

日本企業は金利上昇に耐えうるか 「金利のある世界」における企業利益への影響試算

みずほリサーチ&テクノロジーズ
調査部 経済調査チーム
080-1069-4667

- 今後、2%の物価安定目標が達成され、日銀が政策金利を本格的に引き上げて金融政策を正常化する「金利のある世界」が実現した場合、日本企業にどのような影響が生じるか試算した。
- 景気拡大に伴い売上高が増加する一方、金利上昇による利払い負担の増加や、円高を受けた輸出額の減少が下押し要因になり、企業全体の経常利益は小幅な増益にとどまると見込まれる。
- 有利子負債が多い物品賃貸などの一部産業や小規模企業、輸送用機械などの輸出型産業では、金利上昇・円高による利益への悪影響が大きく、企業の優勝劣敗が進む可能性に注意が必要だ。

1. 意識され始めた「金利のある世界」

2023年は消費者物価指数が1990年以降で初めて前年比+4%を超えたことに加え、春闘賃上げ率（定期昇給含む）が前年比+3.6%と約30年ぶりの高水準に達した歴史的な年になった。こうした物価・賃金双方の上昇を受けて、日本銀行が2013年に定めた「2%の物価安定の目標」がいよいよ達成に近づいているのではないかと、との期待が高まりつつある。では、将来的に物価安定目標が達成され、日銀が政策金利を本格的に引き上げて金融政策を正常化すると、日本経済にどのような影響が及ぶか。

このような問題意識のもと、みずほリサーチ&テクノロジーズが公表したレポート「「金利のある世界」

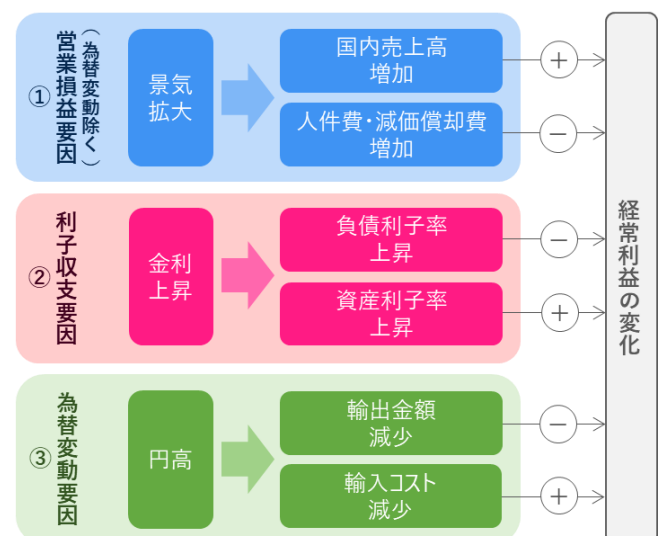
図表 1 政策金利と長期金利の想定



(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

図表 2 金融正常化が企業利益へ影響する概念図



(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

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）では、金融正常化による日本経済への影響について、金融市場、家計、企業、政府など様々な観点から総合的に分析した。本稿では、その中から企業利益への影響を取り上げ、詳細に解説する。

本稿で言う「金融正常化」「金利のある世界」は、景気が力強く拡大して物価が持続的・安定的に上昇し、日銀がこれまでのマイナス金利政策、ゼロ金利政策から完全に脱却して、段階的な利上げを行うケースをイメージしている。具体的には、日銀が2024～2026年度にかけて年4回・0.25%Ptずつ利上げし、政策金利が最終的に2026年度末時点で2.75%に達すると想定した¹（図表1）。政策金利の引き上げに伴い、長期金利も2026年度末に3.5%まで高まるとの前提を置いた²。為替の面では、日本の金利上昇により日米金利差が縮まることで、ドル円レートに35円の円高圧力が加わる見込みだ³。これらの想定をもとに、日本企業の利益にどの程度のプラス・マイナスの影響が生じるか試算する。

