

## グローバル経済・金利ウォッチ

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

宮嶋 貴之

## 2026年4月日本経済見通し:景気後退リスクより留意すべきは景況感の格差

KEY  
POINT

- 日本経済の現状:一部に弱い兆しが出始めている状況。3月のマインド関連の経済指標からは、中東情勢悪化による景気下振れの兆候を確認。中東情勢悪化前の1~2月の個人消費の回復テンポも高まらず。
- 先行き:原油高による仕入れコスト増やマインド下押しにより、景気は減速へ。年央からの中東情勢の鎮静化を想定すれば、春闘による高い賃上げ等が下支えとなり、深刻な景気後退は回避する公算。
- 注目点:1970年代の石油危機時と比べ、①石油備蓄量の増加、②エネルギー効率の改善、③大企業の労働分配率低下などから、資源高に対する耐性は向上。ただし、景況感の格差が深刻化するリスクには留意。

## 日本経済見通し表(レポート執筆時点)

		2025年		2026年				2027年	2025年度	2026年度	2025年	2026年
		10-12月期	1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期					
G D P 目 標	実質GDP	前期比年率、%	1.3	1.8	0.3	0.5	0.7	1.0	1.0	0.7	1.2	0.7
		前期比、%	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	-	-	-	-
	内需寄与度	前期比寄与度、%pt	0.3	0.5	0.1	0.1	0.2	0.3	1.1	0.7	1.3	0.8
	民間最終消費支出	前期比、%	0.3	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	1.5	0.7	1.5	0.9
	民間企業設備投資	前期比、%	1.3	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4	2.2	1.8	1.9	2.2
	民間在庫変動	前期比寄与度、%pt	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.0	-0.2	0.2	-0.3
	公的固定資本形成	前期比、%	-0.5	0.5	0.2	0.2	0.2	0.4	-1.0	0.3	-0.3	-0.2
	外需寄与度	前期比寄与度、%pt	-0.0	-0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	-0.2	-0.1
そ の 他	輸出	前期比、%	-0.3	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	2.0	0.4	2.9	0.2
	輸入	前期比、%	-0.3	0.5	0.1	0.1	0.8	0.4	2.9	0.8	4.0	0.8
	コアCPI(生鮮食品除く)	前年比、%	2.8	1.6	2.1	2.2	2.1	2.3	2.7	2.2	3.1	2.0
	コアコアCPI(生鮮食品・エネルギー除く)	前年比、%	3.0	2.1	1.9	2.0	2.1	2.1	2.9	2.0	3.0	2.0
	名目賃金	前年比、%	2.2	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.2	2.6	2.3	2.4

出所: Macrobond、Bloomberg、ソニーフィナンシャルグループ株式会社

## 1. 日本経済の現状

日本経済は、一部に弱い兆しが出始めている。3月末発表の鉱工業生産指数では3~4月の生産計画の大きな増産、4月頭の日銀短観では企業の業況判断(現状)や設備投資計画(特に非製造業)の底堅さが示された。これらは明るい材料だが、調査時点の関係から2月末からの中東情勢悪化による影響を完全には含んでいないと解釈され、割り引いてみる必要がある。加えて、日銀短観は子細に見ると、石油石炭製品や電気ガスの販売価格引き上げ意向(販売価格判断DIの先行きと現状の差)は急速に高まり、石油価格との連動性の強い業種では、影響が既に一部、垣間見られる面もある。

衝撃だったのは4月発表の消費者態度指数と景気ウォッチャー調査だ。前者は消費者マインドであり、2026年入り後は順調に改善していたが、3月の結果は昨年4月(相互関税発動時)と同程度まで冷え込んだ。原油高により消費者のインフレ期待が上振れ、今後の暮らし向きが厳しくなるとの見方が強まったことが要因だ。後者は企業マインドであり、2022年8月以来の低水準(現状水準判断DI)まで悪化した。コメントを見ると、原油高やホルムズ海峡封鎖による物流の混乱などに加え、ワックスや医療用手袋など石油化学関連製品の供給制約の強まりが指摘された。こうしたコメントは、日銀の支店長会議報告・さくらレポートとも整合的と言える。加えて、3月の企業物価指数では石油関連を中心に輸入物価(前月比)が上昇した。金属や電気機器、食料などの輸入物価も上昇し、輸入インフレ圧力は着実に高まりつつある。

