

金利上昇、何が起きるか

マーケットエッセンシャル 主筆 **前田 昌孝**



前田 昌孝（まえだ まさたか）
1957年生まれ、1979年東京大学教養学部教養学科卒、日本経済新聞社に入り、2022年1月末に嘱託定年で退職するまで記者、編集委員として主に証券分野の記事を執筆。この間、2010年から13年まで日本経済研究センターに出向。2022年2月に独立して新メディアを立ち上げ。

日銀が金融政策の正常化を模索するなかで、日本も長年続いた超低金利状態を脱する可能性が出てきている。ただ、それが国民生活にどんな影響を与えるかの議論になると、「住宅ローンの返済負担が重くなる」といった程度のことしか語られない。金利上昇のスピードや実体経済の強さ次第では、家計や財政、企業経営、金融システムにもっと深刻な影響が及ぶ恐れがある。多様なデータをもとに点検してみた。

〈変動金利型の住宅ローンの支払い額が膨らむ〉

変動金利の住宅ローンを借りている人の返済額が増えることは間違いない。この指摘に対し、「125%ルールがあるから何とかなる」との声も聞かれる。125%ルールとは5年ごとの返済額の見直しのときに、仮に金利が大きく上昇していても、変更後の返済額がそれまでの1.25

倍までしか増えないというルールだ。

月々の返済額が一気に1.5倍や2倍になったら、家計運営が成り立たないことに配慮して、このルールが盛り込まれている。しかし、本来の支払い額との差額を銀行がお付けしてくれるわけではない。差額には利息が付き、場合によっては返済期間を延ばすことによって調整されることになるのだ。

適用金利が高くなると、住宅ローンの返済額は相当な勢いで膨らんでいく。よく資産運用で利息が利息を生む複利効果の大きさが強調されることがあるが、住宅ローンの借り手は複利効果を楽しむのではなく、複利効果で雪だるまのような打撃を受ける側になるからだ。変動金利での計算は複雑になるため、固定金利のローンで考えてみよう。

図表1は35年間の固定金利で5,000万円を新規に借りた場合の月々の返済額と総返済額を示している。金利は0.5%から5%まで8段階で設定してみた。年利0.5%の固定金利ローンなどは存在していないと思われるが、0.5%の変動金利ローンを借りて35年間、金利が上昇しなかった場合の参考額と考えてほしい。

元利均等でボーナス時の増額なしという前提での試算だが、金利が0.5%ならば月々の返済額は12万9,792円になる。35年間の総返済額は5,451万円だ。ところが、金利が1.0%になると、月々の返済額は1万1,350円増えて14万1,142円になる。同様に2.0%になると16万5,631円、3.0%になると19万2,425円、4.0%になると22万1,387円、5.0%になると25万2,343円になる。

年利が5.0%だと、35年間の返済総額は1億598万円に膨らむ。利息の合計額が5,598万円と、借入額の5,000万円を上回るのである。経済が好調で企業業績も上向き、給与も大幅に増えるのならば、住宅ローンの返済負担が増えても家計の運営には支障がないだろうが、そんな好循環が起きるとは限らないから、住宅ローンの借り手にとって、金利上昇は脅威なのだ。

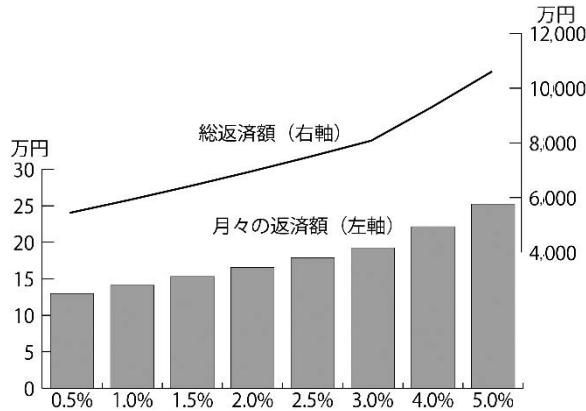
〈借り入れ過多企業の利払い負担が増える〉

企業の利払い負担も増える。上場企業のなかには企業が持つ現預金や、現金に簡単に換えられる短期有価証券の合計が、長短借入金、社債、リース債務などの有利子負債を上回る「ネットキャッシュ」の状態になっているところも多い。こうした企業は金利が上昇して利払い負担が膨らめば、借入金を返済してしまう可能性も大きい。

しかし、電力会社など多額の有利子負債を抱え、金利上昇が利払い負担の増加に直結する企業もある。図表2は銀行・証券・保険を除く東証プライム上場企業のうち、有利子負債の絶対額が多い20社と、有利子負債の総資産に占める割合が大きい20社を示している。