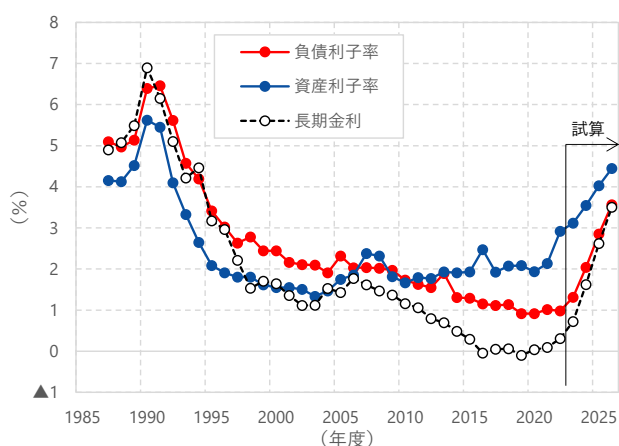
2. 金融正常化が企業利益に影響を及ぼす3つの経路

金融正常化の実現は、次の3つの経路で企業の経常利益に影響を及ぼすと考えられる（図表2）。

第1の経路は、景気拡大による営業損益の変化だ。名目GDP成長率が高まることで国内売上高の伸びが加速し、経常利益の押し上げ要因になるだろう⁴。一方、費用面では賃金上昇が利益の圧迫要因になる。ただ、人手不足を背景に従業員数の伸びは限定的とみられ、足りない労働力を労働生産性の上昇でカバーすると考えられることから、企業の総人件費は緩やかな伸びにとどまると想定した⁵。なお、為替変動も営業損益に影響するが、要因を区別するため、為替変動の影響は後述する「第3の経路」として別建てにした。

第2の経路は、金利上昇による利子収支の変化だ。金利が上昇すると、企業の有利子負債利率が高まって借入金や社債の支払利息が増加する一方、有利子資産の利率が上昇して受取利息も増加する。

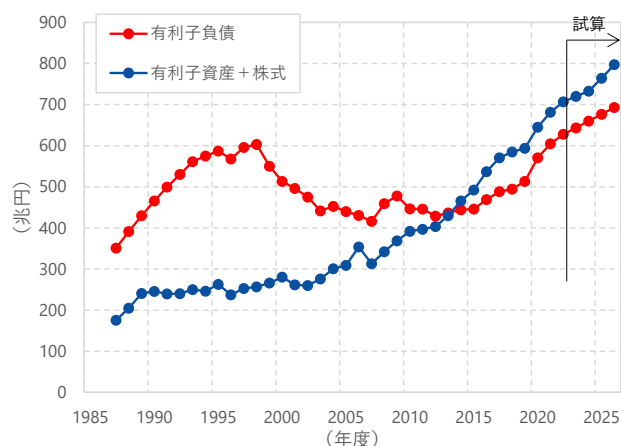
図表 3 長期金利と企業の負債・資産利率



(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。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を含む

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

図表 4 企業の有利子負債・資産残高



(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。有利子負債＝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＝現金・預金＋公社債＋長期貸付金

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

支払利息と受取利息どちらの増加幅が大きいかは、負債・資産利子率それぞれの上昇幅と、企業の負債・資産残高のバランスによって決まる⁶。負債・資産利子率は過去の長期金利との関係をもとに、資産利子率に比べて負債利子率の方が長期金利上昇の影響を大きく受けると想定した（図表3）⁷。他方で、企業の有利子負債と有利子資産+株式⁸の残高は、売上高の堅調な拡大を受け、有利子資産+株式の方がやや高い伸びになると見込んだ（図表4）。

