

みずほレポート

「金利のある世界」へ踏み出す日本経済

～政策金利1%が家計・企業・政府・不動産市場に及ぼす影響～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

2025年2月20日

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO



本資料の内容

- 日本銀行は2024年3月にマイナス金利政策を解除した後、2回の追加利上げを行い、政策金利を2008年以来となる0.5%まで引き上げ。日本経済が「金利のない世界」から「金利のある世界」に移行しつつあることを踏まえ、金利上昇による家計・企業・政府・不動産市場への影響について分析
- 本資料では、今後、日本銀行が経済・物価動向を様子見しつつ、政策金利を1%まで段階的に引き上げると想定。長期金利は1%台半ばまで上昇、為替レートは140円/ドル近傍まで円高・ドル安が進展
- 金利上昇による家計への影響は、全体としては差し引きでプラス。預金・国債利子収入や配当収入の増加分が、住宅ローン利払いの増加分を上回るため。ただし、住宅ローンなどの負債を保有する世帯に限ると、現役世帯を中心にマイナス影響が大きくなる見込み
- 企業は、金利上昇局面でも経常利益が増益基調を維持。経済の緩やかな拡大に伴う売上高の増加や、価格転嫁の進展による限界利益率の上昇が、営業損益の改善を通じ増益に貢献。一方、金利上昇と円高により、有利子負債の負担が重い企業や輸出関連企業では利益が圧迫されやすい点に留意
- 政府は、経済の拡大を受け税収が増加するものの、利払費の増加でほぼ帳消しに。長期金利が名目経済成長率を下回る「金利ボーナス」が先行き解消することで、基礎的財政収支の赤字が債務残高・GDP比の上昇に直結し、財政の自由度が低下。日本銀行は金利上昇局面で損益が一時悪化するも、その後は高水準の国債利子収入が損益改善要因に
- 不動産市場では、経済が拡大するなかで実質金利がゼロ近傍にとどまり、商業用不動産価格が緩やかに上昇。純収益の成長率が価格上昇率をやや上回ることで、キャップレートは小幅に上昇すると試算

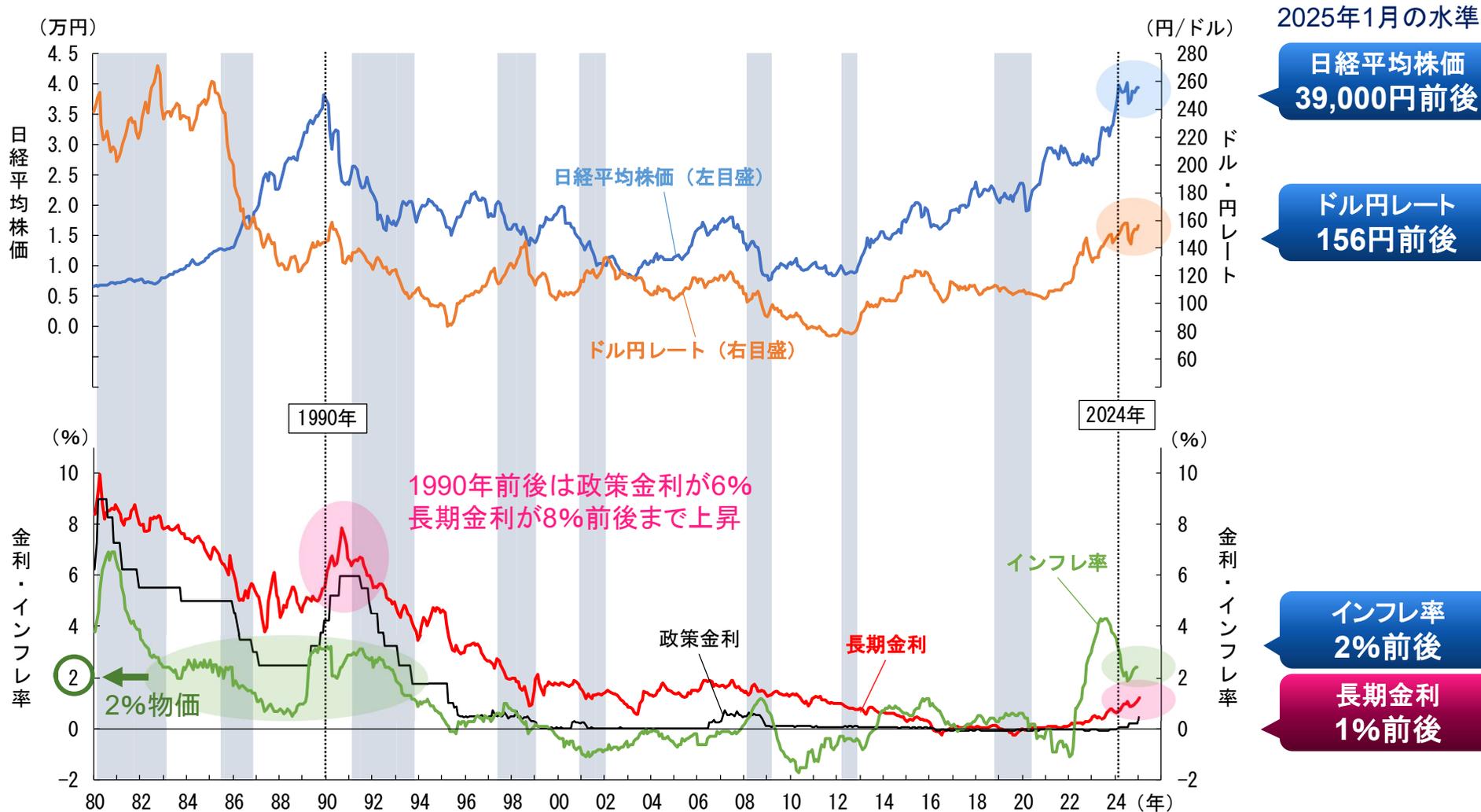
1. 「金利のある世界」の世界観 3
～政策金利の引き上げに伴い、様々な金利がどこまで上昇するか～
2. 家計への影響 9
～家計全体ではプラスだが、負債を保有する現役世帯ではマイナス影響大～
3. 企業への影響 16
～産業・企業規模により利益への影響が大きく異なる～
4. 政府・日本銀行への影響 23
～「金利ボーナス」の解消で政府の財政自由度が低下～
5. 不動産市場への影響 28
～経済の緩やかな拡大に伴い、不動産価格は上昇傾向が継続～

1. 「金利のある世界」の世界観

～政策金利の引き上げに伴い、様々な金利がどこまで上昇するか～

過去の「金利のあった世界」(1990年前後)と足元の状況比較

日本の各種金融指標とインフレ率の推移



(注) シャドー部分は景気後退期。インフレ率は消費者物価指数(生鮮食品およびエネルギーを除く総合、消費税調整済み)の前年比変化率。長期金利は10年国債利回り(1986年7月まで9年債利回り)。政策金利は無担保コールレート翌日物(1995年6月まで公定歩合)

(出所) 日本経済新聞社、日本銀行、財務省「国債金利情報」、総務省「消費者物価指数」、内閣府「景気基準日付」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

「金利のある世界」を巡る様々なシナリオ

- 本資料ではベースラインシナリオに基づいて先行きの各種金融・経済指標を想定し、実体経済への影響を試算

シナリオ	ポイント	経済イメージ	物価イメージ	政策金利等
ベースライン	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>景気・物価動向を様子見</u>しつつ、<u>政策金利を段階的に引き上げ</u> 	緩やかに拡大	足元は2%前後。その後は2%をやや下回る水準へ徐々に減速	1%
成長加速	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>生産性の改善</u>を伴って<u>潜在成長率が加速</u> ・ 企業の<u>新陳代謝等</u>による競争力強化で<u>プライシングパワーが拡大</u> 	力強く拡大	2%定着 (生産性の改善は物価上昇の抑制要因)	2%台半ば
賃金・物価ノルム変化	<ul style="list-style-type: none"> ・ 生産性改善を伴わずに、人手不足の深刻化等で<u>賃上げ率が一段と上振れ</u> ・ 消費者・企業の<u>賃金・物価上昇率に関するノルムが変化</u> 	緩やかに拡大	2%を上回る	2%以上
輸入インフレ	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>国際的な資源価格の高騰</u>や、<u>サプライチェーンの目詰まり</u>、<u>急速な円安進展</u>により、輸入コストが大幅に上昇 	ゼロ・マイナス成長	2%を大幅に上回る	2%以上
デフレ再来	<ul style="list-style-type: none"> ・ 消費・設備投資等の<u>需要が大幅に縮小</u> 	ゼロ・マイナス成長	ゼロインフレ／デフレ	利下げ／量的緩和
リスクプレミアム拡大	<ul style="list-style-type: none"> ・ <u>日本国債の需給バランス悪化</u>や<u>財政への信認低下</u>により、リスクプレミアムが拡大 ・ <u>米国の金利が急上昇</u>し、日本の金利押し上げ圧力に 	ゼロ・マイナス成長	状況により変化	長短金利差が拡大し、長期金利が大幅に上昇

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利が1%・長期金利が1%台半ばに上昇

■ 日本銀行は2025年度末にかけて1%まで利上げへ

- 2025年度は高水準の賃上げが続くほか、物価上昇率が日銀目標の2%前後で推移し、利上げを後押し
- 為替市場では緩やかな円高ドル安を想定。日銀は金融政策の正常化に向け、トランプ関税の影響などに配慮しながら、景気・物価動向を様子見しつつ半年に1回程度のペースで利上げを実施

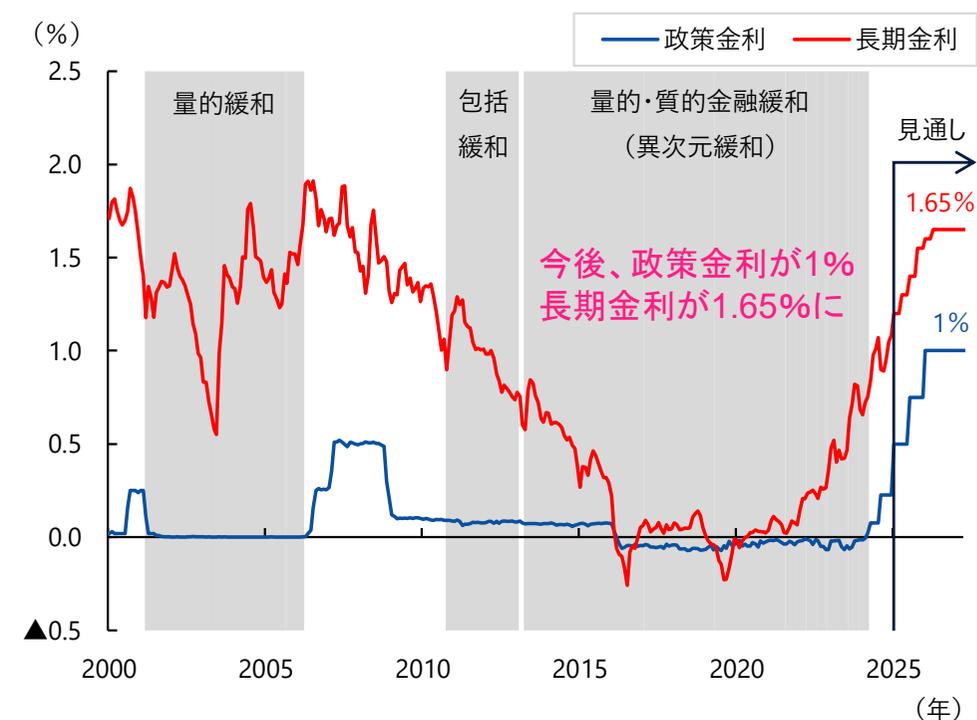
■ 長期金利(10年国債利回り)は1%台半ばに上昇

- 長短スプレッドは0.7%Pt前後。日銀の国債保有額縮小が緩やかなペースにとどまり、長期金利上昇を抑制

日本銀行の利上げの背景

利上げ後押し	賃金	2025年度の春闘では高水準の賃上げが継続
利上げ後押し	物価	コアインフレ率は2025年度も2%程度を維持
大幅な利上げは不要	為替	緩やかな円高ドル安
配慮が必要	トランプ関税	景気への影響は限定的だが一部輸出企業の株価に影響

政策金利と長期金利の見通し



(注) 政策金利は無担保コールレート翌日物、長期金利は10年国債利回り
(出所) 日本銀行、財務省「国債金利情報」より、みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

(出所) みずほりサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利が1%になると、様々な金融指標がどれだけ変化するか(試算想定)

		2023年度	2026年度	変化幅
政策金利		▲0.1%	1.0%	+1.1%Pt
金融市場	長期金利	0.6%	1.65%	+1.05%Pt
	ドル円レート	144.6円	140.0円	▲4.6円(円高)
	株価上昇率 (日経平均株価)	+1.4%/年 (1990~2023年度平均)	+2.9%/年 (2025~2026年度平均)	+1.5%Pt
家計	預金金利(普通)	0.001%	0.250%	+0.249%Pt
	預金金利(10年定期)	0.4%	1.0%	+0.6%Pt
	住宅ローン金利(変動)	0.35%	1.27%	+0.92%Pt
	住宅ローン金利(固定)	1.82%	2.44%	+0.62%Pt
企業	有利子負債利子率	1.14%	1.97%	+0.83%Pt
	有利子資産利子率	2.16%	2.56%	+0.40%Pt
経済指標	名目GDP成長率(前年比)	+1.0% (1990~2023年度平均)	+2.4% (2025~2026年度平均)	+1.4%Pt
	消費者物価(前年比)	+3.0%	+1.8%	▲1.2%Pt

(注) 政策金利は2023年度が補完当座預金制度適用利率、2026年度が無担保コールレート翌日物の誘導目標。長期金利は10年国債利回り。普通・定期預金金利は日本銀行の集計値に基づく。住宅ローンの変動金利は主要都市銀行の新規借入金利(優遇措置適用後)の最低値、同固定金利はフラット35金利の最低値。有利子負債・試算利子率は法人企業統計調査から計算した値。2026年度および変化幅の値は2025年1月時点における想定

(出所)日本銀行、財務省、各種金融機関、住宅金融支援機構より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 政策金利に対する金利感応度は、金融環境に応じて変化

