57	95	23
インドネシア	0.42	0.72	0.09	0.06	21%	8%	14	0	34	165	14
ベトナム	0.23	0.25	0.25	0.02	106%	7%	9	0	37	35	19
ミャンマー	0.28	0.06	0.25	0.00	87%	2%	9	0	31	36	26
パキスタン	0.19	0.21	0.15	0.08	79%	39%	7	0	37	47	21
フィリピン	0.13	0.29	0.11	0.00	82%	0%	3	14	25	31	41
スリランカ	0.03	0.08	0.02	0.00	64%	0%	1	0	49	76	12
バングラデシュ	0.02	0.08	0.02	0.00	100%	3%	2	0	99	99	19

出所: Kpler, JODI, IEA

IEA（国際エネルギー機関）は、原油の供給制約に対応するため、G7 と協議の上、メンバー国全体で 400mb の備蓄放出を決定した。しかし、図表 6 が示すとおり、この放出量はホルムズ海峡を通過できない分を 20 日間相殺できる程度の量でしかなく、原油市況にも目立った影響を与えていない。IEA は、必要となればもっと備蓄の放出を行う事も考へるとしているが、たとえ（非現実的であるが）全て放出したとしてもホルムズ海峡を通過できない分を 90 日間相殺できる程度である。すなわち、ホルムズ海峡を早く解放しないと、深刻な原油供給制約に直面するか、その分を他国から賄うために大幅な価格急騰を甘受せざるを得なくなる。

図表6: IEAによる石油備蓄放出の規模とインパクト

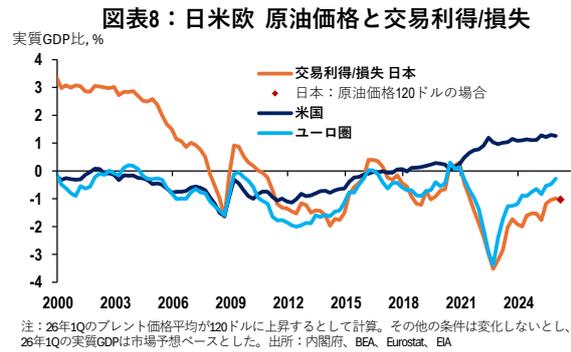
事項	規模	備考
IEAメンバー国による備蓄放出を決定	400mb	過去5回（1991, 2005, 2011, 2022に2回）
IEAメンバー国の備蓄量	1,800mb	国12億bbl, 政府統治の民間分6億bbl
世界の石油需要	102~103mbd	
うちホルムズ海峡経由分	20mbd	世界の石油需要の25%
備蓄放出計画がホルムズ海峡不通過分を相殺できる日数	20日分	備蓄放出計画に沿った最大値
備蓄全放出がホルムズ海峡不通過分を相殺できる日数	90日分	備蓄を仮に全て放出した際の最大値

出所: IEA, JST

## （2）エネルギー価格上昇の経済成長への影響の国別特徴点

次に、世界の経済成長への影響を展望してみよう。エネルギー価格の上昇は、エネルギー資源を持たない国から持つ国への所得移転（これを交易条件の悪化、あるいは交易損失と言う）を意味する。これを日米欧について交易条件（輸出価格/輸入価格）でみると、まず、2000 年代初頭以降の日本の悪化が際立っている（図表 7）。次に、日欧はロシア・ウクライナ戦争によるエネルギー価格上昇を反映して 2022 年～2023 年まで、交易条件が相当悪化した。一方で米国は原油や天然ガスの産出国であるため、むしろ好転している。この日欧の交易条件の悪化を交易損失（国民総所得－国内総生産、交易条件の変化によって輸入額が輸出額を上回り、国内の購買力が海外に流出する実質金額）の GDP 対比でみると、日欧ともに 2022 年～2023 年は同程度に悪化して

