

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.122

急性リスクと慢性リスクを想定する：世界経済のリスク要因／マネーから見た株価の割高感／暗号資産を巡る国際的な規制の現状と今後の展望

=====

≪ index ≫

1. 【リスクの概観】急性リスクと慢性リスクを想定する：世界経済のリスク要因
 2. 【マクロ経済の動向】マネーからみた株価の割高感
 3. 【金融規制の動向】暗号資産を巡る国際的な規制の現状と今後の展望
 4. お問い合わせ先
- =====

1. リスクの概観（トレンド&トピックス）

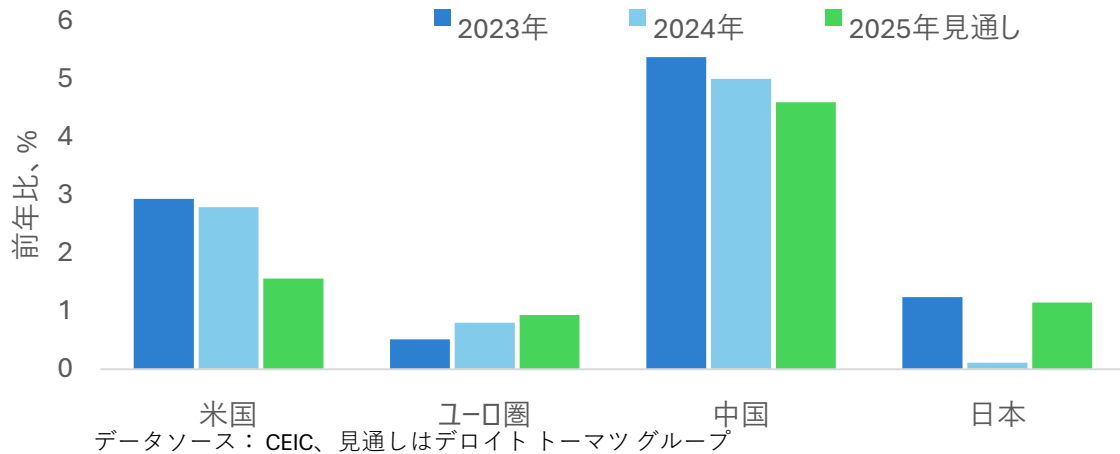
急性リスクと慢性リスクを想定する：世界経済のリスク要因

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

今年 2025 年の世界経済は総じて、当方が年初時点で想定したほどの大きな成長悪化はみられず、かなり堅調に拡大を続けている（当方の最新の成長予想は図表 1 ご参照）。米国については、輸入関税引き上げに伴う国内インフレ率への波及が想定よりも限定的であることが主な上振れ要因といえる。中国と日本については、それぞれ米国向け以外の輸出や内需の堅調さを主因に GDP 統計の数字が当方予想比で上振れが続いている。さらに米国の輸入関税率、特に相互関税部分についての不確実性が各国との交渉で後退したことも、

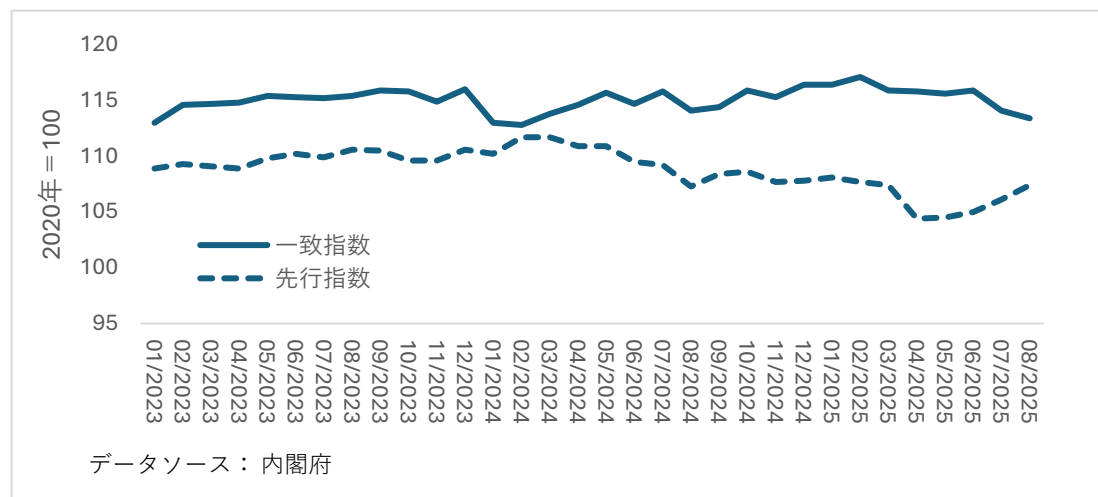
景気の下振れを食い止める要因となっている。経済成長率に加え各国の株価も最高値を更新している。こうした環境の中、短期と長期に分けて、次の景気反落のリスク要因を想定しておくことが、リスク管理上は有効であろう。

