

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年4月27日

イラン戦争とドル円相場の行方

～原油供給ショックで円安・長期金利上昇の悪循環再発を警戒～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi.hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	3
1. ドル円相場はイラン戦争による有事のドル買いから 160 円台を窺う推移に	3
2. イラン戦争を受けた最近のドル円相場と日米 10 年金利差の動向	4
3. 再びみられているドル円相場と日米 10 年金利差の関係不安定化の背景	6
4. 足元の円安は日 10 年金利の悪い上昇と連動	8
5. ホルムズ海峡封鎖・原油供給ショックと為替市場	9
(1) ホルムズ海峡依存度と各通貨の動向	9
(2) 輸入エネルギー依存度と各通貨の動向	10
6. 日銀の追加利上げ見送りも円安圧力の背景に	12
7. 原油供給ショックが円安と日長期金利の悪い上昇の悪循環再発の支援要因に ...	13
8. ドル円相場の今後の見通し	15
(1) 当面はイラン戦争終結期待継続なら緩やかなドル安円高か	15
(2) 原油価格上昇が速やかに正常化するケース	15
(3) 原油価格高止まりで世界経済に影響が及ぶケース	16
(4) 原油価格大幅上昇で世界景気後退のケース	17

<要旨>

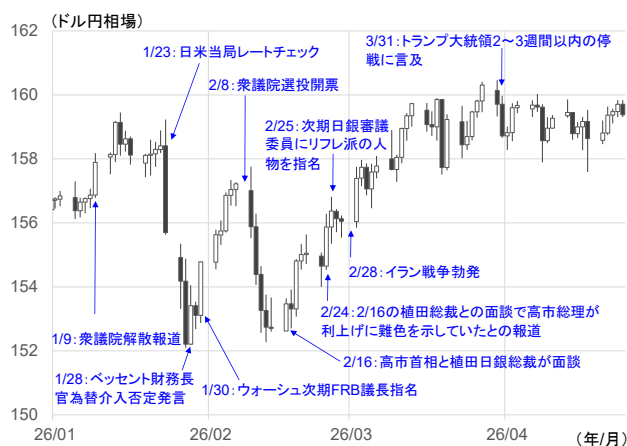
- 本稿では、最近のドル円相場と日米 10 年金利差の関係などから、イラン戦争による原油供給ショックがドル円相場に与える影響と今後の見通しについて考察した。
- 2026 年のドル円相場は、1 月の日米当局によるレートチェックなどを受けて、一時 152 円台までドル安円高が進んだが、2 月 28 日のイラン戦争開始などから再びドル高円安へ転じた。3 月 31 日にトランプ大統領が 2~3 週間以内の停戦に言及したことで、市場は戦争終結の可能性を織り込み始め、有事のドル買いの巻き戻しからドルは下落に転じているが、円の反発は鈍く、足元 160 円近辺での推移となっている。
- 2025 年 4 月頃からみられていた、円安とインフレ期待上昇、日長期金利の悪い上昇の悪循環を背景としたドル円相場と日米 10 年金利差の逆相関は、1 月の日米当局によるレートチェックなどを受けて一旦沈静化しつつあったが、イラン戦争を受けて再びこうした悪循環が再開する兆候がある。
- 原油供給ショックを受けたインフレ懸念から、3 月以降グローバルに長期金利は上昇。その後 4 月以降の停戦期待から多くの長期金利は反落に転じたが、日長期金利については上昇傾向が継続していた。内訳をみると、インフレ期待やタームプレミアムの上昇が主因の悪い金利上昇の嫌いがある。4 月以降、円はドル以外の通貨に対しては下落しており、日長期金利の悪い上昇との並走が起き始めている可能性。
- ホルムズ海峡経由のエネルギー依存度の高さは円を含むアジア通貨などを中心に一定の下押し要因となった模様だが、市場のリスク選好度との相関なども影響していた。こうした中で、日銀の 4 月会合での追加利上げ見通しが後退したことが、コストプッシュ・インフレ圧力の下で円の通貨価値の棄損につながるなどの市場の見方を刺激することも、悪い循環再開の支援要因となり得る。
- 戦争が終結へ向かい、市場の楽観的な見方も維持される限り、当面は有事のドル買いの巻き戻しでドル円相場も緩やかなドル安円高が進み易い。その上で今後原油価格が速やかにイラン戦争前の水準へ低下し、世界的なインフレ圧力が一時的なものに止まるのであれば、円安と日長期金利上昇の悪循環の再開には至らず、日米金利差縮小傾向に沿って、150 円大台前半程度へのドル安円高が視野に入ろう。
- もっとも、4 月 14 日に国際通貨基金（IMF）が発表した 2026 年の世界経済見通しでも指摘されているように、戦争が早期に終結しても原油価格の正常化には時間がかかるとみられる。原油価格が高止まれば、円安、インフレ期待上昇、日長期金利の悪い上昇の悪循環再開のリスクが高まり、ドル高も相俟ってドル円相場は 160 円台乗せと今次円安局面での最高値（161 円 95 銭）の上抜けも視野に入ろう。但し、本邦通貨当局の円安牽制で、160 円大台前半では上値の重い展開を予想する。

<本文>

1. ドル円相場はイラン戦争による有事のドル買いから 160 円台を窺う推移に

ドル円相場は依然として 160 円近辺を中心とした推移が続いている（第 1 図）。年初は 1 月 9 日の衆議院解散報道を受け、高支持率の高市政権の勝利により積極的な財政政策が強力に推し進められるのではとの見方から、財政リスクを嫌気した本邦長期金利の上昇と共に円安圧力につながった。ドル円相場は 1 月 14 日に一時 1 ドル=159 円 45 銭（Bloomberg の BGN ベース；以下同）までドル高円安が進む場面がみられた。

第 1 図: ドル円相場(2026 年 1 月～)



(資料) Bloomberg より筆者作成

もともと、1 月 23 日午後の日銀金融政策決定会合後の植田総裁の記者会見を受けた円安で再び 159 円台をつけた後に、日米通貨当局から為替介入の準備段階とされるレートチェックが入ったとの報道（後に事実と判明）を受け、1 月 27 日に 152 円 10 銭までドル安円高が進む場面がみられた。その後 1 月 28 日にベッセント米財務長官が 1 月 23 日のレートチェックに関して為替介入は絶対にしていないと発言し、加えて 1 月 30 日に次期 FRB 議長にタカ派との見方もあるケビン・ウォーシュ元 FRB 理事が指名されると、再びドル高円安方向へ推移した。2 月 8 日の本邦衆議院選の投票開票で与党の歴史的な圧勝となると、週明け 2 月 9 日からはむしろドル安円高が進んだ。もともと、ドル安円高は 2 月 12 日に 152 円台で打ち止めとなり、米国経済指標が労働市場関連を中心に依然として底堅いことや、次期日銀審議委員にリフレ派とされる人物が指名されたことなどを材料に、2 月後半は再びドル高円安基調となった。

