

2014. 10 No.30

三井住友信託銀行

# 調査月報



SUMITOMO MITSUI  
TRUST BANK

## 時論

企業家精神の掘り起こしとコーポレートガバナンス..... 1

## 経済の動き

低すぎる米国長期金利の謎再考..... 3

異次元緩和の縮小が家計に与える影響..... 10

## 時論

### 企業家精神の掘り起こしとコーポレートガバナンス

消費税率引き上げ前の駆け込み需要の反動減により、4-6月期の実質 GDP 成長率は季調済前期比 ▲7.1%と大幅な落ち込みになった。家計調査や百貨店売上高といった個人消費関連指標や生産指数の持ち直しも期待されたほどではなく、輸出も依然として目立った伸びを見せず、先行きについては不透明感がやや高まっている。

しかし景気のコアである企業収益の増益基調が損なわれない限りは、出遅れ気味だった設備投資にも動意が現れ、内需の好循環が頓挫することはないであろう。

2014年3月期決算、2014年4-6月期決算、2015年3月期予想を見ると、輸出企業を潤した円安進行が頭打ちになっても(足元では再び進みつつあるが)、企業収益は底堅い。

株価が5月中旬以降、一本調子とはいかないまでも概ね上昇トレンドを辿っていることはその表れであろうし、筆者が担当している貸出先の行内格付において、格上げ先が明らかに増加していることから実感できる。銀行の行内格付は、基本的には貸出先の債務償還能力を評価し、デフォルトからの距離を数字ないし記号で表すものである。将来の成長性を積極的に織り込む株価とは若干、視点を異にするが、企業収益が回復・拡大すれば返済原資たるキャッシュフロー創出力ひいては債務償還能力も高まるので、格付が上がるのは当然である。

企業収益の増加は目先の経費削減のみに頼ったものではない。為替円安、財政出動という追い風があったにせよ、事業構造の見直しや設備・人員の再配置によって損益分岐点を引き下げ、限界利益率が高まったところに実際に売上高が増えたので、利益も拡大するという「増収増益」の姿である。

しかしその中身をつぶさに見ると、利益が拡大する中であっても、①有利子負債を減らし続ける、②高水準の現預金をさらに積み増す、③有形固定資産、投資その他資産、減価償却費が増えていない、すなわち設備投資や M&A を積極的に行っていない、④配当や役員賞与等社外流出を抑え気味にする—という防衛的な行動を取る企業が依然として多いように見える。こうした行動が債務償還能力ひいては行内格付を高めることにつながっており、レンダーの立場から見れば安心感はあるものの、果たしてこれで良いのかとの思いは禁じえない。

有利子負債を増やし、設備投資や M&A を積極的に行い、有形固定資産も売上債権も棚卸資産も総資産も増え、現預金は一定の水準を維持しながらも総資産に占める比率は着実に低下し、減価償却費と最終利益の拡大によって債務返済原資となるキャッシュフローは一段と増加し、このため配当等社外流出と有利子負債が増えても債務償還能力は上昇する(=格付が上がる)—というグローバル競争を勝ち抜くに対応しい姿を財務面で体現している先は限られたものに止まっている。

企業収益が内需の好循環ひいては持続的成長の起点となるのか、日本企業は成長戦略・規制改革を奇貨と捉え、グローバルな競争力を取り戻すことができるのか、いささか心許ない。

こうした懸念や問題意識は以前から存在したからこそ、成長戦略と平仄を合わせて、「日本版スチュワ

ードシップ・コード」「日本再興戦略」「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～(いわゆる伊藤レポート)」において、コーポレートガバナンスの強化、投資家と企業との建設的な対話(エンゲージメント)、資本効率の上昇を通じた企業価値の向上や持続的成長が繰り返し強調されるようになった。マクロ的観点からの診断とマイクロレベルの課題を結びつけた、一応、整合的な建付けと言えよう。

だが上述したように、増益基調の中にあっても日本企業がなお防衛的かつ慎重な行動に止まっている現状を鑑みると、真に必要なことは、海外のみならず、縮小均衡に向かいそうな国内においても、フロンティアや新市場を開拓し、アライアンスを仕掛け、投資機会を見出し、今日の経済社会問題を解決する革新的な製品・サービス開発を通じて企業創業の理念やミッションを実現する(これこそが真の企業価値というものであろう)企業家精神を掘り起こすこと、それを体現できる企業家を輩出することではなかろうか。

そもそもコーポレートガバナンスと言ひ、株主による企業経営者に対する監視と言ひ、その歴史の原点たる基本的哲学は、上述のようなイノベティブな企業家精神の掘り起こしや資本効率の向上というよりも、血を流して個人の自由や人権を勝ち取った市民革命の精神を下地としつつ、企業も市場も、権力者に対するのと同じように、個人を中核とする市民社会、あるいは個人を化体したところの株主が制御すべきであり、個人を脅かすような資本の論理の暴走は許さない—ということではなかったか。機関投資家の負う受託者責任がこの上なく重いのも、その背後には多数の個人が存在し、その尊厳を守ることを第一義とするという市民社会の規範意識があったからではないか。

無論、イノベティブな企業家精神と言っても、しっかりした企業統治や株主還元を伴わないようでは危いものがある。しかしコーポレートガバナンスの高度化やエンゲージメントの強化を、今日の日本企業ひいては日本経済の課題解決につなげようとするならば、顧客・受益者の投資リターン拡大、ROEの向上といった数値目標だけに目が行くことなく、その歴史的経緯を踏まえつつ、企業価値、企業行動、経営者等のあらまほしき姿については、重層的・多面的観点からの理解・洞察・知見の積み重ねが必要であらう。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# 低すぎる米国長期金利の謎再考

## <要旨>

米10年債レートは、期間の短い金利が上昇し始めるなかで、むしろ年初より水準が低い状況が続いている(長期金利の謎)。かかる長期金利の動きを、将来10年の平均的な「短期金利の予想水準」とこれに上乘せされる「期間リスクプレミアム」に分けると、長期金利の低下は主に「期間リスクプレミアム」の縮小によるものであった。

