

第一生命経済研究所レポート selection

2026年3月12日
団体年金事業部

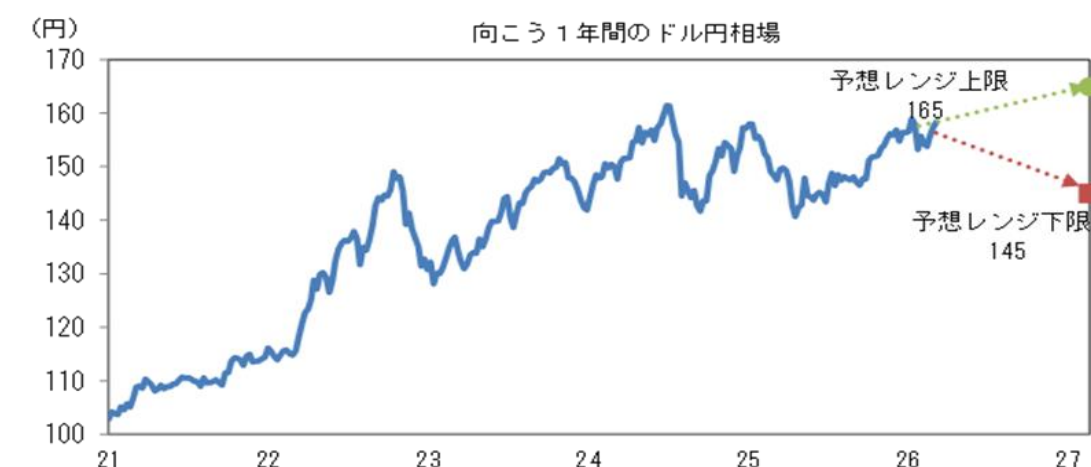
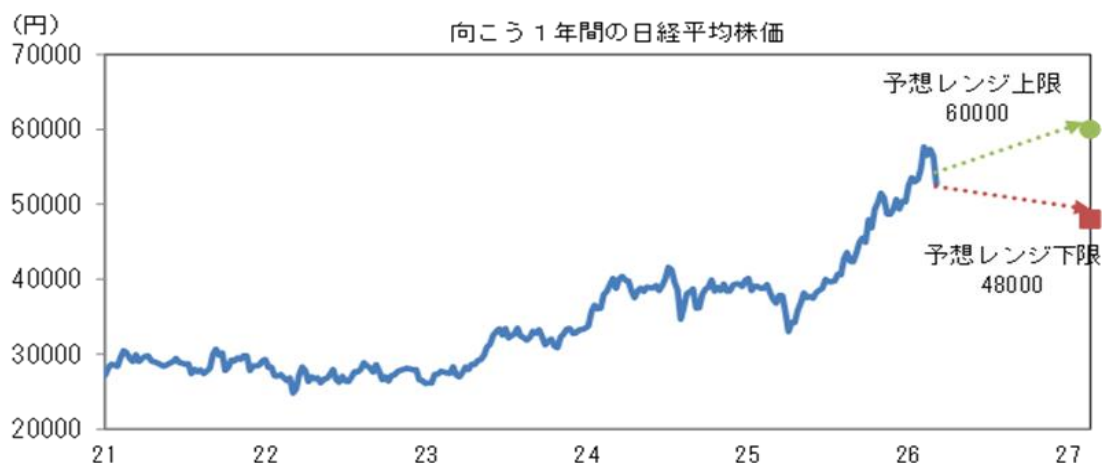
【四半期特別マーケットレポート】2026年4月以降の市場環境見通し ～原油価格高騰と世界経済～

当社のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所が四半期ごとに今後の市場環境の見通しについて年金通信読者向けに特別レポートを作成しております。

今回は、「2026年4月以降の市場環境見通し～原油価格高騰と世界経済～」をお届けします。是非ご一読下さい。（別添参照）

内容

- トピックス： マクロファンダメンタルズから見る市場環境
- 市場見通し



(出所) LSEGより作成

- 【景気の現状と展望（米国、日本、欧州、中国・アジア新興国）】

四半期特別マーケットレポート

テーマ：2026年4月以降の市場環境見通し
～原油価格高騰と世界経済～

発表日：2026年3月12日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部

【トピックス：マクロファンダメンタルズから見る市場環境】

日本株は米国とイスラエルによるイランへの攻撃を発端とする原油価格の急上昇を受けて急落。3月9日に日経平均株価は52,728円となり、2月26日に付けた年初来高値である59,332円から約12%下落した。この急落については、原油の供給不安という主因に加えて、2つの副因が重なった。ひとつは米国経済の風向きが悪化し、もう一つは買われ過ぎの反動である。