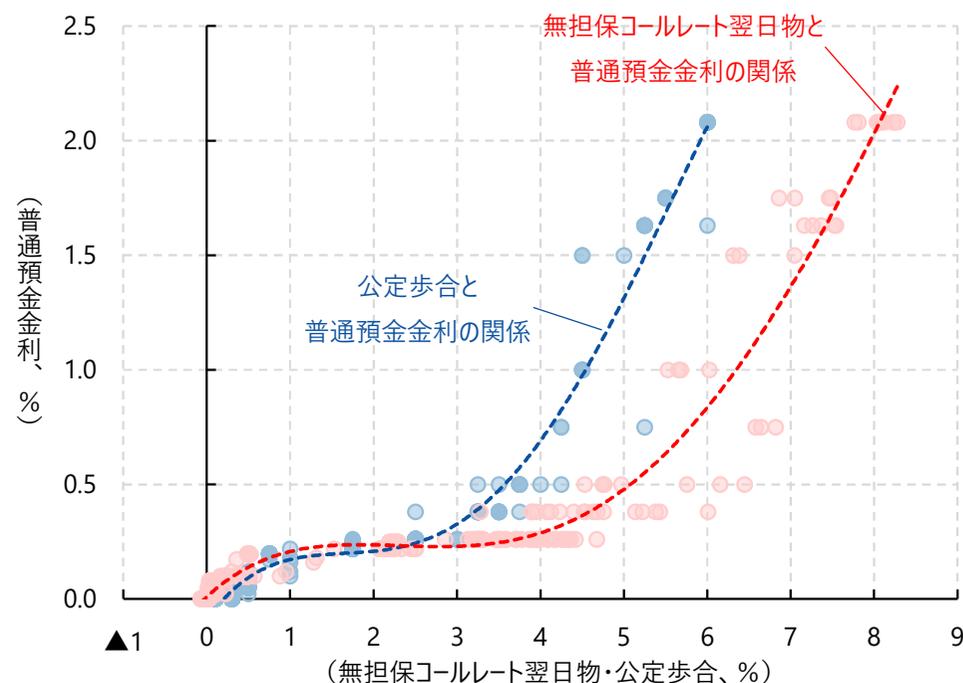
- 政策金利に対する預金・貸出の金利感応度は、その時点の経済状況や金利水準に応じて変化する傾向
 - バブル崩壊以降の利上げ局面(計3回)における感応度は、普通預金金利が0.2~0.5程度、短期貸出金利が0.5~1.4程度と相応の幅あり
 - 普通預金金利は、政策金利が0.5%程度よりも低い領域、もしくは3~4%程度よりも高い領域では、感応度が大きい。一方、政策金利が0.5%から3~4%程度の領域では感応度が小さい傾向

過去の利上げ局面における金利感応度(政策金利対比)

		① 1989~ 1990年	② 2000年	③ 2006~ 2007年
政策金利	利上げ回数	5回	1回	2回
	利上げ幅	3.50%Pt	0.25%Pt	0.50%Pt
感応度	普通預金金利	0.52	0.20	0.39
	短期貸出金利	1.39	0.50	1.00

(注) 利上げは①が公定歩合、②・③が無担保コールレート翌日物の誘導目標。短期貸出金利は短期プライムレート。感応度は各サイクルの金利最低値・最高値の差で計算
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利と普通預金金利の関係



(注) 1986年1月~2024年11月のデータをプロット。平滑線は4次多項式による近似曲線
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

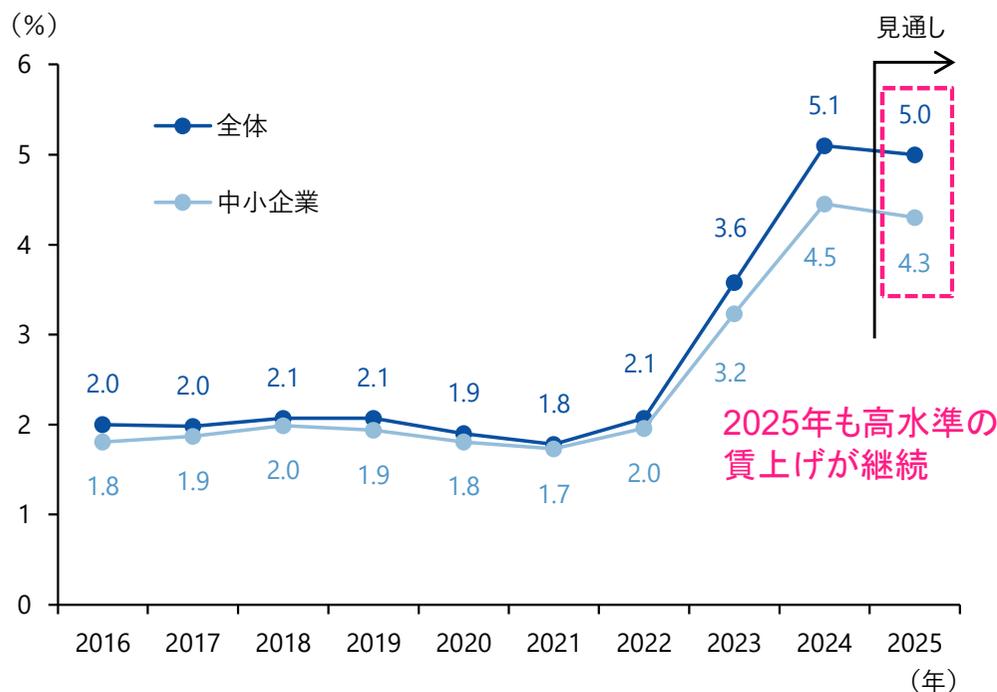
2. 家計への影響

～家計全体ではプラスだが、負債を保有する現役世帯ではマイナス影響大～

家計：金利上昇局面における家計の所得・消費動向

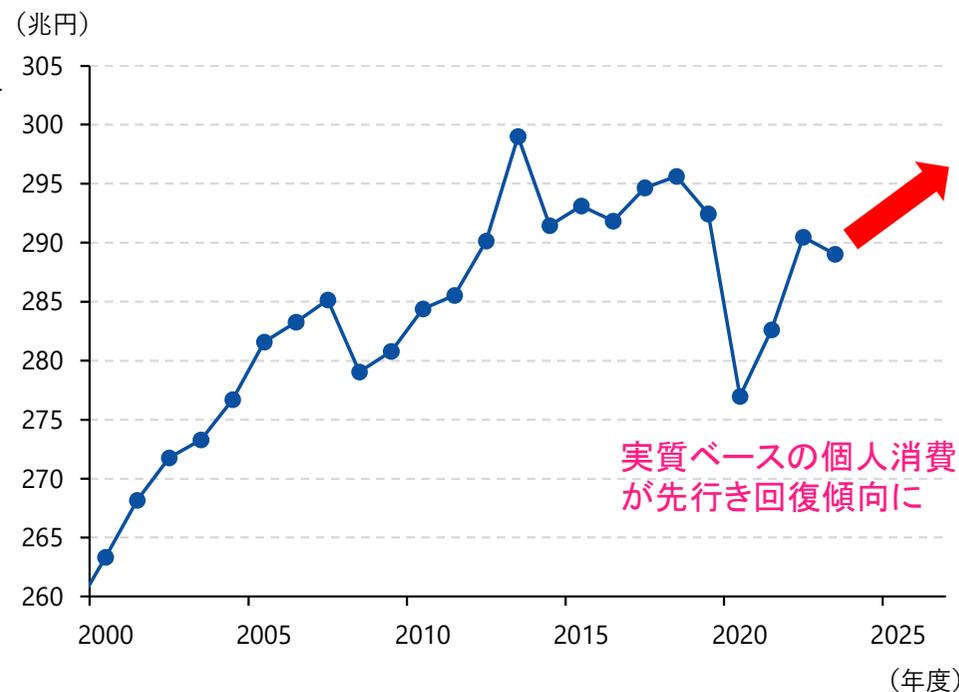
- 人手不足や物価上昇の継続を背景に、**2025年の春闘では5%（定期昇給込み）前後の高い賃上げ率が続く見込み**
 - 労組の賃上げ要求は2024年を上回る勢い。中小企業でも4%台前半の伸びを予想
- 実質賃金の緩やかな改善に伴い、**先行きの個人消費は回復傾向で推移**
 - 消費者物価が前年比+2%前後で推移するなか、賃金の伸びが物価をやや上回り、実質賃金が前年比プラスに

春季賃上げ率の実績と見通し



(注) 「中小企業」は組合員数300人未満の労働組合を対象に集計した値
(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計最終消費支出(実質ベース)の実績と見通し



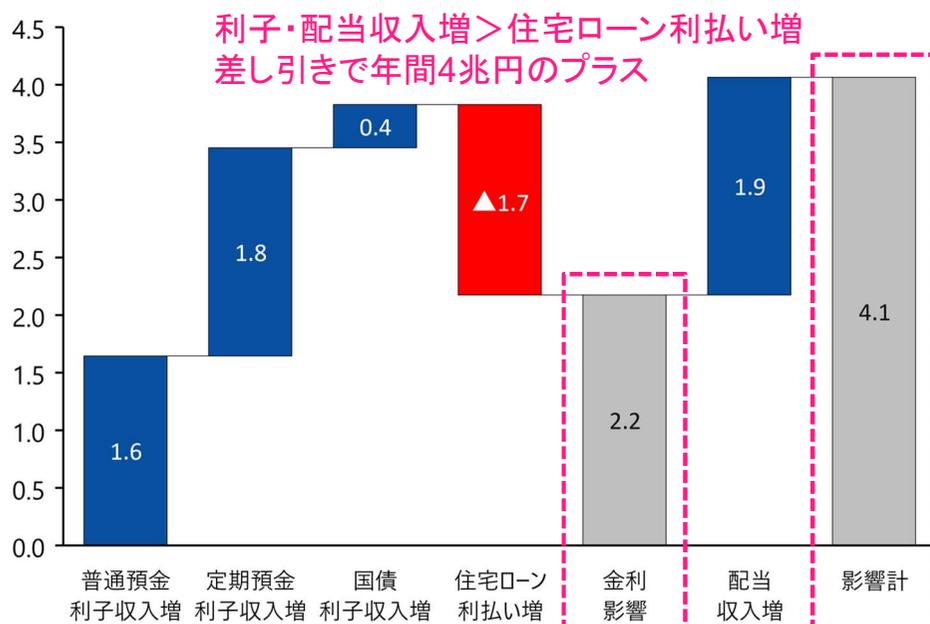
(出所)内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計：日本の家計全体で見ると、利上げは差し引きでプラス

- 家計全体では、預金・国債利子収入増と配当収入増が住宅ローン利払い増を上回り、差し引き4.1兆円のプラス
 - 2023年度(政策金利▲0.1%)と2026年度(同1%)を比較。預金・国債利子収入増の3.8兆円に対し、住宅ローン利払い増は1.7兆円にとどまり、金利影響が差し引き+2.2兆円と試算。企業収益増や家計金融資産の株式・投信シフトによる配当収入増(1.9兆円)も加えると、影響は合計で+4.1兆円に
- 家計は金融資産として約2,200兆円保有する一方、負債は約400兆円。金利上昇のプラス効果を受けやすい構造
 - 金融資産残高の約半分が預金(うち普通:65%、定期:35%)であり、預金金利上昇によるインパクト大

政策金利1%実現時の家計収支への影響

(2023年度と2026年度の比較、兆円/年)

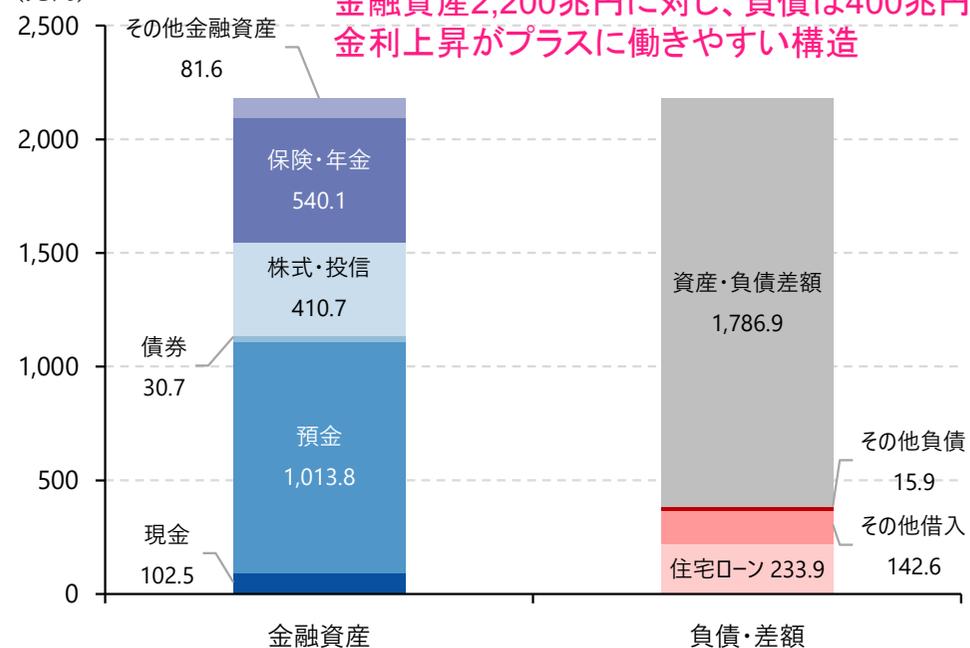


(注) 2023年度(政策金利▲0.1%)と2026年度(同1%)の比較。定期預金は満期未到来分の利子収入を含む。住宅ローンは変動金利型の5年ルールを考慮

(出所)総務省「家計調査」、「家計構造調査」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計の金融資産・負債残高

(兆円)