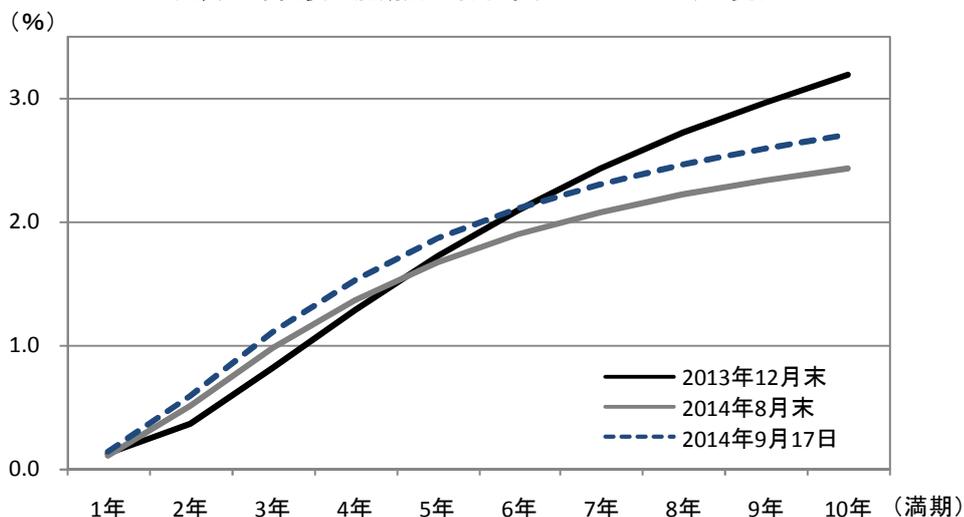
過去の利上げ局面では、利上げ接近と利上げペースが明確になるに従って「短期金利の予想水準」は高まる一方、「期間リスクプレミアム」は縮小する傾向にあった。ただし、今回は期間リスクプレミアムそのものの水準が低いうえ、利上げ実施までは、時期も含めまだ不確定要素が多い。期間リスクプレミアムは、金利変動リスクや政策不確実性が高まると拡大する特徴があるため、米10年債レートは、この先の利上げ接近による「短期金利の予想水準」の変化に伴う上昇を超え、一時的に高まる可能性に留意したい。

## 1. 期間の短い金利が上昇するなかでの米10年債レート低下

今年前半のグローバル金融市場で生じた特筆すべき現象のひとつは、米国経済の回復が続くなかで生じた長期金利の低下にある。米10年債レートは年初の3%から一時2.4%を下回る水準にまで低下した。9月のFOMC(連邦公開市場委員会)において、FED(連邦準備制度)による米国債購入措置の10月終了が決定されたこともあり、米10年債レートは2.5%を超えてやや上昇傾向にはあるが、それでも昨年末につけた3%を超えるには至っていない。

注目すべきは、かかる動きが期間の短い金利の上昇を伴うなかで生じていることにある。満期別の米国債金利を昨年末、今年8月末、FOMC直後の9月17日という3時点で比較すると、5年債までの金利水準は昨年末より高いのに対し、10年債レートは低いままとなっている(図表1)。

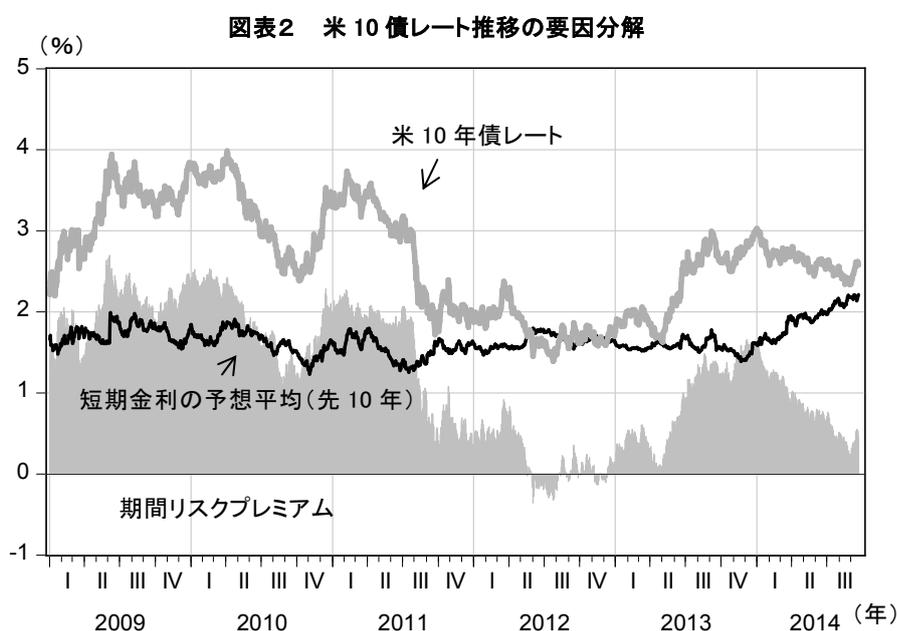
図表1 米国債の満期別金利水準(イールドカーブ)の変化



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

この現象(短期金利が上昇し始めるなかでの長期金利低下)をどう解釈したらよいであろうか。標準的なファイナンス理論によれば、長期金利は、満期(例えば先10年)までの短期金利の予想水準、つまり将来の予想加重平均レートに、期間リスクプレミアムを加えた水準に等しいとされる。予想加重平均レートにリスクプレミアムが上乘せられるのは、満期までの金利変動リスクを補てんする意味合いがある。この見方に従えば、長期金利の低下は、短期金利の低下が織り込まれるか、期間リスクプレミアムの縮小か、もしくは、その両者の組み合わせによって生じることになる。

かかる要因分解には厳密な計量手法を要するため、リアルタイムで観察することは一般的には難しい。幸いなことに、米国金利に限れば、将来の短期金利の予想水準と期間リスクプレミアムの推移が、FEDの地区連銀であるニューヨーク連銀によって公表されている。この数値を用いてここ数年の米10年債レートの推移を、この2つの要因に分けて比較したものが、下図表2である。



このうち、2013年末以降の各要因の動きに注目すれば、年初からの米10年債レート0.5%ポイントの低下のうち、1.5%ポイント分は期間リスクプレミアムの縮小によるものであり、先10年の短期金利の予想平均水準は昨年末を境に1%ポイント上昇に転じていることが読み取れる。

なお、図表2にある先10年の短期金利の予想平均水準は、言い換えれば、その間、短期債を満期到来ごとに10年間繰り返し運用したときの期待リターンに相当することから、短期債よりも相対的にリスクが高い10年債レートの適正水準(フェアバリュー)の下限とみなすこともできる。過去において、米10年債レートが一時的であれこの水準を下回ったのは、2012年後半、すなわちFEDによる3度目となる債券購入措置(QE3)が導入された時期に限られる。