2024年3月期末の有利子負債額が36兆5,618億円と首位のトヨタ自動車は、現金及び現金同等物を9兆4,121億円保有している。ほかにも金融資産の保有が多いため、見掛けほどには借り入れ過多ではない。販売網や顧客に対する金融サービスの提供のための戦略的な借り入れという面も大きいから、金利上昇への耐性もありそうだ。

(図表1) 5,000万円借入時の金利別の返済額



(注) 35年間の固定金利ローンを元利均等で返済した場合。ボーナス時増額なし。諸経費は含まない
(出所) 筆者試算

(図表2) 有利子負債の多い企業

企業名 (略称)	有利子負債 (兆円)	総資産に占める割合 (%)	企業名 (略称)	総資産に占める割合 (%)	有利子負債 (兆円)
7203 トヨタ	36.6	40.6	8425 みずほリース	82.1	2.8
9984 S B G	16.2	34.6	8793 N E C キャビ	82.0	0.9
9432 N T T	10.7	36.2	8424 芙蓉リース	78.7	2.7
7267 ホンダ	10.2	34.1	8584 ジャックス	76.6	2.9
8593 三菱H C キャ	7.9	71.1	8585 オリコ	75.3	2.4
7201 日産自	7.8	39.3	8439 東京センチュ	73.7	4.8
9501 東電H D	6.5	44.9	8892 日本エスコン	73.5	0.3
9434 S B	6.3	40.7	9504 中国電	72.0	3.0
8591 オリックス	6.2	38.0	8566 リコーリース	71.4	0.9
8058 三菱商	5.7	24.2	8593 三菱H C キャ	71.1	7.9
4502 武田	4.8	32.1	3681 ブイキューブ	70.8	0.0
4755 楽天グループ	4.8	21.2	8253 クレセゾン	70.3	3.0
8031 三井物	4.8	28.3	5707 東邦鉛	69.9	0.1
8439 東京センチュ	4.8	73.7	5535 ミガロH D	66.9	0.0
9503 関西電	4.6	50.8	3319 G D O	66.4	0.0
9020 J R 東日本	4.6	46.8	9508 九州電	66.1	3.8
8801 三井不	4.6	48.1	9519 レノバ	65.9	0.3
8473 S B I	4.5	16.7	7172 J I A	65.9	0.1
8001 伊藤忠	4.4	30.3	9509 北海電	65.8	1.4
9022 J R 東海	4.4	43.9	9536 西部ガスH D	65.6	0.3

(注) 東証プライム上場企業（金融を除く）を対象に、直近本決算期の「有利子負債が多い企業」と「総資産に対する有利子負債割合が高い企業」の上位20社を掲載。有利子負債は長短借入金、社債、リース債務など
(出所) QUICK

しかし、例えば上から7番目に顔を出している東京電力ホールディングスは現預金の保有額が1兆2,425億円にとどまり、受取利息・配当金から支払利息を引いた金融収支は564

億円の支払い超過になっている。金利上昇に伴って支払利息が増え、経営の悪化要因になる可能性が大きい。他の電力会社も似たような状況ではないかと思われる。

〈伝統的銀行からの資金流出が起きる〉

金利上昇が個人マネーをどう動かすかは予想しにくい。インターネットが発達していなかった昔とは前提が異なるからだ。例えば、航空会社や鉄道会社、通信事業者などが銀行代理業の仕組みを使って、相次いで銀行業に乗り出している。それぞれの事業会社が展開するサービスが優遇利用できる特典付きだから、実利を求めて、伝統的銀行から預金を移す消費者も多いのではないかと。

メガバンクも地方銀行も小口預金者はオンライン取引に誘導しており、通帳を発行しないサービスが主流になってきている。あえて伝統的な銀行に預金を置いておく理由は乏しくなってきたともいえる。金利上昇局面を迎えると、これまで家計があまり関心を持たなかった利息収入への感度も高まるだろう。

ちょっとした金利やサービスの差が預金を動かす誘因になる一方で、伝統的銀行のリテール業務は富裕層への手厚いサービスで生き残りを図ることになるのではないかと。これはすでに証券業で起きていることだ。薄利多売のオンライン証券と、富裕層向けの対面営業証券とではすみ分けが進んでいる。銀行の店舗は一段と減少するのではないかと。

〈地方銀行が多額の評価損を抱える〉

金利上昇に伴い、銀行が保有する有価証券が多額の評価損を抱える可能性がある。メガバンクは保有する国債の残存年数が相対的に短く、金利上昇の影響を受けにくいというえに、削減中とはいえまだ大量の政策投資の株式を保有し、含み益を温存している。保有債券の含み損が多少膨らんでも、金利上昇が株式相場の急落でも招かない限り、大きな問題は起きないのではないかとと思われる。

