

2023年4月20日 全9頁

# 日本経済見通し：2023年4月

## 金利が上昇したら日本経済はどうなるか

経済調査部 シニアエコノミスト 神田 慶司  
シニアエコノミスト 久後 翔太郎  
エコノミスト 中村 華奈子  
研究員 高須 百華

### [要約]

- 現在も2%の物価安定目標の達成はめどが立たないが、一方で2023年春闘では賃上げ率が30年ぶりの高水準となりそうだ。今後、人件費の増加を理由にサービスなど幅広い品目で値上げが行われれば、インフレの持続性が高まり、いずれ日本銀行（日銀）は金融政策の正常化に着手する可能性がある。そこで本稿では、将来の金利上昇リスクについて定量的に検討した。
- 長期金利が1%pt上昇する場合、純利息収入への影響は家計が+0.3兆円、企業が▲0.1兆円、政府が▲0.7兆円、日銀が+0.3兆円、金融機関等が+0.3兆円と試算される。さらに短期金利も1%pt上昇すると、家計が+1.0兆円、企業が▲3.0兆円、政府が▲1.3兆円、日銀が▲4.7兆円、金融機関等が+8.0兆円へと大幅に拡大する。家計は純利息収入が増加するが、その恩恵は無職世帯や高齢世帯に偏っている。中間所得層や30~40代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい。
- 上記試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析である。動学的な波及経路を考慮した金利上昇の影響の大きさを測るため、マクロモデルを用いてシミュレーションを行うと、短期金利が1%pt上昇する場合の実質GDPへの影響は3年目で▲0.8%であり、長期金利が1%pt上昇する場合の2倍以上のインパクトがある。もっとも、3%ptや5%ptといった大幅な金利上昇が短期間に起きれば、システムック・リスクの発生やリスクプレミアムの高まりなどマクロモデルに反映させることができない非線形的な影響を日本経済にもたらし得る。

## 1. 金利上昇で各経済主体の利息収入・利払い負担はどう変わる？

### 将来の金利高リスクを定量的に検討

2023年4月9日、日本銀行（日銀）の総裁に植田和男氏が就任し、新しい体制が始動した。就任後の記者会見で植田総裁は、現在の大規模緩和策を継続することで2%の物価安定目標の達成を目指す考えを強調した。

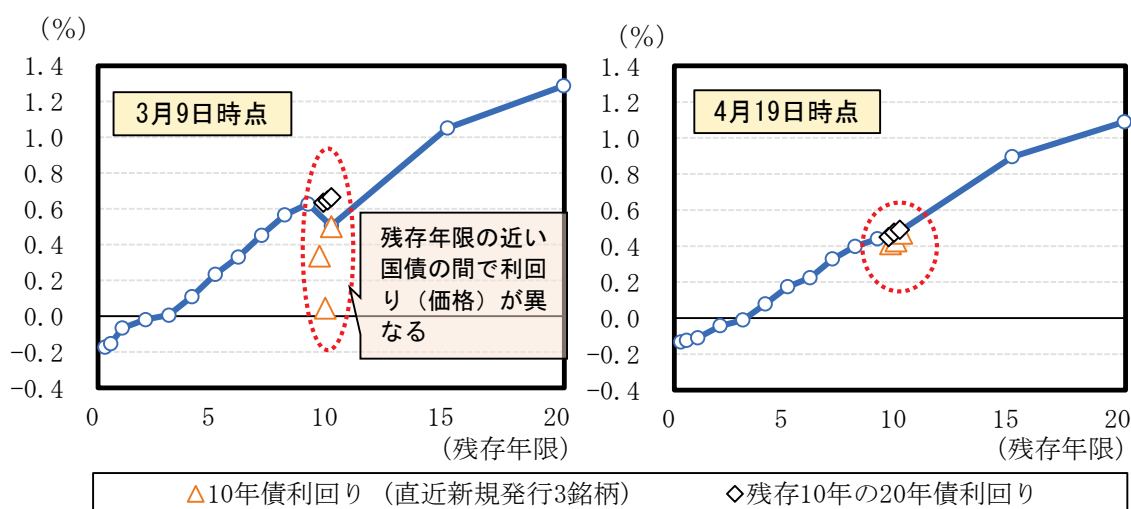
3月に米金融機関の経営破綻などで金融不安が広がり、海外だけでなく日本の国債利回りにも低下圧力がかかった。結果として、イールドカーブの「歪み」はこのところ目立たなくなっている（**図表1**）。世界経済の下振れリスクの高まりや、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の副作用対策の必要性の低下などから、日銀は4月27・28日に開かれる金融政策決定会合においてYCCの継続を決定するとみている。