第3の経路は、為替変動による影響だ。日本の金利上昇に伴って円高が進むと、輸出金額の減少により輸出企業の利益が下押しされる一方、輸入コストが低下して輸入企業には恩恵が生じる。ここでは、2026年にかけ23%の円高・ドル安（直近のドル円レートを150円／ドルとした場合、35円／ドルの円高・ドル安）が生じると想定し、それを内閣府マクロモデルによる為替変動と輸出入数量・価格のシミュレーション結果に当てはめて、円高による経常利益への影響を試算した⁹。

3. 景気拡大に伴い売上高が増加するも、金利上昇・円高が利益の下押し要因に

これらの「金利のある世界」の想定（図表5）をもとに、金融正常化による日本企業の経常利益に対する影響を試算した。図表6は、2023～2026年度における経常利益の累積変化率を、①営業損益要因、②利子収支要因、③為替変動要因、の各寄与度に分解して示したものだ。

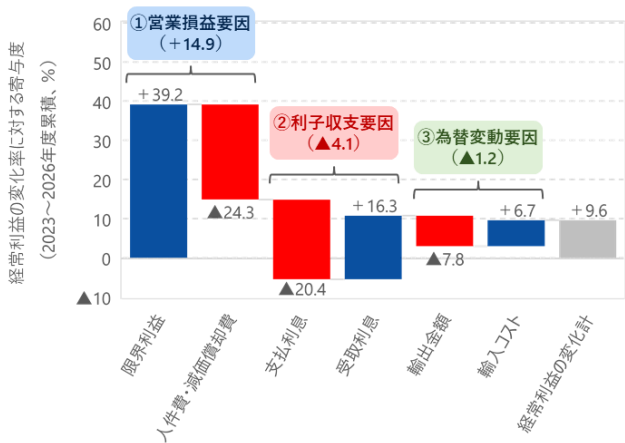
まず、①営業損益要因では、売上高の増加による限界利益（売上高－変動費）の伸びが経常利益を大きく押し上げる（+39.2%Pt）計算だ。人件費・減価償却費の増加による影響（▲24.3%Pt）を差し引いても、①営業損益要因の経常利益に対する寄与度は+14.9%Ptと大幅なプラスになる。一方、②利子収支要因では、支払利息の増加によるマイナス効果（▲20.4%Pt）が受取利息の増加によるプラス効果（+16.3%Pt）を上回り、差し引きで経常利益の伸びを▲4.1%Pt押し下げる結果になった。③為替変動要因も同様に、輸出金額減少によるマイナス効果（▲7.8%Pt）が輸入コスト減少によるプ

図表 5 「金利のある世界」の想定

指標		「金利のある世界」の想定
金融市場	政策金利	2026年度末時点：2.75% (直近対比 +2.8%Pt上昇)
	長期金利	2026年度末時点：3.5% (直近対比 +2.8%Pt上昇)
	ドル円レート	直近対比 35円／ドルの円高・ドル安
経済	名目GDP成長率	2026年度時点：前年比+2.3%
企業	売上高	2026年度時点：前年比+4.3%
	人件費	2026年度時点：前年比+2.5%
	減価償却費	2026年度時点：前年比+4.0%
	負債利子率	2026年度末時点：3.6% (直近対比 +2.6%Pt上昇)
	資産利子率	2026年度末時点：4.4% (直近対比 +1.5%Pt上昇)

(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。負債・資産利子率は法人企業統計調査に基づく計算値
(出所) 日本銀行、Refinitiv、財務省「法人企業統計調査（年次別、四半期別）」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表 6 金融正常化による経常利益への影響
(2023～2026 年度の累積変化率)



(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。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「法人企業統計調査（年次別、四半期別）」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

ラス効果（+6.7%Pt）を上回り、円高で経常利益が▲1.2%Pt下押しされると試算した。

①～③の各要因を合わせると、①営業損益要因のプラス効果の一部が②利子収支要因と③為替変動要因のマイナス効果で相殺され、2023～2026年の4年間における経常利益の累積変化率は+9.6%（年率+2.3%）と、小幅な伸びにとどまる結果になった。

