

# 金利上昇で日本経済はどうなる？

## 「0.5%利上げ」が景気に与える影響

みずほリサーチ&テクノロジーズ  
調査部 経済調査チーム  
080-1069-4626

- 9月以降に日銀が政策金利を0.5%まで引き上げるベースシナリオ版「金利のある世界」（長期金利は1.5%程度まで上昇）を想定し、マクロ経済・家計・企業・政府への影響をシミュレーション
- 期待インフレ率の上昇も踏まえるとGDPへの影響は▲0.1%程度にとどまる。家計部門は全体では年間1.5兆円程度の所得増加も、住宅ローン負債が多い20~40代はネット負担増が大きい
- 企業・政府部門など債務を多く抱えるセクターでは負の影響が発生。企業部門は中小企業を中心に支払利息の増加等で▲1.3%の減益。政府部門は金利ボーナス解消でPB改善が求められる

### 1. 日本銀行は9月以降0.5%まで利上げを行う公算。長期金利は1%台半ばまで上昇

短期金利はマイナス・長期金利はゼロという「金利のない世界」が続いた日本にも、久々に「金利のある世界」が到来しようとしている。賃上げに伴う人件費の上昇や人手不足を背景とした物流費の上昇、これまでの円安進展等を受ける形で、サービスを含めた幅広い品目で物価上昇圧力が強まる可能性が高まっており、市場では日本銀行が年内にも利上げに踏み切るとの見方が増えている。

5月の毎月勤労統計調査をみると、名目賃金上昇率（共通事業所ベース）は前年比+2.3%（4月：同+1.8%）、所定内給与は同+2.7%（4月：同+2.2%）と伸びが大きく高まっており、33年ぶりの高水準となった春闘（ヘッドラインの賃上げ率は5%台、ベースアップ分で3%台）の結果が本格的に波及する夏場以降の名目賃金上昇率は3%台が視野に入る。物価動向についても、6月の日銀版コアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）は前年比+2.2%（5月：同+2.1%）と伸びが高まっている（季節調整値の前月比でみると+0.3%と加速している）。円安の影響を受けて家庭用耐久財の価格が上昇したほか、2023年11~12月の前年比+2.3%をピークに輸入物価の上昇一服に伴う「第一の力」剥落により鈍化傾向が続いていたサービス物価も、訪日外客の増加等を追い風にコスト転嫁の動きが常態化しつつある外食や宿泊の減速基調の一服等を受けて、前年比+1.7%（5月：同+1.6%）と伸びが再び拡大している（前月比でも、6月は耐久消費財に加えて診療や介護料、一般外食等のサービスで加速感がみられる）。現時点では「賃金→物価」の波及による「第二の力」については、2%物価目標達成にはまだ十分でないと思われる。それでも、日本銀行は夏場にかけて中小企業を含めたマクロの賃金動向、企業の価格転嫁やサービス物価の動向、個人消費の動向等を見極めた上で、今年の9月以降、2025年3月までに2回の利上げに踏み切る可能性が高いとみずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）は予測している（7月の金融政策決定会合では政策金利は据え置かれると予測している）。

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）は、輸入物価上昇の影響が一服することや2025年度の賃

上げ率が企業収益の鈍化を背景に低下すること等を受けて、2025年度にかけてコアCPI・日銀版コアCPIの前年比はいずれも2%を割り込むと予測しており<sup>1</sup>、依然として日本銀行の目指す2%物価目標達成のハードルは高いとみている。一方、河田（2024）が指摘しているように0.5%まで政策金利を上げる程度であれば、仮に中立金利を1%台半ば（自然利子率を0%、予想インフレ率を1%台半ば）と見積もったとしてもその半分以下の水準であるため、「緩和的な金融環境」だと無理なく主張できるだろう。政策金利の引き上げに伴い、長期金利は2025年度にかけて1.5%程度まで上昇すると予測している（利上げに加えて日本銀行による国債買入れの縮小が長期金利の上昇に寄与するとみられるが、長期金利の急激な上昇を避けるよう日本銀行が柔軟に国債買入れの縮小ペース等を調整すると想定している）。また、2025年度に普通預金金利（普通）は0.1%、10年定期預金金利は1.1%まで上昇するほか、住宅ローンの変動金利は0.9%、固定金利は2.7%まで上昇することが見込まれる（図表1）。同様に、企業部門が直面する負債利子率は1.9%、資産利子率は3.2%まで上昇することを想定している。

本稿では、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）の予測に基づき、日本銀行が0.5%まで政策金利を引き上げ、長期金利が1.5%程度まで上昇することを想定した場合の日本経済への影響について考察する。宮寄他（2023）はリスクシナリオとして政策金利が2.75%、長期金利が3.5%まで上昇する「金利のある世界」を考察しているが、本稿はより現実的なベースシナリオとしての「金利のある世界」

図表1 ベースシナリオ版「金利のある世界」のマーケットおよび各種金利指標の想定

		2023年度	2024年度	2025年度
マーケット	政策金利	▲0.05%	0.28%	0.50%
	長期金利	0.62%	1.28%	1.53%
	ドル円レート	144円	152円	141円
		2023年度	2024年度	2025年度
家計部門	預金金利（普通）	0.001%	0.04%	0.1%
	預金金利（10年定期）	0.4%	0.9%	1.1%
	住宅ローン金利（変動）	0.3%	0.5%	0.9%
	住宅ローン金利（固定）	1.8%	2.5%	2.7%
企業部門	負債利子率	1.2%	1.7%	1.9%
	資産利子率	2.7%	3.0%	3.2%