問題は地銀や第二地銀といった地域銀行だ。図表3は総資産のうち、有価証券の占める割合が大きい20行（地銀持ち株会社を含む）である。銀行によって違いはあるが、地元有力上場企業が多い京都フィナンシャルグループを除くと、保有有価証券に占める株式のウェイトが高そうな銀行は見当たらない。

その一方で、主に地元自治体が発行する地方債を国債と同じ程度に保有している。20行の合計では地方債の保有額は6兆3,054億円と、国債の保有額5兆1,890億円を1兆円余り上回っている。東京証券取引所に上場している地銀・地銀持ち株会社59行の合計では地方

(図表3) 有価証券の割合が高い銀行

順位	銀行・銀行持ち株 会社名	有価証券 の割合	有価証券 合計	国債	地方債	社債	株式	その他の 証券
1	7184 富山第一銀	32.2	0.5088	0.0357	0.0131	0.0707	0.1476	0.2417
2	8392 大分銀	30.7	1.3966	0.2317	0.3025	0.2411	0.1166	0.5047
3	8341 七十七	29.3	3.0771	0.3858	0.7921	0.7183	0.2086	0.9723
4	8345 岩手銀	29.0	1.1395	0.1873	0.2791	0.3460	0.0508	0.2762
5	5844 京都FG	28.8	3.3366	0.4647	0.7059	0.6503	1.1347	0.3809
6	8344 山形銀	28.4	0.8938	0.1047	0.1669	0.1204	0.0327	0.4692
7	7327 第四北越FG	27.6	3.0720	0.5627	0.8065	0.1860	0.2225	1.2944
8	8387 四国銀	27.6	0.9122	0.1163	0.2457	0.1563	0.0519	0.3420
9	8388 阿波銀	26.8	1.0505	0.1571	0.1585	0.2708	0.1716	0.2925
10	8416 高知銀	26.2	0.2989	0.0089	0.0043	0.1999	0.0182	0.0676
11	7381 北国FHD	25.8	1.4885	0.2338	0.3715	0.1610	0.1375	0.5847
12	8359 八十二	24.6	3.6431	0.6602	0.4907	0.8380	0.7694	0.8848
13	5832 ちゅうぎんF	24.1	2.5964	0.6735	0.7160	0.3547	0.1667	0.6854
14	8713 フィデアHD	23.9	0.7329	0.1665	0.1685	0.1194	0.0244	0.2541
15	8360 山梨銀	23.3	1.0186	0.1412	0.2786	0.1378	0.0653	0.3957
16	8366 滋賀銀	23.3	1.8574	0.5382	0.2318	0.3009	0.3456	0.4409
17	8365 富山銀	23.2	0.1280	0.0198	0.0182	0.0406	0.0136	0.0359
18	8558 東和銀	23.2	0.5573	0.0496	0.1009	0.2444	0.0144	0.1479
19	8399 琉球銀	22.6	0.6922	0.4003	0.1715	0.0123	0.0047	0.1035
20	8343 秋田銀	22.6	0.8084	0.0509	0.2829	0.1139	0.0576	0.3031

(注) 単位%、兆円。2024年3月期末の総資産に占める有価証券の割合が高い地域銀行・銀行持ち株会社の上位20社を掲載。その他証券は外債や投資信託など
(出所) QUICKのデータをもとに筆者作成

債の保有額が18兆9,917億円と、国債の保有額17兆1,102億円を2兆円近く上回っている。

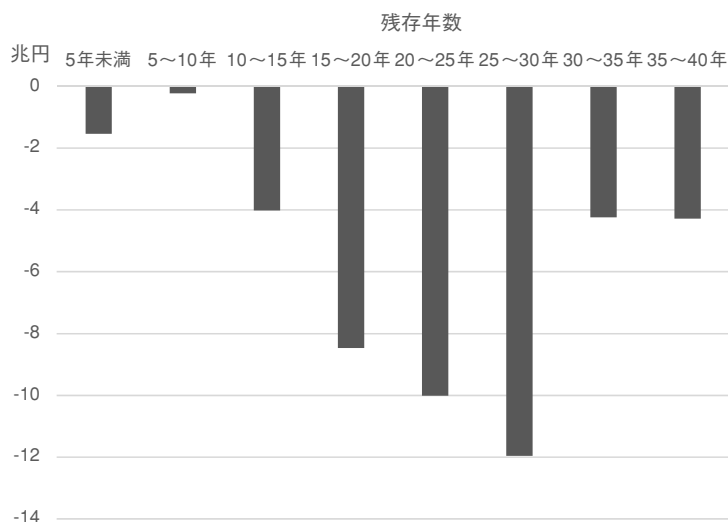
合計すると約36兆円である。大ざっぱな計算ではあるが、日銀が585兆円の国債を保有して約20兆円を含み損をかかえていることから類推すると、地域銀行が抱える含み損は1兆2,000億円程度にのぼるのではないだろうか。

