

2026年5月26日 全3頁

金利上昇が日本経済に与えるリスク

経済成長を伴わない金利上昇は設備投資を中心に経済を下押し

経済調査部 エコノミスト 畑中 宏仁

[要約]

- 長期金利の上昇が続く中、政策要因による物価押し下げもあるが、実質金利はプラス圏で推移している。実質金利がマイナスで、緩和的な金融環境が維持されている間は、金利上昇による経済活動への悪影響はさほど見られなかったが、実質金利が明確なプラス圏で推移する経済においては金利上昇の影響に一段と注意を払う必要がある。
- 当社の短期マクロモデルに基づき、長期金利が1%pt上昇した状態が1年間続いた場合を想定してシミュレーションを行うと、設備投資が大きく減少し、実質GDPは0.5%減少する。住宅投資や個人消費、純輸出も減少するだろう。
- しかし、金利上昇が必ずしもマクロ経済に悪影響を及ぼすとは限らない。景気拡大等を背景とした金利上昇であれば、生産性向上等も相まって、投資の限界収益率は上昇し、設備投資には悪影響は表れにくくなるだろう。一方、財政悪化懸念やインフレ懸念を背景とした、経済成長を伴わない金利上昇であれば、設備投資や住宅投資などに対するクラウディングアウト効果などによって、シミュレーション結果に近い効果がマクロ経済にもたらされることになろう。

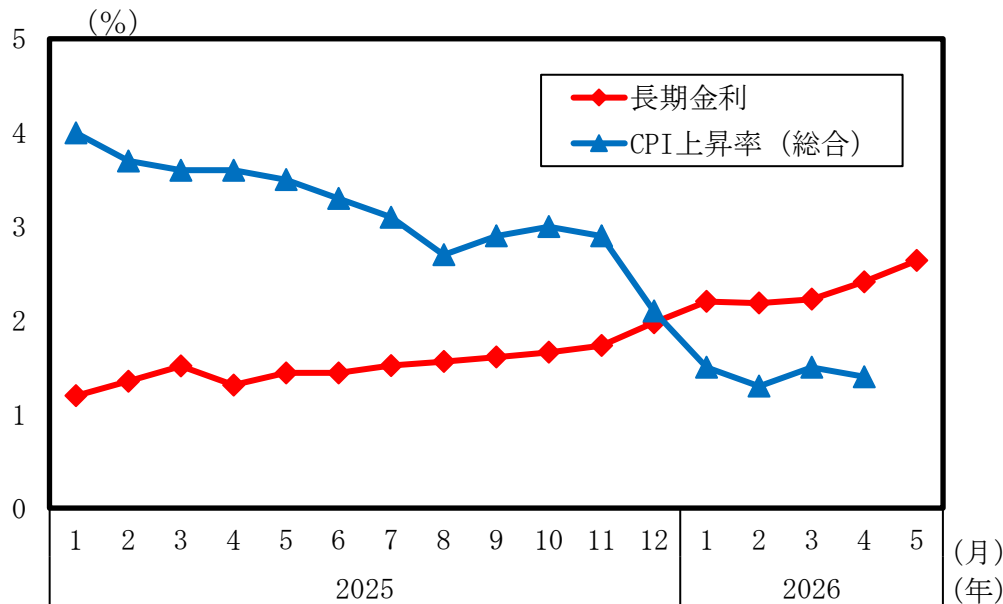
長期金利上昇が続く、足元では実質金利はプラスに転換

長期金利¹の上昇が続いている。2026年5月19日の長期金利は2.79%に達し、年初からは0.67%pt、昨年5月末からの1年間で1.29%pt上昇した。エネルギー高対策などの政策要因で物価が押し下げられている面はあるものの、2026年1月以降は消費者物価（CPI、総合ベース）上昇率が長期金利が上回っている（＝実質金利がプラス）状態が続いている（**図表1**）。

中東情勢の悪化に伴う原材料費高騰により、CPI上昇率は高まっていく可能性があるものの、金利上昇が今後も続くのであれば、従来のように実質金利が大きくマイナスになり続けることはないだろう。これまでは実質金利がマイナス圏で緩和的な金融環境が維持されていたため、金利上昇局面でも経済活動への悪影響はさほど見られなかった。しかし、実質金利が明確なプラス圏で推移するようになれば、金利上昇の影響に一段と注意を払う必要がある。

¹ 本レポートでは、長期金利は新発10年物国債利回りを指す。

図表 1：長期金利と CPI 上昇率（総合）の比較



(注) 長期金利は新発 10 年物国債利回りの月中平均。2026 年 5 月については 25 日までの平均。

(出所) 日本相互証券株式会社「主要年限レート推移」、総務省「消費者物価指数」より大和総研作成

長期金利上昇は短期的には設備投資を中心に経済を下押し

そこで、当社の短期マクロモデルに基づき、長期金利がメインシナリオ²比で 1%pt 上昇し、その金利水準が 1 年間継続した場合のシミュレーションの結果が図表 2 である。

