

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.121

米国の利下げは進むのか：様々な不確実性に目配りが必要／ベトナムの半導体サプライチェーンの形成の動き／第2次トランプ政権における銀行・証券規制の見通し

=====

« index »

1. 【リスクの概観】米国の利下げは進むのか：様々な不確実性に目配りが必要
 2. 【マクロ経済の動向】ベトナムの半導体サプライチェーンの形成の動き
 3. 【金融規制の動向】第2次トランプ政権における銀行・証券規制の見通し
 4. お問い合わせ先
- =====

1. リスクの概観（トレンド&トピックス）

米国の利下げは進むのか：様々な不確実性に目配りが必要

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 廣島鉄也

グローバル経済の動向をみると、米国が多くの国との間で関税引き上げに関して基本合意に達し、関税を巡る不透明感が低下したほか、AI関連需要の拡大を背景とした設備投資の増加や半導体など電子関連輸出の好調、さらには底堅い雇用・所得環境を受けた個人消費の増加基調もあって、各種の不確実性が高い中ではあるものの、一定の速度での成長を続けている。

この内、米国では、関税引き上げ分を価格転嫁する動きが見られており、財価格はひと頃よりも上昇している。もっとも、関税引き上げによるコスト上昇分を流通段階などで吸収しているケースもあり、物価上昇の度合いはそこまで大きなものとはなっていない。このように関税引き上げに起因する物価の押し上げがマイルドなものに止まっていることに加え、株価上昇などの資産効果を受けた高所得者層の活発な消費行動もあって、個人消費は全体としては底堅い動きを続けている。この間、労働市場に関しては雇用者数の伸びがかなり低迷していることが、月を追うごとに明らかとなってきており、雇用・所得環境が悪化する兆しが見られている。これを受け、米国連邦準備制度理事会（FRB）は、金融政策を決める9月の会合で、9か月ぶりとなる利下げを決定した。関税引き上げの効果に関する不透明感からしばらく休止していた利下げプロセスが再開したこととなるが、足元の米国経済・物価を巡る環境は歴史的に見てもかなり特殊なものとなっており、この先の利下げのペースや利下げ幅については、様々な可能性があると言える。

関税の価格転嫁に伴う米国の物価上昇は、駆け込み輸入によって積み上げた在庫の減少や、関税率が確定したことで企業が価格改定に向かいやすくなったことから、今後、一段と明確化していくと考えられる。仮に、この過程が思いのほか長く続くといったことが起きた場合、継続的な物価上昇を受けてインフレ期待が切り上がり、物価がより幅広く上昇しやすくなってしまうリスクが出てくる。この点を考えると、引き続き、物価上昇への警戒は怠れない。しかしながら、企業による様々なコスト吸収努力によって、この先の価格転嫁は想定よりも小さく、かつ短い時間であっさりと収束する可能性も否定出来ない。

労働市場に関しては、このところ移民労働者が労働市場から退出し、労働供給が減少していると見られる点が大きな不確実要素となる。足元の雇用者数の伸びが低迷している背景には、企業が先行きに対する警戒感から採用を抑えていることと、働き手が減少していることの両方があると考えられる。この内、現状、企業の採用抑制スタンスが強まっている様子が窺われており、こうした傾向が一段と進むようであれば、さらなる景気サポート、すなわち利下げがシンプルに必要となる。ただし、この先、労働供給の減少もかなりのペースで進んだ場合、労働需給は目立って緩和しないといった展開もあり得る。この場合、労働市場にはあまり余裕がない（余剰労働力が少ない）状態となるため、失業率はさほど上昇せず、賃金の上昇率も下がらず、賃金の高めの上昇がサービス価格の上昇などに繋がることへの警戒が解けないため、利下げは進み難いということになる。

一連の関税交渉に関連する海外から米国への投資の増加や企業投資を促すための米国政府による規制緩和、さらには AI 関連投資の大幅な拡大といった要素を考えると、米国では中長期的に新たな労働需要が発生する可能性が高い。こうした点も含め、米国の経済・物価情勢は近年の経験則では捉え切れない要素が多い。経済全体の減速傾向自体は見られており、金融政策は、大きな方向性としては利下げを重ねていくと考えられるが、その判断は、時々の指標などをこれまでにも増して慎重に評価をしてということになろう。