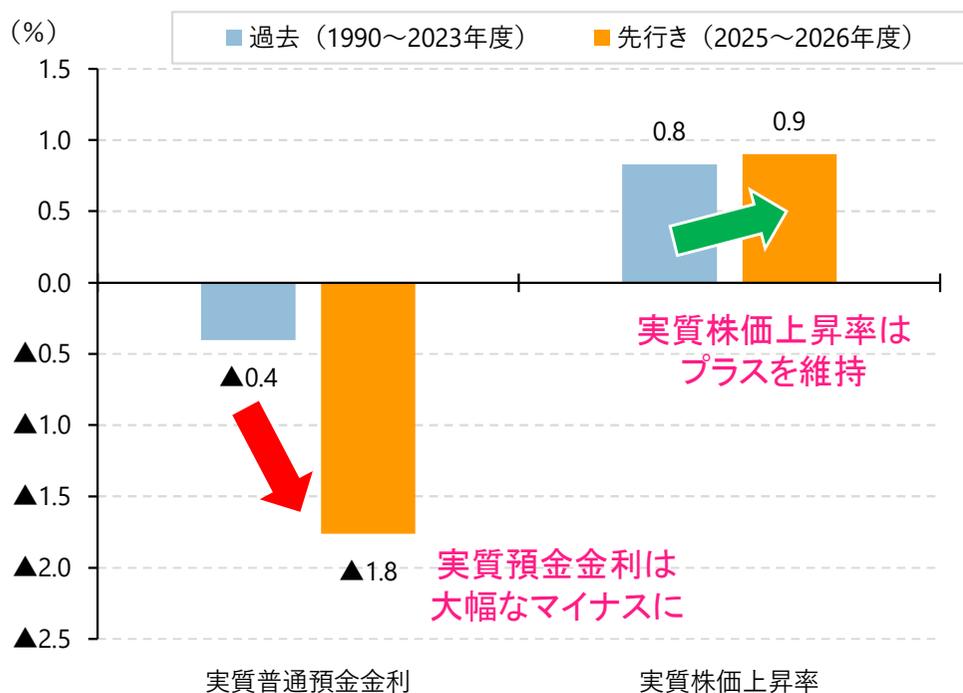
(注) 2024年9月末時点

(出所)日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

家計: リスク資産の魅力高まりが家計の金融資産選択行動にも影響

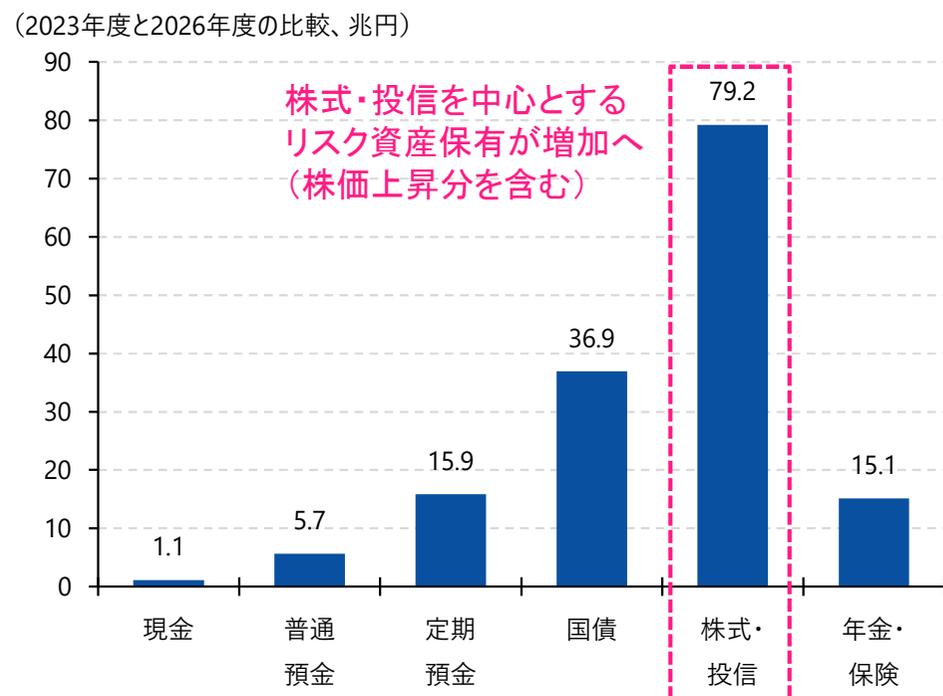
- デフレ環境からの転換を受け、**中長期的にリスク資産保有が進む可能性**
 - 利上げに伴い普通預金金利も上昇するが、物価上昇率を考慮した実質ベースでは▲1.8%程度と大幅マイナスに（1990～2023年平均: ▲0.4%程度）
 - 対照的に、**名目経済成長率が高まることで株価上昇率は上振れ**。実質ベースの株価上昇率は+0.9%程度とプラスを維持する見込み（過去約30年間平均: +0.8%程度）
- リスク資産の相対的な魅力が高まり、**家計の資産構成が「貯蓄から投資へ」徐々にシフト**すると試算

実質ベースの普通預金金利と株価上昇率



(出所) 日本銀行、日本経済新聞社、総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

家計金融資産残高の先行き変化幅の試算

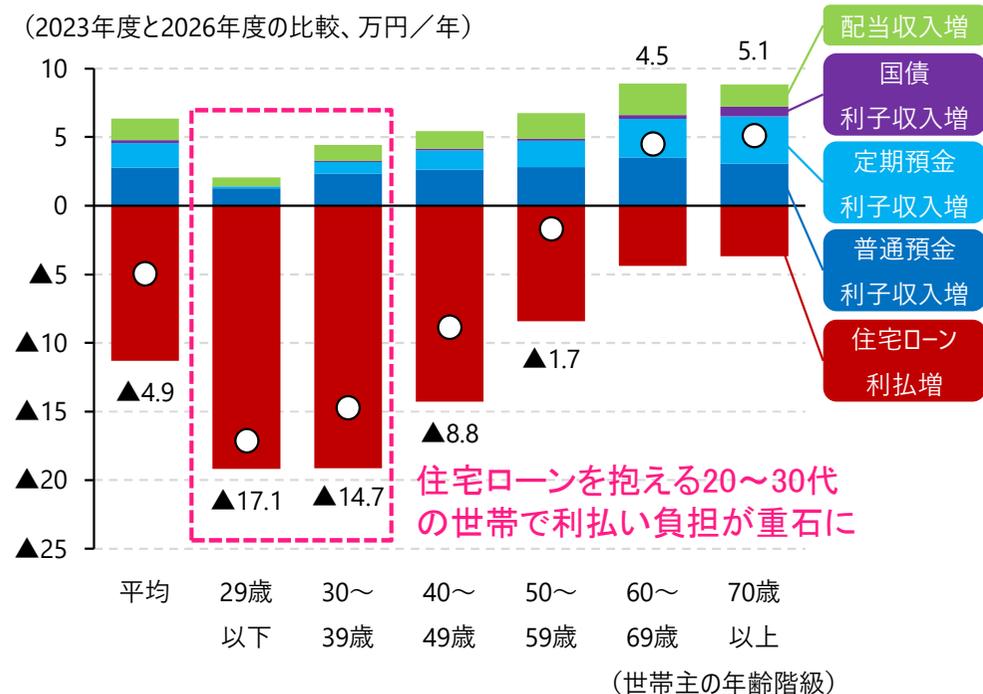


(出所) みずほリサーチ&テクノロジー作成

家計：ただし、負債保有世帯に限ると利上げの影響が差し引きマイナスに

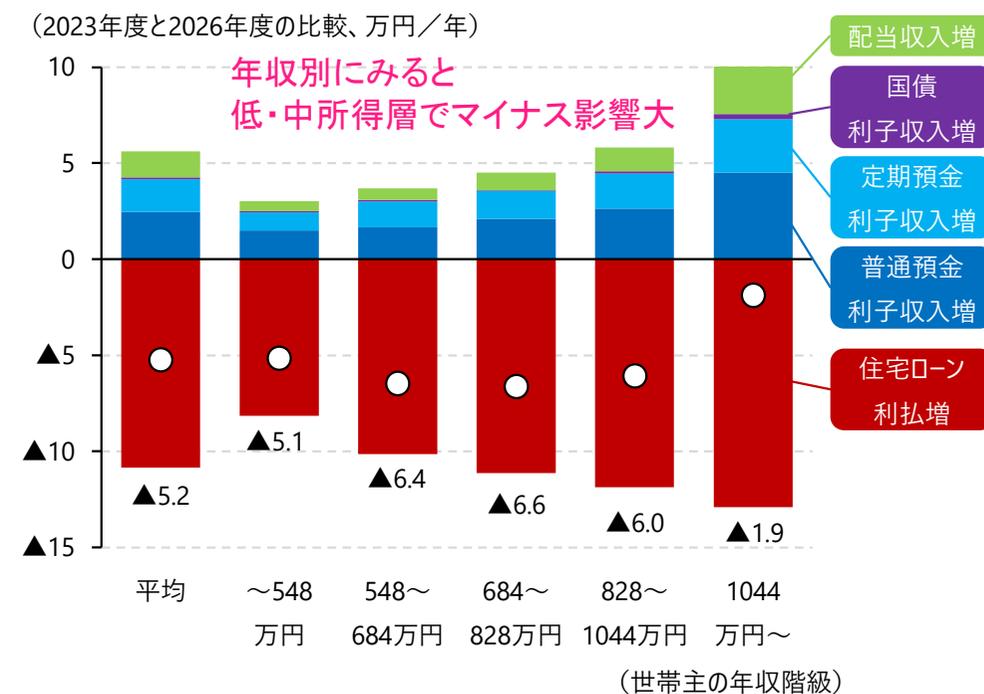
- **大半の負債保有世帯では、住宅ローン利払い増が預金金利・配当収入増を上回り、影響が差し引きマイナス**
 - 世帯主の年齢階級別にみると、住宅ローンを借り入れて間もない20～30代は差し引きで年間▲15～17万円程度のマイナス。他方、住宅ローン返済・資産形成が進んだ高齢層では影響が差し引きでプラスに
 - 年間収入階級別にみると、金融資産が相対的に少ない低・中所得層のマイナス影響が特に大きくなる見通し
 - **世帯の属性によって金利上昇の影響が大きく異なる点には注意が必要**

政策金利1%実現時の負債保有世帯への影響(年齢別)



(注) 1世帯当たりの値。対象は負債を保有する二人以上世帯
 (出所) 総務省「家計調査」、「家計構造調査」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政策金利1%実現時の負債保有世帯への影響(年収別)

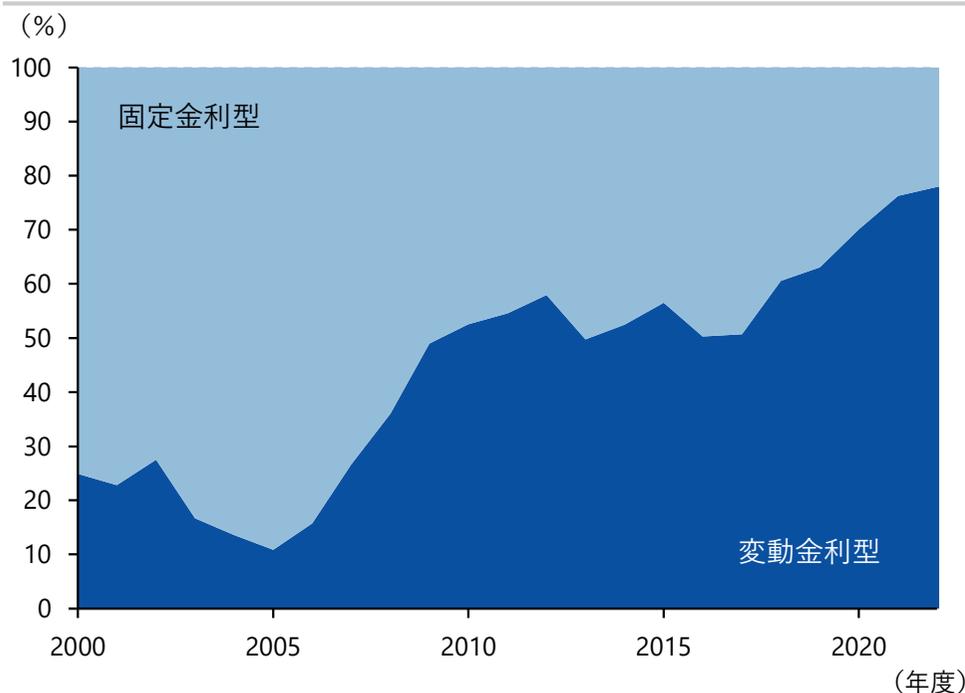


(注) 1世帯当たりの値。対象は負債を保有する二人以上・勤労者世帯。年収階級は2023年の値
 (出所) 総務省「家計調査」、「家計構造調査」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「資金循環統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)金利上昇が住宅ローンに与える影響

- 住宅ローンの新規貸出額に占める変動金利型の割合は、足元で8割前後
 - 政策金利が1%程度であれば引き続き変動金利型が有利であり、今回の試算では先行きの金利タイプ別シェアが大きく変わらないと想定
- 変動金利型の住宅ローンでは、いわゆる「5年ルール」と「125%ルール」によって返済額の急増が回避される仕組み
 - ただし、金利上昇時に元金の返済ペースが遅れることで、返済期間全体でみた利払い額が増加する副作用も

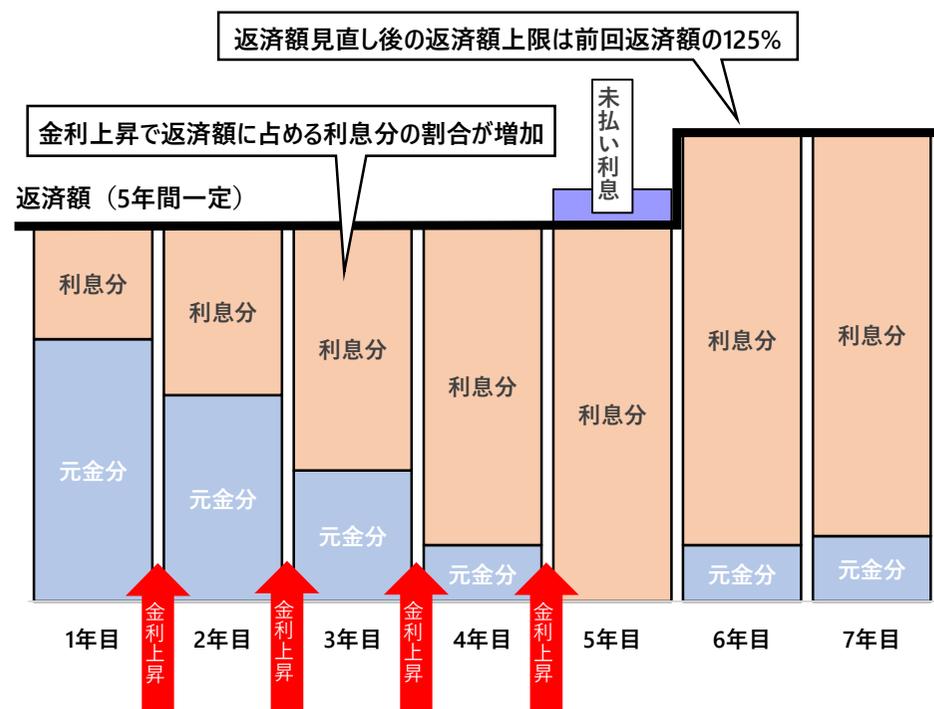
住宅ローン新規貸出額における金利タイプ別のシェア



(注) 「固定金利期間選択型」、「全期間固定金利型」、「証券化ローン」の合計を固定金利型として計算

(出所) 国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金利上昇時の変動金利型住宅ローンの返済イメージ

