

## 変化する長期金利上昇の影響

～負債が増えた中小非製造、不動産、情報通信、サービスで影響拡大～

第一生命保険相互会社（社長 齋藤 勝利）のシンクタンク、株式会社第一生命経済研究所（社長 小山 正之）では、標記のとおり「変化する長期金利上昇の影響」と題するレポートを取りまとめましたので、ご報告いたします。

### <要旨>

- 長期金利が昨年8月以来の1.9%台に達し、企業収益を中心に経済活動に及ぼす影響が注目される。2006年度のバランスシートを前提に長期金利が+1%ポイント上昇すれば、法人企業の経常利益は▲3.5%減少する。2005年度の影響も▲3.5%となることからすれば、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変化していない。
- しかし、企業規模別に見れば、2006年度に利益を拡大させた大企業と有利子負債を減らした中小製造業への影響は縮小している。一方、中小非製造業では、2006年度の経常利益が▲1.1%減少する中で有利子負債が+15.6%拡大したことから影響は拡大している。従って、長期金利の上昇は企業規模間の収益格差を更に拡大させる可能性がある。なお業種別では、2006年度に有利子負債／経常利益比率を拡大させた不動産や情報通信、サービスといった産業で長期金利上昇の影響が拡大している。
- 制度部門別への影響を見れば、長期金利の+1%ポイント上昇は、金融機関および家計の純利子収入をそれぞれ+1.3%、+6.8兆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+2.2兆円、+4.8兆円増加させる。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。
- 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長期金利が上昇しやすくなっていることからすれば、長期金利を見る上では自国の金融政策のみならず、海外の金融政策やインフレ動向にも注視する必要がある。長期金利上昇の悪影響を増幅させないためにも、日銀の金融政策運営には慎重な配慮が必要である。

### 【お問い合わせ先】

第一生命経済研究所 経済調査部  
主任エコノミスト 永濱 利廣  
TEL 03-5221-4531、4518  
(詳細は次頁以降をご覧ください)

## ●長期金利上昇で予想される各部門への影響

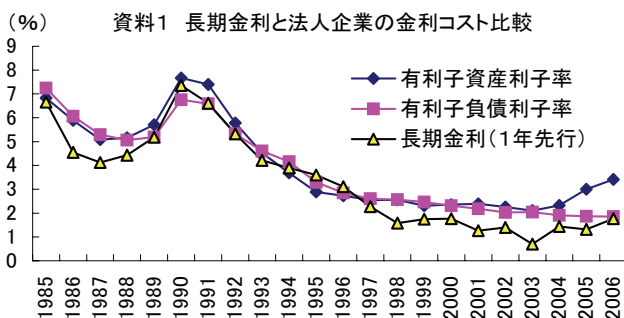
日本の長期金利（10年国債利回り）が6月に入って昨年8月以来の1.9%台に達したことから、経済活動の源泉である法人企業を筆頭に、金融機関や政府、家計部門の経済活動に及ぼす影響が注目されている。

長期金利が上昇すれば、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、長期金利上昇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、長期金利が上昇すれば、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、長期金利が上昇すれば、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。

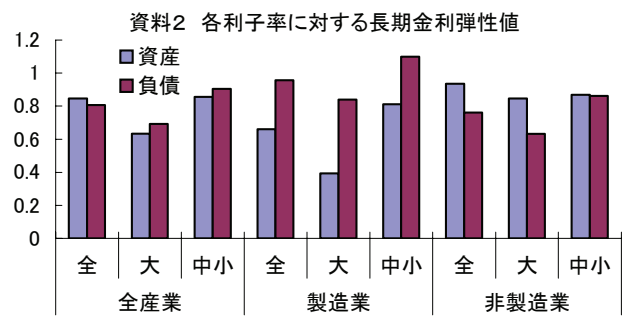
そこで本稿では、財務省「法人企業統計季報」や内閣府「国民経済計算」をもとに、長期金利である10年物国債利回りが+1%ポイント上昇した場合に、業種別の企業収益や経済主体別の第一次所得バランスに及ぼす影響を試算してみた。

