

金利上昇の日本経済への影響について

主席研究員 木下 茂

目次

- | | |
|------------------|------------------|
| 1. 上昇傾向を辿る国内金利 | 4. 金利上昇の企業部門への影響 |
| 2. 最近の長期金利上昇の背景 | 5. 金利上昇の政府部門への影響 |
| 3. 金利上昇の家計部門への影響 | 6. 総括 |

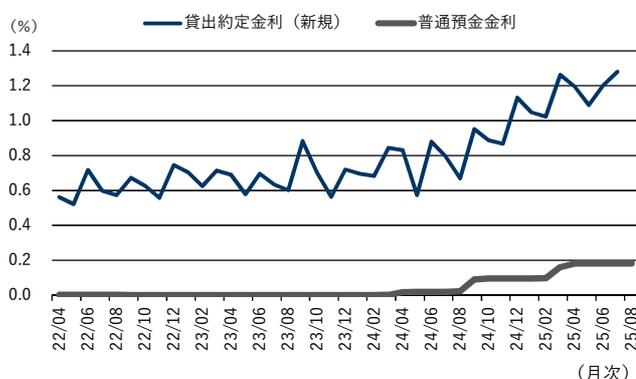
1. 上昇傾向を辿る国内金利

このところ長期金利の上昇が目立っている。10年国債利回りで見ると、昨年半ばから今年初めにかけては1%近辺で推移していたものが、その後は上昇傾向に転じ、直近では1.5%をやや上回る水準まで到達している。この1.5%という10年債利回りの水準は2008年以来となるため、約17年ぶりということになる。また、足元3%まで上昇している30年国債利回りは2000年代前半の水準を超えている。

この間、家計や企業が直面する預金金利や貸出金利も緩やかにではあるが上昇し始めている。銀行の提示する普通預金の金利は24年年明けまでは0.001%であったが、その後上昇に転じ、直近では0.183%となっている。一方銀行の貸出金利も24年の年明けあたりまでは概ね0.6%水準で推移していたが、直近データでは1.28%となっている（図表1）。

このような金利の上昇は、日本経済に様々な影響を及ぼすことになると思われる。こうした問題意識に基づき本稿では、足元までの長期金利上昇の背景について確認したうえで、金利上昇が日本経済に与える影響について種々の角度から検討することとしたい。

（図表1）銀行の貸出金利、預金金利の推移



（注）日銀のデータより作成

（図表2）国内長期金利の推移



（注）リフィニティブのデータより作成

2. 最近の長期金利上昇の背景

まず長期金利の動きをやや長い目で振り返っておこう（図表2）。2016年1月に日銀がマイナス金利政策を導入して以降、21年末辺りまで10年国債利回りは0%水準で推移して

いた。その後、コロナ禍後のインフレ圧力の顕在化などから各国中銀が金融引き締めに転じる中で、国内長期金利も上昇傾向に転じ、23年の夏場には0.5%水準を突破、同年秋には0.8%近辺まで上昇した。この間日銀は国債買い入れを通じて10年国債利回りを一定水準に誘導するイールドカーブコントロール政策を行っていたが、市場での長期金利上昇圧力を抑えきれず、同政策の実効性は疑問視されつつあった。その後24年3月に日銀が「2%の物価安定の目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至った」という判断を示したうえでマイナス金利政策を解除し、同年7月には政策金利である無担保コールレートの誘導目標を0~0.1%から0.25%まで引き上げたことなどもあり、10年国債利回りは1%水準まで上昇した。さらに25年1月に日銀が0.25%から0.5%への追加利上げを決定すると、10年国債利回りは一段と上昇し、直近では1.5%水準での推移となっている。

