

## グローバル・リスク・ウォッチ Vol.126

米国の物価リスクは依然上方：FRB 金融政策見通し／  
通貨体制のグランドデザイン不在の中で米ドル基軸通貨  
体制と日本円はどこへ向かうか？／ストレステストから読み  
解く欧米当局の金融安定リスクに関する問題意識

=====  
<<index>>

1. 【リスクの概観】米国の物価リスクは依然上方：FRB 金融政策見通し
2. 【マクロ経済の動向】通貨体制のグランドデザイン不在の中で米ドル基軸通貨体制と日本円はどこへ向かうか？
3. 【金融規制の動向】ストレステストから読み解く欧米当局の金融安定リスクに関する問題意識
4. お問い合わせ先

=====  
**1. リスクの概観（トレンド&トピックス）**

**米国の物価リスクは依然上方：FRB 金融政策見通し**

合同会社デロイトトーマツ

リスクアドバイザー 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

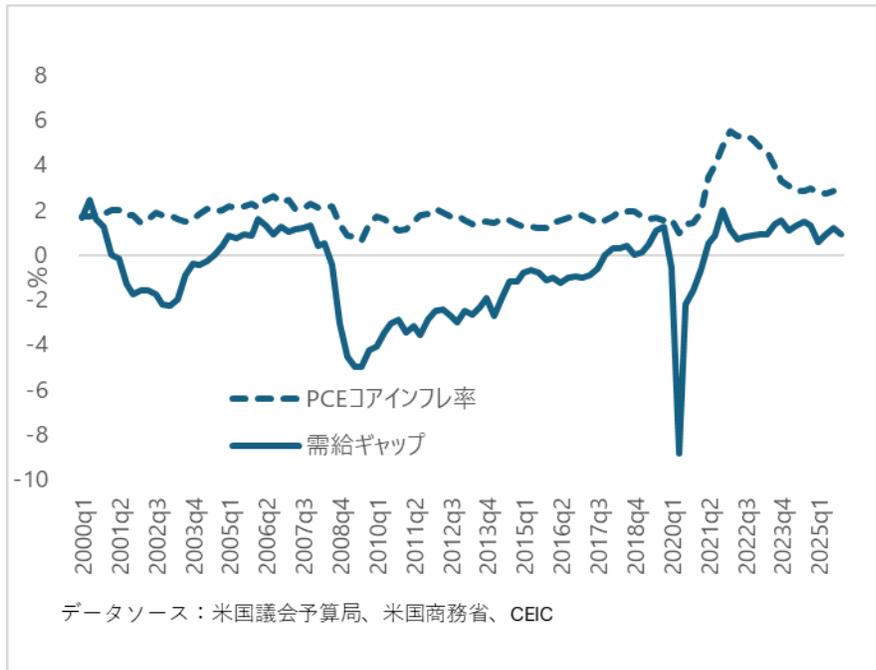
当方では、米国連邦準備制度理事会（FRB）は今年中にあと0.5%の利下げを実施し、中立金利とされる3%がターミナルレートとなるとみている。またインフレ率は今後おおむね低下傾向をたどり、今後1～2年でFRBの

目標である 2%に着地するとみている。しかしながら、グローバルな経済分断、米国輸入関税コストの国内価格転嫁、米国経済の成長加速による需給の引き締めなど、インフレリスク要因はどちらかといえば上方である。中立金利に至る前に FRB の利下げが停止される可能性もあると見たい。