(注1) 各年度の平均値を記載。住宅ローンの変動金利は各種の優遇措置適用後の数値。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

(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。普通預金金利は現在の市場実勢を勘案

(出所) 日本銀行、各種資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

を想定した場合の影響について試算したものと位置づけられる。以下、マクロ経済、家計・企業・政府（財政）への影響について、前述した各種金利指標の想定を踏まえて考察する。

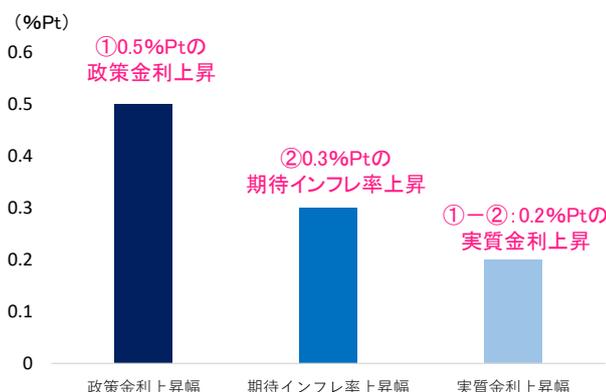
## 2. マクロ経済への影響：GDPの下押し影響は▲0.1%程度にとどまるとの見方

まず、マクロ経済への影響については、利上げに伴う短期金利の上昇は設備投資や住宅投資等の下押し要因になるが、金利上昇が設備投資や住宅投資等に波及するまでにタイムラグがあることを踏まえれば、2024年度中（本稿では2024年9月・2025年3月の2回と想定）に計0.5%の利上げが行われるとしても、その影響が顕在化するのには主に2025年度以降となるだろう。

短期金利が上昇する一方、賃金・物価の持続的な上昇を受けて期待インフレ率が高まれば実質金利の上昇幅は抑えられる。日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」や短観をみても、家計・企業の短期（1年後）・中長期的（5年後）の期待インフレ率はいずれも上昇傾向で推移しており、企業の賃金・価格設定行動（ノルム）の変化が徐々に反映されていると考えられる。現時点では、短期金利が0.5%Pt上昇する一方で中期的な期待インフレ率が（従来の想定対比で）0.3%Pt上昇し、実質金利が0.2%Pt程度上昇することを想定して2025年度の実質GDPを▲0.1%程度下押しすると見込んでいる（図表2・図表3。みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）は、2024年に想定を上回る高水準の賃上げが実現したこと等を踏まえ、2025年度以降の中期的な日銀版コアCPI前年比が2月時点の見通し（1.2～1.3%程度）対比で+0.3%Pt程度上振れて1.5～1.6%程度で推移することを見込んでいる。この想定は、後述するように家計や企業、専門家のインフレ予想を用いて試算した「合成予想物価上昇率」が足元で1.6%程度に上昇している点とも整合的である。金利上昇による実体経済への影響については内閣府のマクロモデルの乗数を用いて試算した）。

図表3のとおり、家計については財産所得の増加によるプラス影響が波及するため（詳細な家計部門の利子収支等に関する考察は3節を参照されたい）、住宅投資が減少する一方で個人消費は若干増加す

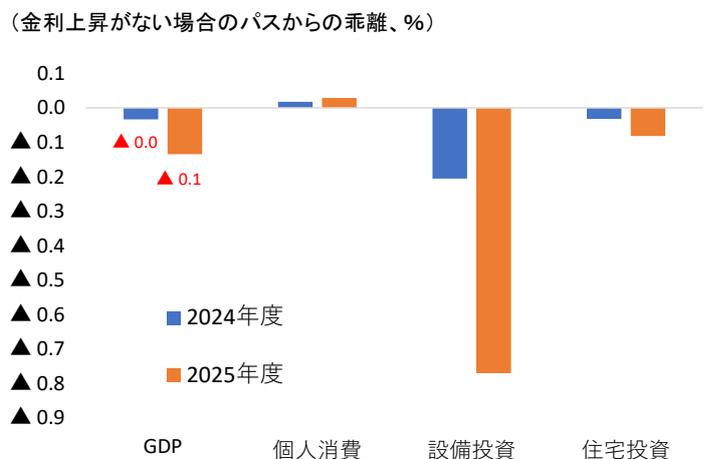
図表2 実質短期金利の上昇幅  
（前回見通し対比）



(注) 期待インフレ率は、2月時点の見通し対比で、コアCPI前年比・日銀版コアCPI前年比がみずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）において中期的に+0.3%Pt上振れ、1%台半ばで推移すると想定した点を反映

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 GDP・各需要項目の下押し影響



(注) 利上げによる影響顕在化までのタイムラグを考慮した上で、内閣府マクロモデル乗数を用いて試算

(出所) 内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

るとみられる。一方、企業については金利上昇や円高進展が利益の減少を通じて設備投資を下押しする絵姿となる（詳細な企業利益への影響に関する考察は4節を参照されたい）。

みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）は、2025年度の日本経済について、実質賃金の前年比プラスが続いて個人消費が回復基調を維持するほか、支払利息や人件費の上昇が企業収益を下押しする中でも企業の期待成長率の高まりや国内生産拠点強化の動き等を受けて設備投資は増加傾向が継続すると予測している。上記の金利上昇による負の影響を考慮しても、日本経済が腰折れすることは避けられるとみている（みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）は、前述した利上げによる下押しの影響を織り込んだ上で、2025年度の実質GDPを前年度比+0.8%のプラス成長と予測している）。

このように、0.5%程度の利上げであればマクロ経済への影響は大きくないと考えられるが、経済主体によって影響の度合いは異なる。特に、債務を多く抱えるセクターには無視できない影響が生じる点には注意が必要だ（金利上昇は債務保有セクターから資産保有セクターへの再分配をもたらす）。次節以降では、家計・企業・政府（財政）への影響についてセクター別に考察を行う。

### 3. 家計への影響：家計全体では所得増となるが、住宅ローン保有世帯にはマイナス

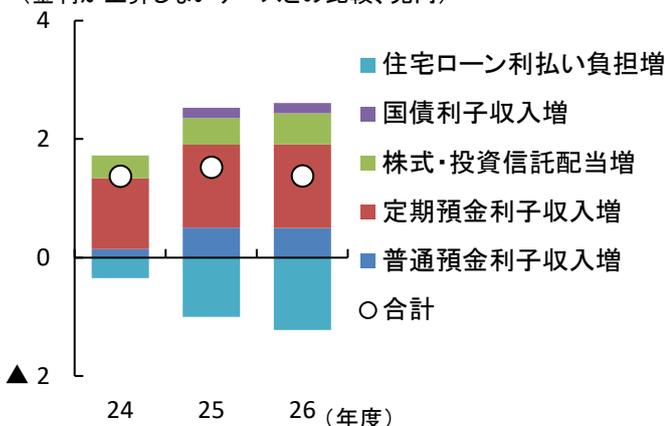
#### （1）資産超過主体である家計にとって、金利上昇はプラス要因。年間1.5兆円程度の所得増加

本節では、家計への影響について考察する。ここでは、中信・西野（2024）の分析枠組みを利用して試算しているため、試算の方法・考え方の詳細はそちらを参照されたい<sup>2</sup>。まず、資産サイドの影響からみてみよう。結果を大まかに言えば、①預金や有価証券などの金融資産の利回りが高まることに加え、②より収益性が高い資産に家計が資金を移す動きが起こることで、金融資産から得られる所得が増加する、というイメージになる。

詳しくみていくと、図表1でも示した通り、政策金利が0.5%に上昇しても普通預金金利はそれほど上昇せず、0.1%程度にとどまる見込みだ。普通預金金利に比べれば、定期預金金利の方が大きく上昇すると見込まれるため、収益性の観点で魅力を高めた定期預金に普通預金から資金流入が進むと想定

図表 4 家計の財産所得への影響（マクロ）

（金利が上昇しないケースとの比較、兆円）

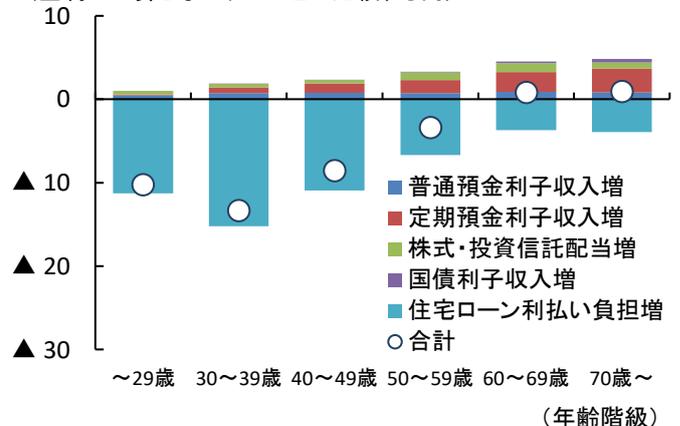


（注）中信・西野（2024）「金利上昇は家計にとってプラスか」の枠組みをベースに試算

（出所）総務省、内閣府、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 5 負債保有世帯の所得への影響（1世帯）

（金利が上昇しないケースとの比較、万円）



（注）1. 2026年度における年度合計の値

2. 中信・西野（2024）「金利上昇は家計にとってプラスか」の枠組みをベースに試算

（出所）総務省、内閣府、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

される。有価証券については、個人向け国債や株式・投資信託の保有が進むことを想定している。特に、株式・投資信託については、株価が長い目で見れば企業の業績を通じて経済成長率やインフレ率に連動する傾向があることから、インフレ下でも価値が目減りしない資産として魅力が高まるだろう。また、株式・投資信託の保有増は、企業の利益拡大と相まって、受取配当金の増加という形で家計にもプラスの影響をもたらすとみられる。預金金利上昇の単純な影響に加えて、こうしたポートフォリオ再構成の効果もあって、資産収益性は大きく向上し、家計は利息収入や配当収入の増加という形で恩恵を受けると想定している。