いるが、欧州はその後交易損失がほぼ無くなるまで回復したのに対し、日本は回復が道半ばで途絶えているところが異なっている。

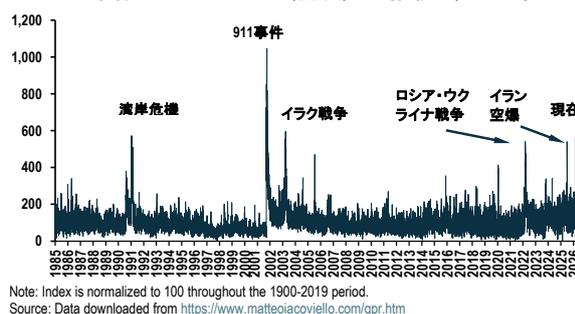


但し、前掲図表 8 において、原油価格が\$120bbl まで上昇し、他のエネルギー価格も同様に上昇したケースをシミュレーションすると、交易損失は GDP 比で 1%強と僅かなマイナスにしかならない。このように今次局面において日本の交易損失が更なる大幅な悪化を回避できるのは、第 1 に、今回の原油価格の上昇は変化率で見るとロシア・ウクライナ戦争勃発時に比べて低い（図表 9）、第 2 に、当時は世界的なインフレによって日本の輸入価格が全般に上昇していたが、今は一服している、第 3 に、ロシア・ウクライナ戦争勃発後、ユーロ高が進行した一方で円安が進んだが、今回は円安の進行は伸び率で見れば限定的、という背景がある（図表 10）。この第 3 の背景によってユーロ圏は交易損失がほぼゼロまで戻った一方、日本は戻らないという差が出ることとなった。日本にとって現時点ではロシア・ウクライナ戦争勃発時ほど交易損失が悪化しない可能性が高いことは経済成長にとって好材料であるが、交易損失が回復しない状況が続くと、為替相場の帰趨次第では状況が再び大きく悪化し得る点に留意する必要がある。



次に、中東情勢の先行きに関する不確実性の増大が景気に及ぼす影響を考えてみよう。地政学リスクの大きさを表す Geopolitical Index をみると、今次中東情勢緊迫化は昨年（2022年）の米・イスラエルによるイラン空爆、ロシア・ウクライナ戦争、9.11 事件とその後のイラク戦争、湾岸危機と、過去に戦争と原油価格が連動していた時と並ぶ高水準となっていることがみてとれる（図表 11）。

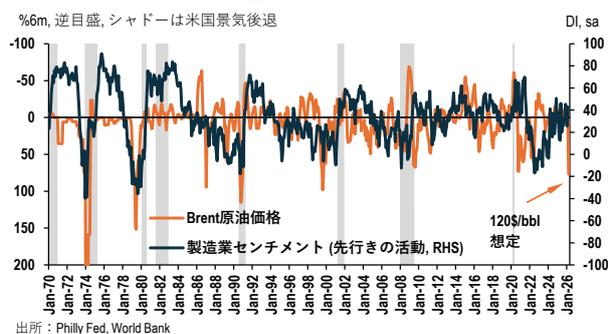
図表11: GPR Index (日次) の推移 (1985~)



次の焦点は、ここまでみてきたエネルギー価格の上昇と戦争に伴う不確実性の増大が、企業のセンチメントを押し下げることである。企業がこの状況で萎縮すると、景気はそれに伴って悪化していく。これを米日で比較すると興味深い事実が判明する。製造業の先行きに関するセンチメントと原油価格とを並べてみれば、米国については、

1970年代の第1次・2次石油危機や1990年の湾岸危機のような大きなショックが来る場合にはセンチメントも悪化するが、そこまでのショックでない時期には、センチメントが原油価格の変動と連動していない（図表 12）。つまり、今回の中東情勢緊迫化の影響も、これ以上悪化しないまま迅速に収束するのであれば、センチメントに及ぼす影響が限定的になる可能性が、経験的に示唆される。

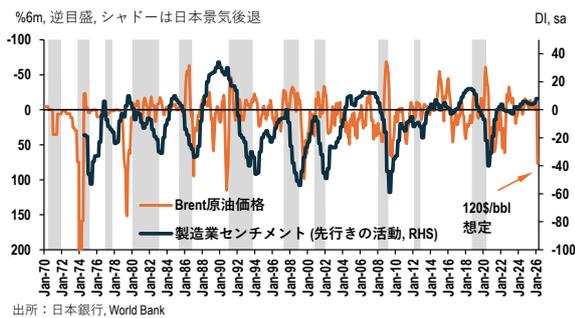
図表12: 米国製造業センチメントと原油価格



これに対して日本は、1970年代の石油危機、1990年の湾岸危機のみならず、1990年代末、2008年のGFC（世界金融危機）時、2017年頃をみても、原油価格の変動とセンチメントの変動はかなり密接に動いている（図表 13）。すなわち、日本の場合は交易損失が嵩むほか、国内で原油を産出できないので、原油価格の急騰と不確実性の増大は、製造業のセンチメントを萎縮させ易いことがわかる。今回の中東情勢緊迫化の経済成長への影響は、米国よりも日本の方が強く出るとみておくべきであろう。