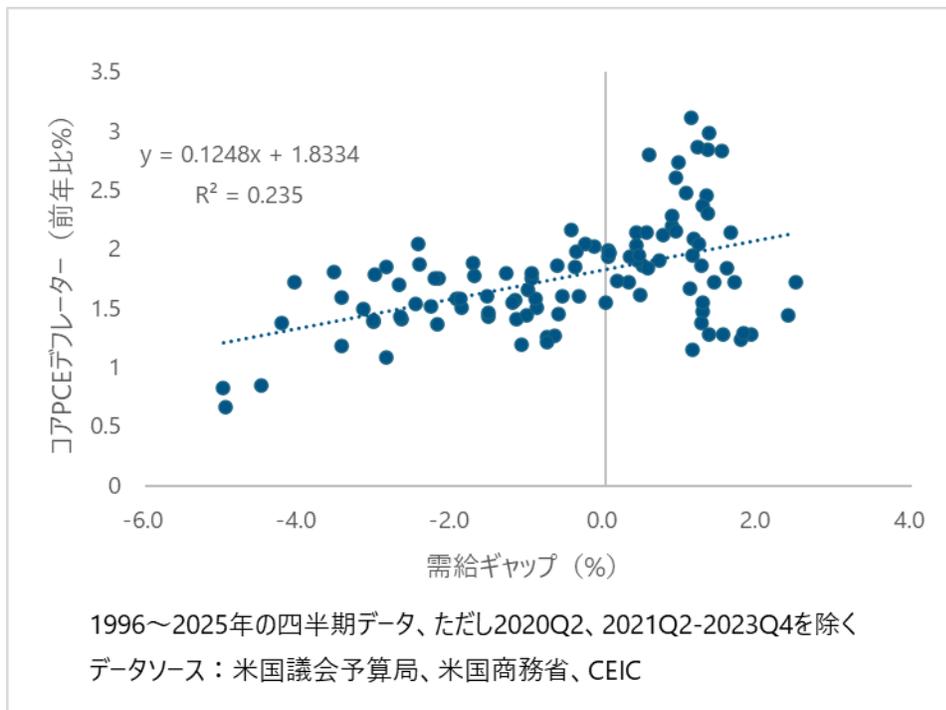
2 月の米国消費者物価指数（CPI）の伸びは予想外に低下し、総合 CPI が前年比+2.4%、食品とエネルギーを除くコア CPI が同+2.5%といずれも前月比で伸びを低下させた。特にコア CPI の伸び率は、ロシアによるウクライナ侵攻直前の 2021 年以来の低い伸び率となった。もっともこれで米国のインフレ圧力が和らいだとみるのは早計であろう。米国の経済統計は政府閉鎖の影響で統計の数字が一部乱れている可能性があり、また輸入関税の消費者物価への転嫁は関税発動からラグをもって今後実施される可能性が残っているためである。さらに、米国経済の需給は現在もタイトな状況が続いている。米国議会予算局（CBO）推計による需給ギャップは 2021 年以降プラス（需要超過）の状態にあり、2025 年時点でおおむね+1%とされている（図表 1）。

しかしながら、需給ギャップとインフレ率の関係からは、現状の需給ギャップが継続した場合、このまま FRB が利下げを続けてもインフレ率はおおむね 2%程度に低下着地する見通しは立つ。図表 2 は、FRB が参照するインフレ率指標である個人消費支出価格指数（PCE デフレーター）の食品とエネルギーを除くコア指数の伸びと需給ギャップの関係を表すシンプルなフィリップス曲線である（1996～2025 年四半期データ）。ただし、新型コロナウイルス感染症の影響で経済が悪化しマイナス需給ギャップが一時急拡大した 2020 年第 2 四半期と、ロシアのウクライナ侵攻によるエネルギー価格等の急騰がインフレ率を押し上げたと考えられる 2021 年第 2 四半期～2023 年第 4 四半期の数値は除いている。これによれば、1%の需要超過はおおむねコア PCE デフレターの前年比の伸び約 2%程度に相当する（コロナ期とロシア・ウクライナ期にダミー変数を用いた分析でもほぼ同様の結果となった）。ここからは、現状の需給ギャップが維持される限り、2%インフレ率の達成のためには、現状の引き締め気味の金融政策を維持する必要は必ずしもなく、利下げにより 3%の中立金利まで政策金利を引き下げても、物価安定は達成可能ということになる。

図表 1：需給ギャップとコアインフレ率 [米国]



図表 2：需給ギャップとインフレ率 [米国]



連邦公開市場委員会（FOMC）委員の金融政策見通しも同様の方向を示唆している。パウエル議長は、雇用軟化に配慮して2025年9月から利下げを再開し、同12月までにFF金利誘導目標レンジを3.50-3.75%にまで引き下げた。12月時点のFOMC委員の経済予測の中央値は、2026年中に3.25-3.50%までの利下

げ、2027 年中に 3.00-3.25%までの利下げを示唆している。コア PCE インフレ率（総合）はこの間継続的に低下して 2027 年に 2.1%にまで低下すると予測されている。今年 5 月までのパウエル議長在任中及び後任の新議長就任当初は、金融政策の継続性や市場との対話維持の観点から、このシナリオに沿った利下げ路線が踏襲されると考えられる。

