

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.120

財政規律緩和の市場への影響：長期金利高のリスクシナリオを考える／それでも米国インフレの上振れを見込む 2つの理由／EU における第三国支店に対する規制・監督強化

=====

《index》

1. 【リスクの概観】[財政規律緩和の市場への影響：長期金利高のリスクシナリオを考える](#)
 2. 【マクロ経済の動向】[それでも米国インフレの上振れを見込む 2つの理由](#)
 3. 【金融規制の動向】[EU における第三国支店に対する規制・監督強化](#)
 4. お問い合わせ先
- =====

1. リスクの概観（トレンド&トピックス）

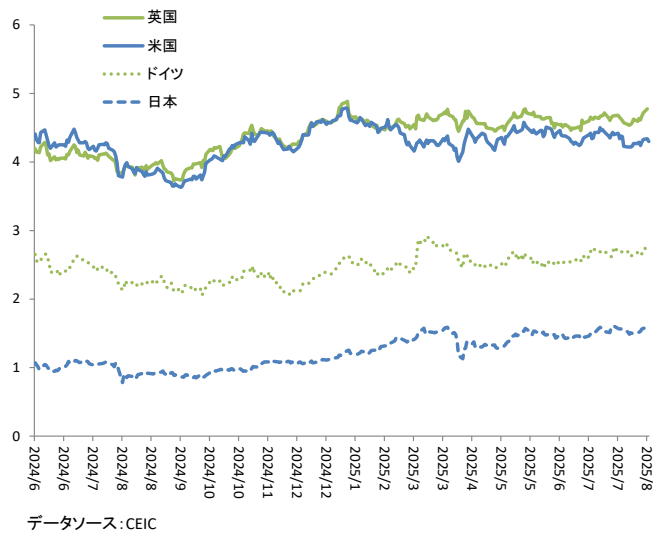
財政規律緩和の市場への影響：長期金利高のリスクシナリオを考える

デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社 リスク管理戦略センター マネージングディレクター 勝藤 史郎

米国、欧州、日本など主要国の長期金利が高止まりする状況が続いている（図表）。特に米国や欧州では、2024 年後半から中央銀行が政策金利の引き下げに転じたにもかかわらず長期金利は低下せず、むしろ一時上昇に転じる局面もみられている。こうした長期金利高は、2025 年春ごろまでは米国トランプ政権の米国輸入関税政策や通商分断にともなうインフレ懸念がその要因であったとも考えられる。しかし関税交渉が順次合意さ

れつつある現在では、市場の視点が今後は各国政府の財政政策にも移行して、財政規律悪化懸念からの金利高の性格を帯びつつあるのではないかと考えられる。各国では、10 年を超える超長期国債の利回りが大幅に上昇して久しいが、これがより発行高や取引量が多い 10 年以下の長期国債に波及する可能性も、リスクシナリオとして想定しておくことは有益であろう。

（図表）10 年物国債利回り



主要国の財政拡大または財政規律緩和の材料は 7 月にかけてほぼ出そろった形だ。米国では 7 月に、いわゆる One Big Beautiful Bill Act（減税・歳出法）が成立した。同法は、第一次トランプ政権での減税措置の延長や防衛費支出の拡大などにより、米国政府の財政赤字が 2034 年までの 10 年間で 3.3 兆ドル拡大する見通しとなっている。欧州では、多くの国が地政学リスクの拡大や米国トランプ政権の要請に鑑み、各国が防衛費支出の拡大路線に転換している。北大西洋条約機構（NATO）は 6 月、各加盟国の防衛費支出の目途を現在の GDP 比 2%から 2035 年までに GDP の 5%に引き上げることで合意した。欧州ではほかに、財政赤字の拡大や大きな政府債務を抱えるフランスの国債利回りがドイツ国債利回りを大きく上回る水準に上昇している。ドイツは伝統的な財政規律と軍事費抑制の政府方針を大きく転換して、防衛費の拡大に転じている。また英国では、労働党政権による財政健全化のための年金制度改革案が与党内の合意を得られず成立断念に追い込まれた。日本では、7 月の参議院選挙の結果、与党自民党が衆参両院で少数与党となったことを受け、野党が主張する消費税減税などの財政悪化方向の政策の成立の可能性が市場でも意識されている模様だ。