そうしたところに 2 月 28 日に米国・イスラエルがイランに対する攻撃を開始してイ

ラン戦争が勃発。周辺産油国の原油インフラがイランの攻撃を受け、世界の原油貿易の要衝であるホルムズ海峡が事実上封鎖されると、世界的な原油供給への打撃が警戒された。WTI 原油先物価格は 3 月 9 日に一時 1 バレル=119.48 ドル（取引時間中高値）と 2022 年 6 月以来の水準をつけるなど大幅に上昇した。原油価格の上昇が世界の景気やインフレに与え得るスタグフレーション的な影響が嫌気され、当初は世界的に株価が下落基調に転じると共に、長期金利にはインフレ懸念を反映した金利上昇が発生。為替市場ではドルが円を含めた多くの通貨に対して上昇する「有事のドル買い」とされる動きがみられた。ドル円相場も本邦通貨当局による円安牽制を受けつつも、3 月 30 日にはここまでの年初来高値である 160 円 46 銭までドル高円安が進んだ。

しかし、3 月 31 日にトランプ大統領が、2~3 週間以内にイランから撤退すると述べた頃から、市場は次第に戦争終結の可能性を織り込み始めた。これ以降、株価は持ち直しに向かっており、長期金利の悪い上昇も一服すると共に、「有事のドル買い」で上昇していたドルも再び下落に転じている。戦争終結を目指して 4 月 11 日に行われた米・イランの第一回停戦協議は物別れに終わり、その後もホルムズ海峡の閉鎖が続いたまま事態は膠着しており、引き続き先行き不透明感は強いが、これまでのところ市場は 4 月に入って高まった戦争終結への期待・リスク選好の回復地合いを維持している。こうした中、各通貨は対ドルで反発に転じているが円の反発は限定的であり、ドル円相場は 158 円台~159 円台での推移となっている。

2. イラン戦争を受けた最近のドル円相場と日米 10 年金利差の動向

ドル円相場と日米 10 年金利差（米 10 年金利-日 10 年金利）の推移をみると、2025 年 4 月頃から日米 10 年金利差が縮小傾向（円有利な方向）にあるにもかかわらず、ドル高円安が進み、両者の間には大局的な逆相関が続いて来た（第 2 図）。一方、2026 年に入り、1 月 23 日の日米当局によるレートチェック（為替介入の前段階とされる）が入った頃から、2 月 28 日のイラン戦争開始以降も含めて、日米 10 年金利差との連動性が相応に回復する傾向もみられていた。但し、3 月 31 日のトランプ大統領の撤退発言以降、市場のリスク選好が回復し有事のドル買いが巻き戻される局面では、日米 10 年金利差が縮小傾向にあった中で、他の通貨に比べて円の対ドルでの反発は鈍く、ユーロ円相場などクロス円相場ではむしろ円安の進行がみられた。

第 3 図は、2026 年 2 月 2 日付国際通貨研レポート「金利差との逆相関の背景から考える 2026 年のドル円相場~円安・長期金利上昇のメカニズムと日米当局による円安牽

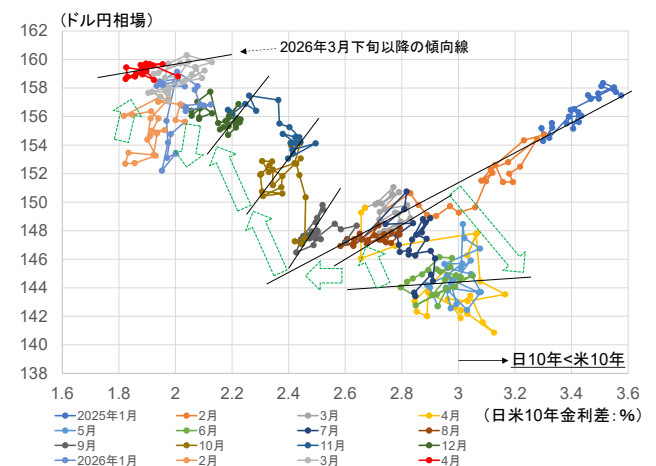
制の意義～」¹などでみて来たように、縦軸にドル円相場、横軸に日米10年金利差を取った日次ベースデータの散布図をみたものだ。通常であれば両者は大局的に順相関、つまり日米10年金利差が拡大すればドル高円安が進む関係にあり、緩やかな右上がりの傾向線に沿った推移がみられて来たが、昨年4月頃からは、1ヵ月あまりの右上がりの傾向線の形成を挟みつつ、数次にわたって傾向線の左上方向へのシフトがみられて来た。

第2図: ドル円相場と日米10年金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第3図: ドル円相場と日米10年金利差(散布図)



(注)2025年以降の日次データ(2026年4月24日まで)

(資料) Bloomberg より筆者作成

以前より指摘して来たように、リスクプレミアムを含む金利平価式(第4図)を当てはめて考えると、こうした傾向線の左上方向へのシフトは、期待為替レート(D)のドル高円安方向へのシフト(第4図のEの上昇)や、本邦投資家からみた外貨建て資産投資に際してのリスクプレミアムの低下(第4図のrの低下)、あるいは海外投資家からみた円建て資産投資に際してのリスクプレミアムの上昇(第4図のrの低下に読み替えることが可能)が一定以上の規模で発生した場合に起こり得る。そして2025年4月以降に頻繁にみられ始めて来た傾向線の左上方向へのシフトは、同年7月の参議院選や、リフレ政策を掲げた高市政権発足などのイベントに合わせて発生しており、日銀による利上げの遅れや積極財政政策による財政リスクへの市場の懸念を反映して来た可能性が高い。

一方、2026年1月の日米当局によるレートチェックの際などに、日米10年金利差の縮小が限定的であったにもかかわらず152円台まで大きくドル安円高が進んだ場面では、期待為替レート(E)の円高方向へのシフトやリスクプレミアムの変動(rの上昇:海外投資家からみた円建て資産投資に際してのリスクプレミアムの低下に相当)が起き

¹ [2026年2月2日付国際通貨研レポート「金利差との逆相関の背景から考える2026年のドル円相場～円安・長期金利上昇のメカニズムと日米当局による円安牽制の意義～」](#)