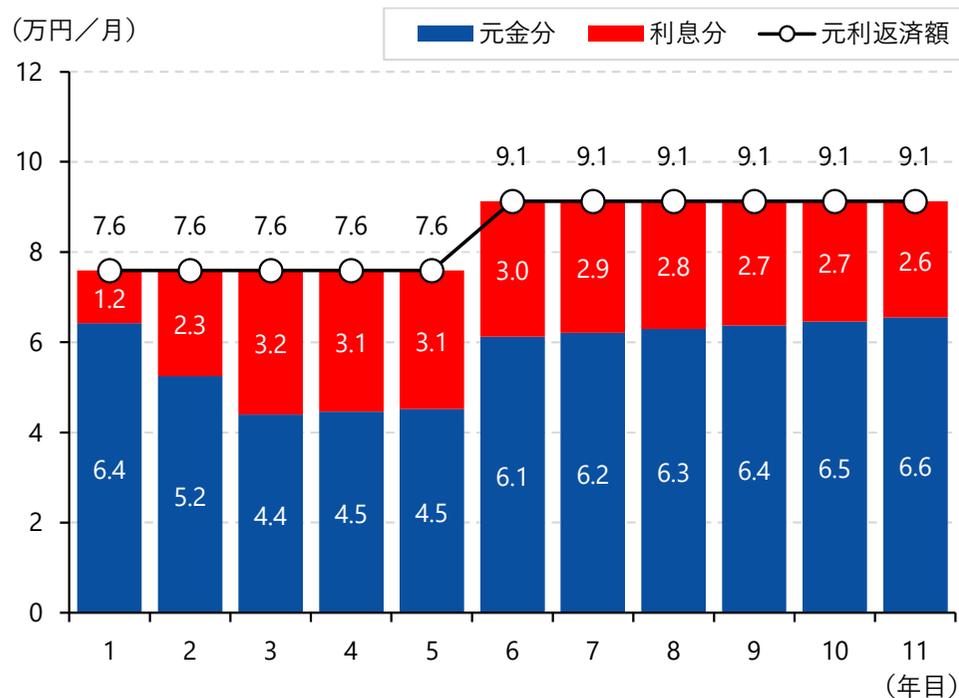


(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)住宅ローン金利の1%Pt上昇による返済額への影響

- **借入金額3,000万円で金利が1%Pt上昇すると、変動金利型では毎月の元利返済額が1.5万円増加**
 - 返済1～3年目に金利が上昇すると想定。5年ルール期間中は元利返済額が変わらないが、金利上昇により返済額に占める利息分の割合が拡大。6年目の返済額見直しタイミングで元利返済額が7.6万円から9.1万円に増加
- **固定金利型では、借入時の金利1%Pt上昇により毎月の元利返済額が1.6万円増加**
 - 借入時の金利が1.82%から2.82%に上昇すると、毎月の元利返済額が9.7万円から11.2万円に増加

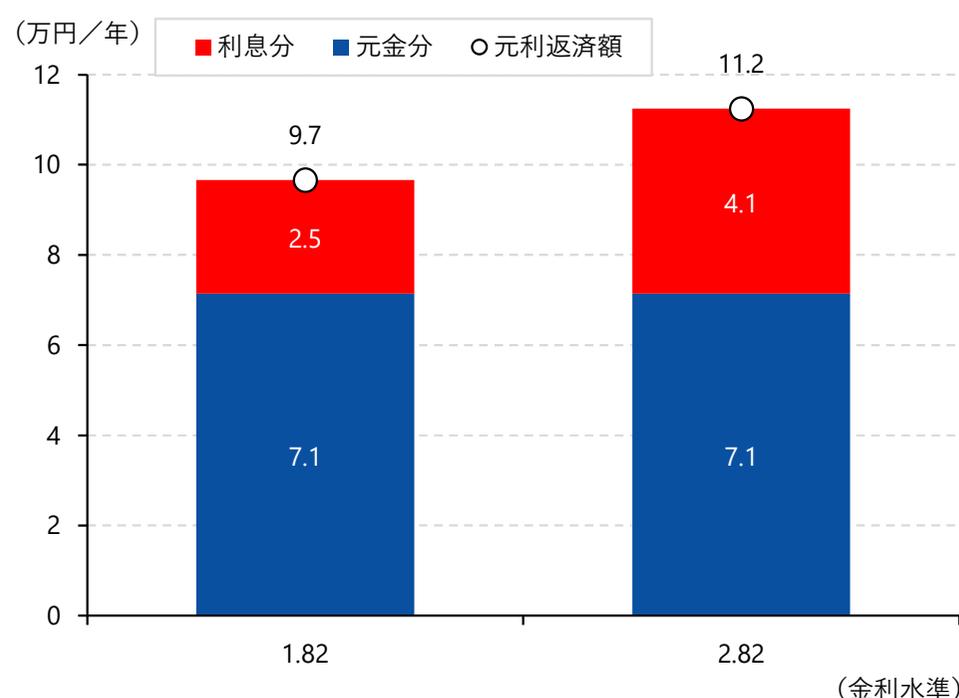
住宅ローン返済額シミュレーション(変動金利型)



(注) 借入金額3,000万円、返済期間35年。返済1～3年目に変動金利が0.35%から1.35%に上昇すると想定

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

住宅ローン返済額シミュレーション(固定金利型)



(注) 借入金額3,000万円、返済期間35年。返済額の元金分・利息分の内訳は返済期間35年間の平均

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

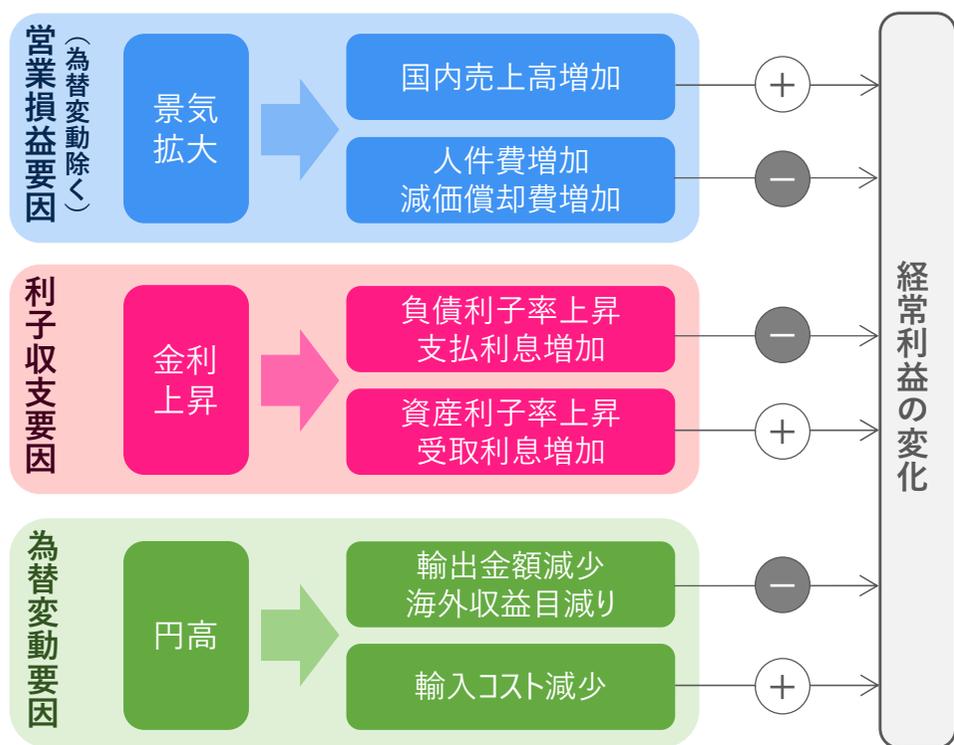
3. 企業への影響

～産業・企業規模により利益への影響が大きく異なる～

企業：金利上昇による企業利益への影響試算

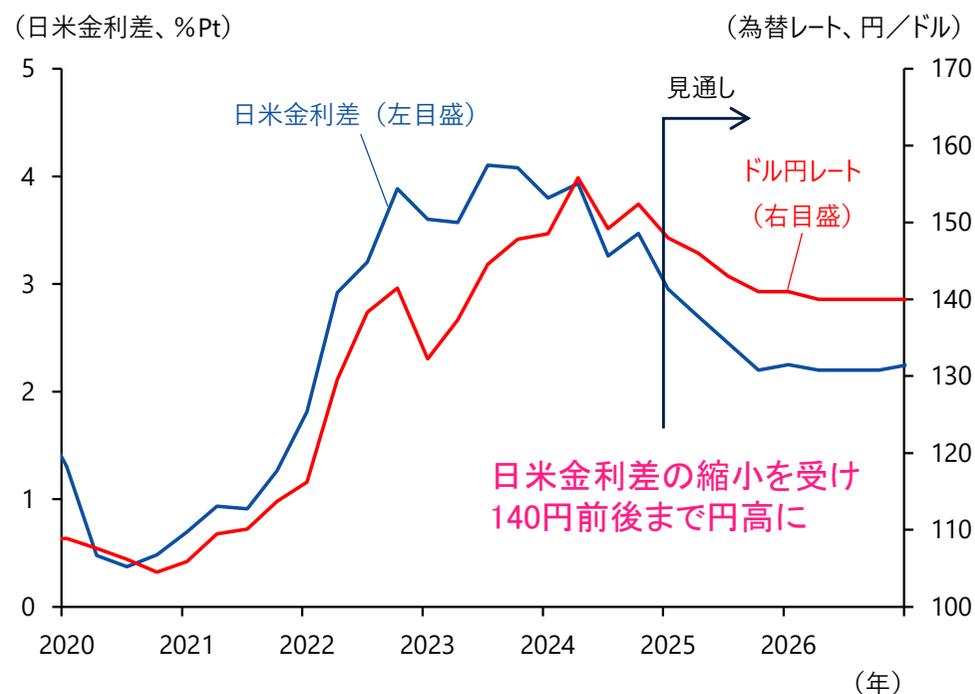
- 金利上昇による経常利益への影響を、営業損益(除く為替変動)、利子収支、為替変動の3つの要因に分けて試算
 - 営業損益要因(除く為替変動)では、名目GDPの拡大に伴い売上高が増加するほか、価格転嫁の進展により限界利益率が上昇。一方、人手不足を背景に賃金も上昇傾向を維持し、企業の総人件費も増加すると想定
 - 利子収支要因では、長期金利上昇により、有利子負債利率が1.1→2.0%、有利子資産利率が2.2→2.6%に上昇する見込み(何れも2023年度から2026年度の変化)
 - 為替要因では、日米金利差の縮小を背景に2026年度にかけて140円/ドル前後まで緩やかな円高が進展

金利上昇に伴う経常利益への影響



(出所)みずほりサーチ & テクノロジーズ作成

為替レートの実績と見通し



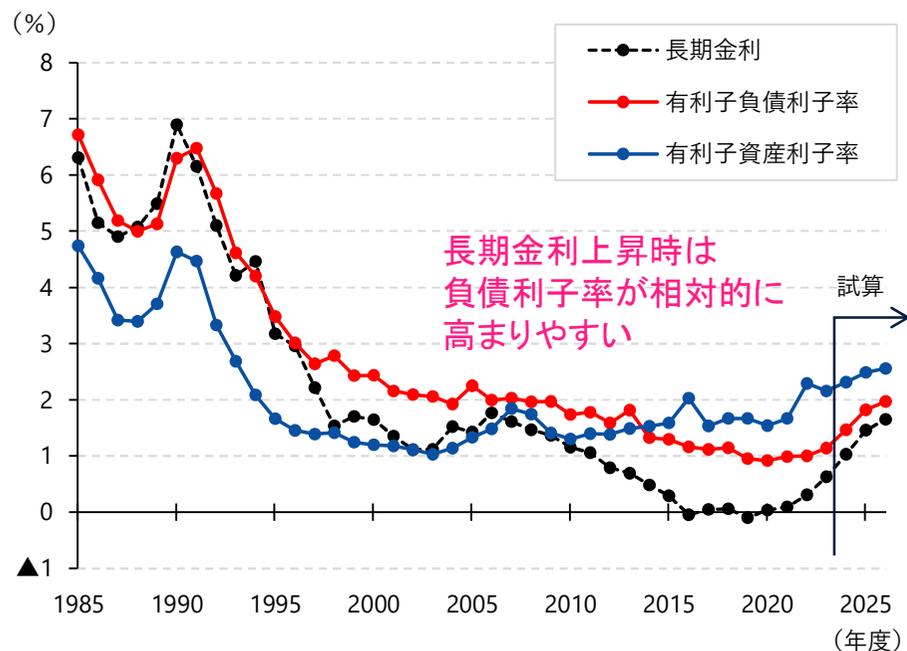
(注) 日米金利差は、日本5年国債利回り－米国5年国債利回り

(出所)財務省「国債金利情報」、FRBより、みずほりサーチ & テクノロジーズ作成

企業：金利上昇・円高が下押し要因になるも、売上拡大に伴い利益が増加

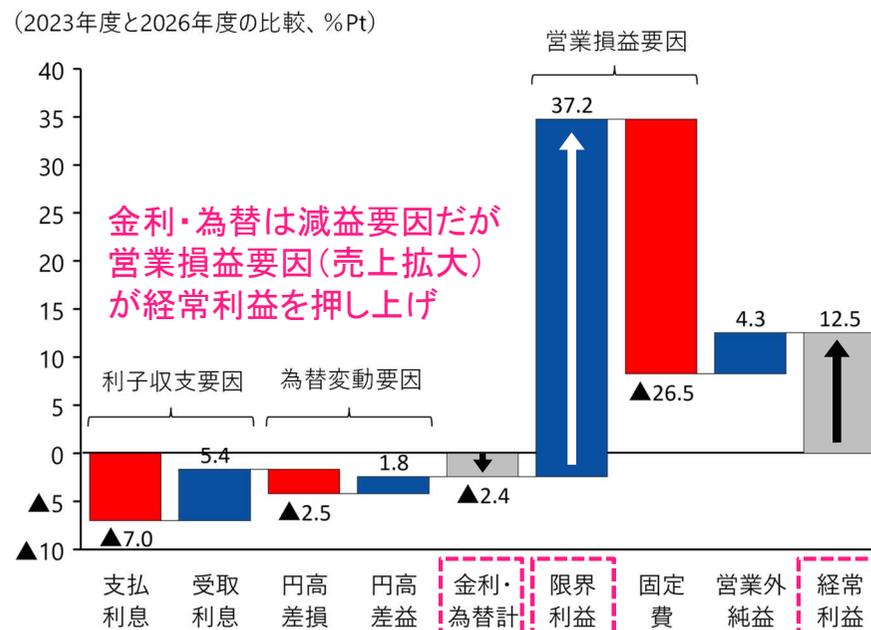
- 長期金利の上昇を受け、企業の負債利率が大きく上昇する見込み
 - 法人企業統計から計算した企業の有利子負債利率は2023年度時点で平均1.1%。今後、長期金利上昇に伴い有利子負債利率が2.0%まで上昇する見込み。一方、有利子資産利率の上昇幅は緩やかと想定
- 金利上昇・円高のマイナス影響を営業損益のプラス影響が上回り、企業全体の経常利益は3年間で+12.5%と試算
 - 名目GDPの拡大に伴う売上増加が主因。一方、負債利率の上昇を受け利子収支は減益要因に。また、円高が輸出金額減少や海外収益目減りを通じ利益を圧迫。金利・為替影響は経常利益を3年間で▲2.4%下押し

