

【みずほレポート】

---

## 「金利のある世界」への日本経済の適応力

2023.11.21

みずほリサーチ&テクノロジーズ

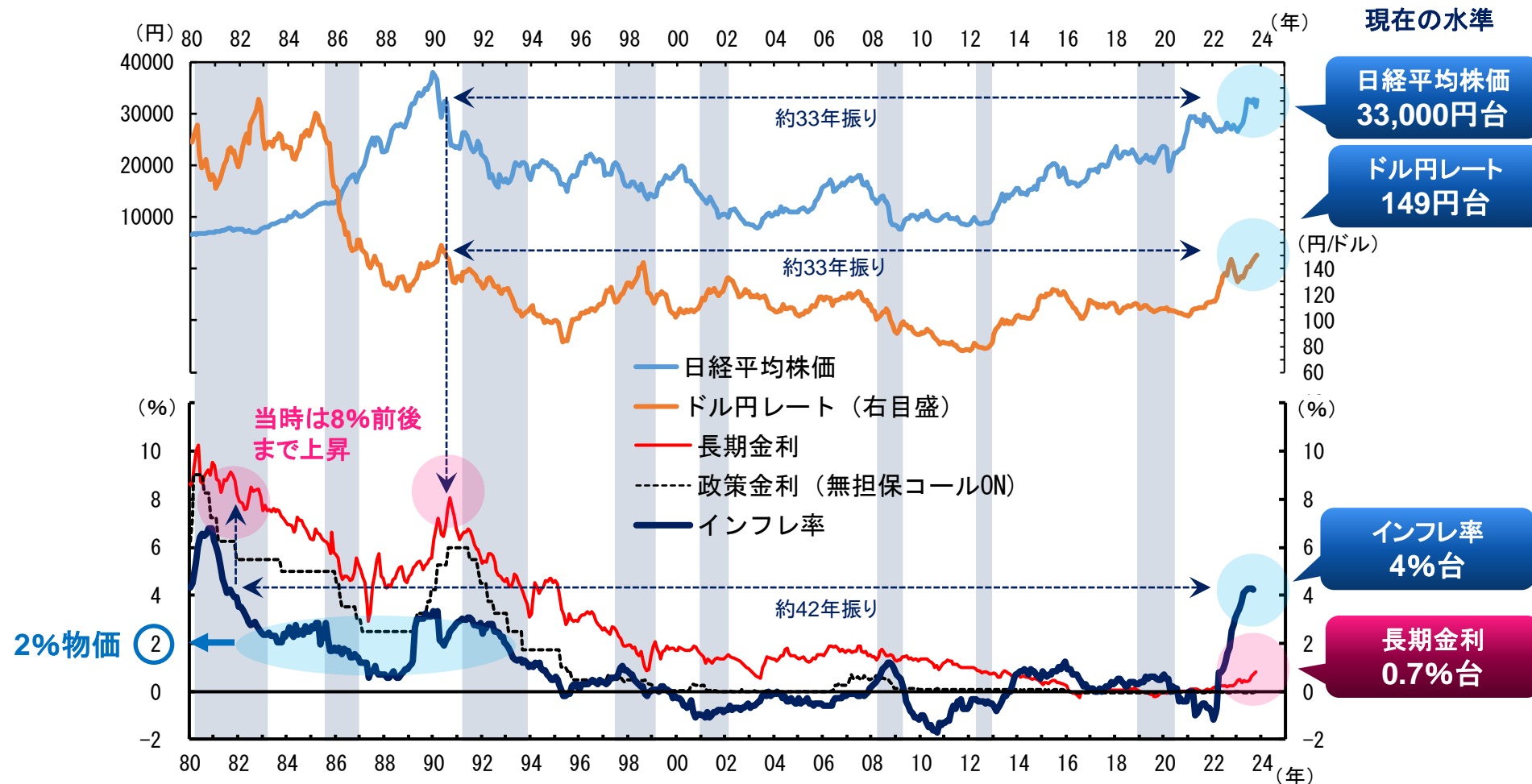
本コンテンツに関する  
アンケートにご協力  
をお願いします



[https://mizuhobank.au1.qualtrics.com/jfe/form/SV\\_41qDnsHnU8PUCQS](https://mizuhobank.au1.qualtrics.com/jfe/form/SV_41qDnsHnU8PUCQS)

# はじめに：「金利のあった日本」を振り返る

## 日本の各種金融指標とインフレ率の推移(1980年以降)



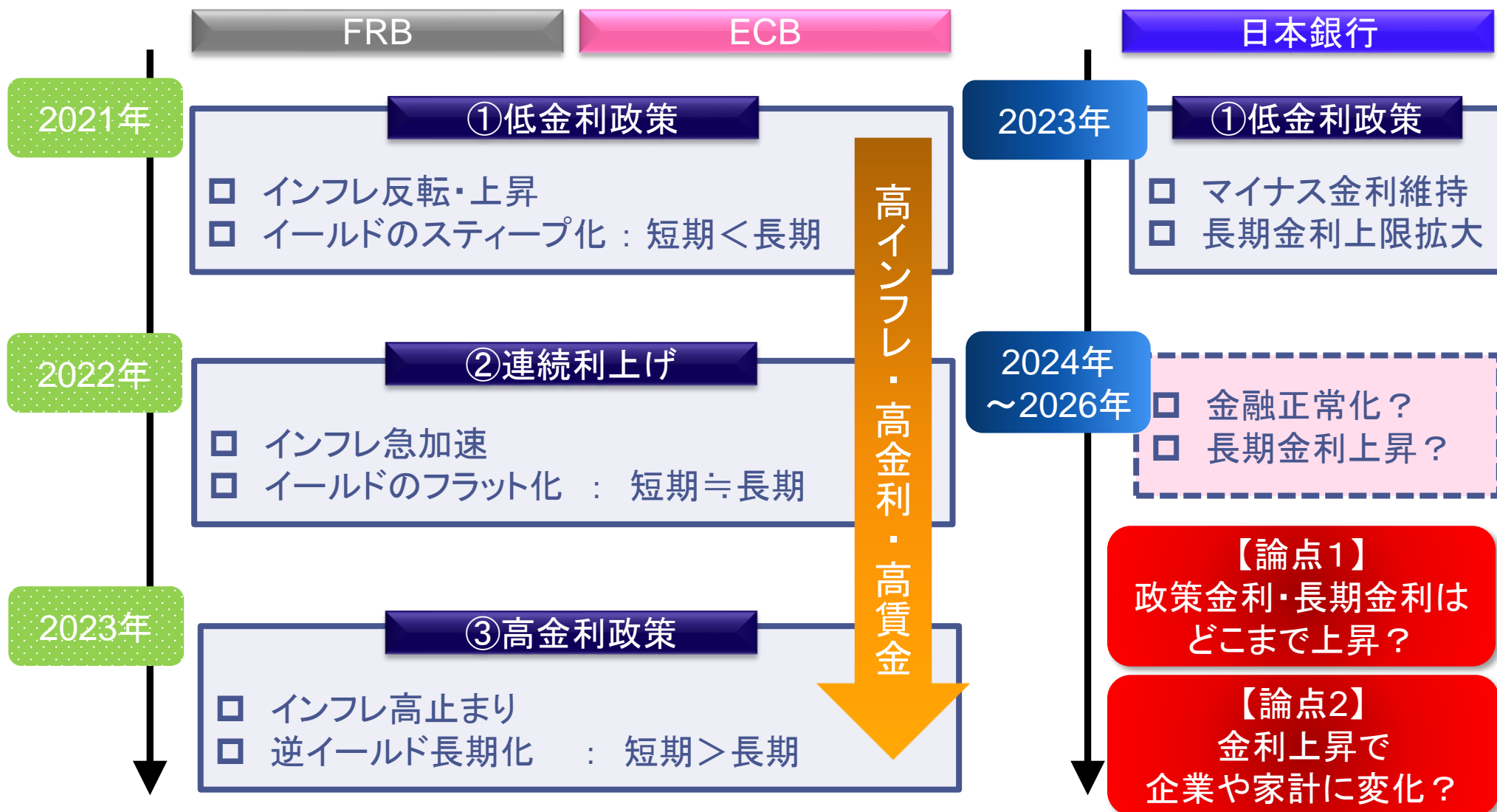
(注1)シャド一部は景気後退期。「現在の水準」はいずれも2023年11月20日時点での直近値  
 (注2)インフレ率は消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合、消費税調整済み)の前年比変動率  
 (注3)長期金利は新発10年国債利回り。政策金利は1995年6月まで公定歩合  
 (出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# シミュレーション：2%物価が持続的・安定的に実現する「金利のある世界」を想定



