

金融市場

Point of View～エコノミストの見方～

利上げをしても引き締まらない～長期固定金利貸出の増加でラグが長期化？～

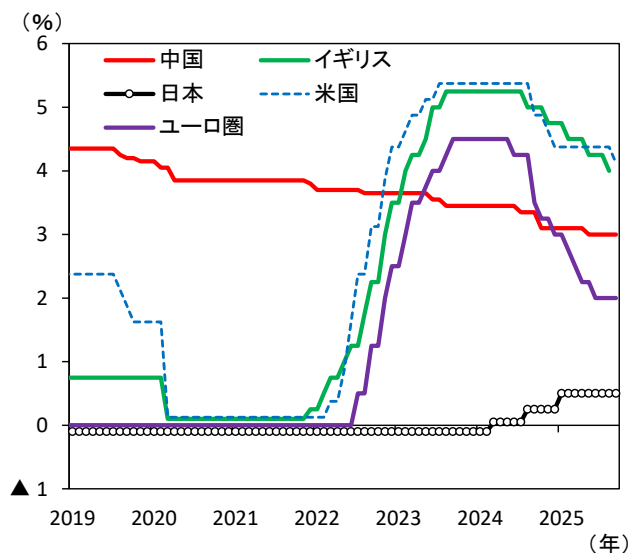
主任研究員 飯田 馨 Tel:026-224-0508 Mail:kaoru.iida@neri.or.jp

1. 正常化を進めても低下する実質金利

■ 昨年以來、日銀は金融政策の正常化を段階的に進めてきており、主要国が利下げに転じる中でも、日銀はマイナス金利の解除を含めると累計で3回の利上げを行っている(図表1)。他方で、食料品価格の高騰を主因に、2%のインフレ目標を上回るインフレ率が続いているため、図表2に示すとおり、金融政策を正常化しているにも拘らず、実質政策金利はむしろ低位横ばいという状況にある。この点は、日銀の声明文にあるとおり、実質金利がマイナス圏にある中での利上げは、コストプッシュインフレであっても「金融緩和の度合いを調整していく」という現在の金融正常化プロセスのロジックとなっている。つまり、現在の利上げは、金融引き締めではなく、(景気や物価動向を睨みつつ)行き過ぎた緩和度合いを調整するものと換言できる。

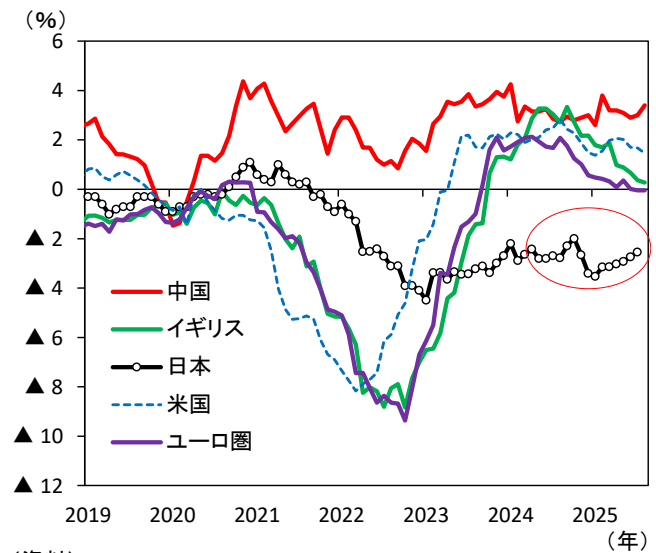
一方、インフレの長期化による消費者マインドの悪化や、不動産価格の上昇といったバブル的な兆候など金融不均衡の拡大を警戒する指摘も散見され、早期の追加利上げを主張する背景の1つとなっている。

