

2024 年 8 月 28 日 全 13 頁

国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響

リスクプレミアム上昇により長期金利は 2040 年で 7%程度まで高騰も

経済調査部	シニアエコノミスト	久後 翔太郎
	シニアエコノミスト	吉田 亮平
	エコノミスト	山口 茜
	エコノミスト	中村 華奈子
	研究員	石川 清香

[要約]

- 本稿では、日本銀行（日銀）による長期国債の買入れ減額が長期金利を押し上げる度合いを試算した上で、金利上昇によるマクロ経済及び企業・家計への影響を考察する。
- 試算の結果、日銀の国債買入れ減額が長期金利を直接的に押し上げる度合いは小さいとの示唆が得られた。だが国債の需給双方に複数のシナリオを置いて試算したところ、海外保有比率の高まりによるリスクプレミアムの上昇によって、長期金利は 2040 年で 3~7%程度まで高まり得る。このうち 7%程度の金利シナリオでは、リスクプレミアムが上昇しない場合と比較して、実質 GDP は 6.5%程度下押しされる可能性がある。
- 金利上昇で企業部門では経常利益が減少し、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で悪影響が大きく表れる。家計部門では純利息収入が増加するが、その恩恵は金融資産を多く保有する高齢層に集中する。日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債供給の増加を抑制することが重要である。

はじめに

日本銀行（以下、日銀）は2024年7月末の金融政策決定会合において長期国債買入れの減額計画（以下、減額計画）を示した。日銀が保有する国債の残高は今後減少していく見込みで、量的引き締めが本格化する。そこで本稿では、2040年までを念頭に量的引き締めの進展が長期金利の上昇を通じて実体経済や各経済主体（企業・家計）に与える影響を検討する。

本稿の結論は**図表1**に示した通りだ。日銀が保有する国債残高の減少は、①国債市場での需給緩和（直接効果）と、②国債保有構成の変化（間接効果）、という2つの側面から長期金利を押し上げ得る。短期的には直接効果の影響が表れるものの、その度合いは小さい。だが中長期的には、間接効果の影響で長期金利に強い上昇圧力がかかるとみられる。国内投資家よりも高いリスクプレミアムを要求する傾向の強い海外投資家の保有割合が高まるためだ。海外投資家による国債保有割合の先行きは、国債の供給（国債発行残高）と国内での需要（国内主体による国債保有の増額余地）との差で決まると想定し、需要と供給の両面でシナリオを3つずつ作成し（合計9通り）、長期金利の押し上げ圧力を試算した。長期金利は2040年時点で3～7%程度まで高まり得る。日銀が金融政策の正常化を進める中で金利上昇リスクを抑制するためにも、政府は財政健全化を着実に進め、国債供給の増加を抑制することが重要である。

長期金利の上昇は実質GDPを下押しすることはもちろん、各経済主体にも影響する。企業部門に注目すると、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で経常利益が減少しやすい。また、家計部門では純利息収入の恩恵は多くの金融資産を保有する高齢層に集中する。金利上昇の影響は各主体の中でも一様でないことには留意が必要だ。

図表1：本稿の結論

ポイント

- ✓ 日銀の国債買入れ減額の経済・金利への直接的な影響は小さいが、保有構成の変化を通じて間接的な影響大
- ✓ 財政健全化によって国債発行を減らせれば、海外保有比率の上昇を抑え、長期金利の高まりを一定程度抑制
- ✓ 長期金利上昇で家計の純利息収入はプラス、企業ではマイナス。ただし、恩恵・負担とも偏在するとみられる

□日銀の「減額計画」の影響：国債の需給構造の変化によりリスクプレミアムが上昇する可能性

国債供給 ↑	国債需要 →	海外部門の追加保有 ↑
✓ 2040年度時点の発行残高 【PB: 0%】約1,800兆円 【PB: ▲3%】約2,300兆円 【PB: ▲5%】約2,600兆円	✓ 日本銀行 40年度: 約120～250兆円 ✓ その他国内主体 40年度: 約890～1,400兆円	✓ 40年度時点での海外保有比率の上昇幅 【PB: 0%】9～40% 【PB: ▲3%】28～52% 【PB: ▲5%】37～58%

□リスクプレミアムの上昇による長期金利上昇の影響（数値は40年時点）

実質GDP	企業収益	家計
✓ 【PB: 0%】▲4.0～▲1.0% ✓ 【PB: ▲3%】▲5.6～▲2.9% ✓ 【PB: ▲5%】▲6.5～▲3.9%	✓ 製造業(▲13.7%)より非製造業(▲16.7%) ✓ 大企業(▲20.5%)より中小企業(▲22.0%)で悪影響	✓ 家計全体では純利息収入増 ✓ 恩恵は高齢者で大きく(+1.0兆円)、若年層では小さい(+0兆円)