4. 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

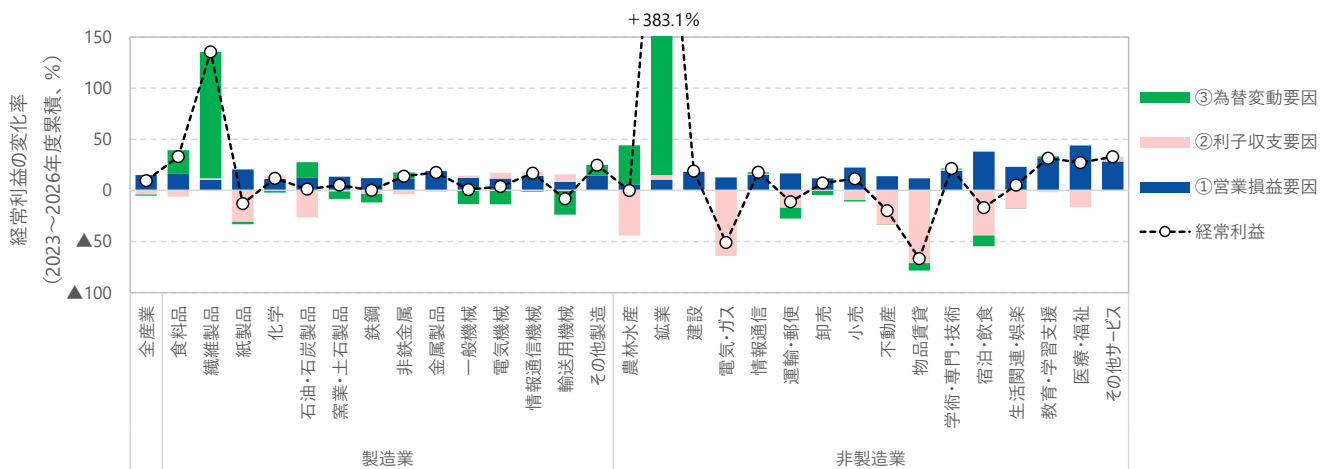
このように、総じてみれば金融正常化で日本企業の利益には小幅なプラス効果が生じる見込みだ。ただし、よりミクロな視点に立つと、試算のもとになる損益・バランスシート構造には産業間で差があることから、金融正常化の影響の現れ方も産業によって異なると考えられる。そこで図表7では、金融正常化による経常利益への影響を主要な産業別に試算し、要因別の寄与度を示した¹⁰。

まず目を引くのは、物品賃貸、電気・ガス、不動産、宿泊・飲食など、非製造業の一部で②利子収支要因が経常利益を大幅に押し下げる点である。これらの産業はバランスシートの構造上、有利子資産+株式に比べて有利子負債の規模が相対的に大きく、金利上昇により利子収支が悪化しやすいことが確認できる。

②利子収支要因をさらに資本金規模別に分解すると、多くの産業において、資本金規模が小さい企業ほど金利上昇による利子収支の利益下押し効果が大きい（図表8）。小規模企業では、有利子資産+株式に比べて有利子負債が相対的に多いことが背景にある。ただし、石油・石炭製品、電気・ガス、物品賃貸といった一部の産業では、資本金規模が大きい企業でも負債が多く、金利上昇による利益の圧迫が大企業でも発生しやすい構造になっている点には注意が必要だ。

次に、③為替変動要因は、輸送用機械、電気機械、一般機械、宿泊・飲食（インバウンド関連）のように、輸入に比べ輸出規模が相対的に大きい産業において円高による輸出減少のデメリットが生じやすいことを示している。一方で、鉱業（エネルギー関連）や繊維製品（アパレル関連）は利益に対

図表 7 金融正常化による経常利益への影響（2023～2026 年度の累積変化率、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／ドルとした場合の35円／ドルの円高）による変化分を算出