長期金利と企業の有利子負債・資産利率



(注) 有利子負債利率＝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)、有利子資産利率＝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「法人企業統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金利上昇時の経常利益への影響



(注) 対象は金融・保険業を除く全産業。限界利益＝売上高－変動費。変動費＝売上原価＋販管費－固定費。固定費＝人件費＋減価償却費
 (出所)財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

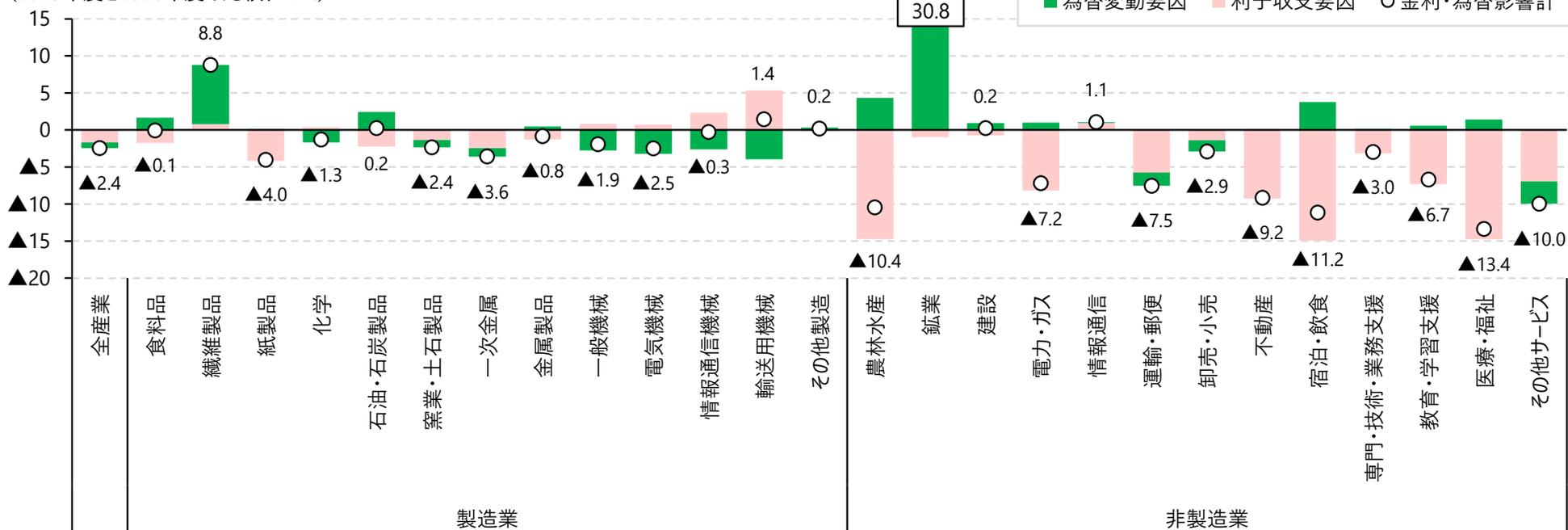
企業：一部の産業では金利上昇・円高の悪影響大

■ 有利子負債依存度が高い産業や、輸出関連産業では、金利上昇・円高が大幅な減益要因になる可能性

- 宿泊・飲食、医療・福祉、不動産、電力・ガス、教育・学習などの非製造業を中心に、金利上昇による利子収支の悪化が経常利益を大きく押し下げ。有利子負債依存度の高さ、バランスシートの規模に対する利益率の低さ、有利子資産の少なさが影響
- 輸送用機械、電気機械、一般機械、運輸・郵便等の輸出関連産業では、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)等の輸入関連産業は、輸入コスト減が増益要因に

金利上昇時の経常利益への影響(利子収支・為替変動要因、産業別)

(2023年度と2026年度の比較、%Pt)



(注) 対象は金融・保険業を除く全産業。利子収支要因は支払利息と受取利息の差。為替要因は円高による輸出金額、国内生産波及、輸入コスト、対外直接投資収益への影響を算出。輸入コストの変化は50%を他産業へ転嫁すると想定

(出所) 財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」、「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、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業：企業規模・産業により、金利上昇と円高の影響が異なる(製造業)

- **製造業では、中小企業ほど金利上昇による経常利益下押し効果大きい傾向**
 - 一般的に、中小企業では有利子負債の規模に対する利益が少ないこと、受取利息・配当金が少ないことが背景。ただし、紙製品、石油・石炭製品といった一部の産業では大企業でも有利子負債の負担が多く、金利上昇による利益の圧迫が発生しやすい点には要注意
- 一方、**円高は大企業ほど悪影響大きい**。輸出や海外収益受取が多いことが背景
 - 中小企業では、円高による輸入コスト減少のメリットが輸出金額減少のデメリットを上回るケースが多い

金利上昇時の経常利益への影響(利子収支・為替変動要因、製造業産業別。2023年度と2026年度の比較)

	利子収支要因				為替変動要因				金利・為替影響計			
	全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	大企業	中堅企業	中小企業
全産業	▲1.7	▲0.4	▲1.0	▲3.7	▲0.8	▲1.7	▲0.2	1.3	▲2.4	▲2.1	▲1.1	▲2.4
製造業計	1.4	2.5	▲0.7	▲3.6	▲2.0	▲2.9	0.4	1.6	▲0.5	▲0.3	▲0.3	▲1.9
食料品	▲1.7	1.0	▲1.0	▲10.5	1.7	0.2	1.8	5.8	▲0.1	1.2	0.8	▲4.7
繊維製品	0.8	5.4	▲1.8	▲12.9	8.0	2.6	8.6	28.3	8.8	8.0	6.8	15.4
紙製品	▲4.2	▲3.5	▲0.7	▲9.0	0.1	▲1.3	0.9	1.8	▲4.0	▲4.7	0.2	▲7.1
化学	0.4	0.6	▲0.9	0.6	▲1.7	▲2.3	0.8	1.7	▲1.3	▲1.7	▲0.1	2.3
石油・石炭製品	▲2.2	▲2.6	▲2.0	0.4	2.4	2.3	3.4	0.2	0.2	▲0.2	1.4	0.6
窯業・土石製品	▲1.3	▲0.3	▲1.1	▲4.3	▲1.0	▲1.6	▲0.2	0.3	▲2.4	▲1.9	▲1.3	▲4.1
一次金属	▲2.4	▲2.7	▲1.1	▲2.4	▲1.1	▲1.6	▲0.0	0.6	▲3.6	▲4.4	▲1.1	▲1.8
金属製品	▲1.3	1.3	▲0.3	▲2.5	0.5	▲0.1	▲0.2	1.0	▲0.8	1.2	▲0.5	▲1.5
一般機械	0.8	1.5	0.1	▲1.5	▲2.8	▲3.1	▲2.4	▲1.4	▲1.9	▲1.6	▲2.3	▲2.9
電気機械	0.7	1.2	▲20.6	▲0.8	▲3.2	▲3.5	▲3.1	▲0.1	▲2.5	▲2.4	▲23.7	▲0.8
情報通信機械	2.3	3.5	▲0.7	▲2.9	▲2.6	▲3.9	2.6	1.0	▲0.3	▲0.5	1.9	▲1.9
輸送用機械	5.3	5.8	▲0.3	▲1.3	▲3.9	▲4.2	▲0.4	0.8	1.4	1.6	▲0.6	▲0.5
その他製造	▲0.1	1.6	▲0.5	▲4.5	0.4	▲0.7	1.1	2.2	0.2	0.9	0.6	▲2.3

(注) 大企業は資本金規模10億円以上、中堅企業は同1~10億円、中小企業は同1千万~1億円

(出所) 財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」、「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、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

企業：企業規模・産業により、金利上昇と円高の影響が異なる(非製造業)

- **非製造業では、中小企業だけでなく大企業でも金利上昇の経常利益下押し効果大きい**
 - 非製造業の大企業は有利子負債の負担が重い傾向があることが背景。不動産、電力・ガス、運輸・郵便などで金利上昇による利益圧迫が生じやすい
- **円高は、企業規模を問わず非製造業の多くの産業で利益にプラス効果**。輸入・内需型企業が多いことが影響
 - 円高のマイナス影響が大きいのは運輸・郵便、卸売・小売、物品賃貸(その他サービスの一部)

金利上昇時の経常利益への影響(利子収支・為替変動要因、非製造業産業別。2023年度と2026年度の比較)

	利子収支要因				為替変動要因				金利・為替影響計			
	全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	大企業	中堅企業	中小企業	全規模	大企業	中堅企業	中小企業
全産業	▲1.7	▲0.4	▲1.0	▲3.7	▲0.8	▲1.7	▲0.2	1.3	▲2.4	▲2.1	▲1.1	▲2.4
非製造業計	▲3.4	▲2.9	▲1.0	▲3.8	▲0.1	▲0.7	▲0.4	1.2	▲3.5	▲3.6	▲1.4	▲2.5
農林水産	▲14.7	▲1.7	▲12.3	▲16.7	4.3	1.2	6.2	4.4	▲10.4	▲0.5	▲6.2	▲12.2
鉱業	▲1.0	▲0.9	▲0.3	▲5.3	31.8	2.5	65.6	1603.0	30.8	1.6	65.4	1597.7
建設	▲0.7	1.8	0.2	▲1.1	0.9	0.7	0.8	1.0	0.2	2.5	1.0	▲0.1
電力・ガス	▲8.2	▲8.0	▲7.0	▲10.8	1.0	0.9	1.5	0.8	▲7.2	▲7.0	▲5.5	▲10.0
情報通信	1.0	0.6	1.5	-	0.1	▲0.3	1.1	-	1.1	0.3	2.6	-
運輸・郵便	▲5.7	▲5.9	▲3.6	▲4.3	▲1.8	▲2.1	▲1.5	▲0.7	▲7.5	▲8.0	▲5.1	▲5.0
卸売・小売	▲1.4	▲0.0	▲0.6	▲2.6	▲1.5	▲2.2	▲1.1	▲1.0	▲2.9	▲2.2	▲1.7	▲3.6
不動産	▲9.2	▲8.1	▲3.8	▲9.5	0.1	0.0	0.1	0.1	▲9.2	▲8.1	▲3.7	▲9.4
宿泊・飲食	▲14.9	▲0.7	▲4.3	▲19.7	3.7	1.8	2.4	3.9	▲11.2	1.1	▲1.9	▲15.8
専門・技術・業務支援	▲3.1	▲4.8	2.1	▲1.1	0.2	0.1	0.3	0.4	▲3.0	▲4.7	2.3	▲0.6
教育・学習支援	▲7.3	0.8	1.4	-	0.6	0.2	0.2	-	▲6.7	1.0	1.6	-
医療・福祉	▲14.8	1.9	▲6.4	▲18.2	1.4	1.3	1.2	2.9	▲13.4	3.1	▲5.2	▲15.3
その他サービス	▲6.9	▲12.1	▲3.2	▲2.4	▲3.0	▲3.6	▲4.9	▲1.2	▲10.0	▲15.7	▲8.1	▲3.6

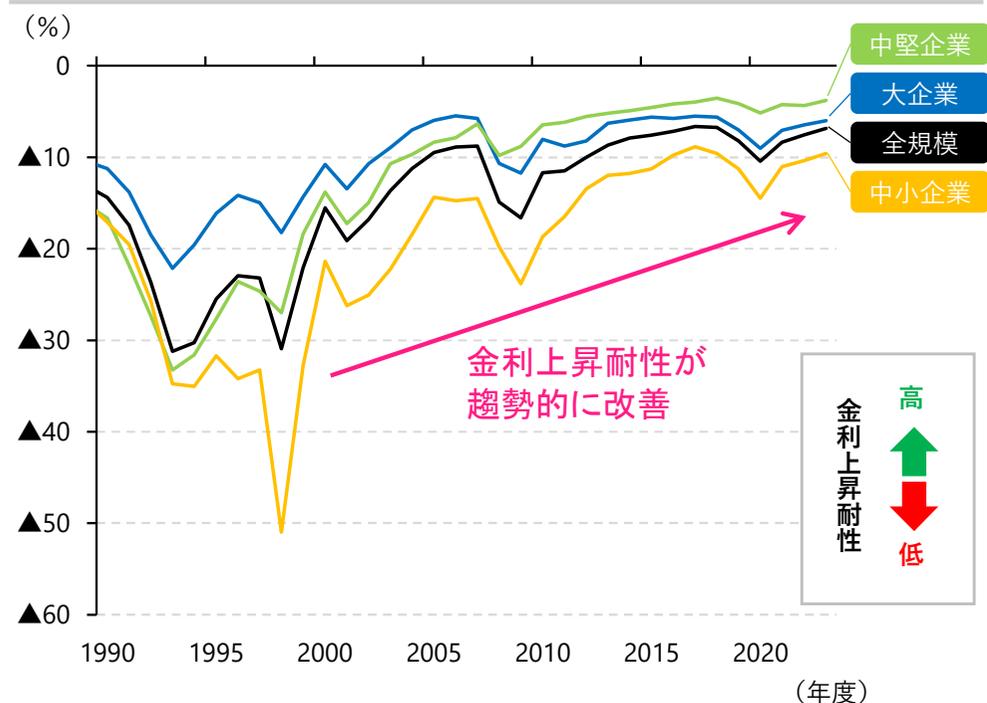
(注) 大企業は資本金規模10億円以上、中堅企業は同1~10億円、中小企業は同1千万~1億円