本稿後段の試算が示す通り、金利が0.5%幅で上昇するたびに、日銀が国債で抱える含み損は15兆円ほど増えるから、地域銀行が国債・地方債で抱える含み損も9,000億円ほど増えるだろう。含み損の増加は純資産を減らす要因になるため、銀行によっては財務の健全性に対する懸念が広がる恐れもある。

〈生命保険会社が巨額の含み損を抱える〉

生命保険会社が保有する国債は、すでに巨額の含み損を抱えているが、金利上昇がさらに大きな打撃を招く可能性がある。財務省がホームページで公表している「国債の入札結果」をもとに計算すると、5月末までに発行してまだ満期償還されていない国債が7月12日現在で321本あり、その発行総額は978兆円となっている。

(図表4) 国債含み損の残存年数別内訳



(注) 7月12日現在

(出所) 財務省「国債の入札結果」、日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」をもとに筆者作成

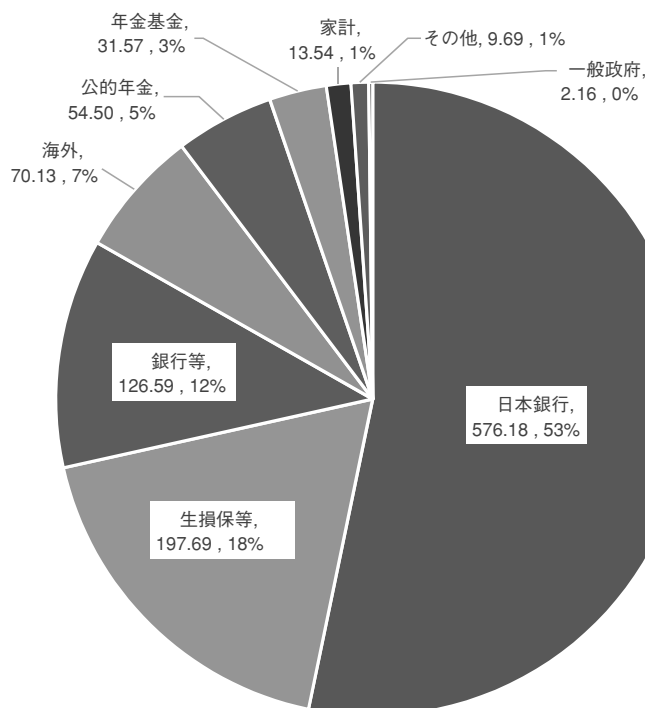
日本証券業協会が日々公表している公社債店頭売買参考統計値の平均値をもとに、個々の国債の流通価格と、入札時の発行価格との関係を調べると、流通価格が発行価格を上回っているのが136本、下回っているのが185本だ。2010年ごろまでに発行された国債はまだ表面利率が高かったため、このところの金利上昇にもかかわらず、まだオーバーパーを維持しているのである。

しかし、プラスの銘柄も上回る度合いは徐々に縮小している。プラス銘柄が温存している含み益の10兆5,554億円からマイナス銘柄が抱える含み損の55兆2,747億円を差し引くと、国債全体では44兆7,194億円の含み損状態であると試算できる。

図表4はその含み損が国債の残存年数別にどう分布しているかを示したものだ。残存25年以上30年未満の国債が抱える含み損が11兆9,580億円と最も大きく、次いで20年以上25年未満が10兆150億円、15年以上20年未満が8兆4,678億円となっている。金利の上昇幅が同じでも、残存期間が長い国債のほうが価格が大きく下落するからだ。

残存15年以上の国債が抱える含み損は38兆9,520億円に達している。発行された国債のうち、残存15年以上の国債の残高は238兆6,199億円だが、このうち日銀が保有しているのは22.9%に当たる54兆6,409億円にすぎない。77.1%は生命保険会社を中心に、日銀以外の投資家が保有しているのである。