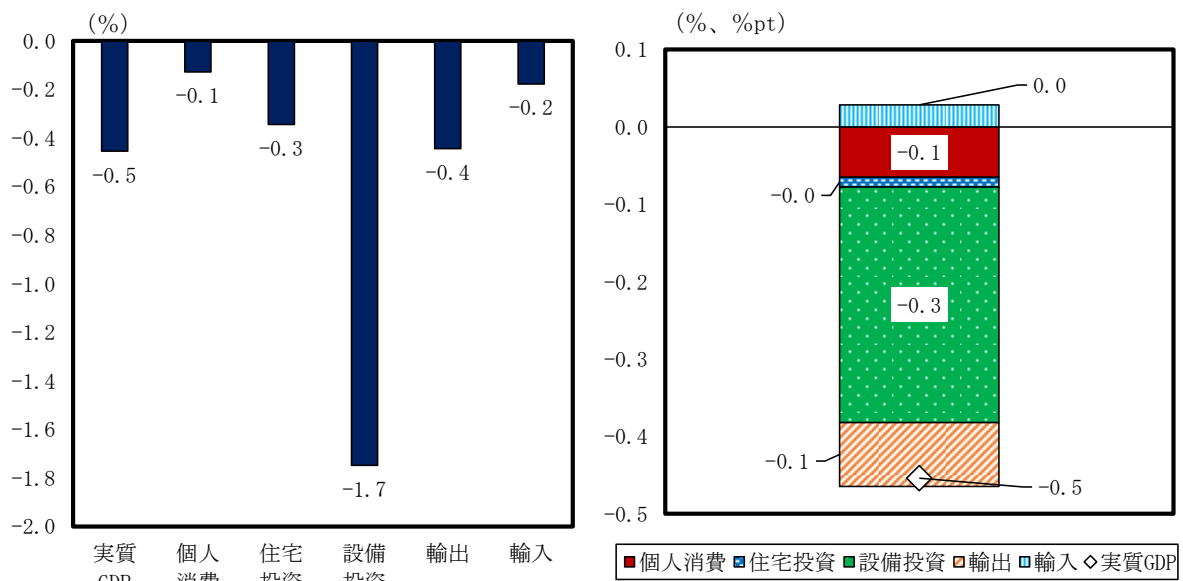
長期金利の上昇により、実質 GDP は 0.5%減少する。主因は設備投資の減少（▲1.7%）であり、実質 GDP 減少の過半は設備投資によるものである。金利上昇による資金調達コストの増加に加え、海外との金利差縮小を通じた円高圧力が企業収益減少につながることもあって、設備投資は大きく減少する。

外需については、円高によって輸出は減少（▲0.4%）する。円高は輸入デフレターを低下させるが、内需減少の影響の方が大きく、輸入も減少（▲0.2%）する。輸出減少の効果が、GDP の控除項目である輸入減少の効果を上回るため、純輸出は実質 GDP を押し下げる。

家計については、金利上昇はプラスとマイナスの両面がある。家計の有利子資産は有利子負債を上回っているため、金利上昇はネットで見た家計の財産所得を増加させる。加えて、金利上昇による円高は物価を下落させ、実質可処分所得の増加につながる。しかし、景気悪化と企業収益減少による雇用者報酬の減少と資産価格（株価）の下落の効果の方が大きく、小幅ではあるが個人消費は減少（▲0.1%）する。住宅投資については、これらの影響に加え、住宅ローン金利の上昇もあって減少（▲0.3%）する。

² メインシナリオでは、長期金利は、2026 年度は 2.78%、2027 年度は 3.03%と見込んでいる。メインシナリオの詳細については、当社の「[第 229 回日本経済予測](#)」（2026 年 5 月 25 日）を参照。

図表 2：長期金利 1%pt 上昇時における各需要項目の変動（左）と GDP 成長率への寄与度（右）



(注) 標準シナリオから長期金利が 1 年間通じて 1%pt 上昇した場合の影響。

(出所) 各種統計より大和総研作成

経済成長を伴わない金利上昇は、経済活動への悪影響が大きい

今回のシミュレーションでは金利上昇によって実質 GDP が減少する姿が描かれたが³、金利上昇が必ずしもマクロ経済に悪影響を及ぼすとは限らない。通常、金利は景気動向やインフレ期待、経済対策などの財政出動による財政悪化懸念など、プラス・マイナスの様々な要因を反映して変動するからだ。

景気拡大や生産性向上などによって投資の限界収益率が上昇し、金利との差が保たれば、設備投資への悪影響は表れにくくなるだろう。また、金融政策の正常化に伴う金利上昇は中長期的には経済全体の資源配分の効率化などを通じて TFP 上昇率を押し上げるとも指摘されている⁴。従って、本シミュレーションの結果は金利上昇の負の作用が強調されている可能性がある。

一方、足元の長期金利の上昇は、経済成長の加速によるものではなく、財政悪化懸念や、原油価格上昇によるインフレ懸念などを反映しているともいわれる。こうした懸念を背景に、経済成長を伴わないまま長期金利が上昇する場合、設備投資や住宅投資などに対するクラウドイングアウト効果などによって、シミュレーション結果に近い効果がマクロ経済にもたらされることになろう。

³ 内閣府の短期マクロモデルでは、当社の短期マクロモデルと異なり、短期金利の上昇は個人消費と輸入を増加させているが、設備投資と住宅投資、輸出が減少し、実質 GDP が抑制される姿には変わりはない。

⁴ Fukuda, S. (2025) "Short-run and long-run consequences of unconventional monetary policy in Japan", *Journal of the Japanese and International Economies*, 77, 101375. では、短期シャドーレート低下による TFP 上昇率への影響を推計し、1990 年代末以降の日銀の大規模金融緩和策が中長期的に TFP を押し上げてきたことを指摘した。今後は金融政策の正常化が TFP の押し上げ要因になり得ることを示唆している。