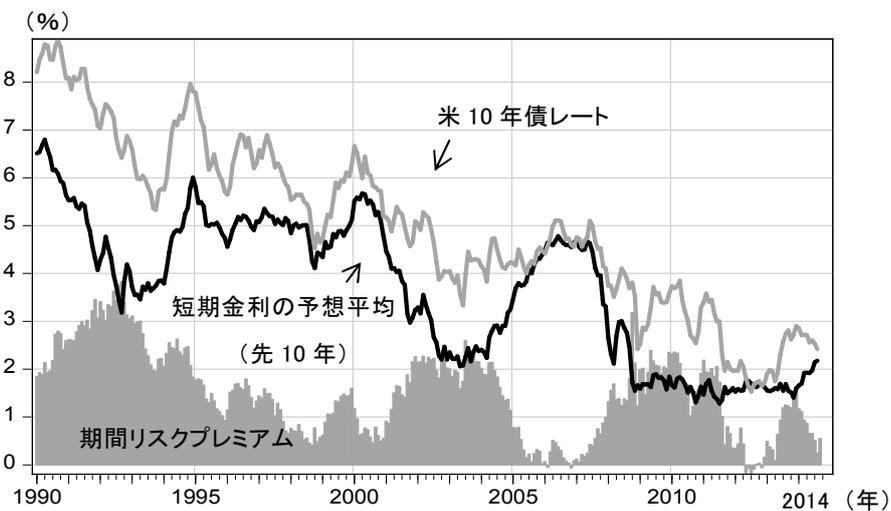
従って、今後の米国長期金利の推移は、利上げ時期や利上げペースにより変化する将来の短期金利の予想平均水準に加え、期間リスクプレミアムがどのように推移するのか、両者を組み合わせて予想する必要がある。そこで以下では、期間リスクプレミアムに影響を及ぼし得る要因との関係や、過去の利上げ局面で期間リスクプレミアムが、どう推移したかという点について整理したい。

## 2. 米10年債レートと期間リスクプレミアムの推移

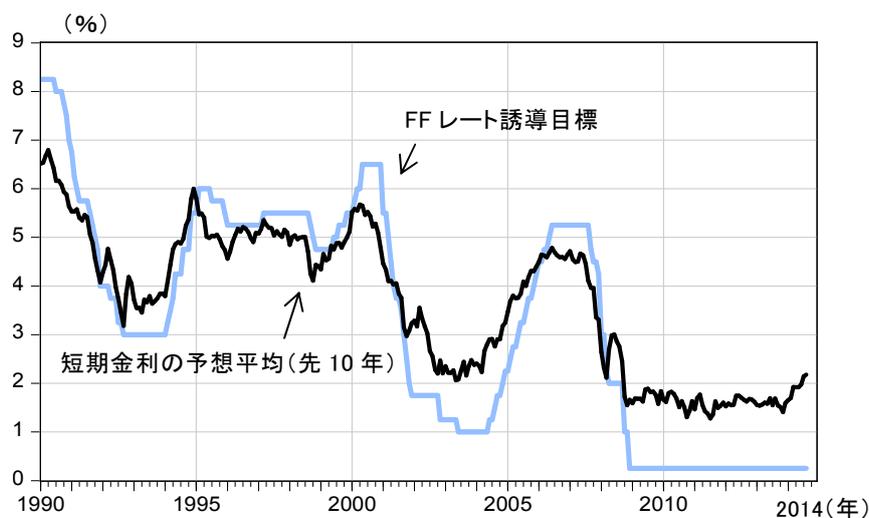
先10年の短期金利の予想平均と期間リスクプレミアムはどのように推移してきただろうか。1990年から現在までの米10年債レートの推移を比べた図表3を見ると、短期金利の予想平均が上昇する局面では、総じて期間リスクプレミアムは低下縮小している。加えて、その水準は時期により異なるが、最近の期間リスクプレミアムの水準は過去に比べて低いことがわかる。

なお、先10年の短期金利の予想平均が上昇に転じるのは、実際の利上げよりも半年ほど早い。FFレート誘導目標と先10年の短期金利を比較すると、過去の利上げ局面ではいずれも、利上げ時期の接近に伴い、短期金利の予想平均が切り上がっていく特徴が読み取れる(図表4)。かかるやや大まかな特徴を踏まえて、期間リスクプレミアムがマクロ経済や金融市場の情勢変化に伴いどのように推移するかを細かく見ていきたい。

図表3 米10年債レートの長期推移と要因分解



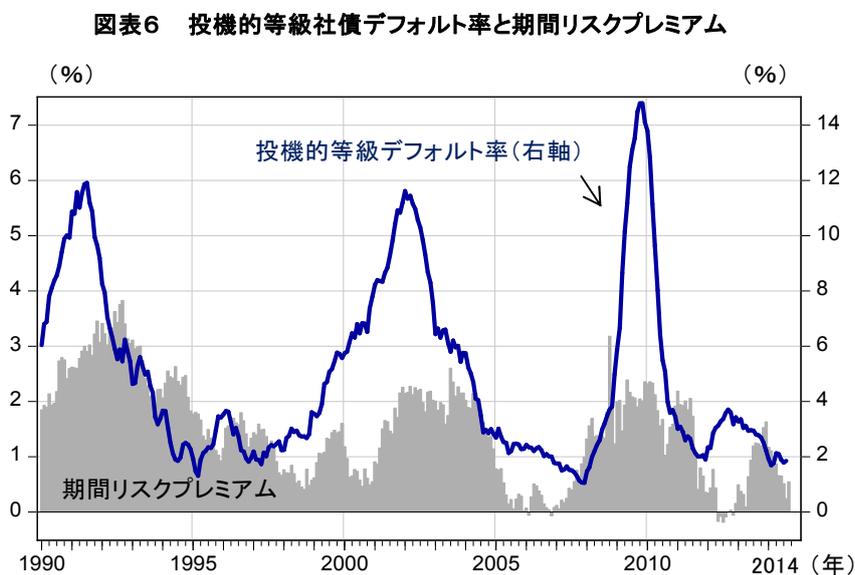
図表4 FFレート誘導目標と短期債レートの先10年の予想平均部分



(資料) 図表3～4ともニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

期間リスクプレミアムは将来の金利変動リスクを補てんする部分であるため、マクロ経済や金融市場の変動リスクが高まると一般的に期間リスクプレミアムも高まる傾向にある。

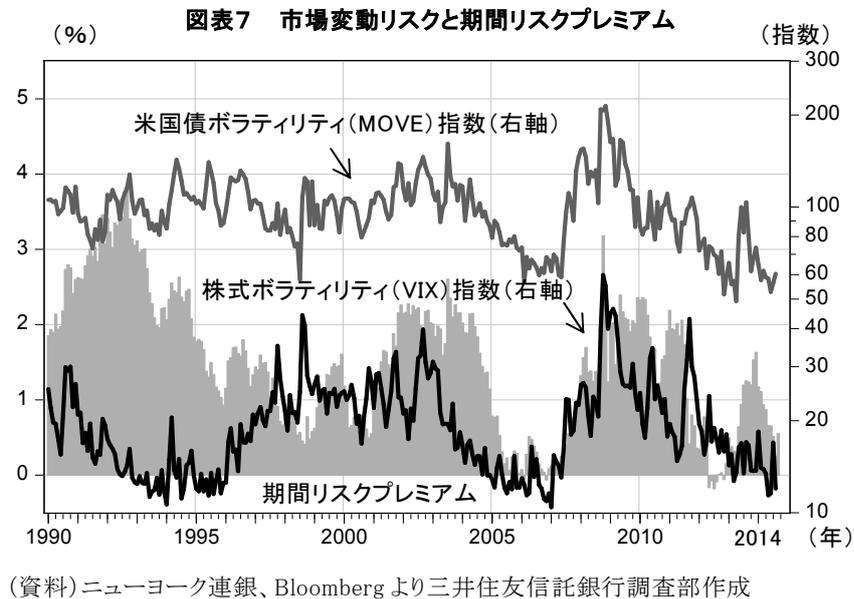
図表5と図表6は家計と企業部門の代表的なリスク指標として失業率や企業倒産率(投機的社債のデフォルト率)を取り上げ、期間リスクプレミアムの推移と比較している。図からは、失業率が高く企業のデフォルト率も高まる局面では、リスクプレミアムの水準が高いことが読み取れる。ただし、2つのグラフを比べると、期間リスクプレミアムは、失業率の山と谷で概ね一致した動きをするのに対して、デフォルト率の上昇にはやや遅れて拡大縮小している。これは投機的等級企業のデフォルト率はマクロ全体の企業部門の業況変化に先んじて動くことを反映したものと解釈できよう。



