

**テーマ：拡大する長期金利上昇の影響**

発表日：09年6月12日(金)

～1%pt上昇で経済成長率、経常利益をそれぞれ▲0.34%、▲6.7%押し下げ～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

## (要旨)

- 長期金利が昨年7月以来の1.5%台に達しており、経済活動に及ぼす影響が懸念される。
- 2008年度の法人企業統計季報を前提にすれば、長期金利の+1%pt上昇は経常利益に対して▲6.7%の押し下げ要因となる。2007年度と同統計を前提とした影響が同▲3.4%であることからすれば、利益水準低下と負債規模の拡大により長期金利上昇が法人企業全体の経常利益に及ぼす影響は拡大している。規模別では負債比率の高い中小企業、業種では利益水準が大きく下がった製造業への影響がより大きい。
- 一方、2007年度の国民経済計算を前提に経済主体別への影響を見れば、長期金利の+1%pt上昇は、金融機関および家計の純利子収入をそれぞれ+1.2兆円、+7.3兆円増加させる一方で、非金融法人および政府の純利子支払いをそれぞれ+2.1兆円、+5.3兆円増加させる。長期金利の上昇は、非金融法人部門だけでなく、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。
- 総合的な影響をマクロ計量モデルにより試算すれば、長期金利+1%ptの上昇は初年度と2年目の経済成長率をそれぞれ▲0.34%pt、▲0.31%pt押し下げる。なお、需要項目別では、住宅投資や設備投資といった民間需要への悪影響が大きい。
- 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いる。先進国の金利上昇を通じてわが国の長期金利が上昇しやすくなっているという見方もできる。長期金利を見る上では自国の金融・財政政策のみならず、海外の金融政策や財政政策動向にも注視する必要がある。

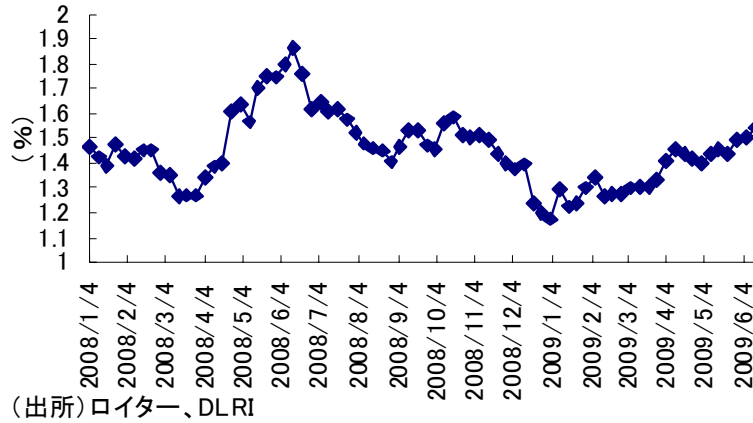
**●長期金利上昇で予想される各部門への影響**

日本の長期金利(10年国債利回り)が6月に入って昨年7月以来の1.5%台に達しており、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懸念される(資料1)。

長期金利上昇が企業収益に及ぼす影響は、直接的には各部門の支払利息と受取利息の変化を通じることから、有利子負債や有利子資産の残高如何で大きく異なる。また、長期金利の上昇は、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一方、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入れ等を行っていることから、受取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、長期金利である10年物国債利回りが上昇した場合に、業種別の企業収益や経済主体別の利子収支、更には経済成長率に及ぼす影響を試算してみた。

資料1 長期金利の推移(週次)



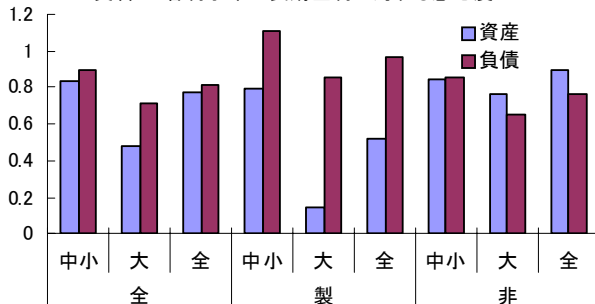
●長期金利+1%pt 上昇で経常利益▲6.7%押し下げ

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。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、10年物国債利回りが+1%pt 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%pt 上昇するかを試算した。