こうしたデータからは、短期的な景気下振れ圧力の強まりが示唆されるため、今後生産や企業収益(ハードデータ)などからも中東情勢悪化による悪影響が段々と確認されるだろう。

2月までの中東情勢悪化による悪影響が含まれない中でも、個人消費の基調が引き続き弱々しい点は気がかりだ。1~2月の消費活動指数が前月から改定され、マイナスの伸びとなった点は筆者としては驚きだった。同指標は時折改定が大きくなる点や総務省の総消費動向指数は1~2月に小幅のプラスである点を踏まえると、現時点では1~3月期の個人消費がマイナス成長に落ち込んだとまでは予想していない。しかし、3月のガソリン価格高騰により遠出を控える消費者が出てきたという報道もある。今年の春闘では、筆者予想(+3.5%)と同程度のベアが実現する公算(第4回回答集計時点で+3.53%)だが、短期的なインフレ期待の高まりによる節約志向の高まりにより、個人消費の回復テンポはなかなか高まらない状況が続いている。

## 2. 見通しと注目点:景況感格差が広がると予想

先行きの日本経済は、短期的には景気減速傾向で推移すると予想している。原油高による仕入れコストや生活費(電気代等)の高騰は企業収益・家計所得を圧迫し、マインドの冷え込みを通じて消費を中心に景気の減速感が強まるだろう。加えて、世界の物流停滞や海外景気の減速から、財輸出の下振れも成長率を下押しするだろう。こうした想定などを踏まえ、当社では日銀の4月利上げ見送り予想を維持している。

当社メインシナリオの大枠は前月から不変(年央頃から中東情勢は改善に向かい原油価格もピークアウト)だ。ただし、年後半の原油価格の想定を前月から上方修正し、これを受けて日本の景気回復テンポを下方修正した。そのため、前月と比べて、26年、27年の成長率は低下している。とはいえ、深刻な景気後退は回避するとの見込みは不変だ。

もちろん、この想定は今後の中東情勢の帰趨、原油価格の推移、物流や石油関連製品の生産状況、他国の燃料需要抑制策や金融引き締め策の程度など、様々な要因により大きく変化しうするため、不確実性は極めて大きい。IMFのPort Watchをみると、ホルムズ海峡を通過した貨物量は3月以降ほぼゼロが続く、データ確認可能な2019年以降では一度も見られなかった異例の事態だ。ホルムズ海峡の事実上の稼働停止が長期化すれば、日本が中東から原油輸入を依存している以上、ガソリン価格高騰や石油関連製品の調達難が続く、燃料需要抑制のための自粛を迫られ、日本経済が大きく下振れするテールリスクには留意すべきだ。

しかし、筆者は、1970年代の2度の石油危機時のような深刻な景気後退に陥る可能性は低いとの見方を維持している。

まずドバイ原油価格(円建て・月次平均)の伸びを振り返ると、70年代の石油危機時は前年比+200~600%弱まで急騰した。しかし、26年3月はまだ+30%強に過ぎない。筆者計算(図表1)では、4~6月期平均で原油:170ドル/バレル・為替:170円/ドルとなれば、前年比+200%に達するため、景気後退が現実化する危険信号の目安とみている。ただし、足元の水準(原油:101ドル・為替159円)からみれば、まだ同水準に至るまでの距離感はあるとあってよいだろう。

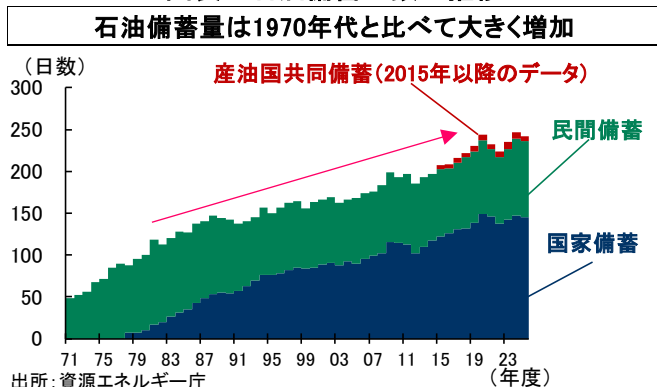
図表1: 2026年4~6月期の円建て原油価格・前年比の試算

170ドル・170円となれば前年比+200%超の原油高に									
2026年 4~6月期の 前年比%予想	ドバイ原油価格(ドル/バレル)								
	130	140	150	160	170	180	190	200	210
(円/ドル)	140	90	105	120	134	149	164	178	193
(ドル/円)	150	104	120	135	151	167	183	198	214
(円/ドル)	160	118	134	151	168	185	201	218	235
(ドル/円)	170	131	149	167	185	202	220	238	256
(円/ドル)	180	145	164	183	201	220	239	258	277

