

2026年4月9日 全10頁

米国：停戦合意後も残る景気悪化リスク

原油高×金融リスクの増幅＝フィナンシャル・アクセラレーター

経済調査部

主任研究員

矢作 大祐

[要約]

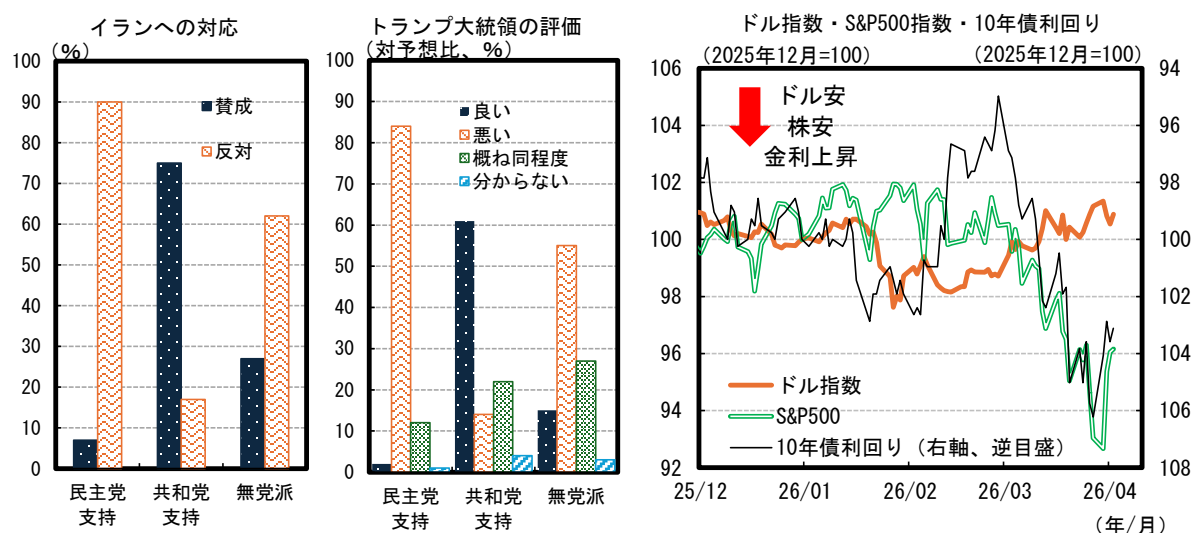
- 中東情勢を巡っては、米国とイランの間で停戦合意が成立し、短期的には市場の緊張感が一定程度緩和した。しかし、停戦を巡る米国・イスラエル・イランのインセンティブには大きな乖離が残っており、信頼醸成や実効性を伴わない場合、停戦が形骸化する可能性は依然として高い。内政上の要因から対外的緊張を選好する誘因が存在する中、停戦合意後であっても小規模な衝突や代理勢力を通じた攻撃が断続的に発生するリスクは否定できない。
- 停戦合意後も原油価格は中東情勢悪化前の水準を上回っており、米国経済の重石となることが想定される。シェール革命以降、原油高が米国経済に与える悪影響は過去に比べて小さくなったとされるものの、個人消費への下押し圧力は依然として無視できず、エネルギー関連投資による下支え効果も経済全体から見れば限定的と考えられる。
- 加えて、足元の米国経済は景気サイクルの減速期（レイトサイクル）に位置しており、原油高というコストショックを吸収するバッファーは小さくなりつつある。とりわけ、プライベート・クレジット市場やBDC（Business Development Company）を起点とする金融リスクが顕在化した場合、原油高と相まって金融仲介機能を弱め、景気の下振れを増幅させるフィナンシャル・アクセラレーターが発現する可能性には注意が必要である。今後は、停戦合意が実効性と持続性を伴ったかたちで履行され、中東情勢が2026年上半期中に実質的に沈静化するかが、原油高と金融リスクを通じた米国景気への影響を見極める上での重要な論点となろう。