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

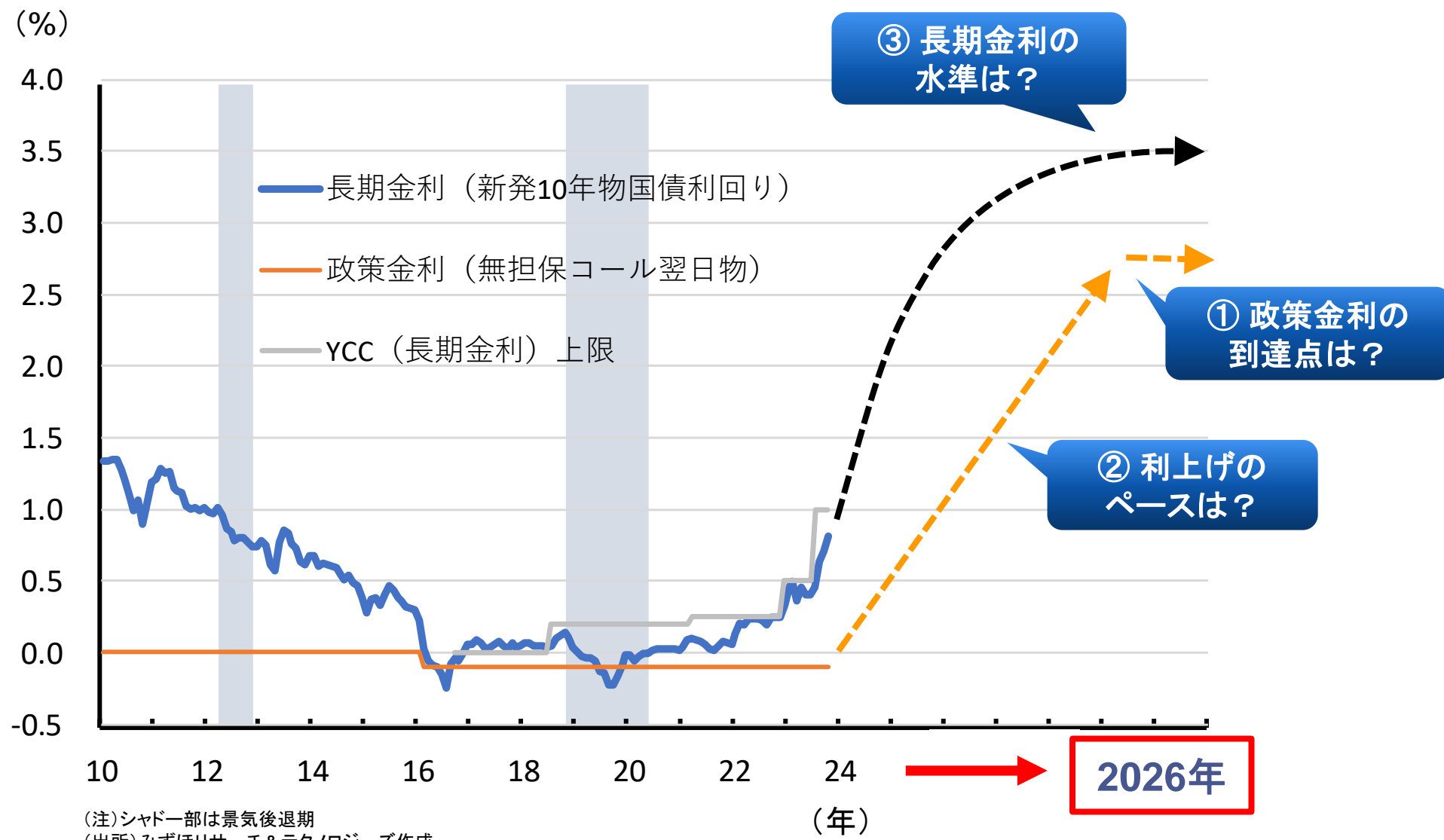
# 欧米に続き、日本でも「金融正常化」が進んだ場合、日本の企業や家計は？



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 「金利のある日本」の政策金利・長期金利

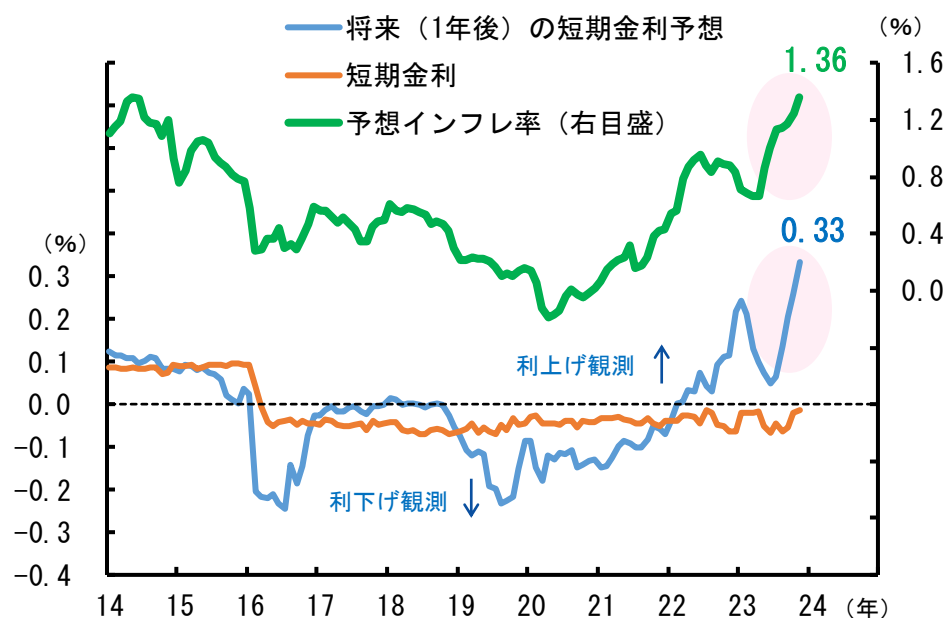
# 政策金利・長期金利の想定経路



# ① 政策金利の到達点は2.75%

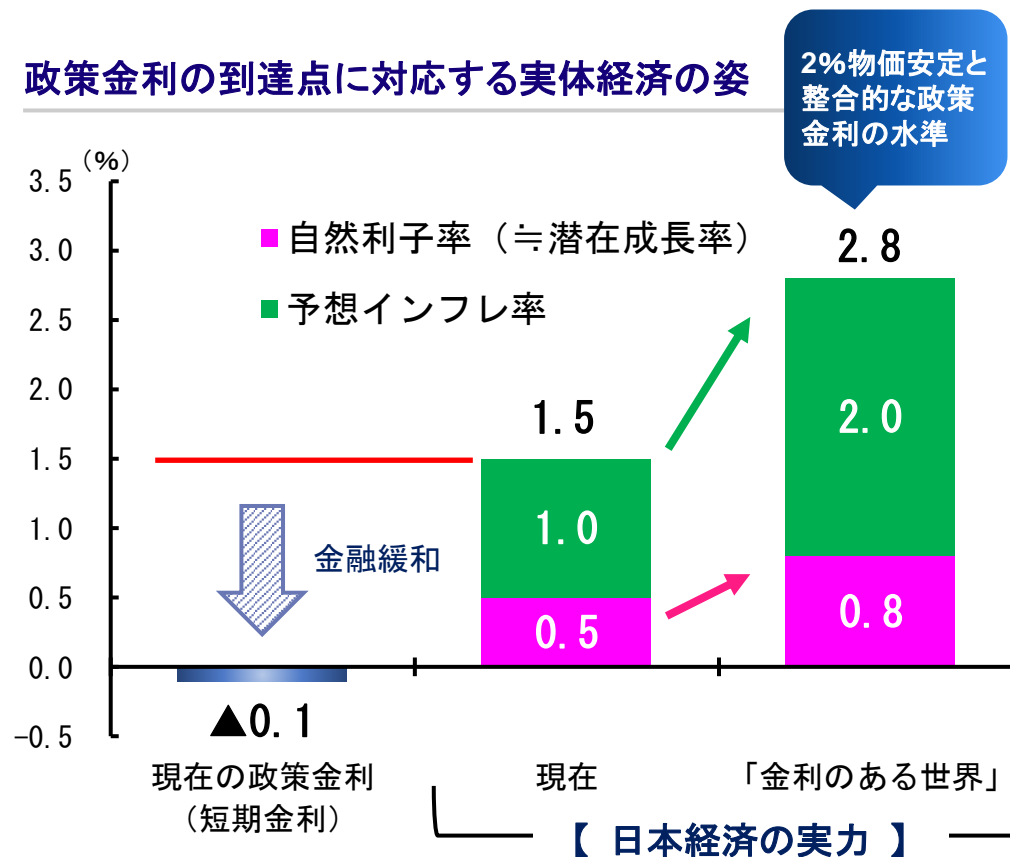
- 予想インフレ率の上昇などを背景に将来の金融政策予想が上方シフト
- 自然利子率(潜在成長率)と予想インフレ率をもとに「金利のある世界」で想定する日本の政策金利を算出
  - 予想インフレ率は物価目標の持続的・安定的達成により2.0%を想定
  - 自然利子率(潜在成長率)は生産性の上昇を加味した0.8%を想定