こうした各国の政策は、政府財政の破綻などをもたらすほどのインパクトはなく、長期金利の現状以上の急上昇は考えにくい。米国の減税・歳出法の財政赤字拡大要因の多くはすでに実施されている第一次トランプ減税の延長である。NATO 加盟国の防衛費拡大の目標達成期限は 10 年後であり、また、スペインのように 5%目標の適用除外を宣言した国や、期限の延長を意図している国もある。日本についても、野党の消費税減税政策は意思統一されたものではなく、減税の実現は容易ではなさそうだ。

しかしながら、今後長期金利がさらに上昇するというリスクシナリオは、金融機関の債券運用の観点からは何等か想定しておくことが望ましいだろう。当方では、政策金利が 1%にまで引き上げられた場合の 10 年物日本国債利回り水準は 1%台後半とみているが、すでに現状の長期金利はその水準にまで上昇している。日本国債の利回りがさらに上昇するリスク要因としては、国内のインフレ上昇、消費税減税などによる財政悪化懸念といった国内の要因、米国のインフレ上昇や財政悪化懸念による米国金利の上昇といった海外からの要因が考えられる。すでに日本銀行は、日本国債のイールドカーブコントロール（YCC）を撤廃しており、長期金利の急変動が金融システムの安定を阻害する可能性がある場合には公開市場操作を通じて金利安定を図ることが考えられるものの、基本的には金利水準は市場での決定にゆだねることが基本姿勢となっている。特に外国人投資家の日本財政に対する懸念が拡大した場合には、長期金利が均衡水準を超えて上昇するリスクが拡大する可能性を見込んでおくことがリスク管理上は必要と思われる。

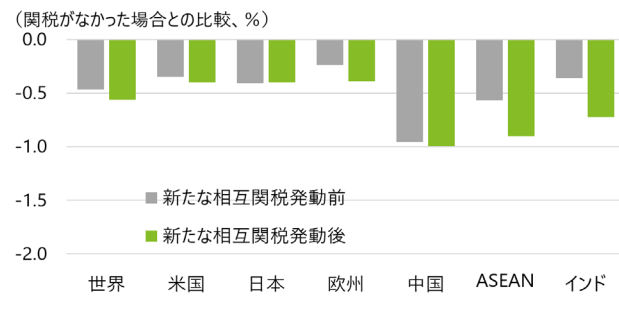
2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

それでも米国インフレの上振れを見込む 2 つの理由

デロイトトーマツリスクアドバイザリー合同会社 リスク管理戦略センター シニアマネジャー 市川雄介

米国による新たな「相互関税」が 8 月上旬に発動された。10%の一律関税が課されていた 7 月までの状況と比べると、日本は横ばい、他の主要国・地域でも GDP への追加的な影響はある程度抑えられたものになったと試算される（図表 1）。日本については、全体の税率は 15%に引き上げられたが、対米輸出の主力品である自動車の関税が引き下げられたことで、少なくとも経済全体でみれば影響は相殺される形となった。

図表 1 関税の影響試算



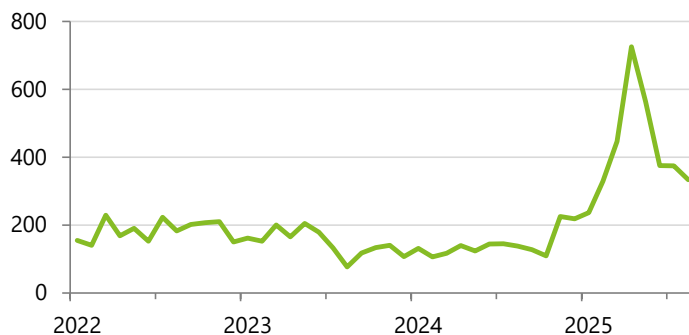
注：(A) 各国・地域の対米輸出の減少、(B) 報復関税による米国の輸出の減少、(C) 輸入インフレによる米国内需の減少、(D) 家計・企業所得の減少による各国内需の減少を、他国・地域×他セクターへの波及効果も含めて算出したもの。各種の前提に基づくため、一定の幅を持って見る必要がある。欧州はEU＋英国。

