

## グローバル・リスク・ウォッチ Vol. 124

### 経済分断とリスクの蓄積に注意：2026 年の 10 大リスクシナリオ／半導体セクターの好調はいつまで続くか／米国 SEC における 2026 年度検査の優先事項

=====

«index»

1. 【リスクの概観】[経済分断とリスクの蓄積に注意：2026 年の 10 大リスクシナリオ](#)
  2. 【マクロ経済の動向】[半導体セクターの好調はいつまで続くか](#)
  3. 【金融規制の動向】[米国 SEC における 2026 年度検査の優先事項](#)
  4. お問い合わせ先
- =====

#### 1.リスクの概観（トレンド&トピックス）

##### 経済分断とリスクの蓄積に注意：2026 年の 10 大リスクシナリオ

合同会社デロイト トーマツ

リスクアドバイザリー 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

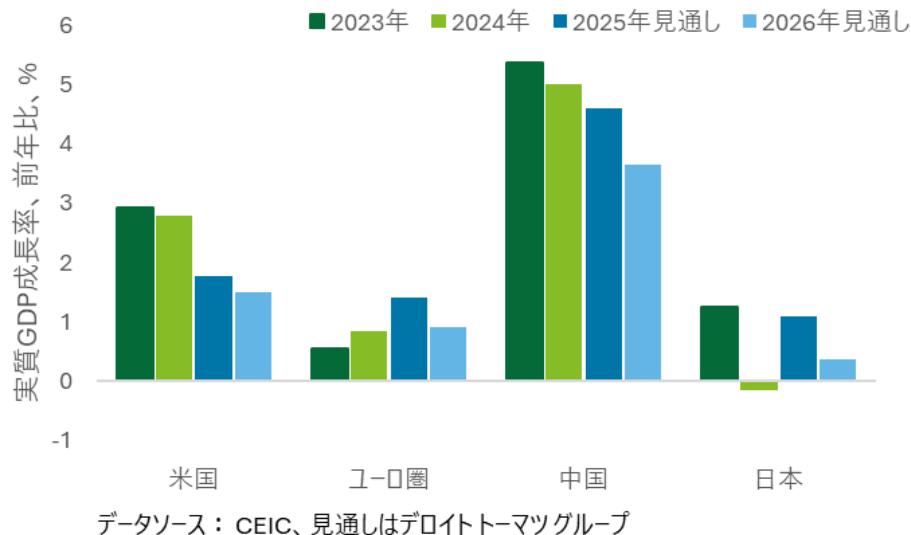
当方では、「2026 年の 10 大リスクシナリオ」を図表 1 の通り選定した。2026 年の主要地域経済のベースライン見通しを、米国関税影響の恒常化やインフレの持続を原因に 2025 年比やや減速するとしている（図表 2）。

本稿の 10 大リスクシナリオは、経済がベースラインよりも大幅に悪化するシナリオを 10 項目策定し、蓋然性と影響度で評価してランク付けしたものである。これらのリスクシナリオは大きく、地政学要因による経済分断のリスクに焦点を当てたもの、世界経済拡大継続の中で蓄積したリスクの顕在化のおそれにつかみたもの、個別地域の政治経済要因に着目したもの、に分かれる。以下で 10 大リスクシナリオをこの 3 つの観点から概観する。

図表 1：2026 年の 10 大リスクシナリオ

| 2026年10大リスクシナリオ |                     |
|-----------------|---------------------|
| #1              | グローバル金融危機           |
| #2              | 日中対立深刻化             |
| #3              | 中国経済の大幅悪化           |
| #4              | 円安の急進行・国内金利の急騰      |
| #5              | 中東情勢悪化              |
| #6              | 欧州・ロシアの衝突           |
| #7              | 関税問題の広まり            |
| #8              | サイバー攻撃による経済活動の阻害    |
| #9              | 米州不安定化              |
| #10             | 南・東南アジア、アフリカ地域の不安定化 |