ていたとみることができる。もっとも、既述の通りその後すぐにベッセント財務長官の介入否定発言などのドル高円安材料が浮上。2月28日にはさらにイラン戦争開始による原油供給ショックという強力なドル高円安材料が出現したことで、期待為替レート(E)などは大きくドル高円安方向へ押し戻されてしまった。4月以降も日米10年金利差の縮小方向への推移に対するドル円相場の円高方向への戻りは鈍い。3月下旬以降、ドル円相場と日米10年金利差は、散布図上で右上がりの傾向線を形成しているが、その傾きは日米金利差1%の変動に対してドル円相場の変動が約2円と非常に緩やかとなっている。

第4図: カバー無し金利平價式

$$i = i^* + \frac{E - e}{e} - r$$

<国内運用収益率> <海外運用収益率>

カバー無し金利平價式(UIP)

i: 自国金利、i*: 外国金利、
 e: 自国通貨建て為替レート(この値の上昇は自国通貨安・外国通貨高)
 E: 自国通貨建て為替レートの予想値、
 r: 外貨建て投資に求められるリスクプレミアム

(資料) 筆者作成

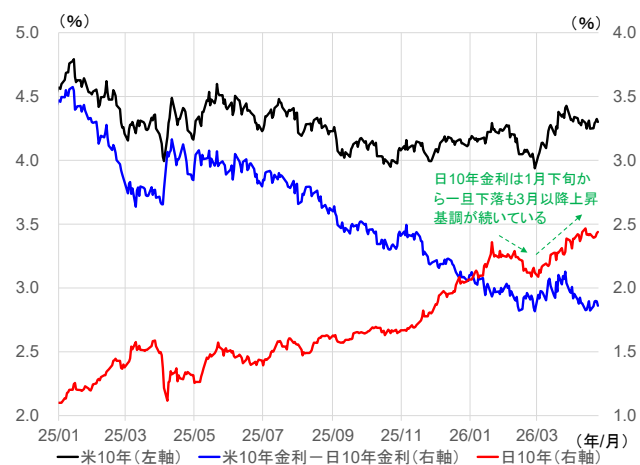
3. 再びみられているドル円相場と日米10年金利差の関係不安定化の背景

こうした4月以降の日米10年金利差の縮小にもかかわらず、ドル安円高が緩やかにしか進まない状況の背景を考えるため、日米10年金利差の内訳をみたものが第5図である。やや振り返ってみると、2025年初からの日米10年金利差の縮小傾向は、内訳をみると米10年金利の低下と日10年金利の上昇双方によるものであった。本来、相対的に低金利で安全通貨・調達通貨である円にとって米10年金利の低下は上昇要因であり、日10年金利の上昇も円の上昇要因であるはずだが、第2図でみたようにドル円相場はドル高円安方向へ推移して来た。こうした現象が起きるのは、前掲2月2日付のレポートなどでも指摘して来たように、日銀による利上げの遅れや財政リスクを嫌気した円安とインフレ期待上昇、そして日長期金利の悪い上昇の悪循環が起きていたためだ。

2025年から続いて来たこうした日10年金利の上昇は、2026年1月下旬に一旦ピークをつけて低下に転じていた局面があった。1月23日に既述の日米当局によるレートチェックで円相場が急騰するなどして相場の流れが変化したことが大きな要因であった

と考えられる。当時日 10 年金利の上昇が米 10 年金利の悪い上昇に波及している可能性をベッセント米財務長官などは警戒し始めていた。日米当局がドル円相場のレートチェックを行うなど、円安とインフレ期待上昇、そして日長期金利の悪い上昇の悪循環に歯止めをかけるべく日米当局が動き出したことで、一旦こうした流れが沈静化し、日 10 年金利の上昇一服に寄与していた可能性がある²。その後米インフレ指標の安定などから 2 月末にかけて米 10 年金利が低下基調になったこともあり、日 10 年金利も低下基調となっていた。この頃からドル円相場と日米 10 年金利差の連動性の回復がみられていたのは既述の通りである。

第 5 図: 日米 10 年金利差と内訳



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 6 図: 円名目実効為替レートと日 10 年金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

もつとも、こうしたところに 2 月 28 日にイラン戦争が開始され、原油供給ショックという強力なコストプッシュ・インフレ要因が出現したことで、グローバルに長期金利がインフレリスクを警戒した上昇に転じた。3 月以降、日米両 10 年金利も再び上昇基調に転じ、米金利の上昇幅が大きかったことから日米 10 年金利差は再び拡大した。

その後 3 月 31 日のトランプ大統領による 2~3 週間以内の撤退発言で市場のリスク選好の回復傾向と共に、原油価格が反落して多くの長期金利も反落した。ところがこうした状況にもかかわらず、日 10 年金利は 4 月に入っても上昇傾向が続いて来た。米 10 年金利が下落していたことから、日米 10 年金利差は縮小傾向に転じた。この 4 月以降の為替市場では、有事のドル買いの巻き戻しから多くの通貨が対ドルで反発に転じてい

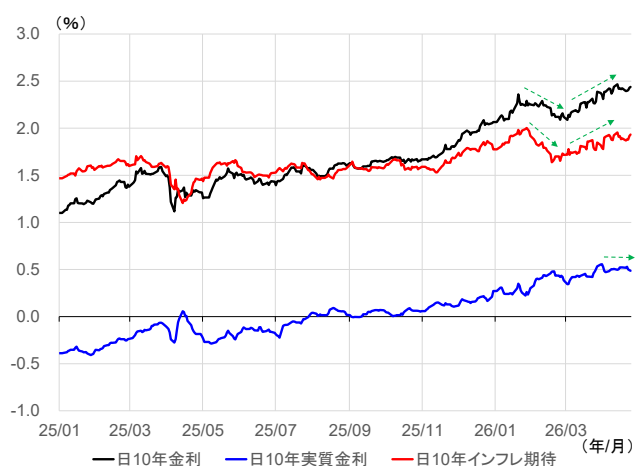
² 尚、1 月 17 日にトランプ大統領が、デンマーク領グリーンランドの米国による購入・領有に反対する欧州諸国に制裁関税を課すと述べたことで、直後にミニ米国トリプル安のような状況がみられていたが、21 日に制裁関税を取り下げたことで米 10 年金利の上昇が一服しており、日 10 年金利の反落はこれに連動した面もあった。

た中、円の反発は鈍く、ドル円相場は緩やかなドル安円高にとどまって来た。このため円はドル以外の多くの通貨に対しては下落しており、円の名目実効為替レートは低下基調にあった（第6図）。つまり4月以降は、米10年金利が低下に転じたにもかかわらず、日10年金利の上昇と（ドル以外の通貨に対する）円安が並走する状態となっていた。4月以降の日米10年金利差縮小の下で緩やかにしか進まなかったドル安円高の背景には、こうした動きがあった。

