

巻頭言

日本経済に金利上昇の備えはあるか

長期金利の上昇圧力が強まっている。今年3月のマイナス金利の解除時には10年物国債の利回りは0.7%台で大きな動きがなかったが、5月22日に1%の大台に乗せ、5月30日には一時1.1%台にまで上昇、異次元金融緩和開始（2013年4月）以降の最高水準に達した。この背景としては、日銀の国債買入れ額の縮小や政策金利の引き上げが想定よりも前倒しになるという観測が5月中下旬に強まったことが指摘できる。また、一時1ドル＝160円台まで進行した円安に歯止めを掛けるために日銀が動く可能性が取り沙汰されたことも金利の上昇に弾みをつけた。

多くのエコノミストは、好調なベースアップに加えて、岸田内閣による所得税減税などが可処分所得を下支えし、4～6月期には消費主導で景気がプラス成長に転じると予測している。そして、こうした見方が金利の先高感を強めている面もある。実際、日本経済研究センターのESPフォーキャスト調査（5月）の政策金利（無担保コールレート〔翌日物〕）の予測を見ると、最も回答が多かったのは、今年末が0.2～0.3%、来年末が0.7～0.8%だった。今後約1年半で政策金利が0.7ポイント引き上げられ、これに応じて長期金利も上昇するという見方だ。

こうした金利上昇の影響を探る前に、日本経済の回復度合いを確認すべく、コロナ禍前の18年度以降の実質GDP（実額）の推移を、18年度を100としてトレースしてみた。これによると、実質GDP全体の水準は23年度に100.7と、18年度の水準を僅かに上回ったが、内需の主要項目である個人消費と住宅投資の合算は97.6、設備投資は98.6と、ともに18年度の水準を下回っている（第1図）。一方輸出は106.8と大きく伸び、この間の日本経済が外需に支えられていたことを明確に示している。この点や個人消費が1～3月期まで4四半期連続で前期水準を下回ったことに着目すれば、コロナ禍からの内需の回復はまだまだ不十分で、成長力も弱いとみる方が適切ではないか。

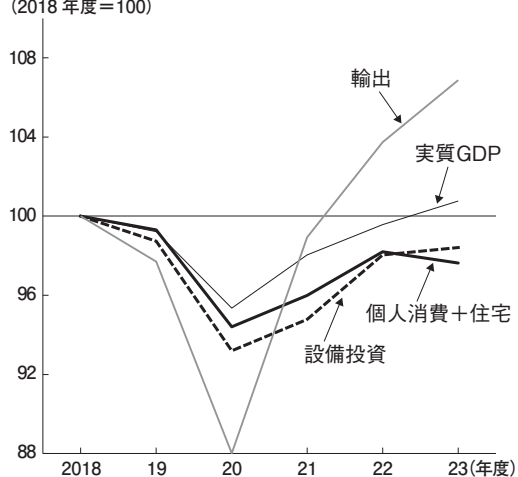
それでは金利上昇に対する企業や家計の備えはどうか。法人企業統計調査を見ると、企業については、19年3月末時点で38.3%だった純有利子負債比率（＝〔有利子負債－手元流動性〕÷自己資本）が、コロナ禍で一時42%を超えたが、

直近の24年3月末には37.8%に低下した。この水準は異次元緩和が開始される前の13年3月末（51.2%）よりも低く、企業の財務体質の改善に伴い、金利上昇に対する耐性が強まっていることが窺える。このため、日銀の「1990年代半ば以降の企業行動等に関するアンケート調査」（5月公表）によれば、物価と賃金がともに緩やかに上昇する状況が望ましいとする企業が約7割に達した。この結果は、金利の相応な上昇は許容し得るという考え方に結びつく。

一方家計は、物価上昇をネガティブに捉える傾向が一段と強まっている。例えば、5月29日に発表された消費動向調査によると、消費マインドを示す消費者態度指数（2人以上の世帯を対象）は、4月、5月と2ヵ月連続で前月比で低下し（第2図）、その基調判断も「改善に足踏みがみられる」に下方修正された。内訳を見ると、耐久消費財の買い時判断の悪化が目立つ。要は大きな買い物は控えようという発想が一段と強まっているということだ。消費の基調が弱い状況下で金利が上昇すれば、蓄えが不十分なローン利用者などに大きな影響を与える可能性がある。

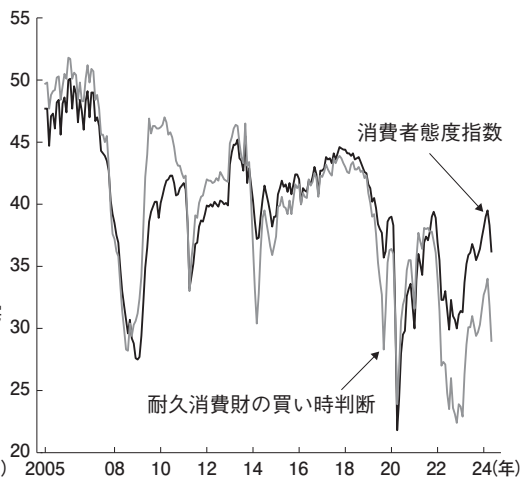
こうしてみると、日銀が超金融緩和からの正常化を目指すにあたっては、家計部門を中心に決して強いとは言えない日本経済に深刻な影響を与えないように、利上げのタイミングなどをしっかり見極める必要がある。市場に促された拙速な利上げが景気の腰折れや格差の拡大を招いてしまっては本末転倒だ。■

第1図：実質GDPの項目別推移
(2018年度=100)



(出所) 内閣府「国民経済計算」

第2図：消費者態度指数の推移



(出所) 内閣府「消費動向調査」