結果を見ると、業種によってばらつきはあるが、全産業で見れば、長期金利+1%pt 上昇は企業の有利子負債利率を+0.81%pt、有利子資産利率を+0.78%pt 押し上げる関係がある（資料2）。つまり、長期金利が+1%pt 上昇すれば、有利子負債額に0.81%を乗じた額が支払利息の増加額、そして有利子資産に0.78%を乗じた額が受取利息の増加額となる。

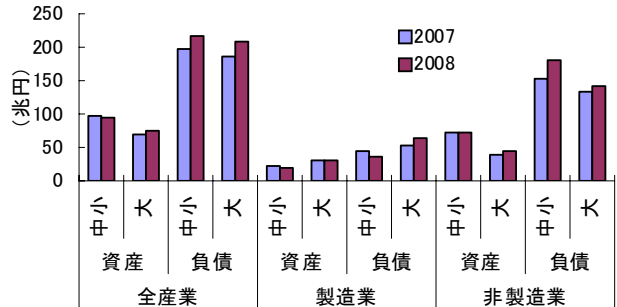
これに対し、2008年度の全産業の有利子負債は475兆円であることからすれば、長期金利が+1%pt 上昇すれば、 $475 \times 0.81\% = 3.9$ 兆円の負担増を企業にもたらすことになる。また、有利子資産は192兆円であることからすれば、+1%pt の長期金利上昇で受取利息は  $192 \times 0.78\% = 1.5$ 兆円増加し、純金利負担は+2.4兆円増加することになる。

資料2 各利率の長期金利に対する感応度



(出所) 財務省、ロイター、DLRI

資料3 規模別有利子資産・負債の規模



(出所) 財務省、DLRI

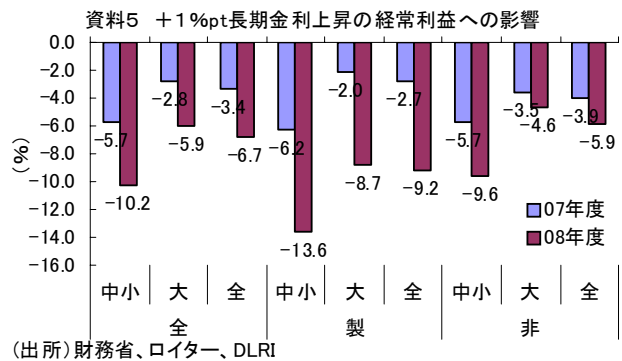
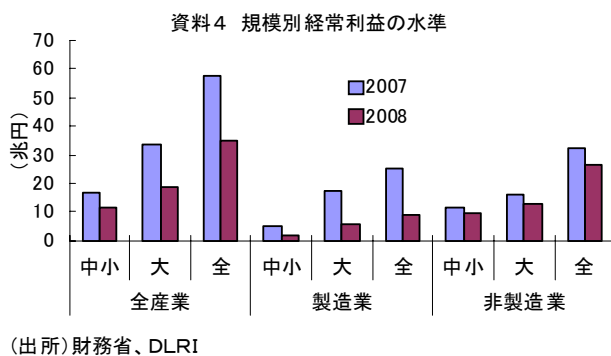
従って、2008年度の経常利益は35.1兆であることから、+1%pt の長期金利上昇を想定した場合、他の条件が不変であれば、法人企業全体の経常利益の▲6.7%分が失われることになる（資料4、5）。なお、同様の試算を2007年度の法人企業統計季報を前提とすると、経常利益の損失は▲3.4%となることから、長期金利の上昇が経常利益に及ぼす影響はこの1年間で大きく変化していることになる。

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。

これを規模・業種別に見ると、バランスシートの構成や利率の感応度の違いにより影響度はかなり異なる。すなわち、大企業では利益に対する有利子負債が相対的に少なく、利益に対する有利子資産が相対的に多いことから、長期金利上昇の影響は限定的である（▲5.9%）のに対し、中小企業への影響が相対的に大きい（▲10.2%）ことがわかる。つまり、有利子負債利率の長期金利感応度が高く、相対的に有利子負債の水準が高い中小企業の方が、長期金利上昇局面でより大きな悪影響を受けることとなる。

更に注目すべきは、全ての規模業種で 2007 年度よりも長期金利上昇による悪影響が拡大していることである。この背景には、2008 年度の経常利益が▲39.0%も減少する一方で、有利子負債が+10.5%も拡大しているためである（資料 3、4）。従って、業種別ではより利益水準を下げた製造業（全規模で▲9.6%）の方が、非製造業（同▲5.9%）よりも長期金利上昇局面でより大きな悪影響を受けることとなる。