4. 足元の円安は日10年金利の悪い上昇と連動

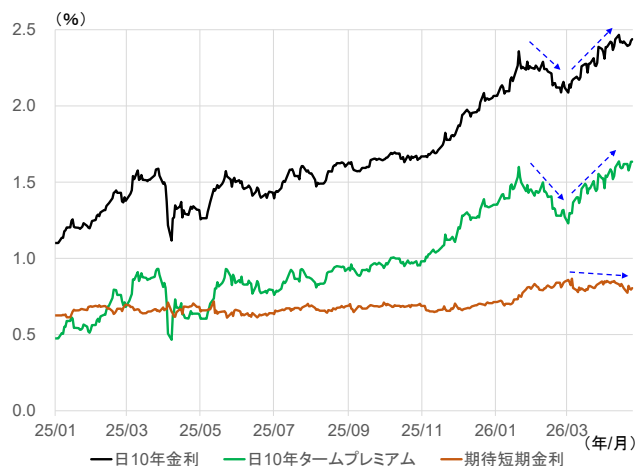
こうした日10年金利の動きは、2025年にみられていた円安とインフレ期待上昇、そして日長期金利の悪い上昇の悪循環が再開する兆候ともみることができる。最近の日10年名目金利の動きを、実質金利（10年インフレ連動債金利）と期待インフレ率（10年ブレイクイーブン・インフレ率）に要因分解すると、日名目10年金利が下落に転じた1月下旬以降、期待インフレ率も下落に転じていたが、3月以降は反転上昇が続いている（第7図）。これに対し実質金利は3月から緩やかな上昇にとどまっており、4月以降は頭打ち感が出ている。

第7図: 日10年金利: インフレ期待と実質金利



(注) 日10年実質金利は10年インフレ連動債金利、10年インフレ期待はブレイクイーブン・インフレ率。
(資料) Bloombergより筆者作成

第8図: 日10年金利: タームプレミアムと期待短期金利



(注) 期待短期金利は日10年金利からタームプレミアムを引いたもの。
(資料) Bloombergより筆者作成

また日10年名目金利を、残存年限の長い国債の価格変動や流動性に対するリスクを反映するタームプレミアム（10年）と期待短期金利に要因分解すると、タームプレミアムはやはり1月下旬以降、一旦下落に転じていたものの、3月以降反発に転じて上昇基

調が続いている（第 8 図）³。一方、期待短期金利は 1 月半ば頃に小幅に上昇して以降は概ね横ばいで推移し、4 月以降はやや下落している。

こうした要因分解に基づく、3 月以降の原油供給ショックを受けた日名目 10 年金利の上昇は、期待インフレ率やタームプレミアムの上昇による悪い金利上昇である部分が多く、これと並走する 4 月以降の円安傾向は、円安とインフレ期待上昇、そして日長期金利の悪い上昇の悪循環が再開する兆候と言えよう。

5. ホルムズ海峡封鎖・原油供給ショックと為替市場

(1) ホルムズ海峡依存度と各通貨の動向

このような状況がみられ始めたタイミングからすると、イラン戦争が重要な切っ掛けになったと言える。そこで第 9 図は主要な先進国・新興国の原油輸入額に対するペルシア湾岸産油国⁴からの原油輸入額の比率でみた原油輸入のホルムズ海峡依存度と、有事のドル買いがみられていた 2 月 27 日～3 月 30 日の各国通貨の対ドル上昇・下落率を散布図でみたものである。地理的な位置関係の影響もあり、ホルムズ海峡依存度は日本を含むアジア諸国で高い傾向がある⁵。この期間の各通貨の対ドル下落率も、これらアジア諸国を中心とした通貨については、ホルムズ海峡依存度が高いほど対ドルで大きく下落している傾向がある。但し、ホルムズ海峡依存度が低い国の通貨でも、チリペソや南アフリカランドなどより大きく下落している通貨も少なくない。

言うまでもなく為替レートは様々な要因で変動するものであり、こうした通貨には、今回に先立つ 2025 年 4 月以降のリスク選好相場で大きく上昇して来た通貨も含まれており、リスク回避的な地合いへの転換からそれが巻き戻されていた可能性があるだろう。この点、日本円はホルムズ海峡依存度の高さの割に、ユーロや豪ドル、ノルウェークローネなど先進国通貨、資源国・産油国通貨と比べても下落率は限定的であった。日本は諸外国と比べて原油備蓄が潤沢であったことや、本邦通貨当局による円安牽制スタンスなども影響していたことに加え、市場のリスク回避地合いへの転換が安全通貨の一角である円にプラスであったと考えられる。

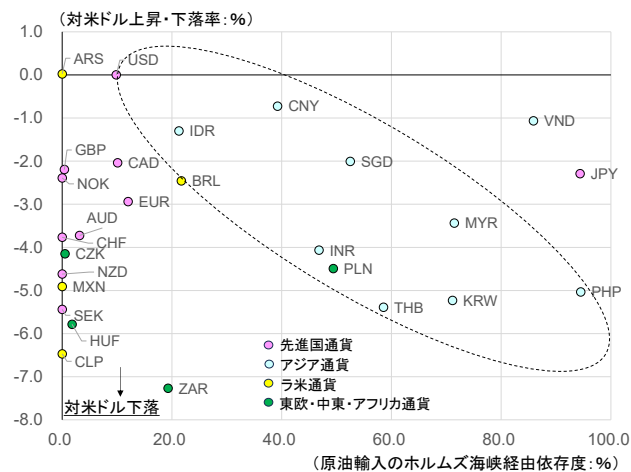
³ 10 年タームプレミアムは、大和証券がブルームバーグ上で公開しているデータを使用しているが、推計するモデルによってデータは変化し得ると共に、過去からの推移をみると、日名目 10 年金利と相応に連動し易いように見える点に留意が必要と思われる。

⁴ サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン、カタール、イラン、イラクの 7 カ国。オマーンは主要港がホルムズ海峡の外側であるため除外。

⁵ 貿易データは国連 Comtrade を使用しているが、例えばポーランドは湾岸諸国から原油を紅海・スエズ運河経由で輸入している場合があり、またハンガリーなど内陸国はパイプラインで湾岸諸国から間接的に原油を輸入している場合もあるため、ここでのホルムズ海峡依存度の計算が一部実態を完全に正確に捉えていない場合があることには留意が必要。