(出所) 財務省「法人企業統計調査（年次別、四半期別）」、経済産業省「延長産業連関表」、内閣府経済社会総合研究所（2022）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

する輸入の規模が非常に大きく、輸入コストの減少で経常利益が大幅に押し上げられる計算だ。

なお、売上高（+4.3%）が人件費（+2.5%）と減価償却費（+4.0%）の伸びを上回るとの想定を産業共通でおいたことから、①営業損益要因はすべての産業で経常利益に対しプラス要因になっている。ただ、プラス幅は産業によって異なり、経常利益に対し限界利益（売上高－変動費）の規模が大きい（いわゆる営業レバレッジが大きい）医療・福祉、宿泊・飲食、教育・学習支援、紙製品などの産業で、経常利益が押し上げられやすい傾向がある。

このように、経済環境の好転を背景とする日銀の金融政策の正常化は、企業全体としてみれば経常利益に小幅なプラスの影響があるだろう。しかし、産業別や資本金規模別といったミクロな視点では、金利上昇や円高が経常利益に対し大きな下押し要因になるセクターも散見される。「金利のある世界」において、企業の優勝劣敗が一段と進む可能性がある点に注意が必要だ。

図表 8 利子収支要因による経常利益への影響（産業別・資本金規模別）

経常利益の変化率に対する寄与度（2023～2026年度累積、%Pt）

		支払利息				受取利息				利子収支			
		全規模	10億円～	1億円～10億円	1千万円～1億円	全規模	10億円～	1億円～10億円	1千万円～1億円	全規模	10億円～	1億円～10億円	1千万円～1億円
製造業	全産業	▲20.4	▲19.1	▲12.8	▲30.5	16.3	17.9	8.8	17.3	▲4.1	▲1.2	▲4.0	▲13.2
	食料品	▲20.7	▲13.7	▲14.1	▲47.0	14.5	16.5	9.5	13.7	▲6.2	2.9	▲4.7	▲33.3
	繊維製品	▲24.8	▲12.3	▲17.0	▲133.0	26.2	20.6	12.4	86.1	1.4	8.2	▲4.5	▲46.9
	紙製品	▲62.3	▲77.1	▲29.5	▲72.9	31.3	53.0	9.0	21.6	▲30.9	▲24.1	▲20.5	▲51.4
	化学	▲11.2	▲10.7	▲12.9	▲18.7	13.8	14.4	7.3	16.7	2.6	3.7	▲5.7	▲2.0
	石油・石炭製品	▲38.0	▲42.8	▲32.6	▲12.8	11.5	10.9	11.0	16.5	▲26.5	▲31.8	▲21.6	3.7
	窯業・土石製品	▲16.6	▲15.0	▲10.3	▲32.0	15.5	17.8	4.5	22.0	▲1.1	2.7	▲5.8	▲10.0
	鉄鋼	▲14.8	▲14.5	▲8.2	▲24.0	11.1	10.5	15.9	12.5	▲3.7	▲4.0	7.7	▲11.5
	非鉄金属	▲15.6	▲17.1	▲9.8	▲17.5	11.8	14.3	3.3	10.6	▲3.8	▲2.8	▲6.4	▲6.9
	金属製品	▲18.6	▲9.6	▲8.1	▲28.7	17.0	18.1	8.7	20.3	▲1.6	8.5	0.6	▲8.4
	一般機械	▲6.9	▲6.0	▲4.5	▲13.5	9.0	9.5	5.2	9.3	2.1	3.5	0.8	▲4.2
	電気機械	▲8.9	▲7.7	▲8.3	▲39.7	14.8	14.3	8.9	37.7	5.9	6.6	0.6	▲2.0
	情報通信機械	▲11.0	▲10.3	▲9.3	▲26.0	15.0	17.9	5.7	10.0	4.0	7.6	▲3.6	▲15.9
	輸送用機械	▲6.4	▲5.1	▲16.3	▲32.7	13.8	13.9	10.9	15.2	7.4	8.8	▲5.5	▲17.5
