

2026. 4. 27



## 戦闘終結でも残る景気下振れリスク ～原油の供給不安は容易に払拭されない可能性～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

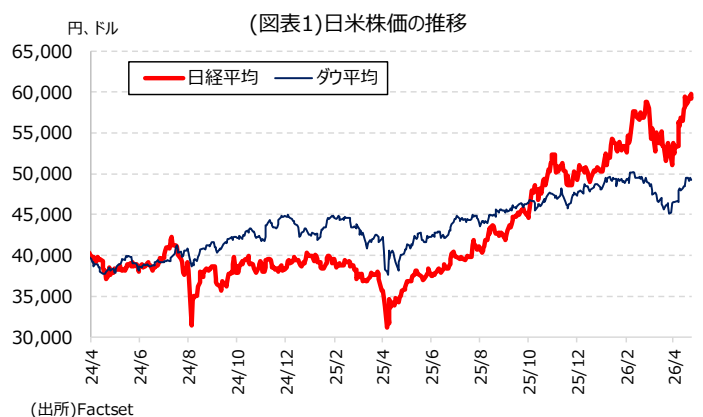
### ポイント

- 株式市場はイラン情勢への楽観度を一段と強めているが、米伊交渉の行方は予断許さず。たとえ交渉がまとまっても原油供給への不安は根強く残る可能性が高い
- 原油価格が現状のレベル（90 ドル/バレル台）で推移するだけでも、日本経済への影響は無視できないほど大きなものとなる可能性。金融政策のすえ置きも長期化か
- 高市政権の原油価格対策は、初動対応としては評価できるものの、対症療法的で持続性に乏しい点は否めず。危機対応から構造改革へ軸足を移せるかどうかが今後の課題となる

### 1. 楽観度を強める株式市場

トランプ大統領が4月7日に2週間の停戦を表明して以降、主要国の株式市場はすっかり「TACO（Trump Always Chickens Out、トランプはいつも尻込みする）トレード」モードに入っている。先週は停戦期限が到来する週だったが、イラン攻撃が再開されることはなく、逆にトランプ大統領が新たな期限を設けずに協議を続けると表明したことから、市場は一段と楽観度を強めた。23日の日経平均は場中に一時6万円に達し、週明けは終値でも突破しそうな勢いである（図表1）。

トランプ大統領が戦闘終結を急いでいるのは明らかだが、あながち中間選挙のためだけではなく、物理的な問題も関係しているようである。米国のシンクタンクである戦略国際問題研究所（CSIS）が21日に発表したレポートによると、米国は過去7週間の戦闘で大量のミサイルを消費しているとのことである。一部の高精度打撃ミサイルに関しては、開戦前の在庫の約半分をすでに打ち尽くしたという。他の主要弾薬の多くも在庫の減少が顕著で、元の水準への回復には4年、あるいはそれ以上かかるとの見方もある。これは、仮に近い将来、新たな有事が勃発したとしても、米国の対応余地が著しく制限される可能性を示している。米国にとっても同盟国にとってもかなり深刻な事態と考えられるが、とりあえず足元の株式市場にとっては差し迫った問題ではない。



## 2. 戦闘終結でも原油価格は高止まりか

米国とイランの交渉の行方は依然として予断を許さない。両国が提示する条件の隔たりはなお埋まらないようで、先週末に予定されていたパキスタンにおける米国とイランの再交渉は結局延期となった。問題は、たとえ合意がまとまり、恒久的な停戦が実現しても、原油価格がイラン攻撃前の水準に戻る可能性は低いという点である。米国防総省が4月21日に連邦議会に報告した分析によれば、ホルムズ海峡におけるイラン軍の機雷敷設数は20個以上の可能性があり、除去には6ヵ月、あるいはそれ以上の時間がかかる可能性があるという。6ヵ月は日本の石油の備蓄量に匹敵する長さであり、状況次第では日本でも供給不足への懸念が再度強まる懸念が残る。

## 3. ナフサの供給不足が川下産業まで波及

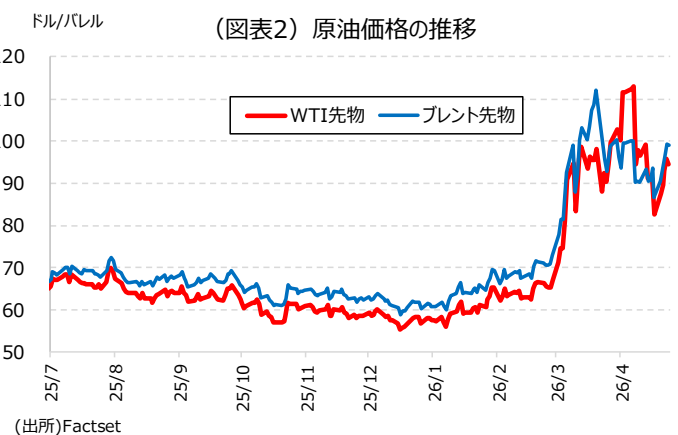
ほとんどが国内で精製されているガソリンとは異なり、ナフサ、特に石油化学用ナフサについては、輸入品が約6~7割を占めることから、すでに供給不足が深刻化している。すでに直接的な影響を受けている川上の石油化学産業では、ナフサクラッカー（分解装置）の稼働率低下により、エチレンやプロピレンといった基礎化学品の生産量が減少、その結果、ポリエチレンやポリプロピレンなど主要樹脂の供給が逼迫し、加工業者への出荷調整や納期遅延が多発している。現状は川下のより広範な産業に供給不足や価格上昇が波及していく段階にある。