一方、2023年春闘では賃上げ率が大幅に高まる見込みだ。日本労働組合総連合会（連合）が集計した定期昇給相当込みの賃上げ率は3.69%（4月11日時点）と、30年ぶりの高水準となった。記録的な物価高や労働需給のひっ迫などを背景に、中小企業でも2%を超えるベースアップ率での妥結が相次いだ。

これまでのインフレは食料やエネルギーが中心で持続性に欠けていた。だが、人件費の増加を理由にサービスなど幅広い品目で値上げが行われれば、欧米のような持続性の高いディマンドプル・インフレへと変化する可能性がある。さらに物価安定目標の達成が視野に入れば、日銀は金融政策の正常化に着手することになる。

金融政策の正常化などによって金利が上昇する場合、各経済主体と経済全体にどのような影響をもたらすのであろうか。本稿では将来の金利上昇リスクについて定量的に検討する。

図表1：日本国債の最近のイールドカーブ



(出所) Bloomberg、日本証券業協会より大和総研作成

## 金利上昇の影響は短期金利が上昇するかどうかで大きく変わる

まず家計と企業の直近のバランスシートを確認しよう（**図表 2**）。日本銀行「資金循環統計」によると、家計の金融資産残高は2022年末で2,023兆円であった。このうち預金は1,000兆円と資産全体の約半分を占める。

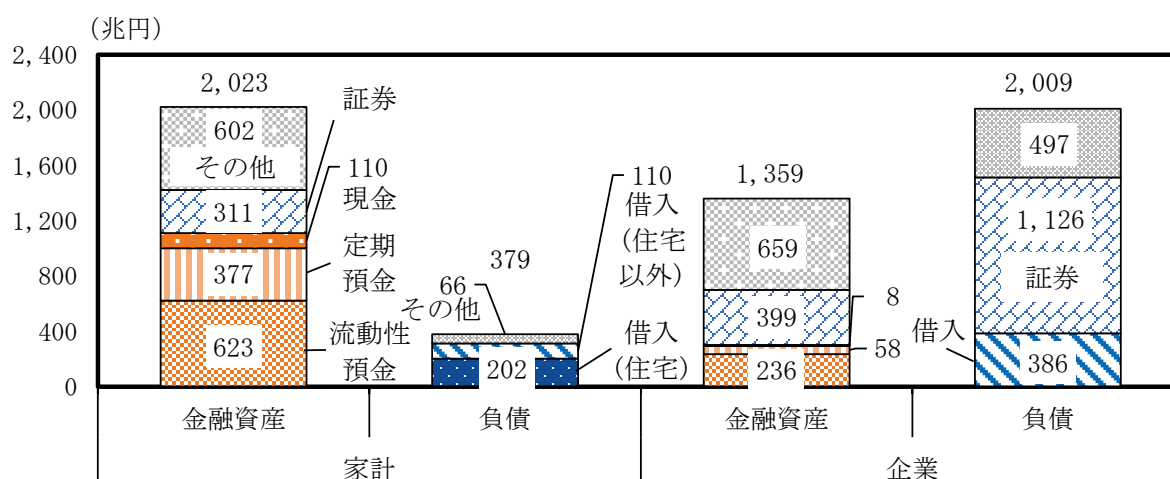
金利が上昇すると利息収入の増加が期待される。ただし、短期金利が据え置きで長期金利のみ上昇する場合、623兆円の流動性預金（普通預金）の利息はほとんど変わらない。377兆円の定期預金も満期が来るまで利息は変わらず、金利上昇の恩恵を受けるのは、年間80兆円弱とみられる新規契約分に限られる。そのため家計の利息収入は短期金利が上昇するかどうかや時間軸によって大きく変わるとみられる。