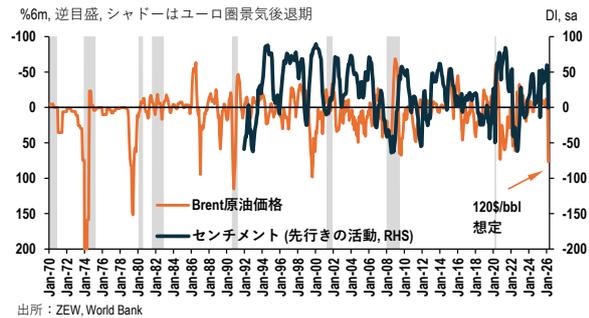
また、欧州ではドイツを例にとると、1990年代以降では原油価格の上昇とセンチメントの変動には大きな相関はみられなかったが、今回の中東情勢緊迫化が始まった後のサーベイでは先行きの活動に対する期待が急落している（図表 14）。

図表13: 日本製造業センチメントと原油価格



出所：日本銀行, World Bank

図表14: 独センチメントと原油価格



出所：ZEW, World Bank

最後に、物価の上昇が消費を阻害する経路も考えておく必要がある。この点、米欧日の中では、日本の賃金が最も低く、現在も実質賃金がプラスに転じたかどうかははっきりしない状況にある。ここで CPI の上昇が加われば、日本の家計の購買力が最も影響を受け、消費が抑制される可能性があるだろう。

以上より、世界経済がシナリオ③に陥らない限りは、今回のエネルギー価格の上昇に対し、交易条件が改善し、企業マインドも影響受けにくい米国は景気への影響よりも物価への影響を心配すべきである一方、欧州は企業マインドからみて景気への影響もあるが、交易条件の改善に鑑みればそれ以上に物価への影響とそれが消費に及ぼす影響を心配すべきとなる。これに対し、日本は、景気と物価の両方への影響を心配しなければならないが、現時点では景気への影響が大きく拡大する展望まではない、と考えられる。

#### 4. 財政金融政策対応の国別特徴点

##### (1) 財政政策

世界的に、エネルギー価格の上昇に対して財政政策でその痛みを緩和しようとする動きが、日本やイタリアを始めとして早くもみられている。但し、コロナ禍、ロシア・ウクライナ戦争といった大きなショックが来る度に財政政策で手当てをしているうちに、どの国も財政余力が小さくなっていることには注意を要する。

例えば、日本では、昨年 12 月にガソリン暫定税率を廃止したばかりであるが、今次局面においてガソリン価格が 170 円を超えないように補助金を復活させるほか、4 月に打ち切られる予定の電気・ガス料金補助を復活させる可能性すらある。これらを合計すると兆円単位で財政支出が嵩むことになり、それだけ他の財政支出に振り向けられる財政支出が制約されるだろう (図表 15)。欧州やアジア諸国も概ね同様の状況にある。

これに対して、米国では、物価の高さが政治問題となっているにも拘わらず、財政支出を投じてエネルギー価格上昇に伴う負担を抑えるという方向の議論はまだ大きくなく、ガソリン・ディーゼルの税率停止も検討されているが、議会の承認という壁がある。むしろ、対露原油制裁を一時的に緩和するとか、Jones Act (米国内の港間輸送

を米国製・米国籍・米国人クルーの船舶に限定する法律) を解除するといった、財政負担を伴わず、効率性の拡大によって価格を下げる方策が実施見込みとなっている(前掲図表 15)。但し、その効果は大きくはないだろう。