## 市場の金融政策予想と予想インフレ率の推移



(注)短期金利予想はOIS1年先1ヵ月金利、短期金利は無担保コール翌日物金利、  
予想インフレ率はBEI10年。直近は2023年11月14日までの月中平均  
(出所)Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 政策金利の到達点に対応する実体経済の姿



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## ① 政策金利を押し上げる「成長力の強化」

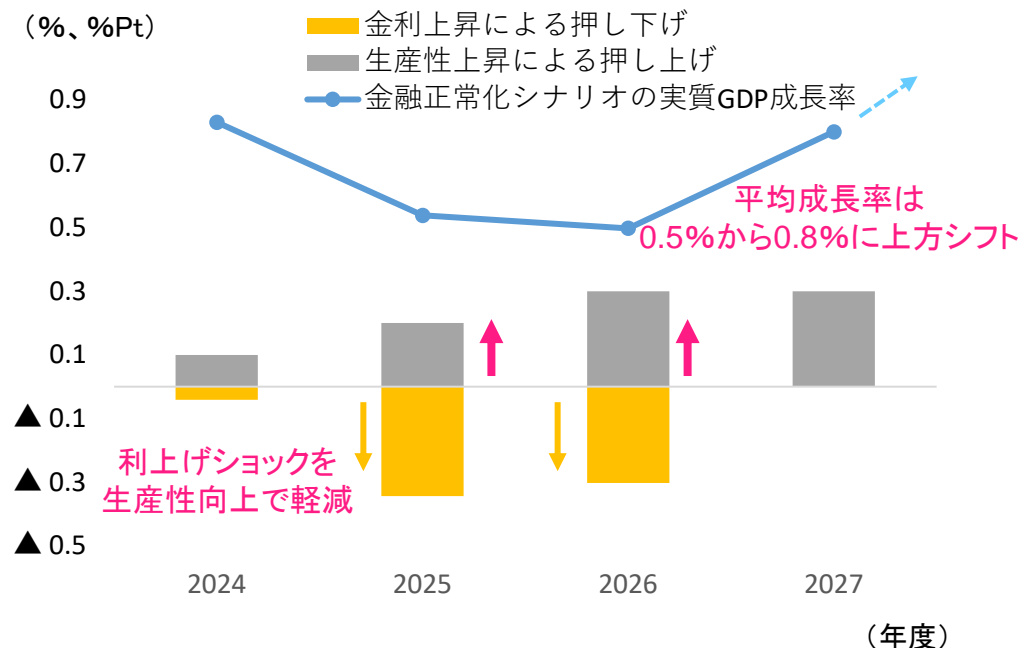
- **利上げと経済成長の両立**には、企業の投資活発化が不可欠
  - 生産性の上昇に向けた**企業の省力化投資・人的資本投資**が、金利上昇の下押し圧力を軽減
- 中期的な実質GDP成長率(潜在成長率)は0.3%Pt上昇
  - 生産性の上昇により、**潜在成長率は0.5%から0.8%**になると想定
  - 日本経済の成長力の強化は、自然利子率の上昇を通じて、政策金利の到達点を押し上げる

### 生産性上昇をもたらす企業の投資活動

	手段	成長率 押し上げ効果
省力化投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>・各種ロボット(製造・運搬・介護等)の活用</li> <li>・デジタル化の推進(各種ソフトウェア、AI等)</li> </ul>	+0.2%Pt
人的資本投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>・教育訓練投資(特にOff-JT)</li> <li>・リスクリング(学び直し)による人材の再配置</li> </ul>	+0.1%Pt
計	<b>生産性の上昇</b>	<b>+0.3%Pt</b>

(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 実質GDP成長率の想定経路(試算)



(注) 生産性上昇や金利上昇がない場合に比べ、2026年度までかけて生産性上昇・金利上昇の影響が発現した場合の実質GDPへの影響と、それらを反映した実質GDP成長率のパスを図示

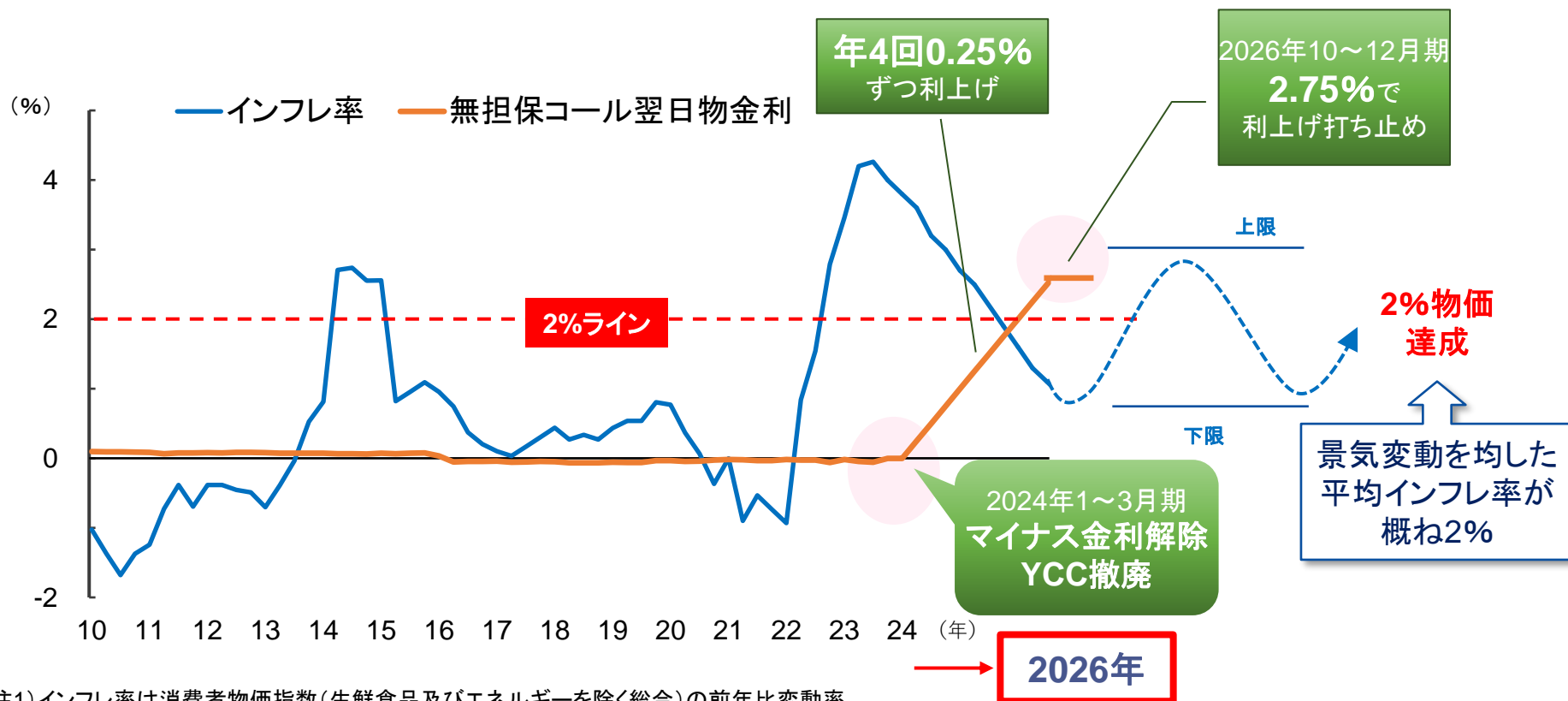
(出所) 各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## ② 2024年から2026年にかけて、年4回・0.25%Ptずつの段階的な利上げを想定

- **金融正常化を目的とした利上げ**であり、米欧のようなインフレ急伸に対応する利上げとは異なる
  - 日本は**インフレ減速下**でもあり、急速な利上げは困難
- **2026年10～12月期に政策金利は2.75%に到達**