家計の負債残高は379兆円で、住宅ローン残高は202兆円であった（2022年末）。国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」によると、金利タイプ別では「変動金利型」が貸出残高の66%、新規貸出額の76%を占めた（2021年度）。預金と同様、家計の利払い負担は長期金利よりも短期金利の影響を受けやすい構造となっている。

家計は預金額が借入額を大幅に上回るのに対し、企業（非金融法人企業）は借入額が預金額をやや上回る。家計に比べ、金利上昇時に利息収入よりも利払い負担が増えやすいことが示唆される。借入金は設備等投資や資金繰りなどに活用されているため、金利上昇は利払い費の増加以上に企業の事業活動に悪影響を及ぼす。

こうしたバランスシートの特徴を踏まえ、以下では、(1) 長期金利のみ1%pt上昇、(2) 短期金利と長期金利がそれぞれ1%pt上昇、という2ケースを想定し、利息収入と利払い費への影響を経済主体別に試算する。

図表 2：家計と企業のバランスシートの状況（2022 年末）



(注) 「企業」は非金融法人企業で、企業負債のうち「借入」は民間金融機関貸出を、「証券」は株式等・投資信託受益証券と債務証券を指す。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

## (1) 長期金利のみ 1%pt 上昇するケース

家計・日銀・金融機関等の純利息収入が増加する一方、政府・企業では減少

長期金利が 1%pt 上昇する場合の利息収入及び利払い負担の変化額を示したものが**図表 3**である。ここでは「家計」「企業」「政府」「日銀」の純利息収入の合計額が海外部門を含む「金融機関等」の純利息収入（逆符号）と一致するように試算している（**後掲図表 4**も同様）。家計や日銀、金融機関等では利息収入が利払い負担を上回り、両者の差額である純利息収入が増加する一方、企業や政府の純利息収入は減少する。

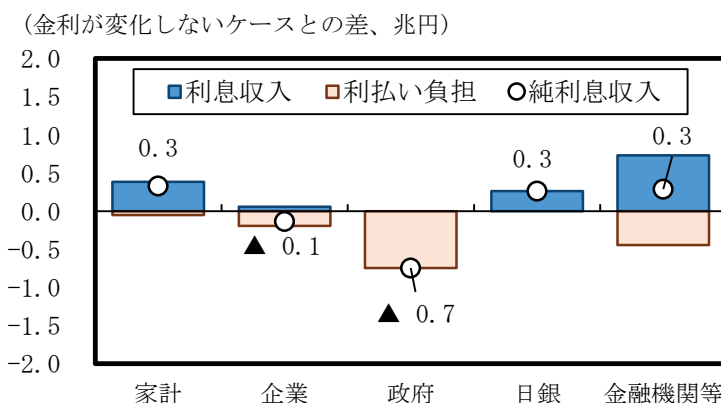
家計の利息収入は、金融資産のうち新規定期預金に適用される金利が上昇することで増加する。一方、負債面では新規の自動車ローンや住宅ローンなどに適用される金利が上昇し、利払い負担が増加する。結果として、家計の純利息収入は 0.3 兆円程度増加する。

企業についても同様に、金融資産のうち新規定期預金への適用金利の上昇が利息収入を押し上げる一方、負債面では新規借入金の利払い負担が増加する。ただし前述のように、企業の借入額は預金額を上回るため、長期金利の上昇は利息収入よりも利払い負担を押し上げやすい。企業における純利息収入は 0.1 兆円程度減少する。

長期金利の上昇による悪影響を最も受けるのは政府であり、新規に発行する国債の利払い費が増加することで純利息収入は 0.7 兆円程度減少する。一方、日銀のそれは新規国債の購入により 0.3 兆円程度増加する。

金融機関等の純利息収入は 0.3 兆円程度増加する。家計や企業の利息収入の増加は金融機関等にとって利払い負担の増加となる一方、新発国債の購入や企業を中心とした新規借入金からの利息収入が増加する。