注: 4~6月期平均の円建て原油価格の前年比を為替とドル建て原油価格から試算。  
出所: 日本銀行、IMF、Bloomberg、Macrobond

加えて、1970年代と比べて、原油の備蓄に厚みがある点も、当時と比べて景気後退リスクを抑える一因となる(図表2)。

図表2: 石油備蓄日数の推移



出所: 資源エネルギー庁

また、一次エネルギー供給に占める石油の比率も1970年代の80%弱から2020年代には30%台まで低下しており、エネルギー源の多様化・最適化が進められた点も当時の変化

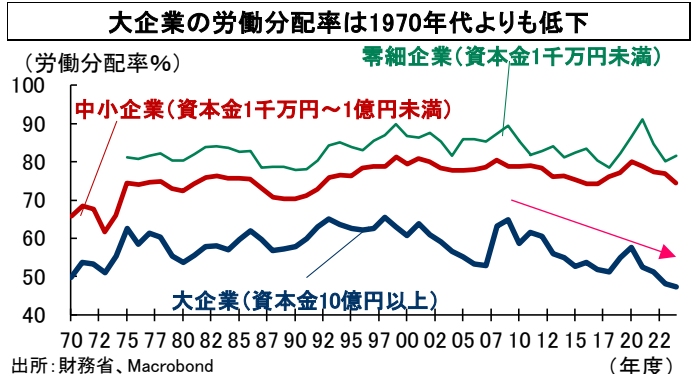
だ。原油の調達難に対する景気の頑健性は1970年代当時と比べれば高まっていると言える。

当然、原油以外の天然ガスなどエネルギー全般の危機となれば、先行きの景気後退リスクは高まる。ただし、1970年代と比べれば、日本の省エネ技術の発達により、エネルギー原単位(一次エネルギー供給量/実質GDP)は、70年代の半分以下、つまりエネルギー効率は当時の倍以上改善している。

加えて、第一次石油危機を契機に、省エネ・省資源や石油代替エネルギーへの大規模な投資・技術転換が進んだ。これにより、石油化学や鉄鋼など重厚長大中心の構造から製造業の高付加価値化が実現し、実は第二次石油危機時の鉱工業生産(1979~80年)は増加傾向を維持した。当時の景気悪化スピードが第一次危機時ほどではなかったことも一因だが、産業構造の変化も寄与したと言える。2000年代以降をみても、鉱物性燃料の輸入数量は長期的に低下傾向にあり、脱炭素投資などの効果から化石燃料からのシフトは進んでいる。

ただし、日本は未だ一次エネルギーの9割が化石燃料で、かつ自給率も低い。中東情勢の収束目途がたたず長期化すればエネルギー価格全般が急騰し、企業の仕入れコスト増による収益悪化・人件費の抑制を通じて景気下押しがかかるとの懸念は残るだろう。それでも、企業の労働分配率の長期推移をみると、収益率の向上等により、大企業の分配率は1970年代よりも低下している(図表3)。つまりエネルギー価格が上昇しても、収益維持のため人件費が連動して即時に抑制される可能性は低く、賃上げがある程度維持される余地がある。

図表3: 大企業と中小・零細企業の労働分配率の推移



出所: 財務省、Macrobond

1970年代の第二次石油危機時には、第一次危機後の反省もあり、企業業績の急悪化やインフレ再燃を防ぐため、労使協調の下で賃上げ率は第一次危機期より明確に抑制された。足元でも、コスト高と景気不透明感から来年度春闘の賃上げモメンタムが鈍る懸念はあるものの、深刻な人手不足という構造要因を踏まえると、当時のように賃上げを大きく絞り込む展開にはなりにくく、一定の賃上げ姿勢は維持されるだろう。もともと、近年の名目賃上げ率はインフレ率を下回り続け、実質賃金はようやくプラス圏になったばかりだ。そのため、第一次石油危機時のような賃金・物価スパイラルが再来する可能性は低いとみている。