図表 1：実質 GDP 成長率見通し

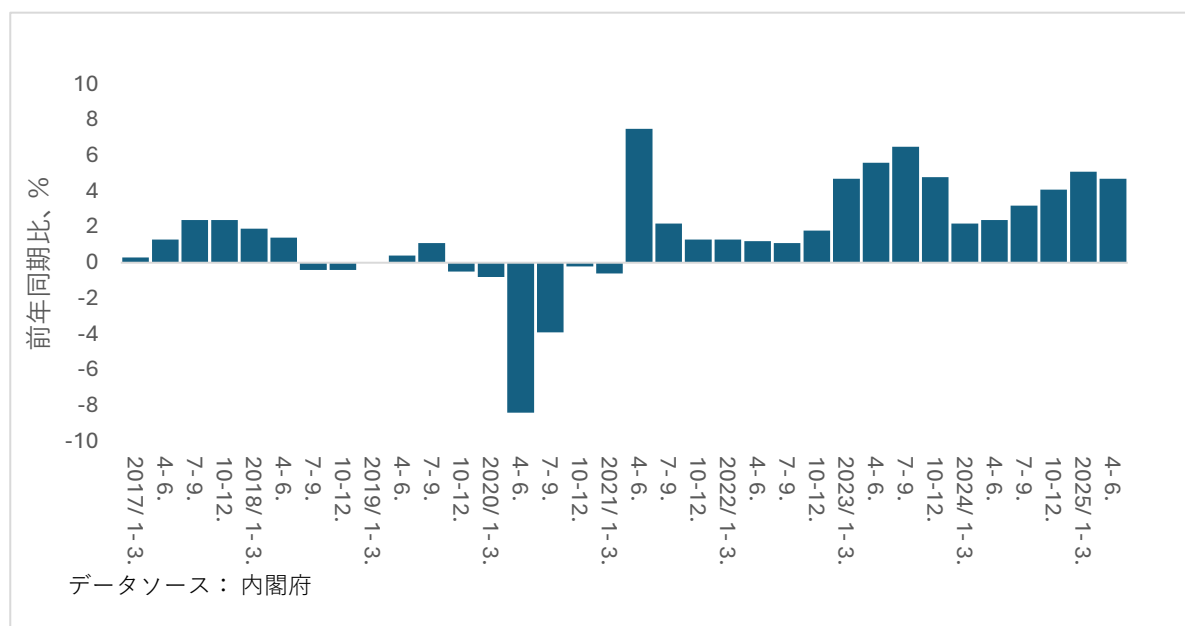


日本を例に、まずマクロ視点での短期的な見通しを、景気先行指標を参考に見てみる。内閣府集計の景気動向指数の一致指数と先行指数の推移（図表 2）を見ると、まず一致指数はトランプ米大統領就任後の 2 月を頂点に低下を始め、日本からの輸入品に対する関税の交渉・合意・適用を経て現在に至るまでほぼ低下が続けている。これに対し先行指数は、トランプ大統領による最初の輸入関税案が公表された 4 月を底に上昇に転じ、そのまま上昇を維持して現在に至っている。つまり、関税発動の日本経済への下方影響は現在も続いているものの、不確実性の低下などを反映して景気の将来の動向を示唆する指標は好転しており、今後少なくとも数か月程度は日本経済の堅調な拡大またはその加速が期待できるといえる。日本株は、日経平均が史上最高値をたびたび更新するなど急上昇しており、やや過熱感も感じられる状況ではある。しかし、コロナ禍以降日本経済がデフレを脱却し、インフレ率と実質成長率を加えた名目 GDP 成長率がコロナ禍以前に比べてほぼ持続的に高まっていることを勘案すれば、名目の株価上昇が加速したことをのみをもってバブルと判断できるわけではない。以上から、今後数か月から 1 年ほどは、日本経済の堅調な拡大は持続でき、急激な深い景気後退に陥る可能性は低いといえそうだ。

図表 2：景気動向指数 [日本]



図表 3：名目 GDP 成長率 [日本]



中期的なリスクを、日本の経済指標以外の外部環境要因から考察すると、依然多様なリスク要因が存在することが分かる。日本にとっていわば急性リスクとしてショック的な影響がある要因には、中国経済の急激な減速の日本への波及、ロシア・ウクライナや中東問題による原油など資源価格急騰などが考えられる。