2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

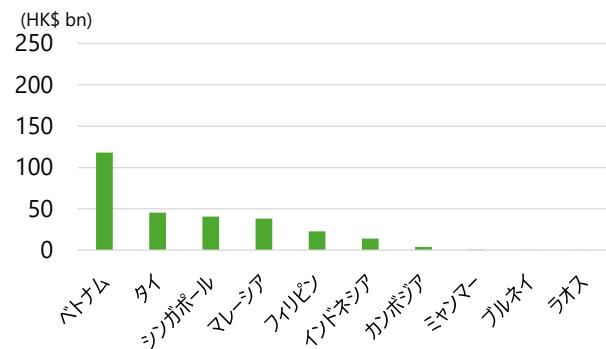
ベトナムの半導体サプライチェーンの形成の動き

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 泉博隆

7月、ベトナムとトランプ政権の相互関税交渉が妥結した。米国はベトナムに対し 20% の相互関税を課し、第 3 国からの積み替えに対しては 40% の関税を課すこととした。第 3 国とは中国を想定していると考えられ、米国はベトナムを経由した対米輸出に厳しい対応を行うこととなっている。米中対立の文脈で、中国からベトナム、ベトナムから米国に向けたモノの流れに注目が集まるが、中継貿易地である香港を通じたモノの流れはあまり注目されていない。米中対立の中で、香港とベトナムは、半導体を中心に迂回輸出とは質的に異なる経済関係の強化が進んでいる。

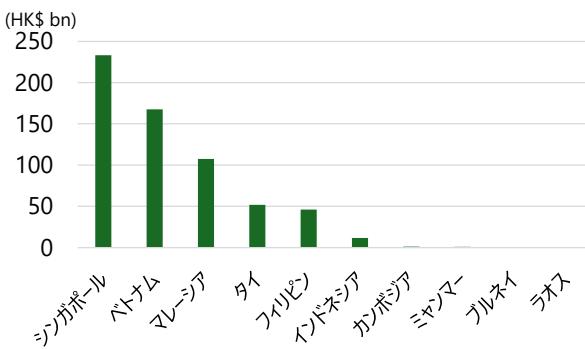
香港は主に中国大陸から輸出されたモノを第 3 国へ再輸出する中継地としての機能に優れ、再輸出が全体の 90% を占めている。香港国際空港の航空貨物扱量は世界最大であり、効率的な通関や物流の強み、各国とのコネクティビティの高さが背景にある。図表 1 と図表 2 は、香港と ASEAN10 カ国との今年 1~7 月の輸出額および輸入累計額を示している。香港にとって ASEAN 諸国の中でベトナムは最大の貿易相手国であり、輸出額が最も多く、輸入額はシンガポールに次ぐ規模である。

図表1 香港の対 ASEAN 輸出（25年1-7月）



データソース：香港政府統計処

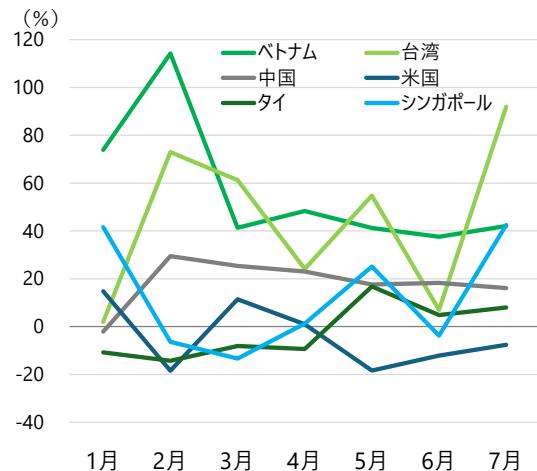
図表2 香港の対 ASEAN 輸入（25年1-7月）



図表3と図表4は、それぞれ香港の主要国に対する25年1-7月の輸出額と輸入額の増減を示している。香港と主要国との貿易において、米国への輸出額は足元でマイナス成長が続いているものの、ベトナムとの輸出額は著しい伸びを見せている。品目別に見ると、香港とベトナムの貿易額の約半分を半導体関連が占めている。

