

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5月日本経済見通し:顕在化する石油供給制約、景気後退の兆しはまだ乏しい

KEY POINT

- 日本経済の現状:中東情勢悪化による景気後退の兆しは限定的。1~3月期のGDP成長率は財輸出中心に高めの伸び率に。ただし民間企業の石油備蓄量が減少したことによる在庫投資の下押しが顕在化。
- 先行き: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。ただし、マインド指標は既に悪化し、供給制約や価格上昇への不安が高まる。
- 注目点:4月貿易統計では原油輸入数量が大幅減。ホルムズ海峡封鎖が続けば、供給制約による景気下押し圧力が大きくなるリスクが高まる。ただし、代替調達や輸出価格上昇が支援材料となる可能性。

日本経済見通し表(レポート執筆時点)

		2026年				2027年		2025年度	2026年度	2027年度	2026年	2027年
		1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期						
GDP項目	実質GDP	前期比年率、%	2.1	0.2	0.2	0.5	0.8	0.8	0.5	0.8	0.5	0.7
		前期比、%	0.5	0.1	0.0	0.1	0.2	-	-	-	-	-
	内需寄与度	前期比寄与度、%pt	0.3	0.0	0.0	0.1	0.2	0.9	0.4	0.9	0.4	0.0
	民間最終消費支出	前期比、%	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	1.2	0.6	0.7	0.7	0.6
	民間企業設備投資	前期比、%	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	2.3	1.5	1.5	1.9	1.4
	民間在庫変動	前期比寄与度、%pt	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.4	0.1	-0.5	0.0
	公的固定資本形成	前期比、%	1.4	0.2	0.2	0.2	0.4	-0.6	1.2	1.5	1.1	1.3
	外需寄与度	前期比寄与度、%pt	0.2	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	0.1	-0.0	0.2	-0.0
	輸出	前期比、%	1.7	0.3	0.2	0.2	0.3	1.9	1.6	1.3	1.8	1.2
輸入	前期比、%	0.5	0.1	0.2	0.4	0.4	2.6	0.9	1.7	0.9	1.5	
その他	コアCPI(生鮮食品除く)	前年比、%	1.8	2.4	2.6	2.6	2.3	2.7	2.5	2.0	2.3	0.7
	コアコアCPI(生鮮食品・エネルギー除く)	前年比、%	2.6	2.1	2.3	2.4	2.2	3.0	2.3	2.0	2.3	
	名目賃金	前年比、%	2.9	2.5	2.6	2.6	2.6	2.4	2.6	2.7	2.6	2.7

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

日本経済の現状をみると、中東情勢悪化による景気後退の兆しは限定的だ。1~3月期のGDP成長率は前期比年率+2%超えと、潜在成長率やコンセンサスより高い伸びを記録した。在庫投資のマイナス幅が前期より縮小した点や、前期の個人消費の下方修正が今期の成長率を押し上げた面もあり、ヘッドラインの成長率はやや過大評価だ。しかし、仔細にみても緩やかながら景気が回復したことが確認される。

景気を支えたのは、財輸出の底打ちだ。昨年のトランプ関税による自動車輸出への悪影響が一巡しつつあることに加え、AI関連部材の需要増加が要因とみられる。また、公共投資も3四半期ぶりの増加に転じた。個人消費も増加した。推し活や旅行などのサービスが底堅いことに加え、食料価格の高騰一巡や高市政権の物価高対応策により、非耐久財も持ち直した。その他、設備投資や住宅投資は減速したものの、プラスの伸びを維持した。

注目されたインバウンド消費は前期から減少した。しかし、中国人客数が大幅減となる中でも小幅のマイナスにとどまった点は、むしろプラス材料だ。他地域からの訪日需要の強さにより、中国人需要減少が相応に相殺されている。

中東情勢悪化を見るうえで重要な交易条件(輸出デフレーター/輸入デフレーター)の前年比は、前期から改善した。3月からの中東情勢悪化により原油価格が高騰しているが、1~3月期のGDP統計に大きな影響は出てこなかった。

