

地政学リスク上昇・原油高局面で問われる市場の耐性

日本株式

小林 千紗、ストラテジスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 原油価格が1バレル当たり100米ドルを大きく超え、その水準で高止まりしない限り、東証株価指数(TOPIX)は概ね底が近いと考える。
- ただし、日本は原油輸入への依存度が高いため、原油価格の高止まりは依然として大きなリスクである。このため、原油価格が安定するまでは、当面の間、日本株市場のボラティリティ(変動率)が高い状況が続くとみている。
- 2022年には原油価格が65%上昇し、TOPIXは最大14%下落した。ただ、TOPIXは2022年2月に原油価格が最初のピークを付けた後に底打ちし、その後エネルギー市場が安定するまではレンジ推移が続いた。



出所: UBS

CIOの見解

原油価格が1バレル当たり100米ドルを大きく超え、その水準で高止まりしない限り、東証株価指数(TOPIX)は概ね底が近いとみている。イラン情勢が比較的短期間で収束し、原油価格が長期平均並みに落ち着くというCIOの基本シナリオが実現すれば、株式市場の注目はファンダメンタルズ(基礎的諸条件)に回帰し、株価は軍事衝突前の水準を取り戻すだろう。TOPIXが衆議院選挙前の水準である3,500以下に下落した場合、売られすぎだと考える。

高市早苗首相主導の日本の構造的な変化や、最近の日本企業の価格転嫁力、自助努力によるコスト管理により、緩やかな原油価格の上昇であれば十分管理可能だと考える。この場合、来期(2027年3月期)の業績見通しが堅調であるにもかかわらず、株価が大きく下落した銘柄が先行して買われる展開になると予想する。

CIOが選好するセクターは、軍事衝突前と大きく変わらない。具体的には国内政策の恩恵を受ける防衛、銀行、不動産セクターに加え、景気回復による需要や電力需要、グローバルなAIおよびデータセンター投資から恩恵を受けるIT、機械セクターなどが挙げられる。ただし、原油価格が元の水準に戻るには一定程度の時間を要すると考えられるため、原油価格感応度の高い化学セクターの株価はアンダーパフォームする可能性がある。

日本は原油輸入への依存度が高いため、原油価格の高止まりは依然として大きなリスクである。このため、原油価格が安定するまで、当面は日本株市場のボラティリティ(変動率)が高い状況が続くとみている。

ちなみに経済産業省によると、日本の石油備蓄量は4.7億バレルで、国内需要の254日分に相当する。

2022年、ロシア・ウクライナ戦争の影響で原油価格は65%上昇し、TOPIXは最大14%下落した。TOPIXは同年2月に原油価格が最初のピークを付けた後底打ちし、その後エネルギー市場が安定するまではレンジ推移が続いた(図表1参照)。

図表1: 2022年、原油価格がピークを付けた後にTOPIXは底打ちし、その後レンジ推移が続いた
ロシア・ウクライナ戦争前のTOPIXのピーク値=100



出所: Bloomberg, UBS

リスクシナリオ

今回の軍事衝突が長期化するリスクや、原油価格が1バレル当たり100米ドル超の水準で高止まりする可能性は否定できない。

この場合、日本企業の業績への影響は無視できなくなる。来期は、関税の影響の後退、世界的な製造業サイクルの回復、AI関連投資への強い需要、自助努力によるコスト管理、価格転嫁の継続などを背景に、CIOでは10%の増益を予想している。しかし、原油高が6月の本決算発表シーズンまで続く場合、企業の来期会社計画はより保守的なものになるとみている。加えて、

本稿は、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社が作成した“Japanese equities - Resilience tested by oil and geopolitical uncertainty”(2026年3月13日付)を翻訳・編集した日本語版として2026年3月17日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

高市政権の政策も成長戦略より物価高対策を優先せざるを得なくなり、日本の構造改革への期待が薄れる可能性がある。

さらに、米連邦準備制度理事会 (FRB) による利下げ観測が後退すれば、金融環境は引き締めの状況となり、バリュエーションの下押し圧力が強まる恐れがある。このような環境下では、高配当株やディフェンシブ銘柄が選好されやすいと考える。