(出所)財務省「法人企業統計調査」、内閣府「国民経済計算」、「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、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考) 企業の金利上昇耐性は2000年代以降トレンド的に改善

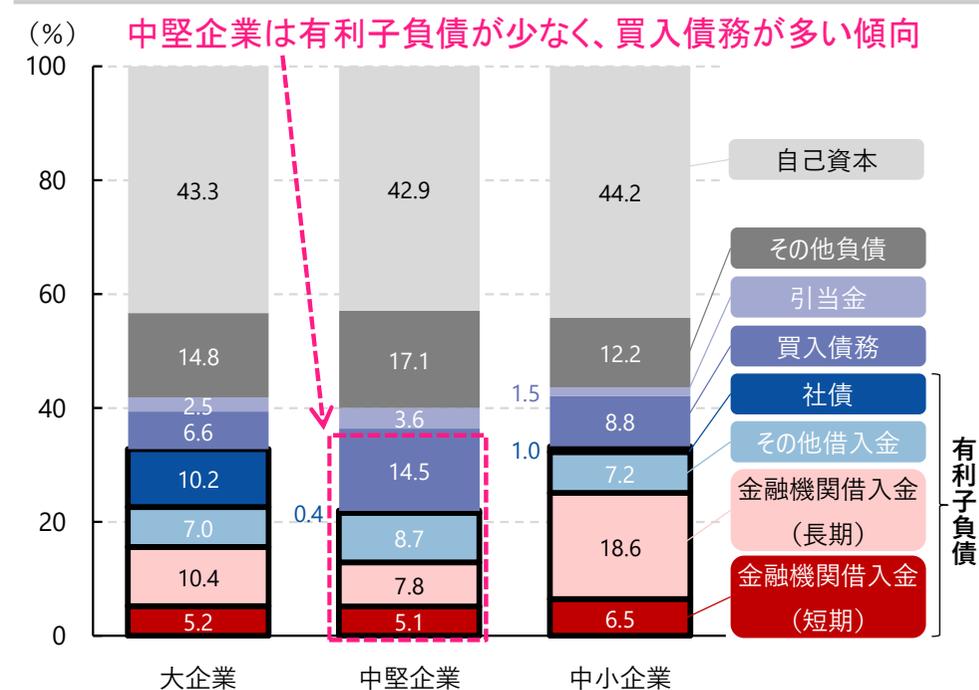
- **日本企業の金利上昇耐性は1990年代に悪化した**が、**2000年代以降は改善傾向が持続**
 - 金利上昇耐性の指標として「有利子負債利率の上昇による経常利益の減少率」を計算すると、リーマンショックやコロナ禍で一時拡大するも、均してみれば縮小傾向
 - **総資産・有利子負債比率(有利子負債依存度)の低下に加え、総資産・経常利益率の上昇が寄与**
 - なお、中堅企業の金利上昇耐性は、2010年代ごろから大企業を上回る水準。取引慣行上、中堅企業は有利子負債が少なく、買入債務(買掛金、支払手形)が多いバランスシート構造になっていることが一因

有利子負債利率の1%Pt上昇による経常利益の減少率



(注) 対象は金融・保険業を除く全産業。有利子負債利率=支払利息等÷有利子負債残高。支払利息以外の要因を一定として計算。負債の期間構成は考慮していない
 (出所) 財務省「法人企業統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

法人企業の負債・自己資本構成(2023年度)



(注) 対象は金融・保険業を除く全産業。買入債務は支払手形+買掛金。其他負債は未払金、前受金、CP、繰延税金負債等
 (出所) 財務省「法人企業統計調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

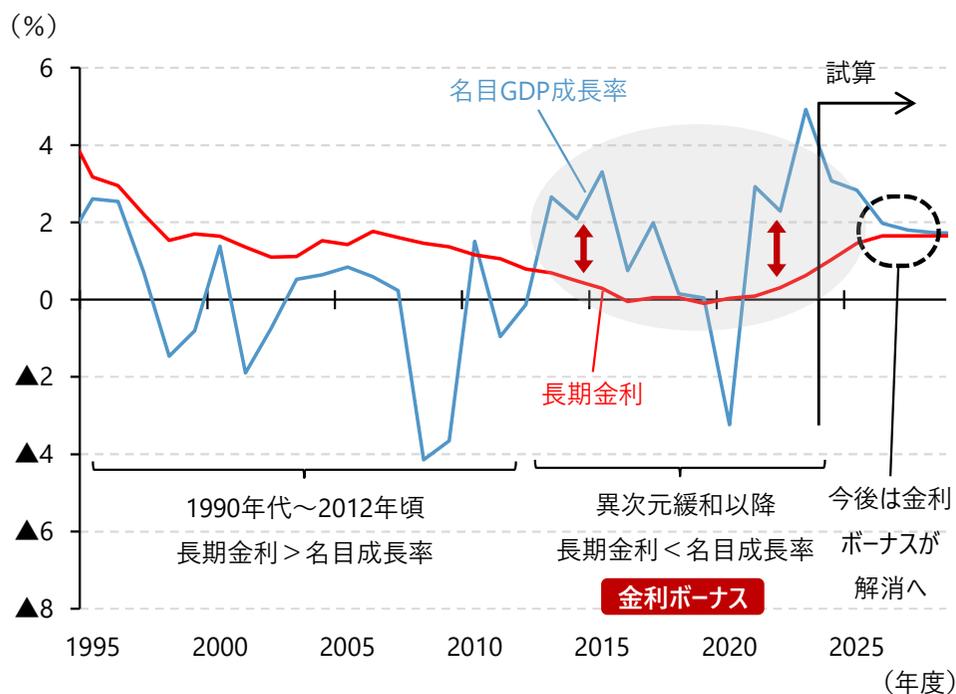
4. 政府・日本銀行への影響

～「金利ボーナス」の解消で政府の財政自由度が低下～

政府：長期金利上昇により、異次元緩和以降の「金利ボーナス」が解消

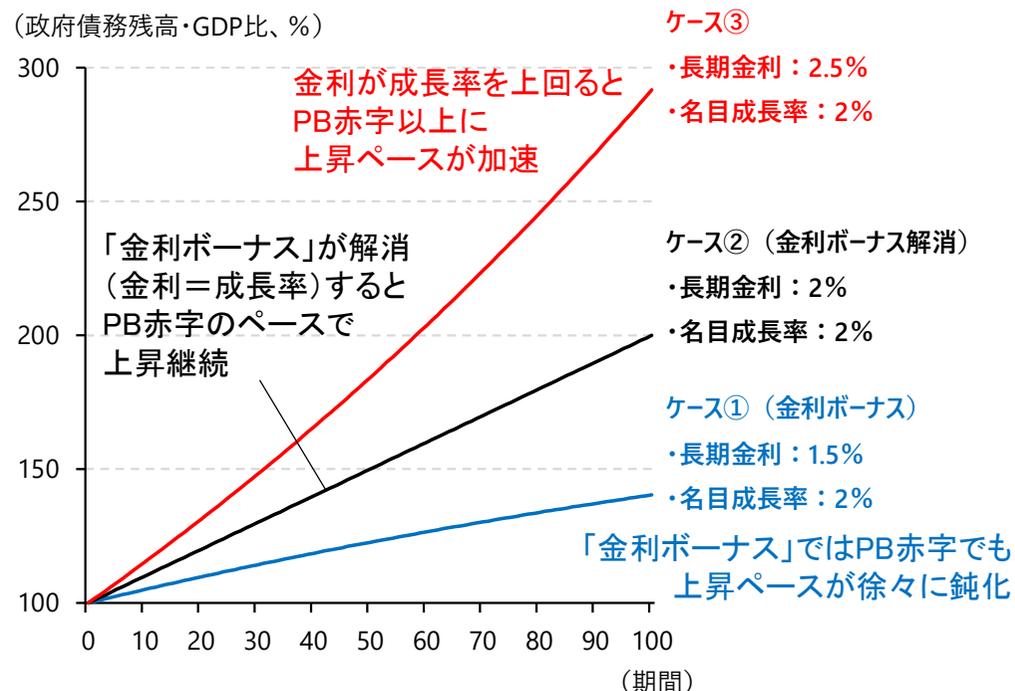
- 今後、異次元緩和以降(2013年～)に生じた「金利ボーナス」(長期金利が名目GDP成長率を下回る状態)が解消へ
 - 2026年度にかけて長期金利が1.65%に上昇する一方、名目GDP成長率が同程度の水準に減速する見込み
- 「金利ボーナス」の解消により、基礎的財政収支の赤字が政府債務残高・GDP比の上昇に直結
 - 「金利ボーナス」の状態では、基礎的財政収支(プライマリーバランス、PB)が赤字でも政府債務残高・GDP比の上昇ペースが徐々に鈍化し、長期的には特定の水準に収束するため、財政の自由度が高い(右図ケース①)
 - 一方、「金利ボーナス」が解消すると、政府債務残高・GDP比がPB赤字のペースで上昇継続(右図ケース②)

長期金利と名目GDP成長率



(出所) 内閣府「国民経済計算」、財務省「国債金利情報」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政府債務残高・GDP比の変化イメージ(PB赤字の場合)



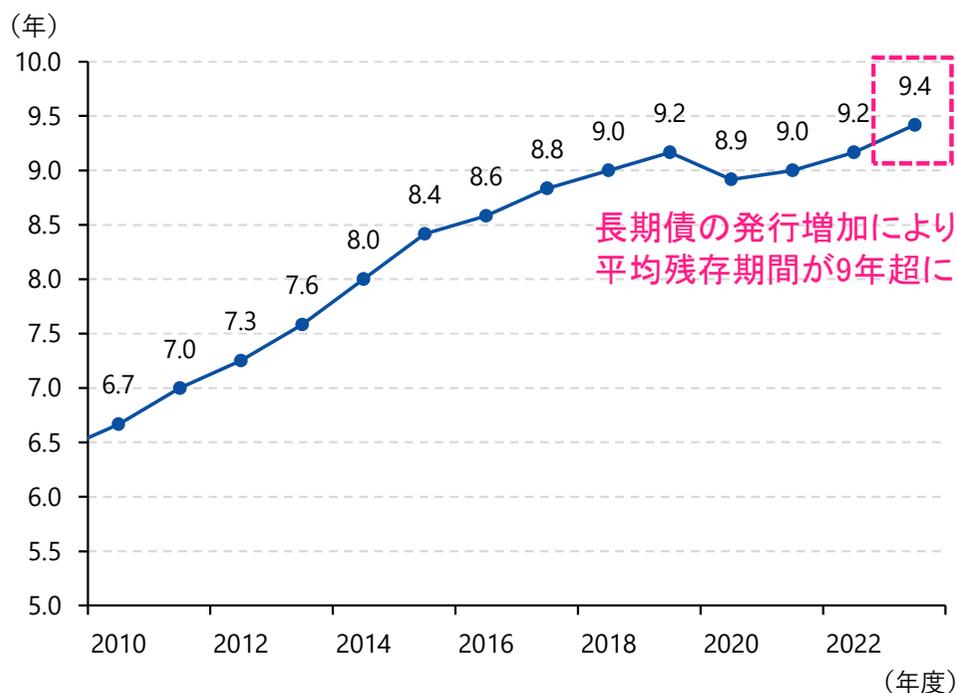
(注) 政府債務残高・GDP比の初期値を100%、基礎的財政収支(PB)・GDP比を▲1%としてシミュレーション

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

政府：金利上昇による利払費増加の影響が徐々に発現

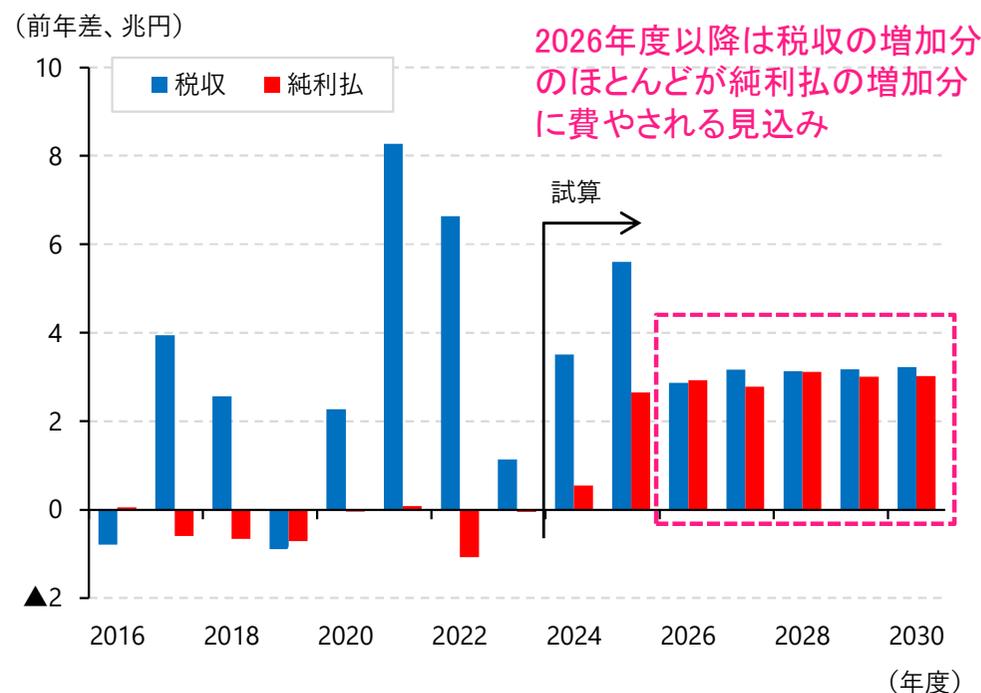
- 国債の平均残存期間が長期化したことで、**金利上昇による利払費増加の影響は今後10年程度かけて発現**
 - 国債の平均残存期間は2000年代半ばまで5年前後で推移していたが、その後長期化し、2023年度末時点で9.4年に。満期10年超の超長期国債の発行が増加したことが背景
- 長期金利の上昇を受け、**政府(国・地方)の純利払は前年差+3兆円程度のペースで増加すると試算**
 - 2026年度以降は、**税収の増加分のほとんどが純利払の増加分に費やされ、財政の自由度が縮小**