もちろん、負債サイドの住宅ローン金利も上昇することを忘れてはならない。図表1で示した通り、金利上昇局面では短期金利・長期金利がともに上昇するが、短期金利の上昇は変動金利に、長期金利の上昇は固定金利にそれぞれ影響するため、住宅ローンの借入金利は総じて上昇が見込まれる。これまで日銀の超金融緩和のもとで短期金利が低位に抑制されてきた結果として、住宅ローン新規貸出額に占める変動金利型の割合は8割にまで高まっているため、短期金利が上昇すれば比較的速やかに利払い負担の増加につながる事が想定される。そうした状況が知れ渡るに連れて、家計の間で金利上昇リスクが意識されるようになり、徐々に固定金利借入へのシフトが進むと予想されるため、長期金利上昇の家計所得への影響はやや遅れて顕在化してくる事が見込まれる。

資産サイドの影響・負債サイドの影響を総合すると、家計所得にはプラス効果が生じる見込みである（図表4）。家計は約2,200兆円の金融資産（うち現預金が約1,100兆円）を保有しているのに対し、金融負債は約400兆円にとどまり、全体としてみれば大幅な資産超過主体であることから、資産サイドにおけるプラス効果が負債サイドにおけるマイナス効果をはっきりと上回るためである。ベースシナリオ版「金利のある世界」においては、2026年度にかけて年間1.5兆円程度の所得増加効果が生じると想定している。もっとも、前述の通りこの試算では定期預金や株式・投信など収益性の高い金融商品の保有がある程度進むことを前提としている。仮にそうした資産構成の変化が生じず、普通預金に偏った資産保有が続く場合には、住宅ローン金利上昇によるマイナス効果が資産収益率の上昇によるプラス効果を上回る可能性がある。

## （2）住宅ローン保有世帯では、マイナス効果の方が大きい

ただし、「家計全体」でプラスであることは、「全ての家計」にプラスであることを意味しないことに注意が必要だ。すなわち、前述したマクロの影響は、そもそも住宅を購入していない世帯や住宅ローンを返済し終わった世帯も含んだイメージであり、住宅ローンを保有する世帯に限定すればマイナスの影響のほうが大きくなる事が見込まれる。

住宅ローン保有世帯に限って影響を試算すると、多額のローン残高がある20～40代においては、資産所得の増加幅よりも住宅ローン利払い負担の増加幅のほうが大きくなり、全体として所得にマイナスの影響がある（図表5）。一方、住宅ローンの大部分を返済し終わった60代以上においては、マイナス効果をプラス効果が幾分上回る格好となる。なお、この図表では図示していないが、住宅ローンを借りていない、あるいは返済し終わった世帯においては、資産収益性の向上によるプラス効果だけを享受できる形になる。「家計全体」ではプラス効果が期待されるとはいえ、このように世帯属性ごとの影響は区々であることには留意が必要だ。

## 4. 企業への影響：支払利息の増加等が利益を下押し。規模別・産業別で大きな差

### (1) 金利上昇は企業の経常利益を▲1.3%押し下げる要因に。支払利息の増加が主因

次に、企業の利益（経常利益）に対する影響を考える。本稿では2024～2025年度の金利上昇による経常利益への影響を、金利上昇の直接的な影響である利息収支要因と、国内外の経済動向（国内金利上昇も含む）を反映した為替変動要因の2つの面から試算した。

利息収支要因については、金利上昇を受けて負債利率が資産利率に比べ相対的に大きく上昇することで<sup>3</sup>、支払利息の増加によるマイナスが受取利息の増加によるプラスを上回る結果になった（図表6）。経常利益に対する利息収支要因の影響は2024～2025年の2年間累計で▲1.1%になり、金利上昇は企業の経常利益を下押しする方向に働くだろう。

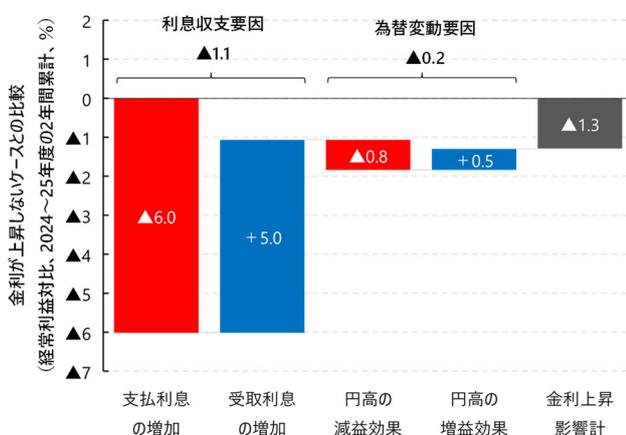
為替変動要因は、図表1に示したとおり緩やかな円高ドル安の進展（2023年度：144.0円/ドル→2025年度：141.4円/ドル）を想定して試算した。その場合、円高を受けた輸出金額減少等によるマイナスが輸入コスト低下によるプラスをやや上回ることから、経常利益に対する為替変動要因の影響は2年間累計で▲0.2%と、わずかではあるがマイナスになる計算だ。

総じてみれば、2024～2025年度の金利上昇による経常利益への影響は2年間累計で▲1.3%の減益要因になるだろう。なお、この試算は金利上昇とそれに付随する為替変動の影響のみを対象としたものであり、金利上昇の前提条件である経済の緩やかな拡大も加味すれば経常利益への影響は小幅なプラスになる。経済の拡大による売上高の増加や人件費の上昇等も踏まえた企業利益の予測については、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）を参照されたい。

