

テーマ: 追加利上げが各部門の収益に及ぼす影響 発表日: 07年2月22日(木)

～2000年当時からの影響は半減も、中小企業への悪影響は大企業の約2.5倍～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 日本銀行が昨年7月の金融政策決定会合以来約7ヶ月ぶりに利上げに踏み切り、企業部門を中心に経済活動に及ぼす影響が注目される。
- 他の条件が不変のまま政策金利が+25bp 上昇すれば、法人企業の経常利益は▲0.6%減少する。ゼロ金利解除後に景気後退に至った2000-2001年度の同影響が▲1.2%であったことからすれば、利上げが法人企業の経常利益に及ぼす影響は半減していることになる。
- 企業規模別に見れば、相対的に有利子負債が少なく業況が良い大企業の経常利益は▲0.4%減にとどまる一方で、有利子負債が大きく相対的に業況が悪い中小企業の経常利益は▲1.0%減に達する。従って、追加利上げは企業規模間の収益格差を拡大させる可能性がある。なお、業種別では、相対的に有利子負債/経常利益の比率が高い非製造業、中でも電力、運輸、不動産の順に悪影響が大きい。
- 政策金利の+25bp 上昇は、金融機関および家計の第一次所得バランス（SNAにおける経常利益的概念）をそれぞれ+1.2%、+0.3%程度増加させる一方で、非金融法人および政府の第一次所得バランスをそれぞれ▲1.1%、▲2.0%程度縮小させる。他の条件が不変であれば、金融機関と家計にとってはそれぞれ+0.2兆円、+1.1兆円の純利子収入増となる。追加利上げは、非金融法人部門の面だけでなく、金融機関や政府、家計の利子収支を通じて日本経済に様々な影響を及ぼす。
- ただ、近年ではマネーのグローバル化により政策金利の長期金利に対する影響が小さくなっている一方で、先進国における長期金利の連動性が高まっていることも事実。従って、海外の金利動向次第で、先進国の金利上昇に連動するパスを通じて長期金利が上昇しやすくなっていること等を勘案すれば、自国の金融政策のみならず、海外の金利動向にも注視する必要がある。

●追加利上げで予想される各部門への影響

日本銀行が昨年7月14日の金融政策決定会合以来7ヶ月ぶりに利上げに踏み切り、経済活動の源泉である法人企業を筆頭に、金融機関や政府、家計部門の経済活動に及ぼす影響が注目される。

政策金利が上昇すれば、直接的には各部門の支払利息と受取利息が増加することから、支払利息が受取利息に比べて大きいほど利益に対するマイナスの影響が大きくなる。つまり、利上げが企業収益に及ぼす影響は、有利子負債や有利子資産の残高如何で大きく異なってくる。

また、政策金利が上昇すれば、お金を貸す主体である金融機関には受け取り利息の増加を通じて収入の増加をもたらす。更に、一般政府や家計部門も国債の発行や返済、預金やローンによる借り入れ等を行っていることから、追加利上げとなれば、受け取り利息や支払利息の変化を通じて政府や家計部門の所得バランスにも影響を及ぼそう。

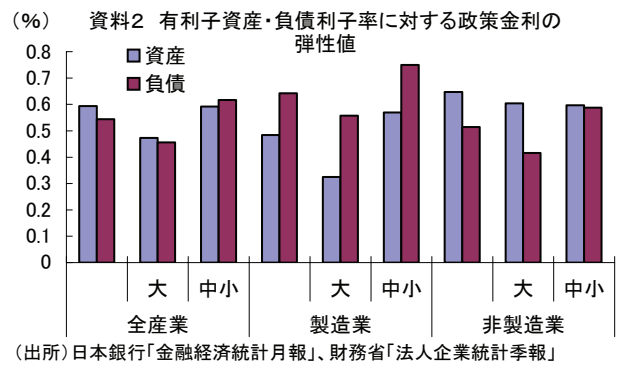
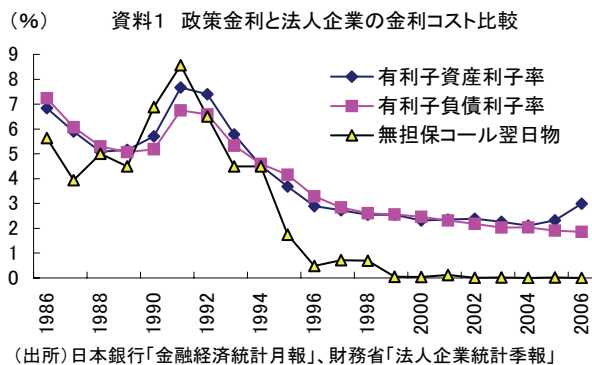
そこで本稿では、財務省「法人企業統計季報」や内閣府「国民経済計算」をもとに、政策金利である無担保コールレートが+25bp 上昇した場合に、業種別の企業収益や経済主体別の一次所得バランス