- 相互関税発動前・・・各国に対する10%・中国に対する30%の追加関税（いずれも一部品目除く）、鉄鋼・アルミ50%追加関税、自動車25%追加関税
- 相互関税発動後・・・新たな相互関税（日本についてはEUと同等の扱いに修正されることを織り込み）と日韓EUに対する自動車関税の引き下げ等を追加的に想定

データソース：OECD国際産業連関表、米国BEA、米ホワイトハウス

日本に 25%関税、欧州に 30%といった高発動が発動される最悪の事態が回避されたこと、また関税の全体像がようやく定まったことは、数カ月来の不確実性を減退させることとなった。本メールマガジンでも度々参照している経済政策の不確実性指数は、4 月をピークに低下している（図表 2）。8 月中旬の日本の株価が連日最高値を更新している背景には、こうした不確実性の減退が大きな要因になっていると考えられる。

図表 2 米国の経済政策不確実性指数



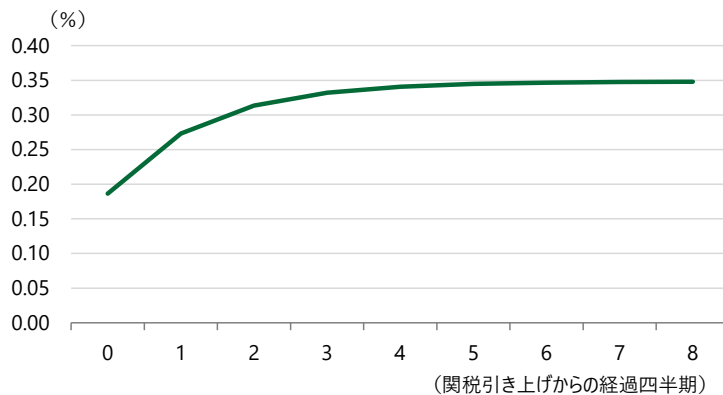
注：不確実性に言及した新聞記事数を元に算出される指数。2025年8月は、日次の指数から推計して算出。
データソース：Economic Policy Uncertainty

関税の影響を巡っては、最も直接的に顕在化するはずの米国のインフレ率が目立った上昇をみせていないことを踏まえ、そもそも全体として影響を軽視するかのような見方も生じつつある。

しかし、関税の影響を過小評価することは、2 つの観点から尚早と考えられる。一つには、輸入起点の物価上昇が国内価格に浸透するには相応の時間を要することがある。図表 3 は、インフレ率と経済全体の需給ギャップの関係を規定する一般的なフィリップス曲線に、関税の影響を加味した輸入物価も説明変数として加え、10%の実効関税率の上昇の影響を試算したものである。実効関税率が 10% 上昇すると、最終的にコア・インフレ率（食料・エネルギーを除く消費者物価指数の上昇率）は 0.35% 上昇すると推計される。この数字自体は一定

の幅を持って見る必要があるが、影響が顕在化し終わるまでに、関税率の引き上げから 1 年強という比較的に長い時間を要することに注目したい。四半期単位でみると、米国の実効関税率が明確に上昇したのは 4～6 月期に入ってからである。7 月分のインフレ統計で、すでに家具等の価格は伸び率が継続的に高まっているのが見て取れるが、他の品目も含めたインフレ全体への影響は、まさにこれから顕在化することが見込まれる。

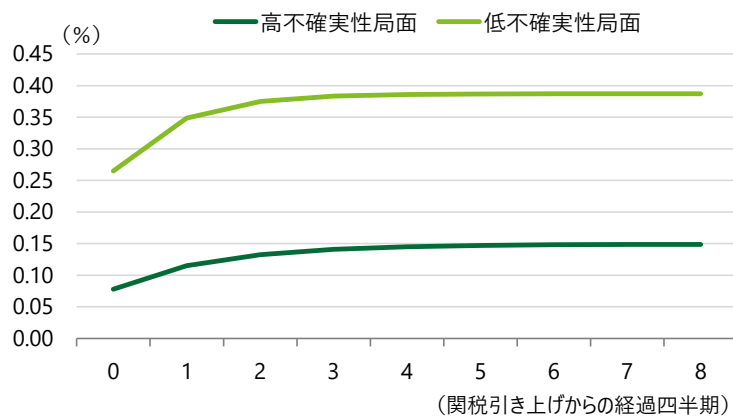
図表 3 実効関税率 10% 上昇による米国コア・インフレへの影響



注：米国のコア・インフレ前月比を、自己ラグと需給ギャップ、輸入価格（関税込み）の前月比によって説明する推計式を元に、10%の輸入価格の上昇によるコア・インフレへの影響を図示したもの。需給ギャップは実質GDPのハミルトン・フィルタにより抽出したトレンドとの差分、輸入価格は輸入物価指数に各月の実効関税率を乗じて算出。推計期間は2002年Q2～25Q2。
データソース：米国BEA、BLS、センサス局、CEIC