(図表5) 国債の保有者別内訳



(注) 保有額の単位兆円
(出所) 財務省ホームページ

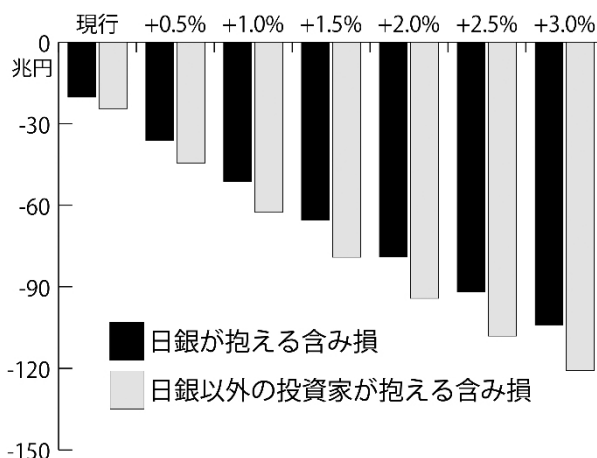
生命保険会社と損害保険会社は図表5に示す通り、国債の発行残高の18.3%に当たる197兆6,900億円を保有している。生命保険会社は残存20年を超える超長期国債の主要な買い手である。「責任準備金対応債券」として会計処理しているため、含み損は損益計算書にも貸借対照表にも記載されないが、巨額であることは間違いない。

〈日銀が実質債務超過に陥る〉

国債全体で発生している含み損が7月12日現在で44兆7,194億円と試算できることは前段の通りだ。日銀は10日ごとに「保有する国債の銘柄別残高」を公表しているが、7月10日時点で保有している国債323本（5月末までに発行された321本に6月に発行された2本を加えた）の7月12日現在の時価は566兆1,273億円となっている。

日銀がこれらの国債を入札時の発行価格で購入していれば、購入総額は579兆8,145億円になるから、日銀が抱える含み損は13兆6,872億円という計算になる。ただ、日銀は国債

(図表6) 今後の金利上昇幅と含み損



(注) 現行は7月12日現在の流通価格をもとにした試算。横軸は利回り曲線の上方シフト幅。すべての年限にわたって利回り曲線が同幅だけ上方シフトしたと仮定して含み損を試算

(出所) 財務省「国債の入札結果」、日銀「保有する国債の銘柄別残高」、日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」をもとに筆者作成

を一応、市場で購入しているため、7月10日付の営業毎旬に掲載されている簿価（購入価格を償却原価法で調整した金額）は585兆2,197億円である。

つまり、日銀が実際に抱えている含み損は19兆924億円という計算である。含み損の残りに当たる25兆6,270億円は日銀以外の投資家が抱えていることになる。図表6は日銀も日銀以外の投資家も国債の保有内容が7月10日時点から変わらないと仮定した場合に、金利上昇に伴って、含み損がどう膨らんでいくかを示している。物価連動国債以外の国債の利回りがすべて0.5%刻みで上昇していくとの前提を置いている。

金融市場の専門家のなかからは日銀が金利を引き上げても、その上限は現行水準よりも0.5%高い程度ではないかとの声も出ている。だから、利回り曲線が1.0%以上、上方にシフトするという仮定での試算は、大げさかもしれない。

ただ、国債の銘柄別保有状況が変わらないとの前提で考えると、日銀が抱える含み損の金額は上方シフト幅が0.5%で35兆円強、1.0%幅で50兆1,000億円、1.5%幅で64兆4,000億円、2.0%幅で77兆9,000億円、2.5%幅で90兆7,000億円、3.0%幅で102兆9,000億円という計算になる。

日銀の2023年度決算によると、3月末の自己資本は13兆5,658億円だった。また2010年12月から買い入れてきた上場投資信託（ETF）が温存している含み益は7月12日現在で

40兆円強と推定される。つまり、利回り曲線の上方シフト幅が1.0%程度までならば自己資本とETF含み益の合計額が国債の含み損を上回り、実質的な債務超過には転落しないが、1.5%以上になると、債務超過に陥る可能性が大きい。

そこまでの金利上昇は日銀が想定していないこととはいえ、ありうることとして視野に入れておいたほうがいいかもしれない。日銀が実質的な債務超過に陥っても、金融政策の運営には支障がないとの指摘もあるが、現実には何が起きるかの確証はない。少なくとも日本経済のショックに対する耐性が低下することは間違いない。

〈問題は日銀以外の投資家の含み損〉

日銀が実質的な債務超過に転落することよりも大きな問題は、日銀以外の投資家が抱える含み損の膨張だ。筆者の試算では利回り曲線の上方シフト幅が0.5%で45兆5,000億円、1.0%幅で63兆7,000億円、1.5%幅で80兆2,000億円、2.0%幅で95兆4,000億円、2.5%幅で109兆2,000億円、3.0%幅で121兆9,000億円になりそうだ。