(注)「PB」は国・地方の基礎的財政収支で、シナリオ別の数字（▲5～0%）はGDP比を指す。

(出所) 各種統計より大和総研作成

1. 中長期的な国債の需給構造の変化が長期金利に与える影響

(1) 日銀保有国債の見通しと国債需給の緩和を通じた長期金利への影響（直接効果）

2030 年代中頃以降、日銀保有国債の減少ペースは鈍化する見通し

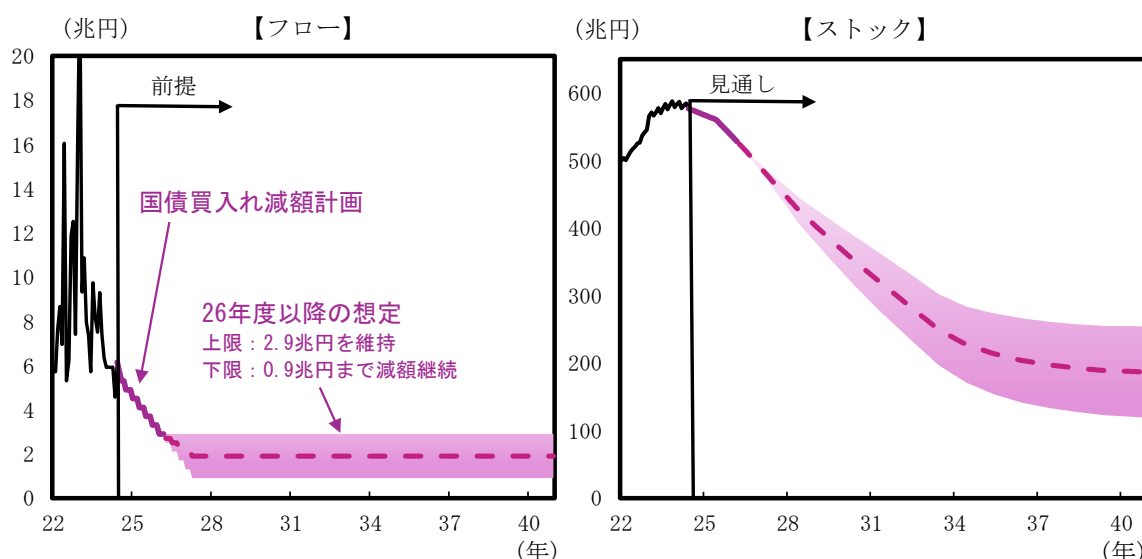
はじめに、日銀が保有する国債残高の減少が、国債市場の需給の緩和を通じて長期金利を押し上げる度合い（直接効果）を検討する。

減額計画では、月間の長期国債の買入れ予定額が原則として毎四半期 4,000 億円程度ずつ減額される方針が示された。2024 年 7 月で 5.7 兆円程度の買入れ額は 2024 年度末で月額 4.5 兆円程度、2025 年度末で同 2.9 兆円程度へと減額される予定だ。日銀は当面の間大規模な国債の買入れを続けるものの、過去に購入した国債の償還額の方が大きいことから、保有国債残高は減少していく見込みである。

減額計画で示されていない 2026 年 4 月以降の国債買入れ額については、**図表 2 左**で示したように上限（2026 年 3 月の月額 2.9 兆円程度を維持）と下限（一定の資金供給ニーズを考慮しつつ同 0.9 兆円程度まで減額を継続）を想定し、一定の仮定を置いて 2040 年末までの日銀の保有国債残高の先行きをバンドで示したものが**図表 2 右**だ。

2030 年代中頃までは比較的早いペースで保有国債残高の減少が進むが、その後は減少ペースが鈍化する見込みだ。国債買入れ額の上限ケースにおける保有国債残高は 2040 年末時点で 254 兆円程度、下限ケースで 119 兆円程度と試算される。

図表 2：日銀による国債購入ペース（左）と保有国債残高（右）



(注) 2026 年 3 月までは 2024 年 7 月の金融政策決定会合で示された国債買入れ減額計画を反映。2026 年 4 月以降は、毎月の買入れ額を 2.9 兆円に維持した場合（バンドの上限）と 0.9 兆円まで減らした場合（バンドの下限）の見通しを掲載。点線は両シナリオの平均値。

(出所) 日本銀行より大和総研作成

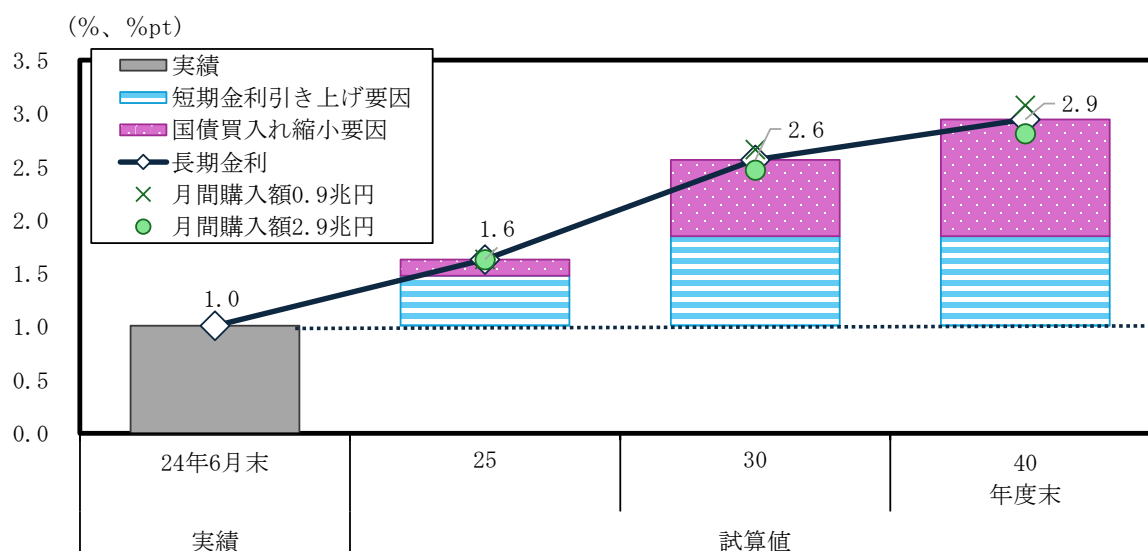
直接効果により長期金利は 2040 年度末で 1.1%pt 程度上昇

日銀の保有国債残高の減少によって長期金利に生じる上昇圧力（長期国債の価格には低下圧力）の度合いを試算するため、[久後・中村\(2024\)](#)の長期金利関数に、当社の短期金利見通しと**図表 2 右**の保有国債残高見通しを当てはめたものが**図表 3**だ。