慢性リスクとして時間をかけて下方影響が持続する要因には、米国の対米関税引き上げ、米中対立の余波による対中貿易の縮小やレアアースを含む世界的な物流の分断影響、などが考えられる。なお、グローバルな金融市場の急悪化や金融機関の経営危機をともなういわゆる金融危機のリスクは、好景気からの反動や長期金利高止まりによる企

業業績悪化、株式などの金融資産価格の急落をトリガーに顕在化するシナリオを常に想定しておく必要はある。さらに、様々な形態でのいわゆるプライベート・クレジット市場において、金融機関監督やマクロ経済指標で捕捉されていないリスクが蓄積している可能性があることも要注意であろう。もっとも、現在の世界のグローバル金融機関の財務は極めて健全であり、米国や EU の各中央銀行の監督に基づくストレステストにおいても大手銀行はストレス下でも十分な資本健全性を維持できるとの結果になっている。むしろ金融機関にとっての急性リスクとしてより現実味があるものは、2023 年の米国中堅銀行破綻に見られたような資金流動性リスクであろう。

総じて、米国輸入関税や地政学リスクの企業経営への影響を保守的に悲観視せざるを得なかった、あるいは影響を見積もれなかった時期に比べて、現時点では少なくとも短期的な世界経済見通しは楽観視可能な状況である。ただしその間にも、上記のようなリスクシナリオを想定して、これらが顕在化した場合でも、企業経営上の対応策をある程度想定しておくことが、フォワードルッキングなリスク管理の要諦であろう。

2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

マネーから見た株価の割高感

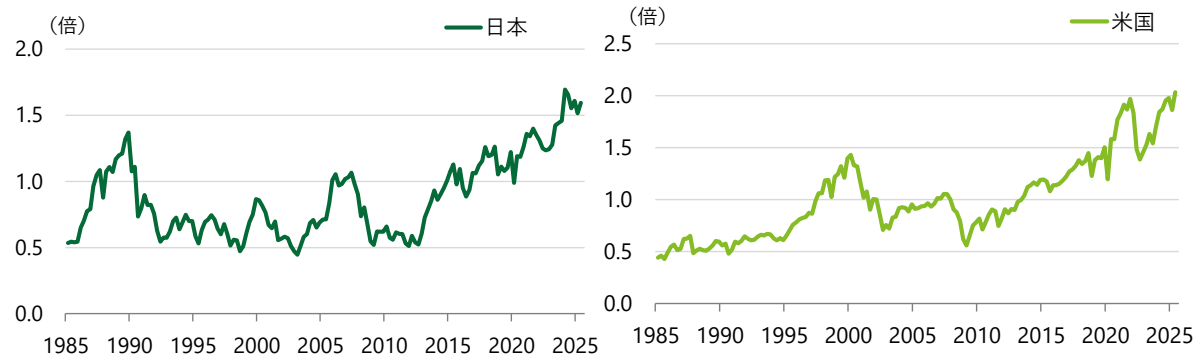
デロイト トーマツ リスクアドバイザー合同会社 リスク管理戦略センター シニアマネジャー 市川雄介