に及ぼす影響を試算してみた。

●政策金利の上昇は中小企業の利回りへの影響大

まず、利上げが法人企業の経常利益に及ぼす影響について試算してみよう。具体的には、財務省「法人企業統計季報」を利用して、企業の有利子負債（＝社債＋借入金）と支払利息から有利子負債利率を、有利子資産（＝現預金＋公社債＋その他の有価証券＋長期貸付金）と受取利息から有利子資産利率をそれぞれ算出した。これによると、いずれの利率とも無担保コール翌日物との連動性が見受けられる（資料1）。そこで、これらの利率と政策金利の関係から、政策金利が＋1%ポイント上昇することによって、企業の有利子負債利率と有利子資産利率がそれぞれ何%ポイント上昇するかを試算した。すると、業種によってばらつきはあるが、全産業で見れば、政策金利＋1%ポイント上昇は企業の有利子負債利率を＋0.54%ポイント、有利子資産利率を＋0.59%ポイント押し上げるとの結果となった（資料2）。つまり、政策金利が＋1%ポイント上昇すれば、有利子負債額に0.54%を乗じた額が支払利息の増加額、そして有利子資産に0.59%を乗じた額が受取利息の増加額となる。

なお、これを規模・業種別に見ると、特に有利子負債利率において規模では中小、業種では製造業の弾性値が高いことが窺える。従って、利率の弾性値のみの観点から見れば、政策金利上昇の悪影響は中小製造業が最も大きくなることが想定されよう。



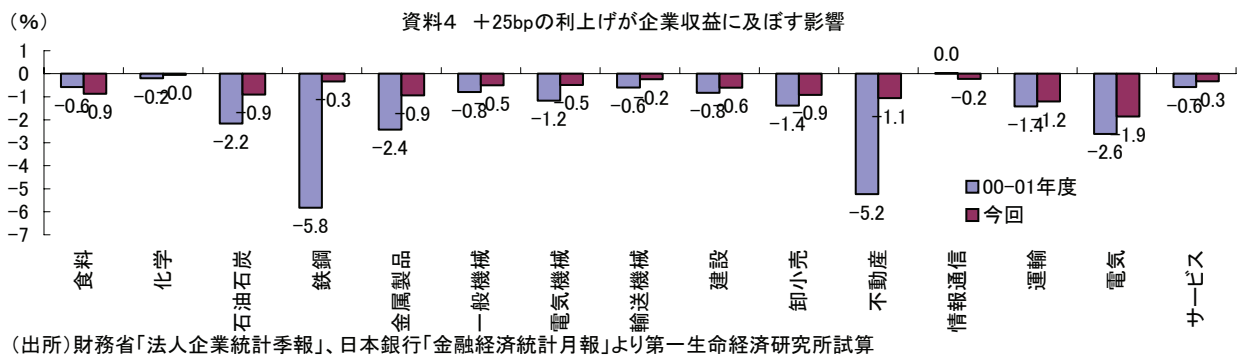
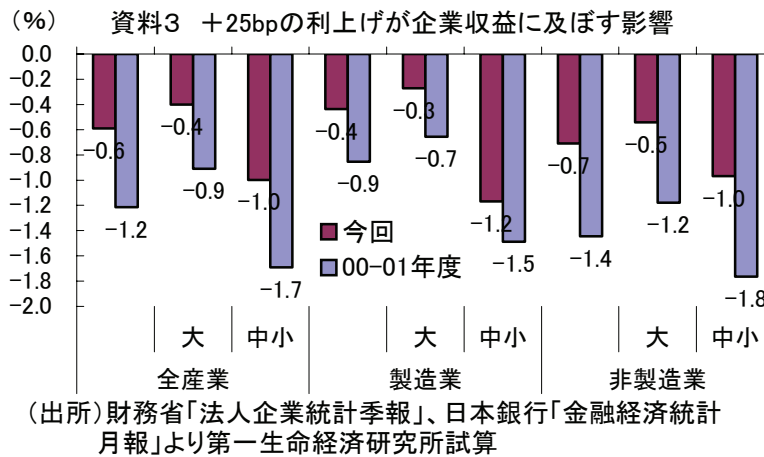
●+25bpの利上げは法人企業の経常利益を▲0.6%押し下げ