当社の短期金利見通しに従えば、「短期金利引き上げ要因」によって、長期金利には 2025 年度末時点で 0.5%pt 程度、2030 年度末で 0.8%pt 程度、2040 年度末で 0.8%pt 程度の上昇圧力がかかるとみられる。日銀は 2025 年 1-3 月期（月次ベースでは 1 月）に短期金利を 0.50%に引き上げ、その後は景気に対して中立な金利水準とみられる 1.75%¹に到達するまで年 0.50%pt（年 2 回）のペースで追加利上げを行うとみている。2027 年 7 月ごろに短期金利はターミナルレートに到達し、その後は横ばいで推移すると見込まれることから、「短期金利引き上げ要因」は一定となる。

図表 3で示した日銀保有国債残高の減少が長期金利に与える影響（直接効果：「国債買入れ縮小要因」）を見ると、2025 年度末時点で 0.2%pt 程度、2030 年度末で 0.7%pt 程度、2040 年度末で 1.1%pt 程度となっている。日銀の国債保有割合（発行残高に占める日銀の保有割合）が 1%pt 低下すると、長期金利は 0.03%pt 程度上昇すると推計されるため、残高の減少に伴って長期金利の上昇圧力は強まる。もっとも、先に指摘した通り、日銀の保有国債残高の減少ペースは 2030 年代中頃以降に鈍化するため、とりわけ 2030 年度以降では「国債買入れ縮小要因」による長期金利の上昇圧力が弱まっていく。

図表 3：日銀による利上げと保有国債残高の減少が長期金利に与える影響



(注) 詳細は久後・中村(2024)を参照。「長期金利」については、2026年3月までは国債買入れ減額計画を反映し、2026年4月以降は前掲図表2での上限・下限ケースの平均値が実現した場合の値を表示している。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、U.S. Department of the Treasury、Haver Analytics、久後・中村(2024)より大和総研作成

¹ 日本の自然利子率の水準は足元でゼロ近傍だが、中長期的には小幅のマイナス圏に低下すると当社ではみている。中長期的にはインフレ率が2%で安定するとの想定の下、日銀は実質金利が自然利子率におおむね一致するまで段階的に利上げを進めるとみられることから、当社ではターミナルレートを1.75%と予想している。

(2) 保有構成の変化が長期金利に与える影響（間接効果）

財政健全化の取り組みの進展度合いで将来の国債の海外保有比率は大きく変化する可能性

以上のように、日銀の保有国債残高の減少が国債需給の緩和を通じて長期金利を押し上げる度合いは小さい。他方、日銀の保有国債残高が減少する中でも国債が円滑に発行されるには、他の主体が国債保有を増やす必要がある。その際、長期金利への影響を検討する上でとりわけ重要なのは、海外投資家の国債保有比率（以下、海外保有比率）だ。

国債発行が国内投資家の需要を上回れば、海外投資家の需要の増加が必要になる（増加しないと国債を発行できない）。だが一般的に、海外投資家は国内投資家よりも高いリスクプレミアムを求める傾向が強いため、海外保有比率が高まると長期金利が上昇しやすい。そこで以下では、国債の供給と国内需要についていくつかシナリオを設定し、国債の需給バランスの先行きを示した上で、海外保有比率の変化が先行きの長期金利に与える影響を示す。

まず国債の供給について検討すると、国債発行残高（ストック）は毎年の国債発行額（フロー）と償還額によって決まる。そこで、国・地方の基礎的財政収支（以下、PB: Primary Balance）について、①財政健全化が進んで 2027 年度に PB が均衡する場合（「PB: 0%」シナリオ）、②当社の中期見通し²における予測期間の最終年度(2033 年度)の GDP 比▲3%程度で横ばいの場合（「PB: ▲3%」シナリオ）、③財政が一段と悪化し、2027 年度以降の PB が同▲5%となる場合（「PB: ▲5%」シナリオ）、という 3 つのシナリオを用意した。内閣府が試算した 2023 年度の PB の実績見込みは同▲2.9%³であるため、②は直近の財政状況が長期的に継続したシナリオともいえる。

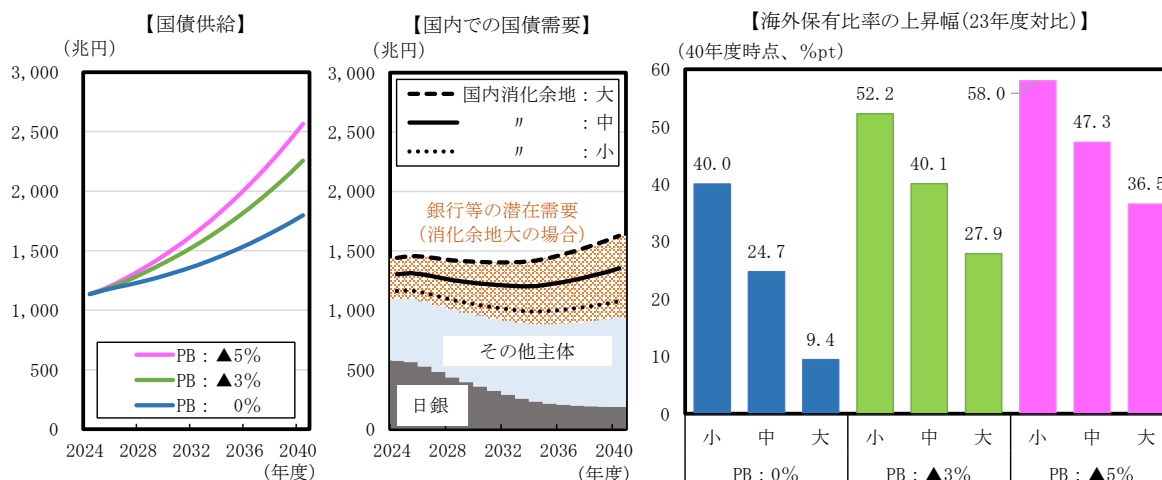
それぞれのシナリオに整合的な国債発行額と償還額を試算することで、国債供給の長期的な見通しを示したものが**図表 4 左**だ。いずれのシナリオでも国債発行残高は増加していく見込みである。だが 2040 年度の水準を比較すると、「PB: ▲5%」シナリオでは 2,600 兆円程度となる一方、「PB: 0%」シナリオでは 1,800 兆円程度にとどまる（「PB: ▲3%」シナリオでは 2,300 兆円程度）。政府は PB 黒字化を目指しているが、仮に PB を長期的に均衡させることができれば、国債発行額の抑制を通じて長期金利の安定化に大きく寄与することになるだろう。

