

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。

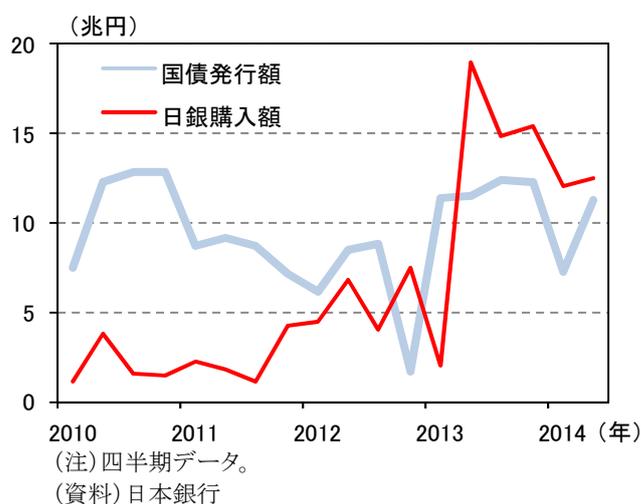
1. 長期金利を押し下げる異次元緩和

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。

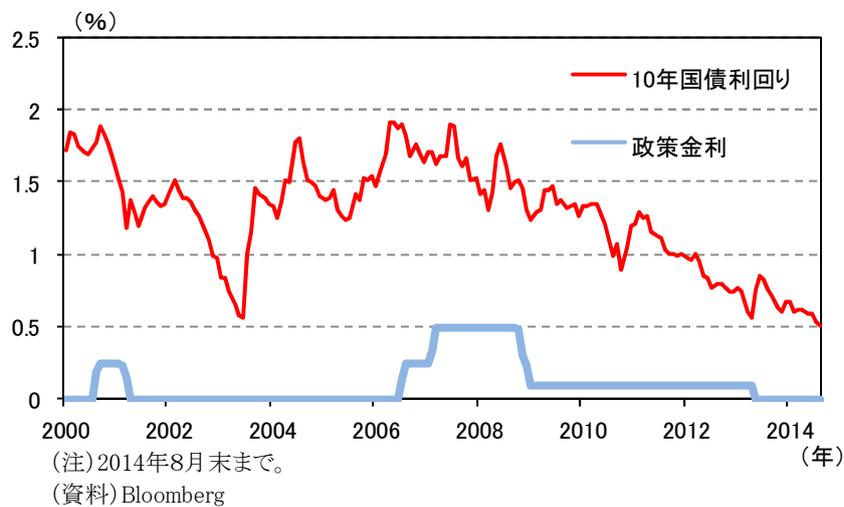
図表3 米国10年国債利回りの推移



2. 金利上昇と家計の利子所得

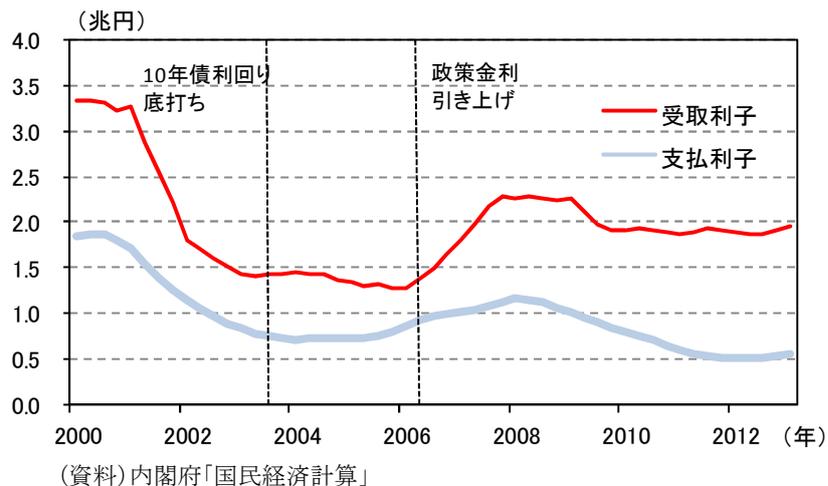
過去の長期金利の推移を見ると、2003年中盤から2006年前半にかけて長期金利が0.5%台から2.0%近くまで上昇している(図表4)。本節では2003年以降の金利上昇局面を振り返り、この先の金利上昇が家計の利子所得に与える影響を考察する。