以上を踏まえて総合的な影響を算出してみよう。法人企業統計季報を見ると、2005年度の全産業の有利子負債は431兆円である。従って、政策金利が＋25bp上昇すれば、 $431 \times 0.54 \times 0.25 = 0.6$ 兆円の負担増を企業にもたらすことになる。他方、有利子資産は180兆円であることから、＋25bpの政策金利上昇で受取利息は、 $180 \times 0.59 \times 0.25 = 0.3$ 兆円増加する。つまり、純金利負担は＋0.3兆円増加することになる。一方、2005年度の経常利益が54.1兆であることからすれば、結局＋25bpの政策金利上昇を想定した場合、他の条件が不変であれば、法人企業全体の経常利益の▲0.6%分が消失することになる（資料3）。同様の試算をゼロ金利解除後に景気後退に陥った2000-2001年度のデータから算出すれば、経常利益の損失が▲1.2%となる。したがって、依然として利上げは法人企業の経常利益に悪影響を及ぼすものの、企業の利上げに対する抵抗力は高まっていることがわかる。

これを企業規模別に見ると、バランスシートの構成や政策金利に対する利率の弾性値等の違いにより影響度はかなり異なる。すなわち、大企業では支払利息／経常利益比率が相対的に低く、受取利息／経常利益比率が相対的に高いことから、利上げの影響は限定的である（▲0.4%）のに対し、中

小企業への影響が相対的に大きい（▲1.0%）ことがわかる。つまり、有利子負債利率の政策金利弾性値が高く、相対的に有利子負債の水準が高い中小企業が、利上げ局面でより大きな悪影響を受けることとなる。

更に産業別に見ると、化学（▲0.0%）や情報通信業（▲0.2%）、輸送機械（▲0.2%）等、有利子負債が少なく相対的に業績の良い業種では利上げの影響が軽微であるのに対し、電力（▲1.9%）や運輸（▲1.2%）、不動産（▲1.1%）のように有利子負債の多い業種では大きな影響を受けることが分かる。このように、政策金利の上昇は企業規模間および業種間の収益格差拡大をもたらすといえよう。



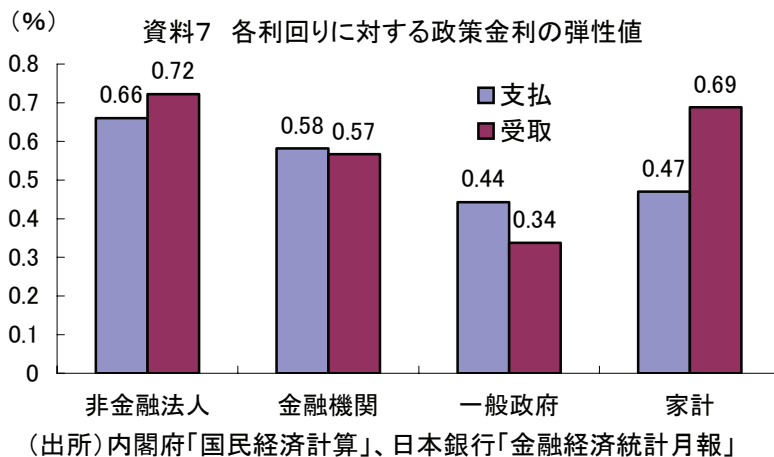
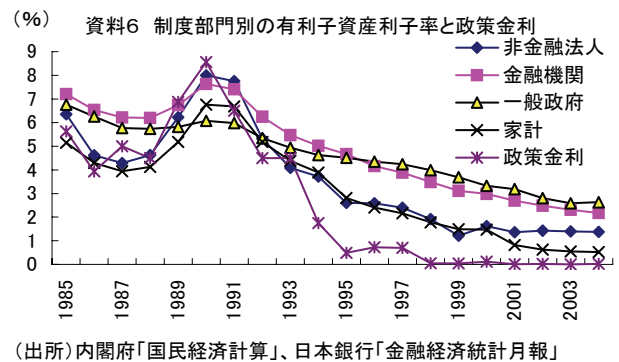
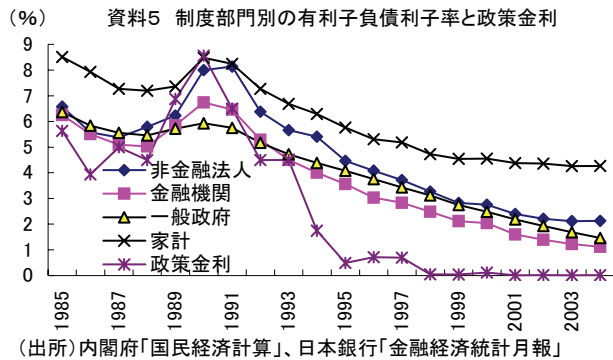
●制度部門別の利回りでは非金融法人と家計への影響が大