ただし、インフレのリスクバランスは依然上方である。昨今のグローバルな経済分断やサプライチェーンリスクの拡大からは、世界的にエネルギーや資源などの価格には、ロシア・ウクライナ問題の影響と同様に需給ギャップとの相関以上にインフレ率が上昇するリスクがある。また、米国の輸入関税の国内価格転嫁が今年以降に拡大し、外的要因としてインフレ率を再度押し上げる可能性がある。また米国経済は AI 投資の拡大もあり昨年同様に米国経済の成長加速がさらに需給ギャップ（需要超過）の拡大をもたらす可能性がある。このような場合、2026 年から 27 年にかけてインフレ率が 2%台後半の高水準にとどまることが考えられる。インフレ率が想定通りに低下しなかった場合は、3%に至る以前に利下げが停止される可能性も残っている。金融政策的にタカ派とされるケビン・ウォーシュ氏の議長就任が実現すれば、政策金利の高め維持の可能性は更に高まるといえるだろう。

## 2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

### 通貨体制のグランドデザイン不在の中で米ドル基軸通貨体制と日本円はどこへ向かうか？

合同会社デロイトトーマツ

リスクアドバイザー リスク管理戦略センター マネジャー 佐野 哲也

#### 依然として不明瞭な国際通貨体制に関するグランドデザイン

トランプ政権から米ドルを国際経済においてどのように位置づけるかの方向性がなかなか示されない。もちろん、断片的には米ドルの行方を示唆するような方向性の発信はなされている。政権初期からの一貫した主張である「不均衡」の是正もその 1 つである。だが、「不均衡」の問題は、後で述べるように論理的には米ドルの基軸通貨特権を手放すという大掛かりな思想転換（もしくはアメリカ人の「儉約家」への変身）なくしては真の意味での解決は難しい。かといって、トランプ政権は米ドルが弱くなり続けることが望みなのかと言えば、ベッセント財務長官は「強いドル」政策を維持すると火消しをする。政権全体として米ドルをどこに導きたいのかグランドデザインが見え

てこない。そうである間、国際通貨体制は米ドル基軸体制を軸としつつも事あるごとに挑戦を受け続け、場合によっては漂流していかざるを得ない。

### アメリカが経常赤字を受け入れてきた理由

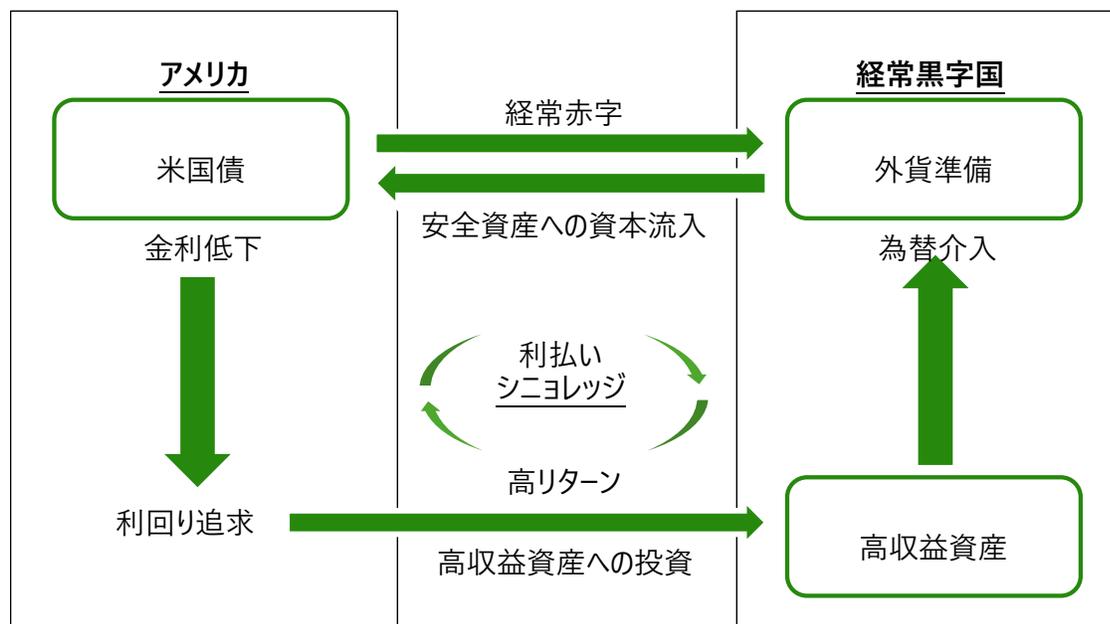
通貨体制を考えるうえでは、それを支える資本フローの裏表である経常不均衡の問題から議論を起すのがわかりやすいだろう（経常赤字/黒字は恒等式として資本フローの流入/流出を伴うため）。その際に重要となるのは、アメリカは経常赤字を問題だと言いながらもそれをほぼ甘んじて受け入れてきたという事実である。言い換えれば、アメリカは巨大な経常赤字を通じて全世界に需要を「輸出」してきたのである。