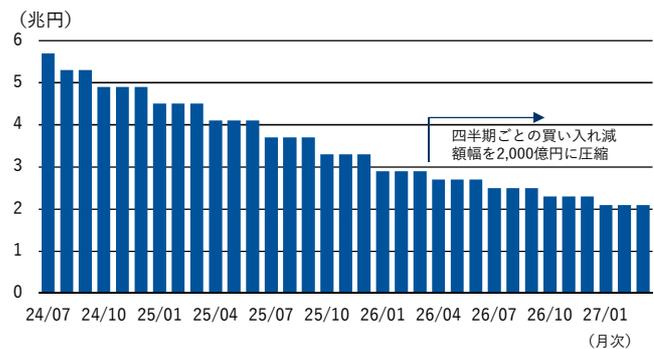
この間、30年国債利回りも10年国債利回り同様上昇傾向を辿ってきたが、ここにきては上昇ペースがやや加速しているように見受けられる。30年国債利回りと10年国債利回りの差をとってみると、00年から22年央辺りまでは概ね0.5~1.0%ポイントのレンジ推移であったものが、その後レンジが上方シフトし、直近では1.5%ポイント程度まで拡大している。こうした動きの解釈としては、市場が将来の日本の財政リスクを織り込み始めているという見方がある。米国のトランプ関税に対応して先進各国が財政拡大に舵を切る中で、世界的に超長期債の利回りが上昇しているが、日本も先般の参院選で野党勢力が躍進したことから政府は財政拡大に踏み切らざるを得ないのではないかとみられていることが背景にある。

(図表3) 30年国債のタームプレミアムの推移



(注) ブルームバーグのデータ(年限別のゼロクーポンイールド)を元にJA共済総研にて推計

(図表4) 日銀の月間国債買い入れ予定額(～27年3月)



(注) 日銀公表データにより作成

こうした市場の財政拡大見通しは、タームプレミアムの動きに反映されているとみられる。タームプレミアムとは、投資家が長期の債券を保有する際に要求する対価を指し、長期金利と先行きの短期金利予想の平均値との差として捉えられる。ここで当研究所で推計した30年国債のタームプレミアムの動きをみると、今年に入ってからの上昇が目立つ(図表3)。

また、需給要因も長期金利押し上げ要因になっているとみられる。まず、日銀が2024年8月以降長期国債買い入れの減額を進めているという点である。本年6月の金融政策決定会合で日銀は、来年3月まで四半期ごとに買い入れ額を4,000億円ずつ減額していき、4月

以降は減額幅を2,000億円とする方針を決定した(図表4)。一方、超長期債については、生命保険各社が購入を手控えていることが需給悪化につながっているとみられている。これは、25年度決算から導入される新資本規制(経済価値ベースのソルベンシー規制)を背景としたものであり、資産と負債の年限差を縮める観点から生保各社はこれまで長期負債に見合うように超長期国債の購入を進めてきた。その買入れが一巡したことから、超長期債に対する需要が減少しているというわけである。

以下ではこうした金利の上昇が日本経済にもたらす影響について検討していく。

3. 金利上昇の家計部門への影響

最初に、家計部門への金利上昇の影響について考える。まず同部門の資産・負債構造を確認しよう。直近の資金循環統計(25年4~6月期)によれば、家計部門が保有する金融資産は2,239兆円であるのに対して負債は398兆円である。また、金融資産の内訳をみると、現金・預金が1,126兆円、保険・年金が566兆円などとなっている。こうした構造を踏まえると、最近の金利上昇は差し引きで家計の金利収入増加につながるとみられる。実際、国民経済計算により家計が受け取るネットの財産所得(受取マイナス支払)の動きをみると、2021年辺りまでは25兆円程度で推移していたものが、その後は上向き、直近では配当の受取増もあって過去最高水準まで増加していることがわかる(図表5)。

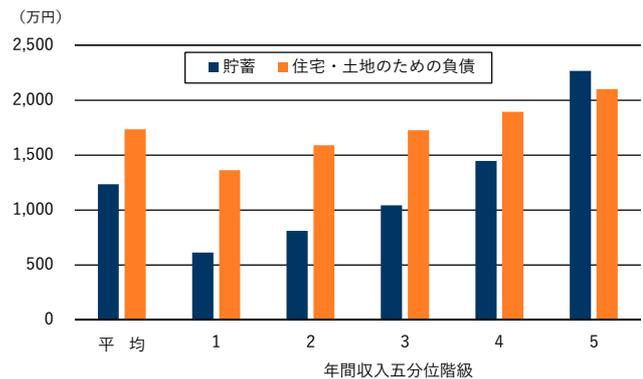
もっとも、これはあくまで家計部門全体でみた場合の話であり、個々の家計においては、その属性により事情は大きく異なろう。そこで、ここでは住宅ローンを抱える世帯に注目する。負債を保有する二人以上世帯の貯蓄及び負債(住宅・土地にかかわるもの)残高を