世界的な株高が続いている。米国は史上最高値付近で底堅く推移しているほか、日経平均株価は本稿執筆時点で 5 万円をうかがう水準に達している。貿易戦争を巡る不確実性が後退したと受け止められる中、グローバルな AI 関連需要の拡大や米国の利下げ継続、さらに国内では高市新政権の財政拡張スタンスなど、各種の期待が押し上げている形だが、株価の割高感が強まっているのも確かである。

マクロ的な観点から株価の過熱感を測る指標として、時価総額の名目 GDP 比（いわゆるバフェット指標）がよく使われる。配当の源泉となる企業収益が究極的には各国のマクロ経済動向に規定されることを踏まえれば、直感的にも分かりやすい指標と言える。もっとも、企業全体に占める上場企業のシェアが拡大すれば同指標は上昇トレンドをもつことになるほか、リーマン・ショックやコロナ禍後の世界的な金融緩和によりマネーが実体的な投資よりも金融市場に流れやすくなっている状況を踏まえると、必ずしも使いやすい指標ではない。実際、日本のバフェット指標は過去最高水準に上昇しているが（図表 1）、企業の収益力が平成バブル期よりも大きく高まる

中、現在の日本の株価が当時よりも割高であるという結論は説得力が低いだろう（統計的に算出されたトレンドからの乖離を分析する方法もあるが、トレンドを計算する始期や方法によって過熱感の評価が左右されてしまうという難点がある）。

図表 1 日米のバフェット指標



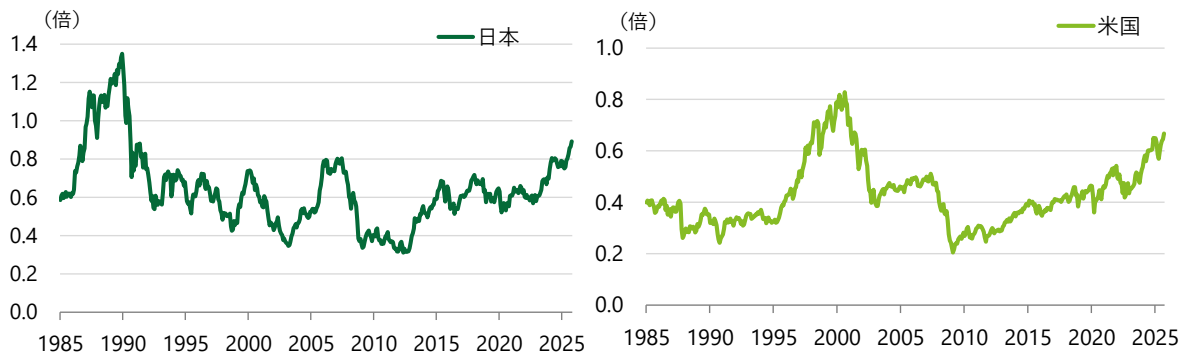
注：株式時価総額の名目 GDP 比。米国の時価総額は Wilshire 5000 Index。いずれも直近は 2025 年 4－6 月期。
データソース：CEIC

そこで世界的な流動性の増加を勘案し、経済全体に出回っているマネーの総量との比較で評価したのが図表 2 である。ここでいうマネーの範囲は、中央銀行が短期金融市場等に供給するマネタリーベースではなく、家計や企業（金融機関を除く）が保有する現預金として定義される M2 を用いている。日本の時価総額・マネー比率は直近で 0.9 倍となっており、1 倍を大きく上回った 1980 年代末の平成バブル期ほどではないものの、不動産を中心とする部分的な資産価格の高騰がみられた 2007 年の「ミニバブル期」（0.8 倍程度）を上回る水準に達している。平成バブル崩壊以降、株価は「ミニバブル期」の水準に近づくたびに調整を経験してきたが、足許ではその天井を突き抜けて上昇を続けている状況にある。この間の流動性の増加を勘案してもなお、期待が先行する割高な状況に陥っていると評価できるだろう。