### インフレ率と政策金利の推移



(注1) インフレ率は消費者物価指数(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)の前年比変動率

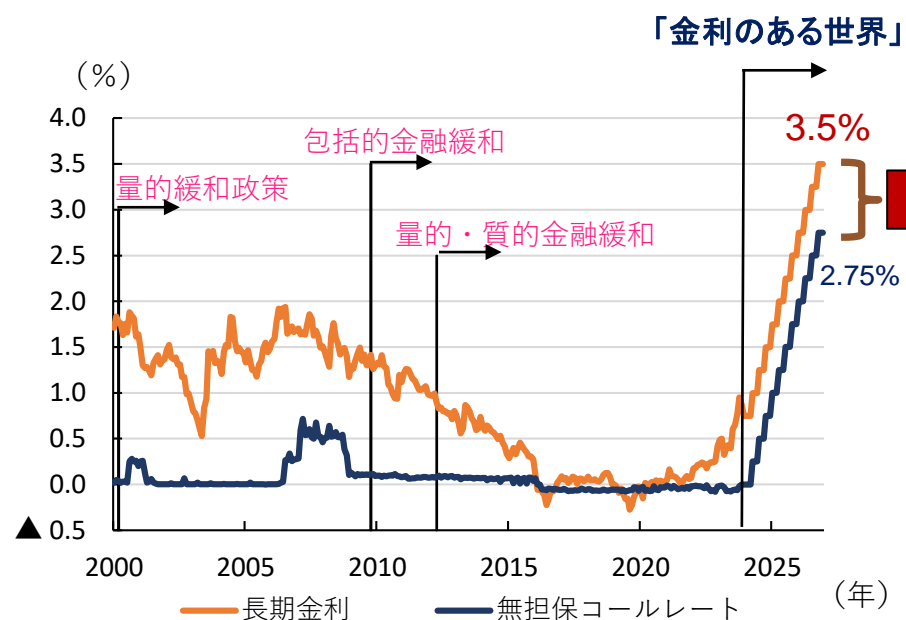
(注2) 日銀当座預金残高への適用金利は一律に政策金利と同水準 (準備預金制度に基づく所要準備額は0%)

(出所) 総務省、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ③ 長期金利は、政策金利にプレミアムを上乗せした水準に

- 量的緩和導入後(2001年3月～)の長短スプレッドの中央値0.75%Ptを、政策金利に対する長期金利のプレミアムと想定
  - 量的緩和導入以前の長短スプレッドは1.5%Pt前後
  - 包括的金融緩和および量的・質的金融緩和の導入以降は、長短スプレッドが0%Pt前後まで縮小
  - 金融正常化後の長短スプレッドについては、日銀による国債大量保有が続く下、大幅な拡大は想定しにくい
- 利上げ打ち止めとなる2026年に、長期金利は3.5%に到達すると想定

#### 短期金利(政策金利)と長期金利の見通し



(注)長期金利は10年国債利回り

(出所)日本銀行、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 長短スプレッドの推移



(注)長短スプレッドは、長期金利と無担保コールレートの差

(出所)日本銀行、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 金利の上昇が实体经济に及ぼす影響

～ 力強い景気拡大と、2%物価安定を実現した日本経済を想定 ～

## マーケットおよび各種金利指標の想定

		2023年度	2026年度	変化幅
マーケット	政策金利	▲0.05%	2.8%	+2.9%Pt
	長期金利	0.7%	3.5%	+2.8%Pt
	ドル円レート	—	—	▲35円
	株価上昇率 (日経平均株価)	(1990~2022年平均) +0.7%/年	+4.3%/年	+3.6%Pt (累計: +4,500円)

		2023年度	2026年度	金利感応度
家計部門	預金金利(普通)	0.001%	0.4%	0.2
	預金金利(10年定期)	0.4%	2.5%	0.7
	住宅ローン金利(変動)	0.3%	4.0%	1.0
	住宅ローン金利(固定)	1.8%	4.8%	1.0
企業部門	負債利子率	1.0%	3.6%	—
	資産利子率	2.9%	4.4%	—

金融環境に応じて  
変化する(次ページ)

(注1) 住宅ローンの変動金利は各種の優遇措置適用後の数値。金利感応度について、普通預金金利・住宅ローン変動金利は政策金利に対する、10年定期預金金利・住宅ローン固定金利は長期金利に対する感応度。政策金利は無担保コールレート翌日物、長期金利は10年物国債金利を想定。日経平均株価の変化幅(円)は2023年11月15日終値を起点に算出

(注2) 預金金利の感応度は過去30年程度、住宅ローン金利の感応度は2000年代初頭~マイナス金利導入までのデータ等をもとに算出

(出所) 日本銀行、各社資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

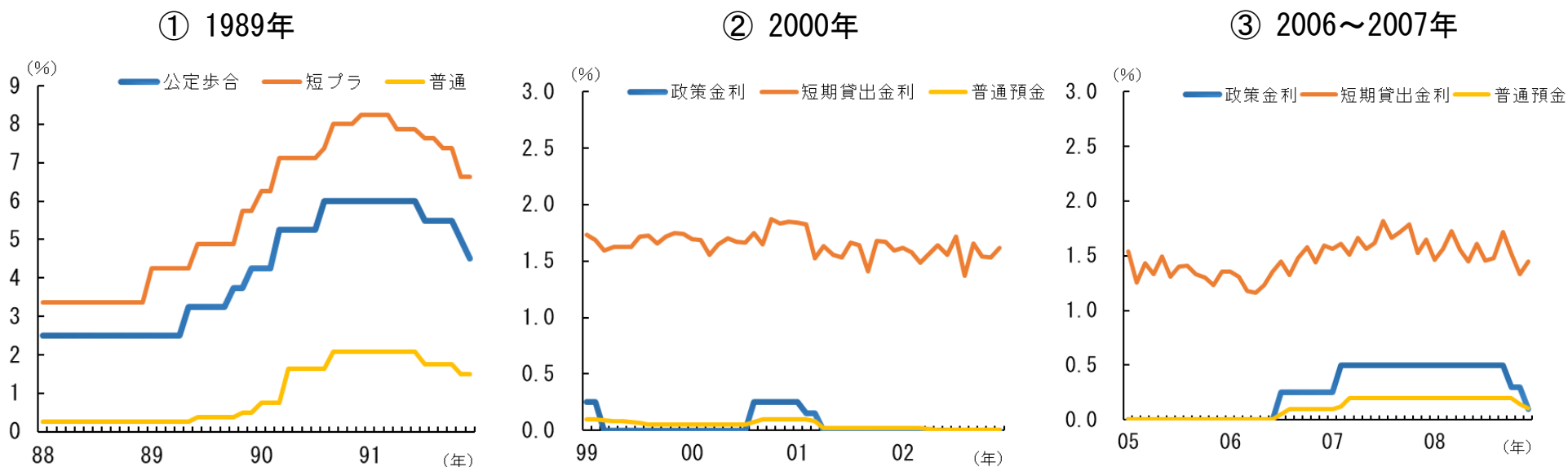
## 過去の利上げ局面における、政策金利に対する預貸金利(短期)の感応度

- 預金および貸出の金利感応度は、金融環境に応じて変化する傾向あり

	①1989年	②2000年	③2006～2007年
利上げ期間(回数)	16カ月(5回)	1カ月(1回)	8カ月(2回)
利上げ幅	+2.75%Pt	+0.25%Pt	+0.50%Pt
預金金利(普通)の感応度	0.39	0.10	0.23
貸出金利(短期)の感応度	0.89	0.33	0.52

(注) 利上げは公定歩合(①)および無担保コール翌日物金利誘導目標(②、③)。預金金利は普通預金、貸出金利は短期プライムレート(①)及び短期約定平均金利(②、③)

### 過去の利上げ局面における預金金利および貸出金利の推移(短期)



(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 実体経済への影響(2023年→2026年):家計への恩恵が相対的に大きい

	生産性 上昇	金利 上昇	全体の 評価	各セクター別の要素・論点
マクロ経済			○	(+)労働生産性の上昇により中期的にGDP成長率上昇 (-)金利上昇による借入コスト増が経済を下押し (-)円高進展により純輸出はマイナス → 全体としてはプラス効果が上回り、GDP成長率は上振れ
家計			◎	(+)労働生産性上昇に伴い実質賃金上昇 (+)預金からの利子収入が増加。高所得層や中年層でメリット大 (-)住宅ローンの支払い増加。中年層で負担大 → 全体としては賃金増、利子収支もネットで改善でプラス影響
企業			△	(+)労働生産性上昇により企業収益増加 (-)利子負担増。特に物品賃貸、電気・ガス、不動産、宿泊・飲食 (-)円高進展。特に輸送用機械、電気機械等の輸出産業に影響 → 全体としては利子負担増加要因でプラス効果は限定的
政府			▲	(+)労働生産性上昇・インフレによる名目GDP上振れで税収増加 (-)金利上昇で国債費(利払費)増加 → 短期的には概ね収支均衡。中期的には国債費増加が上回る

(注)▲は△よりも評価がやや劣っていることを意味している (出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