**図表15: 日米のエネルギー価格急騰への対策**

施策	効果・コスト
<b>日本</b>	
ガソリン補助金復活(170円/程度に抑制)	170円/程度に抑制 財源: 補助金基金の残り2,800億円、2022年以来的実績では8.2兆円 予備費8,000億円を新たに充当
電気・ガス料金補助(26/1-3)の延長? ガソリン暫定税率廃止(26/12)	両者を併せてCPIを約0.9%押し下げ 財源1: 電気・ガスは5,296億円(26/1-3分、25年度補正予算) 財源2: ガソリン暫定税率廃止は国・地方合わせて年間約1.5兆円
<b>米国</b>	
対露原油制裁の一時的緩和(洋上在庫の取引認める)	世界の原油需給の一時的緩和、原油市況高騰の一時的緩和
Jones Act(米国内の港間輸送をアメリカ製・アメリカ籍・アメリカ人クルーの船舶に限定)の解除(実施見込み)	石油不足地域への輸送が迅速化 恒久化には議会の承認が必要
ガソリン・ディーゼルの税率停止(検討中)	ガソリン18.4c/gallon, ディーゼル24.4c/gallon 国家としては議会の承認が必要、州は柔軟
E15ガソリン・ブレンドルールの緩和(検討中)	効果は限定的
Reid Vapor Pressure(ガソリン蒸気圧規制)免除(夏にも冬基準の適用, 検討中)	E15よりは効果があるも限定的

出所: 各種政府資料, JST

## (2) 金融政策

金融政策は、過去には、原油価格上昇といった供給ショックが生じた時、伝統的にはそれが一時的とみなして無視する(looking-through approach) 姿勢が各国中銀に採用されてきたが、コロナ禍後にロシア・ウクライナ戦争が発生した時には、looking-through approach を採った結果として金融引き締めが遅れ、高インフレを招来した。この経験を踏まえ、供給ショックの持続性とインフレ期待への影響をみながら、むしろ引き締めバイアスを持つべきと、金融政策の運営姿勢が変化してきている<sup>4</sup>。

その意味で、ここまで検討してきた内容に加え、金融政策の観点からは、エネルギー価格の上昇がインフレ期待に及ぼす影響にも注目しなければならない。反応が比較的早くみられる物価連動国債の breakeven インフレ期待(10年)を日米欧についてみると、中東情勢緊迫化によってインフレ期待がはっきりと上昇し始めたのは、ドイツである(図表 16)。ドイツは、中東情勢緊迫化前には 1.8%程度のインフレ期待であったが、中東情勢緊迫化の開始以降は、明確に 2%を上回っており、天

**図表16: 原油価格と国別breakevenインフレ期待(10年)**

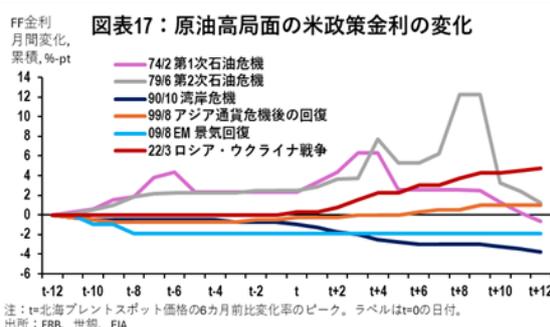


出所: Macrobond

<sup>4</sup> 詳細は鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑「世界のインフレは鎮静化しても再び Japanification には向かわない」経済を読む 28 回、科学技術振興機構を参照。また、カナダ中銀はこうした問題意識を含めて、本年に金融政策の枠組みを見直す予定である。

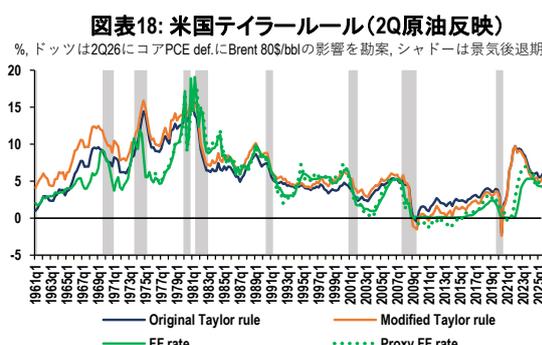
然ガス価格の急騰の影響が大きいとみられる。ところが、米国は2.4%と高めのインフレ期待ではあるものの小動きであり、日本も1.8%程度までじりじりと上昇しているとは言え、未だに1月末につけた1.9%にも達していない。企業や家計のインフレ期待も今後確認していく必要があるが、現時点では欧州の反応の早さが際立っていることがみてとれる。実際、ECBは、中東情勢緊迫化の前は年内を通じて金利を動かさない姿勢をみせていたが、このところエネルギー価格上昇に対して緊張感を持ってそのスピルオーバーをみていくべきとのスタンスにあり、3月の理事会からインフレ圧力の芽を摘むべく利上げバイアスにシフトしたのは、こうした事情がある。

