

## 金融市场

Point of View～エコノミストの見方～

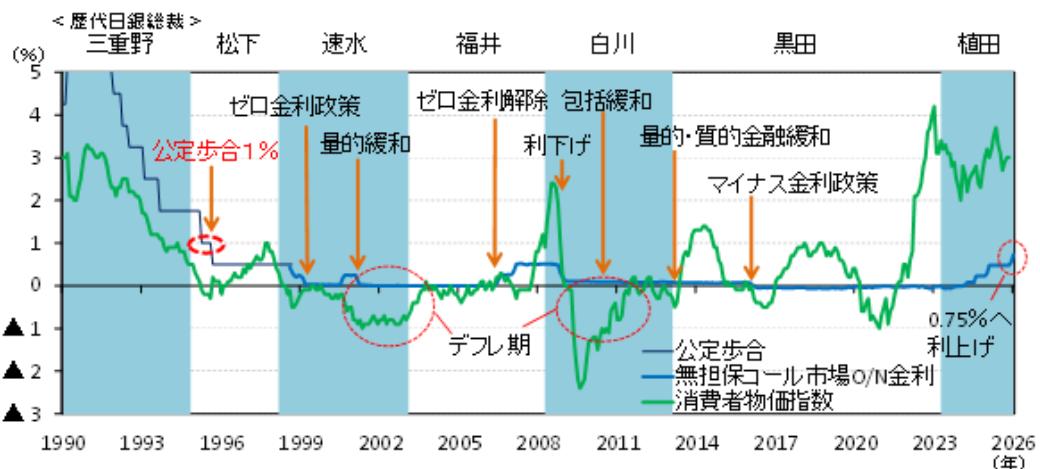
30年ぶり政策金利0.75%も…～企業は『金利ショック』を50bps分先送り～

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

## 1. 政策金利は30年ぶりに0.75%へ

■ 日本銀行は、昨年12月の金融政策決定会合(以下、MPM)において、政策金利を0.75パーセントへ引き上げた。長らく超えられなかつた“0.5%の壁”を突破し、0.75%という水準は1995年以来、30年ぶりである(図表1)。もっとも、それでも政策金利からインフレ率を差し引いた実質政策金利は記録的なマイナス水準にあり、日銀が説明する通り、緩和的な金融環境が続いている。

(図表1) 金融政策の変遷と消費者物価の動き



(資料)日本銀行、総務省、内閣府

(注)消費者物価指数は生鮮食品を除く総合(1991～2020年は消費税調整済指数)。シャドー・白抜きは上段記載の総裁在任期間

■ 植田総裁の記者会見の内容は、既に過ぎた話題であるため詳細は割愛するが、MPM直前にリリースした拙コラム<sup>1</sup>に関連する部分を中心に掘り下げたい。まず、注目されていた中立金利だが、植田総裁からは新たなインフォメーションやメッセージはなく、利上げ後の「経済・金融環境・物価の反応をよく見て判断する」にとどめた。その代わり、今回の記者会見で個人的に注目したのが、経済の点検項目として言及された「貸出動向」である。この点について植田総裁は、「利上げの経済への影響をみる際に金融環境に与えている影響をみたい～中略～金融機関の貸出態度とか、企業からみた資金のアベイラビリティとか、あるいはややすれますけれども企業の倒産動向とか、様々な高頻度のデータが金融環境周りで手に入ります。それと金融市场の様々な変数もみて、金融環境にどう影響を与えているかということはチェックしていきたい」(原文ママ)とコメントしており、かねてより拙コラムで指摘してきた通り、この点は今後の金融政策を展望する上で注目点となりそうである。

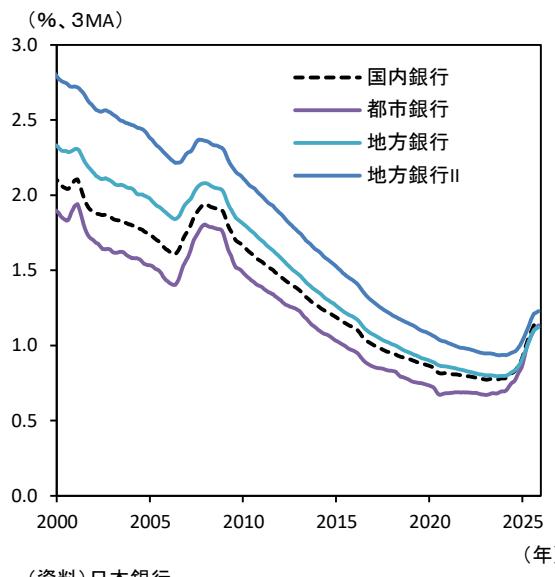
## 2. 政策発現ラグの長期化で潜在的な金利上昇圧力

■ 日銀は着実に利上げを進めてきているものの、これまでの長期にわたる大規模緩和の影響などもあり、金融機関が貸し出す際の平均金利である貸出約定平均金利は過去に比べてもかなり低位にとどまっている(図表2)。ここで、貸出金の動向をさらに子細にみるため、貸出約定平均金利を算出する際のバックグラウンドにあたる利率別貸出金をみると、利上げに合わせて利率1%未満の貸出金残高が急減する一方で、同1～2%の残高が急速に増加していることが分かる(図表3)。金融機関は、利上げに伴う調達コストの増加