もう一つの観点として、これまで異常な水準にまで上昇していた不確実性が、企業の価格決定行動を抑制していた可能性があることも見逃せない。最近の米国の地区連銀報告（ページブック）では、不確実性が企業行動を制約したという記述が随所にみられているが、企業としては、関税がどうなるか見えない中では、積極的に価格転嫁を進めることは難しく、収益悪化を覚悟して自社で影響を吸収せざるを得ない状況にあったと考えられる。実際、定量的に見ても、先程のフィリップス曲線を高不確実性局面と低不確実性局面とを区別して再推計すると、不確実性が高い局面では、関税率の上昇に対するインフレの反応は目立って鈍い結果となった（図表 4）。

図表 4 実効関税率 10% 上昇によるインフレ率への影響（不確実性の局面別）



注：図表3の推計式について、定数項を除く各係数が、不確実性の高い/低い局面で異なるように定式化し、それぞれの局面における実効関税率上昇の影響を図示したもの。高不確実性局面は経済政策不確実性指数が2002～24年における上位25%の水準を超える局面、低不確実性局面はそれ以外と定義。

データソース：米国BEA、BLS、センサス局、Economic Policy Uncertainty、CEIC

既述の通り、足許では不確実性はピークアウトしている。それ自体は経済にとってプラスであるが、不確実性の拡大ゆえに抑えられていた企業による価格転嫁の動きが、不確実性の低下とともに今後一気に加速し、インフレ率の上昇が景気を冷え込ませる、というある意味皮肉なシナリオも考えられる状況だ。

このようにみると、これまでのところ関税の影響が目立っていないからといって、今後の影響を過小評価する根拠にはならないと言える。金融市場を中心とする楽観的な見方も、徐々に和らいでいくと見ておいた方が良さそうだ。

3. 金融規制の動向（トレンド&トピックス）

EU における第三国支店に対する規制・監督強化

デロイト トーマツ リスクアドバイザーズ 合同会社 ファイナンシャルサービスズ 楠田祥也

EU では 2024 年 7 月に、第 3 次自己資本要求規則（CRR3）および第 6 次自己資本要求指令

（CRD6）が施行された。このうち、CRD6 は、EU 域外に本社を置く銀行（第三国銀行）等が EU 加盟国に設置する支店（第三国支店）の規制・監督を強化する新たな制度を導入している。とりわけ、邦銀を含む第三国銀行等が EU 加盟国の顧客に対してクロスボーダーで融資等の銀行サービスを提供する場合には、原則として加盟国に支店を設立することが義務付けられる。本稿では、こうした CRD6 における第三国支店の規制・監督制度の要点を整理した上で、関連する報告書や技術基準等の内容を簡潔に紹介し、金融機関に求められる対応の方向性を考察する。

これまで、EU レベルでは第三国支店の規制・監督に関する制度の大部分は統一されておらず、これが EU の金融安定リスクの要因となる可能性が指摘されてきた。具体的には、第三国支店に対する共通の認可要件や健全性要件は存在せず、同一の第三国グループの支店・子会社を包括的に監督する枠組みも整備されていなかった。こうした課題を踏まえ、CRD6 では、主に第三国支店の認可・健全性・監督実務に関する統一的な枠組みや最低基準が導入されている。特に、第 21c 条は、第三国銀行等が EU 加盟国においてコア銀行サービス（①預金等の受入れ、②融資、③保証・コミットメント）を提供する場合の支店設立義務を定めており、第三国からの直接的な銀行サービスの提供を原則として禁止している。もっとも、いくつかの例外・除外規定も設けられている。すなわち、①銀行間取引の場合、②グループ内取引の場合、③逆勧誘（reverse solicitation）に基づくコア銀行サービスの提供の場合には、加盟国における第三国支店の設立は不要である。また、金融商品市場指令（MiFID）に基づく投資サービス等の提供については、同条の対象にはならないとされている。さらに、2026 年 7 月 11 日以前に締結された既存契約に基づくコア銀行サービスの提供についても、支店設立義務は免除される。なお、各加盟国は、2026 年 1 月 10 日までに CRD6 を国内法制化する必要があり、第 21c 条を含む第三国支店に関する要件は 2027 年 1 月 11 日から適用される予定である。