この点、米国は、まず過去に原油価格が上昇した際の金融政策対応を振り返ってみると（図表17）、第1次・2次石油危機やロシア・ウクライナ戦争のようにエネルギー価格の上昇が非常に大きかった際には金融引き締めを行っている。しかし、湾岸危機の時のように、米国が既に景気後退に入り始めていた際には、金融緩和で対応している。



特に今次局面では、経済は堅調な成長を続けており、交易条件もむしろ改善しよう。しかもインフレ率が未だに3%程度の風速で推移している。その意味では金融引き締め側にバイアスをかけ易い局面と言える。この点は、2Q26までBrent原油価格が\$90/bblで推移すると想定してテイラールールに入れると、明確に引き締めが示唆されることにも表れている（図表18）。我々が冒頭で提示したシナリオ①のように、本当に

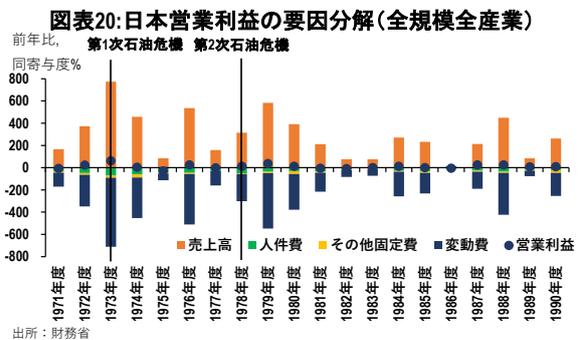
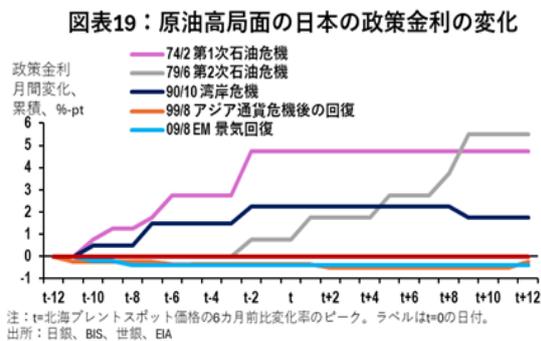
短期間でエネルギー価格の上昇が収束するのであれば、インフレ期待の上昇等を通じてインフレが醸成されていくプロセスには入らず、looking-throughも可能かもしれない。しかし、そもそも中東情勢緊迫化の帰趨がわからないのが実情であり、Powell FRB議長は3月18日のFOMC記者会見において、過去数年のインフレの動きを十分承知しており、エネルギー価格上昇をどこまでlooking-throughするかの判断は軽々しく行わないと述べたところに、最近の政策思想の変化が窺われる。取り敢えず今は、予断を持たずに慎重に情勢を見極める過程にある。



注：Original Taylor rule:  $FF = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 $r^*=2\%$ ,  $\pi^*=2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター-前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ  
 Modified Taylor rule:  $FF_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 Proxy FF rateはChoi, Doh, Foerster, and Martinezの推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利,  
 $r_t^*$ はLaubach-Williamsの1-sided estimate of  $r^*$ ,  $\pi^*=2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター-前年比,  $Gap_t$ はCBO推計, GDPギャップ, 2026はBrent原油価格が1Q26から平均90\$/bblまで上昇した際の影響をシミュレーション。出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Lubik and Matthes (2015), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Haver Analytics, JST推計

日本についても過去に原油価格が上昇した際の金融政策を振り返ってみると、日本の場合は、第1次・2次石油危機や湾岸危機の際はやはり明確に金融引き締めた一方、2000年以降は原油価格に左右されず、デフレ克服のために金融緩和姿勢を維持ないし