(図表5) 家計のネット財産所得の推移(季調値、年率)



(注) 内閣府「国民経済計算」のデータより作成

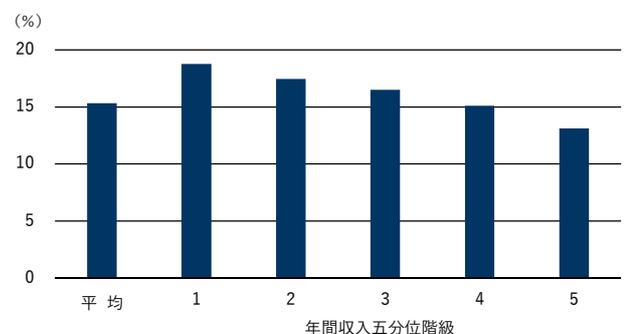
(図表6) 年間収入階級別貯蓄・負債現在高(二人以上の世帯のうち負債を保有する勤労者世帯、2024年)



(注) 総務省・家計調査のデータより作成

(図表7) 年間収入階級別借金返済額(対可処分所得比)

(二人以上の世帯のうち住宅ローンを返済している勤労者世帯、2024年)



(注1) 土地家屋借金返済額/可処分所得

(注2) 総務省・家計調査のデータより作成

年間収入階級別にみると(図表6)、貯蓄が負債を上回っているのは最も高収入の層のみであり、その他の層は負債の方が多い。また、低収入層ほど貯蓄と負債の差が大きいことも目を引く。

さらに、住宅ローン返済世帯の借金返済額(対可処分所得比)を確認すると、平均では15.3%となっているが、年間収入階級別にみると低収入層ほど負担が大きくなっていることがわかる(図表7)。

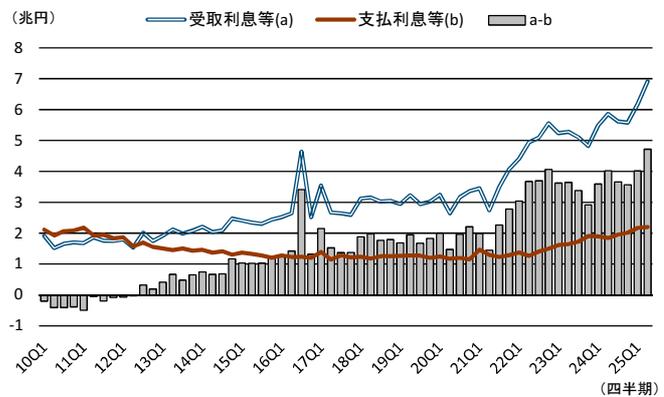
この状況で金利が一段と上昇した場合、貯蓄残高が多い世帯であれば正味での利子収入増加が見込めるが、例えば変動金利で住宅ローンを借りている低収入層の場合は返済負担が大きくなることが想定される(住宅ローンの変動金利は短期プライムレートに連動するが、これは日銀が決定する政策金利の影響を受ける)。またこのことは当該層の消費抑制要因にもなり得よう。

4. 金利上昇の企業部門への影響

次に企業部門への影響についてみる。ここでは、①企業が保有する金融資産・負債から生じる利子受け取り・利払い負担が企業収益に与える影響、②資本コスト上昇を通じて設備投資に与える影響、の2つの経路について考えてみる。

まず、最近の企業の金利関連収支の動向をみると、受取利息等が大きく増加している(その多くは配当増によるものとみられる)こともあり、プラスで推移している(図表8)。ここで、今後一段と金利が上昇した場合の企業収益への影響をみるため、受取利息等と支払利息等を長期金利などで説明するモデル式を業種別に推計し、金利が1%上昇した場合の経常利益への影響度を算出した。全産業では若干のプラスの影響を確保しているものの、個別業種ではマイナスの影響が出るケースも