米国については、グローバルなマネーを引き付ける最大の金融市場であることから、米国だけでなく日本・ユーロ圏・英国・中国のマネーも合算したグローバルな M2 との対比で評価した。足許では、バブルの典型例であった IT バブル期の水準（0.8 倍）よりは低いものの、2007 年のサブプライム住宅バブル期のピーク（0.5 倍弱）を大きく上回っており、日本よりも過熱感の強い状況がうかがわれる。

こうした割高感が解消する過程で調整が生じた場合、どの程度の深さが想定されるだろうか。予測は極めて困難であるが、図表 2 からは、日本の時価総額・マネー比率が比較的安定していた過去 10 年程度の 0.6 倍程度というのが一つの目安となりそうだ。足許の倍率は 0.9 倍であるため、単純計算で株価は 3 分の 1 程度下落する余地があることになる。

図表 2 日米の時価総額・マネー比率



注：時価総額の M2 比。米国の図表では、時価総額を日本・米国・ユーロ圏・英国・中国の合計 M2 で除して算出。

日本は 2025 年 10 月、米国は 9 月まで。いずれも直近月は下旬時点の株価とトレンドで延伸した M2 を用いた試算値。

データソース：CEIC、FRED

時価総額・マネー比率は調整スピードに関する示唆を与えるものではないため、すぐに株価が 3 割超下落することを予想するものではないし、期待先行の株高が徐々に和らぐ中でマネーの伸びが追いつき、最終的な下落幅が圧縮される可能性もある。それでも、潜在的に 3 割程度の調整余地があるということは、株価がそのまま堅調に推移する状況よりも、何らかのショックをきっかけに株価が下落基調に転じるシナリオを想定していたほうが良いことを示唆していよう。米国経済の予想以上の減速やインフレ圧力が明らかとなる状況、既に散発的に再燃しつつある一部金融セクターに対する不安の拡大、米中通商協議の決裂、円安・インフレの上振れによる日銀の利上げペースの加速など、そのトリガーの候補は複数想定されうところであり、過度な楽観を控える局面に来ていると考えられる。

3. 金融規制の動向（トレンド&トピックス）

暗号資産を巡る国際的な規制の現状と今後の展望

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

近年、暗号資産市場の急速な拡大を背景に、その健全な発展とリスク抑制の両立が重要な政策課題となっている。国際的には金融規制の観点から包括的な枠組みの構築が進められており、各法域の金融当局もこれを踏まえて制度整備を本格化させている。具体的には、金融安定理事会（FSB）と証券監督者国際機構（IOSCO）は 2023 年に、暗号資産およびグローバル・ステーブルコインの規制・監督に関するハイレベルな勧告を策定し、各法域の制度設計に向けた共通の最低基準を提示した。その後、FSB と IOSCO は 2025 年に、各法域における勧告の実施状況に関するテーマ別レビューを実施し、同年 10 月 16 日にそれぞれ報告書を公表している。本稿では、FSB および IOSCO による 2023 年の勧告を概説するとともに、直近の報告書における主要な論点を整理し、暗号資産を巡る今後の規制・制度の展望について考察する。

FSB と IOSCO が 2023 年に策定した枠組みは、異なる目的を有しながらも、相互に補完し合う関係にある。FSB は 2023 年 7 月に、暗号資産活動に関するグローバルな規制枠組みを最終化した。この枠組みは、暗号資産およびグローバル・ステーブルコインの規制・監督・監視に関するハイレベルな勧告で構成されており、金融安定リスクへの対応に重点を置いている点が特徴である。他方、IOSCO が同年 11 月に最終化した枠組みは、暗号資産活動に起因する市場の健全性および投資家保護に関する懸念への対応に焦点を当てており、法域間の規制・監督の一貫性向上を促すための政策勧告を含んでいる。なお、FSB と IOSCO の枠組みは、「同じ活動・同じリスクには同じ規制を適用する」という共通の原則に基づき、関連するリスクへの対応と安全かつ責任あるイノベーションの推進を図るという目標を有している。