	その他製造	▲11.9	▲5.0	▲8.6	▲38.1	11.8	12.4	6.4	16.8	▲0.1	7.3	▲2.2	▲21.2
非製造業	農林水産	▲59.9	▲26.1	▲30.5	▲70.3	15.6	22.8	6.5	17.5	▲44.2	▲3.3	▲24.0	▲52.9
	鉱業	▲5.4	▲4.3	▲14.3	▲43.0	10.1	9.4	19.0	31.5	4.7	5.1	4.7	▲11.5
	建設	▲10.5	▲8.0	▲5.0	▲13.7	11.1	13.3	7.5	11.0	0.5	5.3	2.4	▲2.7
	電気・ガス	▲98.3	▲105.8	▲62.6	▲46.0	35.1	39.1	11.5	14.1	▲63.3	▲66.7	▲51.1	▲31.9
	情報通信	▲10.1	▲10.7	▲4.9	▲14.4	11.2	9.0	12.2	25.4	1.1	▲1.6	7.3	11.0
	運輸・郵便	▲32.3	▲33.0	▲34.3	▲28.8	15.2	15.4	13.5	15.6	▲17.1	▲17.6	▲20.8	▲13.2
	卸売	▲12.8	▲11.1	▲6.9	▲19.3	12.7	14.2	6.1	14.5	▲0.1	3.1	▲0.8	▲4.8
	小売	▲18.4	▲6.1	▲8.6	▲49.6	8.8	4.7	4.6	20.2	▲9.6	▲1.4	▲4.0	▲29.4
	不動産	▲51.1	▲41.2	▲39.8	▲72.8	17.4	13.2	11.5	27.3	▲33.7	▲28.0	▲28.3	▲45.5
	物品賃貸	▲86.8	▲114.0	▲66.6	▲28.4	15.6	21.3	4.8	9.2	▲71.2	▲92.7	▲61.8	▲19.2
	学術・専門・技術	▲39.7	▲50.8	▲8.8	▲27.4	41.1	52.3	13.2	23.3	1.3	1.5	4.4	▲4.1
	宿泊・飲食	▲55.7	▲13.7	▲38.8	▲75.1	11.6	9.8	13.4	11.8	▲44.1	▲3.9	▲25.5	▲63.3
	生活関連・娯楽	▲33.8	▲13.1	▲31.0	▲47.3	16.0	5.9	19.5	20.5	▲17.8	▲7.2	▲11.5	▲26.8
	教育・学習支援	▲22.2	▲7.0	▲17.4	▲32.1	20.4	12.6	24.9	23.5	▲1.9	5.6	7.4	▲8.6
	医療・福祉	▲33.2	▲11.2	▲33.1	▲48.9	16.4	12.5	16.6	19.2	▲16.8	1.3	▲16.6	▲29.8
	その他サービス	▲13.2	▲5.4	▲7.4	▲27.2	18.0	21.8	8.0	24.0	4.7	16.4	0.6	▲3.2

（出所）財務省「法人企業統計調査（年次別、四半期別）」、経済産業省「延長産業連関表」、内閣府経済社会総合研究所（2022）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

[参考文献]

- 諏訪健太（2022）「日本経済を圧迫する円安と資源高～円安のデメリットが幅広い企業・家計を直撃する構図に～」、Mizuho RT Express、2022年4月22日
- 内閣府経済社会総合研究所（2022）「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」、ESRI Research Note No.72、2022年12月
- みずほリサーチ&テクノロジーズ（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
- 山本康雄・前川亜由美・風間春香（2013）「円安が日本経済に及ぼす影響」、みずほインサイト、2013年3月14日