なぜ日本株は他市場よりも大きく下落したのか？

ここ数週間で、日本株を取り巻く環境は大きく変化した。2月下旬までは、高市首相率いる自民党が衆議院選挙で大勝したことを受けて、日本の構造的変化や経済成長率上昇への期待が高まり、日本株は世界でもトップクラスのパフォーマンスを記録していた。

しかし、米国とイランの軍事衝突が起き、原油価格が一時1バレル当たり100米ドルを大きく上回り、日本株は他の株式市場と比較しても大きく売られている。本稿執筆時点で米国のS&P500種株価指数は直近高値から4.3%の下落、欧州株も6.1%の下落にとどまっているのに対し、TOPIXは最大9.1%、日経平均株価は13%下落した(図表2参照)。

図表2：直近、日本株は欧米の株式と比較し大きく下落した日米欧株価(2025年10月=100)



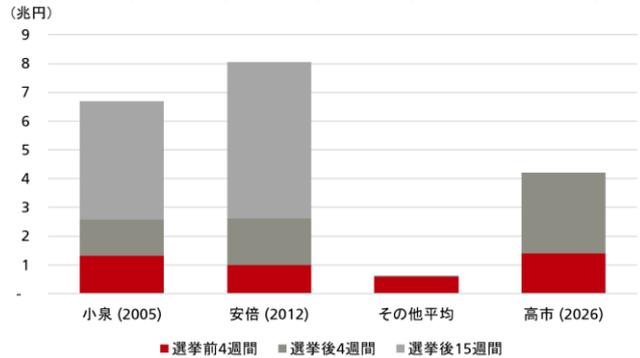
*日本: TOPIX、米国: S&P500種株価指数、欧州: ユーロ・ストックス600指数
出所: Bloomberg、UBS

投資家のポジション調整が日本株下落を牽引した

TOPIX急落には、いくつかの日本固有の要因が影響している。まず、日本は非資源国で、原油のほぼ100%を輸入に依存している。さらに、投資家のポジション調整が市場の値動きを一段と増幅させた。

2月8日の衆議院選挙以降、海外投資家の日本株買いが加速し、4週間で現物の買い越し額は4.2兆円に達した。この資金流入ペースは、2005年の小泉純一郎政権、2012年の安倍晋三政権の発足直後を大きく上回っている。両政権時は、構造改革への期待が高まった時期であったが、買い越し額が4.0兆円を上回るのに、小泉政権は17週間、安倍政権は13週を要した(図表3参照)。

図表3：高市内閣下の衆院選後の海外投資家による資金流入ペースは過去を圧倒するスピード
海外投資家の現物買い



出所: Bloomberg、UBS

直近の中東情勢の悪化は、こうした海外投資家のポジションがわずか1-2週間で一気に巻き戻されるきっかけとなった可能性が高い。TOPIXと同様、過去数カ月で大きく上昇していた韓国の総合株価指数 (KOSPI) も、ピークから最大19.7%下落した。

加えて、現在日本企業は3月の年度末を控えた時期であり、年金基金や機関投資家がポジション調整を行うタイミングとも重なった。

世界的には、原油価格の急騰により金融環境が変化した。2月末まではFRBの見通し以上に利下げが織り込まれていたが、原油価格上昇が将来のインフレ率上昇懸念につながり、FRBの利下げに対する市場の織り込みは大きく後退した。