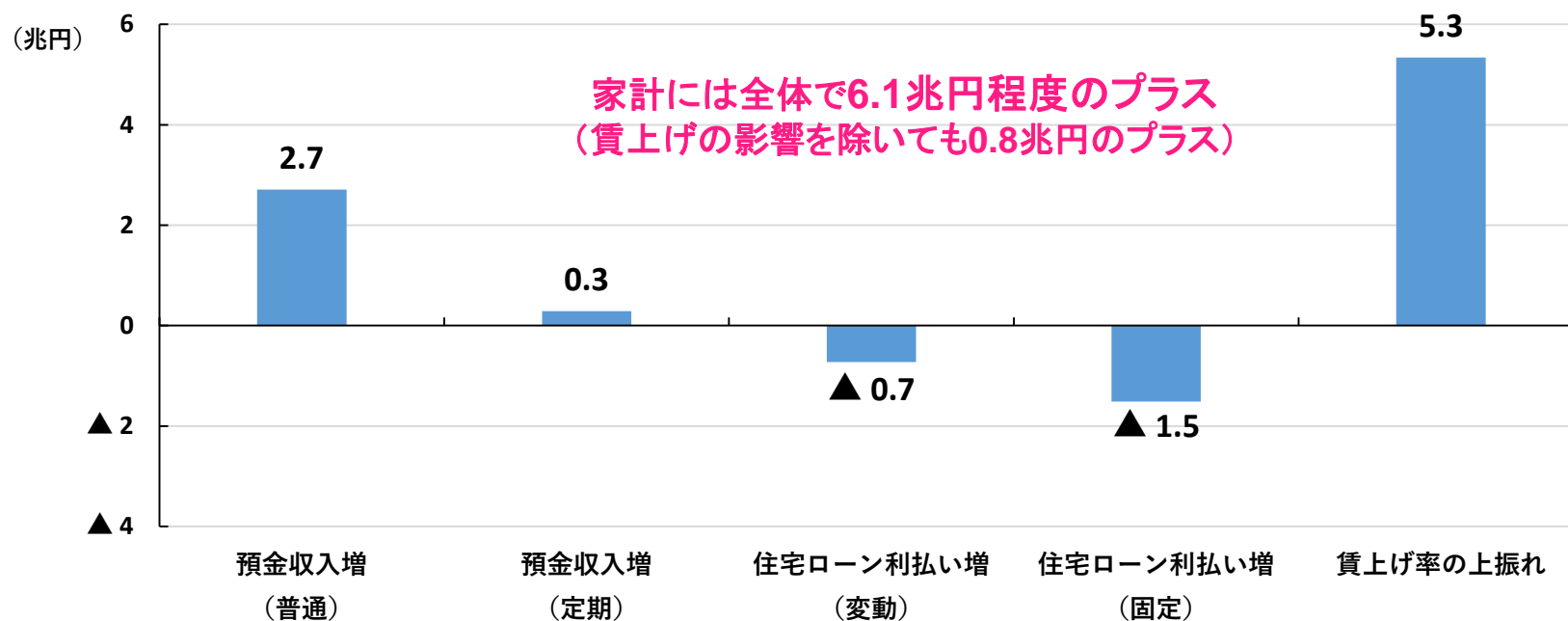
## 家計部門：住宅ローン負担増を預金収入増等が上回り、家計全体にはプラス影響

### ■ 家計全体には6.1兆円程度のプラス影響

- 2026年の住宅ローン負担は年間2.2兆円程度増加する見通し。ただし、預金の利子収入が3兆円上振れることで、家計には0.8兆円程度のプラス影響
- 住宅ローンについては、固定金利で借り入れる世帯の増加に加え、既存の変動金利分も毎月返済額を5年間不変とする「5年ルール」が順次終了することで返済額は増加。中期的には、住宅ローン負担増によるマイナスが預金利子収入のプラスを上回っていくことに

### ■ 経済成長に伴う賃金上昇により、可処分所得は2026年には年間で5.3兆円程度上振れ

### 家計の預金収入・住宅ローン負担増、賃上げ率上振れによる可処分所得への影響（2023年度→2026年度）

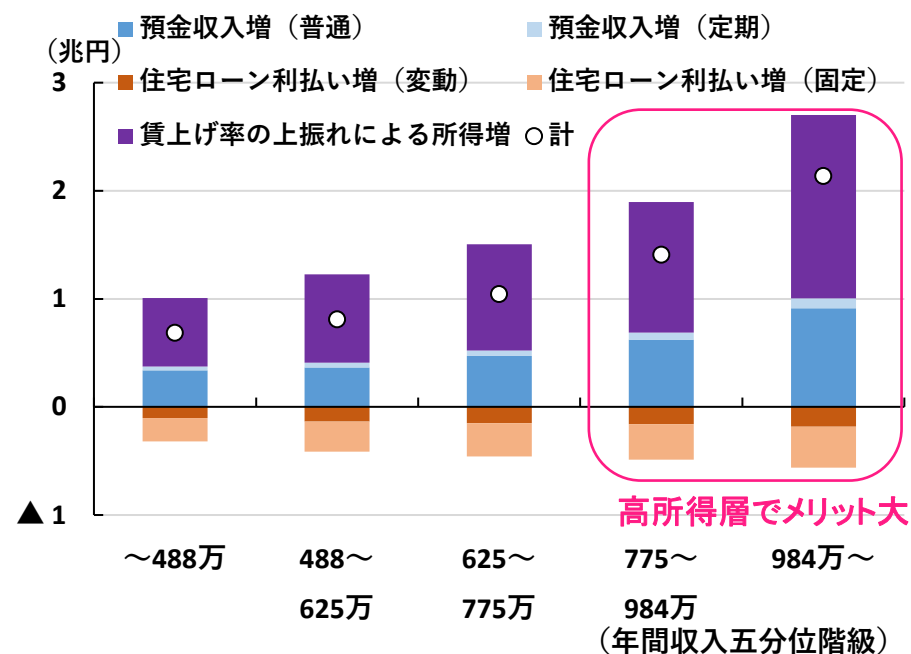


(注)賃上げ率については、生産性上昇率やインフレ率が上振れた場合(5%弱程度)とそうでない場合(4%弱程度)の差を取って可処分所得への影響を計算  
(出所)日本銀行、国土交通省、内閣府、厚生労働省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

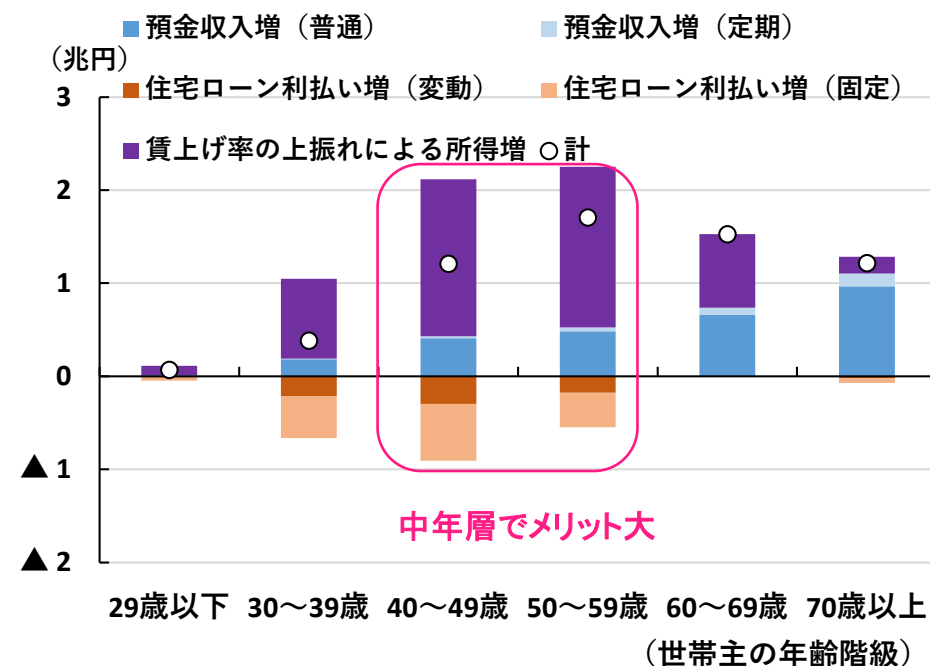
## 家計部門：家計の属性別には、高所得層や中年層でメリット大

- 金利上昇・春闘賃上げ率の上振れによるポジティブな影響は高所得層・中年層に偏在
  - 年間収入階級別にみると、家計全体のプラス影響（約6.1兆円）のうち6割程度（3.5兆円）が年収775万円以上の世帯（全世帯の4割）で発生
  - 世帯主の年齢階級別に試算すると、中年層では住宅ローン負担が増加するも、賃上げ率上振れ効果や預金収入増のプラス効果が大きく、全体で見ればメリット大