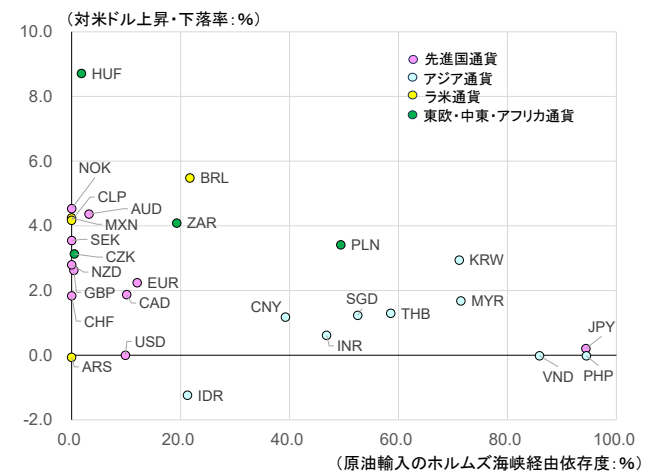
一方、第10図は同じくホルムズ海峡依存度と、3月31日～4月24日のリスク選好回復相場における各通貨の対ドル上昇・下落率を散布図の形でみたものだ。多くの通貨が対ドルで上昇に転じる中、ホルムズ海峡依存度が高い国の通貨が伸び悩む傾向も一定程度あり、円相場の伸び悩みもこうした要因が一定程度作用していることを窺わせる。もっとも、韓国ウォンなどホルムズ海峡依存度がある程度高い場合でも相応に上昇している通貨もあり、市場のリスク選好の変化の影響なども小さくないようだ。円相場の伸び悩みも、2月27日～3月30日の動きの裏返しで、市場のリスク選好的な地合いへの転換が一定程度影響している可能性も指摘できよう。

第9図：ホルムズ海峡依存度と各通貨対ドル変動率(3月)



(注1) HSコード2709(原油など)について、各国の輸入額に対する、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン、カタール、イラン、イラクからの輸入合計額の比率をみたもの。EUR(ユーロ圏)は独仏伊西の合算。2023年と2024年の平均。
 (注2) 対ドル上昇・下落率は2026年2月27日～3月30日の期間。
 (注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。
 (資料) 国連統計、Bloombergより筆者作成

第10図：ホルムズ海峡依存度と各通貨対ドル変動率(4月)



(注1) HSコード2709(原油など)について、各国の輸入額に対する、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、バーレーン、カタール、イラン、イラクからの輸入合計額の比率をみたもの。EUR(ユーロ圏)は独仏伊西の合算。2023年と2024年の平均。
 (注2) 対ドル上昇・下落率は2026年3月31日～4月24日の期間。
 (注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。
 (資料) 国連統計、Bloombergより筆者作成

(2) 輸入エネルギー依存度と各通貨の動向

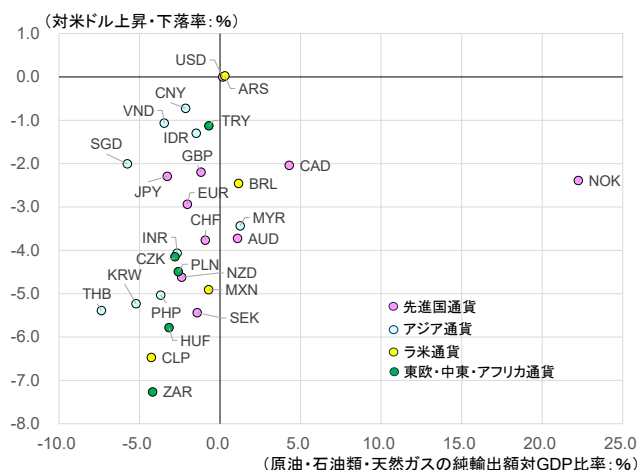
尚、このように今回のイラン戦争の経済やインフレ、通貨への影響を考える時、ホルムズ海峡への依存度は重要な要素であるが、日本などのように原油備蓄が当面のバッファーになり悪影響を緩和し得る。またホルムズ海峡封鎖が終息しない場合、時間の経過と共に関係国による原油などの調達先の中東地域以外への分散化が進むであろう。むしろ中長期的には、ホルムズ海峡への依存度が低い国でも、経済の輸入による原油や天然ガスなどへの依存度自体が高ければ、世界の原油価格の高止まりが続いた場合、経済への打撃になると考えられる。

この点から、第11図は主要な先進国・新興国の原油、石油製品、石油ガスなどの貿

易収支（輸出額－輸入額）合計額の対名目 GDP 比率と、第 9 図と同様に 2 月 27 日～3 月 30 日の各国通貨の対ドル上昇・下落率を散布図でみたものである⁶。横軸が貿易収支対 GDP 比率であり、プラスは原油などのネット輸出国、マイナスはネット輸入国であることを示す。プラス（マイナス）のネット輸出国（輸入国）であるほど、原油高が続けばそれだけ経済規模対比で大きい交易利得（交易損失）が発生して行くことになる。散布図をみると、両者の間にはわずかに右上がりの関係（正の相関）があるようにもみえるが限定的であり、現時点ではこうした観点による為替市場の織り込みは限られているようだ。第 12 図は同様に原油などの貿易収支合計額の対 GDP 比率と、3 月 31 日～4 月 24 日のリスク選好回復相場における各通貨の対ドル上昇・下落率を散布図の形でみたものだ。現時点ではやはり両者の間に強い相関は無いようだ。しかし、今後原油価格の高止まりが続く可能性は指摘されており、こうした要因が通貨の強弱に顕在化して来る可能性はあろう。

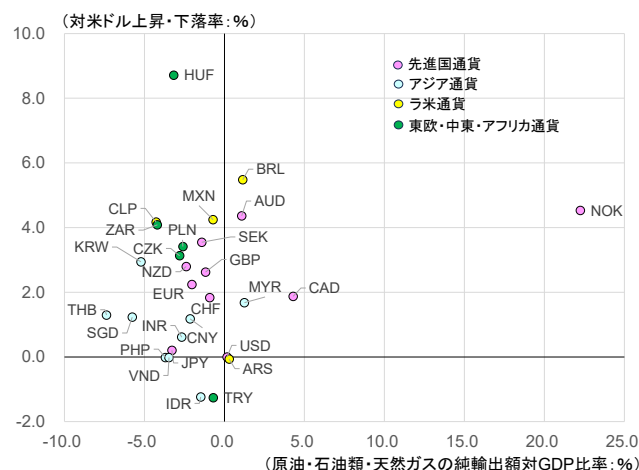
以上のようにイラン戦争に伴う原油供給ショックが、現時点では特に各国の原油輸入のホルムズ海峡依存度を通して各通貨の強弱に一定の影響を及ぼしている面はあるようだ。但し、市場のリスク選好度の変化も大きく影響しているようであり、日本円についても、ホルムズ海峡への依存度が高い割には大きく下落している訳ではなかった。