このように、長期金利上昇が企業収益に及ぼす影響は各企業の財務諸表の変化に応じて時々刻々と変化することになる。



## ●制度部門別では非金融法人と一般政府で悪影響

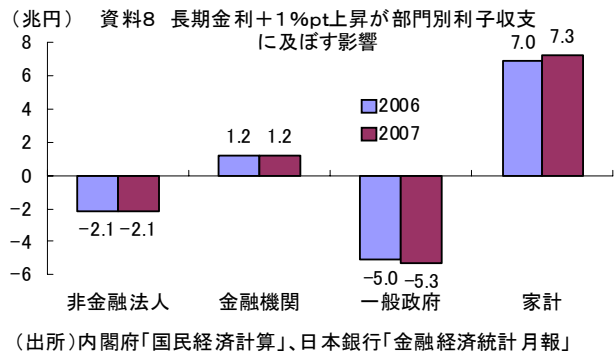
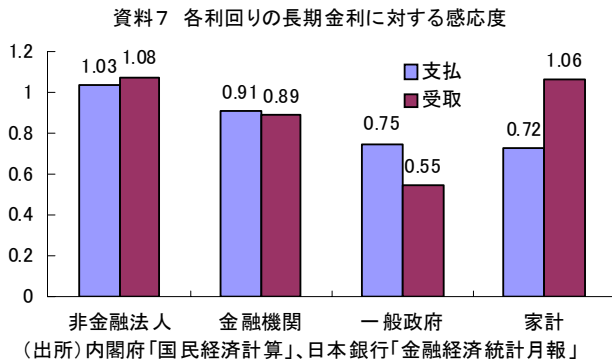
続いて、長期金利上昇が制度部門別の利子収支に及ぼす影響を見てみよう。以下では、内閣府「国民経済計算」を用いて、各制度部門別の有利子負債（＝借入＋株式以外の証券）と支払利子から有利子負債利率を、有利子資産（＝現預金＋貸出＋株式以外の証券）と受取利子から有利子資産利率をそれぞれ算出し、これまでの各利率と長期金利の関係から、長期金利が+1%pt 上昇することによって、各制度部門の利回りがそれぞれ何%pt 上昇するかを試算した。

結果を見ると、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感応度が高いことが窺える（資料 7）。従って、利率の感応度の観点から見れば、長期金利上昇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。

そして、総合的な影響を算出して見ると、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）。すなわち直近の 2007 年度データを前提とすれば、ネットで資金を貸し出している金融機関と家計では純利子収入がそれぞれ+1.2兆円、+7.3兆円増加することになる。一方、ネットで資金を借り入れている非金融法人や一般政府では純利子支払いがそれぞれ+2.1兆円、+5.3兆円増加することになる。

このように制度部門別で見れば、一般政府と非金融法人に対する金利上昇の悪影響が拡大していることになる。特に、長期金利の上昇は政府債務問題を抱える政府部門と利益が減少する中で負債を増加させた中小非製造業にとって悪影響を及ぼしやすくなっているといえよう。

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。



### ●高まる海外の金利動向の影響と国内景気からの乖離の可能性

以上より、今後の景気や金融市場の動向次第であるが、財政赤字の拡大が意識される中で、長期金利上昇が日本経済に及ぼす影響は意外に大きく、財政懸念の拡大をきっかけに悪い金利上昇に拍車がかかるようなことになれば、景気減速につながるリスクもあることには注意が必要だ。

更に近年では、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、海外の金利が国内の長期金利に及ぼす影響が大きくなっている。事実、日本の長期金利関数を推計し、各説明の係数の時系列変化を見ると、インフレ率の係数は低下傾向にある一方で、世界金利の代理変数である米国長期金利の係数が急速に上昇傾向にあることが計測される(資料8)。これは、自由な資本移動が確立されるにつれて、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。このため、今後も海外経済の財政悪化懸念が持続すれば、日本の長期金利も国内の景気動向に関係なく上昇する可能性がある。