いずれのシナリオでも国債の供給拡大が見込まれる一方、国内需要の増加幅は限定的となる可能性がある。**図表 4 中央**は、国債の国内需要見通しを需要者別に示したものだ。「日銀」による需要（保有残高）は**前掲図表 2 右**で示した通り、減少していく見込みだ。「その他主体」の保有残高の見通しについては、「保険・年金基金」などの国債保有が名目 GDP の拡大に合わせて増加していくと仮定して機械的に試算したところ、「日銀」と「その他主体」の合計は 2030 年代前半まで減少していく姿が示された。すなわち、日銀による国債保有減少の影響は大きく、足元での国債の保有構成を前提とすると、国内主体を中心とした国債保有の増加余地は小さいとみられる。

² 詳しくは、当社の「[日本経済見通し：2024 年 1 月](#)」を参照。

³ 内閣府（2024）で示された復旧・復興対策および GX 対策の経費および財源の金額を除いたベースの PB の GDP 比。

図表 4：財政シナリオ別に見た国債の発行残高（供給）見通し(左)、国内需要見通し(中)、2040年度時点の海外保有比率の上昇幅(右)



(注1) 国債供給は前年度の残高に当年度の国のPBと利払い費を足し合わせて算出。利払い費に関して、既発債は償還年度別に見た利付国債の平均金利、普通国債残高の満期構成、国債統計年報等をもとに推計した。新発債は毎年度必要となる発行総額を推計した上で、2024年度当初予算ベースの年限別発行シェアをもとに年限別の発行額を定め、それらに対応した利率を乗じることで求めた。

(注2) 「国内消化余地：大」、「国内消化余地：中」、「国内消化余地：小」は、それぞれ銀行等の潜在的な国債需要の100%、60%、20%が発現した場合。「銀行等の潜在的な国債需要」はIRRBB規制などをもとに保有できる残高を算出。算出にあたり関(2023)、左三川・阿部・高棕・廣芝(2024)を参考にした。

(出所) 関(2023)、左三川・阿部・高棕・廣芝(2024)、各種統計より大和総研作成

もともと、日銀は銀行等から国債を大量に購入することで量的緩和を進めてきたことを踏まえれば、銀行等には保有残高を増加させる余地があるとみられ、足元での国債の保有構成を前提とするという仮定は非常に強い。その余地を正確に把握することは困難だが⁴、左三川・阿部・高棕・廣芝(2024)等を参考に足元での「銀行等の潜在需要」を330兆円と仮定し、名目GDPの伸び率で機械的に延伸した上で、①潜在需要が100%実現する場合(「国内消化余地：大」)、②同60%実現する場合(「国内消化余地：中」)、③同20%実現する場合(「国内消化余地：小」)、という3つのシナリオを用意した。潜在需要が最大限に発現する場合でも、「日銀」と「その他主体」の需要の合計は2040年度時点で1,600兆円程度であり、財政健全化の取り組みが最も進むシナリオ(「PB: 0%」シナリオ)でさえ供給が国内需要を上回る状況となる。

国債の需給が一致するという前提に立てば、国内需要を上回る分の供給に対応するには海外部門の需要を増加させて賄う必要がある⁵。国債の供給と国内需要との差から、2040年度時点の国債の海外保有比率の上昇幅を試算したものが図表4右だ。国債の国内消化余地が大きいほど、また財政健全化への取り組みが進展するほど、海外保有比率の上昇が抑えられている。

⁴ 前提が違うため一概には比較できないが、民間部門が増やせる国債保有額について、左三川・阿部・高棕・廣芝(2024)では330兆円程度(2024年度末の残存期間20年以下の長期国債の残高ベース)、関(2023)では「購入余地は日銀保有の3割前後」(2022年12月時点の日銀保有国債:555兆円)としている。また、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入以降、当座預金は約500兆円増加した。本稿ではこれら3つの想定の中核値に当たる左三川・阿部・高棕・廣芝(2024)の試算値を採用した。

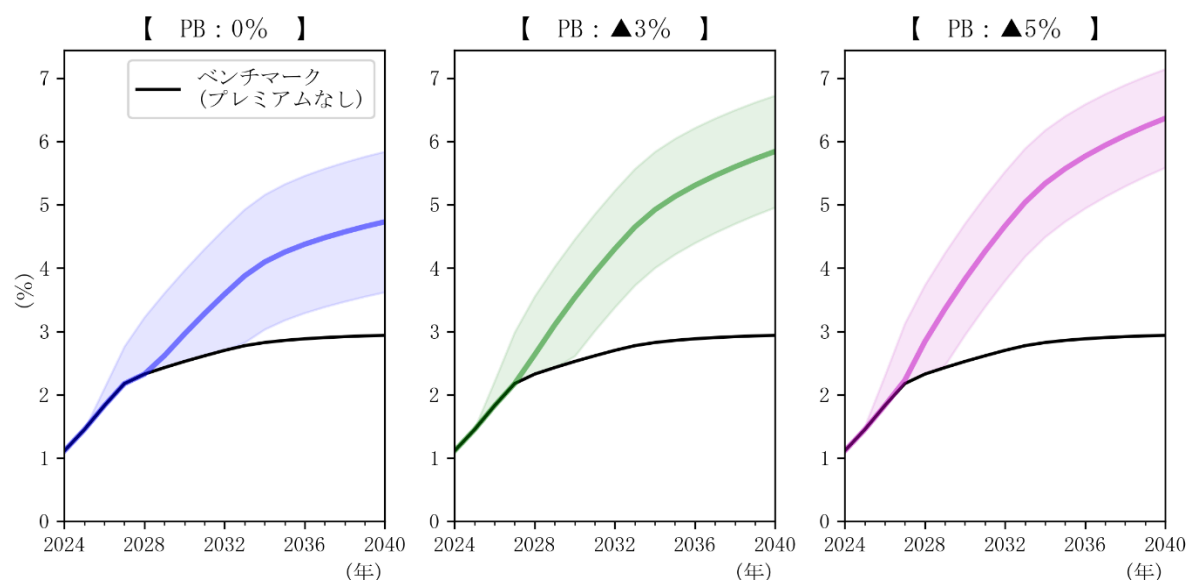
⁵ 単純化のため、国債需給が一致するという仮定のもと、供給と国内での需要が外生的に決定され、その差額から海外保有額が決定されると想定している。