普通国債の平均残存期間



(注) 普通国債は建設国債、特例国債、復興債、GX経済移行債、子ども特例債、借換債を含み、財投債を除く
 (出所) 財務省「債務管理レポート」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

国・地方の税収と純利払

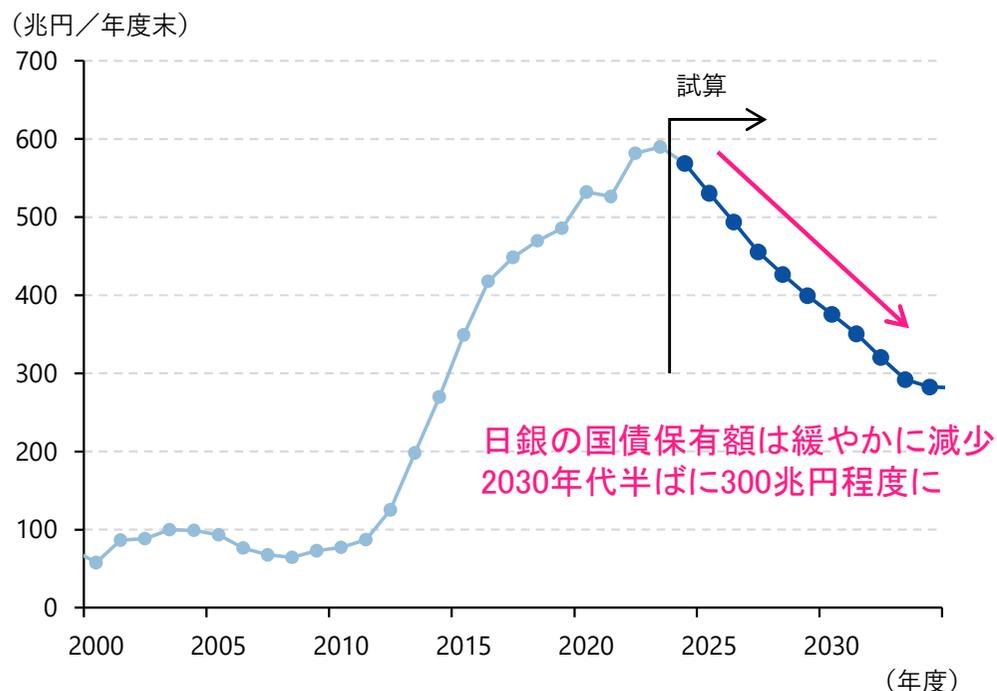


(出所) 内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本銀行: 緩やかなB/S縮小の下、金利上昇局面で日銀の損益が一時的に悪化

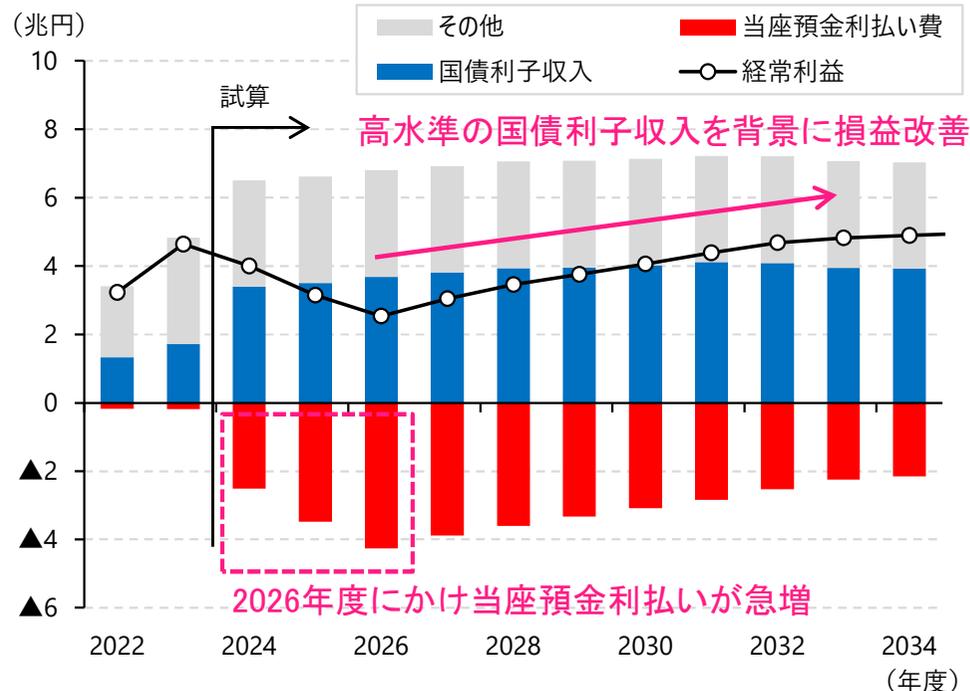
- **日本銀行の国債保有額は、2030年代半ばにかけて300兆円程度へ緩やかに減少**
 - 今後、月間国債買入れ額を四半期毎に0.4兆円ずつ縮小し、2026年4～6月期以降は上限2.9兆円で維持と想定
- **金利上昇局面では当座預金利払い増で日本銀行の損益が一時悪化。その後は国債利子収入増が損益改善要因に**
 - 大規模なバランスシートを抱えながら利上げを進めることで、当座預金利払費が急増。2026年度には2023年度対比+4.1兆円に
 - 一方、金利上昇を受け国債利子収入が高水準で推移するため、2027年度以降は損益改善が進む見込み

日本銀行の国債保有額



(注) 2026年1～3月期以前は2024年7月に公表された国債買入れ予定額の減額ペースを反映。2026年4～6月期以降は月間買入れ額を上限2.9兆円として試算
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

日本銀行の経常利益への影響



(注) 2024年度以降、「その他」は2023年度の水準で変化しないと想定
(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)潤沢な準備預金の下での利上げが中央銀行の財務に与える影響

- 潤沢な準備預金の下で利上げを行う場合、①利益の減少・赤字化(付利金利の上昇に保有債券の利回り上昇が追い付かない)、②保有債券の評価損拡大が発生。実際に米FRBや豪RBAは、今次利上げ局面で事実上の債務超過に
- 各国とも財務悪化リスクに対応する制度等を有することに加え、各中央銀行の適切なコミュニケーションもあり、中央銀行・通貨の信認低下は発生せず＝一時的な赤字や債務超過で政策運営能力が損なわれることは想定されず
- ただし、中央銀行の財務悪化が無用の混乱を招く場合は信認低下につながるリスクもあることから、利上げのスピードやバランスシート縮小のペースに留意しつつ、財務の健全性に配慮した政策運営が適切

主要中央銀行の財務悪化リスク対策と保有国債評価方法

	財務悪化時期	財務悪化リスク対策	保有国債評価方法
米国	赤字 2022/9 債務超過 2023/4	・ 2011年、期間損益が赤字となった場合は累積赤字を繰延資産として計上し、同赤字解消までは国庫納付を行わないことを決定	償却 原価法
EU	—	・ 中央銀行の年間収益の一部を準備金として積み立てることで将来の損失に対応(政府による損失補填は不可)	償却 原価法
英国	赤字 2022/10	・ BOE子会社の資産買入れファシリティがBOEからの借入で資産買入れを行い、その損益は全て英財務省に帰属	時価法
日本	—	・ 新日銀法の下、損失補填の規定なし ・ 財務省の認可の下、法定準備金等を積み立て可能(2023/9末:3.5兆円) ・ 2015年以降、債券取引損失引当金を拡充(2023/9末:6.4兆円)	償却 原価法

(出所) 各中央銀行、日本経済新聞等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

中央銀行の損益に影響を与える主な要因

要因	影響
① バランスシートの規模	<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融引締め局面では保有国債の利回りが付利金利を一時的に下回り、逆ザヤ局面が発生 ・ バランスシートの規模が大きいほど、損益悪化度合いも大きい
② 保有国債の満期償還時に再投資する規模	<ul style="list-style-type: none"> ・ 再投資規模が大きいほど、保有国債の利回り改善効果が大きい ・ 早期に満期を迎える国債が多いほど、利回り改善ペースが速い
③ 短期金利・長期金利の推移	<ul style="list-style-type: none"> ・ イールドカーブがスティープな場合は、損益悪化が限定的 ・ イールドカーブがフラットな場合は、損益悪化度合いが大きい
④ 銀行券発行残高の動向	<ul style="list-style-type: none"> ・ コストが発生しない銀行券の比率が損益を左右(キャッシュレス化など経済社会的要因も影響)

(出所) 日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

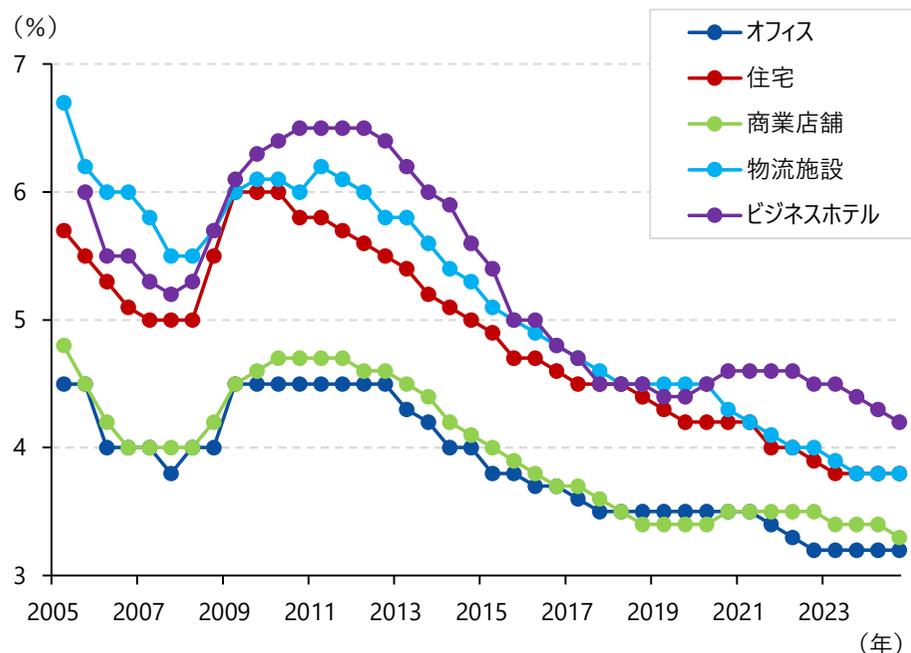
5. 不動産市場への影響

～経済の緩やかな拡大に伴い、不動産価格は上昇傾向が継続～

不動産：金利上昇局面では不動産価格・キャップレートともに緩やかに上昇へ

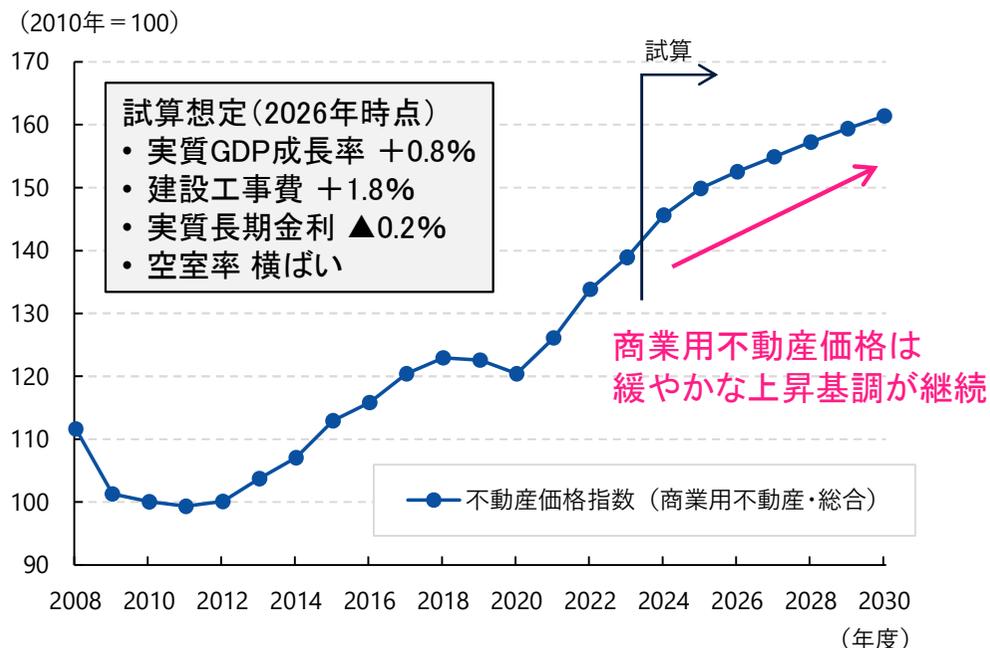
- 商業用不動産のキャップレートは2010年代から趨勢的に低下し、足元では歴史的な低水準に
 - 低金利環境の継続に加え、不動産投資の活発化や建設費の高まりによる不動産価格の上昇が寄与
- 今後の金利上昇局面では、不動産価格・キャップレートがどちらも緩やかに上昇すると試算
 - 経済が緩やかに拡大することに加え、金利が上昇しても実質ベースでは依然小幅マイナス～ゼロ近傍であり、不動産価格は緩やかな上昇基調が継続。純収益(NOI)の成長率が価格上昇率をやや上回り、キャップレートは小幅上昇

商業用不動産のキャップレート(期待利回り)実績



(注) 投資家の期待利回り。オフィス：東京(大手町・丸の内)、住宅：東京(城南)1R、商業店舗：東京(銀座)、物流施設：東京(江東)マルチテナント、ビジネスホテル：東京
 (出所) 日本不動産研究所「不動産投資家調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