(資料)図表5～6とも、FRB、ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

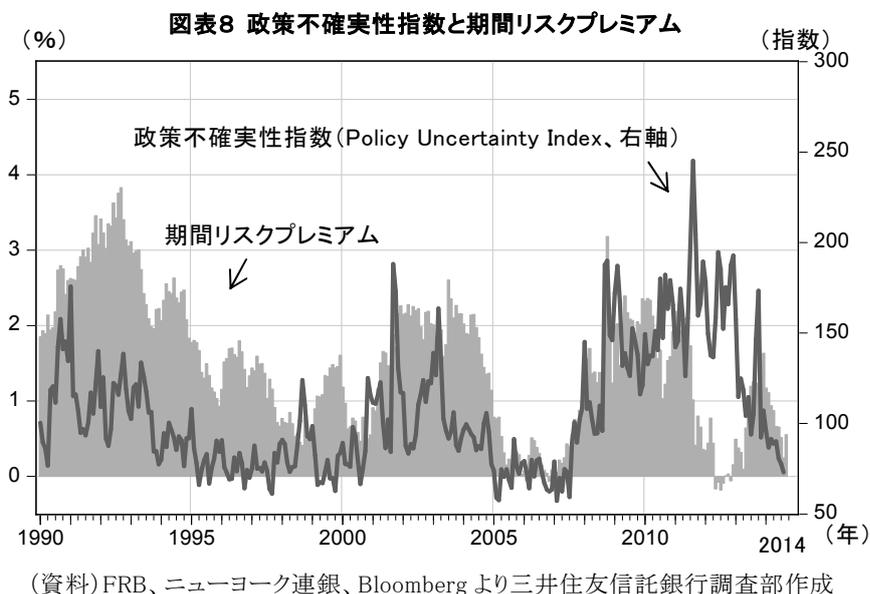
続いて、次頁図表7と図表8は、期間リスクプレミアムと金融市場のリスク指標や政策不確実性指標との関連性を比較している。予想しうる結果は、金融市場や政策不確実性が高まる局面では期間リスクプレミアムも拡大するという特徴である。

金融市場のリスク指標として、S&P 500の株価の先行き変動リスクを示すVIX指数、同じく米国債の先行き変動リスクを示すMOVE指数を取りあげた。これら株式や債券市場の変動リスクが高まる局面では、米10年債レートの期間リスクプレミアムが拡大する特徴が読み取れる(図表7)。



次に政策当局の政策不確実性の指標として、米国主要紙の記事検索から「不確実性」、「経済」、「議会」、「財政赤字」、「連邦準備制度」、「ホワイトハウス」といった財政や金融政策に関する語句が表れる件数を指標化した指標(Policy Uncertainty Index)を取り上げ、米10年債レートの期間リスクプレミアムと比較してみた(図表8)。図からは、こうした政策不確実が高まっている局面では、しばらく期間リスクプレミアムも拡大する傾向が読み取れる。

ここ数年の特徴的な動きとしては、2012年後半の期間リスクプレミアム縮小と2013年後半の拡大がある。2012年後半は、FEDによる債券購入措置が実施された時期に一致し、政策不確実性指標が高まる一方で、期間リスクプレミアムは米国債購入により押し下げられた。対して2013年後半は、5月に米国債購入措置の減額がアナウンスされたのに続き、年末近くまで政府機関閉鎖の可能性も高まり、政策不確実性指標の急騰と期間リスクプレミアムの拡大が共に観察された。