リスクプレミアムの上昇により長期金利は将来 7%程度に達する可能性も

一般的に海外部門は比較的高いリスクプレミアムを要求する傾向にあることから、その需要を満たすためには長期金利の上昇が必要である。すなわち、海外保有比率が高まるほど、長期金利に対する上昇圧力が強まるということだ。当社の試算では、海外保有比率が 1%pt 高まると長期金利は 0.07%pt 上昇する。

こうした関係を前提に、財政シナリオ別に長期金利の先行きを試算した結果が**図表 5** だ。**前掲図表 3** では、日銀による国債需要の減少のみを考慮した長期金利の見通し（ベンチマーク）を示したが、これに**図表 4 右**から試算される海外保有比率の上昇によるリスクプレミアム分（間接効果）を上乗せする形で各シナリオにおける長期金利を推計している。財政健全化の取り組みが遅れるほど、国債の供給が増加し、海外保有比率が高まるため、長期金利への上昇圧力が強まる。

図表 5：リスクプレミアムが上乗せされる場合の財政シナリオ別に見た長期金利の試算値



(注 1) バンドの上限は国内消化余地に関する「国内消化余地：小」、下限は「国内消化余地：大」シナリオに、中央の実線は「国内消化余地：中」シナリオにそれぞれ対応している。

(注 2) 被説明変数に 10 年物国債利回り、説明変数には海外保有比率や短期金利、新コアコア CPI 上昇率、米 10 年物国債利回り、名目 GDP、潜在 GDP を用いて長期金利関数を複数推計し、各推計式におけるパラメーターの中央値 (0.07) を海外保有比率のパラメーターとして採用した。

(出所) 日本銀行、財務省、総務省、内閣府、U.S. Department of the Treasury、Haver Analytics より大和総研作成

「直接効果」よりも「間接効果」による長期金利の上昇圧力に警戒が必要

以上のように、日銀が保有する国債残高が減少することで、「直接効果」と「間接効果」の両面から長期金利には上昇圧力がかかる。だが「直接効果」と比較すると、「間接効果」による長期金利の上昇圧力は圧倒的に強い。

とりわけ 2013 年 4 月の量的・質的金融緩和の導入以降は、政府が国債の供給を増やしても、日銀が大規模な買入れを行ったため長期金利が上昇しにくかった。だが、日銀という国債の最

大の保有主体が長期的には保有残高を大幅に減らす見込みであり、今後は国債の国内需要は伸びにくい。こうした状況の中、政府の財政健全化の取り組みが遅れて国債の供給が大規模になれば、需給バランスが崩れて長期金利に強い上昇圧力がかかる可能性がある。

2. 長期金利の上昇が実質 GDP および各経済主体に与える影響

次に、**前掲図表 5** で示した財政シナリオごとに、長期金利の上昇が実質 GDP と企業・家計の利息収入に与える影響を示す。とりわけ影響の大きい間接効果によるリスクプレミアムの上昇に着目し、以下では**前掲図表 5** における「ベンチマーク（プレミアムなし）」と各シナリオとの差が与える影響を考察する。

(1) マクロ経済全体への影響

【実質 GDP】とりわけ設備投資で長期金利上昇による悪影響が顕在化

各シナリオにおける実質 GDP への影響を当社のマクロモデルを用いて試算すると、2040 年時点で「PB：0%」シナリオではベンチマーク比▲4.0～▲1.0%、「PB：▲3%」シナリオでは同▲5.6～▲2.9%、「PB：▲5%」シナリオでは同▲6.5～▲3.9%となった（**図表 6 上段**）。「PB：0%」シナリオではシミュレーション期間全体を通じて最大▲4.1%程度の乖離が生じる一方、「PB：▲5%」シナリオでは同▲6.7%程度と大幅に拡大する。リスクプレミアムの上昇が実体経済に大きな悪影響を及ぼす可能性が示唆される。

内訳を見ると、個人消費への影響は比較的小さい。2040 年時点で最も落ち込むシナリオでもベンチマーク比▲5.1%程度となっている（**図表 6 中段左**）。これは設備投資などとは異なり、金利上昇の影響がローンを組んで購入することの多い自動車など一部の費目に限られるためである。