このかなりの割合を生命保険会社が抱えることになる。会計区分が責任準備金対応債券だから、含み損は損益計算書にも貸借対照表にも反映されないといっても、これは流通価格の下落率が取得価格の50%以内にとどまっている場合だけだ、流通価格が買い値の半分以下になれば、減損処理をして、損益計算書に評価損を計上する必要がある。

価格が買い値の50%を割るなどということが実際にあるのかとの指摘もあるかもしれない。しかし、物価連動国債を除く312本の国債の流通価格を試算すると、利回り曲線の上方シフト幅が0.5%で2本、1.0%幅で4本、1.5%幅で17本、2.0%幅で25本、2.5%幅で38本、3.0%幅で48本が50円未満になる。

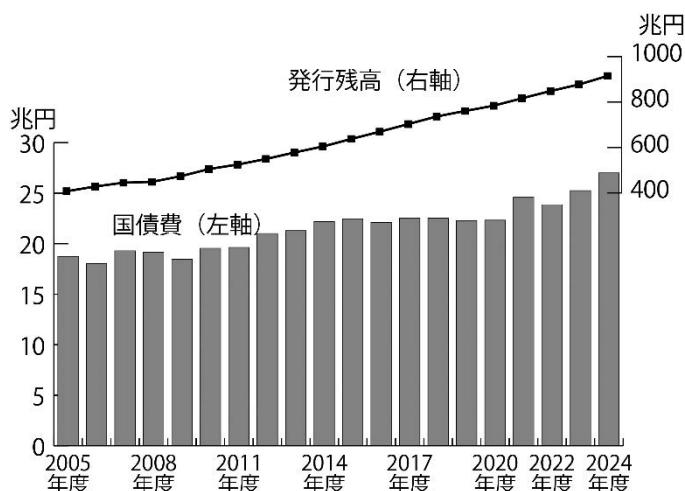
生命保険会社は保有している超長期国債を減損処理しなければならない事態を回避するため、下落率が50%以上になる前に損失覚悟で売却するかもしれない。その売りが改めて国債価格の押し下げ要因にならないとも限らない。

こうした局面では保険を解約する契約者が相次ぐ恐れもある。一種の金融システム不安と言ってもいいかもしれない。そこまでの金利上昇は日銀も想定していないだろうから、不安をあおるような議論は控えるが、超低金利状態があまりに長く続いた反動がどんなかたちで火を噴くかは予想しがたい。いろいろな頭の体操をしておいたほうがよさそうだ。

〈政府の予算編成が苦しくなる〉

金利が上昇すれば、もちろん政府の予算編成は苦しくなる。政府は国債を発行すれば、

(図表7) 国債発行残高と国債費



(注) 財投債を含む。2023年度と2024年度の国債費は当初予算ベース、2024年度末の国債発行残高は見込み
(出所) 財務省ホームページ

利息を支払うほか、元本を償還する必要がある。このほか国債の発行にはさまざまな事務経費が掛かるが、こうした支出は一般会計の歳出の部に「国債費」として計上されている。2005年度以降の国債費の推移は図表7の通りとなっている。

国債費はじわじわと増加し、2024年度の当初予算では27兆90億円が計上されているが、これは2005年度の決算額の18兆7,360億円に比べて44.2%多いだけである。国債の発行残高は2005年度末の407兆6,131億円から、2024年度末の見込み額の914兆6,872億円まで124.4%増(2.244倍)になったのに、国債費の増加は抑制されている。

国債の発行金利が年々低下し、発行額が増える割に、利払い負担が膨らまなかったためだ。利払い負担が大きく増加しなかったから、国債の大量発行が続けられたということでもある。

しかし、金利が上昇していけば、こんな都合のいい話は通用しなくなる。国債の大半は固定金利で発行されているため、金利が上昇したからといって直ちに利払い負担が急増するわけではない。満期を迎えて新しい国債の発行によって借り換えられるたびに、新しい金利が適用され、利払い負担がじわじわと増えていく。

今後も国債の発行残高が約1,000兆円で横ばいならば、金利が0.5%上昇するたびに、利払い負担は最終的に5兆円ずつ増える計算になる。政府は利払い負担の増加を抑えるため、表面利率が高い超長期国債の発行を減らして短中期債のウエートを高めるなどの工夫はす

るだろうが、それでもこれまでのような「魔法」は通用しなくなる。

2024年度の一般会計予算でみると、歳出総額112兆717億円のうち、国債費は24.1%を占めている。この割合が高まれば、どこか別の支出を減らすか、増税によって歳入を増やすしかない。一般会計歳出の33.7%に当たる37兆7,193億円は社会保障費に充てられているが、社会保障費の増加も抑制する必要があるから、おのずと社会保険料の引き上げも実施されるであろう。