なぜそのようなことが可能となっていたのか。改めて問うと難しく考えがちであるが、答えはいたって単純である。アメリカにとっては「経常赤字によって得られる便益が、経常赤字による痛みを上回っていたから」ということ、要するに国全体としてみれば豊かな暮らしの助けになってきたからである。だが、経常赤字がもたらす便益とは何なのか。通常の場合、経常赤字は豊かな暮らしの助けにはなりそうもない。

### 「法外な特権」Exorbitant Privilege と「ブレトンウッズⅡ」体制

だが、アメリカの場合は事情が異なっていた。これがいわゆる「法外な特権（Exorbitant Privilege）」とか、「国際通貨発行益（international seigniorage）」と呼ばれる議論である。第一に、アメリカにとって経常赤字はドルが基軸通貨である限りドル需要という形でほぼ自動的に資本のインフローとなる（ファイナンスされる）ためそもそもそれ自体大した問題ではない。そしてより重要なことは、膨大な資本のインフローはアメリカにとって金融面で多大な恩恵をもたらすものだったということである。すなわち、ドル基軸通貨体制のもとで、アメリカは経常黒字国からの資本インフロー（これは主として米国債等の安全資産への流入となる）によって長期金利を低位に抑制しつつ、アメリカ側からは高い投資利回りを得られる対外投資を行うことで、いわば国全体として低利調達・高利運用を行い、その差益（シニョレッジ）を恒常的に獲得することができてきたのである。多くの経常黒字国が、米国からの資本流入に対し為替介入を行うことで通貨の増価に抵抗してきたことも、外貨準備による米国債の購入を通じてこの構図を一層強固な循環的なものとするに寄与してきた。要するに、経常黒字国は、経常黒字を得る見返りに、アメリカに安い資本と高リターン資産を供与してきたのである。

これを背景に、前述のとおり米国は全世界に安定的に需要を輸出することが可能となり、一種の安定的な通貨システムが成り立っていた。これが、「ブレトンウッズII」と呼ばれる議論である。



#### 我慢の限界を超え始めた「痛み」への対処 – 通貨政策全体としてのちぐはぐ感

しかし、いわゆるラスタベルトの問題をはじめとして、いよいよ実体面での「痛み」が主にウォール街が享受してきた「思恵」を超え始めた、というのが近年の流れである。持てる者から持たざる者へのトリクルダウンは起こらず、国内の格差があまりにも深刻な状況に至ってしまったのである。

それを政治問題化することは容易いが、冒頭から述べているように、経常不均衡は裏表の関係として資本の動きを伴う。強いドルのもとでアメリカが享受してきた「特権」をも手放す覚悟がなければ不均衡を完全に是正することはできない。冒頭で述べたように、米国自身の明確な考え方は見えない。「強いドル」と「経常不均衡是正」を同時に掲げるあたりに、米国自身もどこを目指すのかまだ見定めあぐねている様子が見て取れる。

#### 日本について：リターンを求める姿勢の重要性

いずれにせよ、現在の国際通貨体制が軋みつつあるのは間違いないだろう。国際通貨体制がさまよいつつある中、翻ってわが国の国際投資ポジションはどうか。

IMF 統計でわが国の対外資産を見ると、外国債への投資（統計上は外貨準備として計上されていることもあ  
る）が多く、資金の大宗を安全資産で運用している姿である。外国債の多くは米国債であり、要するに、日本も  
また他の経常黒字国の例にもれず、米国債を購入して「強いドル」を下支えしているのである。足許では円安が  
大きな問題となっているが、長期的な観点からは、いつまで強いドルを下支えしていくのかはわが国にとっても避け  
て通れない議題である。