-
- 1 「金利のある世界」における自然利子率（0.8%）と予想インフレ率（2.0%）の合計（2.8%）が、2%の物価安定の目標と整合的な政策金利の水準であると想定した。詳細はみずほリサーチ&テクノロジーズ（2023）を参照されたい。
 - 2 量的緩和導入（2001年3月）以降の長短スプレッド（長期金利－無担保コールレート）の中央値である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し、「金利のある世界」の長期金利水準を $2.75\% + 0.75\%Pt = 3.5\%$ と求めた。
 - 3 日本の金融正常化により日米金利差が2.5%Pt縮小すると想定し（米金利は一定と仮定）、日米金利差が1%Pt縮小するとドル円レートが13.8円／ドルだけ円高・ドル安になるとの過去の関係をもとに、ドル円レートに約35円／ドルの円高・ドル安圧力が加わると計算した。
 - 4 企業の売上高変化率は名目GDP成長率に対しプラス・マイナス両面で変動幅が大きくなる傾向がある。本稿では「金利のある世界」で名目GDP成長率が前年比+2.3%に加速すると想定し、名目GDPと売上高の過去の関係をもとに、企業の売上高が同+4.3%に高まるとした。
 - 5 減価償却費は「金利のある世界」で設備投資が拡大し、前年比+4.0%に加速すると想定した。なお、変動費（売上原価＋販管費－人件費－減価償却費）の変化率は、過去の関係をもとに、売上高の変化率に等しいと仮定した。
 - 6 厳密には、負債利子率の上昇の影響は借入金の借り換え時期や社債の発行時期にも依存するが、本稿の試算ではそうした負債の期間構造は考慮していない。
 - 7 過去の長期金利と負債・資産利子率の関係をもとに、2026年度にかけて負債利子率が+2.6%Pt上昇（2023年度：1.0%→2026年度：3.6%）、資産利子率が+1.5%Pt上昇（2023年度：2.9%→2026年度：4.4%）すると想定した。
 - 8 法人企業統計調査（四半期別）の「受取利息等」は「預金又は貸付金に対する受取利息、有価証券利息及び受取配当金の合計額」と定義されているため、受取利息に対応する資産は有利子資産（現金・預金＋公社債＋長期貸付金）＋株式とした。
 - 9 内閣府マクロモデル（内閣府経済社会総合研究所（2022））における「円の対ドル10%減価」シナリオの輸出数量、輸入数量、輸出価格、輸入価格の3年目の乗数を用い、23%円高による輸出入数量・価格の変化を産業別に試算したうえで、輸出数量・価格の増加（減少）を利益のプラス（マイナス）要因、輸入数量・価格の増加（減少）を利益のマイナス（プラス）要因として、経常利益に対する影響を求めた。円高による直接効果のみ試算対象とし、輸入コスト減少の他産業への価格波及効果や、輸出金額減少の他産業への生産波及効果といった間接効果は試算の対象外とした。また、海外直接投資収益の円換算額の減少による影響も含んでいない。為替変動による産業別の間接効果については山本ほか（2013）を、海外直接投資収益への影響については諏訪（2022）を参照されたい。
 - 10 2023～2026年における売上高、変動費、人件費、減価償却費、有利子負債、有利子資産＋株式の変化率、負債・資産利子率の上昇幅の想定は全ての産業で同一とした。試算のもとになる財務指標は2022年度のデータを用いたが、2022年度時点で新型コロナウイルス感染症や商品価格高騰といった一時的な影響が残存していると考えられる一部の産業（電気・宿泊・飲食、生活関連・娯楽）では、損益計算書データのみ2018年度時点の値を用いた。

[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](#)



[共同執筆者]

調査部 経済調査チーム 主席エコノミスト
調査部 経済調査チーム 上席主任エコノミスト
調査部 経済調査チーム エコノミスト

服部直樹 naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
坂中弥生 yayoi.sakanaka@mizuho-rt.co.jp
中信達彦 tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

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



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

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）

●当レポート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。