ただし、在庫投資が4四半期連続のマイナスとなったことは、注意を要する。昨年トランプ関税を前に企業が在庫を積み上げた結果、その取り崩し局面がまだまだ続いていると解釈される。加えて、ホルムズ海峡封鎖を受けて、民間の石油備蓄が減少したことが在庫投資を押し下げたとみられる。今後も在庫投資のマイナス寄与が続く可能性がみてとれる。

2. 見通しと注目点:景況感格差が広がると予想

当社のメインシナリオは前月から概ね不変だ。足下の原油価格などを踏まえ、原油価格の想定を上方修正したことに伴い、日本の成長率を下方修正した。ただし、[前月のレポート](#)で述べたように、深刻な景気後退は回避すると想定し、26年度は潜在成長率と同程度の伸び率を予想する。27年度は中東情勢悪化の影響一巡により、景気は緩やかな回復に向かっていると予想している。

しかし、このシナリオの確度は低下しており、今後は景気後退の予兆の観測が重要だ。既にマインド指標は大きく悪化しており、企業や家計の不安は高まっている。

[内閣府の景気ウォッチャーの4月のコメント](#)からまとめると、その経路は下記だ。

①コストプッシュ型インフレ:原油高は、燃料費のみならず、輸送費、包装資材、化学製品価格などを通じてコスト増に。企業は値上げを通じてコスト吸収を図り、インフレ圧力へ。ただし、価格転嫁力の弱い中小・零細企業を中心に利益率低下が進行しやすい。

②供給制約・サプライチェーン停滞:石油関連製品の不足による供給制約の強まり、特にナフサ由来製品の供給制限により、産業の末端を支える副資材が不足。ストレッチフィルムなど梱包資材の不足も重なり、配送遅延・納品制限など、物流ネットワーク全体の機能低下リスクが発生。必要部材が揃わないことで、工場の減産・操業停止、建築工事の延期・中断などが発生し、企業の売上機会損失が拡大するリスク。企業・家計双方で、日用品・消耗品などの買いだめが更なる品薄を招く悪循環につながる公算も。

③家計・企業マインド悪化ルート:物価上昇と先行き不透明感の高まりは、家計・企業双方のマインドを悪化させ、消費・投資活動が萎縮。実質所得減少による節約志向の高まりと、将来不安の高まりから消費の手控えが発生。企業も守りの経営の様相が強まり、設備投資や賃上げを抑制する恐れ。

このうち、足元で特に懸念が高まっているのは②の供給制約だ。一部企業ではナフサ不足等を理由に受注の中断や製品規格の変更などで対応していると報じられている。内閣府の景気ウォッチャー調査の4月のコメントから抜粋すると、エンジンオイル、ブレーキオイル、ディーゼルオイル、切削油、潤滑油、尿素水、ウォッシャー液、重油、灯油、メタノール、樹脂系原料、顔料接合材、塗料、シンナー、断熱材、接着剤、ポリ塩化ビニール系の部材、プラスチック製品、ビニールフィルム、ビニールシート、梱包用ストレッチフィルム、食品用ラップ、食品トレイ、ゴミ袋、各種手袋(ポリ系手袋、ニトリル手袋、ゴム手袋など)、ユニットバス、トイレ、アプローチ商材などの不足、ならびに今後の不足懸念が言及されている。

供給制約が強まれば、強制的な需要ショック(家計の消費が減り、企業も投資計画を見直す)により、景気後退が深刻化するリスクは無視できない。モノ不足による景気下押し効果を測ることは困難だが、簡易的な方法として、産業連関表のゴースト逆行列を用いて試算(石油関連業種からの中間投入の10%分だけ付加価値が減少すると仮定)すると、GDPは▲0.4%程度下押し圧力がかかる。この試算は、他の原材料・部材による代替が困難という強い仮定の下での試算のため、幅を持って見る必要はある。ただ景気に対する相応の下押し圧力がかかる可能性がみとれる。業種別でみると、石油製品や石油化学、電気・ガス、道路貨物、航空輸送などの業種への生産下押し効果が大きいと試算される。