停戦合意も、米国と中東当事国のインセンティブは乖離

2月末以降、中東情勢は急速に悪化した。3月末以降、米国・イラン双方が停戦に前向きな姿勢を示し、足元では停戦合意も伝えられたことで、市場では過度な緊張が和らぎつつある。一方で、武力行使やホルムズ海峡を巡る不安はなお残存し、原油価格や長期金利は中東情勢悪化前に比べて高水準で推移している。市場は、中東情勢の不安定化が長期化する可能性に対し、引き続き慎重な見方を崩していない。

中東情勢の安定化に向けて不透明感が強い背景として、トランプ大統領の不規則発言に加え、米国・イスラエル・イランの間で、停戦を巡るインセンティブの非対称性という構造的な問題があるだろう。まず、米国の姿勢を確認すると、原油高の長期化を回避するインセンティブを有する。米国のエネルギー関連貿易収支はシェール革命を契機に改善したが、原油高に伴う恩恵は相対的に小さく¹、むしろエネルギー価格の上昇は低所得層の実質所得を圧迫し、トランプ政権の支持率にも悪影響を及ぼし得る。足元の世論調査を見ると、民主党支持者はもちろんのこと、経済状況など実利的な観点から政治を判断する無党派層についても、イランへの攻撃に対する不満は強い（図表1左図）。また、トランプ大統領に対する評価についても、予想よりも悪いと回答する無党派層が過半となっている。2026年11月の中間選挙を控えて共和・民主両党で候補者選挙（予備選挙）が始まる中、選挙結果を大きく左右することの多い無党派層の不満の高まりに対して、共和党議員の懸念は強まり、トランプ政権の求心力が低下する可能性があるだろう。

図表1 米国での世論調査の結果、ドル指数・S&P500指数・10年債利回り



(注) 左図は2026年3月12日-16日に実施。

(出所) Reuter/YouGov、S&P、WSJ、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

また、米国には市場心理の悪化をできる限り抑制したいという動機もある。トランプ大統領は、2025年4月に追加関税措置を激化させた際に、市場環境の大幅な悪化を警戒し、内容をマ

¹ 矢作大祐・藤原翼「[米国経済見通し 原油高への耐久目途は?](#)」(大和総研レポート、2026年3月24日)

イルド化させた経緯がある。足元の為替市場（米ドル指数）は相対的に安定しており、主要株価指数に回復の兆しも見られる。しかし、主要株価指数は中東情勢が悪化する前の2月末時点に比べて依然として低水準にある（図表1右図）。また、金融市場においては、原油高を背景に市場の利下げ期待は大幅に低下し、長期金利を押し上げている。不規則発言はあるにせよ、トランプ大統領がイランとの交渉を進めようとし、停戦姿勢を示し始めている背景には、こうした米国内での世論や市場における厭戦ムードの高まりがあるだろう。

一方で、イランおよびイスラエルは異なるインセンティブが働いている。イランにとっては、外敵に対する徹底抗戦が新体制の正統性強化につながる側面がある²。また、イスラエルにおいては、ネタニヤフ政権の支持率が伸び悩んでいる一方で、対イラン強硬策には一定の国民支持がある。このため、政権としては、武力行使に前向きな世論を無視しにくい状況にあると考えられる³。つまり、イランおよびイスラエルにとっては、政権運営上、対外的緊張を利用するインセンティブ（いわゆる戦争の陽動理論、Diversionsary Theory of War）が存在するといえる。

このため、停戦合意が成立した後も、イラン・イスラエルがこれに即応し、安定的に履行する保証はない。The Wall Street Journalは、停戦合意が発表された後も、イスラエルがイランに対する軍事行動を継続していると、イスラエルの安全保障当局者の話として報じている⁴。また、イラン側も停戦発表以降、イスラエルに対して複数回のミサイル攻撃を実施しており、周辺国を含む地域全体で緊張状態がなお続いている。米国・イスラエルとイランの間では、停戦合意が成立した後も、相互の信頼関係は依然として十分に構築されているとは言い難い。