### 年間収入階級別の試算



### 世帯主の年齢階級別の試算



（注）家計全体を二人以上勤労者世帯であると仮定して試算。年間収入階級の境界値は二人以上勤労者世帯の2022年平均

（出所）日本銀行、国土交通省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

（注）預金収入の試算のみ二人以上無職世帯を含む。その他の項目は家計全体を二人以上勤労者世帯であると仮定して試算

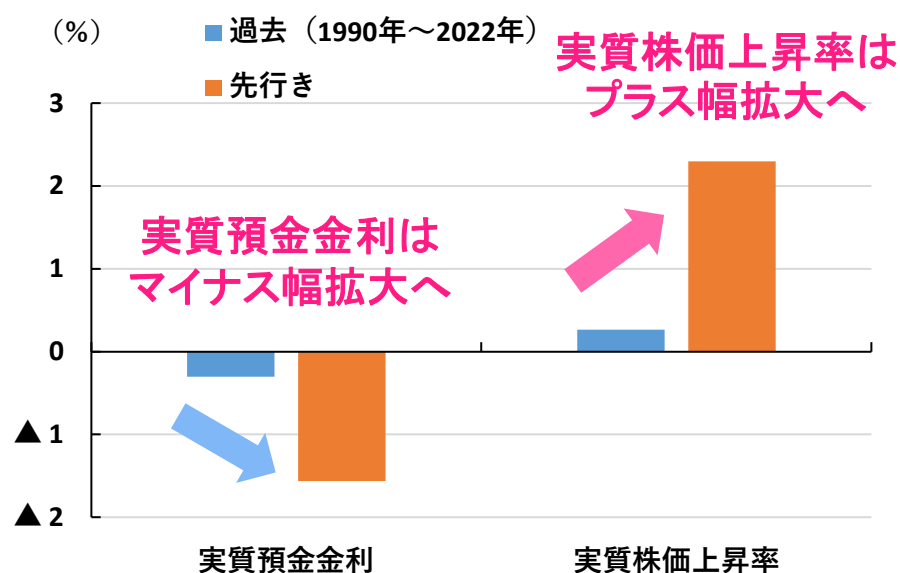
（出所）日本銀行、国土交通省、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



## 家計部門：中長期的な家計の金融資産選択行動が変化する可能性

- インフレ率や生産性上昇率が上振れた世界では、**中長期的にリスク資産保有が進む可能性も**
  - インフレ率が2%程度で定着した場合、実質的な預金金利は▲1.6%程度に低下（過去約30年間平均：▲0.3%程度）
  - 対照的に、**名目経済成長率が高まることに伴い株価上昇率は上振れ**。実質的な株価上昇率は+2.3%に上昇（過去約30年間平均：+0.3%）
  - **リスク資産の相対的な魅力が高まり**、家計のリスク資産保有の機運は高まる見通し

### 預金金利と株価上昇率の実績・見通し



		過去 (1990～2022年)	先行き
預金金利 (%)	名目	0.2	<b>0.4</b>
	実質	▲0.3	<b>▲1.6</b>
株価 上昇率 (%)	名目	0.7	<b>4.3</b>
	実質	0.3	<b>2.3</b>

- 株価上昇率(4.3%)  
＝名目GDP経済成長率2.8%＋EPSの名目GDP成長率超過幅1.5%
- 預金金利の想定はp.12を参照

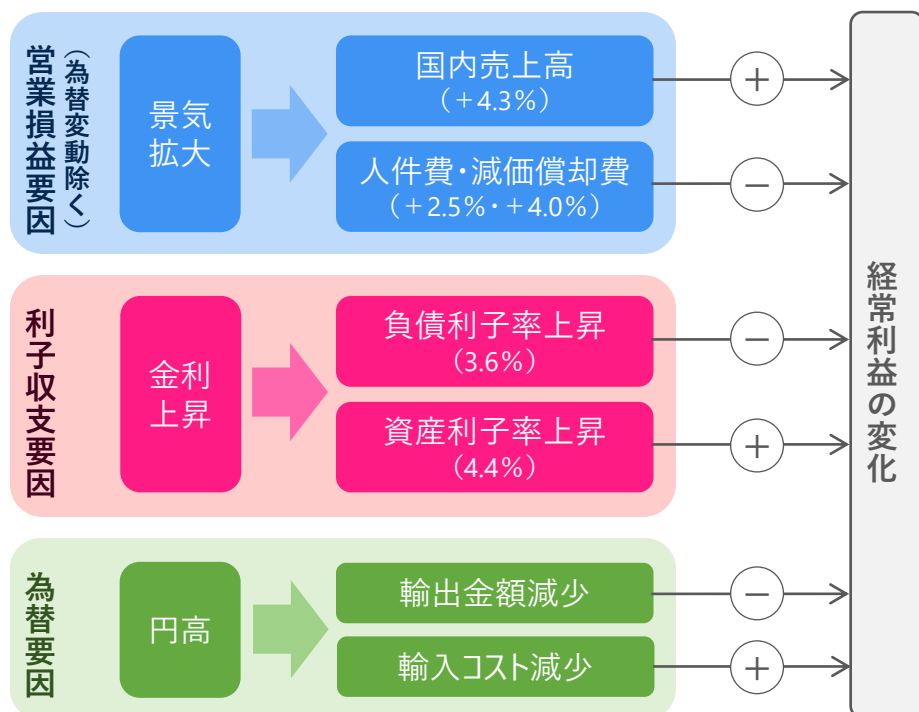
(出所) 日本銀行、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 企業部門：金利上昇による企業収益への影響試算

- 金利上昇による企業収益への影響を、**営業損益(除く為替変動)**、**利子収支**、**為替変動**の3つの要因に分けて試算
  - 営業損益要因(除く為替変動)では、名目GDPの拡大に伴い**売上高が順調に増加**。賃金も上昇傾向を維持するが、人手不足と生産性上昇により、**企業の総人件費は緩やかな伸びにとどまると想定**
  - 利子収支要因では、長期金利上昇により、**負債利率が1.0→3.6%、資産利率が2.9→4.4%に上昇**する見込み
  - 為替要因では、**日米金利差縮小により35円程度の円高圧力**が発生

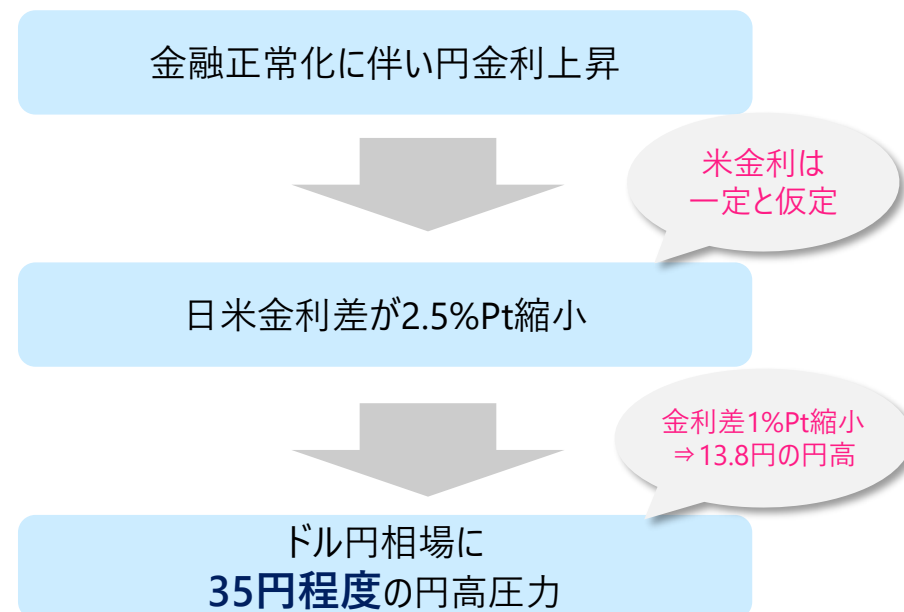
### 金利上昇が企業収益へ影響を及ぼす概念図

図中の数字は「金利のある世界(2026年度)」における想定値(前年度比変化率、水準)



(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 円高圧力の試算前提



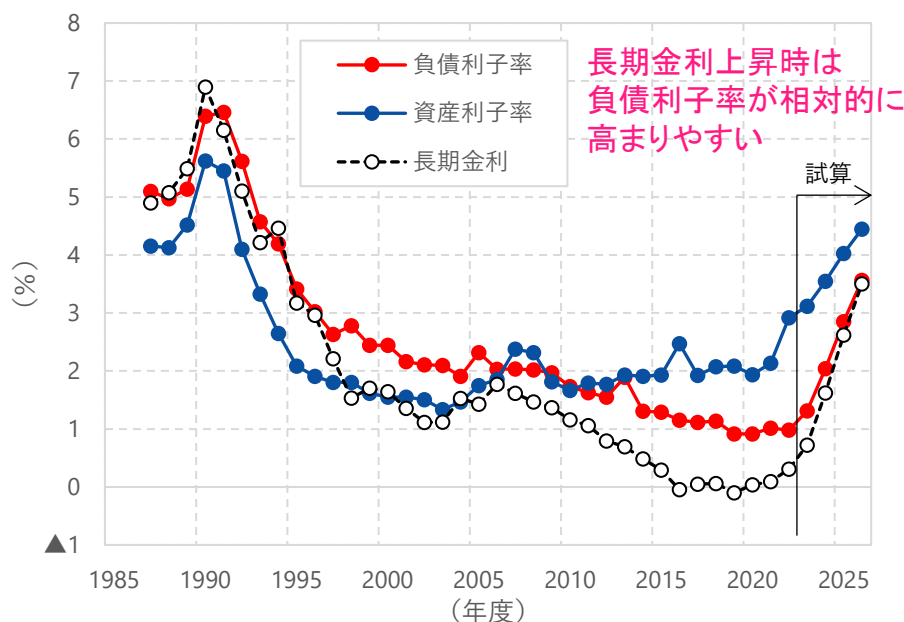
(注)5年国債利回り:0.5%→3.0%を想定

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 企業部門：金利上昇・円高が下押し要因になるも、景気拡大に伴い企業収益が増加