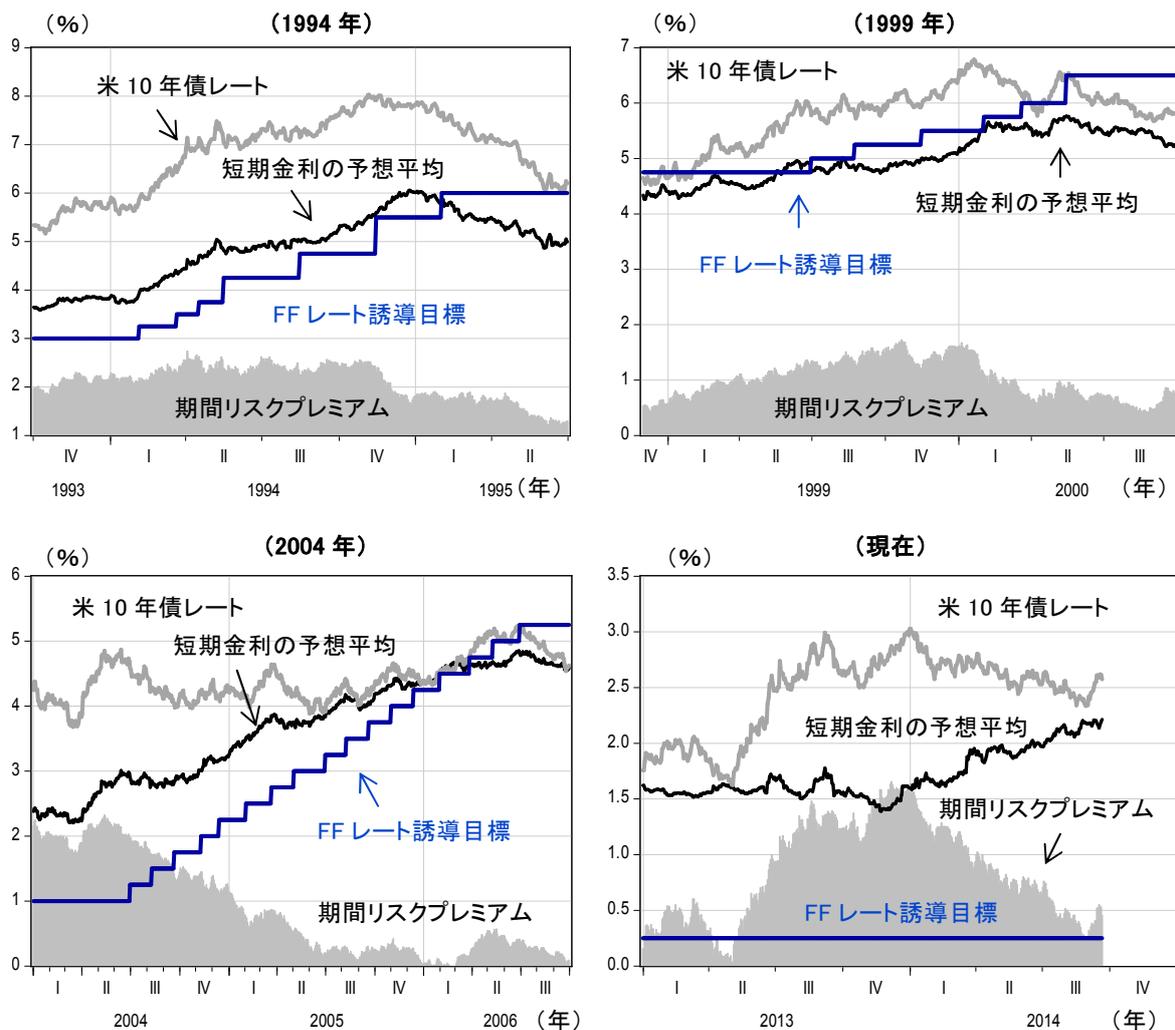
### 3. 過去の利上げ局面における期間リスクプレミアムの推移

最後に、過去3回の利上げ局面で期間リスクプレミアムがどう推移してきたかを比べてみたい。過去の利上げ前後の期間リスクプレミアムの推移をみると、概ね利上げ半年前から利上げ初期において期間リスクプレミアムはやや拡大し、米10年債レートの上昇要因として働く。これが利上げ中盤に入ると、期間リスクプレミアムは徐々に縮小に転じていく推移がみられる(図表9)。

この特徴が最も顕著なのは1999年のケースであり、1999年6月30日にFFレート誘導目標水準が4.75%から5.00%に引き上げられる半年前の1998年後半から期間リスクプレミアムは0.5%ポイントから1.5%ポイントへと1%ポイント高まり、米10年債レートの上昇要因として働いた。

対して、2004年6月からの利上げ局面では、利上げ前の2004年半こそ期間リスクプレミアムは高まる動きを見せたが、利上げ前より期間リスクプレミアムが縮小していった点は、利上げが実施される前の今回2014年前半の動きと似ている。もっとも、2014年の推移をこれらと比べると、期間リスクプレミアム水準自体が過去よりも低く、その縮小余地がない点には注意が必要だろう。

図表9 過去の利上げ局面の米10年債レートと期間リスクプレミアム



(注) 短期金利の予想平均は図表2～8同様、先10年の予想平均。ニューヨーク連銀作成。

(資料)FRB、ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

#### 4. まとめと今後の展望

以上みてきたように、今年初めから9月まで、期間2年から4年程度の比較的短いゾーンの金利がようやく上昇し始めるなかで、米10年債レートはむしろ年初よりも水準が低いという状況が続いている(長期金利の謎)。かかる動きを、将来10年の「短期金利の予想水準」とこれに上乘せされる「期間リスクプレミアム」に分けてみると、この間の米10年債レートの低下は、主に「期間リスクプレミアム」の縮小によるものであることがわかった。

過去3度の利上げ局面では、ひとたび利上げ実施局面に入れば、利上げペースが明確になるに従って「短期金利の予想水準」は高まる一方で、「期間リスクプレミアム」は徐々に縮小する傾向にあった。ただし、今回は期間リスクプレミアム水準そのものが過去に比べ低く縮小余地が少ないうえ、実際の利上げ実施までまだ半年以上を残しており、利上げ時期そのものやそのペースにはまだ相当に不確定な要素が残っている。

過去の利上げ局面でも、こうした不確定要素を反映し、利上げ半年前から期間リスクプレミアムは拡大する傾向にあった。このように、マクロ経済や金融情勢の変動リスクばかりでなく政策不確実性が高まると、期間リスクプレミアムは拡大する特徴をもつことを踏まえると、この先の米10年債レートは、利上げ接近による「短期金利の予想水準」の切りあがりに伴う緩やかな上昇を超え、一時的に高まる可能性もある点には注意が必要だろう。

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura\_Toshio@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

# 異次元緩和の縮小が家計に与える影響

## <要旨>

米国で量的緩和の縮小が示唆された際に長期金利が急騰したように、将来日本でも異次元緩和の縮小が示唆された段階で長期金利が上がる可能性がある。

過去の長期金利上昇局面において、例えば2005年には支払利子の増加によって家計のネット受取利子が前年比で約6,600億円減少した。現在では、家計の負債残高が当時と比べて10%近く減少しているため、長期金利の上昇に対する耐性は高まっている。但し、世帯主が30歳代以下の世帯については、変動金利型住宅ローンを中心とした負債残高が貯蓄残高より多いため、政策金利の上昇時に利払い負担が増加することに注意が必要である。

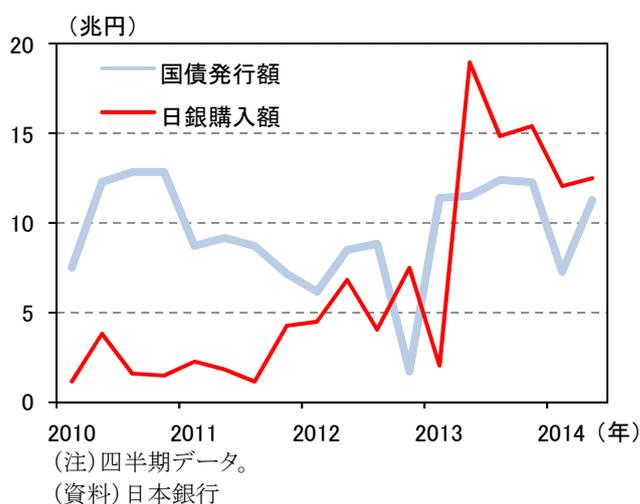
## 1. 長期金利を押し下げる異次元緩和

日銀が量的・質的金融緩和(以下QQE)を導入してから1年半が経ち、インフレ率は今のところ日銀の見通しに沿って上昇している。QQEは2年を目途としたものであったため、将来出口が意識される時期も必ず到来しよう。日本の長期金利は、QQE導入以降、導入直後の5月に一時的に反発したことを除けば低水準で推移している(図表1)。長期金利は、日銀がQQEの下で償還分を控除した国債発行額の100%以上を購入していることで抑えられており、緩和が縮小に向かえば上昇すると思われる(図表2)。