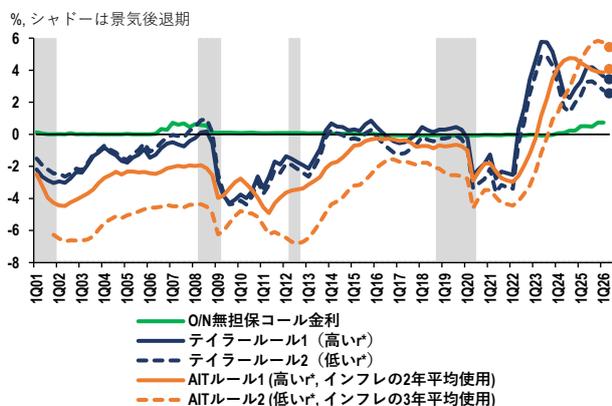
深化させていた（図表 19）。この中で、（筆者の学生時代の）記憶に未だに鮮明なのが、第 1 次と第 2 次石油危機の対応の違いである。第 1 次石油危機時には、それ以前に過剰流動性と言われるほど金融緩和が進んでおり、更に内閣が列島改造論によって日本中に公共投資を大規模に行おうとしていた。したがって、石油危機が生じた時には既に CPI が 2 桁の上昇をしていた。その局面で石油危機が到来したため、狂乱物価と呼ばれる状況が発生した。当時、インフレ期待が上昇し<sup>5</sup>、日本の企業が変動費コストの上昇を積極的に製商品価格に転嫁して収益を維持したほか、1974 年の春季労使交渉では 30% を超える賃上げが実現した（図表 20）。一方、第 2 次石油危機時には、それ以前には過剰流動性がある状況ではなかったうえに、速やかに金融引き締め動くと共に、第 1 次石油危機時の教訓を踏まえて政府・日銀が企業に賃金を上げないように説得することまで行った。日本の企業はその際には賃上げを控えるめに行うことで、コスト増の価格転嫁も控えるめに行い、インフレの抑制に貢献した。この 2 つの局面のマクロ・パフォーマンスを分けたのは、インフレ期待の昂進を抑制したか否かにある。



<sup>5</sup> 小宮隆太郎 (1976) 「昭和四十八、九年インフレーションの原因」『現代日本経済：マクロ的展開と国際経済関係』東京大学出版会所収 (1988)。

では、今次局面のエネルギー価格高騰に対し、日銀はどう考えるだろうか。まず、景気抑制効果から考えると、大幅な円安が伴わない限り、交易損失の悪化幅は大きくないが損失は続く一方、企業センチメントには影響し易い。次にインフレ圧力を考えると、企業の価格・賃金設定姿勢はデフレ期の硬直性から脱し、ほぼ正常化している。しかも、各府政策ルールからみても金融政策は未だ緩和的であり、そこへ原油等エネルギー価格の上昇が来た状況である（図表21）。ここで金融緩和の是正を止めると、（程度は異なるにせよ、定性的には）企業の価格転嫁が加速する第1次石油危機の悪夢が蘇る。したがって日銀は、企業のセンチメントを壊さないように慎重さを保ちつつ、利上げを促進する方向にバイアスをかけることが適切と考えられる。

図表21: 日本テイラールール、平均インフレ目標ルール（コアコアCPIベース）（2Q原油高反映）



注:  $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$  はコアコアCPI(前年比),  $Gap_t$  は日銀推計需給ギャップ (1Q24はJST推計)  
 テイラールール:  $\bar{c}all_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 AITルール:  $\bar{c}all = r_t^* + \pi^* + 1.0 \cdot N(\text{average } \pi_t \text{ over } N \text{ years} - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 テイラールール1及びAITルール1では  $r_t^*$  はHolston-Laubach-Williams (2023)型の推計 $r^*$ , テイラールール2及びAITルール2では  $r^*$  は今久保・小島・中島(2015)の推計を使用。2Q26はBrent原油価格が2026年3月から平均90\$/bblまで上昇した時の影響をシミュレーション。  
 出所: Taylor (1993), Holston-Laubach-Williams (2023), 今久保・小島・中島(2015), 日本銀行, 内閣府, Macrobond, JST推計