株価急落の主因である原油価格上昇は日本にとって圧倒的にマイナス影響が大きい。ガソリン、電力・ガスなどエネルギー関連の負担が増大すれば、企業収益は圧迫され、賃金に下押し圧力がかかる。家計は所得環境が厳しくなるなかでエネルギー価格の上昇に直面するため、当然個人消費は下押しされる。他方、原油価格の恩恵を受ける企業はごく一部に限られる。また、ホルムズ海峡の封鎖が長期化すれば、備蓄が底を着くという最悪の事態を想定せざるを得ない。仮にそのような事態に発展すれば、経済活動は大幅に制限される。

金融市場参加者は、原油の供給制約というテールリスクを意識せざるを得なくなっている。テールリスクとは、発生確率は低いが現実になれば、甚大な被害を受けるリスクを指す。もちろんホルムズ海峡封鎖は従来より指摘されていた（誰もが知る）リスク要因であるが、そうしたテールリスクは普段の相場（株価）には織り込まれていない。したがって、今回のようにホルムズ海峡封鎖が現実のものになると、株価は急落する。もっとも、コロナショックやトランプ関税ショックがそうであったように、金融市場参加者は、危機が表面化して最初の1・2週間は「最悪の事態」を織り込みに行く傾向にある。コロナ期においては、1918～1920年に猛威をふるったスペイン風邪のように18-19億人の世界人口のうち5000万人～1億人が死亡するような事態に発展する可能性が意識された。トランプ関税ショック時には、中国のみならず、日本やドイツの製造業が大打撃を被り、企業収益が急激に圧迫されるとの懸念が強く意識された。またドル安を志向するトランプ大統領が各国の通貨を切り上げるよう要請（強制）するのではないかという思惑も生じた。それらは何れも杞憂に終わった。原油の供給不安が直ちに完全払拭されるとは思わないが、「戦略的な楽観」も必要なのではないか。

その上で相場急落の副因である米国経済の不穏な動き、具体的には労働市場の悪化について触れておく必要がある。世界的に原油高が懸念事項となるなか、3月6日に発表された2月の米雇用統計は失望的な結果であった。1月雇用統計が示した労働市場の底堅さは帳消しとなり、脆さが浮き彫りになった。

雇用者数は前月比▲9.2万人と市場予想（同+5.5万人）に反して減少した。過去分の下方修正は同▲6.9万人となり、雇用者数変化の3ヶ月平均値は同+0.6万人、6ヶ月平均値は同▲1.0万人とゼロ近傍で推移を続け、雇用の量的拡大は風前の灯火とも言うべき状態にある。業種別にみると、これまでの雇用増に貢献してきた教育・ヘルスケアが前月比▲3.4万人と減少に転じた。その他では、金融が同+1.0万人の増加であったが、宿泊・飲食が同▲2.7万人、製造業が同▲1.2万人、建設が同▲1.1万人、運輸・倉庫が同▲1.1万人、ITが同▲1.1万人、専門職が同▲0.5万人と広範な業種で弱さがみられた。

失業率は4.41%へと0.15%pt上昇した。人種別では、黒人が7.7%へと0.5%pt上昇したほか、アジア系が4.8%へと0.7%ptもの上昇となった。白人の失業率が目立って低い状況はK字型経済を象徴する。この間、失業者を広義の尺度で捉えて算出するU6失業率、すなわちフルタイムの職が見つからず止む無くパートタイム勤務に従事している人等を失業者と見なす基準は7.9%（前月8.1%）へと低下した。この点は2月雇用

統計で唯一の救いであった。逆に言えば、それ以外に良いところはほとんどなく、たとえば労働参加率は62.05%へと0.53%ptも低下した。雇用の吸収力に疑問を呈する数値である。