図表1 10年国債利回りの推移



図表2 ネットでの国債発行額と日銀購入額



実際、米国では、長期国債の購入等による量的緩和の導入によって長期金利は下がり続けたが、2013年5月に量的緩和の縮小が示唆されると長期金利が急騰した(次頁図表3)。日本でも資産買い入れ額の縮小が示唆された段階で長期金利が上がる可能性がある。そこで本稿では、QQEの出口における長期金利の上昇によって家計にどのような影響が出るかを考察する。

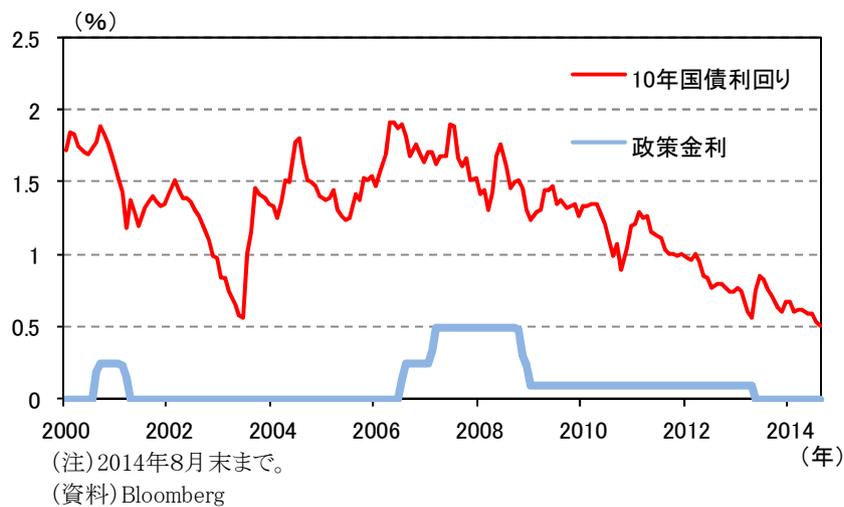
図表3 米国10年国債利回りの推移



## 2. 金利上昇と家計の利子所得

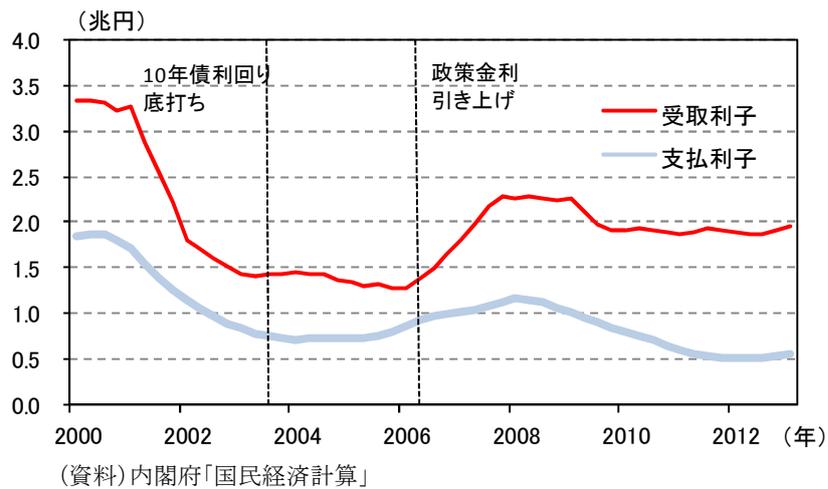
過去の長期金利の推移を見ると、2003年中盤から2006年前半にかけて長期金利が0.5%台から2.0%近くまで上昇している(図表4)。本節では2003年以降の金利上昇局面を振り返り、この先の金利上昇が家計の利子所得に与える影響を考察する。

図表4 長期金利と政策金利の推移



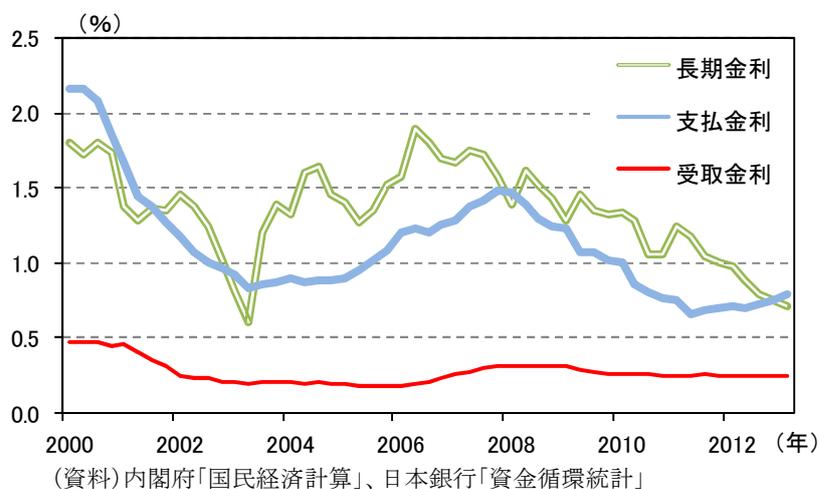
家計にとって、金利の上昇は預金からの受取利子を増やす一方で、有利子負債に対する支払利子も増やすことになる。この観点で、家計の受取利子と支払利子の推移を見ると、家計の支払利子は長期金利上昇後の2004年に底を打ち2005年からは増加し始めている(次頁図表5)。一方で、受取利子は2005年も減少しており、増加し始めたのは2006年になってからである。そのため、2005年の家計の受取利子から支払利子を差し引いた純受取利子(以下ネット受取利子)は前年から約6,600億円縮小している。但し、政策金利上昇後には、家計の受取金利が急増しており、ネット受取利子は拡大している。

図表5 家計の支払利子と受取利子の推移



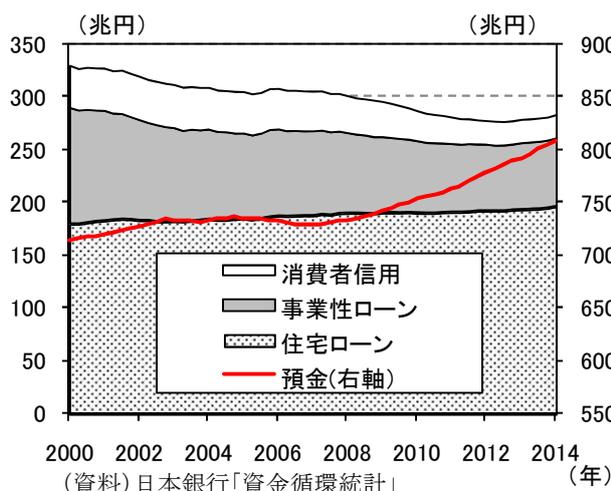
家計は2013年末時点で、預金を約800兆円保有しているのに対して有利子負債は約280兆円と少ないため、一般に金利上昇による支払利子増加に対する懸念は小さいと思われる。しかし、支払利子は長期金利に連動して上下する一方で、受取利子は動きが遅く小さいため、今後長期金利が上昇する局面では、支払の増加幅の方が大きくなると考えられる(図表6)。