## ●長期金利+1%上昇で有利子負債利率は+0.81%上昇

先ず、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た。これによると、いずれの利率とも10年物国債利回りとの連動性が見受けられる（資料1）。そこで、これらの利率と長期金利の関係から各利率の弾性値、すなわち10年物国債利回りが+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、長期金利+1%ポイントの上昇は企業の有利子負債利率を+0.81%ポイント、有利子資産利率を+0.85%ポイント押し上げるとの結果となった（資料2）。つまり、長期金利が+1%ポイント上昇すれば、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0.85%を乗じた額が受取利息の増加額となる。



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」  
財務省「法人企業統計季報」



(出所) 日本銀行「金融経済統計月報」  
財務省「法人企業統計季報」

なお、本稿で推計する弾性値は、90年度以降の各利子率と長期金利の関係から求めているが、各経済主体の負債構造の変化を織り込みきれていない可能性があることも事実。実際、金利低下局面では変動金利で、逆に上昇局面では固定金利で借り入れる方が借入主体にとっては有利となる。また、過去は企業を中心に借入金を圧縮する動きが続いていたことから、負債の残存平均年数が短くなってきたことも考えられる。したがって、足元では企業の借入が増加に転じていることにより実際の弾性値が推計値と異なる可能性がある。しかし、こうした状況を織り込んだ弾性値の計測は不可能なため、以下の試算では90年度以降の関係から導き出した弾性値を用いた。

### ● +1%の長期金利上昇は法人企業の経常利益を▲3.5%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、2006年度の全産業の有利子負債は459兆円である。従って、長期金利が+1%ポイント上昇すれば、 $459 \times 0.81\% = 3.7$ 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192兆円であることから、+1%ポイントの長期金利上昇で受取利息は、 $192 \times 0.85\% = 1.6$ 兆円増加する。つまり、純金利負担は+2.1兆円増加することになる。2006年度の経常利益は59.5兆であることから、+1%ポイント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▲3.5%分が消失することになる(資料3)。一方、同様の試算を2005年度のバランスシートを前提としても、経常利益の損失は▲3.5%となる。したがって、金融機関を除く法人企業全体で見れば、長期金利の上昇が経常利益に及ぼす影響は1年前から殆ど変化していないことになる。