こうしたインセンティブの乖離を解消しないままであれば、合意された停戦の持続性には不確実性が残る。停戦合意が成立した後であっても、イランやイスラエルが内政上の必要性から強硬姿勢を維持すれば、小規模な衝突や代理勢力を通じた攻撃が断続的に発生し、停戦が実質的に形骸化する可能性は否定できない。停戦合意後の安全が相互に保証されない状況では、合理的に戦闘継続を選択する誘因が残るといえる、いわゆる「コミットメント問題」が依然として存在するといえよう。また、停戦合意が一時的に市場の安心感をもたらしたとしても、地政学リスクが根本的に解消されない限り、原油価格の高止まりや金融市場のボラティリティが残存する可能性は高い。したがって、今後の焦点は停戦合意の有無そのものではなく、当事国間のインセンティブ調整や信頼醸成を伴うかたちで、停戦が実効的かつ持続的なものとなるかにある。これらが欠けたままであれば、今回の停戦もあくまで暫定的な措置にとどまり、中東情勢と市場の不安定性はなお継続すると考えられよう。

² Tabaar, Mohammad Ayatollahi (2026), “How Iran Sees the War: External Escalation, Internal Consolidation,” *Foreign Affairs*, March 20, 2026.

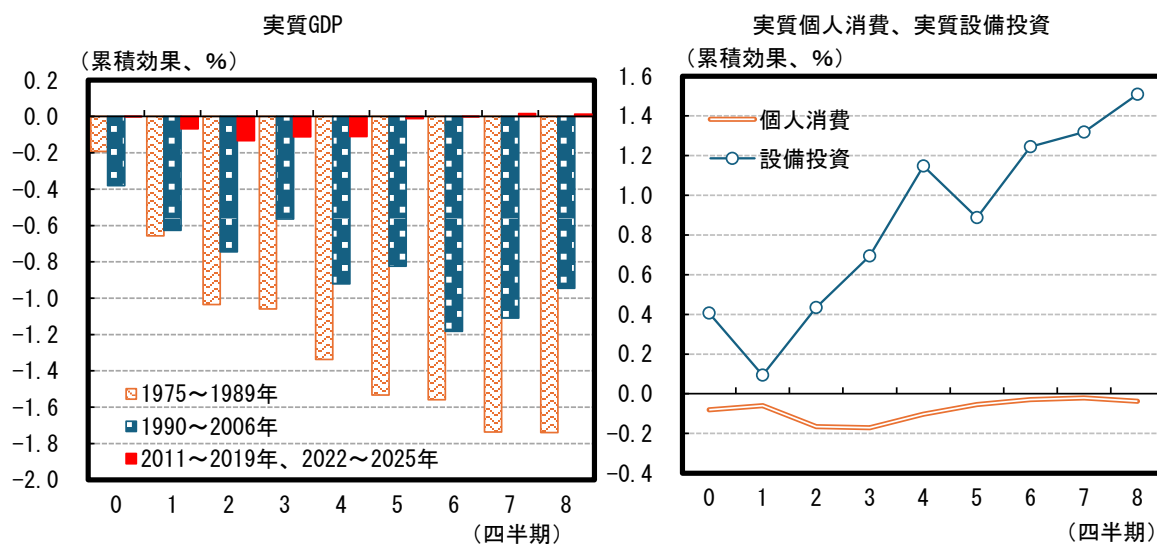
³ Efron, Shira (2026), “Israel After the Iran War: The False Promise of Total Victory,” *Foreign Affairs*, March 6, 2026.

⁴ The Wall Street Journal (2026), “Trump Agrees to Two-Week Cease-Fire with Iran if Hormuz Is Reopened,” April 7, 2026.