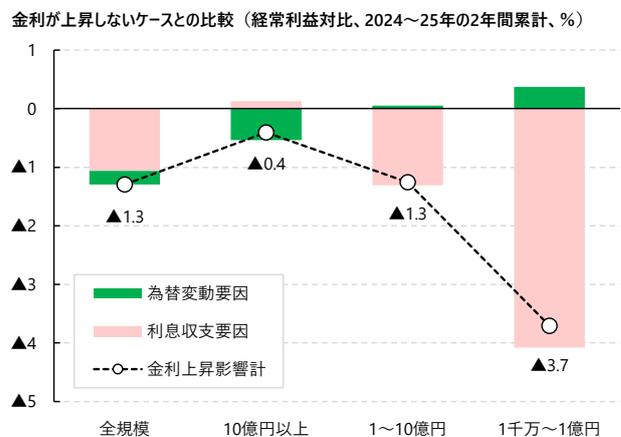
### (2) 中小企業ほど減益幅が大きく、金利上昇により規模間格差が拡大

このように、企業部門全体では2024～2025年度の金利上昇が収益押し下げ要因になると考えられるが、影響度合いは企業規模によって大きく異なる。企業のバランスシートを見ると、大企業は有利子資産を多く保有する傾向がある一方、中小企業では有利子負債が相対的に多い。その結果、大企業では受取利息の増加幅が大きく利息収支要因がややプラスになるが、中小企業では支払利息の増加幅

図表6 企業利益への影響（企業全体）



図表7 企業利益への影響（企業規模別）



(注) 資本金1千万円以上の非金融民間法人企業が対象。為替変動要因は1.8%円高（144.5円→141.4円）による影響

(出所) 財務省「法人企業統計調査（年次別調査、四半期別調査）」、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」「SNA産業連関表」、財務省・日本銀行「業種別・地域別直接投資」、経済産業省「企業活動基本調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

が大きく、利息収支要因が大幅なマイナスになるだろう（図表7）。為替変動（円高）要因は輸入コスト低下を通じて中小企業の利益を押し上げる方向に働くが、支払利息の増加によるマイナスが大きい  
ため、金利上昇による中小企業の経常利益押し下げ幅は合計▲3.7%と大企業（▲0.4%）に比べ負荷  
がかかる格好だ（なお、大企業は円高による輸出の目減りが大きく、為替要因はマイナスに働く）。

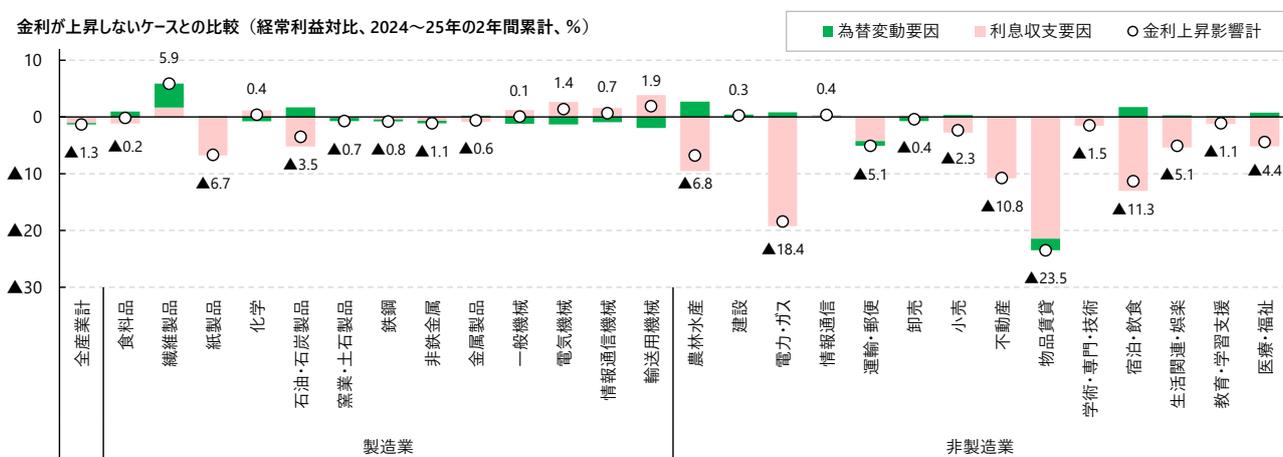
以上を踏まえると、上場企業などの大企業は金利が上昇しても経常利益が底堅く推移すると見込ま  
れるが、中小企業は経常利益が大きく押し下げられ、結果として企業規模間の利益格差が拡大するだ  
ろう。中小企業の一部では倒産の危機に瀕するケースも増加すると考えられ、これまで以上に事業再  
生・事業再構築の重要性が高まるとみている。倒産そのものは新陳代謝のプロセスの一つでもあり、  
労働力・ノウハウ等の経営資源が高生産性企業に円滑に移動すれば、経済全体の生産性上昇に寄与す  
ると考えられる。しかし倒産が急速に増えてしまうと、失業者の急増により労働移動が円滑に進みに  
くくなる可能性があるほか、家計の所得環境が悪化して景気にも悪影響を与えかねない。倒産に至る  
前に事業再生・再構築やM&Aを通じて企業の「秩序ある再編」を促し、企業部門が限られた資源を有  
効に活用して高い付加価値を生み出していくことが求められよう。この点についての詳細な考察は服  
部他（2024）を参照されたい。