図表6 10年債利回りと家計の支払金利・受取金利

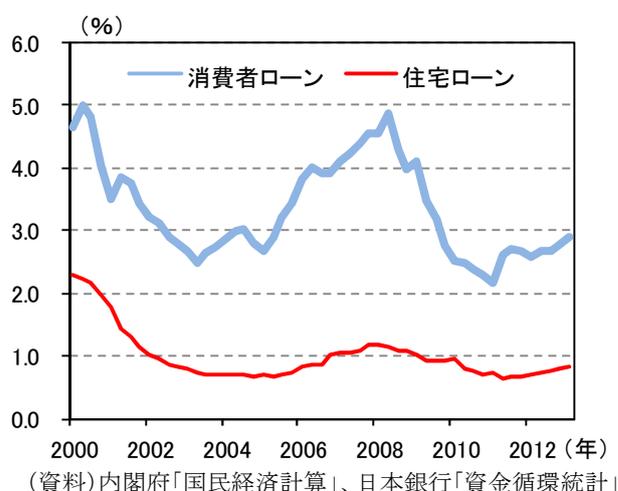


ところで、金利上昇の影響を過去と現在で比較し考察する場合、考慮すべき相違点がある。前回2003年後半の長期金利上昇時と比較すると、家計の資産・負債状況として事業性ローンや消費者信用の減少によって負債残高が減少した一方、預金残高は増加していることから、金利上昇に対する耐性は高まっている(次頁図7)。また、負債の内訳でも、長期金利に対して特に感応度が高い消費者信用が半分近く減少していることも、長期金利上昇時の耐性を高めていると言える(次頁図8)。

図表7 家計の預金残高と有利子負債残高



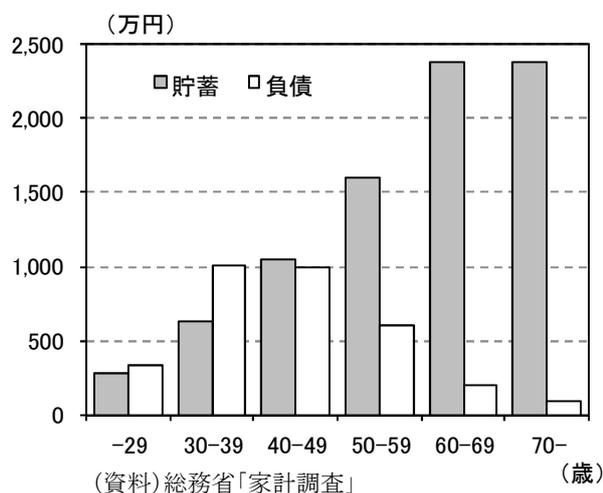
図表8 消費者ローン金利と住宅ローン金利



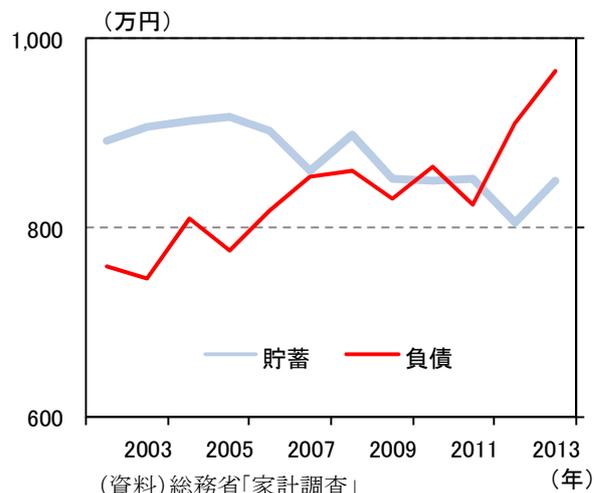
但し、金利上昇が家計に与える影響は、各家計の資産・負債のバランスによって異なる。家計を世帯主の年齢別に見ると、高齢者世帯は圧倒的に貯蓄超過であるが、30代以下の世帯は負債が貯蓄を上回っている(図表9)。このように、負債が貯蓄を上回る世帯は、金利上昇時の支払金利の増加を受取金利の増加によってカバーできない。

全ての年齢層を合計して見ると、家計の有利子負債残高は減少しているものの、世帯主が40歳代以下の世帯の負債残高は、増加基調である(図表10)。一方で、貯蓄残高は減少基調であり、金利上昇に対する耐性は過去に比べて弱くなっている。

図表9 年齢別の貯蓄・負債残高(2013年)



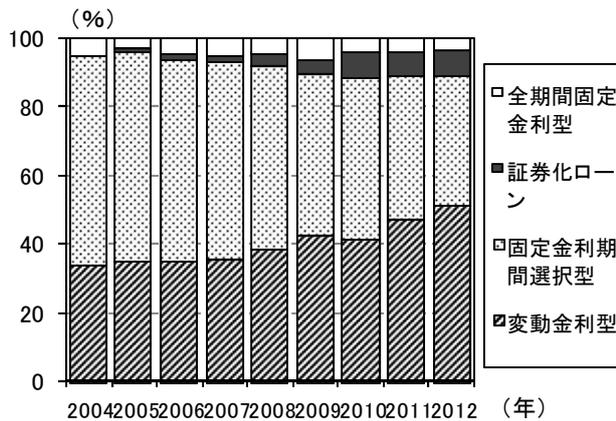
図表10 40代以下世帯の貯蓄・負債残高の推移



家計の負債の大部分は住宅ローンであるが、住宅ローン残高の内訳を見ると、固定金利型が減少して変動金利型が増加している(次頁図表11)。住宅ローンの変動金利は政策金利と連動して動くため、長期金利の上昇局面では金利が上昇することはないが、政策金利の上昇局面では金利が上昇して家計の利払いが増えることになる(次頁図表12)。

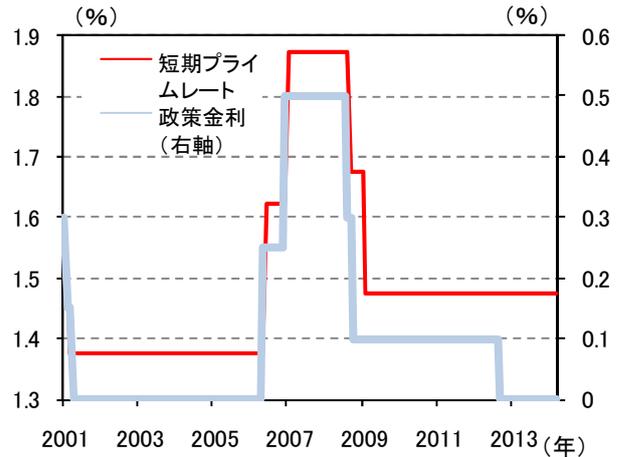
変動金利が上昇すると、家計は利払い負担を減らすために住宅ローンを早期返済することが考えられる。しかし、過去2006年の政策金利上昇局面では、政策金利の上昇幅が0.5%に留まり、2年後の2008年からは利下げが行われたため、残高が減るまでには至っていない。