第 11 図： 原油など純輸出 GDP 比率と各通貨対ドル変動率



(注1) HS コード 2709(原油など)、2710(石油製品など)、2711(石油ガスなど)の貿易収支額合計の対 GDP 比率。2023 年と 2024 年の平均。
 (注2) 対ドル上昇・下落率は 2026 年 2 月 27 日から 3 月 30 日の間のもの。
 (注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。
 (資料) IMF、国連統計、Eurostat、Bloomberg より筆者作成

第 12 図： 原油など純輸出 GDP 比率と各通貨対ドル変動率



(注1) HS コード 2709(原油など)、2710(石油製品など)、2711(石油ガスなど)の貿易収支額合計の対 GDP 比率。2023 年と 2024 年の平均。
 (注2) 対ドル上昇・下落率は 2026 年 3 月 31 日から 4 月 24 日の間のもの。
 (注3) 通貨の略称と名称の対比表(付表)は後掲。
 (資料) IMF、国連統計、Eurostat、Bloomberg より筆者作成

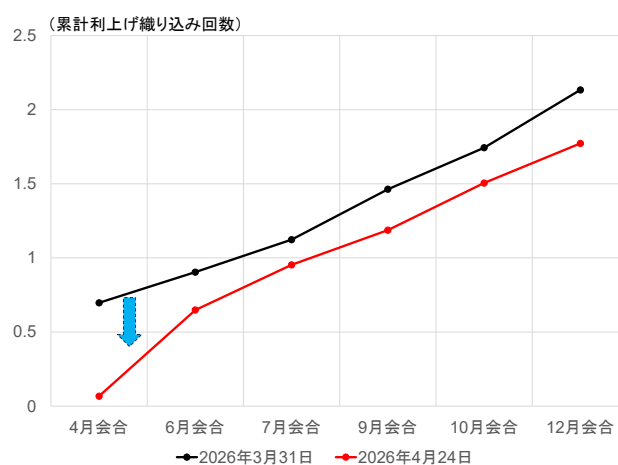
⁶ ここでも貿易データは国連 Comtrade を使用しているが、パイプラインによる原油や天然ガスの輸入については、正確に通関データに反映されていないケースがあるとされることなどから、一部実態を完全に正確に捉えていない場合があることには留意が必要。

6. 日銀の追加利上げ見送りも円安圧力の背景に

4月以降に円が伸び悩み始めたのは、それまで高まっていた4月27～28日開催の次回日銀金融政策決定会合における追加利上げ予想が、4月に入り急速に後退したことも影響していると考えられる。

もともと日銀は2025年12月の追加利上げ（0.5%→0.75%）以降も、円安などから波及するインフレ上振れリスクへの警戒を度々指摘していた。3月18、19日の前回金融政策決定会合後の記者会見でも植田日銀総裁は、決定会合におけるイラン戦争の影響についての議論では、景気抑制効果（インフレ下振れ）よりもインフレ上振れへの影響を警戒する審議委員が微妙に多い印象であったなどと述べていた。3月26日には日銀は各種制度変更に起因する特殊要因を除いた消費者物価と、GDP統計の改定に伴う潜在成長率と需給ギャップの再推計結果を発表した。特に需給ギャップについては従来より上方修正され、2022年第1四半期以降はプラスであるとした。こうしたことを含む最近の情報発信は、4月会合での追加利上げの地均しと受け取られ、市場の織り込む4月会合での利上げ確率は、3月末時点で7割程度と高まっていた（第13図）。

第13図: OIS市場が織り込む日銀利上げ累計回数



(注) 利上げ1回は0.25%に相当。
(資料) Bloombergより筆者作成

もともと、4月6日の日銀支店長会議において、イラン戦争による影響から各地域の景気の先行きについて慎重な声が上がっていた他、景気ウォッチャー調査など直近の経済指標が悪化し始めるなど、景気への影響が顕在化する兆候が現れていた。そうした中で市場の利上げ織り込みは低下して行ったが、植田総裁が、4月13日の会合（第101回信託大会）での挨拶（氷見野副総裁代読）や同16日のG20での記者会見でも4月追加利上げを示唆する発言をせず、そうした市場の織り込み低下を事実上容認したとみられ

た。市場は年内2回程度の先行き利上げ見通しは維持しているものの、4月の利上げの織り込みについては足元ほぼゼロまで低下しており、追加利上げ見送りとなる可能性が高まった。日銀は原油価格上昇による景気への下押し効果、そしてそれが基調的インフレ率を押し下げるリスクと、コストプッシュ・インフレ圧力のバランスを慎重に見極める必要が出て来たようだ。

原油価格上昇によるコストプッシュ・インフレ圧力が今後高まる中での日銀による追加利上げ先送りは、円の通貨価値の棄損につながるとの市場の見方を刺激し易い面がある。一方で、欧米中央銀行は、目先は原油価格上昇の影響を見極めるため様子見スタンスを維持するものの、これまでの利下げ含みから、先行き利下げ見送りあるいは利上げ含みへと変化しつつあることから、再び日銀の慎重姿勢に市場の焦点が当たり易い面があろう。日本経済における原油調達の中東依存度の高さや構造的な景気のパラダイム転換の下、基調的インフレ率の目標達成を確実にするためにも、日銀は欧米中銀と比べて原油供給ショックの景気への下押し圧力をより慎重に見極める必要があることが背景にあろう。

7. 原油供給ショックが円安と日長期金利の悪い上昇の悪循環再発の支援要因に

前掲2月2日付のレポートでも指摘したように、悪い循環が起こる背景は、まず日銀の基調的なインフレ率に基づく慎重な利上げを志向する金融政策が、高止まるインフレ率に対して後手に回っているのではないかとの見方が、海外を中心に根強いことがあった(第14図)。その結果、長期的に通貨価値への打撃になり得るとの見方にもつながり、内外金利差以上の期待為替レートの円安方向へのシフトや、海外からの円建て資産投資に際してのリスクプレミアムの上昇などにつながり、円安圧力になっていると考えられる。また、当面米国を中心に海外金利水準の高止まりが予想されることもあり、現在の相応の内外金利差水準が当面続くとの予想も、期待為替レートを円安方向へシフトさせ易い。