続いて、利上げが制度部門別の利子収支に及ぼす影響を見てみよう。具体的には、内閣府「国民経済計算」を用いて、各制度部門別の有利子負債（＝借入＋株式以外の証券）と支払利子から有利子負債利率を、有利子資産（＝現預金＋貸出＋株式以外の証券）と受取利子から有利子資産利率をそれぞれ算出した。すると、いずれの利率とも政策金利の動向との連動性が見受けられる（資料5、6）。よって、政策金利は法人企業以外にも各制度部門の各利回りに影響を及ぼしていることが想定される。

そこで、政策金利の上昇が各制度部門の各利回りに及ぼす影響について試算してみよう。具体的には、これまでの利率と政策金利の関係から、政策金利が＋1%ポイント上昇することによって、各制度部門の各利回りがそれぞれ何%ポイント上昇するかを試算した。これを制度部門別に見ると、非金融法人部門の受取・支払と家計の受取において利回りの弾性値が高いことが窺える（資料7）。し

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

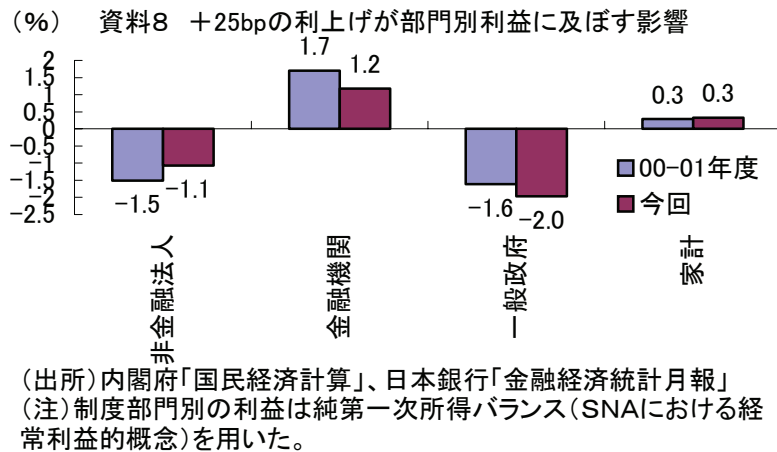
たがって、利子率の弾性値のみの観点から見れば、利上げの影響は非金融法人や家計に対して相対的に大きくなることが想定される。



●+25bpの利上げで家計の利子収支は+1.1兆円増

以上を踏まえて総合的な影響を算出してみよう。これを制度部門別に見ると、ネットで資金を借り入れている主体か貸し出している主体かの違いにより影響が異なることがわかる(資料8)。すなわち、ネットで資金を貸し出している金融機関や家計ではプラスの影響が及ぶ(SNAにおける経常利益の概念である第一次所得バランスをそれぞれ+1.2%、+0.3%押し上げ)のに対し、ネットで資金を借り入れている非金融法人や一般政府へはマイナスの影響が及ぶ(同▲1.1%、▲2.0%の押し下げ)。これを、ゼロ金利解除後に景気後退に陥った2000-2001年当時の影響と比較すると、非金融法人への悪影響と金融機関の好影響の度合いが縮小しているのに対し、一般政府の悪影響と家計の好影響の度合いが拡大していることが分かる。この背景としては、まず金融機関に対する影響の縮小については、有利子資産が縮小したことに加えて第一次所得バランスが拡大したことが挙げられる。これに対し、一般政府に対する影響が拡大したのは、第一次所得バランス拡大の好影響を大きく相殺するほど有利子負債が拡大したためだ。また、家計に対する影響の拡大については、有利子資産が拡大したことに加え、第一次所得バランスが縮小したことが指摘できる。