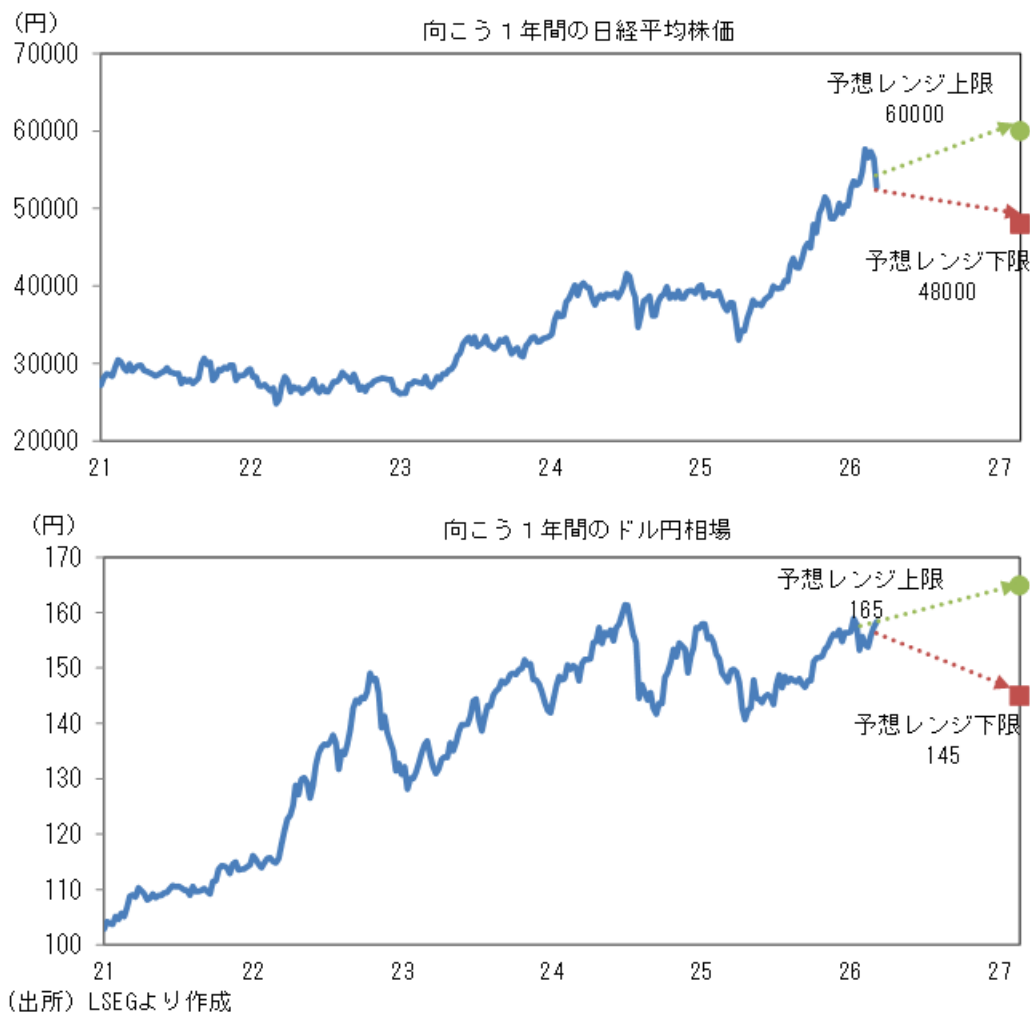
平均時給は前月比+0.4%となり、前年比では+3.8%となった。もっとも、瞬間風速を示す3ヶ月前比年率（3ヶ月平均）は+3.52%とやや減速基調にあり方向感は定まらない。この間、週平均労働時間は34.3時間と過去2年の平均的な値となり、この結果、民間名目総賃金（就業者数×時給×労働時間）は4%台前半へと減速した。

これまでのところGDPの約7割を占める個人消費が堅調に推移していることから、景気後退が間近に迫っているわけではない。しかしながら、「雇用増なき景気拡大」の持続性は心許ない。仮に株安が進行すれば、米国経済を支えてきた富裕層の高額消費は減衰し、個人消費は全体として鈍化する公算が大きい。もちろん原油価格が高止まりすれば、低所得者を中心に所得が蝕まれる。

金融政策に与える影響はどうか。この点、原油価格上昇と労働市場悪化という組み合わせはFedの金融政策運営を難しくする。産油国の顔を持つ米国は、原油高の影響が（日本ほど）甚大ではないものの、それでもインフレへの警戒は高まることから利下げは難しくなる。労働市場の軟化に対応して利下げを進めるといのが、現時点における金融市場参加者の中心的な見方であるが、原油価格次第では利下げに慎重にならざるを得ないだろう。このように選択肢が狭まることは金融市場参加者にとって、嬉しい話ではない。米国株の頭を抑え、日本株にも悪影響を及ぼす要因となる。