図表 2：主要地域経済ベースラインシナリオ



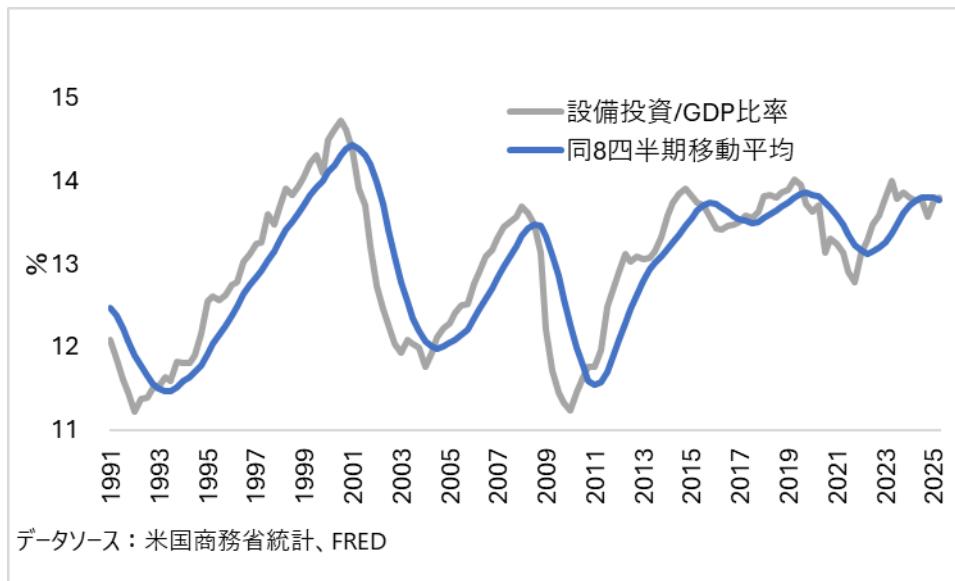
まず、政治・地政学リスクの顕在化による経済の分断、特にサプライチェーンの分断が世界経済を悪化に導くリスクが、近年さらに拡大している。「#2 日中対立深刻化」は政治的にもセンシティブな問題で今後の動向を予測することは容易ではないが、少なくとも企業活動におけるリスクシナリオとして、中国の対日輸出への大きな制約（レアアースを含む）によるサプライチェーンの本格的寸断の想定はしておくべきであろう。過去時限的に中国から日本へのレアアース輸出が制限された事例はあるが、その際の経済影響は限定的であった。しかし、2025年の中米関税交渉において中国がレアアース禁輸を切り札に米国から関税引き下げを引き出した経緯からは、今後中国の輸出制限を対抗措置として本格発動する蓋然性は当時より高いと言える。グローバルにも、需要国が代替調達ルートや新たな採掘源の探索などの対策を実施するだろう。本邦企業としては政府の経済安全保障政策とも連携しつつ各種サプライチェーン寸断への代替策を検討することが望ましかろう。「#5 中東情勢の悪化」は、停戦合意に達したイスラエル・ハマス間の戦闘が再開、さらにはイラン核開発停止実現を図って再度イランへの武力行使が行われ、ホルムズ海峡原油をはじめとする世界のエネルギー調達に支障が出るシナリオである。

「#6 欧州・ロシアの衝突」は、ロシア・ウクライナ間の和平合意の有無にかかわらず、ロシアが中期的な欧州地域への進出策を続けることでNATOとの衝突が拡大するシナリオで、欧州経済の悪化や対ロシア制裁の拡大（ロシアとの交易国への制裁を含む）に至るシナリオである。そのほか「#7 関税問題の広まり」は米国輸入関税の（再）引き上げの可能性、「#8 サイバー攻撃による経済活動の阻害」はサイバー攻撃等を含めたいわゆるハイブリッド戦争形態の拡大余波で、民間企業の生産・物流能力が広範囲かつ長期間にわたり分断されるショックシナリオを想定している。

次に、経済に蓄積したリスクの顕在化の可能性についてみる。ここ3年ほどの世界経済は、地政学リスクや米国輸入関税等を巡る不確実性にもかかわらず、総じて堅調な拡大を継続してきたといえる。他方その間、次の景気後退のトリガーとなりうるリスクの萌芽や蓄積もみられる。「#1 グローバル金融危機」は、米国長期金利の高止まりや雇用減速、インフレ高進のリスクに加え、いわゆるプライベートクレジット市場拡大や過大なAI投資の反動を起因とする、複合的な金融危機シナリオである。現在米国を含むグローバルな金融機関の健全性には問題なく、次の景気下降サイクルになってもそれだけで金融危機に至ることはないというのが当方のベースラインの見方である。いわゆるプライベートクレジット市場もその規模は1兆ドル程度と信用市場におけるシェアは限定的である。しかし、プライベートクレジット市場は銀行監督領域の内外にまたがる複雑な資金フローを形成しており、その不透

