



金利のある世界

株式会社日本総合研究所 調査部長／チーフエコノミスト 石川 智久

石川 智久（いしかわ ともひさ）●1997年東京大学経済学部卒業。同年住友銀行（現在の三井住友銀行入行）。内閣府政策企画調査官等を経て2023年8月より現職。専門はマクロ経済、地方経済、経済政策。

■ 1. マイナス金利政策の解除

日本銀行は、3月19日の金融政策決定会合でマイナス金利政策を解除した。日銀が政策金利を引き上げるのは2007年2月以来、17年ぶりである。既に世界主要国の中央銀行は金融引き締めに乗り出しており、マイナス金利を維持しているのは日本銀行のみであった。このように、我が国は世界で最後発ながら、「金利のある世界」に踏み出した。さらに、7月31日には追加利上げにも踏み切っており、今後も金融引き締めが続く可能性が高い。そこで本稿では、日銀の政策変更の概要のほか、「金利のある世界」とは各経済主体にとってどのようなものかについて述べたい。

■ 2. 日本銀行の政策変更とは

まず、日銀のこれまでの金融政策と、3月及び7月の政策変更内容を簡単に解説しよう。マイナス金利政策とは、金融機関が日銀に預けている当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を適用する仕組みである。日銀のマイナス金利政策は、2016年1月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」として導入され、異次元緩和と呼ばれた。この政策により、金融機関が日銀に資金を預けたままにしておく金利を支払わなければならないことで、金融機関が企業への貸し出しや投資に資金を回すように促し、経済活性化とデフレ脱却を目指すものであった。2024年3月の政策変更では、超過準備への付利金利を0.1%とし、従来の-0.1%を0.2%ポイント引き上げた。そして、7月には0.25%まで政策金利を引き上げた。また、異次元緩和においては、それ以外にもさまざまな非伝統的な金融緩和が行われた。その一つが長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）と呼ばれる長期金利を抑える措置である。一般的に中央銀行の金融政策は短期金利のみ操作し、長期金利は市場に委ねるというものであるが、YCCでは短期金利だけでなく長

期金利もコントロールしていた。同様の政策はアメリカで1942～1951年に実施されたことがあるが、一般的に金融政策の場合では、市場をゆがめるとして、いわば禁じ手とされた政策である。3月の決定では、YCCにより長期金利を1%以下にするという用途は廃止されたが、国債買い入れについては、当面同程度の額（6兆円）で継続とされた。その後、7月の会合では、原則として毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度にするなど、一度に国債買い入れをやめるのではなく、時間をかけて購入残高を減らし、マーケットへのインパクトを減らす姿勢を示している。

また、異次元緩和においては、上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）といった株式に類似するものの購入も行われたが、これも金利関係の金融商品を対象にしていた伝統的な金融政策とは異なるものである。さらにオーバーシュート型コミットメントも実施された。これは、消費者物価指数（CPI、除く生鮮食品）の前年比上昇率2%を一時的に上回ってもすぐに金融緩和政策をやめるのではなく、同実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベース（資金供給量）を持続的に拡大するものである。3月の決定では、これらすべてを停止・撤廃することとなった（図表1）。

デフレ脱却も見えつつある中、異例の措置を終えるのは適切な判断と考えられる。近年は、日銀による強引な新発国債の買い入れが金利体系をゆがめ、一時は企業の資金調達に支障を来した。また、円安も加速し、それが物価高に拍車をかけたとする意見も強まりをみせていた。こうした弊害を是正するためにも正常化に向けて一歩前進したことは望ましいといえる。長期債やETFまでを対象とした「なんでもあり」的な政策から伝統的な短金利操作に特化した通常の金融政策に戻るプロセスに入ることは、利上げペースには留意する必要があるものの、必然であるとも言える。