図表4 長期金利と政策金利の推移



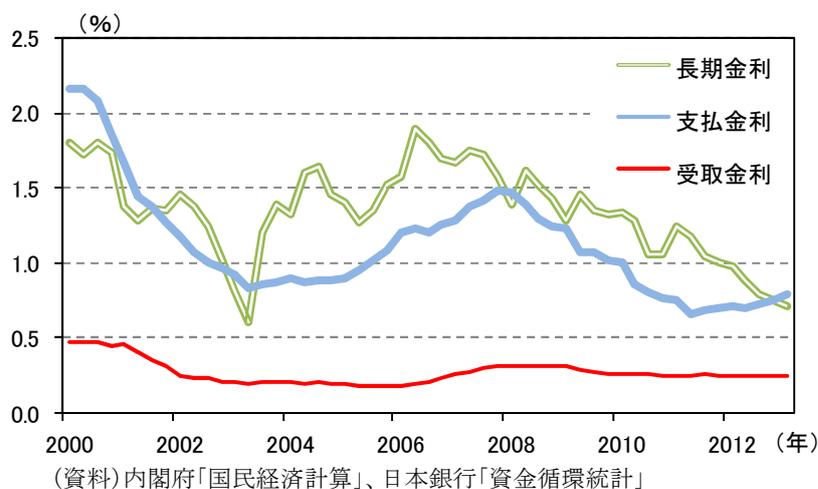
家計にとって、金利の上昇は預金からの受取利子を増やす一方で、有利子負債に対する支払利子も増やすことになる。この観点で、家計の受取利子と支払利子の推移を見ると、家計の支払利子は長期金利上昇後の2004年に底を打ち2005年からは増加し始めている(次頁図表5)。一方で、受取利子は2005年も減少しており、増加し始めたのは2006年になってからである。そのため、2005年の家計の受取利子から支払利子を差し引いた純受取利子(以下ネット受取利子)は前年から約6,600億円縮小している。但し、政策金利上昇後には、家計の受取金利が急増しており、ネット受取利子は拡大している。

図表5 家計の支払利子と受取利子の推移



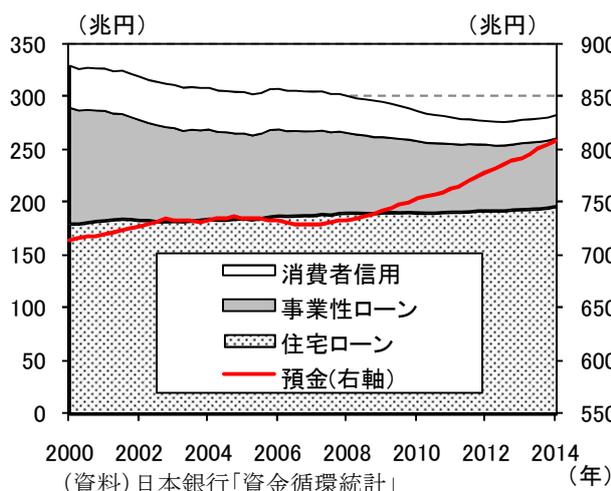
家計は2013年末時点で、預金を約800兆円保有しているのに対して有利子負債は約280兆円と少ないため、一般に金利上昇による支払利子増加に対する懸念は小さいとされている。しかし、支払利子は長期金利に連動して上下する一方で、受取利子は動きが遅く小さいため、今後長期金利が上昇する局面では、支払の増加幅の方が大きくなると考えられる(図表6)。

図表6 10年債利回りと家計の支払金利・受取金利

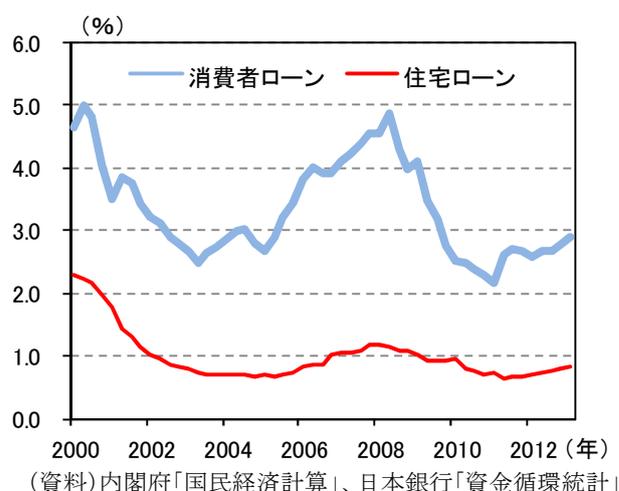


ところで、金利上昇の影響を過去と現在で比較し考察する場合、考慮すべき相違点がある。前回2003年後半の長期金利上昇時と比較すると、家計の資産・負債状況として事業性ローンや消費者信用の減少によって負債残高が減少した一方、預金残高は増加していることから、金利上昇に対する耐性は高まっている(次頁図7)。また、負債の内訳でも、長期金利に対して特に感応度が高い消費者信用が半分近く減少していることも、長期金利上昇時の耐性を高めていると言える(次頁図8)。