加えて、仮に実際にモノ不足までに至らずとも、家計や企業の懸念が高まることで、自主的に自粛を本格化させる懸念がある。そうなれば、自己実現的な景気後退につながる。このリスクの蓋然性は相対的に高いと筆者はみている。

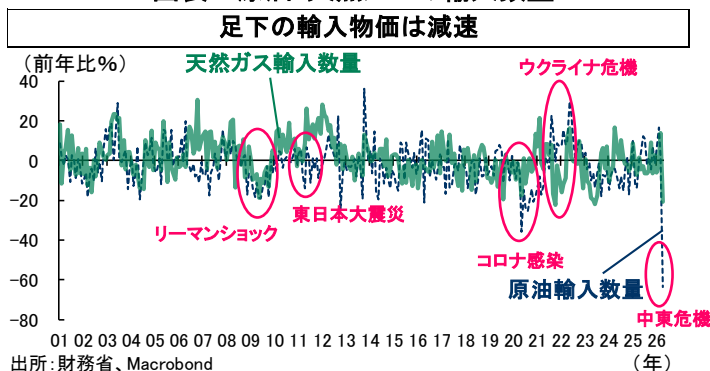
資源エネルギー庁によると、現在の石油備蓄日数は5月19日時点で205日分と2月末(243日分)から38日分減少している。現状のペースが続くと仮定すれば、年内に備蓄が枯渇するとは想定されない。ただし、備蓄には最低基準があり、これに近づいていけば、枯渇懸念がメディアで報じられることを通じて、消費マインドが大きく下振れするリスクはある。

政府は現状、本格的な自粛を要請せず今後の対応を検討中の段階とみられる。確かに、足元の状況からみれば、直ちに自粛を本格化させる必要性はまだ小さい。今後イラン情勢が劇的に改善に向かう可能性もある。しかし、ホルムズ海峡封鎖が続けば、原油備蓄は減少し続け、枯渇懸念は次第に高まっていくため、今から少しずつ自粛することが必要との意見

も一理ある。政府には非常に難しい判断が迫られている。

この原油不足リスクを見るうえで重要なデータが貿易統計だ。4月分(速報)の結果をみると、原油の輸入数量は前年比▲64%と、2000年以降では最大の減少幅だ(図表1)。LNGも前年比▲20%程度と、ウクライナ危機時と同程度のマイナスだ。この結果から、ホルムズ海峡封鎖などによって、原油輸入が大きく減少していることが確認される。

図表1:原油・天然ガスの輸入数量

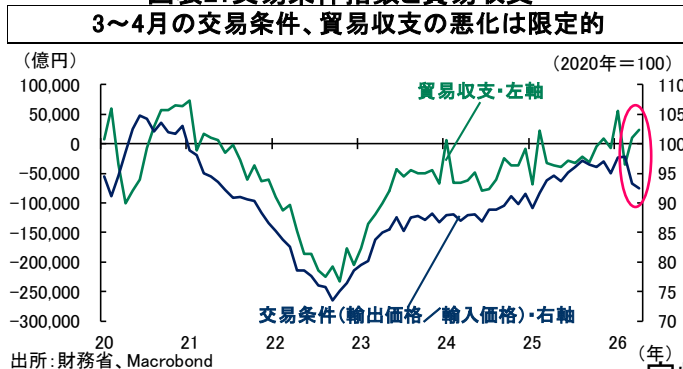


4月1か月間の石油備蓄日数の減少分は24日と計算されるため、今後4月と同程度の原油輸入マイナスが続けば(他の条件は全て一定と仮定)、石油備蓄はあと9カ月で枯渇すると計算される。年内に備蓄がゼロになる可能性は低いとみられるが、これは大きな安心材料とまでは言えない。IMFのPortWatchなどを見る限り、ホルムズ海峡の通過貨物量は未だに前年比ほぼ▲100%に近い落ち込みが続いているからだ。少なくとも5月の輸入統計は同様の結果になると予想する。