〈住宅や自動車が売れなくなる〉

これまで金利上昇が及ぼすマイナス面を中心に検討を加えてきたが、日本経済全体へのプラスマイナスはもっと多角的に議論する必要がある。そもそも利上げは通貨の番人である中央銀行が実施するもので、本来の目的はインフレの抑制である。景気が過熱し、インフレが加速する懸念があるから、利上げを実施し、景気の過熱を抑えて物価を鎮静化しようというのである。

だから自然と景気にはマイナスの影響がある。利払い負担の大きさを考えて住宅ローンや自動車ローンを利用する人が減るという面もあるし、住宅や自動車の購入費用を融資する金融機関も信用力が不十分な借り手へのローンの提供には慎重になるだろう。国債費の増加を補うための増税や社会保険料の引き上げも、個人消費の抑制要因になり、景気にはマイナスだ。

しかし、日銀が実施しようとしている利上げは、過熱している景気を腰折れさせてインフレを抑制することが目的のようには思えない。物価が上昇しているといっても、その理由は好景気で需要が増えているからではなく、円安に伴う輸入物価の上昇や人手不足によるコストアップが主因と思われるからだ。

利上げの有無に関心を持たれているが、やろうとしているのは「超低金利政策」を「低金利政策」に修正する程度ではないだろうか。景気を浮揚させ、日本経済が再びデフレに転落するリスクの芽を摘むことが主眼ではないかと思われる。国民からの批判を招きやすい円安の過度な進行を防ぐことも念頭に置いているようだ。

経済は生き物だから、日本経済が日銀のシナリオ通りの軌道に乗る保証はないが、日銀が住宅や自動車の売れ行きを悪化させようなどと意図しているとは考えにくい。そのシナリオが崩れるとすれば、何らかのショックに巻き込まれたり、日本経済がインフレがインフレを呼ぶ悪性インフレに陥ったりする場合ではないだろうか。

(図表 8) 主要 7 カ国の国債格付けの推移

	米国	英国	フランス	イタリア	ドイツ	カナダ	日本
現在	AA+	AA	AA	BBB	AAA	AAA	A+
2017/10/27				BBB			
2016/6/27		AA					
2015/9/16							A+
2014/12/5				BBB-			
2013/11/8			AA				
2013/7/9				BBB			
2012/1/13			AA+	BBB+			
2011/9/19				A			
2011/8/5	AA+						
2011/1/27							AA-
2007/4/23							AA
2006/10/19				A+			
2004/7/7				AA-			
2002/4/15							AA-
2001/11/27							AA
2001/2/22							AA+
2000年時点	AAA	AAA	AAA	AA	AAA	AAA	AAA

(注) S&P グローバル・レーティングの格付けに基づく

〈国債の格付けが引き下げられる〉

金利上昇が引き金を引くかどうかはともかくとして、日本経済の先行きが危ぶまれれば、国債の格付けが一段と引き下げられる可能性がある。図表 8 は米大手格付け会社 S&P グローバル・レーティングによる主要 7 カ国の国債の格付けの推移を示したものだ。日本はずっと最上位のトリプル A だったが、2001 年 2 月 22 日に 1 ノッチ下のダブル A プラスに変更され、その後、1 回の格上げを含む 5 回の格付け変更を経て、2015 年 9 月 16 日からシングル A プラスになっている。

主要 7 カ国ではトリプル B まで引き下げられたイタリアに次いで低い。ドイツやカナダがずっとトリプル A を維持していることと比較すると、日本経済がいろいろな角度から考えて、うまくいっていないため、国債の元利償還の確実性に関して、若干の疑問が起きていることを象徴している。

日本国債に対する他の大手格付け会社の評価も、ムーディーズ・インベスターズ・サービスは 2014 年 12 月 1 日に Aa3 (ダブル B マイナスに相当) から A1 (シングル A プラスに相当) に引き下げ、今日に至っている。フィッチ・レーティングスの評価はもっと厳しい。2015 年 4 月 27 日にシングル A プラスからシングル A に引き下げ、さらに 2016 年 6 月 13 日にはシングル A に据え置いたまま、今後の格付け見通しを「安定的」から「弱含み」に変更した。

債券の格付けは一般にトリプル B 級、つまり、トリプル B マイナスまでが投資適格とされ、

ダブルB級になると、投機的グレードに分類される。世界には安全重視の投資家もいれば、利回り重視の投資家もいるため、投機的グレードに落ちれば誰も買わなくなるというわけではないが、年金基金など元本償還の安全性を重視する投資家は一般に投資適格債券以外は組み入れない。