資料8 日本の長期金利に影響を及ぼす要因の影響力の変化

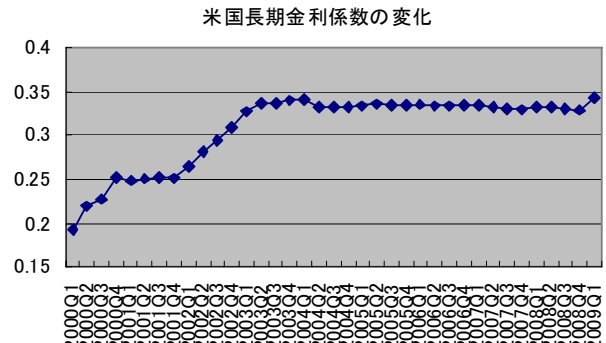
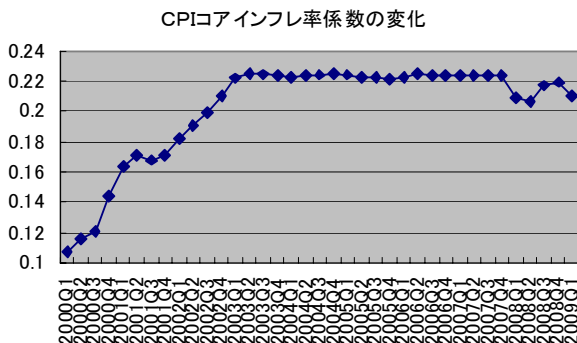
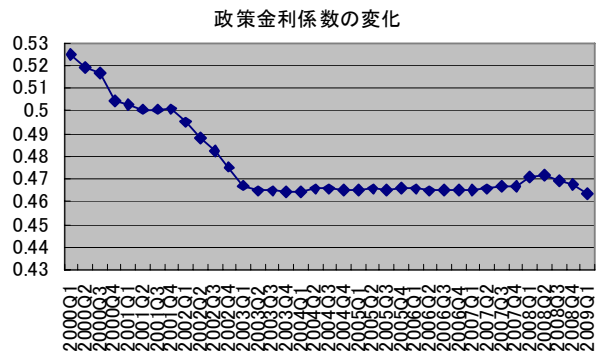
長期金利関数の推計式  
推計期間: 1986年1Q～2009年1Qのローリング推計

$$\begin{aligned} \text{長期金利} = & 0.290 + 0.210 * \text{CPIコアインフレ率} + 0.464 * \text{政策金利} \\ & + 0.027 * \text{鉱工業生産前期比} \\ & - 0.038 * \text{経常収支/名目GDP} + 0.342 * \text{米国長期金利} \end{aligned}$$

(t値) (0.786) (2.561) (9.968) (1.524) (-1.559) (6.495)

自由度調整係数=0.938 D. W=1.665

長期金利: 10年債券利回り、政策金利: 無担保コール翌日物  
米国長期金利: 米国10年債利回り



(出所) 各種資料よりDLRI試算

長期金利が上昇すれば、企業の設備投資やM&Aを抑制するパスを通じて、企業業績や株価に悪影響を及ぼすだろう。企業がこうした投資行動をするか否かは、投資の採算性によって左右され、投資による期待収益が金利コストに比べて充分高い水準に達した際に投資が行われる。このため、多少長期金利が上昇しても、投資による期待収益性がそれを上回っていれば企業は投資を行う。しかし、資金調達コストが期待収益を上回ると、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、企業の投資行動が抑制される可能性がある。こうなると、企業収益や株価にも悪影響が及び、更なる業績悪化につながるリスクがある。

なお、マクロ計量モデルをもとに、長期金利が+1%pt 上昇した場合に経済成長率に及ぼす影響を試算すれば、初年度、2年目の経済成長率をそれぞれ▲0.34%pt、▲0.31%pt ずつ押し下げると試算される(資料9)。需要項目別で見れば、個人消費が初年度に▲0.28%pt 押し下げられた後、利子所得増加により2年目に+0.02%pt 押し上げられるものの、住宅投資が初年度▲2.65%pt、2年目▲1.42%pt、設備投資が初年度▲0.62%pt、▲1.99%pt それぞれ押し下げられると試算される(資料9)。

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からすれば、今後の金利動向を見通す上では、海外の金利動向にも注視する必要があるだろう。

資料9 長期金利+1%pt上昇の影響

単位:%pt

	1年目	2年目	3年目
実質GDP成長率	-0.34	-0.31	-0.35
個人消費 変化率	-0.28	0.02	-0.37
住宅投資 変化率	-2.65	-1.42	0.16
設備投資 変化率	-0.62	-1.99	-1.85
経常利益 変化率	-5.73	-5.23	-2.64

(出所)マクロ計量モデルよりDLRI試算