**図表 3：長期金利のみ 1%上昇する場合の純利息収入への影響**



(注 1) 「金融機関等」には海外部門を含む。

(注 2) 各経済主体の資産・負債それぞれについて長期金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、長期金利が 1%pt 上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

## (2) 短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇するケース

### 企業と日銀、金融機関等の純利息収入が大きく変化

長期金利だけでなく短期金利も 1%pt 上昇すると、利息収入と利払い負担のいずれも (1) のケースから増加し、純利息収入は特に企業、日銀、金融機関等で変化すると試算結果が得られた (図表 4)。

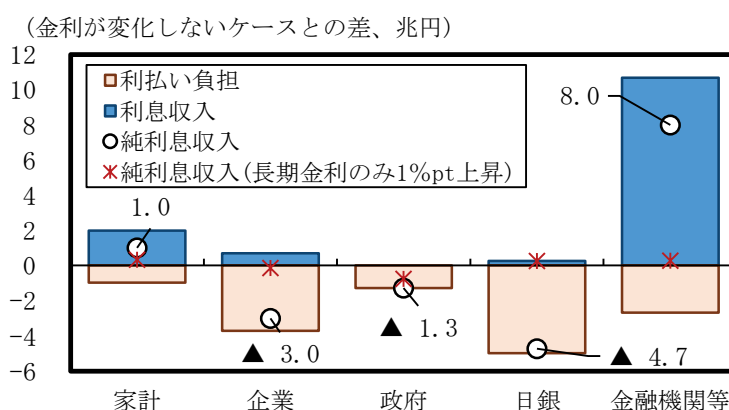
家計では定期預金金利に加え、短期金利の影響を強く受ける普通預金金利も上昇することで、利息収入は 2.0 兆円程度増加する。変動金利型の住宅ローンなど既存の負債の利払い負担も増加するものの、利息収入の増加額の方が大きく、純利息収入は 1.0 兆円程度増加する。

(1) のケースで 0.1 兆円程度と試算していた企業の純利息収入の減少幅は 3.0 兆円程度に拡大する。利息収入と利払い負担のいずれも増加するが、とりわけ利払い負担の増加額が大きい。

日銀の純利息収入は (1) のケースでプラスであったが、短期金利も上昇するとマイナスに転じる。さらに減少額は 4.7 兆円程度と、企業や政府のそれを上回る。短期金利の上昇は当座預金への付利の引き上げにつながり、これによって日銀から金融機関への利払い費が増加するためである。

金融機関等の純利息収入は 8.0 兆円程度増加する。企業などへの貸付や当座預金からの利息収入の増加により、0.3 兆円程度であった (1) のケースから大幅に増加する。

**図表 4：短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇する場合の純利息収入への影響**



(注 1) 金融機関等には海外部門を含む。

(注 2) 各経済主体の資産・負債それぞれについて長期金利の影響を受ける項目を抽出し、適応される金利を短期金利と長期金利で回帰することで得た係数を用いて、短期金利と長期金利が 1%pt 上昇した場合の利息収入・利払い負担額を算出。

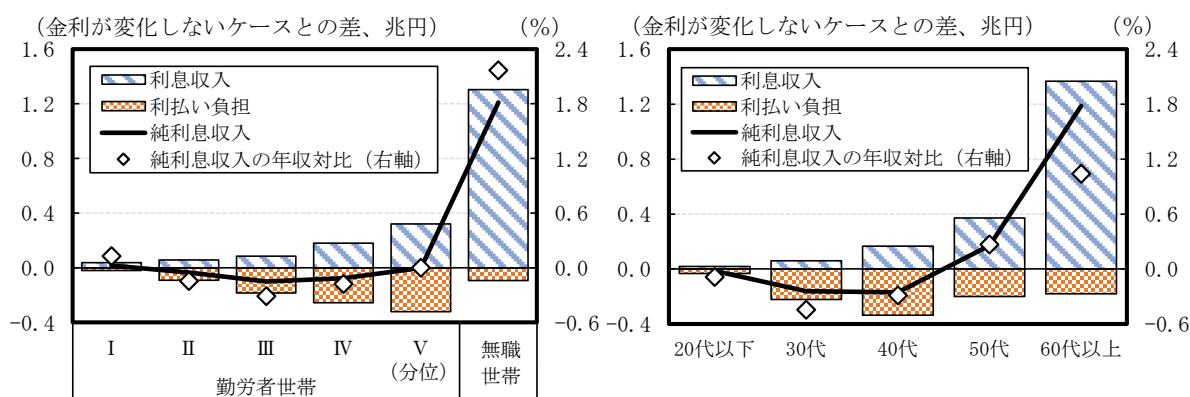
(出所) 日本銀行統計、住宅金融支援機構、一般社団法人全国銀行協会より大和総研作成