原油高の「耐性」は高まったが、無傷ではない米国経済

停戦合意後も原油価格は中東情勢悪化前の水準を上回っており、米国経済への悪影響が懸念される一方、シェール革命を経たことなどでその悪影響の程度は過去に比べて小さくなったとの見方もある。The Budget Lab at Yale⁵によれば、WTI が 10 ドル/バレル上昇した場合の米国の実質 GDP への悪影響は、1975～1989 年や、1990～2006 年に比べて、シェール革命後（2011～2019 年、2022～2025 年）の方が小さい（図表 2 左図）⁶。主な内訳（実質個人消費・実質設備投資）を見ると、実質個人消費は原油価格の影響を受けやすいガソリンや電気の価格弾力性が低く、短期的な抑制が難しいことから、悪影響が顕在化しやすい（図表 2 右図）。他方で、実質設備投資はエネルギー関連セクターによる押し上げが見込まれる。

図表 2 原油価格が 10 ドル/バレル上昇した場合の景気への影響



(注) 横軸の 0 時点で原油価格が 10 ドル/バレル上昇した場合を想定。

(出所) The Budget Lab at Yale より大和総研作成

原油高の悪影響が縮小したとの見方があるものの、直近の米国経済見通し（脚注 1 参照）で示したように、エネルギー関連セクターの米国経済におけるシェアは依然として小さいことから、原油高に伴う好影響は限定的だ。また、エネルギー関連セクターの設備投資判断はエネルギー価格の上下だけで決定されるわけではない。2022 年 2 月後半から 6 月にかけてのロシア・ウクライナ間の紛争激化で原油価格が上昇した際を振り返ると、当時のバイデン政権が気候変動対策の一環でクリーンエネルギーを推進していたこともあり、石油や天然ガスを掘削している掘削装置の数（稼働リグ数）は多少の増加にとどまった⁷。足元のトランプ政権は「Drill,

⁵ Nunn, Ryan, and Abhi Gupta (2026), “What Are the Macroeconomic Implications of Recent Turmoil in Oil Markets?,” The Budget Lab at Yale, March 27, 2026.

⁶ 原油価格は実質化（購買力調整）を行っているものの、価格水準の違いに起因する景気への影響の差異までは十分に補正されていない。年代をまたぐ比較にあたっては、一定の幅をもって結果を解釈する必要がある。

⁷ 矢作大祐「[米国：原油高でも『Drill, Baby, Drill』ではなく『Drill, Maybe, Drill』?](#)」（大和総研コラム、2026 年 3 月 25 日）

退期に前年比或いは前年差で大幅なマイナスとなる傾向がある。企業関連指標（鉱工業生産、企業の実質売上高）は底堅い一方で、雇用関連指標のうち、就業者数はマイナス圏に落ち込み、雇用者数もゼロ近辺に位置している。また、家計関連指標（個人所得（除く移転収支）、個人消費は、減速トレンドが顕著となっている（図表3上図）。景気悪化シグナルとして著名なサーム・ルール（直近3カ月の失業率と過去12カ月で最も低かった失業率の差分が0.5%pt以上になると景気後退となる可能性が高い）該当期間や景気後退期と比較すると、6指標の平均値では景気悪化から距離がある一方、雇用関連指標はサーム・ルール該当初期の水準に近くなっている（図表3下図）。経済情勢がこうしたレイトサイクルにある場合、景気の下振れリスクが発現した場合に吸収できるバッファーが小さくなり得る点には注意を要する。