しかし、景気後退は避けられたとしても、ミクロ面では大企業と中小企業の景況感格差の拡大、それに伴う世帯間の温度差の広がりという問題は深刻化する恐れがある。中小・零細企業の労働分配率は1970年代後半と同程度の高水準のため、資源高によるコスト負担が重くなれば、人件費抑制を迫られるからだ。景気後退はせずとも景気回復の実感には非常に乏しいK字型経済の色合いが強まるのではないかと。宮嶋貴之



**尾河 眞樹 (おがわ まき)**  
執行役員(金融市場調査部担当)  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社執行役員。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『為替ってこんなに面白い！(2024年幻冬舎新書)』、『く最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』などがある。ソニー銀行株式会社取締役、ウェルスナビ株式会社顧問。人生投資アカデミー® 学長。



**井上 哲也 (いのうえ てつや)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー エグゼクティブエコノミスト

日本銀行で主として国際金融市場やそれに関する政策、2回の役員秘書(福井副総裁、植田審議委員)、IT革命の影響に関する研究等を行った後、野村総合研究所で主要国の金融政策、デジタル通貨、地域金融の活性化等に関する調査を行い、成果を多数の報告書等の形で公表。2026年4月より現職。テレビ出演や経済メディアへの寄稿を行っているほか、主な著書に『異次元緩和(2013年日経BP)』、『デジタル円(2020年日経BP)』、『CBDCとステーブルコインの衝撃(2026年日経BP)』がある。1985年東京大学経済学部卒、1992年イェール大学大学院経済学修士。



**石川 久美子 (いしかわ くみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のメディアに出演し、金融市場の解説を行う。資源国・新興国通貨に強い。著書に『円安はいつまで続くのか 為替で世界を読む(2025年マイナビ新書)』がある。Xでの情報発信(@KumiIshikawa\_FX)も行っている。



**渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)**  
金融市場調査部長 チーフエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクスプレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



**宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所(当時)入社以来、一貫してエコノミストとしてマクロ経済調査を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。2025年から景気循環学会・理事。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『激震 原油安経済』(日経BP)。日本経済・債券市場、中国などのアジア情勢が専門、セクターは不動産、観光、半導体等を分析。

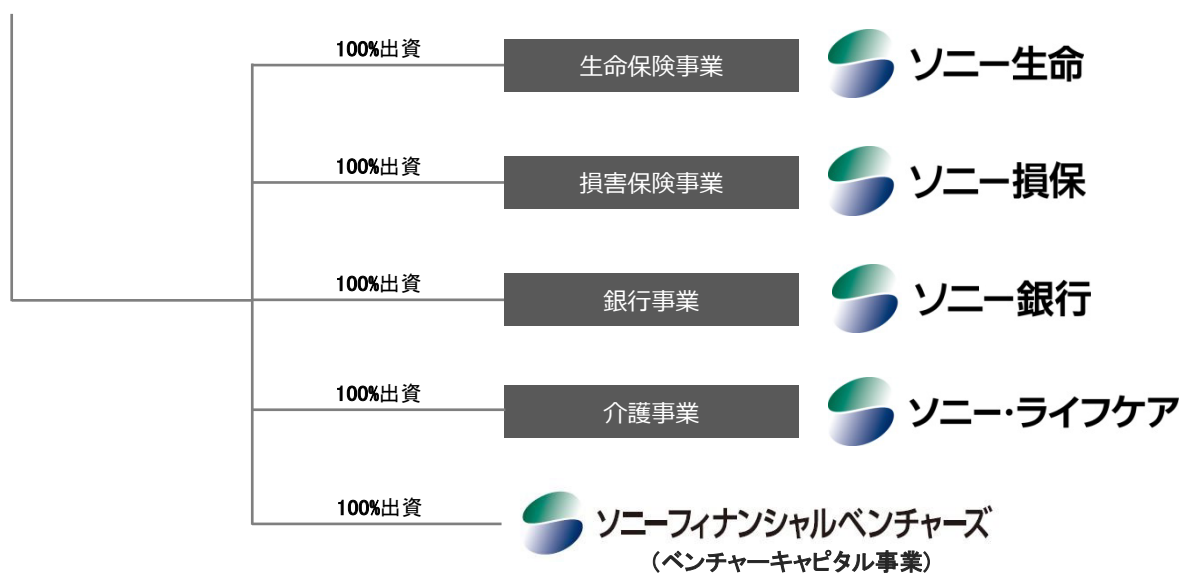
## 本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>