明性からリスクの実態が完全につかめていないのも事実だ。また米国の設備投資は、設備投資循環的にはかなり高水準にあるとともに（図表3）、次項「半導体セクターの好調はいつまで続くか」での分析のように、今回の半導体サイクルの上昇局面が過去に比べかなり長いものになっていることも要注意である。「#3 中国経済の大嵐悪化」は、長期化する不動産市場の悪化や内需減退と米国関税という新たな外部ショックによるリスクの顕在化を警戒したもの、「#4 円安の急進行・国内金利の急騰」は、日本経済の需給ギャップがほぼ解消したところに積極財政政策が加わって需要超過によるインフレが高進、さらに海外投資家の日本財政への懸念等からの急激な円安と長期国債利回りの急上昇を想定するものである。当方では日本経済がデフレを脱してすでにインフレ構造傾向を強めている可能性を警戒しており、仮に日本銀行の利上げがペースダウンする場合にはいわゆるビハインド・ザ・カーブに陥るリスクもあるとみている。

図表3：米国のGDP/設備投資比率



最後に、個別地域の政治経済要因によるシナリオとして、「#9 米州不安定化」は米国内の政治分断、及び中南米のベネズエラ、ブラジル、アルゼンチンなどを含む米州全体における分断、「#10 南・東南アジア、アフリカ地域の不安定化」は、タイ・カンボジア間の地域紛争など、アジア・アフリカ地域の政治対立・地政学リスクの顕在化にかかるものである。

従来からの米中対立を基軸とする貿易戦争に加えて、インド・米国間の貿易摩擦拡大、中国による米国産大豆輸入抑制とブラジル・アルゼンチンへのシフトなど、2025年はいわゆるグローバル・サウスの各国が個別にその

対立軸に加わってきている。中期的には中国の東南アジア政策、インドと中国の接近の可能性、そして欧洲の対ロシア政策など、合従連衡の軸は複雑化しそうだ。10 大リスクシナリオとしての設定は今回見送ったものの、「東・西・南」もしくはそれ以上の多極化構造の中での分断の進行の可能性も、2026 年の一つの潜在リスクといえるだろう。

図表 4：2026 年の 10 大リスクシナリオ（シナリオ詳細）

|     | 2026年10大リスクシナリオ     | シナリオ詳細   | 蓋然性 | 影響度 |
|-----|---------------------|--|-----|-----|
| #1  | グローバル金融危機           | プライベート・クレジットも含む信用市場や株式市場で、個別企業財務の悪化やAI投資の行き過ぎへの懸念から大幅な調整が発生、金融システム危機に波及する。 | M   | H   |
| #2  | 日中対立深刻化             | 台湾有事に関する発言を巡り日中間の歩み寄りが進まず中国側の対応がエスカレート。尖閣諸島問題時を超える不買運動やアエラス輸出規制に至る。        | M   | H   |
| #3  | 中国经济の大幅悪化           | 中国经济の不動産市場の回復の遅れに加え、内需の減退が長期化し、成長率が急減速。失業率の上昇等から国民の不満も高まり経済危機が生じる。         | M   | H   |
| #4  | 円安の急進行・国内金利の急騰      | 日本の新政権の財政支出拡大や、日銀による利上げの遅れで円安が急進行。国債の信用度低下や高率のインフレ発生に見舞われ長期金利が急騰する。        | M   | H   |
| #5  | 中東情勢悪化              | イスラエルがイラン核開発の断固阻止を諦めず、再度の武力行使に及ぶ。イラン側は最終手段であるホルムズ海峡封鎖を断行し、エネルギー危機が発生する。    | M   | H   |
| #6  | 欧州・ロシアの衝突           | NATOに対するロシアの挑発的行動が継続・エスカレート、NATO側との偶発的衝突で死傷者が発生し、NATOが集団的自衛権行使、交戦状態に至る。    | L   | H   |
| #7  | 関税問題の広まり            | 米国が関税大幅引き上げを再度主張し、世界経済が再び混乱。欧州や中南米も対中関税等を統々と引き上げ、関税競争が世界に拡大、貿易大幅縮小に至る。     | L   | H   |
| #8  | サイバー攻撃による経済活動の阻害    | AIを活用した新種の手口などサイバー攻撃による被害を受ける企業が急増し、経済活動に広範な悪影響が生じる。                       | L   | H   |
| #9  | 米州不安定化              | 米国国内では分断深刻化が極まり民主党優勢の州が連邦政府と決定的に対立、中南米では麻薬問題をめぐる米国との対立が激化し戦争状態に陥る。         | M   | L   |
| #10 | 南・東南アジア、アフリカ地域の不安定化 | タイ・カンボジア間など地域紛争の多くで仲裁役を欠いた状態のまま推移し、偶発的衝突によって一挙に戦争状態に事態が悪化。企業が撤退の決断を迫られる。   | L   | M   |