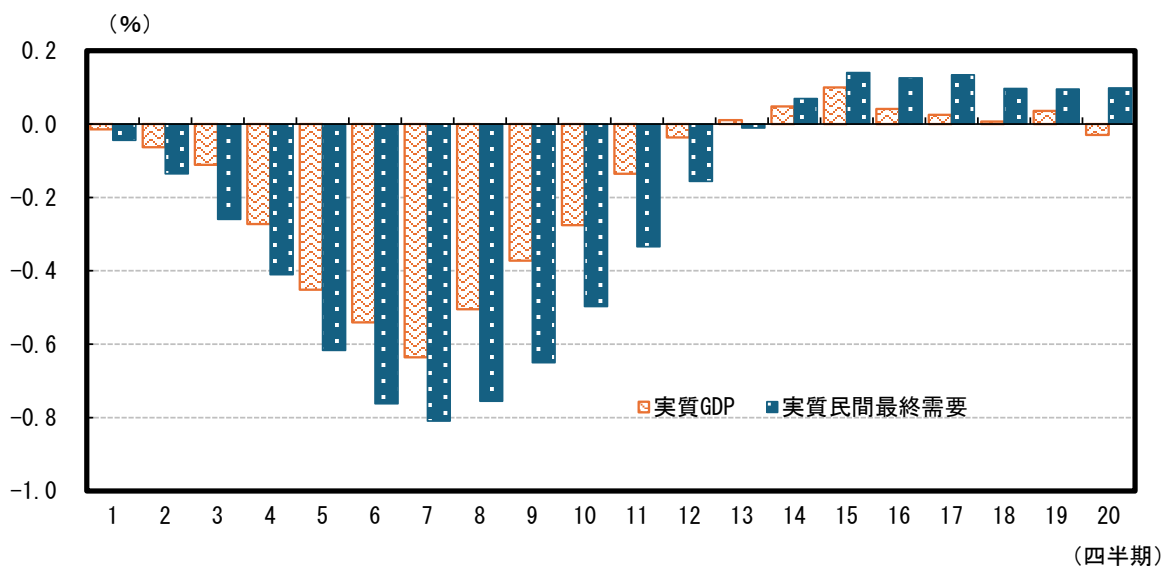
原油高×金融リスク＝フィナンシャル・アクセラレーターに注意

そして、レイトサイクルに特徴的な金融リスクの高まりが景気の重石となり得る点も重要な論点となる。例えば、AI関連投資の拡大が米国経済をこれまで下支えしてきた一方で、ITセクターの収益性に対する懸念が強まりつつある⁸。こうした中、ITセクターが資金調達を行うプライベート・クレジット市場では信用リスクへの警戒が高まり、それに投融資するBDC（Business Development Company）という投資ヴィークルの株価下落や解約請求が増加している。現時点ではITセクターや、プライベート・クレジット市場を経由したBDCへの悪影響が主な現象だが、今後は銀行などの金融システムへと悪影響が広がったり、それに伴う信用収縮の発生に至ったりするかが注目点といえる。例えば、銀行の貸出スタンス等を基に算出した信用供給インディケータを基に景気への影響を分析したFRBの研究を見ると、銀行の信用供給ショック（貸出基準を引き締める銀行のシェアが約8%上昇することに相当）が発生すると、実質GDPは最大で▲0.6%程度、実質民間最終需要（実質個人消費、実質設備投資、実質住宅投資の和）は最大で▲0.8%程度下押しされる（図表4）⁹。

⁸ 矢作大祐「[米国：AIブームの裏側で高まる金融リスク](#)」（大和総研レポート、2026年3月13日）

⁹ Cavallo, Michele, Juan M. Morelli, and Rebecca Zarutskie (2024), “Unpacking the Effects of Bank Credit Supply Shocks on Economic Activity,” FEDS Notes, May 24, 2024.