### （3）産業別では有利子負債が多い物品賃貸、電力・ガス、宿泊・飲食等で減益幅が大きい

また、経常利益への影響は産業別でも大きく異なる。図表8は、2024～2025年度の金利上昇による  
経常利益への影響を産業別（全規模計）に示したものだ。物品賃貸、電力・ガス、宿泊・飲食、不動  
産、農林水産、紙製品などでは減益幅が大きくなることを確認できる。これらの産業では有利子資産  
に比べて有利子負債が多い特徴があり、金利上昇局面において支払利息の増加幅が受取利息の増加幅  
を上回るためだ。

一方、輸送用機械や電気機械、一般機械など、少数ながら利息収支要因がプラスになる産業もある。  
これらの産業では大企業を中心に有利子資産が多く、金利上昇による受取利息の増加幅が支払利息の  
増加幅を上回ると予想される。なお、為替変動要因では、繊維製品、石油・石炭製品、農林水産、宿

図表8 企業利益への影響（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。為替変動要因は1.8%円高（144.5円→141.4円）による影響  
(出所) 財務省「法人企業統計調査（年次別調査、四半期別調査）」、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」「SNA産業連関表」、財務省・日本銀行「業種別・地域別直接投資」、経済産業省「企業活動基本調査」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

泊・飲食において小幅ながらプラスの影響が生じる見込みだ。為替レートが2025年度にかけてやや円高方向に動くことで、こうした輸入型産業では輸入コスト低下による利益押し上げ効果が発生する計算になる。

## 5. 政府（財政）への影響：金利ボーナスは解消し、プライマリーバランス黒字が必要に

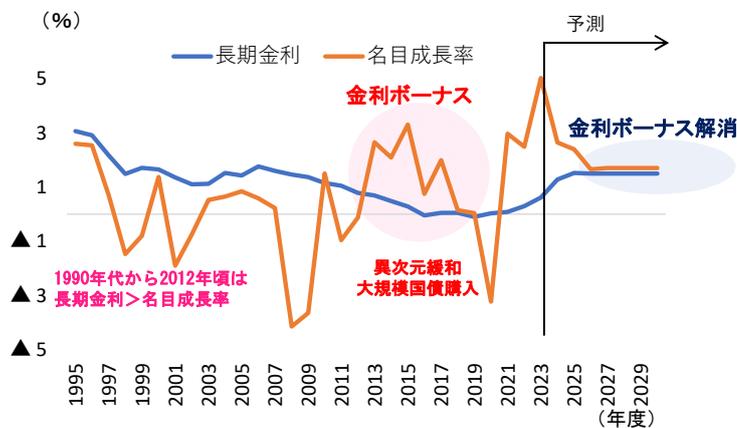
続けて、政府（財政）への影響について考察する。酒井（2024a）が指摘しているように、「金利のある世界」においては、最大の債務保有セクターである政府部門への影響が懸念される（2022年度時点の国・地方の債務残高対GDP比は212%程度と世界的にみても突出して高水準となっている）。これまでは、政府のプライマリーバランス（基礎的財政収支、PB）赤字が継続する中でも日本銀行の金融緩和政策により金利が低位に維持されたため、公債残高が増加する一方で国債費の増加は抑制されていた（「金利ボーナス」を政府が享受していた）。しかし、前述したとおり長期金利が1%台半ばまで上昇することを想定した場合、「金利ボーナス」は解消されるだろう（図表9）。

短期金利はマイナス・長期金利はゼロという「金利のない世界」から、2025年度以降に短期金利が0.5%・長期金利が1.5%程度という「金利のある世界」に移行すると考えれば、機械的な試算では国の利払い費は2033年度時点で13兆円以上増加する計算となる（図表10）。国債の平均残存期間は2023年度末時点で9年5カ月程度となっており、短期的には金利上昇が直ちに利払い費増に直結するわけではない。そのため、当面は金利上昇の影響を平年度化した場合に比して、利払い費は低い水準に抑えられる見込みだが、それでも徐々に増加していき、財政運営を圧迫する。

近年は名目GDPの拡大により税収が増加しているが、潜在成長率が低く高成長が見込みにくい日本においては成長率が金利を大きく上回る状況が持続する絵姿は展望しにくい。図表9のとおり、（生産性上昇率の加速等を想定しない限り）中期的な名目経済成長率は1%台半ば～後半程度が見込まれ、長期金利との差はほぼ無い状態になる可能性が高い。こうした状況下で、補正予算編成の常態化や社会保障費の増加等によりプライマリーバランスの黒字化が達成されなければ、政府の債務残高対GDP比は上昇が続いてしまう。酒井（2024）と同様に、高齢化に伴う社会保障関係費の増加等を踏まえて国のPB対GDP比を▲2.5%程度と想定し、地方のPB対GDP比を1%程度の黒字と仮定して国・地方のPB対GDP比が中期的に▲1.5%程度で推移するとした場合（内閣府の中長期試算における2024年度の赤字幅が半減した数字に相当）、名目GDP成長率が1.7%程度（1%台後半）、長期金利が1.5%程度で推移するケースでは長期的な国・地方の債務残高対GDP比は750%程度まで上昇してしまう計算となり（図表11）、事実上「発散」していると市場に捉えられるリスクがあるだろう。