(図表1) 主要国の政策金利



(資料) BIS

(図表2) 主要国の実質政策金利



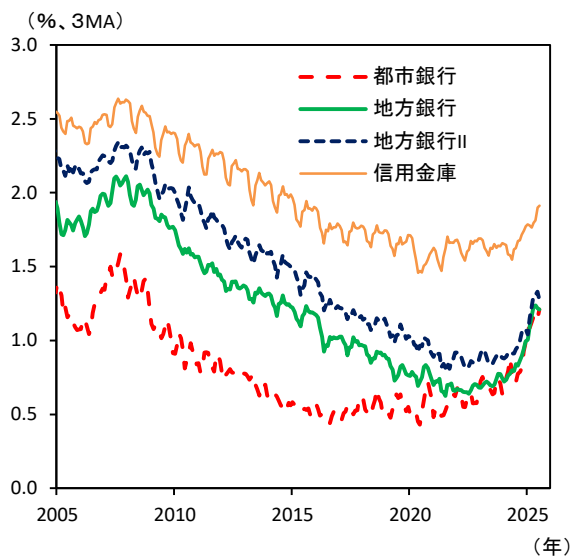
(資料) BIS

2. 金融機関の貸出金利は上昇しているか

■ 利上げによる実体経済への影響の経路として、金融機関の貸出金利の上昇により、企業や家計の支出を抑制方向に導くのが代表的であろう。図表3で、業態別の新規実行時の貸出約定平均金利の推移をみると、各業態とも金融正常化の流れの中で着実に上昇してきていることが分かる。この間、中小企業向けの貸出で多く利用される基準金利・プライムレート(最優遇金利)も政策金利の引き上げとともに上昇傾向にあり、一見すると着実に金融緩和度合いの調整が進んでいるようにも見える(図表4)。もっとも、果たして本当にそう言えるのだろうか。

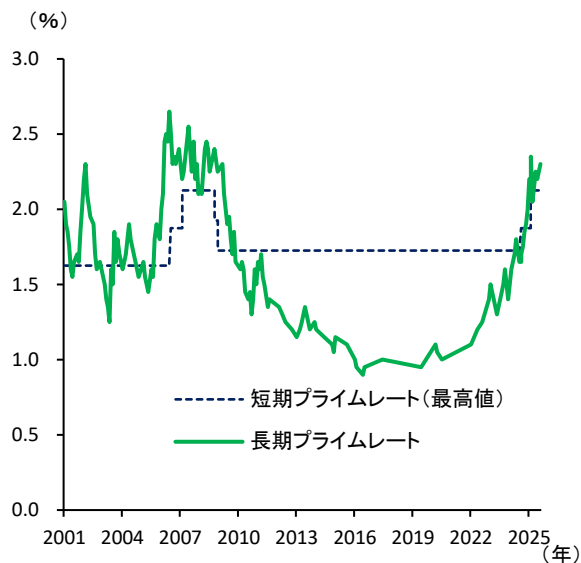


(図表 3) 貸出約定平均金利(新規)