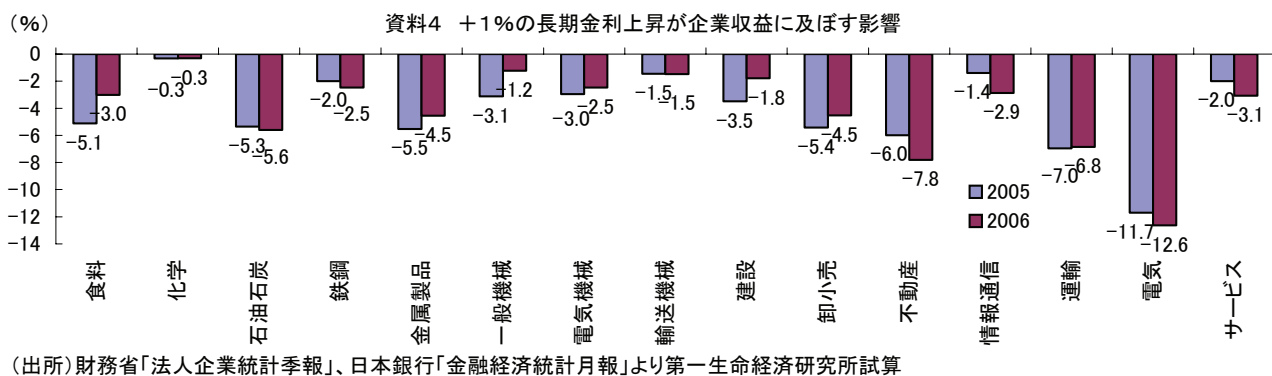
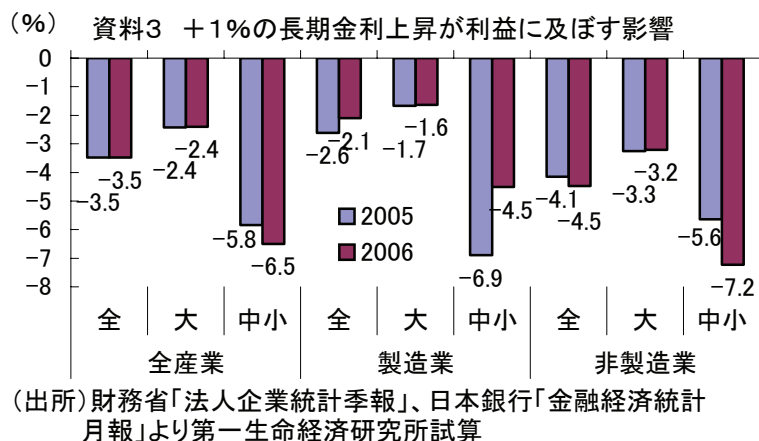
しかし、これを企業規模別に見ると、バランスシートの構成や政策金利に対する利子率の弾性値等の違いにより影響度はかなり異なる。すなわち、大企業では支払利息/経常利益比率が相対的に低く、受取利息/経常利益比率が相対的に高いことから、長期金利上昇の影響は限定的である(▲2.4%)のに対し、中小企業への影響が相対的に大きい(▲6.5%)ことがわかる。つまり、有利子負債利子率の長期金利弾性値が高く、相対的に有利子負債の水準が高い中小企業の方が、長期金利上昇局面でより大きな悪影響を受けることとなる。

更に注目すべきは、中小非製造業では2005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、2006年度の中小非製造業の経常利益が▲1.1%減少する一方で有利子負債が+15.6%も拡大していることがある。従って、長期金利の上昇は企業規模間の収益格差を更に拡大させる可能性があるといえよう。

また、産業別への影響を見ると、化学(▲0.3%)や一般機械(▲1.2%)、輸送機械(▲1.5%)等、有利子負債が少なく相対的に業績の良い業種では長期金利上昇の影響が軽微であるのに対し、電力(▲12.6%)や不動産(▲7.8%)、運輸(▲6.8%)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。また、前年からの影響度合いの変化を見ると、食料品や一般機械、建設といった産業では2006年度に有利子負債が減少したことから影響度合いが大きく縮小しているのに対し、不動産、情報通信、サービスといった産業では2006年度に有利子負債を拡大させたことから影響度合いが大きく拡大していることがわかる。

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バランスシートの変化に

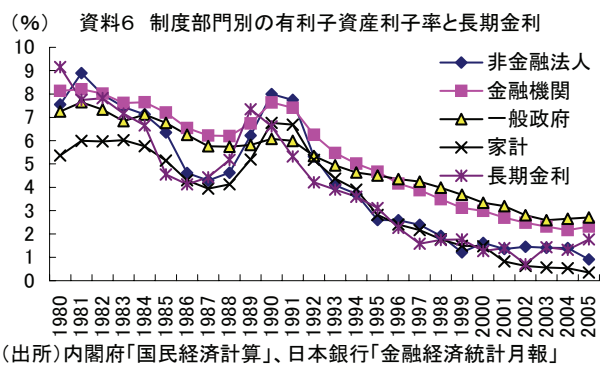
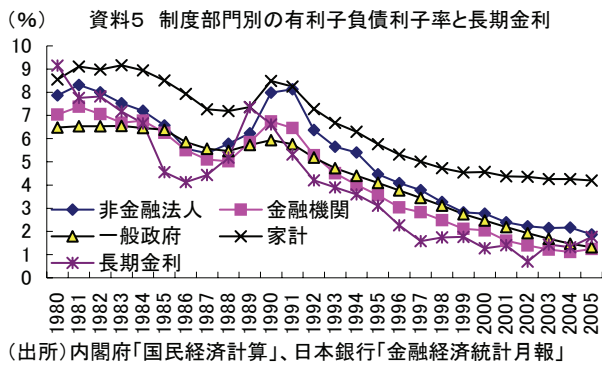
応じて時々刻々と変化しているといえよう。