トリプルB級の債券だと、もう一段、格付けが引き下げられれば、投機的グレードに落ちかねないため、シングルA級の債券までしか買わないという投資家も多い。つまり、日本の国債は世界の年金基金などの投資対象としては、もう信用度がぎりぎりに近いのである。

かつては国債の格付けはその国に本社を置く企業が発行する社債の格付けの上限とされていた。カントリー・シーリングと呼ばれている。現在は当該企業の信用度によっては、社債の格付けが国債格付けを上回るケースもあるが、それでも国債格付けの引き下げは社債全体の格付けに大きな影響を与えている。

狭い道ではあるが、日銀の金融政策が日本経済の混乱を招かないことは、日本の国債や社債に対する信用度を維持するために極めて重要なことである。

〈株価や地価が下がるか〉

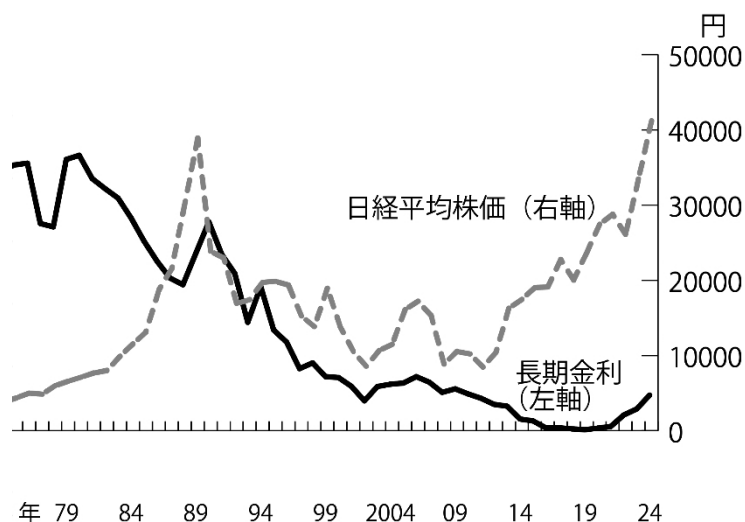
最後に金利上昇が株価や地価に与える影響を考察しておきたい。理屈で考えれば、金利上昇は企業の利払い負担の増加につながり、企業業績を悪化させるため、株価の押し下げ要因になりそうに思える。投資資金も預金や債券の購入で安定した金利収入がえられるのならば、あえて株式などの価格変動商品を買わなくてもいいと判断されるケースが増えそうだ。

不動産価格も住宅ローンの利払い負担が増えれば、住宅を買いにくくなるため、引き下げ圧力が働くだらう。不動産会社の資金繰りも悪化するとみられるため、銀行は不動産会社への融資に慎重になり、不動産会社は土地などを仕込みにくくなりそうだ。

とはいえ、現実の経済は理屈通りに動いているわけではない。図表9は1974年にさかのぼり、日本の長期金利と日経平均株価がどう推移してきたかを示している。超長期で見れば、1980年代後半のバブル期を除き、金利は低下基調をたどり、日経平均は上昇基調をたどってきたから、逆に金利が上がれば、日経平均が下がりそうにも思える。

しかし、この50年間で1年ずつに区切ってみると、金利が上昇した19カ年のうち、日経平均が下落したのは1990年、1998年、2022年の3カ年にすぎず、残りの16カ年は日経平均も上昇した。金利上昇を直ちに株安要因だと考えないほうがいいことを示している。

(図表9) 長期金利と日経平均



(注) 年末 (2024年は7月12日)

(出所) 財務省「国債金利情報」、日本経済新聞社

金利が低下した31カ年をみると、日経平均が上昇したのは18カ年を数えているが、13カ年は日経平均も下落した。金利低下が株高に結びつく可能性はさほど高くないのである。

金利と株価との関係が理屈通りでないのは、金利水準自体が経済の体温を示す側面があるからだ。金利が高いときは景気がよく、株価が上がりやすい、金利が低いときは景気が悪く、株価が下がりやすいと考えることもできる。

実際、米国では2022年以降、政策金利が大幅に引き上げられてきたのに、S&P500などの株価指数は一進一退を繰り返しながらも結果的に上昇し、2024年7月には過去最高値圏で推移している。

どんなスピードで金利が上昇するかにもよるが、金利上昇は必ずしも株価の押し下げ要因ではない。経済にマイナスだと決まっているわけでもない。株式バブルの崩壊を招くこともあれば、企業の新陳代謝を促すこともある。金利や株価の変化が何を反映しているのか、慎重に見極めることが重要だ。