加えて仮に積極財政政策の経済効果が不透明で財政状況をさらに悪化させる恐れがあると、既に高い公的債務残高対名目GDP比率がさらに悪化し、政府の利払い額増加や金融システムへの悪影響に対する配慮から、長期的に日銀の利上げがより抑制的にならざるを得なくなる財政従属(フィスカル・ドミナンス)の可能性も浮上。それが日銀による慎重な利上げスタンスにつながり、さらに円安期待が高まることになる。

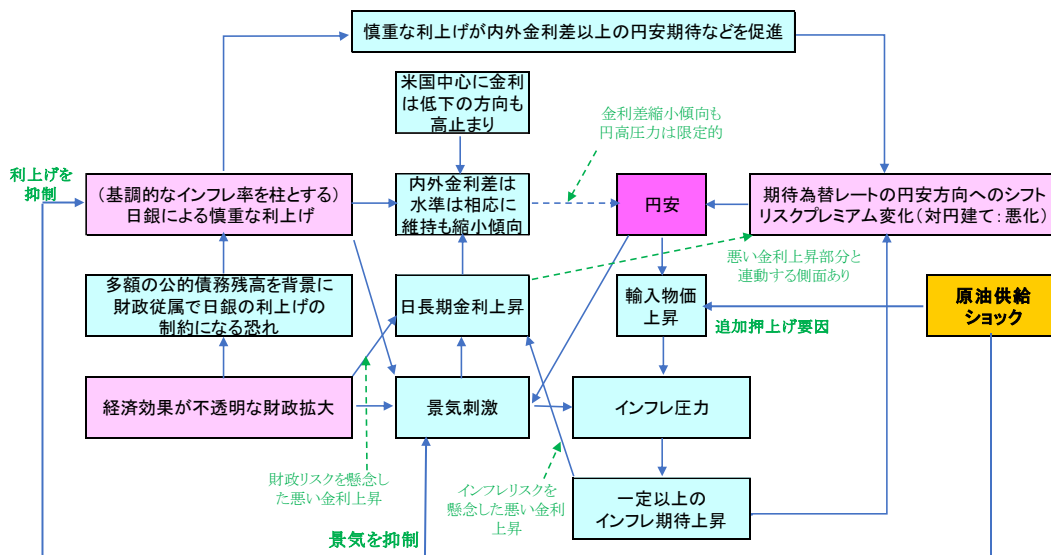
円安は輸入物価の上昇を通じたコストプッシュ的なインフレ圧力から、インフレ期待の上昇につながる。また、積極的な財政政策や利上げに慎重な金融政策が景気刺激によ

るインフレ圧力につながることも、一定以上インフレ期待が高まると、それがさらなる円安期待に波及して実際の円安につながることになる。この時、インフレ期待や財政リスクの懸念を織り込んで、日長期金利は悪い上昇の色彩が強くなるが、それによる内外金利差縮小の円安抑制効果は限られることになる。この結果、円安とインフレ期待上昇、そして日長期金利の悪い上昇の悪循環に陥ることになる。

高市政権は市場の信認を維持しつつ財政運営を行うと再三述べると共に、2025年12月の直近の利上げ以降、日銀も慎重過ぎる金融政策運営のイメージ払拭に努めて来た。また既述の通り1月23日のレートチェックに象徴されるように日米連携で円安やグローバルな長期金利上昇の連動を抑制したことなども背景に、2026年以降は一時過度な円安期待が緩和する動きもみられていた。

しかし、そこへイラン戦争によるグローバルな原油・エネルギー供給ショックが発生した。原油価格の上昇は直接輸入物価を押し上げるものの、景気にはマイナスとなる面からは、基調インフレの下振れ要因で日銀の利上げ抑制につながる。コストプッシュ・インフレでインフレ圧力が高まる面があるにもかかわらず、利上げは先送りになることで、円の通貨価値の棄損につながる懸念から円安期待を煽り、円安とインフレ期待上昇、日長期金利の悪い上昇の悪循環が再開することにつながるか注意が必要な局面と言えよう。

第14図：円安・インフレ期待上昇・日長期金利の悪い上昇の関係～原油供給ショックの追加的影響



(資料) 筆者作成

8. ドル円相場の今後の見通し

(1) 当面はイラン戦争終結期待継続なら緩やかなドル安円高か

第3図のドル円相場と日米10年金利差の散布図などでみたように、2025年は期待為替レート(E)の相次ぐ円安方向へのシフトなどから、日10年金利の悪い上昇と円安が連動する形で、日米10年金利差の縮小にもかかわらずドル高円安が進んで来た。2026年に入り、日米当局のレートチェックによる円安牽制などによって一定程度円安期待が修正されて来れば、日米金融政策の方向性の違いを反映した日米金利差縮小に沿って、一定のドル安円高が進む余地はあった。しかし、3月のイラン戦争による原油価格の上昇で期待為替レート(E)が再び円安方向へシフトするなどして、一時進んでいた円安期待の修正は巻き戻されてしまった。既述の通り、円安と日長期金利の悪い上昇の悪循環が再開する兆候もある。

本稿執筆時点では米・イランの停戦交渉の帰趨は不明であり、目先は米国とイランの間で、戦争終結の見込みが高まれば有事のドル買いの巻き戻しでドル安円高、見込みが後退すれば有事のドル買いでドル高円安と一喜一憂する展開が続くそう。そしてこうした目先の材料への反応に伴う上下動を内包しつつ、戦闘が終結する方向へ向かい、市場の楽観的な見方も維持される限り、株価の回復が続こう。2025年にみられたリスク選好的な環境下でのドル安が再開され、ドル円相場も緩やかなドル安円高が進もう。

(2) 原油価格上昇が速やかに正常化するケース

その後、原油価格が速やかにイラン戦争前の水準へ低下し、米国を含め世界的なインフレ圧力が一時的なものに止まるのであれば、そうしたリスク選好相場がさらに継続して行くとみられる。日銀は年内2回程度の追加利上げを、FRBも年内1~2回の追加利下げを再開することが可能となろう。円安とインフレ期待上昇、日長期金利の悪い上昇の悪循環にも歯止めが掛かり、円安方向へシフトしていた期待為替レート(E)なども一定程度戻ることもあり得る。ドル円相場と日米10年金利差の散布図でみると、日米10年金利差縮小による傾向線に沿ったドル安円高方向への推移と共に、傾向線自体の右下方向へのシフトも合わされば、ドル円相場はドル安円高方向への推移がさらに進むとみられる。既述の通り3月下旬以降形成している傾向線の傾きは、日米10年金利差1%に対してドル円相場約2円の変動と非常に緩やかだが、経済環境が正常化して来れば、最近までの傾向線の平均的な傾き(日米10年金利差1%の変動でドル円相場12円程度の変動)に沿って推移することも考えられる。これに基づき今後日米10年金利差が0.5%程度縮小するとすれば、6円程度ドル安円高が進み、152円~153円程度が視野

