

日本の財政はどの程度の利上げに耐えるのか

日本経済

石井 一正、ストラテジスト; 清水 麻希、ストラテジスト; 小林 千紗、アナリスト; 青木 大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 日本の中立金利は、日本銀行の推計に基づく、1.0%から2.5%の範囲にある。推計の幅は主に実質金利の長期トレンドを用いているか、潜在成長率を考慮しているかによって生じている。
- しかし、日本の財政の持続可能性に関して試算を行ったところ、財政規模が現状通りと仮定した場合、政策金利が1.5%を超えると債務対GDP比は発散することが示された。
- 政府の財政と利払いの状況を考慮すると、財政収支が大幅に改善しない限り、政策金利は1.0%から1.25%程度で上限に達する可能性が高いと考える。



出所:Getty Images

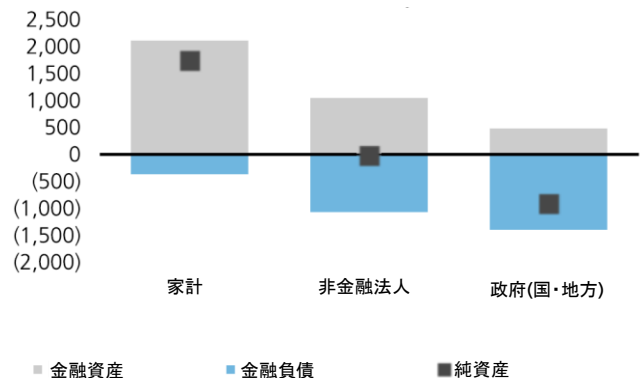
1.部門別の利上げの影響

日銀が2024年3月にマイナス金利政策を解除して以降、同年7月と2025年1月にそれぞれ25ベースポイント(bp)の利上げが行われ、政策金利は0.5%と、2008年10月以来の水準に達した。今後も利上げが見込まれている中、最終的な利上げの着地点は市場にとって最も重要な問題の1つとなっている。日銀のワーキングペーパーに示されている推計に基づく、日本の中立金利は1.0%から2.5%の範囲内にある。そして、中立金利は、日銀のインフレ目標である2%が達成された場合には1.5%を超える可能性が高いだろう。

しかし、家計、非金融法人、政府の各部門への影響を考慮すると、政策金利は1.0%から1.25%程度が上限となると考える。家計は、住宅ローンの借り手は苦戦を強いられるとみられるものの、総じてみると利払いの増加を上回る利子受取増加の恩恵を受けることができると考える。逆に、負債が資産を上回る非金融法人は、利払いの増加が利息収入の増加を上回るだろう。しかし、政府が最も大きな負債保有主体であり、金利上昇の影響を最も大きく受けるだろう。

家計は資産超過、非金融法人は負債超過主体

部門別の金融資産残高(単位:兆円)



注: 株式は非金融法人の貸借対照表から除外

出所:内閣府、UBS

そこで、政府部門について詳しく見ると、日本の政府債務残高は経済協力開発機構(OECD)加盟国の中で最大であり、金融資産を差し引いた純債務残高で見ても、3番目に大きいほどの負債超過主体である。また、一般政府の金融資産の多くは債務返済に使用できない年金資産であることに鑑みると、金融資産は考慮に入れない方が良いだろう。いずれにせよ、金利上昇による利払い費の増加は、最悪の場合、国債の度重なる格下げにつながり、デフォルトに陥るリスクを高め、日本の市場と経済に重大なリスクをもたらす可能性がある。本稿は、日本が債務状況を不安定にせず、どこまで利上げを行うことが可能かを検討することを目的としている。

日本の債務残高対GDP比はOECD諸国で最大

対名目GDP比(%)



出所: 経済協力開発機構(OECD)、UBS

2.どの程度の利上げに耐えられるか?

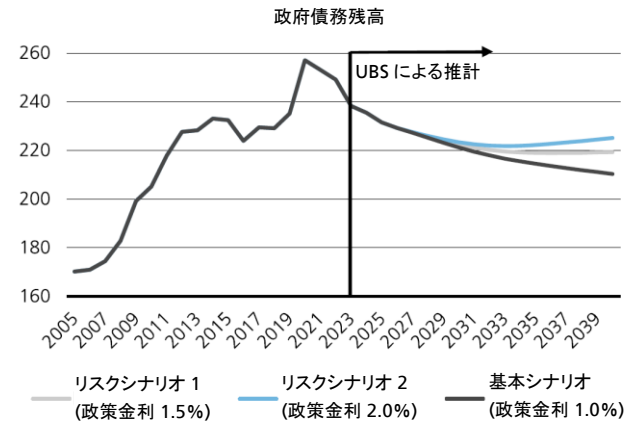
利上げの債務残高対GDP比への影響を確認するため、政策金利について3つのシナリオで2040年までの債務残高対GDP比の動向を試算した。マクロ経済環境の前提として、全要素生産性は現状の0.5%のペースで上昇を続け、予測期間中に2%のインフレ目標が達成されると仮定している。また、デフレから脱却することで名目GDPが2%弱で成長することを前提としている。財政政策については、現在の補正予算の規模を縮小することはできないとしている。