「強いドル」を支える負担を多少なりとも緩和する方向に働くものとしては、リスク性資産への分散を広げていくこ  
となどが挙げられよう。海外投資に限定されたものではないが、新 NISA など広い文脈で理解すればこうした意  
味合いを持ちうる取り組みでもある。民間による直接投資なども、「強いドル」を支える見返りに高リターン投資  
収益をアメリカから得ていくべきだという観点からは、国内投資の減退という副作用には注意する必要があるもの  
の、奨励されていくことが望ましいだろう。実際、我が国から海外への直接投資もエクイティ性の証券投資も緩や  
かながら増加傾向にあり、この点からも、徐々にではあるが「強いドル」を支える負担が緩和されていくという潮流  
変化の一端が窺われる。

#### 国際通貨体制変動リスクの傍らで改めて問われる日本と日本円の競争力

そしてもう一つ、日本の経済運営にとって目先の対外投資内容の変化などを超えて大きな課題ないし議題とな  
るのが、円の国際化問題であろう。円の国際化はもうかなり長い間置き去りにされてきている議論であるが、国際  
通貨システムの変容に際して今一度真剣に考える価値はあるように思われる。同時に、そうした議論を喚起する  
ことは日本の経済力や財政の信認といった基本的な課題についての意識を新たにする意味も持つ。

#### 日本が抱えるマクロの諸問題を整理する軸としての「通貨力」という発想

すなわち、アメリカがその通貨ドルを基軸通貨として保ってこれてきたのは、突き詰めれば、世界全体の外貨  
準備需要を満たすだけのドル発行を裏付けすることが可能な安全資産を発行できる財政力を有し、そして財政  
を裏打ちする実体的経済力をも持つただ一の国であったというところに帰着する。円の国際化を論じるというこ  
とはこうしたマクロ経済の基本的な課題にパッケージとして向き合っていくことを意味する。国際通貨体制が揺らぎつ  
つある中、大局観のある通貨政策議論に期待したいところである。

### 3. 金融規制の動向（トレンド&トピックス）

#### ストレステストから読み解く欧米当局の金融安定リスクに関する問題意識

合同会社デロイトトーマツ

リスクアドバイザー ファイナンシャルサービシーズ 楠田 祥也

主要な法域では、金融システム安定確保の観点から、銀行をはじめとする金融機関に対し、監督上のストレステストが行われている。一般的に、ストレステストとは、仮想的な景気悪化シナリオの下で金融機関の財務の頑健性（自己資本充実度など）を評価するものである。国内外の金融当局・中央銀行は、監督下の大手銀行等を対象としたストレステストを定期的実施しており、法域によってはその結果が追加的な資本賦課や配当・自社株買い制限の決定に活用されている。さらに、特に欧米では、こうした監督上のストレステストを補完する形で、探索的分析やテーマ別ストレステストを通じた追加的なリスクの検証も行われている。本稿では、このようなストレステストにおける探索的分析等に着目した上で、米国・英国・EUの最新動向を概観することにより、欧米当局の金融安定上の問題意識について考察する。

まず、米国では、連邦準備制度理事会（FRB）が、大手銀行を対象としたドッド＝フランク法に基づく監督上のストレステストを毎年実施している。2025年のストレステストでは、通常の監督上のストレステストとは別枠で「探索的分析」が行われた。これは、異なる経済・金融情勢の下で銀行システム全体の頑健性を検証するものである。2025年の探索的分析の特徴は、特にノンバンク金融機関（NBFI）が銀行にもたらすリスクの検証に焦点を当てている点である。この背景には、米国銀行のNBFI向けエクスポージャーが過去5年間で急速に拡大している中、高レバレッジでのNBFIの業務運営や銀行からの資金調達への依存が、銀行にリスクをもたらすとの問題認識がある。2025年の探索的分析は、2つの要素で構成されている。第一に、NBFIの借手に対する信用・流動性ショックの下で、銀行が直面するリスクを検証する分析である。第二に、探索的な市場ショックに対する最大手銀行の脆弱性を把握するための分析である。なお、FRBは2025年6月に公表したストレステスト結果に関する報告書において探索的分析の結果も明らかにしており、いずれの要素についても銀行システム全体として追加的なストレスに耐えうるとの評価が示された。