## 中間所得層や 30～40 代の世帯では金利上昇による悪影響がとりわけ大きい

家計は 2 つのケースのいずれにおいても純利息収入が増加するとの試算結果が得られたが、金利上昇の恩恵を受ける世帯と負担を被る世帯が存在する点には注意が必要だ。

ケース (2) における家計の純利息収入への影響 (+1.0 兆円程度) を、総務省「2019 年全国家計構造調査」を用いて世帯属性別に分けた結果が**図表 5**である (左図：就業状態・年収階級別、右図：年齢階級別)。純利息収入の変化額は折れ線グラフで、これを世帯の年収対比で見たものは「◇」印で示している。

**図表 5：就業状態・年収階級別（左）、世帯主の年齢階級別（右）に見た家計の純利息収入への影響（短期金利と長期金利がそれぞれ 1%pt 上昇するケースを想定）**



(注) 総世帯ベース。2019 年全国家計構造調査を用いて**図表 4**で試算した家計の純利息収入への影響 (+1.0 兆円) を世帯属性別に分解。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

**図表 5 左**の無職世帯に目を向けると、利息収入の増加額が突出して大きい。利払い負担への影響が小さく、純利息収入は金利上昇によって 1.2 兆円程度（年収対比で 2%程度）増加する。無職世帯の世帯主の多くは年金受給者などの高齢者だ。そのため**図表 5 右**の 60 代以上の世帯にも同様の傾向が見られる。無職世帯や高齢世帯は他世帯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。

年収下位 20%を占める第 I 分位の勤労者世帯や、20 代以下の世帯では金利上昇の影響が限定的である。こうした世帯では所得水準が低い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。また、年収上位 20%を占める第 V 分位世帯を見ると、利息収入の増加額は勤労者世帯の中で最も大きいだけでなく、借入の多さから利払い負担の増加額も大きい。高所得世帯では、金利上昇による恩恵が利払い負担の増加によって相殺されている。

金利上昇で最も打撃を受けるのが、第 III 分位の勤労者世帯や 30～40 代の世帯だ。第 III 分位世帯の純利息収入は▲0.1 兆円程度だが、年収対比では▲0.3%程度とマイナス幅が最も大きい。30 代や 40 代の世帯も同▲0.4～▲0.3%程度だ。子育て世代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。金利上昇は、住宅ローンや自動車ローンなどの利払い負担の増加を通じて生活を圧迫するだろう。

## 2. マクロモデルによる金利上昇の動学的な影響と将来のリスク

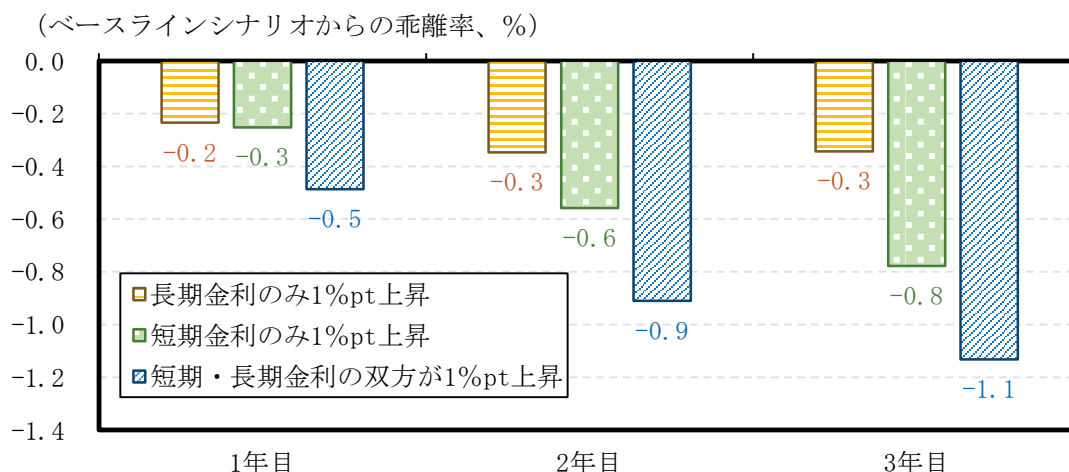
短期金利 1%pt の上昇は実質 GDP を 3 年目で▲0.8%と長期金利の 2 倍以上の大きさ