酒井（2024a）が述べているように、国

図表9 長期金利と名目GDP成長率



(出所) 内閣府、LSEG等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

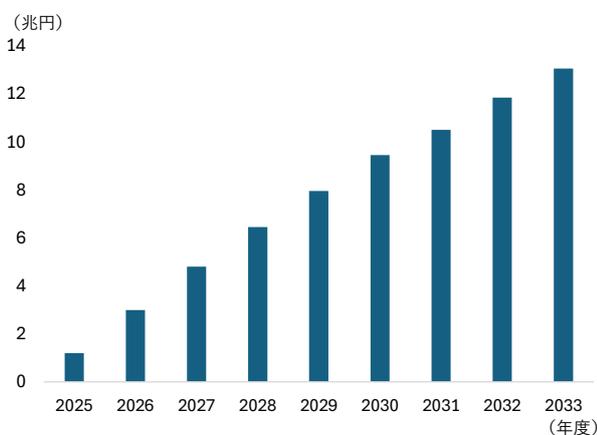
債残高の対GDP比が何倍になれば「財政破綻」なのかという点について、経済学的にも明確なコンセンサスが存在するわけではない。しかし、国債残高が経済規模を大きく上回るスピードで増加し続ければ、市場が財政規律に対して懸念を抱くことは十分に考えられるだろう。国債に対する信任が失われれば、その時点で金利が急上昇し、海外格付け機関が日本国債を格下げするリスクも高まる。その結果、日本の通貨である円の信認が失われれば、急激な円安・インフレを招き、国民生活に大きな打撃を与えかねない点には十分に留意しなければならない（この点については、みずほ経済フォーラム第2回「金利のある世界」と財政の持続可能性<sup>4</sup>を視聴されたい）。

酒井（2024b）が指摘しているとおおり、2025年にはいわゆる「団塊の世代」の全員が75歳以上の後期高齢者になること等を踏まえれば、財政健全化はここからが正念場である。この点で、「2025年度の国・地方を合わせたプライマリーバランス黒字化を目指す」との目標を3年ぶりに明記した「経済財政運営と改革の基本方針2024」が閣議決定されたその日に、岸田首相が記者会見で経済対策を編成する方針を表明したことは、依然として政治的な歳出増加圧力が根強いことを物語っており、今後の財政運営に懸念を抱かせる。名目経済成長率が高まって税収が増加しても、それを理由に歳出を増やしてしまえばプライマリーバランスは改善しない。税収増を安易に歳出増に結び付けるのではなく、プライマリーバランス改善と債務残高対GDP比の安定的引き下げに向けた努力が中期的に求められる。

## 6. 先行きの金融政策運営は不確実性大。想定以上の金利上昇リスクにも注意

以上のとおり、「金利のある世界」が到来した場合の日本経済への影響について様々な角度から考察した。日本銀行は0.5%まで利上げを行い、その後は様子見姿勢に転じるとの想定の下では、金利上昇によるマクロ経済への影響は全体としてみれば大きくない。それでも、債務を多く保有する経済主体には相応のマイナスの影響が想定され、個人消費を中心に日本経済の回復ペースが緩やかな中で政治的にも利上げのハードルは高いことから、日本銀行はこうした負の影響にも配慮しながら慎重に利

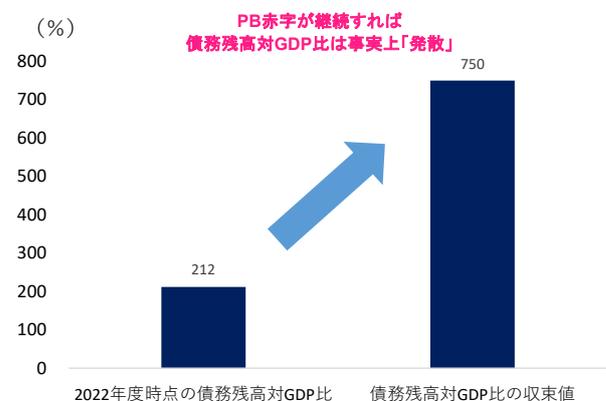
図表 10 長期金利が1.5%上昇した場合の  
利払い費の増額の推移



(注) 財務省・財政制度分科会（令和6年4月4日開催）資料を元に機械的に試算。金利上昇がない場合と対比した後年度にわたる利払い費の増加幅を図示

(出所) 財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 11 プライマリーバランス赤字が続いた  
場合の国・地方の債務残高対GDP比



(出所) 内閣府、財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

上げを進めることになるだろう(円安を是正する目的で利上げが行われる可能性は低いと考えられる)。

もっとも、賃金・物価や金融政策の動向については不確実性が大きい。長田・中澤(2024)の分析枠組みを参考に、家計や企業、専門家のインフレ予想を用いて「合成予想物価上昇率」を試算すると、2024年4~6月期時点で1.6%まで上昇している絵姿となり(図表12)、河田(2024)が指摘しているように「2%物価目標の達成が見通せる状況」がすぐに崩れる可能性も低下しているため、1%前後まで政策金利が引き上げられるシナリオにも現実味があると考えておくべきだろう。