25年1-5月の香港からベトナムへの輸出品目のうち、半導体が58%を占める一方、ベトナムから香港への輸出品目のうち半導体は32%を占めている（参考：UN COMTRADEよりHS8532（コンデンサ）、8533（抵抗器）、8544（プリント回路）、8541（半導体デバイス）、8542（集積回路）を集計）。香港に半導体製造拠点はなく、中国や台湾で製造された半導体が香港を中継してベトナムへ再輸出されている。

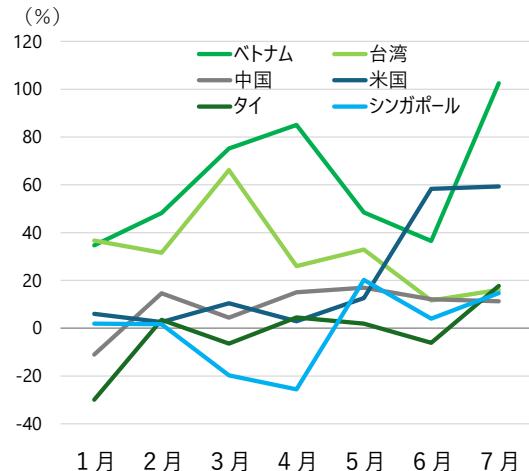
図表3 香港の主な輸出先（25年前年比）



※輸入は原産地別輸入（Imports by Origin）

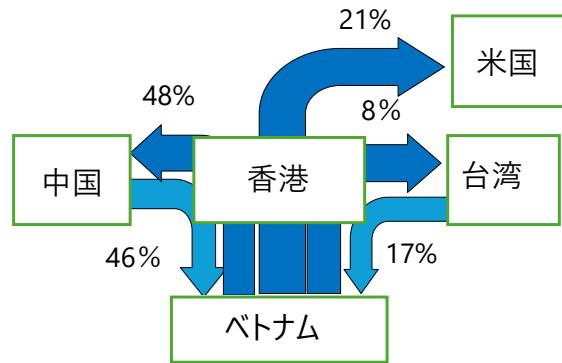
データソース：香港政府統計処

図表4 香港の主な輸入元（25年前年比）



25年1-7月における香港のベトナムへの再輸出品の出所は中国と台湾が主で、それぞれ46%、17%を占めている。一方、香港がベトナムから輸入したモノの行先は、中国向けが48%、米国向けが21%、台湾向けが8%であり、米国への輸出も確認されている（図表5）。

図表5 香港を経由したモノの流れ



※全ての物品を含む

データソース：香港政府統計処

半導体の製造工程は、「設計」、「製造（前工程）」、「組立・検査・包装（後工程）」の3段階からなる。ベトナムには半導体製造の「後工程」を専門に請け負うOSAT（Outsourced Semiconductor Assembly and Test）の外資系企業が既に進出しており、「後工程」に注力している。OSATは人手が必要となる工程が多いため、安価な労働力を供給できるベトナムが外資系企業にとって魅力的な選択肢となっている。香港経由でベトナムに半導体が輸出され、人件費の安いベトナムで後工程が行われ、香港へ再び輸出された後、各国へ輸出されているものと考えられる。

一方、香港に半導体が集中する理由は、香港が中継地としての強みを有しているためであろう。半導体は高価で軽量な精密機器であることから、海路ではなく、空路が使われる。半導体を構成するウェハー、フォトレジスト、ICチップなどは振動・静電気・温湿度に極めて敏感であり、専用の梱包が必要となる（参考：NX研究所「産業別グローバルサプライチェーンレポート半導体（製品）」）。香港国際空港には、温度管理、ESD（静電気放電）対策、保税対応の貨物ターミナルが整備され、半導体用の倉庫を持つ業者が集積している。