<sup>1</sup> 「金融市场：12月短観から今後の金融政策を見通すポイントを考える」(2025年12月19日付)

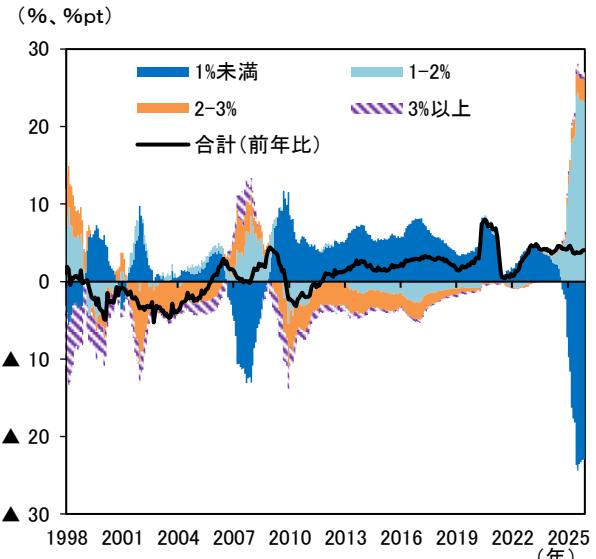
に対応する必要があるため、貸出金利の上昇は自然な動きである。しかし、今回の変化のスピードは過去の利上げ局面と比較しても異例である。

(図表2) 貸出約定平均金利(ストック・総合)



(資料)日本銀行

(図表3) 貸出金残高・利率別前年比寄与度



(資料)日本銀行「利率別貸出金」

## ■ この異例の動きの背景を探るため、貸出金残高の利率別構成比の分布を確認していく。図表4は、

①前回利上げ局面(07年12月<sup>2</sup>:政策金利0.5%)と、②マイナス金利解除前の24年2月、③当該統計の最新値(25年11月<sup>3</sup>:同0.5%)を3時点比較したものである。マイナス金利政策が解除される直前の24年2月時点では、貸出金の7割以上が金利1%未満の水準にあったことが分かる。こうした下で、この間に複数回の利上げが実施されてきたため、図表3における急激な変化は大規模金融緩和期に根雪のように積みあがった過去の低利融資が急速に減少している動きを反映しているのである。

## ■ しかしながら、それでもなお足元では貸出金の半数程度が金利1%未満に止まっているほか、昨年

12月MPMで決定された新たな政策金利水準(0.75%)を下回る貸出金がまだ約2割も残存している(無論、交付税特会向け融資やコロナ禍の低利融資等の影響も考えられよう)。

利率の分布を俯瞰しても、07年当時と比べると1%前後に集中している。この結果、貸出金の金利は、この間の累次に亘る利上げにも関わらず、短期金利上昇による金利上昇圧力をまだ完全に顕現化させていないと言える。実際、足元の貸出残高を基に07年12月当時の利率別構成比を用いて貸出約定平均金利を試算すると1.70%との結果を得た。国内銀行の最新の貸出約定平均金利(ストック)が1.16%であることを踏ま

<sup>2</sup> 前回利上げ局面において、07年12月は0.25%から0.5%への利上げが決まった2月のMPMから10か月後あたり、今次局面と時間軸を合わせている

<sup>3</sup> 政策金利が0.5%から0.75%への利上げが決まった25年12月MPM直前の姿である

えると、既往のストック効果や企業経営に配慮した緩やかな金利引き上げ交渉などにより、実に 50bps 以上も金利水準が抑制されている計算となる。これは、言い換えれば利上げによる実体経済への影響はまだ表面上の数字よりも限定的で、特に金利上昇の影響が懸念される中小企業経営へのダメージは金融機関収益が緩衝材となる形で抑制されていると考えられる。

こうした中での 0.75%への利上げである。0.25%から 0.5%への利上げですら貸出金利はその変化に追いついていない下で、短期金利だけが一段と上昇する構図となっている。今後は、一部の中小金融機関の収益や借入依存度が高い中小企業の財務面に対して、金利上昇のプレッシャーがより強まるだろう。

### 3. まとめ

■ 1. で言及した植田総裁の発言の背景には、上記のような課題があると考えられる。特に、足元で企業の倒産件数が増加していることや、中小の地域金融機関における債券含み損や逆ザヤリスク(運用利回り—調達コスト)なども踏まえると、早いペースでの利上げは避けたいと考えるのが自然である。このため、今後は従来以上に慎重なペースでの利上げを行うと考えられるが、そのスタンスを変更せざるを得なくなるのが為替円安の進行である。この点、これまで日銀は金利を低位に抑えることで企業の利払い負担を抑える代わりに、結果として為替円安を許容してきたと換言できる。今後、円安阻止のための利上げが続けば、企業は原材料コストの増加を免れる代わりに利払い負担の増加と言う形で負担を余儀なくされることになる。企業は、為替円安による原材料コスト増加か、利上げによる利払い負担増加か、いずれの局面においてもコスト上昇に耐えうる付加価値の創出を追求し続ける必要がある。これこそが、インフレ環境下での企業経営の本質であろう。

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す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。