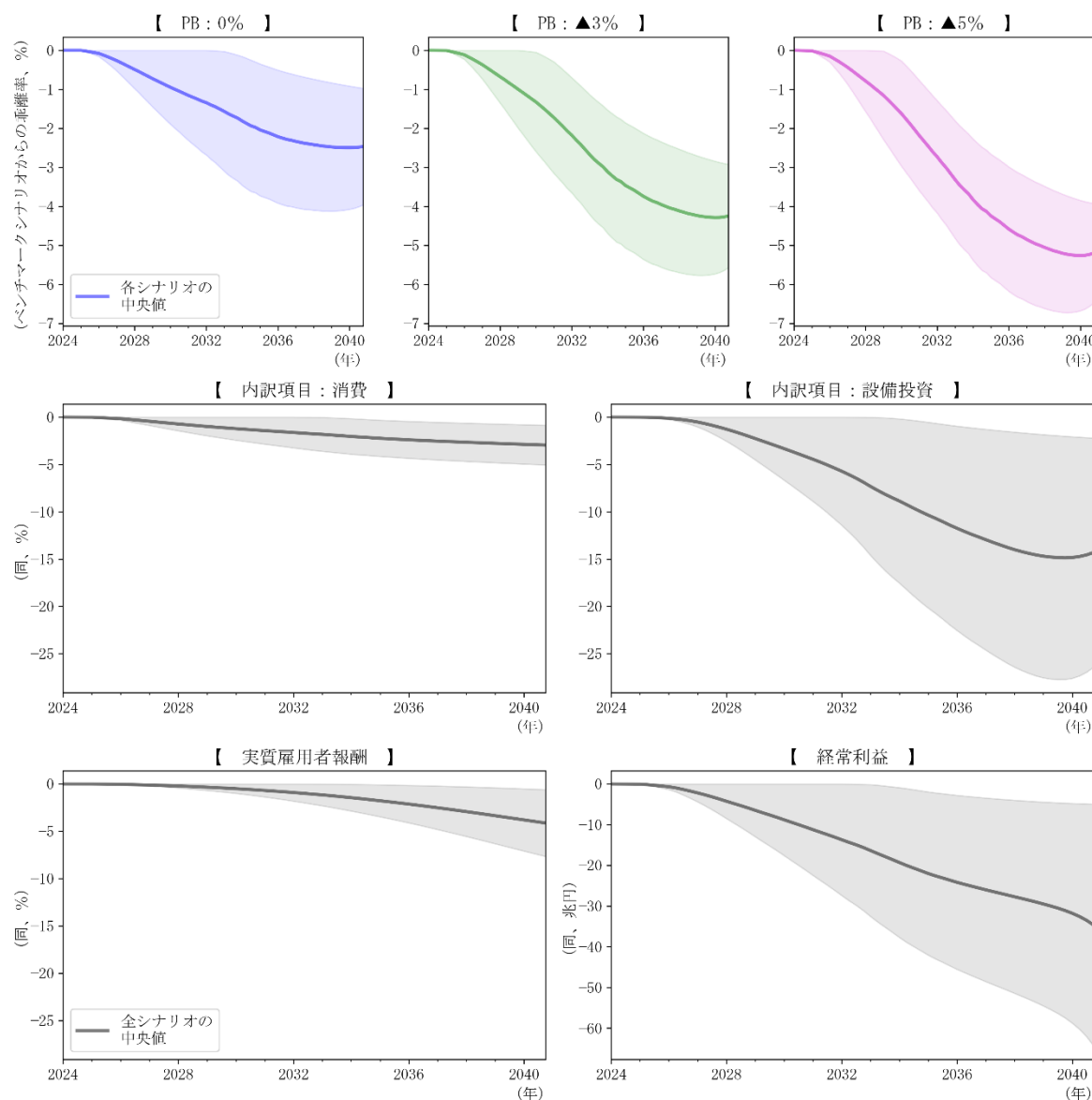
長期金利の上昇は、企業収益の減少や景気の悪化を通じて、労働需要を減少させる。結果として、実質賃金と雇用者数の双方に減少圧力がかかることから、実質雇用者報酬を下押しする効果を持つ（**図表 6 下段左**）。半面、家計は金融負債よりも資産を多く持つことから、長期金利の上昇は純利息収入を押し上げ、実質可処分所得の減少を緩和する。

一方、設備投資への影響は大きい（**図表 6 中段右**）。2040 年時点で最も影響が小さいシナリオではベンチマーク比▲2.2%程度の落ち込みにとどまる一方、最も大きいシナリオでは同▲25%を上回るような大幅な落ち込みが示された。長期金利の上昇によって企業の資金調達環境が悪化することに加え、景気の悪化による企業収益の減少も設備投資を下押しする方向に作用するためである（**図表 6 下段右**）。

当社のマクロモデルでは十分に反映されていないものの、設備投資の大幅な減少は資本ストックの増加を抑制することで、潜在成長率を下押しするとみられる。これは自然利子率の低下を招き、金融環境を引き締める的にすることで設備投資を更に減少させるだろう。「設備投資の二

面性」(需要と供給の双方に影響するという設備投資の性質)を考慮すれば、長期金利の上昇は需要の抑制だけでなく、供給能力の低下という経路でも日本経済に大きな負の影響を与える可能性がある。

図表 6 : 財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が実質 GDP に与える影響



(注) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する 3 つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。中段および下段のバンド幅は国内消化余地(3 通り)と財政に関するシナリオ(3 通り)の合計 9 通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(出所) 各種統計より大和総研作成

(2) 企業・家計への影響

マクロモデルを用いた分析は、長期金利の上昇が各変数に与える相互作用を考慮できる一方、モデルに描写されていない企業・家計部門内の影響を詳細に把握することができない。そこで以下では、経済変数間の相互作用の影響を捨象する一方、企業部門では業種別・企業規模別に、家計部門では世帯主年齢別に金利上昇の影響を分析する。