(図表8) 企業の金利関連収支の推移(季調値)



(注) 財務省「法人企業統計」のデータより作成

(図表9) 金利1%上昇による受取利息等・支払い利息等を通じた経常利益への影響(%)

	受取利息等による寄与	支払利息等による寄与	合計
全産業	5.1	-3.7	1.3
製造業	5.8	-2.8	3.0
食料品製造業	5.6	-3.7	1.9
繊維工業	7.1	-4.7	2.4
木材・木製品製造業	13.7	-12.4	1.3
パルプ・紙・紙加工品製造業	8.3	-6.7	1.6
印刷・同関連業	6.8	-3.4	3.5
化学工業	6.1	-3.2	2.9
石油製品・石炭製品製造業	-0.5	2.4	2.0
窯業・土石製品製造業	2.8	-2.6	0.2
鉄鋼業	11.4	-9.1	2.3
非鉄金属製造業	4.4	-5.8	-1.5
金属製品製造業	6.9	-4.3	2.6
はん用機械器具製造業	8.6	-1.0	7.6
生産用機械器具製造業	4.6	-1.9	2.7
業務用機械器具製造業	5.9	-2.1	3.8
電気機械器具製造業	4.4	-2.1	2.3
情報通信機械器具製造業	7.5	-2.5	5.0
自動車・同附属品製造業	7.5	-1.5	6.0
非製造業	5.2	-4.2	1.0
鉱業、採石業、砂利採取業	2.2	-2.0	0.2
建設業	4.4	-2.3	2.1
電気業	4.4	-10.8	-6.4
ガス・熱供給・水道業	7.3	-3.9	3.4
情報通信業	4.4	-2.2	2.1
運輸業、郵便業(集約)	4.8	-6.2	-1.4
卸売業	5.4	-3.2	2.3
小売業	2.3	-3.3	-1.1
不動産業	4.1	-7.5	-3.4
物品賃貸業	9.4	-8.6	0.8
サービス業	5.4	-2.4	3.0

(注1) 25年4~6月期の数値をベースに算出

(注2) 財務省「法人企業統計」のデータより作成

散見される（図表9）。

一方資本コストについては直近の最低値から足元まで3%ポイント程度上昇している（図表10）。当総研にて推計した設備投資関数によれば、資本コストにかかる係数は約-0.15となっており（本稿末尾の（参考2）を参照）、これまでの資本コスト3%ポイント上昇の設備投資への影響は、0.45%程度のマイナスということになる。

5. 金利上昇の政府部門への影響

最後に政府部門への影響についてみる。近年の政府歳出における利払費の動向をみると、21・22年度は7兆円台前半まで減少するなど減少傾向を辿ってきたが、その後は増加に転じており、24年度は8兆円台に乗せた後、25年度は予算ベースで10.5兆円まで増加する見通しである（図表11）。

今後、流通市場での国債利回りの上昇が続けば政府が発行する新発国債の利回りも上昇し、政府の利払費も増加する。また、増加が続く国債残高も利払い負担増加要因となる。もともと利払費に債務償還費を加えた国債費は一般会計歳出のうち約25%を占めているが、利払費の増加が続けば、一段と歳出構造の硬直化を招き、裁量的な財政運営を実施しにくくなる。この点からいえば、近年目立って生じている税收上振れ分は本来であれば債務償還に充当するなど財政健全化を図るべきであったが、実際は各種給付金や補助金等の財政拡大に使用されている。冒頭で述べたように、先般の参院選では野党勢力において消費税減税など国民負担の低減を公約に掲げる主張が目立つ中、与党が大幅に議席を減らしたという経緯を踏まえ、市場では将来の財政リスクを織り込んで30年国債など超長期債の利回りが上昇している可能性がある。