(資料) 日本銀行

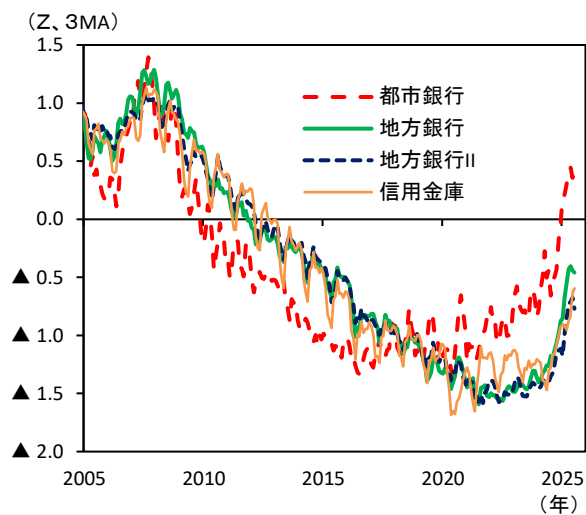
(図表 4) プライムレート



(資料) 日本銀行

■ 例えば、図表5は、業態毎の基準を揃えるため図表3を標準化したものである。これをみると、都市銀行（以下、都銀）の金利が大幅に上昇しており、都銀では市場金利連動貸出の割合が高いことが背景にあると考えられる（参考内の大手行）。次いで、地方銀行（以下、地銀）、信用金庫（以下、信金）、第二地方銀行（以下、地Ⅱ）の順で約定平均金利が上昇している。そして水準をみると、過去の低金利環境に影響されてか、2007年に政策金利が0.5%まで上昇した局面と比較すると、各業態とも貸出金利の水準はなお低い。

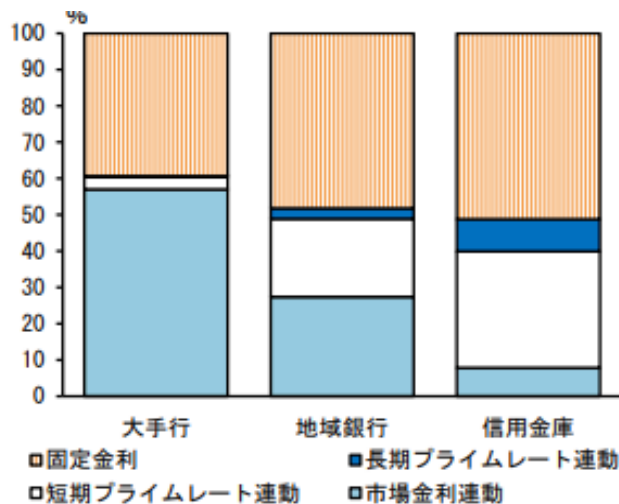
(図表 5) 標準化後の約定平均金利(新規)



(資料) 日本銀行

(注) 1998～2025年のデータを用いて標準化

(参考) 法人向け貸出における金利形態別構成比



(注) 2024年3月末時点。

(資料) 日本銀行

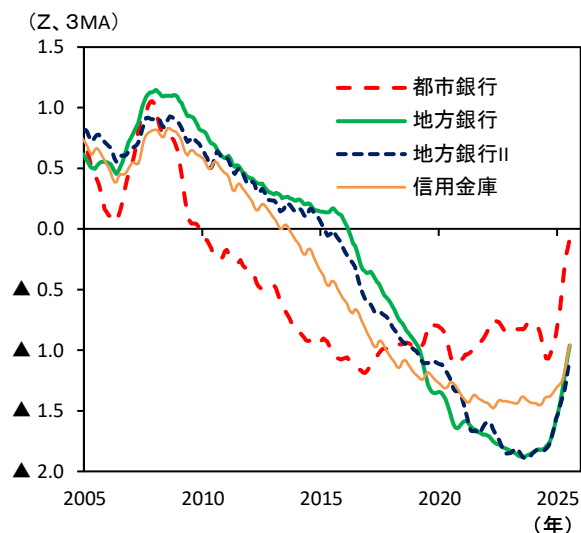
(資料) 日本銀行「金融システムレポート 2024年10月号」より抜粋

■ また、図表6で短期貸出金のストック金利(残高全体の平均金利)をみると、都銀は10年頃の水準まで上昇してきている一方、その他の地域金融機関では19年頃の水準に戻った程度である。この間、地域金融機関の中でも、地銀および地Ⅱに比べると信金の上昇幅は限定的である。

そうした動きがより顕著に出ているのが当座貸越である(図表7)。当座貸越の基準金利は、都銀や地銀ではTiborなど市場金利に連動するスプレッド貸出である場合が多く、市場金利の変動に合わせて金利が着