次に、英国では、イングランド銀行（BOE）が、銀行等に対するストレステストとは別に、金融システム全体を対象としたストレステストを行っている。このストレステストは、「システム全体の探索的シナリオ（SWES）演習」と呼ばれており、第1回の演習は2023年6月に開始され、2024年11月に最終報告書が公表された。これに続く形で、BOEは2025年12月に、プライベート市場に焦点を当てた第2回のSWES演習を開始した。この演習の目的は、ストレス下においてプライベート市場のエコシステム（プライベートエクイティやプライベートクレジットを含む）がどのように機能するかを分析するとともに、それが英国の金融システム安定性および実体経済に及ぼす影響について理解を深めることである。BOEは、英国において過去10年間でプライベート市場が急速に拡大し、多くの便益をもたらしてきた一方で、深刻な景気後退局面における当該市場の頑健性については検証が行われてこなかったとの問題意識を示している。なお、今回の演習は二段階で実施され、大部分の演習は2026年中に完了する予定であり、2027年初頭には最終報告書が公表される見込みである。

最後に、EUでは、欧州中央銀行（ECB）および欧州銀行監督機構（EBA）が、銀行セクターを対象とした様々なストレステストを実施している。EBAは2年ごとにEU全域ストレステストを行っているが、ECBは当該ストレステストが実施されない年に、特定のショックを想定したテーマ別ストレステストを行っている。こうした枠組みの下で、ECBは2025年12月に、監督下の110行を対象として、地政学リスクに関するリバーズ・ストレステストを実施する方針を明らかにした。この演習は、通常のストレステストとは異なり、普通株式等Tier1（CET1）比率が少なくとも300ベースポイント低下する地政学リスクのシナリオを各銀行が自ら特定する形式を採っている。また、各銀行は、地政学リスクシナリオが自己資本の状況に及ぼす影響に加えて、流動性および資金調達環境に及ぼす影響についても報告することが求められる。今回のテーマ別ストレステストの背景として、ECBは、地政学リスクが信用リスクや市場リスクなどの伝統的なリスク領域に影響を及ぼす横断的なリスクドライバーであり、金融市場や実体経済などの多様なチャネルを通じて銀行に影響を及ぼす可能性がある点を指摘している。こうした問題意識は、地政学リスクが2026年から2028年にかけてのECBの監督上の優先事項の中心に位置付けられていることとも整合的である。ECBは2026年の夏に、今回のリバーズ・ストレステストに関する総合的な結果を公表する予定である。

これらの欧米の最近の動向を踏まえると、金融システム全体の安定性の観点から、プライベート市場を含むNBFIに関連するリスクや、地政学リスクに対する銀行の頑健性に当局の関心が集まっていることが窺える。もっとも、

当局の対応はストレステストにとどまるものではなく、特に NBFi 関連のリスクへの対応については幅広い文脈で進められている。例えば、ECB および欧州システミックリスク理事会（ESRB）は 2026 年 2 月に、「銀行およびノンバンク金融仲介セクターの連関から生じる金融安定リスク」と題する共同報告書を公表した。この報告書は、現時点では両者の連関は金融システムの安定性に対して急性のリスクをもたらしているわけではないとしつつも、市場環境の悪化時にはストレスを増幅させる重要な脆弱性を内包していることを指摘した。また、こうした連関を評価するためにはより粒度の高いデータが不可欠であるものの、データ不足が分析を制約している点にも言及している。このような動向を踏まえると、金融機関においては、欧米当局の問題意識も参考にしつつ、内部ストレステストの高度化やリスク管理態勢の強化を図ることが重要になると考えられる。

---

## 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\\_mailmagazine@tohmatsu.co.jp](mailto:jp_risk_mailmagazine@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



---

[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たは拘束させることはありません。Deloitte Global およびそ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。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 のメンバーファームです。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](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 トウシュートマツリミテッド（“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 Deloitte Global、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も責任を負いません。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す。

© 2026. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.