香港とベトナムの貿易額が増加している背景には、チャイナプラスワンとしてベトナムが選ばれていることがある。政策面では、24年9月にベトナムが国家半導体戦略を発表した。同戦略では2050年までのロードマップを示し、

3つのフェーズに分けて後工程の投資誘致、人材育成に注力しながら、バリューチェーン上位にある設計や前工程（製造）を行う計画である。計画実現の手段として、外資系企業に対する税制や土地優遇政策が用意されている。ベトナムは米中摩擦を背景にした半導体サプライチェーン再編のハブとなるべく、投資誘致に注力していくものと考えられる。

3. 金融規制の動向（トレンド＆トピックス）

第2次トランプ政権における銀行・証券規制の見通し

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

第2次トランプ政権の発足を受け、米国の金融規制にも変化の兆しが表れている。例えば、暗号資産を推進する新政権は、バイデン政権下の保守的なスタンスから大きく転換し、規制の明確化とイノベーションの促進を積極的に進めている。こうした方針転換は、米国金融当局の政策アプローチにも反映されつつある。本稿では、銀行当局（FRB・FDIC・OCC）および証券当局（SEC）の2025年春季の規制アジェンダに基づき、今後予定されている主要な規則制定の動向を整理した上で、金融機関に求められる対応等を考察する。

米国では、金融当局を含む連邦政府機関は、行政管理予算局（OMB）傘下の情報・規制問題室（OIRA）を通じて、「規制・規制緩和アクションに関する統一アジェンダ」を年に2回公表することが義務付けられている。2025年9月4日には、第2次トランプ政権下で初となる「2025年春季の統一アジェンダ」が公表され、今後12か月以内に予定されている規則制定の全体像が明らかとなった。

まず、銀行規制については、2025年9月から12月にかけて、複数の規則案や最終規則の公表が予定されている（図表1）。この中でも、特に次の2点が重要であると考えられる。第一に、2025年12月を目指して、バーゼルIII最終化に関する新たな規則案の公表が予定されている。米国では2023年7月に、大手銀行の自己資本規制の強化を目的とする規則案（いわゆる Basel III Endgame）が公表されたが、銀行業界からの強い反発を受け、連邦準備制度理事会（FRB）のバー副議長は2024年9月に規則案を大幅に修正した上で再提案する意向を示していた。しかし、政権交代の影響で再提案は見送られ、先行きは不透明な状況が続いている。その後、FRBの金融監督担当の副議長にボウマン理事が就任し、2025年7月には大手銀行の自己資本

規制をテーマとした官民合同会議が開催された。今後は、この議論を踏まえて、包括的な規制資本ルールの見直しが進められる見込みである。

第二に、監督上のストレステストに関する見直しが予定されている。FRBは2024年12月に、銀行のストレステスト制度の包括的な見直し案について意見募集を実施する方針を示し、2025年4月には、年次ストレステストの結果に基づく所要自己資本の変動抑制を目的とした規則案を提示した。2025年9月には、この規則案の最終化に加えて、ストレステストの透明性向上を目的とした追加的な提案が予定されている。具体的には、ストレス下における銀行の損失・収益を算定するモデルを公開し意見募集に付すことや、ストレステストで使用するシナリオについて事前に一般から意見を受け付けることなどが検討されている。

一方、証券規制についても、2025年10月から2026年4月にかけて、多数の規則提案や前政権下で導入されたルールの見直しが予定されている（図表2）。証券取引委員会（SEC）のアトキンス委員長は、今回の規制アジェンダについて、「イノベーション、資本形成、市場の効率性、および投資家保護の支援といったSECの新たな焦点を示したものである」と説明している。特に、暗号資産に関する規制枠組みの整備は優先事項と位置付けられており、暗号資産の発行・カストディ・取引に関する明確なルールを策定するとともに、市場参加者等の法令違反を抑止することが重視されている。実際に、SECのアジェンダには、暗号資産の募集・販売に関する規則提案が含まれている。また、企業の情報開示慣行の合理化、株主提案制度の近代化（規則14a-8の改正）、統合監査証跡（CAT）の再検討など、コンプライアンス負担の軽減や資本形成の促進を目指した見直しも盛り込まれている。