## 2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

### 半導体セクターの好調はいつまで続くか

合同会社デロイトトーマツ

リスクアドバイザリー リスク管理戦略センター シニアマネジャー 市川 雄介

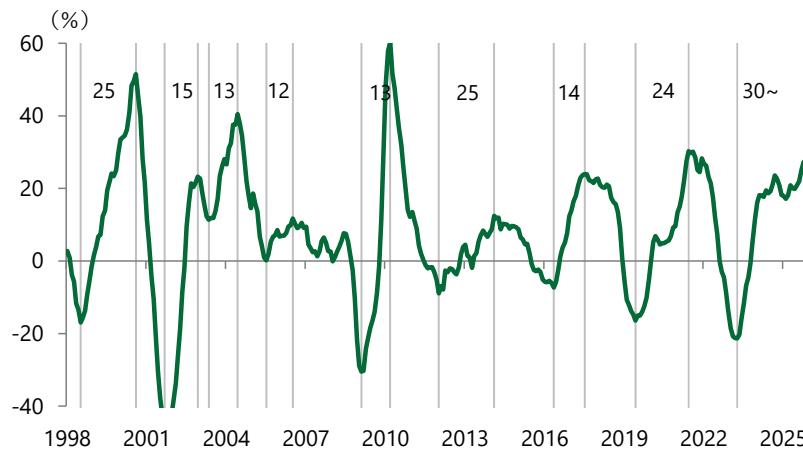
2025 年の世界経済は、中東や東欧における地政学的な衝突の継続、米国を中心とする各国の金利の高止まり、そしてトランプ次期政権の政策に対する不透明感の急拡大といった逆風が吹く中でスタートした。しかし、蓋を開けてみれば、2025 年の世界 GDP 成長率は前年比 +3.2%（IMF による 10 月時点の予測値）と、

2024 年の +3.3% からほぼ横ばいとなることが見込まれる状況となった。この背景には、当初は想定以上の規模となった米国の関税が引き下げや猶予によってある程度現実的な水準に落ち着き、不確実性が緩和したこと、好調な企業収益等を背景に関税発動後の価格転嫁の動きが緩やかなものにとどまり、米国を筆頭に各国が利下げを進められたこと、そして AI 需要の爆発的な拡大が関連セクターの生産・輸出を押し上げたことなどがあったと整理できよう。

このうち、AI 関連需要の拡大は、日本でも日経平均株価が 5 万円を超える原動力となるなど、幅広い影響をもたらしている。こうした好況は当面続くとの見方が大勢であり、半導体市場は従来の数年単位の好不況のサイクルを超えて、構造的に成長を続けるといった声も出つつある。

たしかに、足許の半導体市場は過去と異なるパターンを示している。グローバルな半導体サイクルを端的に捉えた世界半導体出荷額の長期的な推移をみると（図表 1）、前年比成長率が底を打ってからピークを迎える好況期の期間は、これまで最長でも 2 年程度だったのに対し、現在のサイクルは 10 月時点で 30 カ月に達している。しかも、2000 年代初頭の IT バブルのように急激に伸びが拡大しているわけではなく、高い成長率が一定期間続いているという特徴がある。堅調な伸びの持続は、5G 通信への切り替え等により構造的に半導体需要が拡大するという「スーパー・サイクル」がもてはやされた 2017～18 年と同様の特徴である。