もうひとつ、今回の相場急落の副因である「買われ過ぎの反動」については、代表的なバリュエーション指標であるPERが直近でかなり上昇していたことがあった。日経平均株価（指数ベース）のPERはイラン情勢が変化する直前である2月末時点で24倍まで上昇していた。高市相場が始まる前の1年間の平均値が約19倍であったので、事後的にみればかなり楽観的な相場だったと言わざるを得ない。そこにショックが襲ってきたので反応が大きくなるのはある意味で自然だろう。AI向け半導体の製造における日本製品（半導体製造装置、部材、化学品）の優位性などが期待を高めていたのは事実であるが、少なくとも過去平均からは大幅に上方乖離しており、調整が入り易い地合いだったことは確かである。同じように2025年後半から著しい上昇を遂げてきた韓国株も急落していることを踏まえれば、日本株の下落に不自然さはない。今後、原油の供給不安は残存するだろうが、最悪の事態が回避できれば過去のショックと同様に下値を固めていくと期待される。

【市場見通し】



予想コメント

◇株式

日本株は、高市政権の経済政策に対する期待から上昇基調を強めた後、原油価格の急騰を受けて高値から下落している。当面は地政学リスクを警戒する動きとなろう。もっとも、国内では価格転嫁の進展から収益環境が改善しており、内需関連株は持ち堪えている。積極的な株主還元も好感されている。

◇ドル円

F R Bは2025年後半に累積0.75%ptの利下げを実施した後、1月は据え置いた。利下げ打ち止めが意識されるなか、ドル高主導で円安が進む可能性がある。もっとも、日米政策当局による為替介入の可能性が意識されるなか、一方的に円安が進む可能性は低下したと考えられる。

◇金利

日銀は1月に政策金利を0.75%で据え置いたものの、先行きの利上げ方針は維持した。インフレ圧力が強いなか、円安に対する警戒もあり、利上げを続ける公算が大きい。半年に一度の利上げが標準となろう。長期金利はインフレ定着が予想される下、2%台前半で推移するとみている。

注) 記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（米国）】

現在の米国では、トランプ政権による「米国第一主義」に基づいた対外関係の再構築が加速している。関税措置や軍事力の行使、不法移民への厳格な取り締まりが継続されており、国際社会および国内における地政学的・政策的不確実性は極めて高い状態にある。しかし、経済実態は、AI（人工知能）関連投資の急速な拡大などを背景に堅調さを維持し、インフレ率は下げ渋っている。

2月のISM景況指数をみると、製造業は52.4（前月52.6）と2カ月連続で拡大・縮小の分岐点である50を上回った。さらに非製造業（サービス業）は56.1（前月53.8）に達し、2022年7月（56.5）以来の高水準を記録しており、2026年に入ってから米国の景気が堅調さを維持していることを示している。

労働市場については、2月の非農業部門雇用者数が前月比9.2万人（前月12.6万人増）の減少となった。トランプ政権発足以来、雇用の増減が激しく不安定な推移を見せているが、今回の減少は一時的要因が強い。具体的には、カリフォルニア州での大規模な看護師ストライキ（約3.1万人減）や、記録的な暴風雪・寒波による建設・輸送・外食産業への影響、前月の大幅増に対する反動が重なった結果である。失業率は4.4%（前月4.3%）と僅かに上昇したものの、歴史的な低水準を維持しており、労働需給のタイトさは継続している。

インフレ率は、1月のコアCPI（エネルギー・食品を除く消費者物価）が前月比+0.3%（前月同+0.2%）と加速したが、前年同月比では+2.5%（同+2.6%）と緩やかな低下傾向にある。ただし、政府機関の閉鎖により、シェアの大きい帰属家賃等のデータ収集が滞った影響で、現在の数値は実態よりも低く算出されている可能性が高い。