以上の通り、2025年春季の規制アジェンダには、第2次トランプ政権の政策方針が色濃く反映されており、金融規制の方向性に明確な変化が認められる。銀行・証券分野においては、過去数年間の厳格な規制路線からの転換を図る動きが顕著であり、特に暗号資産に関しては、明確なルール整備を通じてイノベーションを促進する姿勢が打ち出されている。もっとも、新政権の規制政策の基本方針は明らかになりつつあるものの、個別の制度改正の具体的な内容や適用対象、発効時期などについては依然として不透明な部分も少なくない。金融機関としては、今回の規制アジェンダで示された今後の規則制定のスケジュールや論点を的確に把握した上で、制度変更が自社のビジネスやコンプライアンス体制に及ぼす影響を事前に評価し、必要に応じて対応方針の検討や態勢整備を進めていくことが重要となろう。

(図表 1) 米国銀行当局の規制アジェンダ

当局	規則制定段階	タイトル	公表時期
FRB	規則案	・ ストレス資本バッファー枠組みに関する透明性の改善	2025年9月
FRB	最終規則	・ ストレステストのボラティリティおよびプロセスの改善	2025年9月
FRB/FDIC /OCC	規則案	・ バーゼルIII改訂：大規模銀行組織に対する自己資本規則の改正	2025年12月
FRB等	最終規則	・ 金融データ透明性法に基づく共同データ基準	2025年12月
OCC	規則案	・ ライセンス規則の改正	2025年9月
OCC	規則案	・ 大統領令14219号に基づく規則の撤廃および改正	2025年12月
OCC	最終規則	・ 情報自由法に基づく情報の利用可能性	2025年11月

(参考) Office of Information and Regulatory Affairs

(図表 2) 米国証券当局の規制アジェンダ

当局	規則制定段階	タイトル	公表時期
SEC	事前の意見募集	・ 資産担保証券の登録および開示の強化	2025年10月
SEC	事前の意見募集	・ 統合監査証跡の継続的な有効性評価	2025年10月
SEC	規則案	・ 規制柔軟性法に基づく「小規模事業者」の定義の更新	2025年10月
SEC	規則案	・ 規則144（セーフハーバー）	2026年4月
SEC	規則案	・ 暗号資産	2026年4月
SEC	規則案	・ 新興成長企業向け優遇措置の拡充と報告会社の区分の簡素化	2026年4月
SEC	規則案	・ シェルフ登録の近代化	2026年4月
SEC	規則案	・ 証券登録が免除される募集経路の更新	2026年4月
SEC	規則案	・ 開示実務の合理化	2026年4月
SEC	規則案	・ 株主提案の合理化	2026年4月
SEC	規則案	・ Form N-PORTの改正	2026年4月
SEC	規則案	・ 投資会社法に基づく規則17a-7の改正	2026年4月
SEC	規則案	・ カストディ規則の改正	2026年4月
SEC	規則案	・ 移転代理人	2026年4月
SEC	規則案	・ 指定された情報を伴わない気配値の公表または提出	2026年4月
SEC	規則案	・ ブローカー・ディーラーの財務責任・記録保持・報告に関する規則の改正	2026年4月
SEC	規則案	・ 暗号資産市場構造の改正	2026年4月
SEC	規則案	・ トレードスルーレギュレーション	2026年4月
SEC	規則案	・ ディーラーの定義	2026年4月
SEC	規則案	・ 代替取引システムで取引される米国政府証券の監視強化	2026年4月
SEC	最終規則	・ 登録投資顧問業者および免除報告業者向けの顧客識別プログラム	2026年4月

(参考) Office of Information and Regulatory Affairs

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_magazine@tohmatsu.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

[Home](#) | [利用規定](#) | [クッキーに関する通知](#) | [プライバシーポリシー](#)

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 ファイナンシャ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したは拘束させることはできません。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（オーストラリア、シンガポール、マニラ、ソウル、上海、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な信頼を高め、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ことを目指しています。

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”をパーソス（存在理由）として標榜するデロイトの約 46 万人の人才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・默示を問いません）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.