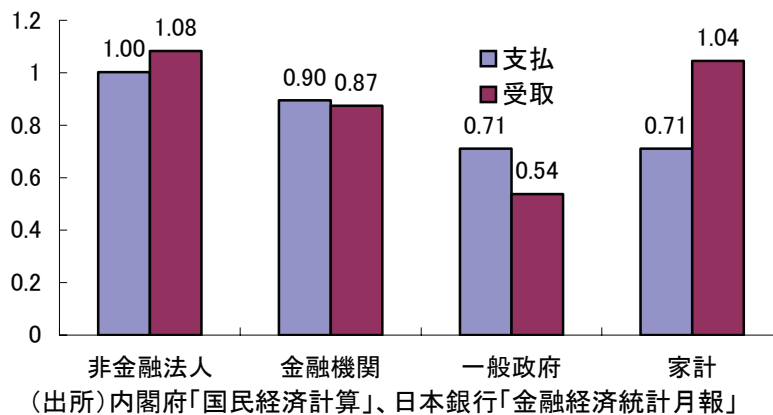
### ●制度部門別では非金融法人と一般政府で悪影響拡大

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、いずれの利率とも長期金利の動向との連動性が見受けられる（資料5、6）。よって、長期金利の変化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、長期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、これまでの各利率と長期金利の関係から、長期金利が＋1%ポイント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%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）。したがって、利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。



資料7 各利回りに対する政策金利の弾性値

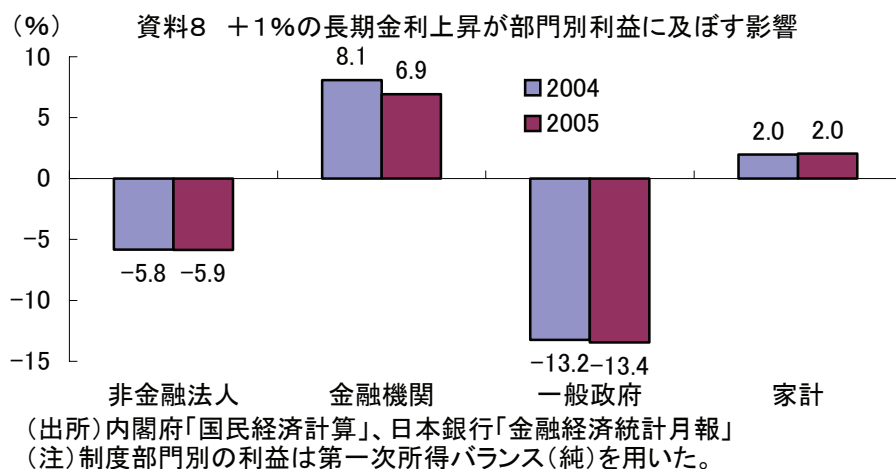


● +1%の長期金利上昇で家計の利子収支は+6.8兆円増

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)。すなわち直近の2005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+1.3兆円、+6.8兆増加し、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+6.9%、+2.0%押し上げる。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+2.2兆円、+4.8兆円増加し、第一次所得バランスがそれぞれ▲5.9%、▲13.4%押し下げられることになる。これを、2004年度データを前提とした影響と比較すると、金融機関の好影響の度合いが縮小しているのに対し、一般政府と非金融法人への悪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、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企業収益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、税収は拡大しているものの、その好影響を相殺するほど有利子負債が拡大したためである。また、非金融法人に対する悪影響の拡大については、有利子負債は縮小したものの、SNAベースで見た2005年度の企業収益が縮小したことが指摘できる。