(図表1) 日銀の政策変更について〈3月19日及び7月31日決定内容〉

	従来の措置	今回の対応
マイナス金利	金融機関が日銀に預けている当座預金の一部にマイナス0.1%の金利を適用	超過基準への付利金利を+0.1%と0.2%ポイント引き上げ（7月31日には0.25%へ引き上げ）
YCC	一般的に中央銀行の金融緩和は短期金利のみ操作し、長期金利は市場に委ねるというものであるが、YCCでは短期金利だけでなく長期金利もコントロール	長期金利で1%という目途は廃止。なお、国債購入額は当面これまでと同程度（7月31日に毎四半期4,000億円程度ずつ減額し、2026年1～3月に3兆円程度とすることを決定）。市場金利が急激に上昇する場合は機動的なオペを実施
オーバーシュート型コミットメント	消費者物価指標数（CPI、除く生鮮食品）の前年比上昇率2%を一時的に上回ってもすぐに金融緩和政策をやめるのではなく、同実績値が安定的に2%を超えるまでマネタリーベース（資金供給量）を持続的に拡大	終了
資産購入	上場投資信託（ETF）やREITといったリスク資産の購入	ETF・REIT：購入停止 CP・社債等：1年を目途に購入停止

出典：日本銀行を基に日本総合研究所作成

■ 3. 当面の金融政策の見通し

今後の日銀の金融引き締めペースがどのようなものになるのかを考えてみたい。景気については、当社では、春頃から再び景気の回復基調が明確化するとみている。そして、7月の利上げで金融市場が大きく動揺したことから、利上げペースは緩やかになるとみられ、半年ごとに0.25%程度の緩やかなペースで利上げが進むとみている。当面の日本経済の動向を概観すると、好調な企業収益が物価高を上回る賃上げや、将来を見据えた設備投資の拡大などの前向きな動きにつながると予想され、内需主導で緩やかに回復する見通しである。その後も、雇用・所得環境の改善や株高による資産効果などを背景に、個人消費は緩やかに回復するとみている。今年の春闘での賃上げ率が歴史的な高水準となるほか、春闘の影響を受けにくい非正規雇用者についても、人手不足の深刻化や最低賃金の引き上げを背景に賃金が上昇する可能性が大きいことも景気を下支えする。

また、企業部門では、高水準の企業収益を支えに、設備投資の増加基調が続く見通しである。人手不足の深刻化を背景に省力化などに向けたデジタル投資が活発化するほか、生産拠点の国内回帰も進展する公算が大きい。

こうした状況の中で、当社では2023年度の実質成長率は+1.4%、2024年度は+0.7%、2025年度は+1.2%と1%前後の成長ペースが続くとみている。このように緩やかな成長が続く中、日銀も慎重ながら引き締めスタンスを続けられる可能性が大きいとみている。

■ 4. 適正な金利水準とは

適正な金利水準は、短期的にはその時点の環境変化などを反映するため変動幅は大きくなるが、長期的な平均水準としては、その国の成長力などによって一定の値をとると考えられる。一般に、これを中立金利と呼び、実際の生産量が潜在的な生産量に一致するときの実質金利を指し、自然利子率、均衡実質金利とも呼ばれる。

実質金利が中立金利を上回ると、実際の生産量が潜在的な生産力を下回り、経済にデフレ圧力が生じる。一方、実質金利が中立金利を下回ると、実際の生産量が潜在的な生産量を上回るため、経済にインフレ圧力が生じる。従って、中立金利とは、経済や物価に対して引き締めのでも緩和的でもない状態をもたらす金利といえる。

具体的には、名目の中立金利は物価上昇率に潜在成長率を加えたものである。潜在成長率は技術進歩、人口動態、生活スタイルで変動していくものであり、各国で大きく異なる。

我が国においては、日銀の政策目標の物価上昇率は2%である。一方で、潜在成長率は若干のマイナスから0%近辺といわれている。そのため、名目政策金利は長期的には2%前後になる可能性が高い。ただし、先述のとおり、日銀の利上げペースは緩やかなものとみられ、当社では半年に0.25%程度とみている。そのため、この水準に到達するには、今後3～4年程度の時間がかかるとみている。