多くのナフサ由来のプラスチック製品が使われる使い捨て医療用器具が供給不足に陥っているのはすでに広く報道されている。また、帝国データバンクの、「食品主要195社」価格改定動向調査（4月）によれば、4月の値上げ品目は2,798品目と、前年同月の4,225品目の7割以下にとどまったものの、包装や他の資材、物流、エネルギー、輸入原材料などのコストが複合的に上振れした場合、年後半に値上げラッシュが再燃する可能性が指摘されている。米の価格がやっとピークアウトしたのもつかの間、食料インフレ再燃ということになるのであれば家計にとっては痛い。

自動車や電機産業では、内装関連、配線被覆、コネクタ等の樹脂部品の不足が時間差をおいて完成品の減産・納期遅延につながる可能性がある。フォトレジストや溶剤などの価格上昇に伴い、電子部品の製造コストもじわり上昇している。建設分野では配管・断熱材・塗料などの石化製品が不足し、工期延長やコスト増要因となる。石油化学製品の不足がさらに長期化すれば、原料調達力の弱い中堅・中小企業が経営難に陥る展開も懸念される。

## 4. 原油価格の経済・物価への影響と日銀の対応

原油価格が2倍前後に上がった姿を見た後だけに、100ドル/バレルを割り込むだけでだいぶ下がってきたように見えてしまうが（図表2）、このレベルでも日本経済への影響は無視できないほど大きくなる可能性が高い。当研究所も参加しているESPフォーキャスト調査（38人（機関）による予測の集計）の2月調査（回答期間1/29~2/5）時点では、2026年度の実質GDP成長率の見通しの平均は0.87%であった。これは原油価格が60ドル/バレル台でも、この程度の成長しか期待できないと多くの予測機関が考えていた



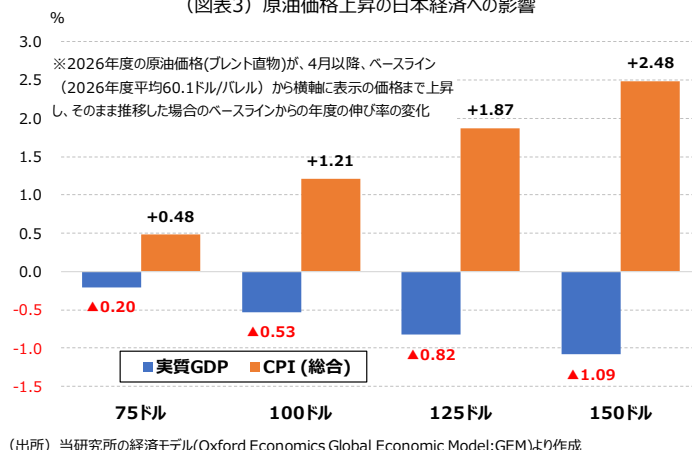
ということを意味する。筆者の試算では、2026年度の原油価格が100ドル/バレルで推移した場合、実質GDPはベースライン（原油価格60ドル/バレルの場合の予測値）から▲0.53%押し下げられる。75ドルでも▲0.20%の押し下げ要因となる（図表3）。元々0%台の成長しか期待できない経済にとって小さな押し下げ圧力ではない。

一方、CPI(総合)は100ドル/バレルの場合で+1.21%押し上げられる。75ドル/バレルの場合で+0.48%押し上げられる。いわゆるスタグフレーション圧力になるため、日銀が物価と景気のどちらをより重視するのかが問題となるが、どちらかと言えば後者の景気下押し圧力をより重視して動く可能性が高いとみている。

植田総裁は3月の金融政策決定会合後の記者会見で、短期的な供給ショックに対しては、「ルックスルー（様子見）が一つの原則」と述べていた。通貨の番人たる中央銀行は最終的には通貨価値の維持を優先せざるをえないが、足元の為替相場は160円/ドル台手前、消費者物価の上昇率も1%台であることからそこまで差し迫った状況ではない。今後物価は上昇に向かうことが予想されるとは言え、日本の潜在成長率はいまだに0%台とみられ、景気下押し圧力に弱い構造は変わっていない。性急な利上げが裏目にでるリスクが高く、元々慎重な植田総裁としても、もう少し我慢して見極めたいというところではないか。