- 長期金利の上昇を受け、**企業の負債利率が大きく上昇**する見込み
  - 法人企業統計から計算した**企業の平均負債利率は2022年度時点で1.0%**。今後、**金融正常化局面では平均負債利率が3.6%の水準まで急上昇**する見込み。一方、資産利率の上昇幅は緩やかなのものにとどまる想定
- 景気拡大による利益増が金利上昇・円高のマイナス影響を上回り、**企業全体の経常利益が4年間で約1割増加**すると試算
  - **名目GDPの拡大に伴い売上高が増加**することが主因。一方、負債利率の急上昇を受けて**利子収支は収益のマイナス要因に**。為替要因も円高が輸出金額の減少を通じ利益を圧迫

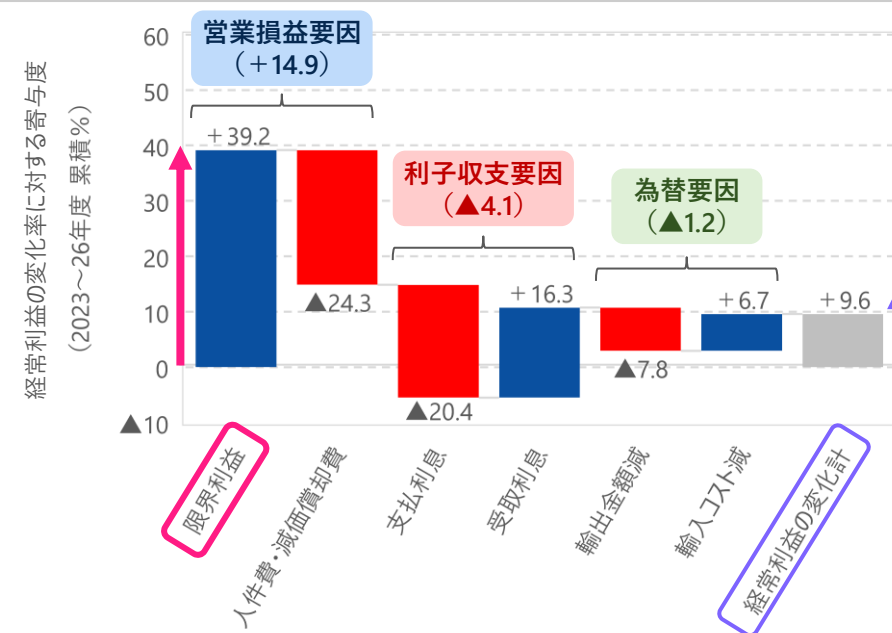
### 長期金利と企業の負債・資産利率の推移



(注) 負債利率＝支払利息等÷(短期・長期借入金＋社債＋受取手形割引残高の当期末・前期末平均)、資産利率＝受取利息等÷(現金・預金＋公社債＋長期貸付金＋株式)。受取利息等は配当金含む

(出所) 財務省「法人企業統計(年次別調査、四半期別調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 金融正常化による経常利益への影響(23～26年度累積)



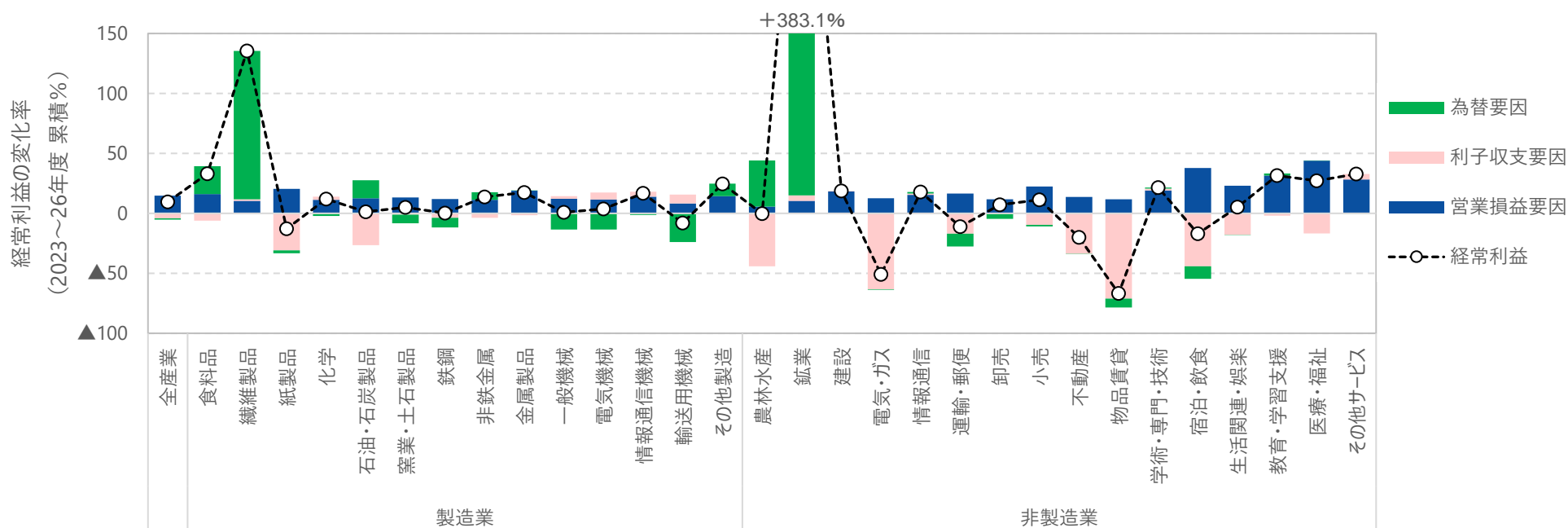
(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。変動費の伸びは売上高と同じと想定。限界利益＝売上高－変動費。変動費＝売上原価＋販管費－(固定費－支払利息)。固定費＝人件費＋減価償却費＋支払利息

(出所) 財務省「法人企業統計(年次別調査、四半期別調査)」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 企業部門：有利子負債が多い産業や輸出産業では、金利上昇・円高の悪影響大

- 企業部門全体では経常利益が増加するものの、一部の産業では金利上昇・円高により大幅減益になる可能性
  - 資産に比べ有利子負債が相対的に大きい物品賃貸、電気・ガス、不動産、宿泊・飲食は、金利上昇により利子収支が大幅に悪化する可能性
  - 輸送用機械、電気機械、一般機械、宿泊・飲食(インバウンド)等の輸出産業では、円高で輸出減のデメリットが発現する見込み。一方、鉱業(エネルギー)や繊維製品(アパレル)等は、輸入コスト減が増益要因に

### 金融正常化による経常利益への影響(23~26年度累積、産業別)



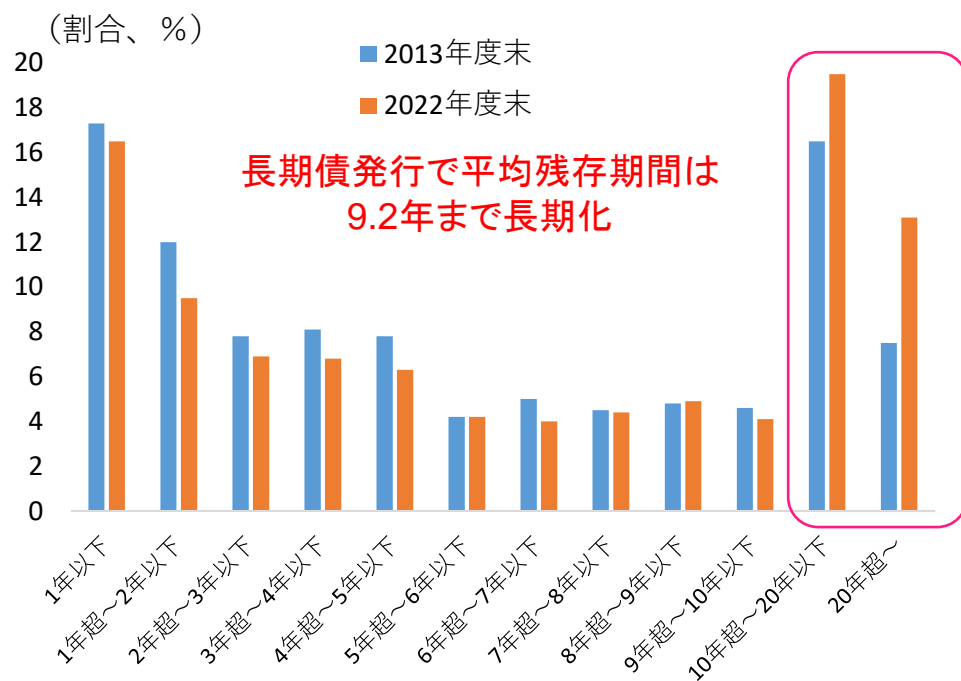
(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。営業損益要因＝経常利益－受取利息＋支払利息。利子収支要因＝受取利息－支払利息。為替要因は2018年産業連関表の輸出・輸入金額と内閣府マクロモデル乗数を用い、23%円高(直近実績を150円とした場合の35円円高)による変化分を算出