■ 5. 金利引き上げが経済に与える影響

金利上昇が我が国に与える影響について部門別にみていきたい。

まず企業部門からみると、我が国では、金利上昇が設備投資を押し下げる効果が低下している。試算によれば、金利1%上昇で設備投資は▲1%台の減少にとどまる。この減

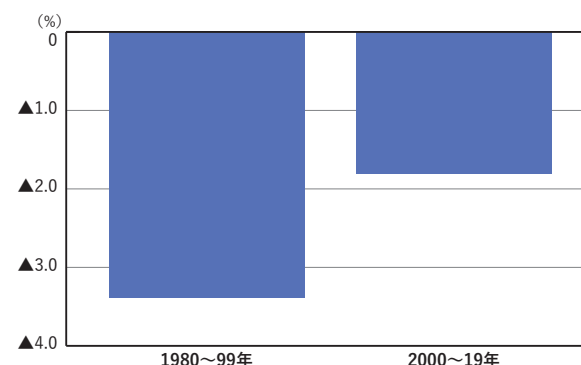
少幅は1980～90年代の▲3%台から半減している(図表2)。この背景には、①借入れの減少と②無形資産の増加が挙げられる。多くの企業がバブル崩壊後、金利変動の影響が小さい内部資金を原資に設備投資を実行している。さらに、ソフトウェアなどの無形資産は更新投資が多く、金利変動の影響を受けにくいという性質を持つ。

もっとも、一部の業種では、借入れを原資とした設備投資が大きいほか、無形資産への投資が少なく、金利変動が設備投資に強い影響を及ぼす。これには、①電気・ガス業、②不動産業、③運輸業、④宿泊・飲食業などが該当する。これらの業種では、過去から一貫して金利が1%上昇すると設備投資が▲5%減少する関係がある。

仮に金利が大きく上昇した場合、設備投資を巡って次の2点に注意が必要である。第1に、不動産市場の落ち込みである。不動産業では、長年の低金利下で設備投資が積極的に実行されており、都市部の不動産価格には過熱感がみられる。金融機関では関連の貸出ウエイトが上昇しており、特に下位業態でこの傾向が強い。金利上昇を受けて不動産価格が大きく下落する場合、金融仲介機能の低下で経済の下押し圧力が高まるリスクがある。

第2に、社会課題解決に向けた取り組みの抑制である。例えば、電力業界では多額の環境投資が課題であるが、年限が長い環境債の発行は金利変動の影響を受けやすい面がある。また、深刻な人手不足に直面する運輸業や宿泊業などでは、金利上昇が省力化投資を抑制する可能性もある。金利上昇がこうした取り組みを阻害することがないよう、政府は社会課題解決に資する投資促進策を一

(図表2) 金利1%上昇の設備投資への影響



出典：財務省を基に日本総合研究所作成

層強化する必要がある。

次に家計に与える影響について考えてみる。金利が上昇すると家計全体でみれば利息の受け取りが支払いを上回る見込みである。仮に、市場金利が2%上昇した場合、家計全体のネット金利収入は年間4兆円、1世帯あたりの平均で同5.5万円増加する計算になる。これは2%インフレによる消費の負担増(世帯平均7.0万円)を一定程度カバーできる収入額となる。もっとも、我が国では金利上昇が格差社会、とりわけ、世代間の格差拡大につながる可能性に注意する必要がある。金利上昇による収支への影響は、資産・負債の構成によって大きく異なり、例えば、世帯年齢別に上述の試算を実施すると、20歳代や30歳代では、市場金利が2%上昇すると1世帯あたり年間▲10.1万円の支払い超となり、40歳代でも支払い超となる。一方、50歳を超えると受け取り超に転じ、60歳代で同+12.4万円、70歳代以上は同+13.6万円の受け取り超となると試