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。



### ●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、夏にも日銀の追加利上げが意識される中で、長期金利上昇が日本経済に及ぼす影響は意外に大きく、追加利上げをきっかけに長期金利が更に上昇す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に加え、2003年頃まで急速に低下傾向にあった政策金利の係数も近年では緩やかに上昇していることが計測される(資料9)。

資料9 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~2007年1Qのローリング推計

$$\text{長期金利} = -0.395 + 0.264 * \text{CPIコアインフレ率} + 0.430 * \text{政策金利}$$

(t値) (-1.051) (2.832) (8.708)

$$+ 0.049 * \text{鉱工業生産前期比}$$

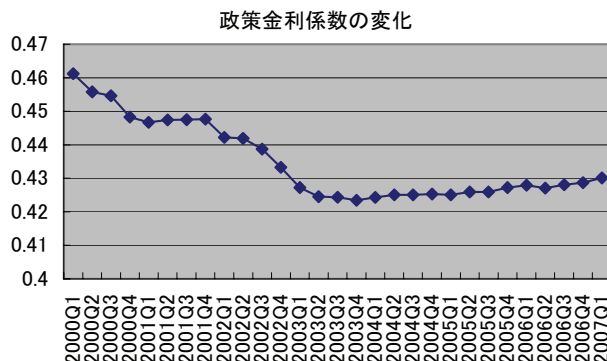
(1.515)

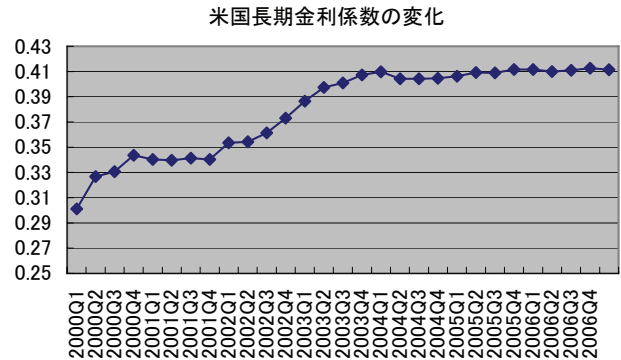
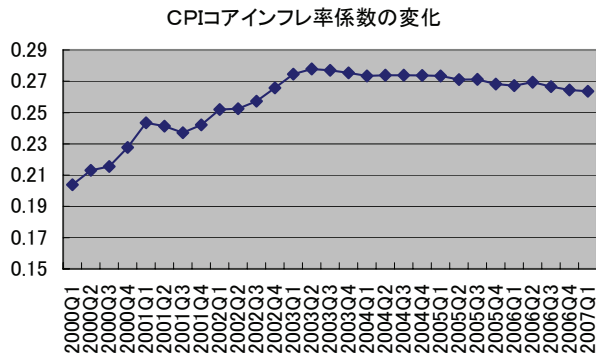
$$+ 0.010 * \text{経常収支/名目GDP} + 0.411 * \text{米国長期金利}$$

(0.381) (7.338)

自由度調整済決定係数=0.933 D. W=1.729

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





この背景には、自由な資本移動が確立されるにつれて、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、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。今後の金利動向を見通せば、先行きインフレ懸念や追加利上げも意識される中で先進国の長期金利は上昇することが予想される。このため、今後も海外経済のインフレ懸念が持続すれば、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。

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。

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。また、金利の正常化に向けて追加利上げの時期を窺う状況となっている我が国の金融政策についても、拙速な追加利上げによって更なる長期金利の上昇をもたらせば、景気後退局面入りしてしまう可能性も否定できない。従って、循環的な景気回復の芽を摘まないためにも、日銀は追加利上げに対して慎重な姿勢を取ることが何よりも重要だろう。