CRD6 は、第三国支店に関する特定の分野について、欧州銀行監督機構（EBA）に対し、拘束力のある技術基準やガイドライン、報告書等の策定を求めている。これを受けて、EBA は 2025 年 7 月に複数の文書を公表している。まず、EBA は同月、CRD6 の第 21c 条における銀行間取引の例外規定の対象範囲を拡大すべきかどうかを検討した報告書を公表した。同報告書では、EU 域内の銀行以外の金融機関（投資会社、資産運用会社、保険会社、決済サービス事業者など）に対して第三国銀行等がコア銀行サービスを提供する場合には、第三国支店の設立義務は免除されないとの見解が示されている。また、EBA は、第三国支店に係る規制技術基準（RTS）およびガイドライン案に関する市中協議を開始した。具体的には、①ブッキングに関する RTS 案、②資本要件に関するガイドライン案、③第三国支店を監督する EU 各国の監督当局間の協力に関する RTS 案について意見を募集している。加えて、7 月末には、第三国支店の監督報告の様式等を統一するための実施技術基準（ITS）案に関する市中協議も開始された。これらの技術基準については、市中協議の結果を踏まえて最終化され、欧州委員会に提出される予定である。

以上のように、EU では、第三国銀行等が EU 加盟国で預金・融資等の銀行サービスを提供する場合には、原則として支店の設立を義務化するとともに、第三国支店に対する統一的な規制・監督要件の導入も進めている。このような新たな制度の下では、国際的な銀行グループにおいて、既存のビジネスモデルの見直しが求められる可能性がある。特に、これまでクロスボーダーで EU 顧客にコア銀行サービスを提供してきた邦銀にとっては、今後はサービスを提供する加盟国ごとに支店を設置し、認可を取得する必要がある。もっとも、第 21c 条では例外規定が設けられており、その中でも EU 域内の顧客が自発的に第三国銀行等にアプローチする「逆勧誘」の場合には、第三国支店の設置は不要とされている。ただし、この規定はあくまで例外的な措置であり、現時点では逆勧誘の適用に関する詳細なガイダンス等も存在しないことから、金融機関は逆勧誘のみに過度に依拠すべきではないと考えられる。さらに、CRD6 の規定は各加盟国において国内法制化される予定であるため、各国の立法動向による制度の差異にも留意することが重要である。邦銀を含む金融機関としては、CRD6 の影響度評価を早期に実施し、EBA の技術基準等や各国の法制化の動向を注視しつつ、支店設置を含む今後の対応方針を戦略的に検討していくことが求められるだろう。

4. お問い合わせ先

廣島 鉄也

デロイト トーマツ リスク アドバイザリー 合同会社

リスク管理戦略センター

マネージングディレクター

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3-2-3 丸の内二重橋ビルディング

Tel: 03-6213-1300 Fax: 03-6213-1117

e-mail: jp_risk_mailmagazine@tohmatu.co.jp

過去のリスクインテリジェンス メールマガジンは[こちら](#)へ



リスクインテリジェンス メールマガジン

検索

デロイトトーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイトトーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツリスクアドバイザリー合同会社、デロイトトーマツコンサルティング合同会社、デロイトトーマツファイナンスリアルアドバイザリー合同会社、デロイトトーマツ税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツグループ合同会社を含む）の総称です。デロイトトーマツグループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従いプロフェッショナルサービスを提供しています。また、国内約 30 都市に 2 万人超の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツグループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイトトウシュトーマツリミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、最先端のプロフェッショナルサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促進することで、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 180 年の歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの約 46 万人の人材の活動の詳細については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本メールマガジンは皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイトトウシュトーマツ リミテッド (DTTL)、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）が本メールマガジンをもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本メールマガジンにおける情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本メールマガジンに依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

© 2025. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.