従来は日銀の国債買い入れが長期金利の

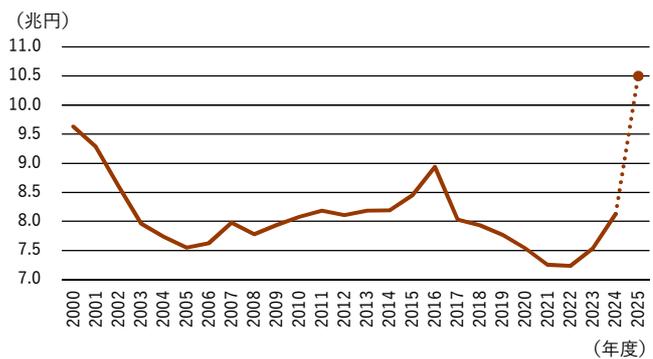
（図表10） 資本コストの推移



（注1） 計算方法は本稿末尾の（参考1）に記載

（注2） 財務省、内閣府のデータより作成

（図表11） 国債利払費の推移（一般会計）



（注1） 2024年度まで補正後、25年度は予算ベース

（注2） 財務省のデータより作成

上昇を一定程度抑え込み、財政リスクなどについての市場の「警告」が顕在化しにくくなっていったわけであるが、日銀も既に国債買い入れ減額に踏み切っており、今後は政府としても財政健全化を意識した政策運営が必要になってくるということであろう。

6. 総括

以上、金利上昇の影響についてマクロ経済の部門別に検討してきた。家計についてはもともと巨額の金融資産を抱えていることから金利上昇がプラスに作用する主体であるが、住宅ローンなど負債を抱え、貯蓄残高が十分

でない層は借金返済負担が大きくなる可能性がある。企業部門については負債規模が大きい業種を除き、全体としては金利収支の点ではプラスに作用する可能性が高い。一方で資本コスト上昇は設備投資抑制要因として働くものの、その感応度は大きいものではなかった。政府部門については、今後の金利上昇の程度によっては利払費の増加が財政政策の自由度を狭める可能性がある。

全体としては、これまでのところ直近の金利上昇のマイナスの影響は差し当たり甚大なものとはなっていない、とはいえるだろう。もっとも、日本がデフレから脱却し、インフレが今後も常態化するという前提に立てば、今後は継続的な金利上昇もあり得るだろう。家計、企業、政府ともそのような認識のもと、資産・負債管理を行っていくべきであろうと思われる。

(参考文献)

- Hall, R.E. and Jorgenson, D.W.(1967), “Tax Policy and Investment Behavior,” American Economic Review, 57.
- Jorgenson, D.W.(1963), “Capital Theory and Investment Behavior,” American Economic Review, 53.
- 藤井眞理子・高岡慎 (2008)「金利の期間構造とマクロ経済：Nelson－Siegelモデルを用いた実証分析」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー
- 森平爽一郎 (2019)「経済・ファイナンスのためのカルマンフィルター入門」朝倉書店

(参考1) 資本コスト算出式

$$c = \frac{q}{p} \left(r + \delta - \frac{\dot{q}}{q} \right) \frac{1 - \tau Z}{1 - \tau}$$

$$Z = \frac{\delta}{r + \delta}$$

c: 資本コスト
 q: 投資財価格(設備投資デフレーター)
 p: 生産物価格(GDPデフレーター)
 r: 負債利子率(法人季報)
 δ: 減価償却率(法人季報)
 τ: 法人実効税率
 Z: 減価償却の割引現在価値

(注) Hall and Jorgenson (1967)などを参考にして作成

(参考2) 実質設備投資関数の推計結果

@LOG(設備投資)=10.783623+0.067585*@LOG((経常利益*(1-法人実効税率)+減価償却費)/設備投資デフレーター)-0.147673*@LOG(資本コスト)
 (3.412758) (-5.620839)
 +0.199589*(@LOG(東証株価指数/設備投資デフレーター),8期移動平均)+0.937496*@LOG(名目賃金(現金給与総額)/設備投資デフレーター)
 (13.45693) (8.596308)
 修正済R²: 0.913209 D.W.比: 0.604413 ()内:t値 推計期間:1994Q1-2025Q2

(注1) 長期均衡式。誤差修正式の表示は割愛
 (注2) 内閣府、財務省、厚生労働省のデータより作成