試算において、政策金利が1.0%まで上昇するシナリオを基本シナリオとした。その上で、政策金利が1.5%まで上昇するリスクシナリオ1と、2.0%まで上昇するリスクシナリオ2を用意した。いずれのシナリオにおいても、名目GDPが約2%成長する限り、2020年代中に債務残高対GDP比は改善するだろう。予測では政策金利と同時に長期国債利回りも上昇するが、国債の平均償還期間が9年4か月であるため、利払いの実効金利に反映されるまでには時間がかかる。

基本シナリオでは、財政支出の規模が変わらなくても、ターミナルレートが1.0%であれば、債務対GDP比は緩やかに低下する。一方、政策金利が1.5%まで上昇すると仮定するリスクシナリオ1の場合、債務は長期的に横ばいとなる。2.0%まで上昇とするリスクシナリオ2では、債務は増加していく。結論として、政策金利が1.5%を超えると、現在の財政状況では日本の財政は発散することを示している。

政策金利が1.5%を超えると債務は発散する

債務残高対名目GDP比: %



出所: 内閣府、UBS

各シナリオの検証

基本シナリオ: 財政は現状維持、政策金利1.0%

-債務は緩やかに縮小

このシナリオでは、政策金利は2026年前半に1%に達し、その後変動しないと想定する。その結果、日本国債10年物の利回りは日銀が毎年国債保有額を減らすことで、2030年までに約1.6%、2040年までに1.8%まで上昇する。米国の10年国債利回りは、試算期間を通じて4.0%にとどまる。

財政政策については、財政収支よりも経済成長が優先されるため、毎年補正予算が編成される。予算の規模は、2024年度の補正予算で措置した税外収入と公債金収入に、2025年度の政府予算案を組み合わせるものに相当する。

結果を見ると、名目GDP成長が債務対GDP比の縮小に大きく寄与することがわかる。基礎的財政収支はわずかに赤字が残るが、名目GDP成長率が金利を上回ることによってGDPに対する利払い費が相対的に抑制され、債務対GDP比は徐々に低下していく。

リスクシナリオ1: 財政は現状維持、政策金利1.5%

-長期的に債務横ばい

このシナリオでは、政策金利は2027年に1.5%まで上昇し、10年国債利回りは2030年までに1.9%に上昇すると想定する。他の仮定は変えていないため、債務残高の変動は利払いによるもののみとなる。実際の利払い費が10年間を通して徐々に上昇していくため、債務対GDP比の変化は2035年から2040年にかけてほぼ0となり、安定する。要するに、政策金利1.5%で財政収支のバランスが維持されることがわかる。

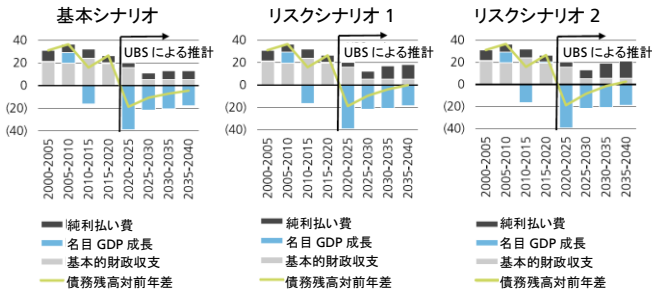
リスクシナリオ2: 財政は現状維持、政策金利2.0%

-2030年代後半から債務増加

このシナリオでは、政策金利は2028年までに2.0%に上昇し、10年国債利回りは2030年までに2.3%に上昇すると想定する。この想定下では、利払い費がさらに増加し、2030年代後半から債務対GDP比が徐々に上昇する。

家計と非金融法人の金融資産保有額と負債保有額

単位:兆円



出所:内閣府、UBS

3. 結論:債務リスクの管理のため、政策金利は1.0%から1.25%程度が上限となる可能性が高い

財政リスクへの対応として、財政の引き締めが最も直接的な方法である。しかし、急速な財政引き締めは景気を減速させる可能性があり、政治的にも困難を伴うだろう。

しかし、財政リスクが顕在化した場合、円が大幅に下落し、国内の物価が上昇することは明らかである。財政が破綻すれば、インフレ目標を達成することは非常に困難になる。そのため、日銀は政策金利を引き上げる際に、政府の利払い費にも目を向ける必要がある。

そうした観点からみると、政策金利が1.5%まで上昇した状態では、経済危機に対処するための財政余力がなくなるだろう。過去のデータに基づくと、経済危機は10年に1度以上のペースで突如として発生している。経済危機が発生するたびに、債務はさらに積み上がるのが常であり、財政余力が残っていなければ、最終的には財政破綻に陥る可能性がある。こうしたリスクを考慮すると、目立った生産性向上や財政再建の進展がない限り、経済が安定している間に財政余力を積み上げておくためにも、政策金利は1.0%から1.25%程度で上限が設定される可能性が高いと考える。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断いただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価値、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を

投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2025 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会