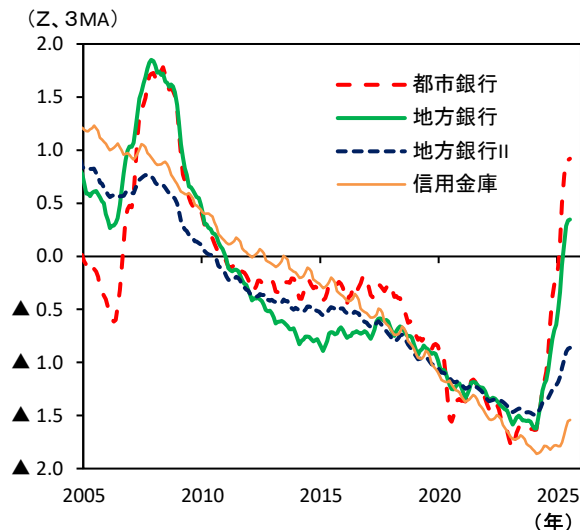
実に上昇している。他方で、信金では、信金中金の短期プライムレート連動貸出が多いためか、相対的に脆弱な財務体質の先が多い中で金利の引き上げを交渉する必要があるため、貸出金利をなかなか引き上げられない状況が示唆される。

(図表 6) 標準化後の約定平均金利(短期・ストック)



(資料) 日本銀行
(注) 1998～2025年のデータを用いて標準化

(図表 7) 標準化後の約定平均金利(当座貸越)

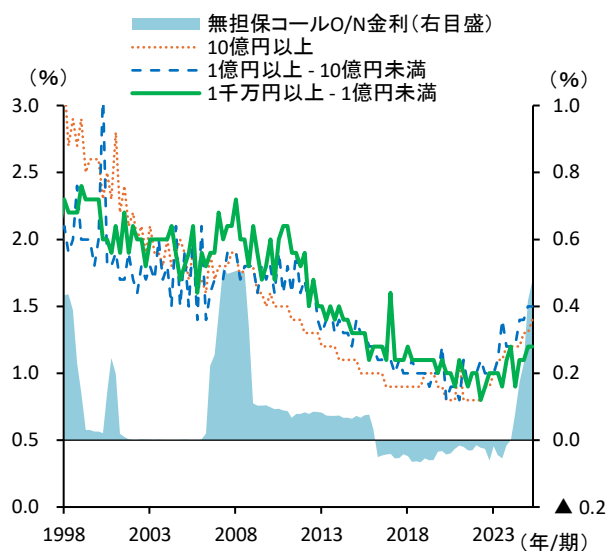


(資料) 日本銀行
(注) 1998～2025年のデータを用いて標準化

3. 企業財務からみた借入金利子率

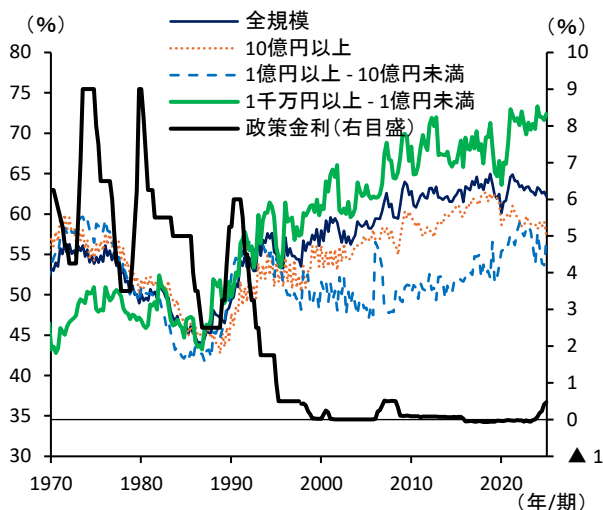
■ こうした状況は、企業側からも確認できる。図表8は、財務省の法人企業統計季報を用いて、企業規模別の借入金利子率を示したものである。これをみると、資本金1億円以上および資本金10億円以上の企業では、足もとの借入金利子率は11～12年頃の水準まで上昇している一方、1千万以上1億円未満という中小企業では18年頃の水準に止まっている。この背景には、これまでの長期化した低金利環境を受けて、中小企業貸出において長期の固定金利貸出の割合が高くなったことなどが背景にあると考えられる(図表9)。