商業用不動産価格の試算

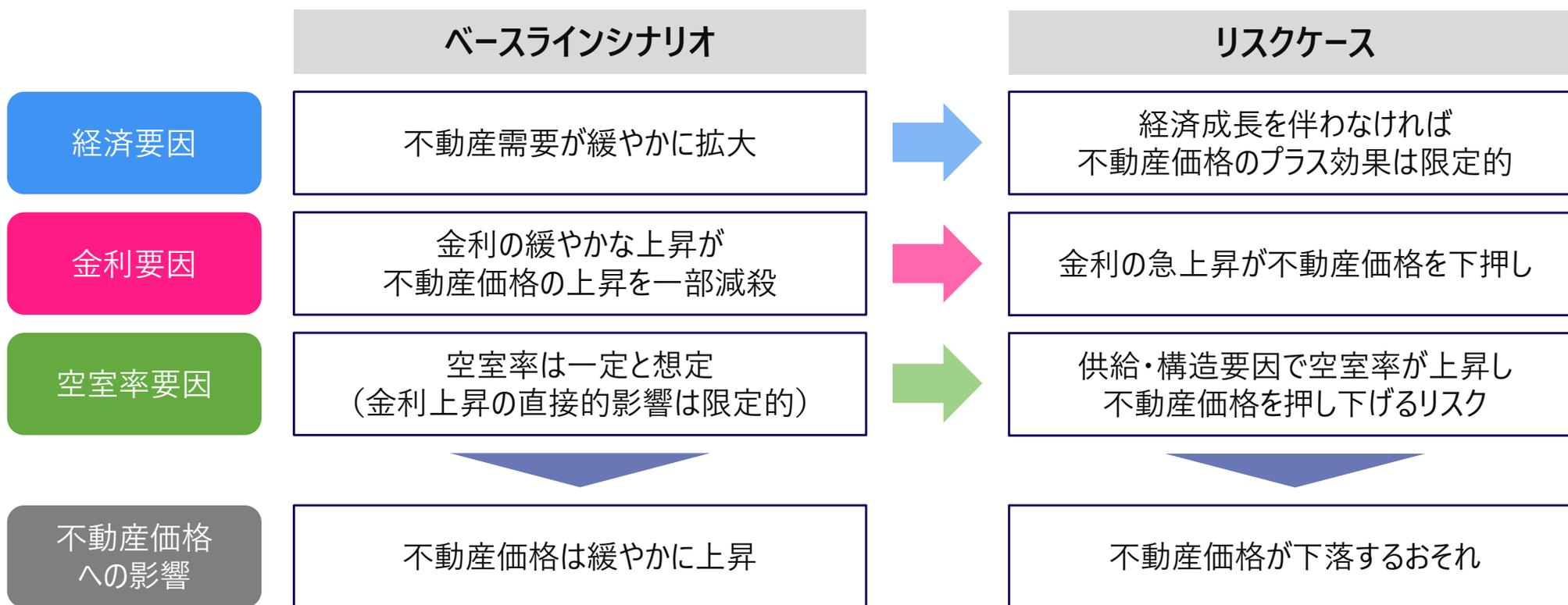


(注) 推計式：不動産価格指数(対数階差) = 0.0013[0.4914] + 0.5324[0.0172] × 実質GDP(対数階差) + 0.3257[0.2102] × 建設工事費(対数階差) - 0.0015[0.0670] × 実質長期金利 - 0.0110[0.0784] × 空室率(階差)。[]はHAC標準誤差を用いて計算したp値。実質長期金利は10年国債利回り-CPI前年比変化率(生鮮食品・エネルギーを除く総合)
 (出所) 国土交通省「不動産価格指数」等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

不動産：経済の拡大を伴わない金利上昇は、不動産価格の低下に繋がるリスク

- 本資料では、日本経済の緩やかな拡大を前提として金利上昇の影響を試算
 - 先行きの空室率は一定（現在の需給バランスが維持される）と想定
- 経済の拡大を伴わない「悪い金利高」や、供給要因・構造要因で空室率が上昇するリスクケースでは、不動産価格の下落につながるおそれ
 - ただし、リスクケースにおいてもREIT等による不動産需要が存在するため、価格が一定程度下支えされる見込み

不動産価格への影響の整理とリスクケースの考察

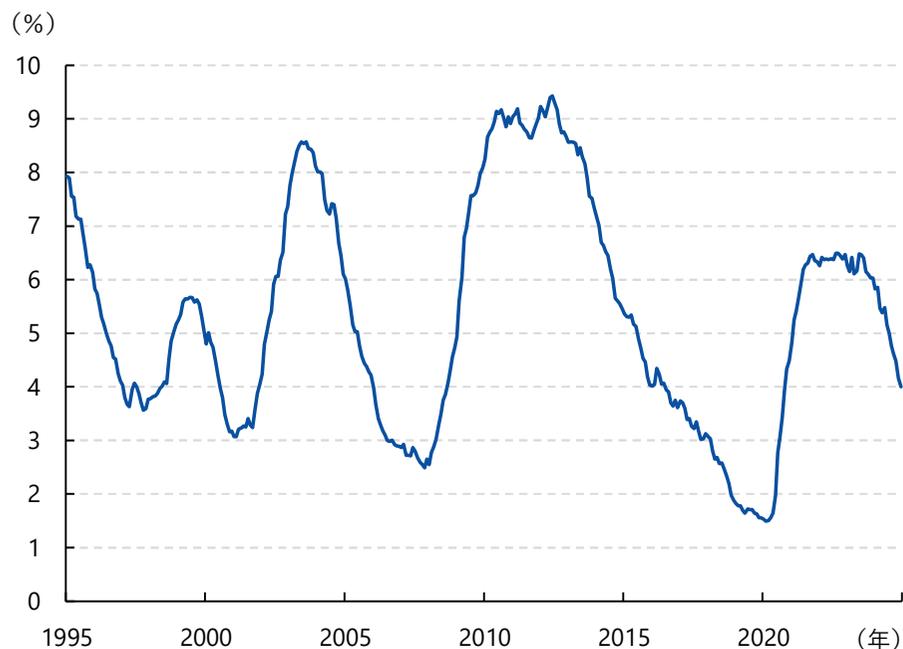


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(参考)オフィスの空室率と供給予定

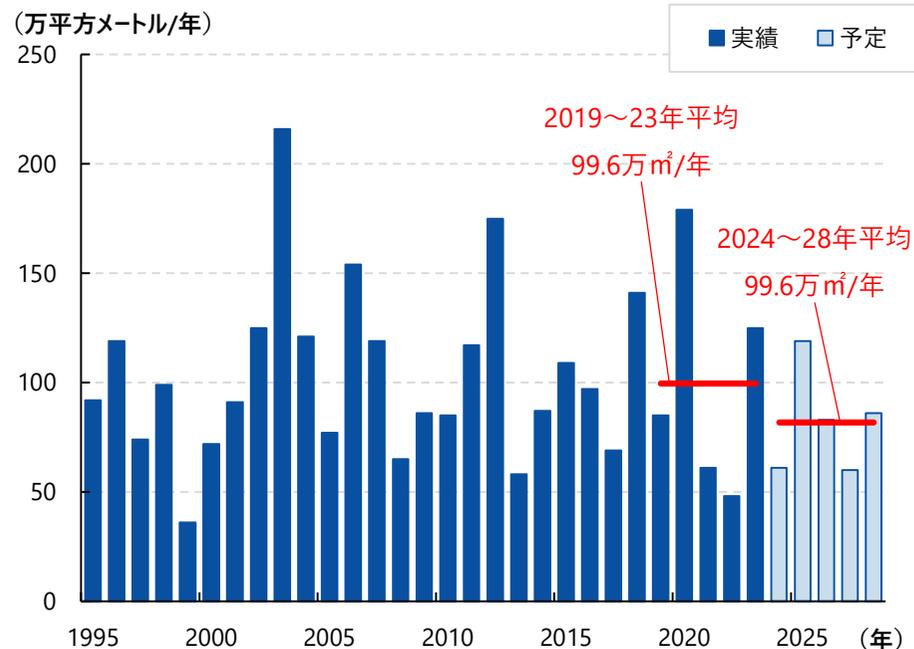
- 東京都心のオフィス空室率はコロナ禍で急上昇したが、2024年に入り再び低下
 - 2023年の都区部オフィス供給増が一巡したことに加え、コロナ禍収束によるオフィス回帰、企業の業績改善によるオフィス需要増加が影響した模様
- 今後、都区部の大規模オフィス供給量は2025年に再び増加する予定だが、均してみれば過去の水準を下回る
 - 2024~28年の平均予定供給量は81.8万㎡と過去5年間の平均(2019~23年:99.6万㎡)に比べ少なく、供給面から見た先行きの空室率への影響は限定的と評価

東京都心5区のオフィス空室率



(注) 対象は東京都心5区(千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区)
(出所)三鬼商事「オフィスマーケット」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

東京23区の大規模オフィス供給実績・予定



(注) 対象は東京23区の大規模オフィスビル(事務所延床面積1万平方メートル以上)
(出所)森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2024」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

金利上昇局面で実体経済に生じる影響のまとめ

セクター	評価	各セクター別の要素・論点
マクロ経済	—	経済が緩やかに拡大するなかで、日本銀行が政策金利を1%まで段階的に引き上げ
家計	○	<p>(+) 預金・国債の利子収入や株式・投資信託の配当収入が増加</p> <p>(+) 家計のリスク資産保有が進展し、金融資産所得の増加に寄与</p> <p>(-) 住宅ローン利払いが増加</p>
企業	△	<p>(-) 支払利息が増加。非製造業や規模の小さい企業で影響大</p> <p>(-) 円高で輸出金額が減少するほか、海外利益の円換算額が目減り</p> <p>(+) 一方、円高は輸入関連産業にはコスト減の恩恵</p> <p>(+) 経済の拡大に伴う売上高の増加や限界利益率の上昇により、経常利益が拡大</p>
政府	×	<p>(-) 長期金利が名目経済成長率を下回る「金利ボーナス」が解消</p> <p>(+) 経済の拡大を受け税収が増加</p> <p>(-) 金利上昇を受け利払費が徐々に増加し、税収増をほぼ相殺</p>
不動産	○	<p>(+) 経済が拡大するなか、実質金利がゼロ近傍にとどまり、不動産価格は緩やかに上昇</p> <p>(+) 純収益の成長率が価格上昇率をやや上回り、キャップレートは小幅上昇</p>

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

弊社関連書籍・レポート

書籍

- 服部直樹・有田賢太郎 編著(2024)『【展望】金利のある世界 シミュレーションで描く日本経済・金融の未来図』、一般社団法人 金融財政事情研究会

レポート

- 上村未緒(2024)「金利のある世界」へ踏み出した日銀 イールドカーブ・コントロールやマイナス金利政策を解除」Mizuho RT EXPRESS 2024年3月22日
- 河田皓史(2024)「日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオ 詳細版」みずほレポート 2024年5月30日
- 河田皓史(2024)「マイナス金利解除後の金融政策 インフレ予想が左右する日銀の利上げペース」みずほインサイト 2024年4月2日
- 酒井才介(2024)「金利のある世界」と財政 金利上昇で問われる財政の持続可能性」みずほインサイト 2024年4月4日
- 酒井才介・服部直樹・河田皓史・中信達彦(2024)「金利上昇で日本経済はどうか? 「0.5%利上げ」が景気に与える影響」みずほインサイト 2024年7月25日
- 白井斗京(2023)「金利のある世界」は一様ではない 利上げ局面ごとの預金・貸出金利の考察」Mizuho RT EXPRESS 2023年12月25日
- 白井斗京・宮寄浩(2024)「金利のある世界」で一変する企業の経営環境 固定費増加が促す、高付加価値経営への転換」Mizuho RT EXPRESS 2024年3月22日
- 中信達彦・西野洋平(2024)「金利上昇は家計にとってプラスか 「金利のある世界」における家計への影響試算」みずほインサイト 2024年4月2日
- 服部直樹(2024)「金利1%上昇の企業利益インパクト サプライチェーンの構造も踏まえた金利影響試算」みずほインサイト 2024年4月25日
- 服部直樹(2024)「金利のある世界」で不動産市場はどうか? 不動産価格・キャップレートが緩やかに上昇すると試算」Mizuho RT EXPRESS 2024年8月28日
- 服部直樹(2025)「日銀の追加利上げが家計に及ぼす影響 家計全体ではプラスだが、負債保有世帯ではマイナス影響大」Mizuho RT EXPRESS 2025年1月21日
- 服部直樹・酒井才介・坂中弥生・中信達彦・今井大輔(2024)「中小企業の持続的成長に向けた課題と打ち手 先行きの利益・資金需要シミュレーションによる影響検証」みずほレポート 2024年12月4日
- 服部直樹・坂中弥生・中信達彦(2023)「日本企業は金利上昇に耐えるか 「金利のある世界」における企業利益への影響試算」みずほインサイト 2023年11月30日
- 服部直樹・中信達彦(2024)「円安で広がる企業の規模間格差 中小企業では円安が2024年度利益を1.3%下押し」みずほインサイト 2024年6月18日
- みずほリサーチ&テクノロジーズ(2024)「2025年 新春経済見通し トランプ2.0の政策想定と世界経済への影響」2024年12月26日
- 宮寄浩・上村未緒・白井斗京・酒井才介・服部直樹・中信達彦(2023)「『金利のある世界』への日本経済の適応力」みずほレポート 2023年11月21日

YouTube®動画「MHRT Eyes」を、より分かりやすくリニューアル！

複雑さ、変化の激しさを増す経済・金融動向…
エコノミスト・コンサルタントが旬な情報を
5分程度の動画でクイックに解説

MHRT Eyes



リニューアルして配信中！！
より分かりやすく、クイックに。毎週金曜日定期配信(週次版)でお届け
(定期配信に加え、タイムリーな情報も随時配信)
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

(QRコードはデンソーウェーブの登録商標です)



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)



エコノミスト・研究員
幅広い分野を網羅する専門家



PCの方は
<https://www.mizuho-rt.co.jp/business/research/economist/index.html>



調査レポート (無料)
経済・金融動向を解説



<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/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/others/0015.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>

〔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
調査部

シニア日本経済エコノミスト 服部 直樹

TEL: 080-1069-4667

E-mail: naoki.hattori@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があります。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。