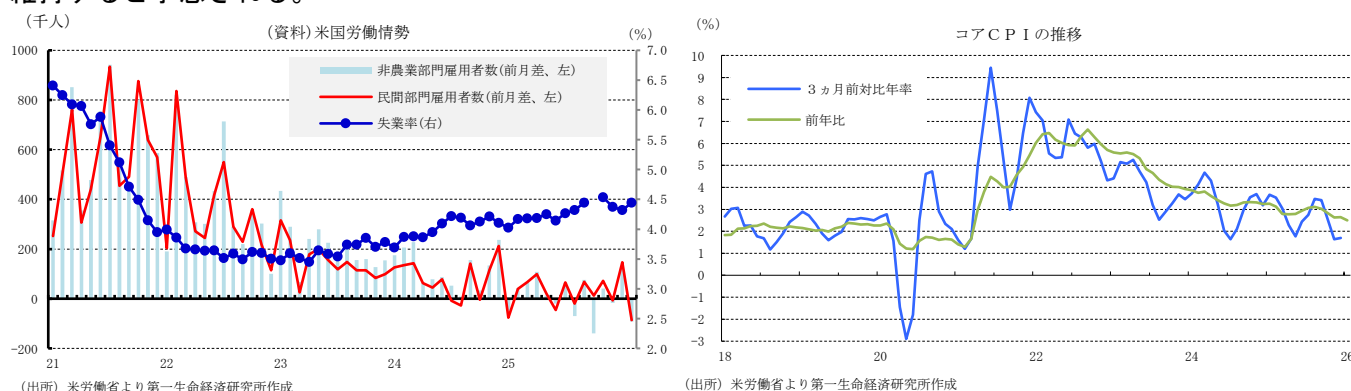
地政学リスクも物価を押し上げる。2026年2月末、米国とイスラエルはイランへの軍事作戦を開始し、指導部を殺害した。これに対しイランはホルムズ海峡の事実上の封鎖を強行し、原油価格は急騰した。今後、米軍が制空権を掌握し、海峡の安全航行が早期に回復するとの見方もあるが、不透明感は拭えない。ただし米国にとっては、エネルギー価格高騰が消費を抑制する一方、国内の原油・LNG生産および投資を促進するほか、輸出増加をもたらすため、経済全体にはプラスの効果が若干上回るとの試算もある。

通商政策では大きな転換点があった。2026年2月、連邦最高裁判所はトランプ政権のIEEPAに基づく関税を違憲と判断。これを受け、政権は通商法122条に基づき10%（将来的に15%）の関税へと切り替えた。この関税措置はGDPを0.2~0.5%程度押し下げる要因となるが、それを上回る財政政策が継続されている。

2025年7月に成立した「一つの大きく美しい法律（OBBA）」は、2017年の減税（TCJA）の延長に加え、さらなる投資減税と歳出削減を組み合わせた大規模な財政調整法である。2026年にはこの減税効果が最大化し、家計の実質所得を押し上げるとともに、設備投資を強力に誘発する。試算では、この財政刺激策が実質GDPを0.4~0.8ポイント押し上げ、関税によるマイナス影響を相殺すると見込まれる。

以上の要因を勘案すると、2026年の米国経済は潜在成長率を上回る成長を遂げ、年間成長率は+2.4%に加速する公算が大きい。個人消費は資産価格の上昇と減税に支えられ、設備投資もIT需要や直接投資の増加により伸びが高まるだろう。輸出面でも、農産物やエネルギーの拡大が期待される。

労働市場では、雇用増こそ月間10万人程度と限定的になるが、失業率は4.5%を下回る水準で安定する。一方、インフレについては、関税の影響が顕在化することで緩やかに上昇する懸念がある。このような成長持続とインフレ下げ渋りの環境下において、FRBは2026年を通じて利下げに対して慎重な、タカ派的スタンスを維持すると予想される。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

【景気の現状と展望（日本）】

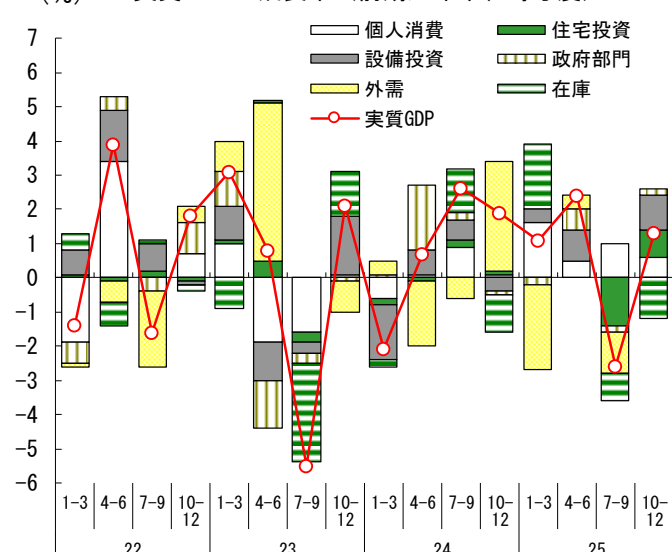
2025年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.3%となった。25年7-9月期は法改正に伴う駆け込み需要の反動によって住宅投資が急減したことで前期比年率▲2.6%の大幅マイナス成長となっていたが、この悪影響が一巡したことで10-12月期はプラス成長に戻った形である。GDP以外の経済指標でも底堅さを示すものが多く、均してみれば日本経済は緩やかな回復局面が続いていると判断して良いだろう。