図表7 家計の預金残高と有利子負債残高



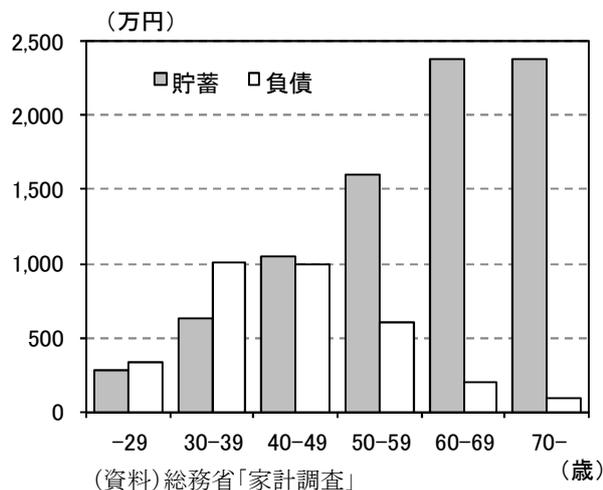
図表8 消費者ローン金利と住宅ローン金利



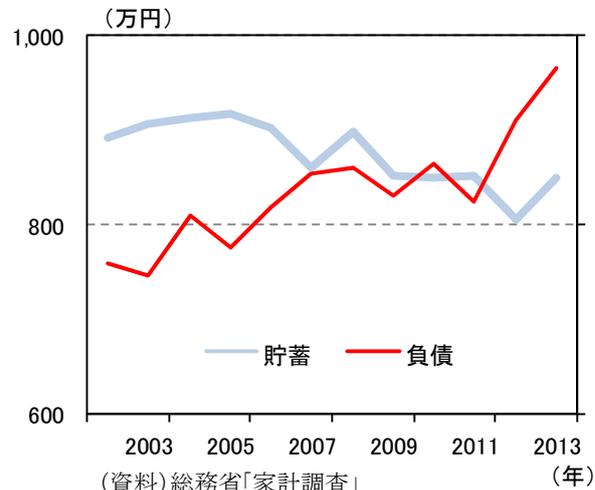
但し、金利上昇が家計に与える影響は、各家計の資産・負債のバランスによって異なる。家計を世帯主の年齢別に見ると、高齢者世帯は圧倒的に貯蓄超過であるが、30代以下の世帯は負債が貯蓄を上回っている(図表9)。このように、負債が貯蓄を上回る世帯は、金利上昇時の支払金利の増加を受取金利の増加によってカバーできない。

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)



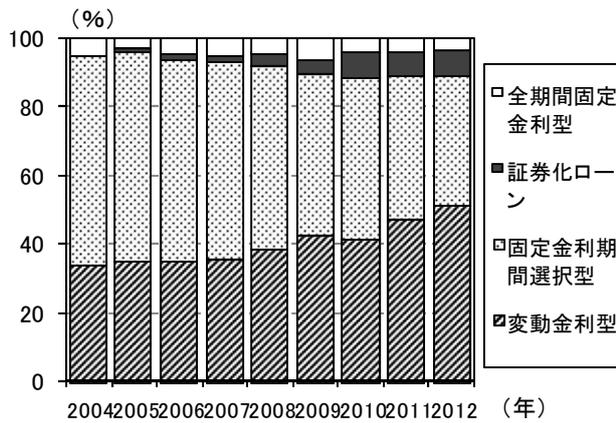
図表10 40代以下世帯の貯蓄・負債残高の推移



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)。

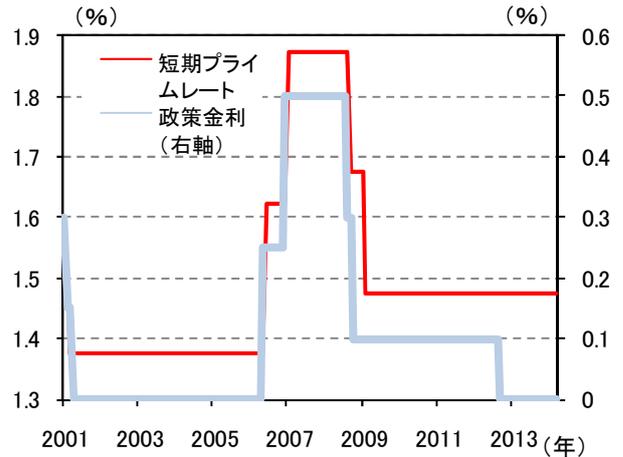
変動金利が上昇すると、家計は利払い負担を減らすために住宅ローンを早期返済することが考えられる。しかし、過去2006年の政策金利上昇局面では、政策金利の上昇幅が0.5%に留まり、2年後の2008年からは利下げが行われたため、残高が減るまでには至っていない。