前章での分析は、金利上昇による各経済主体への直接的な影響を詳しく考察できる半面、金利上昇が投資需要を抑制し、景気が悪化して企業や家計の所得が減少するといった影響を全く考慮していない。すなわち、前出の試算は各経済主体の行動が変化しない静学的な分析であり、経済全体で見た金利上昇の影響はゼロとなっている。

そこで、動学的な波及経路を考慮した金利上昇の影響の大きさを測るため、大和総研の短期マクロモデルを用いてシミュレーションを行う。**図表 6** は金利が 1%pt 上昇した場合に日本の実質 GDP に及ぶ影響をまとめたものだ。ここでは短期金利、長期金利、短期金利と長期金利という 3 つのケースを想定したが、いずれにおいても実質 GDP は減少する<sup>1</sup>。

前章での分析結果と同様、金利上昇時の経済全体への悪影響は長期よりも短期の方が大きい。短期金利が 1%pt 上昇すると実質 GDP は 3 年目で 0.8%程度押し下げられ、長期金利が上昇する場合の 2 倍以上のインパクトがある。イールドカーブの起点である短期金利は貸出金利など種々の金利に波及しやすいほか、期間別貸出のボリュームゾーンも短期ゾーンに集中している。こうした日本経済の構造がマクロモデルに直接的、間接的に描写されたためである。

図表 6 : 金利が 1%pt 上昇した場合に実質 GDP に及ぶ影響



(注) 大和総研の短期マクロモデルによるシミュレーション結果。  
(出所) 各種統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 内閣府が 2022 年 12 月に公表した直近の短期日本経済マクロ計量モデルによるシミュレーション結果を見ると、短期金利を 1%pt 引き上げる場合、長期金利が内生的に 0.5%pt 前後上昇し、実質 GDP は 3 年目で 1.2% 減少する。大和総研のマクロモデルで短期金利が 1%pt、長期金利が 0.5%pt 上昇すると、実質 GDP は 3 年目で 1.0%程度減少しており、内閣府のシミュレーションに近い結果といえる。

## 物価安定目標の達成が視野に入ればインフレ過熱と大幅利上げのリスクも

現在も2%の物価安定目標の達成はめどが立たず、日銀は当分の間、政策金利を極めて低い水準で維持するとみられる。だが仮に、高水準の賃上げが継続して物価の基調が強まり、目標達成が視野に入れば、今度はインフレが過熱するリスクを意識する必要がある。

日本のインフレ期待は米国や欧州に比べて適格的であり、現実の物価上昇率の影響を受けやすい。そのため一度インフレが加速すると、期待インフレ率の上昇と相まって実質金利が下がりやすく、景気が過熱しやすい。IMF (2022)<sup>2</sup>などが指摘しているように、こうした状況下で物価を安定させるためには大幅な利上げが必要となる可能性がある。

**図表 6** では金利が1%pt 上昇する場合を想定したが、3%pt や5%pt といった大幅な金利上昇が短期間に起きれば、債務不履行の急増やシステミック・リスクの発生、リスクプレミアムの高まりなど、マクロモデルに反映させることができない非線形的な影響を日本経済にもたらし得る。異例の低金利環境が長期化したことで金利上昇に脆弱な経済構造になっており、政府の財政状況は厳しさを増しているからだ。

植田総裁は就任後の記者会見（2023年4月10日）で、「物価の安定の達成というミッションの総仕上げに向けて、理論・実務の両面で、尽力してまいりたい」<sup>3</sup>と述べた。物価安定目標の達成への道筋をつけ、インフレを過熱させないように金融政策を正常化できるか。日本のインフレの潮目が変わりつつある中、植田・日銀の今後の政策運営が注目される。

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2022) World Economic Outlook, October 2022.