そもそも、日銀が原油価格高騰に対し利上げで対抗したのは、1979年の第二次オイルショックが最後である（図表4）。本日から2日間にわたり開催される日銀金融政策決定会合では、すえ置きが確実視されているが、たとえ今後米国とイランの交渉がまとまっても、すんなり次回会合（6月）で利上げというわけにはなかなかいかないのではないかと。次なる利上げが秋口以降にずれこむ可能性も十分ある。

(図表3) 原油価格上昇の日本経済への影響



(図表4) 過去の原油価格急騰局面と金融政策

時期	要因・背景	原油価格の動き(ブレント)	日銀の政策対応		FRBの政策対応	
			政策金利の変化	政策金利の変化		
1973-1974年(第一次オイルショック)	第四次中東戦争、OPEC禁輸	約3ドル→約12ドル	急速利上げ	1973年: 7%→9%(公定歩合)	急速利上げ	1972-1974年: 3%→13%
1979-1981年(第二次オイルショック)	イラン革命、イラン・イラク戦争	約15ドル→約35ドル	急速利上げ	1979-1980年: 5.25%→9%(公定歩合)	ポルカー利上げ	1979-1981年: 11%→約20%
1990年	イラクのクウェート侵攻(湾岸危機)	約20ドル→約40ドル	高金利維持→利下げ	1991-1995年: 6%→0.5%(公定歩合)	景気悪化で利下げ	1989-1992年: 9.75%→3%
1999-2000年	OPEC減産、世界景気回復	約10ドル→約30ドル	ゼロ金利政策からQEへ	1999年: 0.15%→0%	ITバブル対応利上げ	1999-2000年: 4.75%→6.5%
2002-2003年	イラク戦争前後の供給不安	約20ドル→約30ドル	量的緩和継続	2002-2003年: 実質0%維持、QE強化	ITバブル崩壊、9.11で大幅利下げ	2001-2003年: 6.5%→1%
2007-2008年	新興国需要、投機資金流入	約60ドル→約150ドル	低金利維持→利下げ	2008年: 0.5%→0.1%	金融危機で大幅利下げ	2007-2008年: 5.25%→0~0.25%
2010-2014年	新興国需要、中東情勢(長期高止まり)	約70ドル→約120ドル	段階的緩和からQQEへ	政策金利は実質0%継続、QEからQQEへ	QE→正常化準備へ	2008-2015年: 0~0.25%維持
2018年	対イラン制裁、減産	約50ドル→約80ドル	YCC維持	▲0.1%維持	段階的利上げ	2015-2018年: 0.25%→2.5%
2021-2022年	コロナ後需要回復、ロシアのウクライナ侵攻	約20ドル→約120ドル	YCC維持	▲0.1%維持	急速利上げ	2022年: 0.25%→約4.5%

(出所)各種資料より明治安田総研作成

## 5. 高市政権の初動対応は評価できるか

イラン攻撃の開始後、高市政権がここまで取ってきた対策は、急激な供給ショックに対する初動対応として

は、総じてスピーディかつ現実的な対応という印象であり、初動対応としては評価できる。国家備蓄の放出、中東以外からの輸入ルート確保、ガソリン補助金による急激な価格上昇抑制という対策を同時に進めつつ、外交・安全保障面でも情勢安定化や航路安全確保に尽力するなど、多面的な対策を同時並行的に講じてきた。

一方、緊急対策ゆえの問題ではあるが、全体として対症療法的で持続性に乏しい点は否定できない。また、供給確保と価格抑制策に偏り、需要抑制策がほとんど講じられていない点も問題である。補助金による価格抑制は消費削減インセンティブを弱め、結果的に備蓄消耗を早める可能性があるうえ、財政負担も大きい。そもそも、市場価格への介入は、本来緊急時かつ一時的なものとするべきである。もし、原油価格の高止まりが常態化するのであれば、それは国民として受け入れなければならないコストである。どのみち秋口までには補助金の原資が枯渇する可能性も囁かれている。原油価格の落ち着きどころにもよるが、年末までには補助金政策の段階的収束、あるいは支給基準の厳格化等を検討する必要があると考える。また、ナフサの供給不足がすでに表面化するなか、サプライチェーン全体の立て直し、再構築に向けた対策も急務である。

## 6. 危機対応から構造改革へ

本質的には、日本のエネルギー供給が中東、とりわけホルムズ海峡に過度に依存している構造そのものが問題であることは論を俟たない。同様の危機が今後も繰り返される可能性があることを考えれば、今回の対応はあくまで時間稼ぎにすぎない。調達先の恒常的な多角化に加え、再生可能エネルギーや原子力の活用、電化の推進などによる化石燃料への依存低減を進める必要があるが、補助金の長期化はこうした改革を遅らせる要因ともなる。

危機対応から構造改革へ軸足を移せるかどうかが今後の大きな課題になるということであり、6月に発表予定の高市政権最初の成長戦略では、こうした道筋がしっかり示されるかどうか注目点となる。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください

明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

電話番号：080-2298-8302

e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411