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



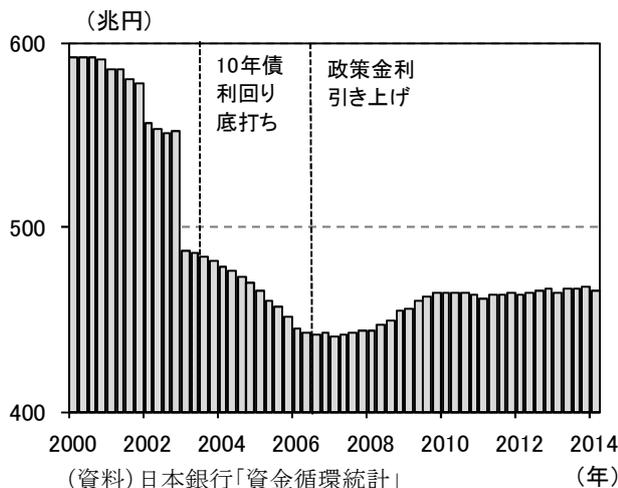
(資料) 日本銀行、Bloomberg

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)。

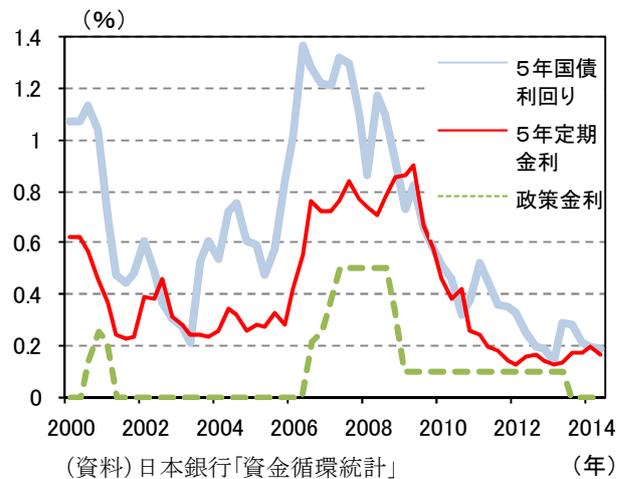
但し、定期預金金利は長期金利の上昇によって、直ちに上がるわけではない。過去、長期金利は2003年に底を打ったが、定期預金金利の反応は鈍かった(図表 14)。定期預金金利が大きく上がったのは、2006年に政策金利が上がってからである。ここから、将来日本のQQE縮小局面で長期金利が急騰したとしても、直ちに定期預金金利が上昇して定期預金が増加する可能性は低いと思われる。

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

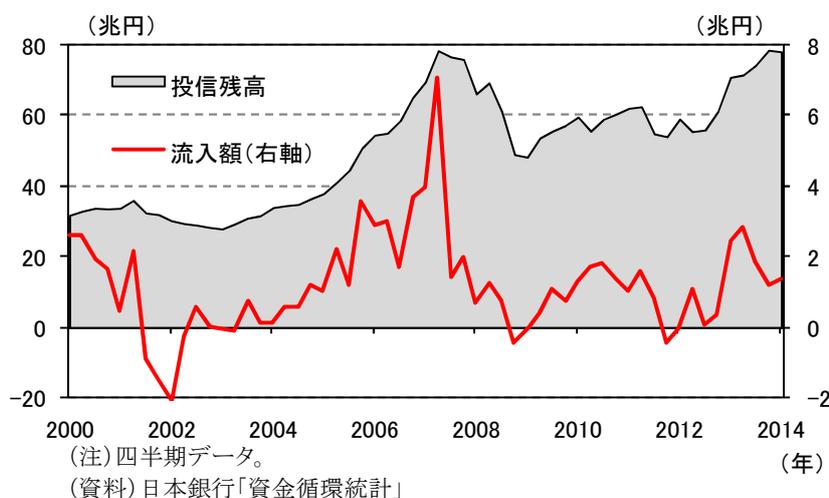


(資料) 日本銀行「資金循環統計」

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)