人と、地球の、明日のために。



安全な水の供給
水処理技術



エネルギーの効率化
エネルギーマネジメントシステム

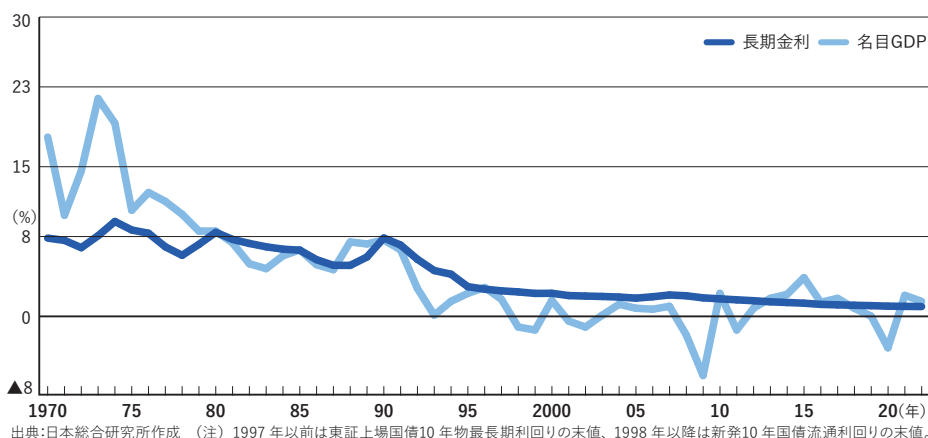


電力の安定供給
地熱発電

温暖化の原因となるCO₂削減や安全な水の供給など、深刻化・複雑化する社会課題の解決が、世界中で求められています。

東芝は創業時から培ってきた発想力と技術力を結集し、脱炭素社会実現に向け、地球環境に配慮した事業やソリューションを世界中で展開。社会の発展に貢献しています。私たちはインフラサービスカンパニーとして、製造から運用、メンテナンス、データ活用により、豊かな価値を創造し、環境調和を両立させる、持続可能な世界を目指していきます。人と、地球の、明日のために。

(図表3) 日本の長期金利と名目GDP(前年比)の推移



算される。これは、若年層や中年層では預金に比べて住宅ローンなどの負債が大きいのに対し、高齢層では住宅ローンの残高も減り、退職金などで預金が多いことが背景にある。実際、20～30歳代の若年層では、世帯平均の負債額が1千万円超と金融資産を上回るのに対して、高齢世帯では負債がほとんどなく、金融資産は2千万円を超えている。金利のある社会は格差が拡大する社会となることに注意が必要である。また、住宅ローンを抱えるのは子育て世帯であることが多い。つまり、金利のある世界は、子育て世帯にとって厳しく、少子化を促進させるリスクがある。子育て世帯への住宅面のサポートが少子化対策の面から求められよう。

最後に財政に与える影響について考えてみる。金利が財政に与える影響は金利だけではなく、成長率に左右される。経済学ではドーマー条件といわれ、経済成長率(g)

<国債金利(r)>となった場合には利払い費が増えるため財政は不安定化し、国債残高は拡大の一途をたどるというものである。我が国の国債の平均残存年数は9年5カ月(2023年度残高ベース)であり、償還期限を過ぎると借換によって高金利の債務が増える。我が国では、政府債務発行残高のGDP比が2倍以上と先進国最悪の水準となる中、 $g < r$ と

なった場合は財政悪化のスピードが著しいものとなることが見込まれる。実際、我が国では1990年以降、全般的に長期金利の方が名目経済成長率よりも高い傾向があり、借換が本格化する前に財政再建を進める必要がある(図表3)。

さらに金利がある世界においては構造変化が生じる。そしてそれが時折ショックとなることもある。歴史を紐解けば金利ショックが累積債務問題や通貨危機につながったこともある。そのような事態を発生させないように、破綻処理や企業の統廃合について、制度的な不備がないか、急いで検証する必要がある。

デフレ経済が長期化し、我々は低金利に慣れてきた。しかし、デフレ経済に適応した体制はインフレ期には逆にマイナスに作用する。今後はインフレと金利のある世界を念頭に、経営戦略の再構築を急ぐ必要がある。

社会の大丈夫をつくっていく。

<https://www.oki.com/jp/>