こうした現状が続けば、景気後退リスクは高まるだろうが、プラスチック材料もある。原油の輸入数量を地域別にみると、中東からの輸入が大幅減(前年比▲67%)の一方、米国は+39%と大幅に加速した。石油精製品(揮発油)は前年の206倍増加した。ASEANからも前年比+64%と大幅増だ。中東以外の地域からの代替輸入調達が予想よりも早く進展すれば、石油備蓄減少ペースは緩和される可能性が出てくる。

もう1点は、交易条件の悪化が限定的にとどまっている点だ。4月の貿易統計や輸出入物価指数をみる限り、非鉄金属やゴム製品、半導体や化学製品などの輸出価格は大きく上昇した。仕入価格上昇に伴う販売価格への転嫁が進んでいることに加え、AI関連需要の強さが半導体や関連部材の価格を押し上げ、この点は朗報だ。この輸出価格上昇により、交易条件はウクライナ危機時ほど悪化していない。貿易収支は、むしろ黒字転化している。少なくとも価格面からの経路からは、直ちに深刻な景気後退に至る可能性は低そうだ。上記2点は確度が低下しているメインシナリオを補強するプラス材料と言える。ただし、その持続性が保証されているわけではない。

図表2:交易条件指数と貿易収支



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)』、『(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。

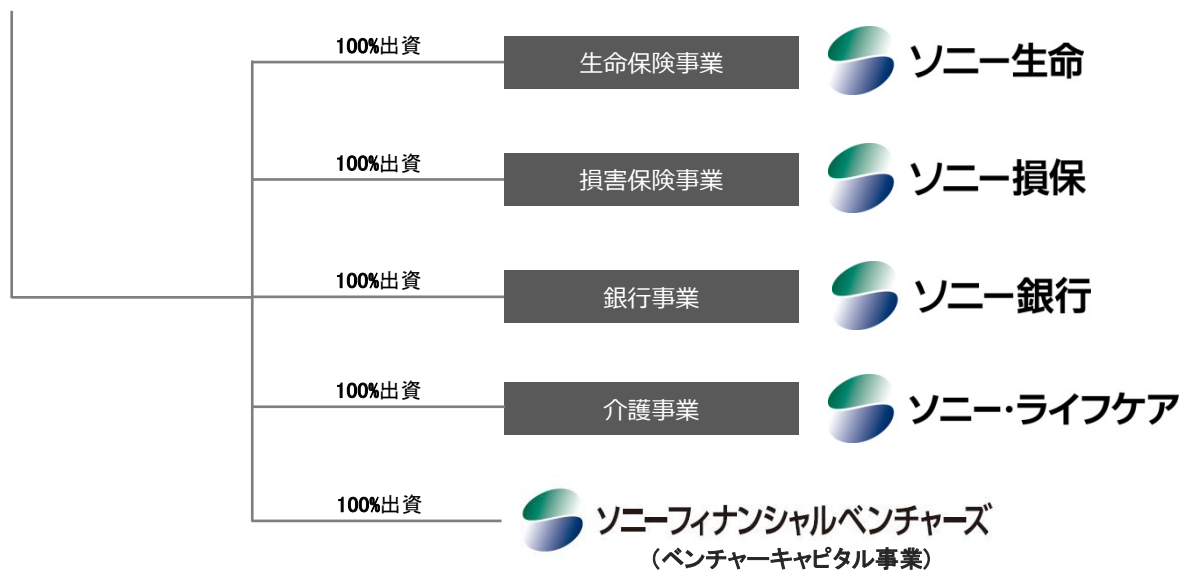
本レポートについてのご注意

- 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>