図表 1 半導体サイクル（世界半導体出荷額・前年比）

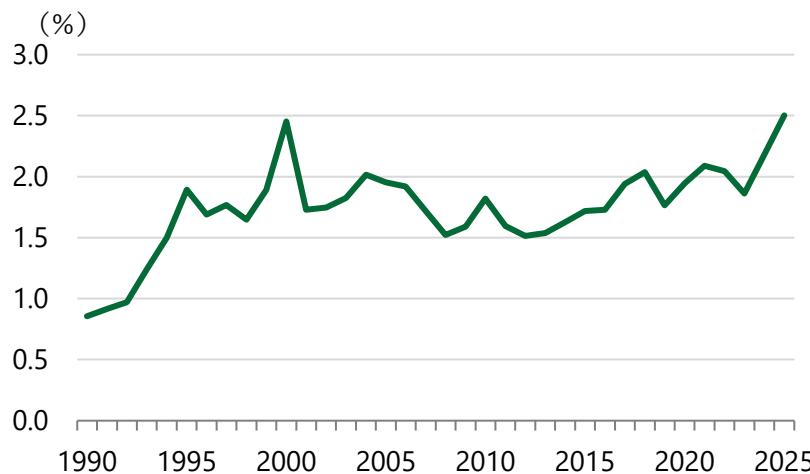


注：3 か月移動平均値。数字は谷から山の期間（カ月）。直近は 2025 年 10 月。  
データソース：WSTS

しかし、その 2017～18 年の「スーパー・サイクル」の後にもしっかり調整局面が訪れているように、好況期がいつまで続くことはないだろう。むしろ、好況期が長期化している分、累積的な過熱感は否定できなくなっている可能性が

ある。実際、世界の設備投資（総資本形成）に占める半導体出荷額の割合をみると、2025年（IMFのGDP予測値等に基づく見込み値）は2.5%強と、ITバブル期をわずかに上回り、過去最高の水準に達している（図表2）。特にここ2年程は、シェアの上昇ペースが加速しており、その他のセクターに比べて企業が半導体関連に一段と資金を振り向けていることが示唆される。

図表2 世界投資に対する半導体出荷額



注：2025年の世界投資は、IMFによる予測値（2025年10月のWorld Economic Outlook）。半導体出荷額は10月までの合計を年率換算したもの。

データソース：WSTS、IMF

半導体出荷額の世界投資に対する比率は、過去30年以上にわたり、概ね2%前後で安定して推移しており、そこからの上振れは過熱感のサインとなってきた。半導体需要の主役が次々と移り変わり、製品あたりの半導体の数も性能も飛躍的に進化してきたにも関わらず、この経験則が成り立ってきたことを踏まえると、現在のAIブームだけを例外扱いすることには慎重であったほうが良いだろう。直近では、巨額の投資資金のために、AI企業間で株価上昇を前提としたようなファイナンス・スキームが広がっているとされるが、足許における半導体出荷額・投資比率の上昇は、こうしたマネー面の過熱感を一部捉えた結果だと考えることもできる。

半導体市場は2026年も堅調な拡大を続ける見通しとなっているが、調整のマグマは着実にたまりつつある。実需自体が旺盛なため、過度の悲観は不要だが、投資が加熱してきたことの反動が早晚顕在化するリスクに十分留意したい。

### 3. 金融規制の動向（トレンド&トピックス）

#### 米国 SEC における 2026 年度検査の優先事項

合同会社デロイト トーマツ

リスクアドバイザリー ファイナンシャルサービスズ 楠田 祥也

米国証券取引委員会（SEC）は、米国における連邦レベルの証券規制を担う当局である。バイデン政権下では、ゲンスラー委員長の主導のもと、広範な規制改革やエンフォースメントの強化が進められてきた。他方、第 2 次トランプ政権の発足後は、アトキンス氏の委員長就任を契機として、特に暗号資産分野を中心に従前とは対照的な規制緩和の方向性が示されている。こうした中、SEC の検査局は 2025 年 11 月に、2026 年度の検査における優先事項を公表した。これは、アトキンス委員長就任後に公表された初の検査の優先事項であり、SEC の現在の監督上の問題意識を具体的に示すものといえる。本稿では、当該優先事項のうち、特にブローカー・ディーラー（証券会社）に関する検査の重点事項と、市場参加者全体に共通するリスク領域を概観するとともに、2025 年度の優先事項と比較した特徴等を考察する。

SEC の検査局は、SEC 登録の投資顧問業者、投資会社、ブローカー・ディーラー等を対象として、連邦証券法の遵守状況に関する検査を実施している。同検査局は毎年、検査の優先事項を公表しており、潜在的にリスクの高い分野について、SEC 登録業者に対してコンプライアンス対応の強化を促している。2026 年度の優先事項では、市場参加者別の検査の重点項目に加え、横断的な共通のリスク領域が示されている。

まず、ブローカー・ディーラーの検査の重点分野としては、①財務責任規則、②トレーディング関連の実務およびサービス、③リテール向けの営業実務の 3 点が挙げられている。このうち、1 点目の財務責任規則は、ネット・キャピタル・ルールや顧客保護ルールへの対応に関するものである。特に、財務報告で用いるデータ等の作成に関する外部業者やベンダーのサービスに対する監督体制など、オペレーション・レジリエンス・プログラムについて検証される予定である。また、検査官は、ストレス事象に対応するための流動性充実度を評価する観点から、信用・市場・流動性リスクの管理・統制状況も確認するとしている。さらに、キャッシュ・スイープ・プログラムやプライム・ブローカレッジ業務については、集中度、流動性、カウンターパーティ信用リスクに関する問題などが評価対象となる見込みである。