図表 11 住宅ローン残高内訳



(資料) 国土交通省「民間住宅ローンの実態に関する調査結果報告書」

図表 12 政策金利と短期プライムレート



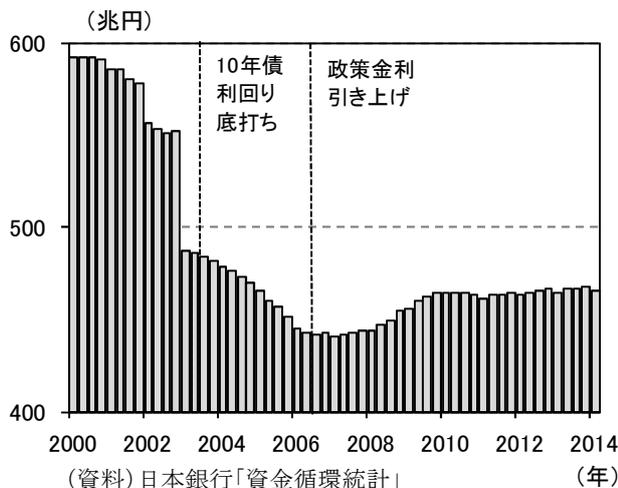
(資料) 日本銀行、Bloomberg

### 3. 金利上昇と家計の資産の動き

次に、利子所得への影響のみならず、金利上昇時に予想される家計の資産の動きを確認する。というのも、金利水準変化により資産蓄積や預金構成にも影響が及ぶためである。一般に、金利上昇時には定期預金と普通預金の金利差が拡大するため、家計は普通預金から定期預金へ資産を動かすと考えられる。実際に、2006年以降の定期預金金利の上昇局面では、家計は定期預金の残高を増やしていた(図表 13)。

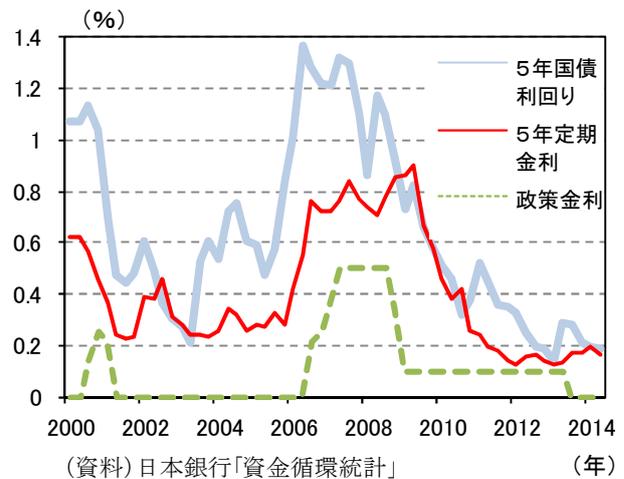
但し、定期預金金利は長期金利の上昇によって、直ちに上がるわけではない。過去、長期金利は2003年に底を打ったが、定期預金金利の反応は鈍かった(図表 14)。定期預金金利が大きく上がったのは、2006年に政策金利が上がってからである。ここから、将来日本のQQE縮小局面で長期金利が急騰したとしても、直ちに定期預金金利が上昇して定期預金が増加する可能性は低いと思われる。

図表 13 家計の定期預金残高



(資料) 日本銀行「資金循環統計」

図表 14 預金金利と長期金利、政策金利

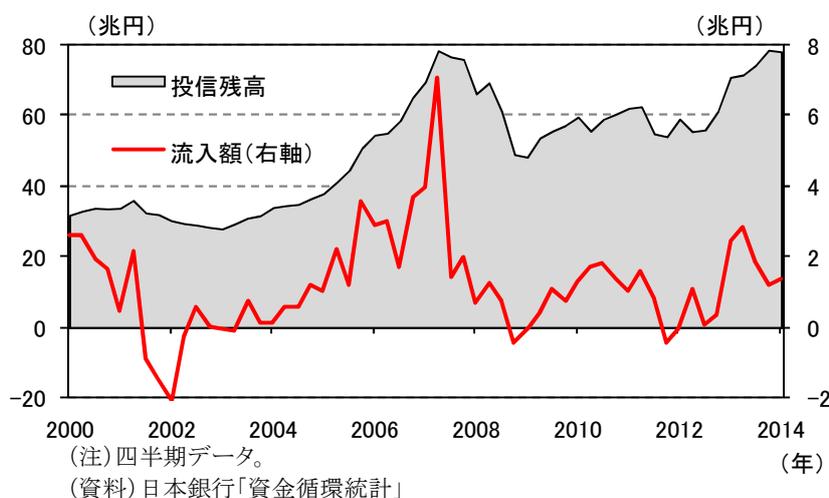


(資料) 日本銀行「資金循環統計」

続いて、金利上昇時における、家計の投信残高と流入額の推移を見る。金利上昇は、株価の下落や自国通貨高を招く可能性があり、投信の時価評価を低下させるだけでなく、投信購入を躊躇させる要因になる。また、定期預金の金利が上昇すれば、投信から定期に貯蓄をシフトさせることも考えられる。しかし、過去の推移を見ると、長期金利が上昇し始めた2003年後半以降、2006年政策金利の上昇時においても投信残高と流入額は増加している(図表15)。これは、当時の長期金利や政策金利の上昇が景気の回復を伴うものであったためである。

以上を踏まえると、今後のQQEの縮小に伴う長期金利の上昇時や、政策金利の上昇時においても、金融政策運営が経済情勢を見ながら行われることを念頭に置けば、緩和縮小時には今より経済実勢も改善していることになり、金利上昇によって直ちに家計の投信残高や流入額が急減することはないだろう。

図表15 家計の投信残高と流入額



#### 4. まとめ～この先の見通し

米国で量的緩和の縮小が示唆された際に長期金利が急騰したように、将来日本でもQQEの縮小が示唆された段階で長期金利が上がる可能性がある。

過去の長期金利上昇局面において、例えば2005年には支払利子の増加によって家計のネット受取利子が前年比で約6,600億円減少した。現在は、家計の負債残高の減少によって、長期金利の上昇に対する家計全体で見た耐性は高まっている。但し、世帯主が30歳代以下の世帯については、変動金利型住宅ローンを中心とした負債残高が貯蓄残高より多いため、政策金利の上昇時に利払い負担が増加することに注意が必要である。

なお、金利上昇によって、家計は普通預金や投信から定期預金へ資産を動かすことが考えられるが、少なくとも政策金利が上がるまでは大きな動きは出ないだろう。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji\_Takayuki@smtb.jp)