先行きも景気は緩やかな持ち直しが続くと予想する。好調に推移する米国景気と実質所得の持ち直しという二つの要因が、日本経済の下支えに寄与するだろう。米国では24~25年にかけて行われた利下げの効果がタイムラグを伴って26年の実体経済を下支えすることが見込まれる。また、トランプ減税の実施が内需の下支え要因として働くことに加え、関税による悪影響もピークアウトすることが予想される。25年は関税引き上げ等の政策要因が米国経済の下押しとなったが、26年は政策要因が景気を押し上げる方向に働く。生成AI関連需要も引き続き旺盛に推移することが予想され、26年の米景気も好調に推移する可能性が高い。中国経済の減速が続くとみられることは懸念材料だが、世界経済全体としては回復していくことが予想され、日本からの輸出も緩やかな増加が期待できる。

もう一つの好材料が実質所得の持ち直しである。26年春闘では、賃上げ率を5.45%（厚生労働省ベース、25年は5.52%）と、3年連続で5%台の高い賃上げが実現すると予想する。①人手不足の深刻化、②実質賃金減少への問題意識の強まり、③高水準の企業収益、などが背景にある。こうしたなか、25年度の物価を大きく押し上げた食品品価格の大幅上昇が一巡することで物価上昇率は鈍化し、26年度の実質賃金は下げ止まる可能性が高い。また、高校授業料無償化の拡充や小学校給食無償化、年収の壁引き上げといった政策要因も、所得の下支えに寄与するだろう。これまで物価高が家計の実質購買力を毀損してきたことで景気回復の頭を押さえられていただけに、26年度に実質所得の持ち直しが見込まれることは朗報だ。このことが個人消費の安定化につながるだろう。

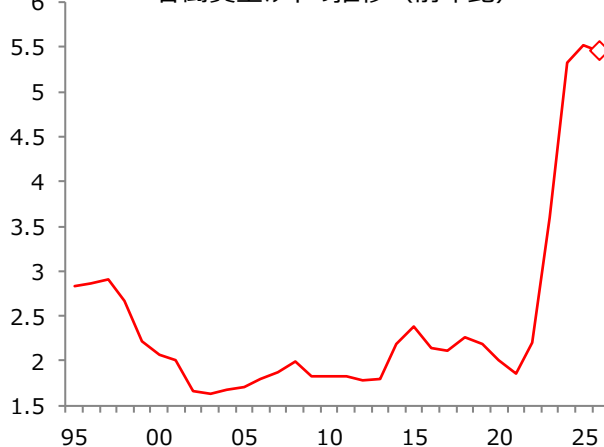
リスク要因は、中東情勢の緊迫化による原油価格の高騰が長期化することである。事態が短期で収束に向かえば経済への影響は限定的にとどまるが、長期化すればエネルギー価格の上振れを通じて物価が押し上げられ、景気の下押し要因となり得る。エネルギー資源のほぼすべてを輸入に依存する日本にとって、原油価格高騰の影響は大きい。仮に1バレル100ドルを超えた水準が長期化するようであれば、26年度の実質賃金もマイナスが続く可能性が高い。物価鈍化を背景に実質賃金が下げ止まることが2026年度の景気を支えると予想されるだけに、景気回復ペースは大きく抑制されることになるだろう。