(図表 8) 借入金利子率・企業規模別



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行

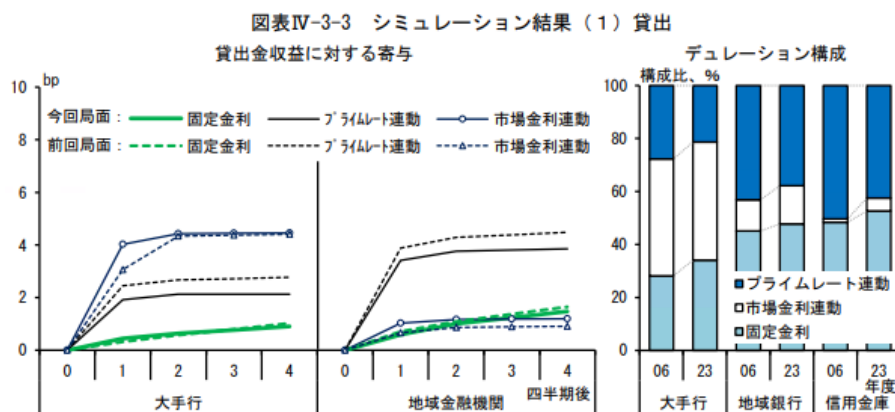
(図表 9) 借入金に占める長期借入金の割合



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行
(注) 政策金利は1997年以前は公定歩合、それ以降は無担保コールレートオーバーナイト物を四半期化

■ この点は、過去の大規模緩和時の金融システムレポートでも、「貸出期間のより長い固定金利貸出ヘシフトする動きも進行している」などの指摘¹がみられるほか、「金融政策の多角的レビュー」の第1回ワークショップ資料「低金利環境下における金融機関のリスクテイク行動」内でも、「企業は、長期金利が低下した機会を捉えて、長期固定金利の安定資金を確保し、借換リスクを抑制」と指摘しており、金融機関は低金利環境下で長期固定金利という形でリスクを抱えた状態にある。このため、一転して利上げ局面に入ると、プライムレート連動や固定金利貸出の割合が大きい地域金融機関ほど、貸出金収益の改善が遅れる課題を抱えており(図表 10)、預金利息の増加という調達コスト側の課題も踏まえると、厳しい収益環境にあることが想定される。

(図表 10) 貸出の利回りシミュレーション



(注) 1. 左図は、基準時点(横軸のゼロ時点)からの貸出金収益率(対貸出残高比率)の変化を商品別に表示。
基準時点は、「前回局面」が2006年度末、「今回局面」が2023年9月末。

2. 右図は残高構成比。2006年度末と2023年9月末との比較。

(資料) 日本銀行「金融システムレポート2024年4月号」より抜粋

4. 最後に

■ 今次の金融政策の正常化局面では、久方振りに短期金利は0.5%まで上昇しているものの、実質GDP成長率や設備投資動向などをみると、日本経済は底堅い動きが続いている。ただし、上述の通り、低金利環境が長期化した影響から、短期金利の変化に対して実体経済の感応度が低下している可能性はないだろうか。少なくとも、中小企業においては、顕著に利払い負担が増加しているようには窺われず、この分の負担は、今のところ地域金融機関を中心に金利リスクという形で内包されているようにみえる。今後、過去の低利融資の借換のタイミングで倒産の増加なども考えられるため、利上げによる実体経済への波及効果は従来よりもさらにラグを伴って発現するとみるべきだろう。

以上

【Disclaimer】

本資料は、情報提供を目的として作成したもので、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく書類ではありません。当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当研究所は責任を負いません。当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料は執筆者が信ずるに足ると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。当資料の内容に関する一切の権利は当研究所にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。本資料で示された意見は執筆者に属し、必ずしも当研究所およびグループ会社の見解を示すものではありません。

¹ 例えば、日本銀行「金融システムレポート2016年10月号」P22など。