FSB の 2025 年 10 月の報告書は、金融安定リスクの観点から、合計 37 の法域における勧告の実施状況を評価したものである。具体的には、暗号資産サービス・プロバイダーおよびステーブルコインに関する規制枠組み、データ収集・報告、クロスボーダーの協力・調整などに関する進捗状況を分析している。報告書によると、暗号資産市場・活動に関する勧告の実施については一定の進展がみられる一方で、グローバル・ステーブルコインに関する最終的な規制枠組みを確立した法域は依然として限られている。例えば、日本・香港・シンガポール・EU など 11 の法域では暗号資産に関する規制枠組みが最終化されているものの、グローバル・ステーブルコインに関しては

最終化が完了している法域は 5 つにとどまり、11 の法域ではいまだ規制枠組みが整備されていない。FSB は、こうした実施状況の不均衡が規制アービトラージの余地を生み出し、暗号資産市場の監督を一層複雑化させていると指摘している。このような課題を踏まえ、報告書では、各法域が規制制度を構築する際や、FSB を含む国際的な基準設定主体が今後の検討を進める際に留意すべき 8 つの勧告を提示している。

これに対し、IOSCO の 2025 年 10 月の報告書は、市場の健全性および投資家保護の観点から、暗号資産・デジタル資産市場に関する勧告のうち特に 10 項目を対象として、合計 20 法域における実施状況を評価している。評価の対象となった勧告は、ガバナンス、利益相反、詐欺・市場濫用、クロスボーダーの協力、カストディ、リテール顧客の保護、開示などに関するものである。報告書によると、対象法域の多くは IOSCO の政策勧告に沿った法・規制枠組みを導入しており、全体として顕著な進展がみられると結論付けている。もっとも、今後継続的な取り組みが求められる主要な領域として、実施の一貫性向上、規制アービトラージの抑制、エンフォースメント実務の強化を挙げている。また、報告書は、暗号資産エコシステムが依然として市場の健全性および投資家保護に関するリスクを内包していることを指摘し、各法域に対して、可能な限り早期に IOSCO の政策勧告を実施するための措置を講じるよう求めている。さらに、IOSCO 自身に対しても、クロスボーダーの情報共有を促進するための改善策（エンフォースメントを超えた協力メカニズムの強化を含む）の検討などを推奨している。

以上のように、FSB および IOSCO のレビューは、金融安定性・市場の健全性・投資家保護の観点から規制・制度整備の現状を評価しており、各法域において勧告の実施に向けた取り組みが進む一方で、その進展度合いには依然としてばらつきがあることを示している。こうした中、FSB の報告書でも指摘されている通り、本邦では、資金決済法の改正（2017 年 4 月施行）による暗号資産交換業者の登録制の導入、同法の改正（2023 年 6 月施行）による電子決済手段等取引業の創設など、他法域と比較して暗号資産を巡る法制度の整備が早期に進展してきた。さらに、金融庁は 2025 年 4 月に、「暗号資産に関連する制度のあり方等の検証」と題するディスカッション・ペーパーを公表し、規制見直しに向けた基本的な考え方を整理している。また、金融審議会の作業部会においては、暗号資産に関する規制を資金決済法から金融商品取引法へ移行する方向性の下で、各種論点に関する具体的な検討が進められている。他方で、銀行規制の文脈では、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）が 2022 年 12 月に暗号資産に関する国際的な健全性基準を公表（2024 年 7 月に一部改訂）しており、その実施期限である 2026 年 1 月 1 日が迫っている。今後、本邦においても、国内実施に向けた

具体的な検討が進められることが見込まれる。このような状況を踏まえ、金融機関としては、金融審議会作業部会での議論の動向を注視するとともに、将来的な制度変更を見据えた事業運営やリスク管理等への影響評価を着実に進める必要があるだろう。

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

Q

[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 ファイナンス 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、デロイトトウシュートマツリミテッド (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.