【企業収益】長期金利の上昇の悪影響はとりわけ非製造業および中小企業で顕在化

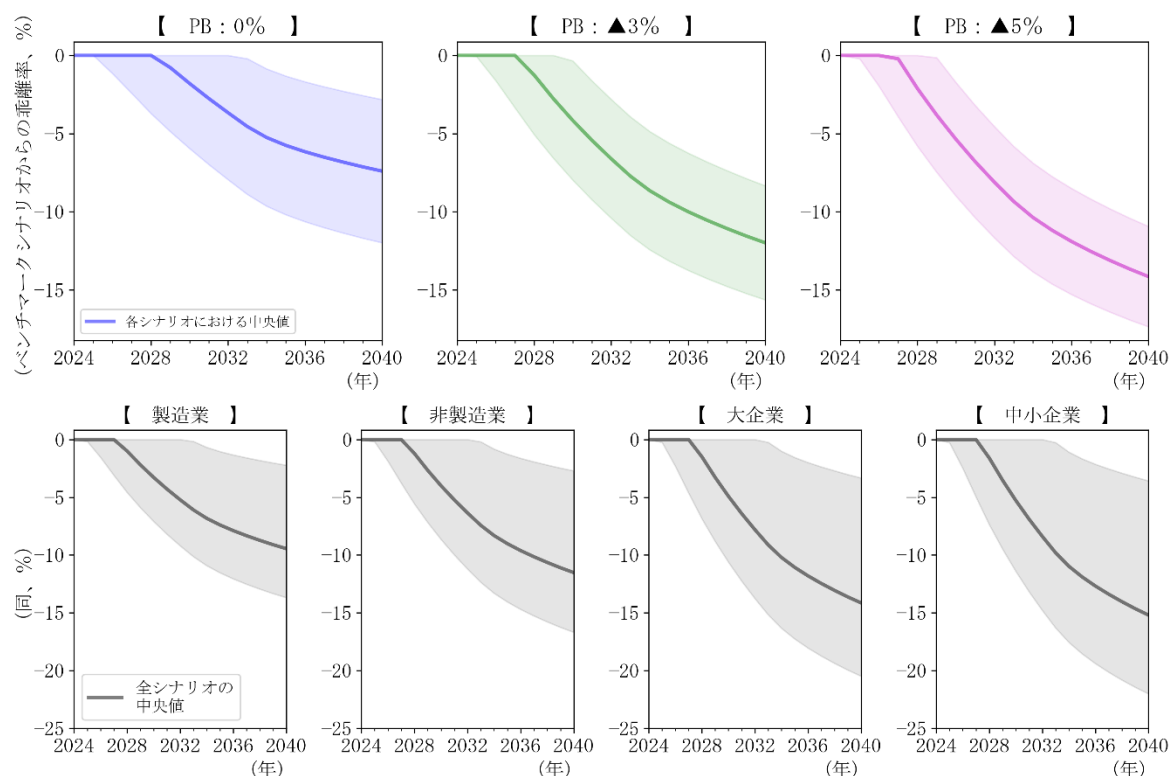
長期金利の上昇が全規模・全産業ベースの経常利益に与える影響を財政シナリオ別に試算すると(図表7上段)、「PB:0%」シナリオでは2040年時点で▲12.0%~▲2.8%程度、「PB:▲5%」シナリオでは▲17.3%~▲10.9%程度、経常利益が減少するとみられる。長期金利1%ptの上昇は、全規模・全産業ベースの支払利息利率(=支払利息等(年率換算)/有利子負債)を0.8%pt押し上げ、受取利息利率(=受取利息等(年率換算)/有利子資産)を0.1%pt押し上げる。長期金利の上昇で受取利息よりも支払利息の方が大きくなるため、経常利益が減少する。

業種別(全規模ベース)に見ると、長期金利の上昇は製造業よりも非製造業の経常利益を大きく下押しする(図表7下段左・左中)。製造業の経常利益の押し下げ幅は、2040年時点で最大▲13.7%程度(中央値:▲9.0%)であるが、非製造業では最大▲16.7%程度(同:▲11.5%)まで落ち込むと試算される。

背景には、両者の長期金利に対する支払利息利率の感応度や資金の調達構造の違いがある。長期金利が1%pt上昇した場合、支払利息利率は製造業で0.9%pt、非製造業で0.7%pt程度押し上げられるとみられる。だが、有利子負債に対する有利子資産の比率は、非製造業よりも製造業の方が高く、非製造業の方が相対的に有利子負債を多く抱えている。非製造業の方が長期借入金への依存度が高いためであり、不動産業や電力業、運輸業・郵便業でその傾向が顕著だ。これらの業種では、不動産や発電所、輸送機など、大規模な設備投資を必要とするため、借入金が大きくなりやすい。こうした違いにより、経常利益に対する支払利息等の増加額は非製造業の方が大きくなるとみられる。

次に企業規模別に試算すると、長期金利の上昇による経常利益の下押し幅は大企業(中央値:▲14.1%、最大値:▲20.5%)よりも中小企業(中央値:▲15.2%、最大値:▲22.0%)の方がわずかに大きい(図表7下段右・右中)。内訳を見ると、非製造業では大企業も中小企業も経常利益の減少幅はおおむね最大で▲20%程度であり、企業規模間で大きな差はない。だが、製造業では大企業では最大でも▲10%程度なのに対して、中小企業では最大で▲25%程度と試算される。長期金利上昇の悪影響は中小企業の中でもとりわけ製造業で強く表れる可能性がある。

図表 7：財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が経常利益に与える影響
(上段：全規模・全産業ベース、下段：業種別・企業規模別)



(注 1) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する 3 つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。下段のバンド幅は国内消化余地(3 通り)と財政に関するシナリオ(3 通り)の合計 9 通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(注 2) 有利子負債＝長期借入金＋短期借入金＋社債、有利子資産＝現金・預金＋長期貸付金＋有価証券＋（投資その他の資産）その他、支払利息率＝支払利息等（年率換算）/有利子負債、受取利息率＝受取利息等（年率換算）/有利子資産。支払利息率と受取利息率を長短金利と定数項で回帰し、それぞれの変化率による経常利益の変化幅を試算。推計期間は支払利息率が 1974 年 7-9 月期-2019 年 10-12 月期、受取利息率が 1983 年 4-6 月期-2019 年 10-12 月期。