(出所)財務省「法人企業統計(年次別調査、四半期別調査)」、経済産業省「延長産業連関表」、内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2022年版)の構造と乗数分析」より、みずほサーチ&テクノロジーズ作成

## 政府部門：短期的には収支への影響がほぼ均衡。中期的には利払費増が財政負担に

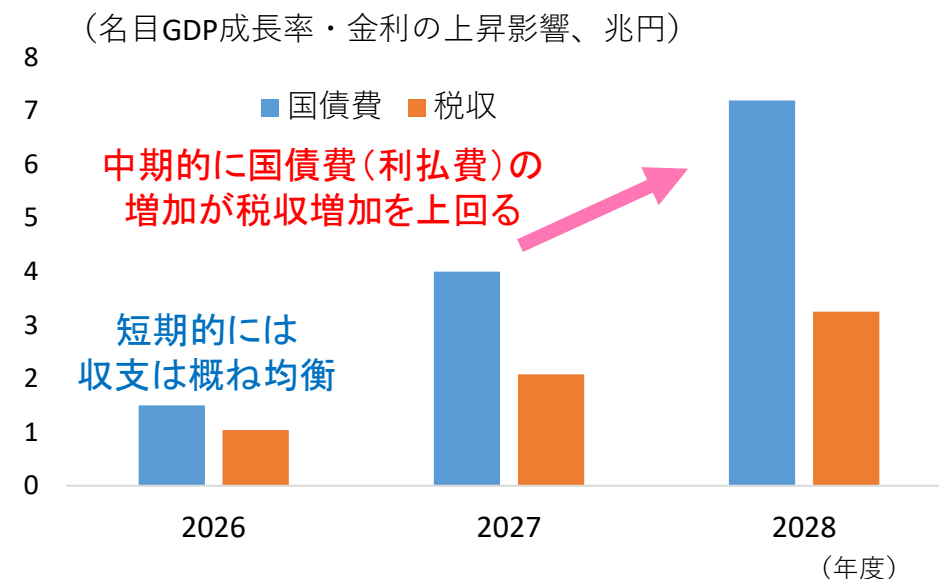
- **税収の増加**に伴い、2026年度時点での財政収支への影響はほぼ均衡
  - **国債の平均残存期間は9年超に長期化**。短期的には金利上昇が直ちに利払費増に直結せず
- 中期的には、名目GDP上振れに伴う税収増を金利上昇による利払い費増が上回る
  - **債務残高が巨額な日本では徐々に国債費(利払費)が増加**し、中期的には名目GDP上昇に伴う税収増を上回る
  - **家計のリスク資産投資の増加で、長期的に現預金が減少**。国債安定消化に懸念が高まれば、金利上昇リスクも

### 普通国債残高の期間別構成(2022年度末時点)



(出所)財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### 政府の税収・国債費の影響



(注)生産性上昇や金利上昇がない場合に比べ、2026年度までかけて名目GDP成長率の累計+1.3%Pt上昇、長期金利の累計+2.0%Pt上昇の影響が発現した場合の2026年度以降の税収・国債費への影響を図示

(出所)財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## まとめ

---

### □ 前提となる経済のファンダメンタルズは？

- ✓ 持続的・安定的な2%物価が実現。省力化投資・人的資本投資の活発化で実質成長率(潜在成長率)は0.3%pt上昇(0.8%)。インフレ率を上回る賃上げ率が定着し、安定成長へ

### □ 政策金利、長期金利の水準は？

- ✓ 2026年にかけて政策金利(短期金利)は2.75%、10年国債利回りは3.5%に上昇

### □ 政策金利の想定経路は？

- ✓ 2024年上期にYCC撤廃・マイナス金利解除を実施し、年4回0.25%ずつの段階的な利上げを実施。2026年後半に2.75%に到達

### □ 実体経済への影響は？

- ✓ 金利上昇が投資を、円高が輸出を押し下げるも、労働生産性の上昇により成長力が拡大
- ✓ 家計では、高所得層・中年層で収入増加。預金利子収入増が、住宅ローン負担増を上回る
- ✓ 企業では、負債利子率上昇や円高のマイナスを、景気拡大による利益増がやや上回る
- ✓ 政府では、経済成長にともない税収増も、中長期的に利払費の増加が財政を圧迫

### □ 金融機関への影響は？

- ✓ 利ザヤは拡大へ。金利感応度は振れ幅があり、利ザヤのレベル感は幅を持つてみる必要
- ✓ 預貸金残高は、家計・企業のキャッシュフロー改善や、資金需要の増加により拡大。ただし、手元預金を住宅ローン返済や設備投資の原資に充てる可能性も

## 旬なテーマを動画でお届け。YouTube®動画「MHRT Eyes」配信中！

エコノミスト・コンサルタントによる**速報性の高い分析**を、  
5分程度の動画で**クイックかつ分かりやすく解説**

# MHRT Eyes

複雑さ、変化の激しさを増す**経済・金融動向**…  
**旬なマクロ情報を、いち早く動画でお届け**

多数のエコノミストが国内外の注目トピックスを網羅  
YouTube動画で手軽に素早くインプット

コンテンツ拡大中！>>>>

ご視聴・チャンネル登録お待ちしております！



みずほリサーチ&テクノロジーズ  
公式YouTube®にて配信中  
(「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です)

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/eyes/index.html>  
(QRコードはデンソーウェブの登録商標です)



**エコノミスト・研究員**  
30名以上で幅広い分野を網羅



PCの方は

<https://www.mizuho-rt.co.jp/solution/analysis/economist/index.htm>



**調査レポート (無料)**  
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/research/index.html>



**メールマガジン (登録無料)**  
レポート・動画配信をいち早くお知らせ！



ご登録はQRコード®をスキャンして頂くか、  
ブラウザから下記URLを入力してください。  
<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>

お問い合わせ：  
みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社  
調査部 メールマガジン事務局  
<03-6808-9022>  
<[chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)>

食料・エネルギー価格上昇の影響は、低所得世帯ほど負担が大きい

食料・エネルギー価格上昇に伴う9年連続最大の負担額の試算(2022年)

所得階級	2022年の年間負担増(円)		収入に占める負担率(%)		負担率の 変動
	2022年	2021年	2022年	2021年	
300万円未満	22,848	19,498	42.23%	38.7	+3.5
300~400万円	26,187	23,201	47.50%	39.6	+7.9
400~500万円	26,484	23,121	51.80%	34.0	+17.8
500~600万円	29,134	24,024	53.16%	29.0	+24.2
600~700万円	31,203	24,267	53.56%	18.7	+34.8
700~800万円	32,258	24,887	58.67%	18.1	+40.6
800~900万円	33,258	26,147	59.37%	15.2	+44.2
900~1,000万円	35,328	26,368	62.33%	14.3	+48.0
1,000万円以上	40,888	27,308	67.20%	11.0	+56.2
全世帯平均	30,135	23,317	53.63%	18.1	+35.5

年毎対比では低所得世帯ほど相対的に負担が増える

日本のGHG多排出産業は、電力・運輸・鉄鋼・化学

日本の部門別CO2排出量(2019年)

産業	割合
発電・熱供給	39%
運輸業	19%
鉄鋼業	12%
化学工業	9%
その他	9%
非鉄金属産業	8%
その他製造業	4%

出典: 国土交通省「2019年度環境白書」

〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ 調査本部  
調査部

総括・市場調査チーム

主席エコノミスト	宮寄 浩
上席主任エコノミスト	上村 未緒
エコノミスト	白井 斗京

経済調査チーム

主席エコノミスト	酒井 才介
主席エコノミスト	服部 直樹
エコノミスト	中信 達彦

TEL : 080-1069-4681

E-mail : [hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp](mailto:hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp)

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。