図表 4 信用供給ショック発生時の実質 GDP、実質民間最終需要への影響



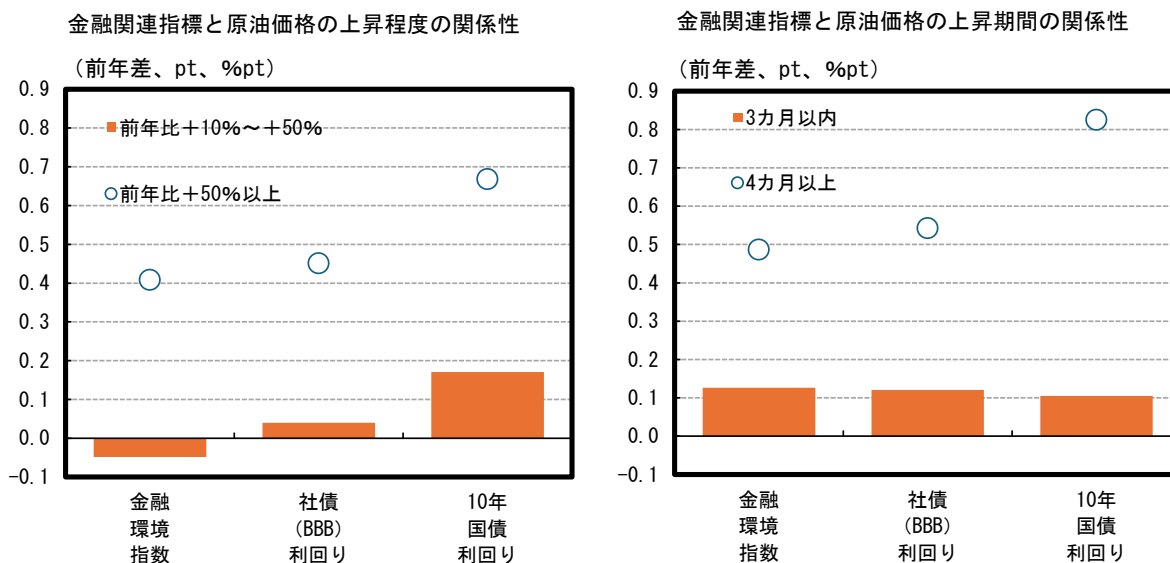
(出所) FRB より大和総研作成

こうした金融リスクの高まりによる信用収縮が懸念される中で、原油高は広範な企業のコストを増加させ、収益悪化を通じて信用力を低下させることで金融リスクを高める。その結果、資金の出し手である銀行が貸出基準を引き締めたり、ファンドが投融資を抑制したりする可能性がある。クリーブランド連銀のワーキングペーパー¹⁰は、原油価格の変動は銀行のバランスシートに対して景気循環と同方向（プロシクリカル）に作用し得ることを指摘している。これは、原油高が単なるコストショックにとどまらず、金融仲介機能を通じて景気への悪影響を増幅させる、いわゆるフィナンシャル・アクセラレーター¹¹のメカニズムが働くことを意味する。

原油高と金融リスクの連動性を見るために、長期間のデータが取得可能な金融環境指数と社債利回り、米国債利回りに注目すると、原油価格が前年比+50%以上では社債や国債利回りの上昇幅が大きく、金融環境指数（上昇すればタイト化傾向）も高水準となる傾向がある（図表 5 左図）。また、原油価格が前年比+50%以上のケースに関して、期間の長短（4 カ月以上継続、3 カ月以内）で分けて金融環境の変化を見た場合、4 カ月以上継続では、社債や国債利回りの上昇幅は一段と大きく、金融環境指数（上昇すればタイト化傾向）も一層高水準となる傾向がある（図表 5 右図）。

¹⁰ Gelain, Paolo, and Marco Lorusso (2024), “Oil Price Fluctuations, US Banks, and Macroprudential Policy,” Federal Reserve Bank of Cleveland, Working Paper No. 22-33R, October 23, 2024.