図表4：地政学的イベントは想定ほどネガティブな影響を及ぼしていない

地政学的イベント発生後のTOPIXと原油価格の変化率

地政学的イベント	日付	TOPIX変化率				原油価格変化率			
		1カ月	3カ月	6カ月	12カ月	1カ月	3カ月	6カ月	12カ月
北朝鮮の韓国侵攻(朝鮮戦争)	6/25/1950	15%	23%	12%	44%	NA	NA	NA	NA
キューバ危機	10/22/1962	13%	20%	40%	20%	NA	NA	NA	NA
トンキン湾事件(ベトナム戦争)	8/2/1964	-3%	-11%	-6%	-13%	NA	NA	NA	NA
第3次中東戦争	6/5/1967	0%	-8%	-13%	-1%	NA	NA	NA	NA
テト攻勢(ベトナム戦争)	1/30/1968	2%	7%	20%	35%	NA	NA	NA	NA
第4次中東戦争	10/6/1973	1%	-12%	-8%	-22%	NA	NA	NA	NA
在イラン米大使館人質事件	11/4/1979	1%	4%	5%	11%	NA	NA	NA	NA
クウェート侵攻	8/2/1990	-11%	-19%	-23%	-17%	18%	52%	-8%	-8%
米同時多発テロ	9/11/2001	-3%	-3%	5%	-13%	-19%	-34%	-14%	7%
イラク戦争	3/20/2003	-2%	11%	33%	41%	7%	5%	-6%	33%
クリミア危機	2/20/2014	-3%	-4%	7%	26%	-2%	0%	-8%	-51%
米国によるシリア攻撃	4/7/2017	4%	8%	13%	15%	-12%	-13%	-6%	19%
サウジアラビア石油施設攻撃	9/14/2019	-1%	8%	-22%	3%	0%	10%	-42%	-32%
イラン司令官空爆事件	1/3/2020	-2%	-23%	-10%	5%	-18%	-60%	-36%	-23%
ロシア・ウクライナ戦争	2/24/2022	7%	2%	6%	7%	24%	19%	1%	-18%
ハマスによるイスラエル攻撃	10/7/2023	4%	6%	19%	21%	-2%	-11%	5%	-7%
イスラエルによるイラン軍事施設攻撃	6/13/2025	2%	15%	24%	NA	-6%	-14%	-21%	NA
	単純平均	1%	1%	6%	10%	-1%	-5%	-13%	-9%
	中央値	1%	4%	6%	9%	-2%	-6%	-8%	-8%

出所: Bloomberg、UBS

グローバル資産クラスに対する CIO の評価・見解

資産クラスに対する CIO の評価・見解は、投資判断を行う際のハイレベルなガイダンスを提供するものであり、主に流動性の高い一般的な指数の期待トータルリターンの評価、UBS ハウスビューの予想シナリオ、そして今後 12 カ月のアナリストの予想に基づき、UBS の投資見解を決定する会議のメンバーの合意に基づいた判断を反映しています。なお、投資戦略によっては、ポートフォリオ構築、集中度合、また借入制約などの要因により、戦術的資産配分(TAA)がこれらの評価・見解と異なる場合があります。

Attractive (魅力度が高い): 当該資産クラスを総合的に魅力的と評価し、同資産クラスに投資機会があると判断する。

Neutral (中立): 当該資産クラスから大幅なリターンあるいは損失の発生を想定せず、中長期的な保有を推奨する。

Unattractive (魅力度が低い): 当該資産クラスを総合的に魅力度が低いと評価し、他の資産クラスへの投資機会の検討を勧める。

注記: 株式については、一部の株式レポートにおいて株式内の評価として 5 段階評価を採用しており、以下の 2 つの評価を追加しています。

Most attractive (最も魅力度が高い): 当該資産クラスを最も魅力度が高いと評価し、同資産クラスへのエクスポージャー追加を推奨する。

Least attractive (最も魅力度が低い): 当該資産クラスを最も魅力度が低いと評価する。他の資産クラスへの投資機会を求めることを勧める。

株式を他の資産クラスとともに評価する場合は 3 段階評価で表示し、「Most attractive」は「Attractive」に統合し、「Least attractive」は「Unattractive」に統合して評価します。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下の UBS Switzerland AG (スイスの FINMA の規制対象)またはその関連会社 (「UBS」)の事業部門である UBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジментが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジмент株式会社 (以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Group には旧 Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group 内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIO が発行するリサーチレポートは UBS Global Wealth Management が作成しています。UBS Global Research は UBS Investment Bank が作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIO と UBS Global Research の共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジментおよびシニア・マネジментのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含む UBS Group 全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上、お客様のご判断により行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジмент株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 3233 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合

の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大 2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大 2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。外貨預金にはクーリング・オフ制度は適用されません。また、UBS 銀行東京支店の預金は、預金保険制度の対象ではありません。

その他の留意事項

当社の関係法人である UBS AG および UBS Group 内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

©UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社 2026 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。キーンボルおよび「UBS」は、UBS グループの登録商標です。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 号

加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会