また、「[コロナ禍における物価動向を巡る諸問題](#)」に関するワークショップ第3回「[わが国の賃金形成メカニズム](#)」（2022年12月23日）において、星岳雄・東京大学大学院経済学研究科教授は、「WEO（筆者注：World Economic Outlook October 2022）の分析と同意見であり、適格的な予想形成の度合いが強いわが国においては、賃金上昇を伴うかたちでインフレ率が高すぎる状態になった際には、強力な金融政策の引き締めを行う必要がある」との見解を示した。

<sup>3</sup> [https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken\\_2023/kk230411a.pdf](https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2023/kk230411a.pdf)



図表 7 : 日本経済見通し&lt;第 216 回日本経済予測 改訂版 (2023 年 3 月 9 日)&gt;

	2022			2023				2024				2025	2022	2023	2024
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	548.1	546.6	546.7	551.2	555.2	557.2	558.3	559.6	561.0	562.4	563.9	565.3	548.2	557.5	563.1
<前期比、%>	1.2	-0.3	0.0	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3			
<前期比年率、%>	4.7	-1.1	0.1	3.3	3.0	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0			
<前年同期比、%>	1.7	1.5	0.4	1.8	1.2	1.9	2.1	1.5	1.1	0.9	1.0	1.0	1.4	1.7	1.0
													( 1.0)	( 1.8)	( 1.1)
民間消費支出(前期比、%)	1.6	0.0	0.3	0.5	0.6	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	2.4	1.7	0.8
民間住宅投資(前期比、%)	-1.9	-0.4	0.0	0.2	0.6	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-4.4	0.8	-0.6
企業設備投資(前期比、%)	2.1	1.5	-0.5	0.5	1.3	1.2	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	2.8	3.4	2.4
政府消費支出(前期比、%)	0.8	0.1	0.3	-0.1	-0.6	-1.3	-0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.1	-1.8	-0.3
公共投資(前期比、%)	0.6	0.7	-0.3	0.5	0.7	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	-3.3	1.7	1.9
輸出(前期比、%)	1.5	2.5	1.5	1.3	1.2	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	5.6	4.6	1.8
輸入(前期比、%)	0.9	5.5	-0.4	-0.4	0.6	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	7.5	2.0	1.1
名目GDP(前期比年率、%)	4.3	-3.2	4.7	8.0	4.9	2.2	3.0	3.4	0.9	1.0	1.3	1.7	1.9	4.1	1.8
GDPデフレーター(前年同期比、%)	-0.3	-0.4	1.2	1.5	2.3	2.9	2.3	1.8	1.3	1.1	0.6	0.2	0.5	2.4	0.8
鉱工業生産(前期比、%)	-2.7	5.9	-3.0	0.7	3.4	1.4	0.4	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.4	5.1	0.9
コアCPI(前年同期比、%)	2.1	2.7	3.8	3.1	2.0	1.4	1.7	2.3	2.1	1.7	0.9	0.8	2.9	1.9	1.4
失業率(%)	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.3
貿易収支(兆円、年率)	-14.9	-22.3	-20.6	-14.7	-13.3	-13.0	-13.1	-12.8	-12.8	-12.7	-12.5	-12.3	-17.7	-12.8	-12.3
経常収支(兆円、年率)	12.4	4.0	9.9	13.8	17.4	18.0	18.4	18.9	19.3	19.8	20.4	21.0	10.1	18.3	20.2
前提															
原油価格(WTI、ドル/バレル)	108.5	91.4	82.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	77.6	90.1	77.6	77.6
為替レート(円/ドル)	129.6	138.4	141.4	133.6	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	137.2	135.7	137.2	137.2

(注) 網掛け部分は大和総研予想。

(出所) 大和総研