(%) 実質GDP成長率（前期比年率、寄与度）



(出所)内閣府「国民経済計算」

(%) 春闘賃上げ率の推移（前年比）



(出所) 厚生労働省「民間主要企業春季賃上げ要求・妥結状況」

(注) 直近は第一ライフ資産運用経済研究所による予測値

【景気の現状と展望（欧州）】

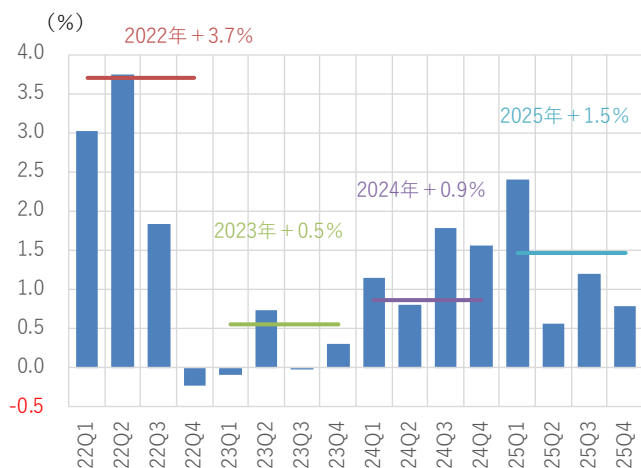
過去数年のユーロ圏経済は、スペイン、ギリシャ、アイルランドなど、かつての債務不安国の好調が景気を支える一方で、域内最大国のドイツのマイナス成長やフランスの財政・政治不安が重石となり、低成長を続けてきた。ロシアによるウクライナ侵攻後のエネルギー価格の高止まりで競争力を失い、構造不況に陥ったドイツは、インフラ投資や防衛費を中心に財政拡張に舵を切った。政権延命と予算成立で、フランスの財政不安も小康状態にある。米国による関税引き上げ前の駆け込み輸出の反動減を乗り切り、ユーロ圏経済は回復基調を続けている。2025年の成長率は+1.5%と、過去2年の低成長を脱した。

ウクライナや中東情勢の不安定化など、欧州を取り巻く安全保障環境の変化を受け、今後は欧州諸国による防衛費の拡大が本格化する。欧州連合（EU）は時限措置として、財政規律の適用対象から防衛費を除外し、防衛力強化に必要な財政資金を加盟国に提供する。インフレ沈静化と賃上げ加速による家計の購買力回復、過去の利下げ効果の浸透、関税引き上げ後の米国向け輸出の減少を補う他国向けの輸出拡大、年末で打ち切られる欧州復興基金の駆け込み申請が、今後も景気拡大を後押ししよう。復興基金の打ち切り後の景気失速を懸念する声もあるが、追加の財政資金を受け取るには、気候変動対策やデジタル化に関連した構造改革を実行する必要がある。公共投資の一巡後も構造改革の効果が息の長い景気拡大を支える公算が大きい。ユーロ圏の成長率は2026年に+1.4%、2027年に+1.6%と、潜在成長率並みの推移を続けると予想する。

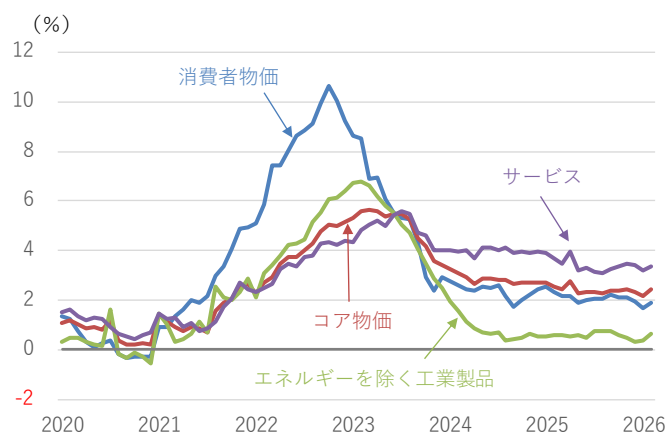
こうした景気回復シナリオに対するリスク要因が、イラン・中東情勢の不安定化が長期化することだろう。ユーロ圏諸国の多くはエネルギー資源を域外からの輸入に頼っており、エネルギー価格の上昇は域外への所得移転の増加につながる。企業収益の圧迫を通じた設備投資や採用の抑制、家計の実質購買力の目減りを通じた消費抑制、政府の財政悪化を通じた金利上昇と需要抑制を招く。また、不確実性の高まりによる経済活動の抑制、金融市場の動揺に伴う金融環境の引き締めや逆資産効果、ホルムズ海峡の封鎖長期化による貿易取引の停滞やサプライチェーンの混乱につながる恐れもある。

歴史的な高インフレの沈静化を受け、欧州中央銀行（ECB）は大幅な利下げを続けてきたが、昨年7月以降、政策金利を据え置いている。欧州は例年に比べてガスの在庫水準が低く、海峡封鎖によるエネルギー資源の供給不足が深刻化すれば、ガス価格に一段の上昇圧力が及びやすい。エネルギー価格の上昇が他の物価に波及するかどうか、様子見姿勢を続けるECBの今後の金融政策判断の決め手となる。このまま原油やガス価格の高止まりが続けば、足元で2%をやや下回って推移するユーロ圏のインフレ率は、2%台後半に再加速する可能性が高い。財政拡大による景気の下支えが期待できるため、ECBは景気の下振れリスクよりも物価の上振れリスクを警戒する公算が大きい。利上げの開始時期が早まる可能性が出てくる。