さらに、企業の賃金・価格設定行動(ノルム)の変化により賃金・物価の持続的な上昇が続いた場合には(2025年以降の賃上げ率が4%台半ば以上となるような場合)、2026~27年度にかけて中立金利が大幅に上昇することもありうる。その分だけ更なる利上げ余地が生じることになり、日本銀行が2%以上に政策金利を引き上げる可能性も皆無ではない。その場合、長期金利も2%を上回り、各セクターへの影響は宮寄他(2023)や中信・西野(2024)、服部他(2023)、酒井(2024)の考察結果に近いものになるであろう。持続的な物価や賃金の上昇が企業業績や家計所得を押し上げる一方で、債務を抱えるセクターに及ぶ負の影響は本稿の試算よりもさらに大きなものになることは避けられない。家計部門で言えば金融資産が少なく住宅ローン負債が多い低・中所得層や若年層で負担増が拡大するほか、企業部門では有利子負債が多い産業を中心に収益が下押しされ、企業部門内の優勝劣敗・二極化が進むだろう。政府部門は、財政収支の悪化を通じた債務残高対GDP比の増加を抑制するために金利と成長率の差をカバーできるだけのプライバリーバランス黒字を継続させる財政運営が必要になる<sup>5</sup>。債務を多く抱えるセクターを中心に、本稿で想定した「0.5%利上げ」以上の金利上昇が実現する可能性も意識した備えが求められるだろう。

図表12 合成予想物価上昇率(10年後)



(注) 作成方法の詳細は長田・中澤(2024)を参照。家計(生活意識に関するアンケート調査<量的質問・質的質問>)、企業(短観)、専門家(コンセンサス・フォーキャスト、QUICK調査、インフレスワップ)による年限別インフレ予想を用いて作成。2006年以前の計数は参考値。2024/1Qまでのデータは長田・中澤(2024)と同じもの。2024/2Qは筆者による推計値  
(出所) 長田・中澤(2024)、日本銀行、Bloomberg、QUICK月次調査<債券>、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」

## [参考文献]

- 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～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2024年5月30日
- 酒井才介 (2024a) 「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—、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2024年4月4日
- 酒井才介 (2024b) 「骨太の方針2024を読む ② (財政) ～プライマリーバランス黒字化は「ゴール」に非ず～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2024年6月13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—」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2024年4月2日
- 長田充弘・中澤崇 (2024) 「期間構造や予測力からみたインフレ予想指標の有用性」、『日銀レビュー』、2024年5月2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『みずほインサイト』、2023年11月30日
- 服部直樹・酒井才介・河田皓史・坂中弥生・中信達彦・坂本明日香 (2024) 「変革を迫られる日本企業—ヒト・モノ・カネの変化で生じるリスクとチャンス—」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2024年3月27日
- 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
- みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) 「2024・2025年度 内外経済見通し—二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パター—」、2024年7月2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」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2023年11月21日

---

<sup>1</sup> みずほリサーチ&テクノロジーズ (2024) は、2024年度の企業収益は、賃上げに伴う人件費上昇や金利上昇による支払利息増加が下押し要因となり、大幅に鈍化すると予測している。企業の賃上げ・投資余力が低下するため、2025年の賃上げ率は3%台後半まで鈍化する可能性が高いとみている。

<sup>2</sup> なお、中信・西野 (2024) とは想定している経済前提 (金利上昇幅等) が異なる点を踏まえ、いくつかの点で試算に変更を加えた。例えば、中信・西野 (2024) では、金利上昇に伴って住宅ローンに占める変動金利型の割合が現状の8割程度から2割へと低下すると想定していたが、本稿では、短期金利や変動金利の上昇幅がそこまで大きくならないことも踏まえ、5割までしか低下しないと想定した。また、経済成長率や長期金利の想定の違いを踏まえ、株式・投信の配当・分配金利回りも中信・西野 (2024) よりはやや低めに想定した。

<sup>3</sup> 金利 (長期金利) と企業の負債・資産利率の関係については、服部・有田 (2024) 第3章第1節を参照されたい。

<sup>4</sup> <https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/e-forum/index.html> より動画 (前編は酒井首席エコノミストによる基調説明、後編は森信茂樹・東京財団政策研究所研究主幹との対談) を参照されたい。

<sup>5</sup> 酒井 (2024b) は、名目成長率が1.5%程度・長期金利が2%程度で推移する場合、国・地方の債務残高対GDP比を足元の水準 (2022年度で212%程度) に維持するためには国・地方のプライマリーバランスはGDP比で1%程度の黒字を続けることが必要になると試算している。金利上昇を見据えた場合、プライマリーバランスの黒字化はあくまで一里塚であり、重要なのははらひ費を含めた財政収支のコントロールであるという点は意識しておく必要がある。

[共同執筆者]

調査部	経済調査チーム	主席エコノミスト	<b>酒井才介</b>	saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	主席エコノミスト	<b>服部直樹</b>	naoki.hattori@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	主席エコノミスト	<b>河田皓史</b>	hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp
調査部	経済調査チーム	エコノミスト	<b>中信達彦</b>	tatsuhiko.nakanobu@mizuho-rt.co.jp

**【PR】YouTube<sup>®</sup>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](mailto: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。