(出所) 各種統計より大和総研作成

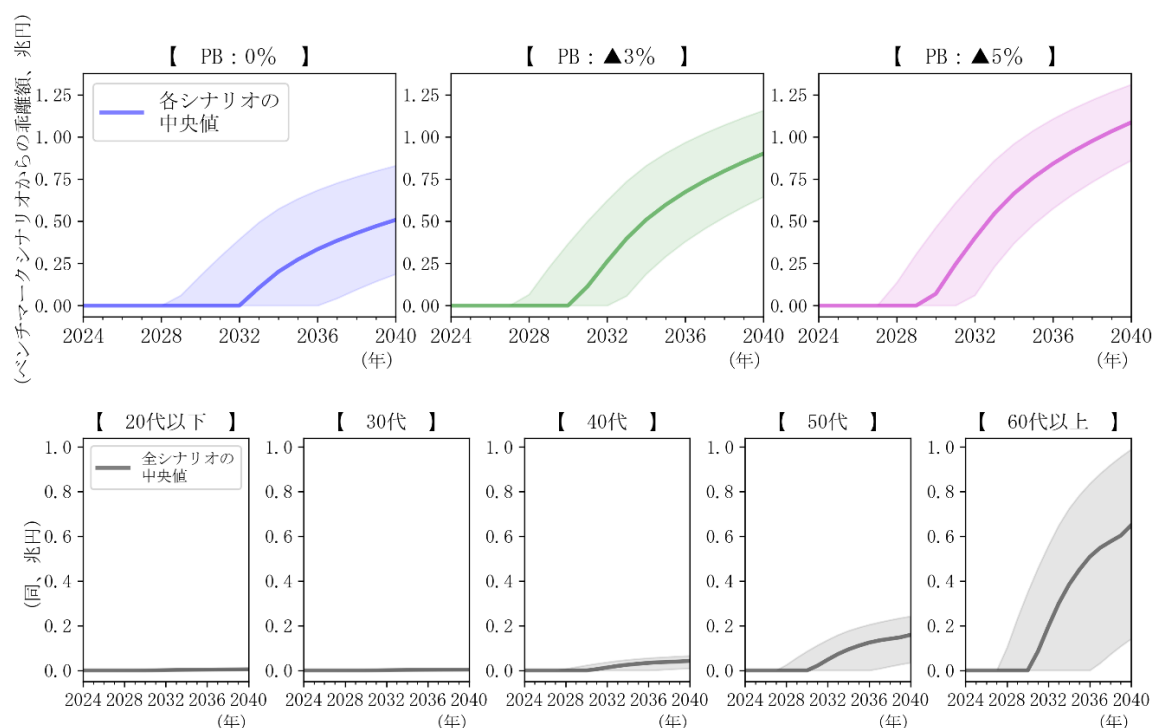
【家計】金利上昇による純利息収入増加の恩恵は高齢者に大きく偏在

家計の利息収入は、金融資産のうち新規定期預金に適用される金利が上昇することで増加する。一方、負債面では新規の自動車ローンや住宅ローンなどに適用される金利が上昇し、利払い負担が増加する。負債を大幅に上回る金融資産を有する家計部門では、全体としては長期金利の上昇は純利息収入を増加させる（図表 8 上段）。

だが詳細に見ると、その恩恵には大きな偏りが生じることには留意が必要だ。図表 8 下段は純利息収入の変化を世帯主年齢別に示したものである。20 代以下や 30 代の世帯では純利息収入の増加幅が非常に小さい。20 代以下の世帯では所得水準が低いがゆえに貯蓄率が低く、預貯金も借入も少ないことが背景にあるとみられる。また、30 代の世帯では所得水準の高まりで金融資産が積み上がり始める一方、子育て時期と重なることから住宅や自動車を購入する世帯が比較的多く、預貯金を上回る負債を抱えている。

純利息収入の増加は60代以上の世帯に偏在している。他の年齢層と比べて預貯金が多く、金利上昇による恩恵を受けやすい。また、住宅ローンの返済を終えた世帯が多いため借入が少ないことから、金利上昇の負担が小さい。このため、純利息収入が他世帯と比較しても大幅に増加するとみられる。

図表 8：財政シナリオ別に見たリスクプレミアム上昇による金利高が家計の純利息収入に与える影響



(注) 上段のバンド幅は国内消化余地に関する3つのシナリオでの上限と下限を、実線は中央値を示す。下段のバンド幅は国内消化余地(3通り)と財政に関するシナリオ(3通り)の合計9通りのシナリオにおける上限と下限を示し、実線はその中央値を示す。

(出所) 各種統計より大和総研作成

おわりに

本稿では、日銀による量的引き締めを契機とした金利上昇リスクと日本経済への影響を検討した。日銀の金融政策の正常化が進む一方で政府の財政健全化の取り組みが遅れ、国債発行額が増加し続ければ、リスクプレミアムの上昇を通じて長期金利が大幅に上昇し得る。その結果、実質 GDP は最大で 6.5%程度押し下げられる可能性がある。

金利上昇による企業収益への影響を分析すると、資金調達構造の違いによって、製造業よりも非製造業、大企業よりも中小企業で悪影響が大きいとみられる。金利上昇で家計の純利息収入は増加するものの、その大部分は資産を多く有する高齢層が受け取り、特に 30 代以下の若年層への恩恵は小さいことが示唆された。

【参考文献】

神田慶司（2018）「[将来の金利負担増で政府債務はどうなるか](#)」、大和総研レポート、2018 年 11 月 1 日

久後翔太郎・中村華奈子（2024）「[『国債買入減額+利上げ』だけで長期金利は 2%超えか](#)」、大和総研レポート、2024 年 6 月 12 日

左三川郁子・阿部眞子・高棕草美・廣芝大慧（2024）「[日銀を待ち受ける巨大バランスシートとの闘い](#)」日本経済研究センター、2023 年度金融研究班報告③：8 年ぶりのマイナス金利解除、2024 年 3 月 19 日

関浩之（2023）「[国債の安定消化](#)」第 3 回 国の債務管理に関する研究会、2023 年 6 月 2 日

内閣府（2024）「[中長期の経済財政に関する試算](#)」、2024 年 7 月 29 日