ユーロ圏の実質GDP成長率（前期比年率）



ユーロ圏の消費者物価（前年比）



注：コア物価はエネルギー・食料・アルコール・たばこを除く

出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

出所：欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

【景気の現状と展望（中国・アジア新興国）】

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

2025年の中国の経済成長率は+5.0%となり、全人代で掲げた政府目標（5%前後）を達成した。米中摩擦を背景に対米輸出は大幅に減少したが、実質的な人民元安による輸出競争力の維持も追い風に、米国以外の国・地域への輸出が拡大し、輸出全体ではプラス成長を維持した。一方、不動産不況の長期化や若年層の雇用回復の遅れ、内需喚起策の効果一巡により、個人消費をはじめとする内需は低調に推移している。ただし、中国のGDP統計は供給サイドの統計で構成されている。中国国内においては引き続き供給拡大の動きが続いており、需要面の不透明感が残るものの、結果として供給主導による成長が続いている状況は変わらない。



米中関係は、2025年10月に開かれた米中首脳会談を受けて改善の兆しがみられ、2026年の対米輸出は底入れが見込まれる。ただし、迂回輸出の経済的メリット低下や米国以外向け輸出の積み上げ余地の縮小など、輸出拡大は容易ではない。トランプ関税の行方も不透明で、実質的な人民元安誘導が輸出下支えの手段として活用される余地がある。内需面では、当局による追加的な景気刺激策への期待はあるものの、全人代で示された内需喚起策はいずれも「期待外れ」ととどまるうえ、不動産不況の長期化や雇用機会の減少により、恩恵を受ける層と受けない層の格差（K字型）が拡大するであろう。2026年の成長率目標を「4.5~5.0%」に引き下げているものの、供給サイド主導の不均衡な成長が続くと予想される。

アジア新興国では、対米輸出依存度の高さからトランプ関税の悪影響が懸念されたが、関税本格発動前の「駆け込み」輸出や税率引き下げの合意により、影響は軽減されている。中国による迂回輸出の対応も定義が不明確であり、影響は限定的にとどまった。各国でインフレが落ち着いて利下げによる内需喚起も進み、2025年は内・外需ともに拡大し、多くの国で成長率は堅調に推移した。インドでは、ロシア産原油輸入を理由に米国から追加関税を課されたが、対米輸出依存度は低く、内需喚起策でインフレを抑制しつつ景気下支えを図った。さらに、米国との関税引き下げ合意およびEU（欧州連合）とのFTA（自由貿易協定）締結により、今後は外需環境の改善が景気の下支え役となることも期待される。

米中摩擦の緩和は外需の追い風となり得るが、中国との税率差の縮小、迂回輸出の減少、駆け込み輸出の反動など輸出環境は厳しさが増す。トランプ関税を巡る不透明感に翻弄される懸念もくすぶる。さらに、アジア新興国は中国の「デフレの輸出」圧力にさらされ、競争環境の激化が予想される。インドは、米印通商合意による関税引き下げ、インフレ鈍化や利下げを背景に、短期的に内需が下支えされると期待される。一方、中東情勢の悪化による原油高がインフレや対外収支の悪化を招くリスクは高まっている。各国は景気下支え策を強化する見込みだが、景気動向は経済構造に左右されるであろう。

また、中東情勢の不透明化を受けて、金融市場においては「有事のドル買い」の動きが活発化しており、アジア新興国にとっては自国通貨安圧力が強まることが懸念される。原油価格の高止まりも重なり、対外収支の悪化や物価上昇を招くことで、金融政策の手足を縛られることも予想される。さらに、トランプ関税の行方にも不透明感が残るなど、外需を取り巻く環境の行方も見通しにくい状況が続く。金融市場におけるリスク選好が改善すれば、アジアをはじめとする新興国への資金流入の動きが活発化する余地は小さくない。一方、FRB（米連邦準備制度理事会）がタカ派姿勢を維持すれば、米ドル相場の動向が各国通貨や金融政策の行方に影響を与える可能性も高まる。アジア新興国経済は、引き続きトランプ米大統領の一挙一動のほか、金融市場を取り巻く環境に左右される展開となることは避けられない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。