図表 5 金融関連指標と原油価格の上昇程度・上昇期間の関係性

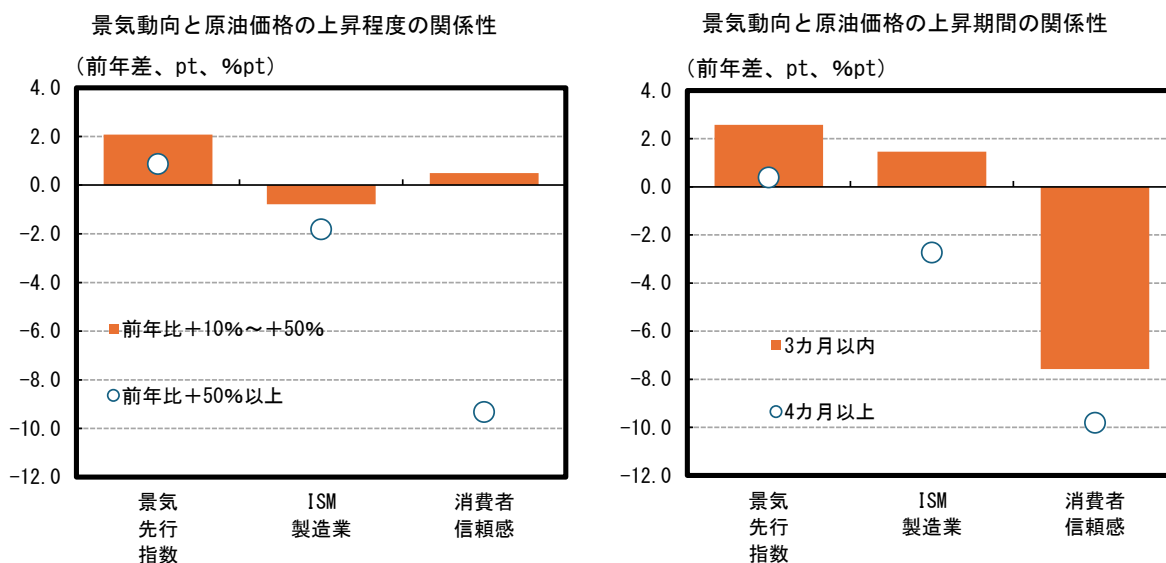


(注) 右図は原油価格が前年比+50%以上の場合を想定。分析対象期間は1970年から2025年。

(出所) シカゴ連銀、S&P、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

加えて、景気動向に目を向ければ、原油価格が前年比+50%以上では、景気先行指数は低水準の伸びにとどまり、ISM 製造業景況感指数やコンファレンス・ボードの消費者信頼感指数は落ち込む傾向が見られる(図表 6 左図)。また、原油価格が前年比+50%以上のケースに関して、期間の長短(4カ月以上継続、3カ月以内)で分けて景気動向の変化を見た場合、4カ月以上継続では、景気先行指数の伸び幅はより小さくなり、ISM 製造業景況感指数やコンファレンス・ボードの消費者信頼感指数は大きく落ち込む傾向が見られる(図表 6 右図)。現在に当てはめれば、原油高が上半期で沈静化するか否かは、こうしたフィナンシャル・アクセラレーターを抑制する観点において重要となろう。