に入ろう。

(3) 原油価格高止まりで世界経済に影響が及ぶケース

もっとも、仮に停戦が実現したとしても、ホルムズ海峡の正常化や、特に原油価格の戦争前の水準への戻りには相応の時間がかかるとみられている。景気動向や市場の楽観的な見方に次第に影響が及んで修正されるリスクは大いにある。

この点、2026年4月27日付国際通貨研レポート「トランプ政権始動1年・イラン戦争を受けたドル相場の動向～ドルサイクル論でみる有事のドル買い後の行方～」⁷でも紹介したように、4月14日に国際通貨基金（IMF）が、イラン戦争の影響も勘案した最新の世界経済見通しを公表した（第15図）。メインシナリオでは、米国・イスラエルとイランの戦闘は今後数週間で終結するものの、中東地域における原油生産や輸送の混乱から2026年の平均原油価格（国際指標の平均）が前年比+21.4%の1バレル=82ドルまで上昇すると想定。FRBは2027年末までにFF金利を3.1%まで引き下げる（現在のFF金利誘導目標は3.5%～3.75%）などの前提の下で、世界の経済成長率が2025年の前年比+3.4%から2026年に+3.1%へ低下するとした。

第15図： IMF2026年4月版世界経済見通し(GDP成長率)

(%)

	2025年	2026年	2027年
世界	3.4	3.1	3.2
先進国	1.9	1.8	1.7
米国	2.1	2.3	2.1
ユーロ圏	1.4	1.1	1.2
日本	1.2	0.7	0.6
新興市場と発展途上国	4.4	3.9	4.2
中国	5.0	4.4	4.0
インド	7.6	6.5	6.5
ブラジル	2.3	1.9	2.0
メキシコ	0.6	1.6	2.2
南アフリカ	1.1	1.0	1.3

(資料) IMF 資料より筆者作成

この時米国は2025年の+2.1%から2026年に+2.3%へと加速するものの、新興市場と発展途上国（Emerging Market and Developing Economies）は原油価格上昇に対して脆弱

⁷ [2026年4月27日付国際通貨研レポート「トランプ政権始動1年・イラン戦争を受けたドル相場の動向～ドルサイクル論でみる有事のドル買い後の行方～」](#)

なため、2025年の+4.4%から2026年の+3.9%へ減速するとした。この新興国地域の+3.9%という成長率は、コロナ禍の2020年（▲1.8%）を除けば、第一次トランプ政権下の通商摩擦やFRBの利上げで世界経済が減速感を強めていた2019年（+3.8%）以来であり、それより前はリーマンショック直後の2009年（+2.6%）以来となる相応に低い水準だ。

前掲4月27日付のレポートでは、こうした状況が現実のものとなれば、ドルが相対的に選好され易くなり、持ち直しに向かうと指摘した。原油価格高止まりによるインフレ圧力から、FRBは2026年については利下げ見送りとなる可能性がある。本邦では、日銀が景気への配慮から追加利上げに引き続き慎重となれば、円安、インフレ期待上昇、日長期金利の悪い上昇の悪循環による円安圧力が熾り易くなろう。ドル円相場と日米金利差の散布図上では、期待為替レート(E)がさらに円安方向へシフトすることにより、傾向線がさらに左上にシフトする可能性もあろう。2025年にみられていたような日長期金利の悪い上昇で、日米10年金利差が縮小してもドル高円安方向へ推移する逆相関の状況の再発もあり得る。ドル円相場は160円台乗せと今次円安局面での最高値（161円95銭）の上抜けも視野に入ろう。但し、本邦通貨当局が米通貨当局との連携を示しながら円安牽制を行うと共に、最高値を上抜けて投機的な円安が加速しそうな局面では、日10年金利の上昇を伴う異常な円安との認識などから実弾の円買い為替介入もあり得よう。このため160円大台前半では上値の重い展開を予想する。

（4）原油価格大幅上昇で世界景気後退のケース

尚、今回のIMF世界経済見通しでは、イラン戦争の先行きやその影響について非常に不確実性が高いとして、2つのリスクシナリオも併せて公表された。まず悪化シナリオでは、原油価格が2026年平均で1バレル=100ドルまで上昇し、2027年も平均1バレル=75ドルで高止まるなどの前提で、2026年の世界経済の成長率はメインシナリオの+3.1%から+2.5%へ低下するとされた。また深刻化シナリオでは、原油価格が2026年の平均で1バレル=110ドルまで、2027年には平均1バレル=125ドルまで上昇して高止まるなどの前提で、2026年の世界経済の成長率は+2.0%へ低下するとされ、これはコロナ禍や世界金融危機時の世界的な景気後退に匹敵するとしている。前掲4月27日付レポートでも指摘したように、この場合ドルは逃避資金の流入により上昇に転じよう。こうしたリスク回避的な地合いは円にとっても支援材料となるが、原油価格の大幅な上昇による悪い円安圧力が上回り、やはり160円大台前半での攻防となろう。

目先はイラン戦争の早期終結を前提にリスク選好的なドル安で緩やかなドル安円高が進んでいるが、原油価格上昇・高止まりの影響顕在化による円安圧力のリスクを警戒しておく必要があるようだ。

以上

付表：通貨の略称と名称

略称	通貨	略称	通貨
ARS	アルゼンチン・ペソ	KRW	韓国ウォン
AUD	オーストラリア・ドル	MXN	メキシコ・ペソ
BRL	ブラジル・レアル	MYR	マレーシア・リンギット
CAD	カナダ・ドル	NOK	ノルウェー・クローネ
CHF	スイス・フラン	NZD	ニュージーランド・ドル
CLP	チリ・ペソ	PHP	フィリピン・ペソ
CNY	中国人民元	PLN	ポーランド・ズロチ
CZK	チェコ・コルナ	SEK	スウェーデン・クローナ
EUR	ユーロ	SGD	シンガポール・ドル
GBP	英ポンド	THB	タイ・バーツ
HUF	ハンガリー・フォリント	TRY	トルコ・リラ
IDR	インドネシア・ルピア	USD	米ドル
INR	インド・ルピー	VND	ベトナム・ドン
JPY	日本円	ZAR	南アフリカ・ランド

(資料)筆者作成

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>