2点目の検査の重点項目は、ブローカー・ディーラーの株式・債券取引の実務に関するものである。具体的には、時間外取引や地方債に関する取引実務が対象とされているほか、注文のルーティングおよび執行（例：最良執行、非流動性商品の価格設定・評価、情報開示）についても検証が行われる予定である。また、レギュレーション SHO（空売り規制）に関しては、ブローカー・ディーラーが「真正なマーケットメイキング」の例外規定を適切に利用しているかが確認される。このほか、代替取引システム（ATS）についても、機密情報保護のための措置などに関する検査が実施される方針である。

3点目の重点項目は、最善の利益規則（Regulation Best Interest）の遵守を含む、ブローカー・ディーラーのリテール向け営業実務である。例えば、商品や投資戦略に関する推奨、口座開設・ロールオーバー等の推奨における利益相反の特定・軽減の取組みなどが関心領域として挙げられている。検査では、特に複雑または税制上の優遇措置を伴う推奨商品（変額年金および登録指数連動年金、プライベートエクイティやプライベートクレジット等の非流動性資産に投資する上場投資信託など）に重点が置かれる予定である。また、ブローカー・ディーラーの顧客関係の概要書面（Form CRS）について、リテール投資家に提供するサービス内容、手数料・コスト、利益相反などの記載が適切に行われているかも確認される。

これに加え、SECの検査局は、市場参加者共通のリスク領域も提示している。主な領域としては、まず、情報セキュリティおよびオペレーションレジリエンスが挙げられている。例えば、サイバー攻撃の増加や地政学的懸念等を踏まえ、重要なサービスの中断を防止し、投資家の情報・記録・資産を保護するための実務が検証対象となる。次に、新興金融テクノロジーが共通のリスク領域とされている。とりわけ、特定の商品・サービスにおける自動投資ツール、AIテクノロジー、取引アルゴリズムなどの利用状況およびそれに伴うリスクが注目されている。さらに、マネーロンダリング対策（AML）に関連する共通のリスクも示されている。特に、銀行秘密法（BSA）に基づくAMLプログラムの整備状況や、米国財務省外国資産管理局（OFAC）の制裁措置への対応状況が検証される見込みである。

このように、SECの検査局は、ブローカー・ディーラーを含む市場参加者に対して、広範な検査の優先事項を示している。2025年度の優先事項と比較すると、ブローカー・ディーラーに関する検査内容は概ね従来のテーマを踏襲しており、SECの体制変更の影響は限定的であると考えられる。他方で、2026年度の優先事項全体をみると、暗号資産関連の重点項目や言及が削除されている点が特徴である。また、アトキンス委員長は、優先事項

の公表に際し、「検査は SEC の使命達成のための重要な要素であるが、揚げ足取りのものであってはならない」と述べている。こうした暗号資産分野における検査の優先度の後退や、検査に対する建設的な姿勢を示す発言は、政権交代に伴う SEC の政策スタンスの変化を反映したものと解釈できる。今後、金融機関においては、投資家保護の確保や基本的なコンプライアンス対応は引き続き求められる一方で、新体制下の SEC における検査や監督の運用面での変化にも留意する必要がある。金融機関としては、SEC の検査・監督の実務動向を継続的に注視し、それらを踏まえた対応を検討していくことが重要となろう。

---

#### 4. お問い合わせ先

廣島 鉄也

合同会社デロイトトーマツ

リスクアドバイザリー 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](mailto: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合同会社デロイトトーマツ・グループならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、合同会社デロイトトーマツ、デロイトトーマツ税理士法人および DT 弁護士法人を含む）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 30 都市以上に 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](http://www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、Deloitte Touche Tohmatsu Limited（“Deloitte Global”）、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。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せることはできません。Deloitte Global およびその各メンバーファームならび

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。Deloitte Global 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](http://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 リミテッドは保証有限責任会社であり、Deloitte Global のメンバーフームです。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*”をバーバス（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](http://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（“Deloitte Global”）、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 Deloitte Global、そのメンバーフーム、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も責任を負いません。Deloitte Global ならびに各メンバーフ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.