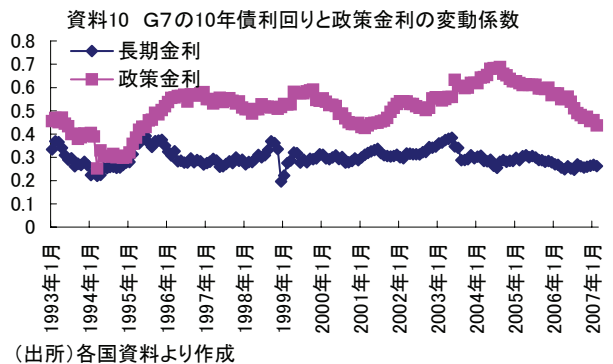
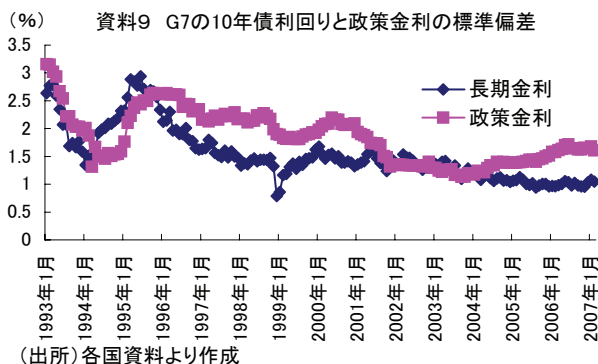
つまり、一般政府と家計に対する金利上昇の影響は悪い意味で影響が拡大しているといえよう。特に、政策金利の上昇は政府債務問題を抱える政府部門にとって悪影響を及ぼしやすくなっていることになる。



●長期金利を見通すには海外の金利動向も注視

以上より、今後の海外経済や金融市場の動向次第であるが、先行き米国経済のソフトランディングも意識される中で、+25bpの政策金利上昇それ自体の影響はそれほど小さくなく、追加利上げが直ちに景気減速につながるリスクは小さい。つまり、2000年8月の前回ゼロ金利解除時とは異なり、今回は追加利上げが景気後退のきっかけとなることはなからう。

ただ、近年ではマネーのグローバル化により先進国における長期金利の連動性が高まっており、政策金利の長期金利に対する影響が小さくなっていることも事実である(資料9、10)。自由な資本移動が確立されるにつれて、世界の長期金利は低位安定してきた。この背景には、中国や原油高で潤う中東産油国など近年急速に経常黒字を拡大させてきた国々やわが国の民間企業部門の金余りが、証券投資を通じて先進国の資本市場に大きな影響を及ぼしていることがある。これは、国内の金融政策や貯蓄投資バランスの動向が長期金利に影響を及ぼしてきたこれまでと比較して、国内の長期金利が先進国の長期金利の影響を受けやすい環境にあることを意味している。一方、今後の先進国の金利動向を見通せば、先行きECBの追加利上げや米国経済のソフトランディングも意識される中で、先進国の長期金利は上昇トレンドとなることが予想される。このため、今後も海外経済の景気回復が持続すれば、日本の長期金利も国内の政策金利や景気動向に関係なく上昇する可能性がある。



長期金利が上昇すれば、企業の設備投資を抑制するパスを通じて、企業業績に悪影響を及ぼすだろう。企業が設備投資を実行するか否かは、投資の採算性によって左右され、実物資産の収益性が金利コストに比べて充分高い水準に達した際に設備投資が増加する。このため、多少長期金利が上昇し

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

ても、実物資産の収益性がそれを下回らなければ企業は設備投資を行う。しかし、一旦金利コストを下回ると、企業は金融資産で資金運用した方が有利になるため、長期金利が国内景気見合いで行き過ぎて上昇すれば、企業の設備投資が抑制される可能性がある。こうなると、企業の売上高にも悪影響が及び、更なる業績悪化につながるリスクがある。

このように、先進国の金利上昇に連動するパスを通じて長期金利が上昇しやすくなっていること等を勘案すれば、自国の金融政策のみならず、海外の金利動向にも注視する必要があるだろう。