植田日銀総裁は、3月19日の金融政策決定会合後の記者会見において、原油・エネルギー価格の上昇は景気に下押し圧力（主として交易損失）、インフレに上方圧力がかかるが、現時点での委員の見方は、経済への下押し、物価への上押しのどちらの意見もあったが、物価への上押しとの見方が多かった、と説明した。ただ、中東情勢は今後も変わり得るので、もう少しみて判断したいと思っている、と説明しつつも、利上げを続けていくという姿勢は崩さなかった。

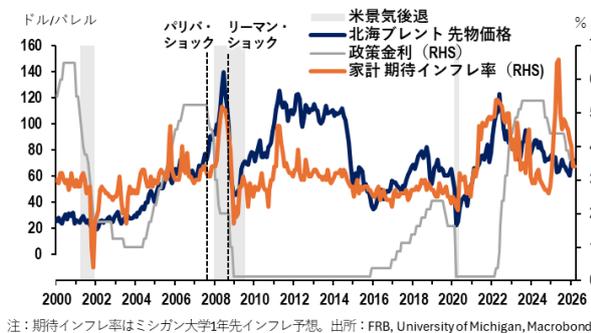
## 5. おわりにかえて～中東の緊張がもたらす副次的な影響

以上、今次中東情勢緊迫化が世界経済にどのような影響を及ぼし得るのかについて、エネルギー価格の上昇の程度と持続性を軸として3つのシナリオに基いて鳥瞰してきた。最後に、原油価格の上昇が政策金利の引き上げも通じて長期金利を押し上げるケースを想定した場合の国内への副次的影響も、特に米国についてリスクとして指摘しておきたい。

その先例は、GFC前にある。新興国の景気が強く原油価格が上昇し、リーマン・ショック前の2008年前半に当時の最高値を付けたのだが、米国の政策金利の上昇と長期金利の高止まりが、当時興隆していた米サブプライム・ローン市場を崩壊させて2007年のパリバ・ショックに繋がり、Fedは政策金利の引き下げに転じた。その後、2008年にリーマン・ショックが発生した際には、政策金利をゼロまで更に大幅に引き下げて対応した（図表22）。

これを現局面に当てはめると、エネルギー価格の上昇から政策金利・長期金利も上昇する場合には、プライベート・クレジット市場への影響も想定される。GFC以降、銀行規制が厳しくなったため、資金がシャドバンキングへ流出し、それがプライベート・クレジット市場に集まっている。その増加テンポを見ると、2000年代以降のサブプライム・ローンの増大と類似した面があり、また投資実態が良くわからない点も、証券化されたサブプライム・ローンと重なってみえる（図表23）。現時点では政策金利の帰趨すら定かではない状況であるが、今からプライベート・クレジット市場の動向をよく見ていく必要がある。今回も金融システム不安が発生した場合には、Fedは利下げ可能な幅は大きいものの、エネルギー価格の上昇に端を発するインフレを抑制するという制約が加わると、実質的に利下げ余地が小さくなることも意識する必要がある。

図表22：米インフレ期待と原油価格



図表23：Direct LendingとGFC前のサブプライム住宅ローン



BIS 総支配人の de Cos (2026)<sup>6</sup>は、金融システム全体は、GFCを教訓とした規制改革によって今回の原油価格高をはじめとするショックに対して以前より備えができていると評価しつつも、銀行規制強化の枠外にあるNBFI（ノンバンク金融仲介機関）が監督・規制上放置され、プライベート・クレジット市場が急成長してきたうえに、結局は銀行がNBFIと結び付きを強めてきたことを指摘している。規制当局の権限が及ばないNBFIがレバレッジ、流動性変換、証券のデュレーション・リスクから成る複雑なエコシステムを作っているとし、銀行はNBFIの貸し手にしてカウンターパーティ、サービス提供者、時にNBFIのバックストップ（クレジットライン提供等）にもなることで、NBFIと多層的な繋がりを持っている。このため、プライベート・クレジット市場がシステムック・リスクの潜在的な震源地になっている、との見方を示している。原油価格の高騰がトリガーとなる金融システム不安は標準シナリオではないが、そうしたリスクもテールリスクとして念頭に置いてみていくべきであろう。

<sup>6</sup> De Cos, P.H. (2026) "Streamlining financial regulation while safeguarding stability and tackling new risks." Public Lecture at the International Center for Monetary and Studies を参照。

## 著者紹介

### 鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

### 岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。