図表 6 景気動向と原油価格の上昇程度・上昇期間の関係性

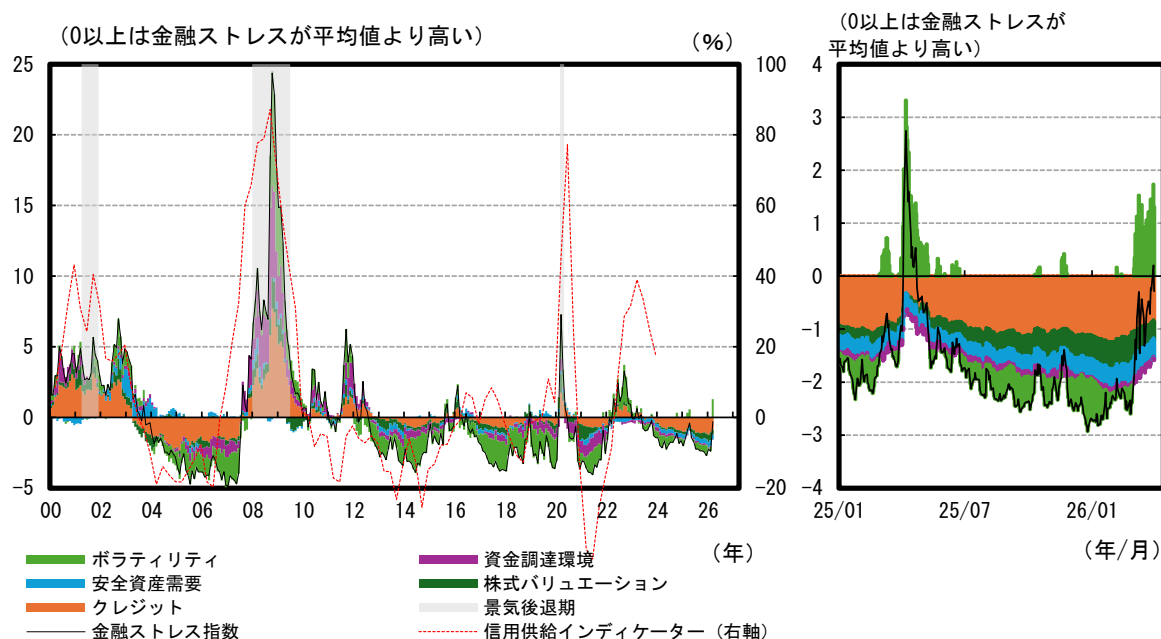


(注) 右図は原油価格が前年比+50%以上の場合を想定。分析対象期間は1970年から2025年。ISM製造業はISM製造業景況感指数、消費者信頼感は消費者信頼感指数。

(出所) コンファレンス・ボード、ISM、Haver Analyticsより大和総研作成

前述のFRBの分析で用いられている信用供給インディケーターは四半期ベースとなっており、金融リスクの発現動向をよりタイムリーに把握することが難しい。そのため、米国財務省金融調査局(OFR)が日次ベースで公表する金融ストレス指数に注目する。金融ストレス指数は、足元で急激にプラスへと転じつつあり、ストレスが高まりつつある(図表7)。とりわけ、FRBの信用供給インディケーターは、OFRの金融ストレス指数の内訳であるクレジット部分と連動が強く、クレジット部分は過去の景気後退期において大きく上昇する傾向がある。足元のクレジット部分はマイナス域にあるが、マイナス幅は縮小しつつある。広範な金融システムへのストレスや信用収縮の蓋然性を考える上で、OFRの金融ストレス指数を早期警戒指標として注視する必要がある。

図表7 金融ストレス指数（右図は直近）



原油高の直接的影響だけでなく、金融環境を経由した間接的影響にも要注意

米国・イスラエルとイランの間では停戦合意が成立したものの、各国のインセンティブの乖離は依然として大きく、中東情勢が実質的に安定化するかについては不透明感が残る。信頼醸成が十分に伴わないままでは、停戦合意後であっても小規模な衝突や代理勢力を通じた攻撃が断続的に発生し、地政学リスクの縮小には至らない可能性がある。この場合、原油価格の高止まりや金融市場の不安定性は継続しやすいと考えられる。

米国経済はシェール革命を経て原油高への耐性を高めてきたものの、レイトサイクル局面にある現在では、その耐性は必ずしも十分とはいえない。原油高は個人消費を中心に実体経済を下押しするリスクを内包するだけでなく、信用供給の引き締めを通じて金融リスクを増幅させ、景気の下振れ幅を拡大させる恐れがある。とりわけ、プライベート・クレジット市場やBDCの動向、金融ストレス指標の変化は、景気悪化のシグナルとして注視する必要がある。

以上を総合すると、今後の最大の注目点は、停戦合意が実効性と持続性を伴ったかたちで履行され、中東情勢が上半期中に実質的に沈静化するか否か、そして原油高が一時的なショックにとどまるのか、それとも金融チャネルを通じて実体経済に波及する段階に入るのかである。原油高に伴う実体経済への直接的な影響に加え、金融環境を経由した間接的な影響を併せて点検することが、米国経済の先行きを見極める上で不可欠となる。